



买入

12% ↑

目标价格: 人民币 5.95

600327.CH

原先目标价: 人民币 6.99

价格: 人民币 5.32

目标价格基础: 17 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

大东方

全年面临较大经营压力

面临收入放缓和费用上涨的双重压力, 2012 年上半年公司实现营业收入 36.61 亿元, 同比增长 6.52%; 实现息税前利润 1.83 亿元, 同比下降 17.4%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 8,723 万元, 同比下降 28.47%, 扣非后折合每股收益 0.167 元, 基本符合我们的预期。我们将目标价格下调至 5.95 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司拥有“精品百货零售、汽车销售服务、名特食品产业”一体两翼的发展战略和优秀的管理能力。
- 4S 店规模逐步扩大, 将有效的支撑公司长期的健康发展, 但是今明年面临较大的费用压力。

评级面临的主要风险

- 汽车市场持续低迷, 汽车板块销售低于我们的预期。
- 未来几年公司面临数个外埠大型商业零售项目对无锡地域的抢摊, 将面临一定市场压力。

估值

- 鉴于公司在未来 3 年的发展轨迹和经营压力, 我们维持公司 2012-14 年业绩预测, 即分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.350、0.418 和 0.530 元。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可, 给予 17 倍 2012 年市盈率, 我们将公司的目标价由 6.99 元/股下调至 5.95 元/股, 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	(24)	(0)	(24)	(41)
相对新华富时 A50 指数	(23)	4	(12)	(29)

发行股数(百万)	522
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	2,775
3 个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2012E)	4
主要股东(%)	
无锡商业大厦集团有限公司	47

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 零售

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

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)	6,304	7,037	7,397	8,055	8,749
变动(%)	14	12	5	9	9
净利润(人民币 百万)	224	208	183	217	278
全面摊薄每股收益(人民币)	0.430	0.398	0.350	0.418	0.530
变动(%)	19.8	(7.4)	(12.1)	18.7	28.3
市场预期每股收益(人民币)			0.440	0.573	0.603
核心每股收益(人民币)	0.431	0.340	0.350	0.418	0.530
变动(%)	20.2	(21.1)	3.1	18.7	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	12.4	13.4	15.2	12.8	10.0
核心市盈率(倍)	12.4	15.7	15.2	12.8	10.0
每股现金流量(人民币)	0.85	0.60	0.90	0.85	1.10
价格/每股现金流量(倍)	6.2	8.9	5.9	6.3	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	5.9	5.8	4.5	3.5
每股股息(人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.070
股息率(%)	1.6	0.7	1.6	1.6	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*林琳为本报告重要贡献者

全年面临较大经营压力

面临收入放缓和费用上涨的双重压力，2012年上半年公司实现营业收入 36.61 亿元，同比增长 6.52%；实现息税前利润 1.83 亿元，同比下降 17.4%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 8,723 万元，同比下降 28.47%，扣非后折合每股收益 0.167 元，基本符合我们的预期。

上半年百货业务实现营收 13.42 亿元，同比增长 5.64%，毛利率同比下降 0.6 个百分点至 19%。

母店增速放缓

无锡商业大厦（母店）今年上半年实现销售收入 10.59 亿元(约占公司零售收入的 79%)，同比增长 1.39%，综合毛利率下降 1.03 个百分点至 20.05%。毛利率下降的主要原因为：一是促销力度加大；二是一线精品的销售占比上升；三是去年引进的主流品牌，需要一定的培育期。

母店 1-5 月底名表和黄金珠宝的销售下降较为明显（该店名表和黄金珠宝销售占比约为 20%），今年 5 月单月黄金珠宝销售同比下降了 8%。截至今年 5 月底女装销售略有上升，但是销售占比下降（一线名品销售占比上升），男装销售则较为稳定。我们预计母店今年销售收入较去年基本持平或略有上涨。

图表 1.2011 及 2012 年上半年商业大厦百货业务模拟报表(母公司报表)

(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
营业收入	620.49	424.02	1,044.51	995.26	618.35	440.71	1,059.06
同比增长(%)	19.92	28.55	23.28	24.48	(0.35)	3.94	1.39
营业成本	(488.04)	(336.31)	(824.35)	(803.29)	(490.78)	(355.98)	(846.75)
毛利润	132.45	87.71	220.16	191.97	127.58	84.73	212.31
同比增长(%)	11.94	26.96	17.48	15.36	(3.68)	(3.39)	(3.56)
毛利率(%)	21.35	20.68	21.08	19.29	20.63	19.23	20.05
营业税金及附加	(7.85)	(5.87)	(13.71)	(18.95)	(9.83)	(4.90)	(14.72)
占营业收入比重(%)	1.26	1.38	1.31	1.90	1.59	1.11	1.39
销售费用	(3.23)	(6.36)	(9.58)	(30.70)	(8.20)	(7.10)	(15.30)
占营业收入比重(%)	0.52	1.50	0.92	3.08	1.33	1.61	1.44
管理费用	(46.62)	(35.67)	(82.28)	(67.69)	(40.72)	(32.17)	(72.89)
占营业收入比重(%)	7.51	8.41	7.88	6.80	6.58	7.30	6.88
财务费用	(4.11)	(3.52)	(7.63)	(9.07)	(4.43)	(3.05)	(7.48)
模拟测算母公司利润总额	70.64	36.30	106.95	65.57	64.40	37.51	101.91
增长率(%)	16.71	3.59	11.90	26.97	(8.84)	3.33	(4.71)
利润率(%)	11.39	8.56	10.24	6.59	10.42	8.51	9.62

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.2008 年 1 季度-2012 年 2 季度母公司毛利率变化趋势


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

新店仍然处于培育期

去年 6 月开业的依酷童店, 为无锡市唯一的儿童主题百货店, 目前该店的含税日流水约为 11 万元, 毛利率约为 17%, 预计今年的亏损额度与去年相当或略减亏。该店是公司在儿童主题店专业经验领域的尝试, 目前配套项目经营较为薄弱, 我们认为该店尚需 2-3 年的市场培育。

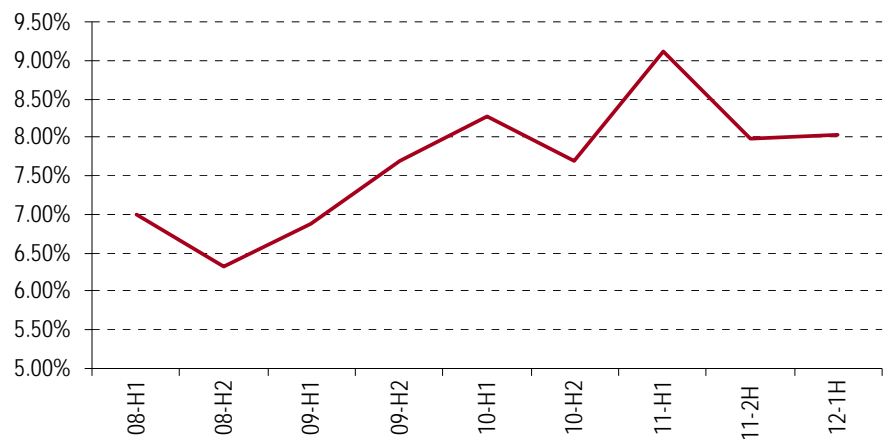
去年 10 月 1 日海门大东方店开业, 今年上半年实现主营业务收入 8,500 万元, 预计今年亏损额度与去年相当或略减亏。该店地处海门市的核心商圈, 是该地区体量最大、定位最高的百货门店, 我们看好该店发展前景。

两新店正处于市场培育期, 各项费用压力较大, 我们预计近两年内将会对公司利润产生一定的侵蚀。

汽车业务销售结构逐步调整, 财务压力仍然较大

受汽车市场低迷的影响, 今年上半年公司汽车业务实现销售收入 21.06 亿元, 同比增长 7.51%。1 季度汽车业务实现营收 10.96 亿元, 同比增长 8.62%, 由此推算, 2 季度实现营收 10.1 亿元, 同比上升 6.32%。上半年营收的增长主要为新开门店的增量所致, 而汽车 4S 店同店销售约下降 15%。上半年整车销售近 1.4 万台, 豪华车和低排量小型车销售下降较为明显。

上半年汽车业务毛利率同比下降 1.09 个百分点至 8.03%, 毛利率下降主要原因是: 高毛利的高端车销量萎缩以及上半年促销活动增多。截至 2011 年公司高端品牌 4S 店有 9 家, 约占总数的 23%。未来公司将会继续开设中高档汽车 4S 店, 中高端汽车销售占比将会继续提升。同时由于无锡汽车保有量基本达到饱和状态, 售后服务收入随之较快增长。我们预计未来该板块毛利率仍有一定的上升空间。

图表 3.2008-2012 年上半年汽车业务毛利率变化趋势


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

东方汽车新城一期于去年 11 月开业, 首批建成入驻 16 家 4S 店, 二期今年将有 10 家汽车 4S 店入驻, 最终规模将达 26 家 4S 店, 同时汽车新城内的二手车市场将于今年下半年开业。预计今明两年将约有 10 家 4S 店相继开业, 分别位于无锡、南通、镇江、海门、宿迁和宜兴。其中宿迁和南通为租赁土地自建物业, 其余为购买土地自建物业, 预计土地使用权购买和建安费用总额将超 3 亿元。此外, 东方汽车新城二期部分项目将于今年开业 (将预留 500 亩土地用于将来发展, 二期总投资约为 3 亿元)。

汽车市场的持续低迷, 将对公司汽车销售产生较大的压力, 我们预计今年汽车销售增速为低个位数, 而较大的资本性支出也集中于近几年完成, 由此产生较大的折旧摊销费用以及财务费用在今明两年仍将拖累公司总体业绩。由于汽车销售业务是资金密集型行业, 对资金产生需求较大, 我们预计公司可能会采取短期融资券方式缓解财务压力。

图表 4.2012-13 年位于东方汽车新城外的在建 4S 店项目

地区	品牌	
南通	保时捷	路虎
镇江	雷克萨斯	斯巴鲁
海门	宝马	
宿迁	斯巴鲁	
宜兴	沃尔沃	斯巴鲁
无锡	斯巴鲁	保时捷

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

短期费用压力将导致食品板块利润下降

今年上半年公司餐饮业务营收为 1.07 亿元, 同比增长 16.53%, 其中今年 1 季度实现营收 6,828 万元, 同比增长 15.05%, 2 季度实现营收 3,920 万元, 同比上升 19.21%。毛利率同比上升 1.78 个百分点至 41.3%。去年 3 月公司收购三凤桥肉庄 63.3% 股权, 持股比例达 98.3%, 阻碍该项业务发展的股权结构瓶颈得以解决。我们认为随着该业务后期的拓展, 人员的增加以及门店装修改造将使得该业务板块短期面临较大的费用压力, 预计今年该板块利润同比将有所下降。

上半年经常性投资收益同比减少近 800 万元

上半年公司经常性投资收益比去年同期减少近 800 万元，主要是因为公司参股的江苏广电、无锡新区景信农村小额贷和无锡市吾嘉二手车鉴定评估公司今年上半年均未实行分红，而去年同期这三家公司共分红 623 万元。

汽车和餐饮业务扩张致使费用率上升

上半年公司综合毛利率同比下降 0.83 个百分点至 13.19%，主要原因是除餐饮服务板块外各业务板块毛利率均略有下降。

上半年管理费用同比增长 20.37%，管理费用率同比上升 0.65 个百分点至 5.43%。销售费用同比增长 17%，销售费用率同比上升 0.3 个百分点至 3.25%。合计期间费用同比上升 19.1%，费用率同比上升 0.95 个百分点至 8.68%。

细分费用结构可发现，上半年由于餐饮及汽车板块扩张使得员工薪酬与营收之比同比上升 0.37 个百分点，折旧摊销费与营收之比同比上升 0.52 个百分点。

由于汽车业务扩张对资金产生较大的需求，银行借款增加致使上半年利息支出同比增长 100% 至 2,857 万元。

图表 5.2010-2012 年上半年公司费用构成

主要费用合计	2010 年上半年	2011 年上半年	2012 年上半年
职工薪酬	82.81	107.80	127.58
同比增长(%)		30.2	18.4
占营业收入比重(%)	2.78	3.18	3.55
租赁费	23.11	27.18	27.96
同比增长(%)		17.6	2.9
占营业收入比重(%)	0.77	0.80	0.78
折旧费	34.70	38.90	48.10
同比增长(%)		12.1	23.6
占营业收入比重(%)	1.16	1.15	1.34
无形资产及长期资产摊销	6.29	10.07	22.55
同比增长(%)		60.0	123.9
占营业收入比重(%)	0.21	0.30	0.63
水电费	7.37	7.01	9.36
同比增长(%)		(4.8)	33.4
占营业收入比重(%)	0.25	0.21	0.26
广告宣传费	18.25	23.89	23.33
同比增长(%)		30.9	(2.3)
占营业收入比重(%)	0.61	0.70	0.65
业务招待费	5.43	6.07	6.60
同比增长(%)		11.8	8.7
占营业收入比重(%)	0.18	0.18	0.18
修理费	3.14	4.31	4.58
同比增长(%)		37.3	6.5
占营业收入比重(%)	0.11	0.13	0.13
房产税及土地使用税	6.75	6.68	7.04
同比增长(%)		(1.1)	5.4
占营业收入比重(%)	0.23	0.20	0.20
其他	22.21	30.21	35.04
同比增长(%)		36.0	16.0
占营业收入比重(%)	0.74	0.89	0.97
合计	210.05	262.12	312.14
同比增长(%)		24.8	19.1
占营业收入比重(%)	7.04	7.73	8.68

资料来源：公司资料，中银国际研究

维持买入评级和下调目标价

鉴于公司在未来3年的发展轨迹和经营压力，我们维持公司2012-14年业绩预测，即分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.350、0.418和0.530元。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，给予17倍2012年市盈率，我们将公司的目标价由6.99元/股下调至5.95元/股，维持**买入**评级。

图表 6.2012 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(%)
主营业务收入	3,391	3,598	3,597	6.07	(0.03)
营业税金及附加	(25)	(33)	(28)	13.18	(14.52)
净主营业务收入	3,366	3,565	3,569	6.02	0.10
主营业务成本	(2,915)	(3,167)	(3,122)	7.09	(1.41)
其他业务利润	33	56	48	47.98	(14.13)
销售费用	(100)	(142)	(117)	17.00	(17.77)
管理费用	(162)	(186)	(195)	20.37	5.32
营业利润	221	127	183	(17.40)	44.03
非经常项目	15	28	3	(78.36)	(88.83)
投资收益	9	10	1	(88.62)	(89.95)
净财务费用	(21)	(29)	(35)	65.30	19.83
利润总额	223	136	151.65	(32.10)	11.69
所得税	(61)	(40)	(50)	(17.98)	24.65
少数股东损益	(29)	(20)	(12)	(59.43)	(40.35)
归属于母公司股东的净利润	132	75	89	(32.57)	18.59
扣除非经常性损益后的净利润	122	56	87.23	(28.47)	56.95
扣非后每股收益(人民币, 元)	0.23	0.11	0.1673	(28.46)	56.91
盈利能力(%)					
综合毛利率	14.25	12.63	13.76		
经营利润率	6.52	3.52	5.08		
净利润率	3.91	2.09	2.48		
扣非后净利率	3.60	1.54	2.43		

资料来源: 公司资料, 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	6,304	7,037	7,397	8,055	8,749
销售成本	(5,490)	(6,099)	(6,394)	(6,934)	(7,506)
经营费用	(317)	(423)	(465)	(515)	(562)
息税折旧前利润	497	515	538	606	681
折旧及摊销	(112)	(167)	(177)	(189)	(197)
经营利润(息税前利润)	385	348	361	417	485
净利息收入/(费用)	(28)	(51)	(55)	(62)	(60)
其他收益/(损失)	27	62	15	15	20
税前利润	384	359	321	370	445
所得税	(95)	(102)	(88)	(104)	(116)
少数股东权益	(64)	(50)	(50)	(50)	(50)
净利润	224	208	183	217	278
核心净利润	225	177	183	217	278
每股收益(人民币)	0.430	0.398	0.350	0.418	0.530
核心每股收益(人民币)	0.431	0.340	0.350	0.418	0.530
每股股息(人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.070
收入增长(%)	14	12	5	9	9
息税前利润增长(%)	32	(10)	4	16	16
息税折旧前利润增长(%)	27	4	5	13	12
每股收益增长(%)	20	(7)	(12)	19	28
核心每股收益增长(%)	20	(21)	3	19	28

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	384	359	321	370	445
折旧与摊销	112	167	177	189	197
净利息费用	28	51	55	62	60
运营资本变动	109	(32)	107	37	97
税金	(95)	(102)	(88)	(104)	(116)
其他经营现金流	(93)	(131)	(105)	(112)	(110)
经营活动产生的现金流	444	312	467	443	572
购买固定资产净值	(452)	(293)	(490)	(90)	(210)
投资减少/增加	15	77	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	(437)	(216)	(490)	(90)	(210)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	113	335	123	103	(47)
支付股息	(21)	(45)	(45)	(37)	(54)
其他融资现金流	0	(495)	17	148	44
融资活动产生的现金流	92	(205)	95	214	(58)
现金变动	99	(108)	72	568	305
期初现金	712	811	703	775	1,343
公司自由现金流	12	103	(15)	361	371
权益自由现金流	92	381	45	395	255

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	811	703	775	1,343	1,647
应收帐款	266	392	329	376	424
库存	434	772	623	764	776
其他流动资产	32	83	62	62	79
流动资产总计	1,543	1,949	1,790	2,544	2,926
固定资产	765	1,022	1,291	1,139	1,201
无形资产	578	573	676	670	664
其他长期资产	270	418	421	393	355
长期资产总计	1,613	2,013	2,389	2,203	2,219
总资产	3,156	3,962	4,179	4,747	5,145
应付帐款	1,429	1,862	1,759	1,984	2,142
短期债务	334	670	790	890	840
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,764	2,532	2,549	2,874	2,982
长期借款	45	44	47	50	52
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	522	522	522	522	522
储备	577	638	785	976	1,214
股东权益	1,098	1,160	1,307	1,498	1,736
少数股东权益	249	225	275	325	375
总负债及权益	3,156	3,962	4,179	4,747	5,145
每股帐面价值(人民币)	2.11	2.22	2.51	2.87	3.33
每股有形资产(人民币)	1.00	1.13	1.21	1.59	2.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.83)	0.02	0.12	(0.77)	(1.45)

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	7.9	7.3	7.3	7.5	7.8
息税前利润率	6.1	4.9	4.9	5.2	5.5
税前利润率	6.1	5.1	4.3	4.6	5.1
净利率	3.6	3.0	2.5	2.7	3.2
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.7	0.9	1.0
利息覆盖率	11.7	6.0	5.8	6.0	7.1
净权益负债率(%)	净现金	0.8	3.9	净现金	净现金
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
估值(倍)					
市盈率	12.4	13.4	15.2	12.8	10.0
核心业务市盈率	12.4	15.7	15.2	12.8	10.0
目标价对应核心业务市盈率	13.8	17.5	17.0	14.3	11.2
市净率	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6
价格/现金流	6.2	8.9	5.9	6.3	4.9
企业价值/息税折旧前利润	5.2	5.9	5.8	4.5	3.5
周转率					
存货周转天数	26.8	36.1	39.8	31.4	32.1
应收帐款周转天数	13.9	17.1	17.8	16.0	16.7
应付帐款周转天数	76.3	85.4	89.3	84.8	86.1
回报率					
股息支付率(%)	19.6	9.9	24.6	20.7	13.1
净资产收益率(%)	22.4	18.4	14.8	15.5	17.2
资产收益率(%)	10.1	7.0	6.4	6.7	7.2
已运用资本收益率(%)	25.1	18.5	16.3	16.4	17.1

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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(“上市集团”)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