

2010年6月29日

王府井

加速布局，尝试新业态和加大自有物业

A

买入

600859.SS - 人民币 34.02

目标价格: 人民币 40.80 (▲39.70)

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

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	(2)	6	27
相对新华富时	18	1	23	46
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

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)	6,666
3个月日均交易额(人民币 百万)	79
净负债比率(%) (2010E)	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

我们判断王府井今年上半年经营状况较好, 会大幅超出市场预期。我们将目标价格上调至 40.80 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 王府井坚持清晰的公司经营战略并能够积极审慎的尝试主业基础上延伸的新型业态, 在严格控制风险的前提下开始加快在公司优势区域内的同城布点和二三线城市的布局, 我们坚持认为王府井是国内非常优秀的全国连锁零售公司之一, 虽囿于体制性局限, 仍然能够保持健康良性快速的增长。

影响评级的主要风险

- 门店经营状况低于预期;
- 国民消费信心出现大幅度波动。

估值

- 我们原有预期过于悲观, 王府井总体经营状况大大好于我们年报点评的预期, 所以我们重新将 2010-2012 年盈利预测调整至年报点评前的水平并有所提高, 所作预测暂未考虑成都王府井百货公司股权增资后带来的业绩增厚。
- 以增持成都王府井百货公司股权前的盈利预测为基础, 按照 2010 年 33 倍市盈率, 我们将目标价由 39.70 元提升至 40.80 元/股。相当于 2010 年增持成都王府井股权后 1.34 元/股的 30 倍市盈率和 2011 年 24 倍市盈率 (未考虑成都股权增持带来的增厚)。
- 无论从公司业绩增长的轨迹来看还是中长期优秀的公司质素来看, 我们仍然坚持对公司买入的投资评级。

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	14,028	17,466	20,742
变动(%)	14	9	29	25	19
净利润(人民币 百万)	344	384	486	644	779
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.237	1.638	1.982
变动(%)	24.5	(5.8)	38.2	32.4	21.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.250	1.504	2.030
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.086	1.470	1.750
调整幅度(%)	-	-	13.8	11.4	13.3
全面摊薄市盈率(倍)	35.8	38.0	27.5	20.8	17.2
每股现金流量(人民币)	2.34	2.59	3.66	4.30	4.95
价格/每股现金流量(倍)	14.5	13.1	9.3	7.9	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	15.2	11.1	8.3	6.1
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.247	0.409	0.496
股息率(%)	0.5	0.7	0.7	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, 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

清晰的公司战略和积极审慎的加速展店

2010年6月25日我们参加了王府井投资者交流会，现将公司高管和投资者交流的主要内容整理如下。

1. 公司对百货行业判断

零售业面临的现实是商业微利时代的来临，市场逐步走向饱和，竞争愈加激烈。目前业内更多的仍然通过价格手段进行竞争，大大压缩了企业的盈利空间。走出微利时代的手段之一就是规模发展控制上游资源，以经营收入的规模最终达到效益的规模，提高连锁化实现集约经营。

2. 是否涉足其他业态例如购物中心 (Shopping mall)、outlets?

各企业根据自身的特点和实际状况决定自己的发展道路。百联股份(600631.SS/人民币 13.84, 未有评级)历史渊源就是由沪上4局7上市公司组建而成，重资产大体量决定了其多业态存在，百联在长三角运作相对成功外，异地扩张并不成功。而对于王府井而言，将坚持自身的长项，不做全业态经营。在业态创新上将是基于传统百货基础上向主题百货和复合百货的SM延伸。业态越专注对公司发展越有好处。传统和创新的界限不在于短期是否流行，而在于是不是真正着眼于客户需求。

于百货行业而言，由于中国工业化和城镇化远未完成，所以需求不存在匮乏之忧，真正担心的是是否能够提供有效的供给。

3. 既然行业竞争加剧，是否意味着从趋势看，利润率会逐步下降?

王府井更多的关注区域竞争的激烈程度。百货属于都市型业态，和超市差异很大。在全国扩张方面，公司对国内200余城市的数据进行归结分析筛选而后排序，基本选择了50个城市作为发展重点。王府井目前进入的城市也只有14个。区域的发展分布上有先后之分，总体考量，有些区域目前未入，并不代表不进入。区域的发展是相对有序的，公司主要考虑上游供应商资源的区域分布来作为发展的参考因素。而对单店扩张则更多的考虑个性特点。

王府井展店决策程序是很严谨的，非常关注开店成功率。

西部地区店盈利状况较好源于进入成本较低和运营成本较低，而西部店的毛利率很低（因为供应商代理层级低）。

4. 内生增长和外延扩张的关系

正是基于对市场需求乐观的判断前提下，王府井才会选择未来几年加快布局，同时通过多种渠道强化内部的集约化经营，处理好外延扩张和经营内涵、前台和后台的关系，从而提高市场竞争能力。

王府井重点关注内生性增长，以提升既有门店运行质量为立足点。外延只是规模之概念，在内生增长存在瓶颈情况下，外延的扩张是提高市场份额最终强化话语权的重要手段。中国目前的品牌供应商的渠道分级导致百货渠道商的毛利率较低，针对此状况王府井强化总部之间的对话力度以及通过自有品牌比例，实现自营经销，提高市场控制权。

5. 王府井全国布局战略

仍然是同区域多店，同城加密，主要为了实现规模效应。加大对同一区域供应商的谈判力度，资源统一，节约管理成本。同城加密主要选择有市场容量的城市，如成都。

6. 未来加大自有物业比例

公司租赁物业比例过高。绝大多数门店租约签署的租期为15-20年，目前大多数门店租期已经过半，未来7、8年将面临续约和租金上升的压力问题。例如广州店09年刚刚完成续约条款，大幅提高了租金水平，业主是广州军区某招待所，军区物业尚如此，遑论市场化物业。所以公司开始逐步加大对自有物业的投资比例，目标是实现自有物业比例占比50%以上。这就会对公司资金需求较大。当然公司也会通过各种途径实现此目标，例如购置、和目前门店业主谈判在租期内逐步回购。

7. 既有门店经营状况

公司1-5月份总体状况良好，销售增长约25%，利润增长50%左右。

成都店已经连续10年保持双位数销售增长，09年销售收入25.5亿元，净利润2.5亿元，门店高管期望今年实现30亿元销售。

太原店单店面积84,000平米，属于整体租赁，运行满一年，定位于精品百货，目前已经是太原市场经营最好的门店，日均流水160万元。2010年销售收入预计突破7亿元，亏损少于1,000万元。预计在销售收入达到8亿元左右实现盈亏平衡，2011年开始进入收获期。

2010年兰州店预计销售2.6亿元，亏损700万元；昆明店销售收入预计2.8亿元，亏损500万元。

广州店作为最早的外埠门店，已经达到销售瓶颈，目前正在和业主探讨扩大经营面积，采用综合业态，发挥 SM 的集客功能，为集团尝试 SM 业态做好准备。

武汉店 2011 年开始着手大幅调整商品组合；乌鲁木齐店所处物业为 20 万平米的大型综合体，但是物业中其他业态并未开业导致经营状况一直不好，2009 年已经大幅减亏，预计 2011 年盈亏平衡。

北京市场空间仍然存在，但是也遇到增长乏力问题。对此类成熟门店，以扩场来解决增长瓶颈，毕竟北京是公司的大本营。百货大楼北厦开业后经营面积大幅增加，新楼已经调整到位，老楼由于前次加固在 99 年，使用期限为 10 年，在听取专家意见后，今年 3 月份开始再次加固，2-4 楼停业，为期半年，2-4 楼原本销售占老大楼 60%。全部新老大楼商品结构调整将于今年年底和明年年初结束。2010 年上半年北京地区门店销售状况不错。百货大楼目前销售状况好于管理层预期，在 3 层楼闭馆装修情况下仍然增长 50% 销售。双安 09 年 10 月下旬至 2010 年 7 月份后院停车场扩建工程，导致后院停车场压缩一半左右。

南宁店正在准备重装开业，诉讼仍未结，原告方仍然提出诉讼要求。

8. 计划新开门店

2010 年计划新开门店 4 家，分别为大兴火神庙店（类似于区域百货的定位）、大钟寺店（大店，精品百货，目前仍然在调整内部装潢设计）、鄂尔多斯店和株洲店。2011 年新开成都 2 店（南二环，原百联天府广场，13 万平米，已经和出租方谈好，定位于 SM）、广州 2 店。另外公司通过与枫华置业成立合资公司，拥有郑州郑东新区温哥华时代广场 10 万平米物业权益。2012 年预计郑州店开业。

2010 年新开门店内部计划亏损 6,000 万元，但实际亏损应低于此数。

9. 成都王府井百货有限公司少数股东权益

公司一直希望现金收购少数股东权益，但是对方成都工投也是国企，由于成都王府井百货公司效益很好，谈判难度较大。公司计划通过增资扩股方式进一步摊薄对方股权，预计此事很快就有结果。成都目前的股权是 70%，增资后上升到 82.53%。

10. 北辰股权减持

09年减持1,000万股，是否继续减持会根据公司主业盈利状况和现金流需求综合考虑。

11. CB转股

目前尚无想法促其转股。

重新调整盈利预测，提高目标价格

我们判断王府井今年上半年报较好，会大幅超出市场预期，但是下半年由于去年基数较高原因，销售增速会放缓，利润增速也可能出现放缓。2010年盈利预测高于我们原来预期，原因在于原本对大楼销售状况过于悲观，成都店也好于预期，以及并未考虑对成都店增资导致少数股东权益下降。

根据公司目前的经营状况，我们对2010-2012年盈利预测重新做出了乐观的调整。在09年年报点评中我们由于对百货大楼南楼部分楼层停业装修以及对新开门店亏损状况的悲观预期，将原来盈利预测进行了下调，现在我们认为上述预期过于悲观，王府井无论北京区域门店还是新开门店的总体经营状况大大好于我们年报点评的预期，所以我们重新将2010-2012年盈利预测调整至年报点评前的水平并有所提高。

我们对2010年盈利预测假设如下：1、大楼店今年打平，去年亏损2,500万左右，这样贡献每股盈利0.06元；2、09新开3家门店（太原/兰州/昆明）去年亏损4,500万元，今年太原亏损1,000万，昆明亏损500万，兰州亏损700万，合计2,200万元，减亏2,300万元，贡献每股盈利0.06元；3、今年新开门店亏损5,000万元，合计每股亏损0.13元；4、其他门店利润09年3.8亿元，今年假设增长30%，就是贡献每股盈利1.26元，那么合计算下来每股盈利=1.25元；如果其他门店增长25%则是每股盈利=1.20元。5、成都目前的股权是70%，上升到82.53%，去年利润2.15亿元，因为销售今年增长20%，预期利润增长32%，就是2.838亿元，12.53%的权益增加意味着每股增厚0.09元，如此计算则每股盈利=1.3-1.34元。

综合来看，我们认为王府井依然坚持清晰的公司经营战略并能够积极审慎的尝试主业基础上延伸的新型业态，在严格控制风险的前提下开始加快在公司优势区域内的同城布点和二三线城市的布局，我们坚持认为王府井是国内非常优秀的全国连锁零售公司，虽然囿于体制性的局限，仍然能够保持健康良性且快速的增长。无论从公司业绩增长的轨迹来看还是中长期优秀的公司素质来看，我们仍然坚持对公司买入的投资评级。

我们以增持成都王府井百货公司股权前的盈利预测为基础，按照 2010 年 33 倍市盈率，我们将目标价提升至 40.80 元/股，相当于 2010 年增持成都王府井股权后 1.34 元/股的 30 倍市盈率和 2011 年 24 倍市盈率(未考虑成都股权增持带来的增厚)。

附：鄂尔多斯王府井、株洲王府井以及郑州王府井概况

1、鄂尔多斯王府井

09 年 8 月 11 日王府井百货签约入驻鄂尔多斯市太古国际广场。三江·太古国际广场项目位于东胜区宝日陶亥西街南侧，吉劳庆路东侧。鄂尔多斯王府井位于该广场的 A、B 区，A 区占地面积 26,135 平方米，建筑面积 61,860 平方米；B 区占地面积 15,130 平方米，建筑面积 61,400 平方米；A 区总投资 9,974 万元，B 区总投资 9,924 万元。是集王府井百货、高端商务、商业步行街及美食餐饮等于一体的高档城市综合体。三江太古国际广场为鄂尔多斯市重点项目，投资商为三江国际置业集团，规划用地面积约 10 万平米，建筑面积约 25 万平方米，项目建成后将成为鄂尔多斯市最繁华的城市核心商住区。预计于 2010 年圣诞节前开业。

2、株洲王府井

2010 年 05 月 25 日中央商业广场与北京王府井百货签约。中央商业广场位于株洲最繁华的中心广场，未来 5 年，从株洲中心广场到芦淞市场群的商圈，包括由株百、家乐福、步步高与平和堂和即将面市的王府井等组成的零售格局，以及运行已非常成熟的芦淞市场群的批发格局。株洲中心广场商圈融合了批发与零售，使得整个商圈分工更清晰、专业更明显，很有可能成为株洲的“五一广场”商圈。株洲王府井正在积极筹备中，预计 2010 年 9 月底开业，将设七层楼体、共 3 万平米的营业面积。

3、郑州王府井

2009 年 8 月 12 日，王府井与枫华（郑州）置业有限公司，就王府井百货入驻郑东新区“温哥华时代广场”事宜，在北京签订合作开发意向协议。未来可能会以王府井与枫华置业成立合资公司共同持有物业，王府井同时将租赁该物业运营购物中心。预计该购物中心将于 2012 年开业，这也是王府井百货开始增加自有物业比例以及运营大型购物中心的积极尝试。

温哥华时代商业广场总建筑面积约19万平方米，目前已在进行方案深化，于2009年开工建设，位于郑州市郑东新区核心区域，建成后将成为郑州市城市级商业中心之一。温哥华时代广场将定位为高档有特色的集休闲、娱乐、餐饮、购物、商务、旅游为一体的综合性购物广场。

图表 2. 鄂尔多斯王府井效果图



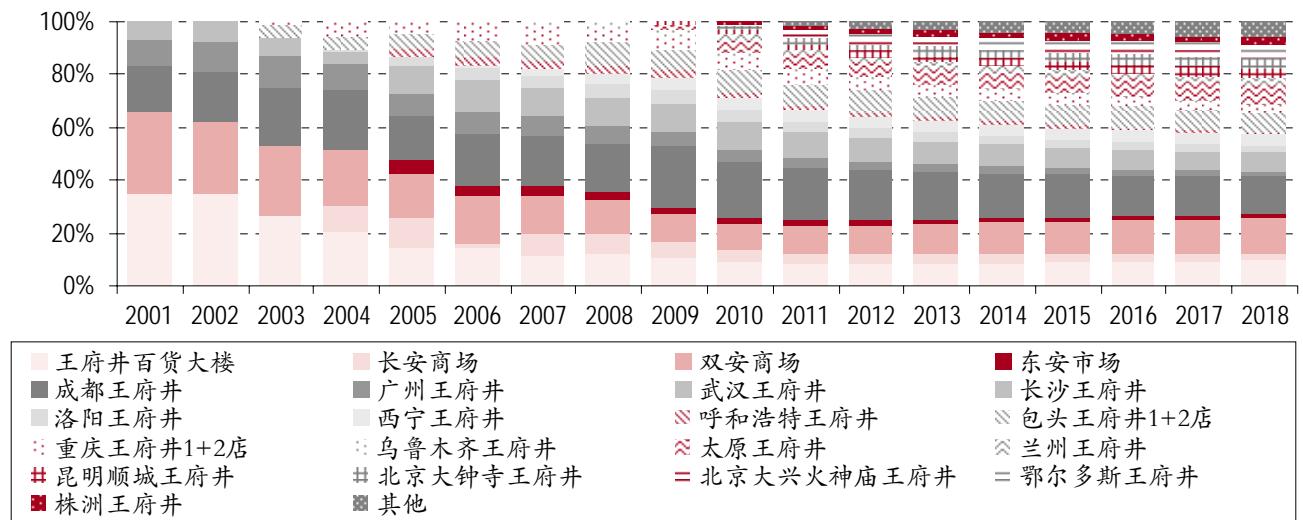
资料来源：中银国际研究

图表 3. 株洲王府井效果图



资料来源：中银国际研究

图表 4. 公司各门店销售收入占比状况



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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,009	10,898	14,028	17,466	20,742
销售成本	(8,175)	(8,947)	(11,470)	(14,270)	(16,949)
运营费用	(856)	(1,129)	(1,497)	(1,916)	(2,292)
息税折旧前利润	977	822	1,061	1,280	1,502
折旧与摊销	(378)	(267)	(277)	(294)	(309)
营业利润 (息税前利润)	600	555	784	985	1,192
净利息收入(费用)	(39)	(68)	(83)	(71)	(96)
其它盈利/(亏损)	(50)	37	(5)	(6)	(5)
税前利润	510	523	696	908	1,091
所得税	(138)	(104)	(174)	(227)	(273)
少数股东损益	(28)	(35)	(36)	(38)	(40)
净利润	344	384	486	644	779
核心净利润	373	352	486	644	779
每股收益(人民币)	0.875	0.978	1.237	1.638	1.982
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.237	1.638	1.982
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.247	0.409	0.496
收入增长(%)	14	9	29	25	19
息税前利润增长(%)	12	(7)	41	26	21
息税折旧前利润增长(%)	44	(16)	29	21	17
每股收益增长(%)	29	12	26	32	21
核心每股收益增长(%)	25	(6)	38	32	21

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	2,601	3,158	4,942
应收帐款	294	281	244	389	430
库存	286	305	360	466	542
其它流动资产	62	97	127	158	188
流动资产合计	1,765	2,542	3,333	4,172	6,102
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	8,417	9,346	11,253
应付账款	2,756	3,158	3,855	4,860	5,835
短期债	790	70	20	30	40
其它流动负债	416	403	370	370	370
流动负债合计	3,962	3,631	4,245	5,260	6,245
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	2,802	3,316	3,896
股东权益	2,052	2,831	3,195	3,709	4,289
少数股东权益	87	114	149	187	227
负债权益总计	6,187	7,413	8,417	9,346	11,253
每股账面价值(人民币)	5.22	7.20	8.13	9.44	10.91
每股有形资产(人民币)	2.33	4.31	5.21	6.49	7.94
净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(2.42)	(4.46)	(7.48)	(11.22)

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	696	908	1,091
折旧与摊销	378	267	277	294	309
净利息费用	39	68	83	71	96
营运资本变动	292	408	677	754	858
税金支付	(138)	(104)	(174)	(227)	(273)
其它经营现金流	(161)	(145)	(119)	(109)	(136)
经营活动产生的现金流	920	1,019	1,439	1,692	1,946
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	(100)	(70)	5
投资活动产生的现金流	(1,460)	(569)	(510)	(410)	(235)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	308	20	(94)	(627)	313
支付股息	(71)	(71)	(94)	(97)	(161)
其它筹资现金流	(191)	349	0	0	(79)
筹资活动产生的现金流	46	298	(188)	(725)	73
现金余额变动	(494)	747	742	557	1,784
年初现金	1,607	1,112	1,860	2,601	3,158
公司自由现金流	(519)	461	941	1,294	1,724
股权自由现金流	(272)	401	753	583	1,928

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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.8	7.5	7.6	7.3	7.2
息税前利润率	6.0	5.1	5.6	5.6	5.7
税前利润率	5.1	4.8	5.0	5.2	5.3
净利率	3.4	3.5	3.5	3.7	3.8
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.7	0.8	0.8	1.0
利息覆盖倍数	10.0	7.0	8.3	11.8	11.0
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
估值(倍)					
市盈率	38.9	34.8	27.5	20.8	17.2
核心业务市盈率	35.8	38.0	27.5	20.8	17.2
目标价对应核心业务市	42.9	45.6	33.0	24.9	20.6
盈率					
市净率	6.5	4.7	4.2	3.6	3.1
价格/现金流	14.5	13.1	9.3	7.9	6.9
企业价值/息税折旧前利	13.5	15.2	11.1	8.3	6.1
润					
周转率					
存货周转天数	12.9	12.0	10.6	10.6	8.9
应收帐款周转天数	8.4	9.6	6.8	6.6	7.2
应付帐款周转天数	93.6	99.0	91.2	91.1	94.1
回报率(%)					
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	16.1	18.6	19.5
资产收益率	6.9	6.5	7.4	8.3	8.7
已运用资本收益率	18.3	16.5	19.8	24.0	26.3

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