

2010年4月2日

# 王府井

## 09年业绩令人失望

09年公司实现营业收入 110.99 亿元，同比增长 9.09%；主营业务收入实现 108 亿元，同比增长 8.69%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润则为 3.44 亿元，折合每股收益 0.874 元，同比下降 10.6%。09 年同店销售增长 5%，零售业务毛利率 17.2%。我们将目标价上调至 36.75 元，维持买入评级。

**买入**  
 A 600859.SS - 人民币 32.64  
 目标价格: 人民币 36.75 (↑34.21)

**刘都**

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 支撑评级的要点

- 公司虽业绩低于预期，但其发展状态良好，现金流较为健康，大部分区域门店尤其是西部门店开始发力。我们对其北京门店表现感到失望，但其新开门店质量良好记录令人欣慰。
- 未来新开门店逐步减亏，体量加大后，公司着手推进体系建设，缩短公司新增门店的培育期。

### 影响评级的主要风险

- 扩张加速带来的经营挑战加大以及竞争与合作环境变化导致的业绩低于预期。
- 门店分布广泛无法及时跟踪，门店的变化使预测存在偏差。

### 估值

- 我们基于对每个门店的基础数据和对 2011 年可转债顺利转股的假设，预测 2010-2012 年的每股收益分别为 1.09、1.47 和 1.75 元。我们认为受到业绩低于预期的影响以及新增多家门店并进行装修等不利因素影响，短期股价上升动力不足，但是中长期仍然具有吸引力。基于 2011 年 25 倍市盈率，我们将 12 个月目标价由 34.20 元上调至 36.75 元，维持**买入**评级。

**图表 1. 投资摘要**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	10,009	10,898	13,367	15,983	18,357
变动 (%)	14	9	23	20	15
净利润(人民币 百万)	344	384	427	578	688
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
变动 (%)	24.5	(5.8)	21.4	35.3	19.0
市场预期每股收益(人民币)	-	1.003	1.250	1.504	2.030
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.247	1.613	-
调整幅度 (%)	-	-	(12.9)	(8.8)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
变动 (%)	24.5	(5.8)	21.4	35.3	19.0
全面摊薄市盈率(倍)	34.3	36.5	30.0	22.2	18.7
核心市盈率(倍)	34.3	36.5	30.0	22.2	18.7
每股现金流量(人民币)	2.34	2.59	3.12	3.65	4.15
价格/每股现金流量(倍)	13.9	12.6	10.5	8.9	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.0	14.6	11.6	8.8	6.8
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.217	0.368	0.437
股息率 (%)	0.6	0.7	0.7	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 重要数据

发行股数(百万)	393
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	6,396
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 业绩低于市场预期

09 年公司实现营业收入 110.99 亿元，同比增长 9.09%；其中主营业务收入实现 108 亿元，同比增长 8.69%；归属于上市公司股东的净利润 3.84 亿元，同比增长 11.71%。而扣除非经常性损益后的净利润则为 3.44 亿元，折合每股收益 0.874 元，同比下降 10.6%，这低于我们的预期。比较来看，虽然其零售收入 107.95 亿元较我们预期的 108.7 亿元略低，但是其他业务净收入 2.18 亿元仍然较我们原有预期的 1.99 亿元高。

总体来说公司 09 年同店销售增长 5%，零售业务毛利率较我们预期低 0.3 个百分点，为 17.2%，其财务费用也达到了 6,800 万元，综合导致业绩差强人意。

我们观察各季度，表现出不一样的特征。进入 09 年三季度，销售走势逐步趋好，转暖迹象日趋明朗；各门店间不均衡状况突出，正负面影响同样明显；各商品品类之间销售变化较为明显；平日销售增幅弱于节假日，但 09 年末开始发生变化；销售额增长主要依赖于客单价的提升；高价格商品仍是促进销售增长的主力军等主要特点。

图表 2. 公司 08 - 09 年各季度业绩

(人民币, 百万)	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度
总营业收入	2,952.7	2,152.4	2,394.8	2,601.8	2,934.9	2,299.9	2,565.5	3,219.2
税金及附加	(23.1)	(15.9)	(22.4)	(31.8)	(26.0)	(22.2)	(33.1)	(40.4)
净营业收入	2,929.6	2,136.6	2,372.4	2,570.0	2,908.9	2,277.7	2,532.4	3,178.8
营业成本	(2,403.6)	(1,708.9)	(1,911.0)	(2,151.8)	(2,373.4)	(1,824.4)	(2,074.7)	(2,669.9)
毛利润	526.0	427.7	461.4	418.2	535.5	453.4	457.7	508.9
销售费用	(234.1)	(226.8)	(273.8)	(95.9)	(244.5)	(232.4)	(247.7)	(264.6)
管理费用	(118.1)	(66.2)	(84.6)	(134.3)	(124.4)	(87.9)	(97.3)	(97.0)
营业利润	173.8	134.7	103.0	188.0	166.6	133.0	112.7	147.4
非经常性项目	6.3	(8.6)	6.0	(44.0)	13.8	23.6	3.6	(0.2)
应占联营公司业绩	(2.3)	(2.1)	(1.3)	(3.1)	(1.4)	(1.0)	(0.2)	(1.7)
净财务费用	(18.5)	6.0	(14.1)	(13.6)	(20.8)	(16.1)	(20.5)	(10.8)
税前利润	159.3	130.0	93.6	127.3	158.2	139.6	95.6	134.6
所得税	(40.8)	(28.1)	(26.7)	(42.4)	(39.6)	(39.6)	(24.0)	(15.3)
税后利润	118.5	101.9	66.9	84.9	118.7	100.0	71.6	119.3
少数股东损益	(11.9)	(9.6)	(9.3)	2.7	(17.7)	(17.7)	(6.1)	(3.7)
股东可分配利润	106.6	92.3	57.6	87.5	100.9	82.3	65.5	115.5
经常性净利润	100.3	100.9	51.6	131.5	87.1	58.7	61.9	115.7
每股收益(人民币)	0.26	0.26	0.13	0.33	0.22	0.21	0.16	0.29
<b>盈利能力(%)</b>								
毛利率	18.0	20.0	19.4	16.3	18.4	19.9	18.1	16.0
营业利润率	5.9	6.3	4.3	7.3	5.7	5.8	4.5	4.6
税前利润率	5.4	6.1	3.9	5.0	5.4	6.1	3.8	4.2
净利率	3.4	4.7	2.2	5.1	3.0	2.6	2.4	3.6

资料来源：公司数据、中银国际研究

## 新增 4 家门店增加了公司费用

虽然市场预期到了 09 年先后新开门店（北厦、太原、兰州和昆明）会拖累公司业绩，但是费用率上升仍然超出了预期。虽然管理费用率由 4.1% 下降至 09 年的 3.8%，但是销售费用率由 08 年的 8.4% 大幅上升至 9.2%。公司并未披露新开门店 09 年的净利润状况，但是根据我们推算，太原、兰州和昆明 3 家门店 09 年合计亏损 4,500 万元左右。其中太原店装修 1.1 亿元，分摊到 09 年费用约为 1,550 万元，预计 2010 年起每年约为 2,200 万元。而由于店面较小，昆明和兰州店装修费相对少很多，合计 2,300 万元。09 年分摊费用约为 200 万元左右，预计 2010 年起每年约为 50 万元。太原店 09 年税前销售收入 2.7 亿元左右，我们预期今年可能达到税后 5 亿元左右销售收入。而 09 年下半年开业的昆明和兰州店 09 年税前销售收入分别为 7,000 万元和 6,000 万元左右。而根据母公司报表，我们看到，北厦装修和结构调整对百货大楼业绩也产生了不可避免的影响，东安和王府井百货大楼加总销售收入下降了 8.7%。我们估计 09 年背负公司总部费用的两家门店亏损 2,300 万元左右。

## 成都店运行良好

09 年成都店五至七楼装修改造工程自 2008 年 10 月 5 日开始，到 09 年 1 月 23 日完成。成都店有目的、有计划地针对五至七楼整体品类规划进行了详细论证。尤其在男女装、中性休闲类、体育类、家居类以及童玩类商品品类上进行了规划调整。我们预期成都店 09 年全年销售收入增长 17% 以上，首次超过 20 亿元。而单店利润也应该超过 1.6 亿元。值得一提的是成都王府井 09 年的化妆品销售业绩位居全国前列，其中雅诗兰黛、DIOR 在成都王府井创下全国销量第一，兰蔻在此销量为全国单柜第二，Chanel 全国第三。为了推出其 2010 年春季化妆品节，成都王府井对化妆品做进一步调整，使品牌数目同比实现了 15%-20% 的增长。

同时根据集团供应链项目推进计划，成都王府井作为首个推广供应链系统的外埠门店，于 09 年 10 月 22 日正式启动项目实施工作。成都店供应链系统项目实施涉及供应商 681 家，供应链系统的实施，建成了供应商信息服务平台，供应商可以通过互联网随时随地查询到与之相关的销售、库存、结算等零售终端的准确经营信息。供应链系统实现了零供信息共享，并藉此降低了双方的管理成本，提高供应链效率。

我们认为成都店作为公司核心示范门店已经进入非常良好的运作轨道。不仅作为公司所有门店的榜样，同时也将作为其试验区。这也是为何公司意欲接手成都百联天府（04年4月28日就已经开业，总投资约为5.5亿元，建筑面积约16万平方米）打造成成都二店，虽然我们对该项目保持一份谨慎态度。

我们预期，2010年的成都王府井仍将保持15%左右的同店增长率。

## 西边日出东边雨

我们看到受金融危机的影响，一线城市受影响比二、三线城市大，东部地区受影响比中西部的大，北京门店甚至出现负增长。从产品门类看，部门百货高档百货受到影响较大。

王府井区域门店来看，西部地区门店无论销售还是利润平均增幅均较大。尤其是西宁店09全年销售增长30.46%至5.53亿元，净利润高达4,160万元。而同样靓丽表现的是包头区域，虽然包头1店受道路封闭影响，但是该地区销售仍然实现7.4%增速达到9.1亿元，净利润增长23%至5,755万元。而我们估计长沙、洛阳和乌鲁木齐店分别实现大于20%、接近15%以及25%以上的同店增长。重庆1店基本持平，2店同店增长10%，广州店基本持平，武汉店略有下滑。

受外部影响最严重的北京地区门店可以说是多重不利因素叠加：09年不再有奥运商品销售，百货大楼装修改造结构调整，双安09年10月下旬至2010年5-6月份后院停车场扩建工程，导致后院停车场压缩一半左右。长安商场利润小幅下滑。

而 2010 年百货大楼主楼(南馆)为加固楼板设施,于 3 月 15 日正式闭馆暂停营业,新装后的百货大楼将于 8 月下旬至 9 月中旬亮相,并打造成购物中心元素的时尚精品百货店。南楼和西配楼 2 至 4 层实施的改造工程从工艺上比较复杂,加固工程需要 4 个月,再加上一个多月的品牌调整、店铺装修期,预计整个主楼工程要到 8 月下旬才能完成。调整后除了加入时尚餐饮、美容美发项目,现在北楼 8-9 层正在施工,五一前后将建成横店影视城。百货大楼此次改造不仅是对主楼楼体进行加固,更重要的是商场将借助这一时机进行品牌调整,并完善业态,以增强功能性。在“纵线”和“横线”的品牌组合上,重装后的百货大楼风格将更为统一,南、北楼也不再以青春馆作为区分。但是由于南馆的 2 - 4 楼主要为服装,其销售占原百货大楼的 20%左右,我们认为停业调整对百货大楼 2010 年销售业绩是存在负面影响的,但是从该门店建筑历史和自身定位来看,加固是必须的。而北厦 1-3 楼已经基本调整完毕,这也为南馆转场提供有利的时机。我们预期,扩大后的百货大楼 2010 年销售增长 3%,但是加固调整后的 2011 年会达到高位个位数的增长。

而年报中提及的对洛阳店和长沙店装修我们认为不会造成较大影响,因为洛阳店为了强化其当地龙头地位应对外来竞争,拟在原有 3.8 万平方米的基础上,计划投资约 3,000 万元,租赁隔壁即将退场的国美电器中州路店,扩充 1 万平方米的营业面积。而开业 5 年多的长沙店主要进行外立面装修。

## 2010 年新开 4-6 家门店

2010 年,公司将继续坚持从精从重的原则,积极推进规模扩张,继续专注于百货业态及百货业态的拓展延伸。继续强化北京地区大本营的市场地位,进一步加大同城多店和区域城市群的开发力度,并加大对未进入地区省会城市的开发力度。公司拟于今年新开 4-6 家门店,主要是北京大兴火神庙店、大钟寺店,成都天府店、鄂尔多斯店和株洲店、广州 2 店(荔湾区西城都会广场)。店均面积 3-4 万平米,均为租赁精装修。

此外,公司还提出为了保证门店的经营稳定性,在今后的发展中,将进一步提升自有物业的持有比例。这会对资金有进一步需求,存在再融资可能。

我们认为在这些门店中能够确定开业的是北京的 2 门店:北京大兴火神庙店和大钟寺店。

FT.MALL(火神庙国际商业中心)位于大兴区卫星城核心枢纽黄村，是集购物、娱乐、休闲、餐饮、SO-HO 办公区、酒店等于一体的京南最大商业 MALL。该项目占地 8.58 公顷，总建筑面积约 34 万平方米，一期占地近 8 万平米，建筑面积近 23 万平米，其中地上建筑面积 148,744 平米，地下建筑面积 79,339 平米。项目所在的“星城—帝园”商圈是大兴区多年来的主要消费区，占全区社会总消费额的 40%以上。2009 年 9 月 9 日，火神庙国际商业中心 F 座主力百货——王府井项目圆满封顶。王府井百货计划于 2010 年 10 月试营业。大兴区 40% 的白领进城消费，而火神庙项目期望把这部分人群留在大兴。

图表 3.大兴商圈



资料来源：中银国际研究

图表 4.火神庙 FT.MALL



资料来源：中银国际研究

计划于 2010 年 5 月 1 日试营业的大钟寺店位于大钟寺国际广场项目，位于西直门、中关村、亚奥三大商圈的交汇点，踞海淀繁华商业核心。大钟寺国际广场总建筑面积 43 万平方米，占地面积 14 万平方米，主题商业区域建筑面积约 21 万平方米；大钟寺国际广场定位为“第四代商业模式”，体现以“体验、娱乐、休闲”为主导的核心思想。07 年 8 月 21 日，王府井百货集团与大钟寺国际广场正式签约入驻。为了和附近的双安、当代商城客层相区隔，王府井大钟寺店主要面对 35 岁以下年轻消费群，力推时尚、活力、动感的体验式消费。

图表 5.大钟寺 - 中关村商圈



资料来源：中银国际研究

图表 6.大钟寺国际广场



资料来源：中银国际研究

非常明显王府井开始加快展店的步伐，同时开始考虑增加自有物业的比例以抵御租金上升风险。在业态上，近期的几个项目来看，王府井开始和大型 Shopping mall 相结合，作为主力门店出现在其中，这和商业发展的趋势是紧密结合的。

### 维持买入评级

总体来看，我们认为公司虽然业绩低于预期，但是其发展状态良好，现金流较为健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店开始发力。当然我们对其北京门店表现迟迟得不到进一步改善仍然感到失望。但是另外一方面其新开门店质量良好历史记录令我们感到欣慰。同时我们也了解到由于王府井百货全国连锁进程的不断推进以及零售业发展变化加快，公司正在抓紧搭建集团的数据中心，以支持企业各层管理人员的决策。这些基础工作虽然无法短期带来效益，但是我们认为从中期角度来看，公司的发展是良性的和富有前景的。

我们基于对每个门店的基础数据和对 2011 年可转债顺利转股的假设，预测 2010-2012 年的每股收益分别为 1.09、1.47 和 1.75 元。受到业绩低于预期的影响我们认为短期股价上升动力不足，但是中长期仍然具有吸引力。基于 2011 年 25 倍市盈率，我们将目标价由 34.20 元上调至 36.75 元，维持**买入**评级。

**图表 7.公司 08 - 09 年业绩比较**

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动(%)
总营业收入	9,938	10,802	9
税金及附加	(93)	(122)	31
净营业收入	9,845	10,680	8
营业成本	164	218	33
毛利润	(8,175)	(8,947)	9
销售费用	(831)	(989)	19
管理费用	(403)	(407)	1
营业利润	600	555	(7)
非经常性项目	(40)	41	(201)
应占联营公司业绩	(9)	(4)	(52)
净财务费用	(40)	(68)	69
税前利润	21	11	(46)
所得税	(60)	(80)	33
少数股东损益	(28)	(35)	26
股东可分配利润	344	384	12
经常性净利润	384	344	(11)
毛利率	18.9	18.7	
营业利润率	6.0	5.1	
税前利润率	5.1	4.8	
净利率	3.8	3.1	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

**图表 8.公司门店 09 年和 2010 年前 2 月同店增长大致推测**

	2009	2010 年 1+2 月
北京门店	双安 11 月份持平；东安全年下降；长个位数，百货大楼 23% 安 12 月份接近 17%,11 月份持平；	
成都店	扩建面积 1000 余平米，增长速度在 -20% 15-20%	
长沙店	20-30%	24%
广州店	<10%	10%
重庆 1 店	持平	8%
重庆 2 店	增长 10%	23%
洛阳店	15%	14%
武汉店	持平	0%
包头 1 店	下降	16%
包头 2 店	>10%	37%
乌鲁木齐店	30%	19%
西宁店	50-60%	28%
呼和浩特店	8%	
太原店	2.7 亿元税前左右	1.3 亿，好于预期，超过百盛
昆明	税前 7,000 万元	6,000 万，但是毛利率下滑
兰州	税前 8,000 万元	太原兰州昆明加总 2.4 亿元

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,009	10,898	13,367	15,983	18,357
销售成本	(8,175)	(8,947)	(10,920)	(13,037)	(14,967)
运营费用	(856)	(1,129)	(1,465)	(1,757)	(2,015)
息税折旧前利润	977	822	982	1,189	1,374
折旧与摊销	(378)	(267)	(277)	(294)	(309)
营业利润(息税前利润)	600	555	705	895	1,065
净利息收入/(费用)	(39)	(68)	(83)	(68)	(90)
其它盈利/(亏损)	(50)	37	(5)	(6)	(5)
税前利润	510	523	617	821	970
所得税	(138)	(104)	(154)	(205)	(242)
少数股东损益	(28)	(35)	(36)	(38)	(40)
净利润	344	384	427	578	688
核心净利润	373	352	427	578	688
每股收益(人民币)	0.875	0.978	1.086	1.470	1.750
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.217	0.368	0.437
收入增长(%)	14	9	23	20	15
息税前利润增长(%)	12	(7)	27	27	19
息税折旧前利润增长(%)	44	(16)	19	21	16
每股收益增长(%)	29	12	11	35	19
核心每股收益增长(%)	25	(6)	21	35	19

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	1,124	1,860	2,457	2,781	4,280
应收帐款	294	281	232	355	379
库存	286	305	342	426	479
其它流动资产	62	97	121	145	166
流动资产合计	1,765	2,542	3,153	3,707	5,304
固定资产	2,580	2,497	2,656	2,770	2,772
无形资产	1,136	1,137	1,148	1,159	1,170
其它长期资产	706	1,237	1,279	1,245	1,208
长期资产合计	4,422	4,871	5,084	5,175	5,151
总资产	6,187	7,413	8,238	8,882	10,455
应付账款	2,756	3,158	3,670	4,440	5,153
短期债	790	70	70	80	90
其它流动负债	416	403	370	370	370
流动负债合计	3,962	3,631	4,110	4,890	5,613
长期债	85	838	827	190	493
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本	393	393	393	393	393
资本公积	1,659	2,438	2,758	3,221	3,730
股东权益	2,052	2,831	3,151	3,614	4,123
少数股东权益	87	114	149	187	227
负债权益总计	6,187	7,413	8,238	8,881	10,455
每股账面价值(人民币)	5.22	7.20	8.02	9.20	10.49
每股有形资产(人民币)	2.33	4.31	5.10	6.25	7.51
净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(2.42)	(3.97)	(6.39)	(9.41)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	510	523	617	821	970
折旧与摊销	378	267	277	294	309
净利息费用	39	68	83	68	90
营运资本变动	292	408	521	564	636
税金支付	(138)	(104)	(154)	(205)	(242)
其它经营现金流	(161)	(145)	(119)	(106)	(130)
经营活动产生的现金流	920	1,019	1,224	1,436	1,633
购建固定资产净额	(2,665)	(196)	(340)	(340)	(240)
投资减少/(增加)	2,228	(373)	(70)	0	0
其它投资现金流	(1,024)	0	(79)	(59)	17
投资活动产生的现金流	(1,460)	(569)	(489)	(399)	(223)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	308	20	(44)	(627)	313
支付股息	(71)	(71)	(94)	(85)	(144)
其它筹资现金流	(191)	349	0	0	(79)
筹资活动产生的现金流	46	298	(138)	(713)	89
现金余额变动	(494)	747	598	324	1,499
年初现金	1,607	1,112	1,860	2,457	2,781
公司自由现金流	(519)	461	747	1,049	1,422
股权自由现金流	(272)	401	609	341	1,632

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	9.8	7.5	7.3	7.4	7.5
息税前利润率	6.0	5.1	5.3	5.6	5.8
税前利润率	5.1	4.8	4.6	5.1	5.3
净利率	3.4	3.5	3.2	3.6	3.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.4	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖倍数	10.0	7.0	7.5	11.1	10.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	37.3	33.4	30.0	22.2	18.7
核心业务市盈率	34.3	36.5	30.0	22.2	18.7
目标价对应核心业务市盈率	38.7	41.1	33.8	25.0	21.0
市净率	6.2	4.5	4.1	3.5	3.1
价格/现金流	13.9	12.6	10.5	8.9	7.9
企业价值/息税折旧前利润	13.0	14.6	11.6	8.8	6.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	12.9	12.0	10.8	10.8	9.0
应收帐款周转天数	8.4	9.6	7.0	6.7	7.3
应付帐款周转天数	93.6	99.0	93.2	92.6	95.4
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	20.6	24.5	20.0	25.0	25.0
净资产收益率	13.4	15.7	14.3	17.1	17.8
资产收益率	6.9	6.5	6.8	7.8	8.3
已运用资本收益率	18.3	16.5	17.8	21.9	23.9

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