



买入

18% ↑

目标价格: 人民币5.87

600828.SS

原先目标价: 人民币 8.60

价格: 人民币 4.99

目标价格基础: 17倍 12年市盈率

板块评级: 增持

成商集团

未确认太平洋春熙店收益导致利润大幅下滑 28.7%

2012年上半年公司实现营业收入10.85亿元, 同比增加5.1%; 实现息税前利润1.19亿元, 同比增1.2%; 实现归属于上市公司股东净利润(剔除非经常性损益的影响)7,630万元, 同比下降28.7%。全面摊薄每股收益(剔除非经常性损益)0.134元/股。我们将目标价格下调至5.87元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 春熙路太平洋店回归, 以及公司加快未来2年在省内的扩张步伐, 我们预计2014年将进入新一轮利润增长期。

评级面临的主要风险

- 春熙路太平洋店物业收回时间慢于预期。
- 盐市口二期、茂业中心项目及九眼桥等大型项目中出现经营风险。

估值

- 我们对公司深耕川内市场的战略表示认同, 但由于成都地区商业激烈的竞争环境, 且公司川内成都以外区域扩张速度略有保守, 我们对公司2012年的业绩持谨慎态度。我们认为随着盐市口二期、南部茂业中心逐步成熟步入收获期, 公司业绩可能于2014年左右再次迎来新一轮增长。我们暂且假设2012-14年春熙店仍以租金+50%收益计算, 我们小幅调整2012-14年全面摊薄每股收益(扣除非经常性损益)至0.345、0.442和0.557元(若扣除春熙店的投资收益, 2012-14年扣非后全面摊薄每股收益为0.263、0.350和0.458元, 同比分别下降19%、增长33%和增长31%), 基于17倍2012年市盈率, 我们将目标价格由8.60元下调至5.87元, 维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21)	(2)	(24)	(49)
相对新华富时A50指数	(21)	3	(13)	(35)

发行股数(百万)	570
流通股(%)	37
流通股市值(人民币 百万)	2,858
3个月日均交易额(人民币 百万)	17
净负债比率(%) (2012E)	33
主要股东(%)	
茂业商厦	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月15日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,677	2,000	2,201	2,933	3,448
变动(%)		(1)	19	10	33
净利润(人民币 百万)	138	196	197	252	318
全面摊薄每股收益(人民币)	0.242	0.343	0.345	0.442	0.557
变动(%)		8.19	41.50	0.61	28.0
市场预期每股收益(人民币)			0.405	0.528	0.667
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.392	0.492	0.631
调整幅度(%)			(12)	(10)	(12)
核心每股收益(人民币)	0.225	0.325	0.345	0.442	0.557
变动(%)		19.65	44.38	6.23	28.0
全面摊薄市盈率(倍)	20.1	14.3	14.5	11.3	9.0
核心市盈率(倍)	20.1	14.3	14.5	11.3	9.0
每股现金流量(人民币)	0.65	0.52	0.91	0.98	0.87
价格/每股现金流量(倍)	7.7	9.6	5.5	5.1	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	10.5	10.2	7.2	5.6
每股股息(人民币)	0.027	0.036	0.048	0.070	0.090
股息率(%)	0.5	0.7	1.0	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*林琳为本报告重要贡献者

未确认太平洋春熙店收益导致利润大幅下滑 28.7%

受行业增速放缓的影响，公司上半年销售增速明显放缓。2012年上半年公司实现营业收入10.85亿元，同比增长5.1%；实现息税前利润1.19亿元，同比增长1.2%；实现归属于上市公司股东净利润（剔除非经常性损益的影响）7,630万元，同比下降28.7%。全面摊薄每股收益（剔除非经常性损益）0.134元/股。

归属于上市公司股东净利润大幅下滑的原因是：公司于今年4月收回太平洋春熙店的经营权，后续需对该店进行清算等操作，目前公司无法对该店的收益作出合理的估算，故上半年未对该店确认收益，而去年同期该店确认收入3,011万元；此外，由于清江店连续两年亏损，于今年2月20日停业关店，由终止经营产生赔偿及清理费用350万元。扣除这两部分的影响，今年上半年扣非后归属母公司净利润同比增长3.7%。

公司上半年百货业务实现营收9.79亿元，去年至今公司仅新开菏泽店，扣除该店的影响，上半年平均同店增长约为4.84%。

分地区分析，上半年公司成都地区主营业务收入为5.02亿元，同比下降3.43%。显示了成都地区商业竞争环境激烈和整体消费的疲软。绵阳及南充地区上半年销售同比增长6.12%和2.98%。

分门店分析，去年3月收购的菏泽两家门店，今年上半年含税营收约为5,000万元，亏损223万元。我们预计该店全年将会小幅减亏（去年亏损717万元）。南充模范街店今年上半年扭亏为盈。南充五星店特许专柜销售增速为8.9%。母公司利润表基本反映了盐市口店、武侯店和温江店的经营情况。商业收入主要由盐市口店贡献（去年该店营收占三店总营收的比约为75%），今年上半年盐市口店营收基本与去年同期持平。其余两店同比均下降5%-10%。

图表 1. 2012 年上半年部分门店特许专柜销售收入

	特许专柜销售收入(百万元)		客单价(元)	特许专柜销售收入同比变化(%)
盐市口店	315.1	755		0.6
南充五星店	152.9	575		8.9
绵阳兴达店	147.1	606		0.2

资料来源：茂业集团半年报，中银国际研究

图表 2. 母公司利润表(模拟)

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 2季度	11年 上半年	11年 下半年	12年 1季度	12年 2季度	12年 上半年	2012年上半年 同比变化(%)	2012年上半年 环比变化(%)
营业收入	317.79	237.49	555.28	546.20	302.59	244.12	546.71	(1.54)	0.09
其中：商业			491.31	490.08			483.85	(1.52)	(1.27)
其他业务收入			63.97	56.12			62.86	(1.74)	12.01
营业税金及附加	(4.28)	(4.40)	(8.68)	(8.85)	(5.27)	(4.08)	(9.35)	7.75	5.65
净营业收入	313.51	233.09	546.60	537.35	297.32	240.04	537.36	(1.69)	0.00
营业成本	(246.55)	(170.38)	(416.93)	(414.97)	(227.87)	(181.05)	(408.91)	(1.92)	(1.46)
其中：商业			(414.98)	(412.98)			(406.92)	(1.94)	(1.47)
其他业务成本			(2.01)	(1.94)			(2.00)	(0.50)	3.08
销售费用	(17.32)	(16.24)	(33.56)	(39.99)	(18.96)	(18.55)	(37.51)	11.77	(6.22)
占营业收入比重(%)	5.45	6.84	6.04	7.32	6.27	7.60	6.86		
管理费用	(8.31)	(8.63)	(16.94)	(17.46)	(8.92)	(8.65)	(17.57)	3.73	0.65
占营业收入比重(%)	2.61	3.63	3.05	3.20	2.95	3.54	3.21		
息税前利润	41.34	37.84	79.18	64.93	41.57	31.79	73.37	(7.34)	12.99
净财务费用	(2.92)	(4.83)	(7.75)	(10.83)	(4.07)	(2.96)	(7.03)	(9.22)	(35.02)
模拟利润总额	38.42	33.01	71.43	54.11	37.50	28.83	66.33	(7.14)	22.59
毛利率(%)									
综合毛利率	22.42	28.26	24.92		24.69	25.84	25.20		
商业毛利率			15.54				15.90		

资料来源：公司数据，中银国际研究

太平洋春熙店回归，物业收回时间不定

久拖未决的春熙太平洋店纠纷于2012年4月24日得以裁决，成商集团如愿收回该店经营权。但由于仲裁裁决书中，并未对太平洋何时撤出春熙店做出明确的规定，我们认为清算及物业归还尚需一定的时间。我们暂且预计公司将于2014年收回该物业。

根据远东百货2008-2011年报数据披露，及《合作合同》第三阶段（2011年1月1日至2014年12月31日期间）的利益分配方式：合作企业每年优先向被申请人支付固定收益人民币2,600万元并且被申请人每年可获合作企业年度税后净利润（注：净利润的计算须先行扣除合作企业已支付给被申请人的固定收益人民币2,600万元）的50%。成商集团2011年年报中根据太平洋中国控股有限公司提出的仲裁请求及合作企业成都商厦太平洋百货有限公司2011年的财务预算数，暂确认收益6,023.29万元。则按照此计算推导，成都商厦太平洋2011年净利润预算额为 $(6,023.29 - 2,600) / 50\% = 6,846.6$ 万元（而远东百货2011年披露太平洋春熙店的净利润为3060万元，按照该店以往的经营数据，我们认为该收益存在一定的争议）。我们可以看到，春熙店的营收和净利润均在2009年达到了峰值，受该店近些年的经营权归属纠纷的负面影响，2009年之后该店营收和净利润均逐年下滑。

图表 3.2008-11 年太平洋春熙店主要经营数据（百万元，%）

成都大厦太平洋百货公司	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	营业利润	净利润	营业利润率 (%)	净利润率 (%)
2011 年	340.0	145.8	194.2	695.4	34.8	30.6 (注 1)	5.0	4.4
2010 年	322.8	173.8	149.0	775.6	95.9	85.5	12.4	11.0
2009 年	345.7	183.5	162.3	802.7	105.9	95.7	13.2	11.9
2008 年	319.9	171.1	148.8	713.7	90.5	81.8	12.7	11.5

资料来源：远东百货年报，中银国际研究

注 1：由于经营归属权的纠纷，该年净利润参考性较弱

由太平洋春熙店的经营数据，我们可以得出2008-11年该店加回支付给公司的固定收益后的营业利润，以及若2008年起公司全盘接管春熙店，其经营数据为：

图表 4.若 2008 年公司全盘接管春熙店，08-11 年该店的主要经营数据（模拟估算值）

(人民币，百万)	2008	2009	2010	2011
利润总额	116.5	131.9	111.5	95
净利润	89.1	100.9	85.3	72.6
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.156	0.177	0.149	0.127

资料来源：远东百货年报，中银国际研究

毛利率及费用率均略有上升

由于上半年黄金销售增速放缓，上半年公司综合毛利率上升0.31个百分点至23.52%，其中百货业务毛利率上升0.17个百分点至15.52%。由于上半年加大了促销的频次及力度，使得销售费用同比上涨14.6%，销售费用率上升0.86个百分点至10.2%。管理费用及财务费用同比基本持平。

川内成都以外区域扩张速度保守

目前公司在建的项目有南部茂业中心及盐市口二期，这两个项目建设均接近尾声，预计将分别于今年10月及明年上半年开业。另外九眼桥项目拆迁等前期工程已告一段落，预计今年年底将奠基开建。

南部茂业中心位于成都南部高新区 CBD 中心，虽然成都市政府已迁至高新区，但该地区商圈尚需时间培育，因此公司计划将该店开业时间延迟至明年上半年，届时将有一半物业经营主题百货，另一半物业经营休闲娱乐、餐饮等特业项目。该项目商业部分总投资约为4亿元（其中土地成本约为7963万元）。

盐市口二期商业部分公司计划明年上半年开业，面积约为5.56万平方米，定位于中高端，客层偏向于年轻人。预计商业部分总投资约为4亿元。酒店和写字楼部分将于2014年开业，目前酒店部分公司计划引入JW万豪。

九眼桥项目前期拆迁等工程已经完成，目前正在进行项目的规划设计。

图表 5. 公司储备项目

项目名称	预计开业时间	预计商业面积 (平方米)	物业性质	备注
南部茂业中心	2013年上半年	68,300	自建	总建筑面积33.87万平方米，其中商业裙楼4.7万平方米，写字楼1.68万平方米，公寓5.64万平方米，地下一层商业2.13万平方米，地下二、三层停车库（含设备房等）46,410平方米。根据协议，本公司将拥有地下一层至地面四层裙楼面积约为6.83万平方米商业物业和地下二层2.32万平方米地下停车场及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本7,963万元及开发成本。成都崇德将拥有其余部分物业及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本14,788万元及开发成本。
盐市口二期	2013年5月	55,600	自建	成都盐市口二期项目位于盐市口商圈东御街与顺城大街交汇处，项目总建筑面积15.81万平方米，采用购物中心与步行街结合的形式。该项目总投资10.00亿元。总建筑面积15.8万平方米，其中商业裙楼3.96万平方米，酒店4.24万平方米，办公3.89万平方米，地下负一、二层（包括商业、设备房等）1.6万平方米，地下负三层（包括停车场、设备房等）0.8万平方米。
九眼桥购物中心	2014年	50,800	自建	位于锦江区九眼桥宏济中路号，总投资为4.33亿元，总建筑面积为9.16万平方米，其中商业面积为5.08万平方米，住宅面积为4.075万平方米。

资料来源：公司资料，中银国际研究

调整盈利预测和维持买入评级

我们对公司深耕川内市场的战略表示认同，但由于成都地区商业激烈的竞争环境，且公司川内成都以外区域扩张速度略有保守。我们对公司2012年的业绩持谨慎态度。我们认为随着盐市口二期、南部茂业中心逐步成熟步入收获期公司业绩可能于2014年左右再次迎来新一轮增长。我们暂且假设2012-14年春熙店仍以租金+50%收益计算，我们小幅调整2012-14年全面摊薄每股收益（扣除非经常性损益）至0.345、0.442和0.557元（若扣除春熙店的投资收益，2012-14年扣非后全面摊薄每股收益为0.263、0.350和0.458元，同比分别下降19%、增长33%和增长31%），基于17倍2012年市盈率，目标价格下调至5.87元/股，维持**买入**评级。

图表 6.2011-12 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11年 上半年	11年 下半年	12年 上半年	2012年上半年 同比变化(%)	2012年上半年 环比变化(%)
主营收入	933	917	979	4.91	6.82
-营业税及及附加	(18)	(17)	(18)	4.33	9.88
净营业收入	916	900	961	4.92	6.76
其他业务利润	96	88	103	7.12	16.97
主营成本	(790)	(774)	(827)	4.70	6.91
管理费用	(17)	(17)	(18)	3.73	0.68
销售费用	(87)	(102)	(100)	14.58	(2.49)
营业利润	118	95	119	1.23	26.15
非经常性项目	0	13	1	165.77	(95.76)
投资收益	35	30	1	(97.31)	(96.87)
净财务费用	(14)	(18)	(14)	(1.70)	(22.05)
利润总额	139	120	107	(23.08)	(11.02)
所得税	160	145	94	(41.03)	(35.22)
少数股东损益	(0)	(2)	1	(580.03)	(130.81)
归属母公司股东净利润	107	89	77	(28.39)	(13.45)
扣除非经常性损益的净利润	107	79	76	(28.66)	(2.85)
扣非常后每股收益(元)	0.187	0.138	0.134	(28.66)	(2.85)
盈利能力 (%)					
综合业务毛利率	23.2	22.9	26.1		
经营利润率	11.4	9.4	14.1		
税前利润率	13.5	11.9	10.9		
扣非后净利率	10.4	7.8	7.8		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,677	2,000	2,201	2,933	3,448
销售成本	(1,311)	(1,564)	(1,714)	(2,289)	(2,686)
经营费用	(126)	(171)	(170)	(211)	(226)
息税折旧前利润	241	265	318	433	536
折旧及摊销	(71)	(53)	(81)	(133)	(171)
经营利润(息税前利润)	169	213	236	301	366
净利息收入/(费用)	(27)	(32)	(43)	(43)	(27)
其他收益/(损失)	39	79	67	74	79
税前利润	182	259	260	332	418
所得税	(45)	(61)	(61)	(78)	(98)
少数股东权益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
净利润	138	196	197	252	318
核心净利润	142	199	197	252	318
每股收益(人民币)	0.242	0.343	0.345	0.442	0.557
核心每股收益(人民币)	0.225	0.325	0.345	0.442	0.557
每股股息(人民币)	0.027	0.036	0.048	0.070	0.090
收入增长(%)	(1)	19	10	33	18
息税前利润增长(%)	17	25	11	27	22
息税折旧前利润增长(%)	24	10	20	36	24
每股收益增长(%)	8	42	1	28	26
核心每股收益增长(%)	19	44	6	28	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	182	259	260	332	418
折旧与摊销	71	53	81	133	171
净利息费用	27	32	43	43	27
运营资本变动	85	(10)	179	175	6
税金	(45)	(61)	(61)	(78)	(98)
其他经营现金流	(35)	(45)	(45)	(45)	(29)
经营活动产生的现金流	285	228	457	559	495
购买固定资产净值	(97)	(163)	(501)	(455)	(102)
投资减少/增加	114	(31)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	17	(194)	(501)	(455)	(102)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(42)	197	(76)	(45)	(310)
支付股息	(25)	(10)	(16)	(27)	(40)
其他融资现金流	(177)	(227)	194	5	(127)
融资活动产生的现金流	(245)	(40)	102	(67)	(477)
现金变动	57	(6)	59	37	(84)
期初现金	68	125	118	177	214
公司自由现金流	303	35	(42)	106	395
权益自由现金流	233	198	(162)	16	56

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	125	119	177	214	129
应收帐款	9	16	17	20	26
库存	99	187	79	102	122
其他流动资产	85	146	82	32	37
流动资产总计	318	467	355	368	314
固定资产	716	1,016	1,320	1,602	1,706
无形资产	352	353	345	338	330
其他长期资产	225	258	383	478	453
长期资产总计	1,293	1,628	2,048	2,418	2,489
总资产	1,611	2,095	2,403	2,785	2,803
应付帐款	488	574	646	846	878
短期债务	44	139	69	74	64
其他流动负债	0	0	70	100	0
流动负债总计	533	712	785	1,020	942
长期借款	453	546	480	400	200
其他长期负债	0	10	0	0	0
股本	366	439	570	570	570
储备	245	356	536	760	1,054
股东权益	610	795	1,106	1,331	1,624
少数股东权益	14	31	33	35	37
总负债及权益	1,611	2,095	2,403	2,785	2,803
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.81	1.94	2.33	2.85
每股有形资产(人民币)	0.71	1.01	1.33	1.74	2.27
每股净负债/(现金)(人民币)	1.02	1.29	0.65	0.46	0.24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.3	13.3	14.4	14.8	15.6
息税前利润率	10.1	10.6	10.7	10.3	10.6
税前利润率	10.8	12.9	11.8	11.3	12.1
净利率	8.2	9.8	8.9	8.6	9.2
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
利息覆盖率	6.0	6.4	5.3	6.8	12.8
净权益负债率(%)	59.7	68.6	32.6	19.0	8.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
估值(倍)					
市盈率	20.6	14.5	14.5	11.3	9.0
核心业务市盈率	20.1	14.3	14.5	11.3	9.0
目标价对应核心业务市盈率	23.7	16.8	17.0	13.3	10.5
市净率	3.0	2.8	2.6	2.1	1.8
价格/现金流	7.7	9.6	5.5	5.1	5.8
企业价值/息税折旧前利润	9.2	10.5	10.2	7.2	5.6
周转率					
存货周转天数	27.2	33.4	22.1	11.3	11.8
应收帐款周转天数	4.9	2.3	2.7	2.3	2.4
应付帐款周转天数	99.4	96.9	101.1	92.8	91.3
回报率					
股息支付率(%)	7.1	8.1	13.9	15.8	16.2
净资产收益率(%)	24.8	27.9	20.7	20.7	21.5
资产收益率(%)	8.2	8.8	8.0	8.9	10.0
已运用资本收益率(%)	15.7	16.2	14.9	17.1	19.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371