

2010年8月18日

银座股份

长期向好趋势不变

A

买入

600858.SS - 人民币 28.20

目标价格: 人民币 31.00

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocgroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

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(%) | 9 | 17 | 12 | 48 |
| 相对新华富时 | 32 | 9 | 8 | 64 |
| 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) | 289 |
| 流通股 (%) | 76 |
| 流通股市值 (人民币 百万) | 6,196 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 34 |
| 净负债比率 (%) | 62 |
| 主要股东 (%) | |
| 山东省商业集团总公司 | 24 |

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

2010年上半年银座股份营业收入同比增长39%至43亿人民币, 相当于我们全年预测的49%, 符合预期。但是2季度管理费用激增拖累单季度净利润同比下滑69%。我们小幅下调盈利预测, 但是仍然看好公司深耕区域市场以及同城多店布局形成的优质店网资源。

支撑评级的要点

- 我们认为公司今年将处于高速扩张后的阵痛期。随着下半年潍坊财富广场以及济南振兴街等大体量购物中心开业, 百货业务占比增加将有助于盈利能力提升。
- 上半年公司新开四家门店, 全部位于公司已覆盖区域(济南、临沂、东营和滨州各一家)。
- 如果费用计提充分, 未来公司业绩弹性相对较大。此外, 鲁商集团持续资产注入预期给公司带来一定估值溢价。

评级面临的主要风险

- 短时间进入多个省外市场对公司经营管理能力挑战。
- 缺乏大型购物中心运作经验。

估值

- 我们对费用率假设进行调整并根据披露物业收购计划上调资本开支计划。我们将2010—2012年盈利预测相应下调2-9%。维持买入评级和目标价格不变。
- 振兴街项目Loft公寓已经于今年7月开始预售, 我们估算房地产业务2011和2012年使每股收益分别增厚0.311元。我们在盈利预测中暂没有考虑地产项目的贡献。

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) | 4,168 | 5,209 | 8,737 | 10,194 | 11,573 |
| 变动 (%) | 36 | 25 | 68 | 17 | 14 |
| 净利润(人民币 百万) | 138 | 110 | 209 | 293 | 368 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.533 | 0.486 | 0.722 | 1.013 | 1.273 |
| 变动 (%) | 6.1 | (8.7) | 48.4 | 40.3 | 25.7 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | - | 0.799 | 1.098 | 1.413 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | - | - | 0.792 | 1.075 | 1.300 |
| 调整幅度 (%) | - | - | (8.8) | (5.8) | (2.1) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 52.9 | 58.0 | 39.1 | 27.8 | 22.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.19 | 0.49 | 1.44 | 1.88 | 2.23 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 23.7 | 57.2 | 19.6 | 15.0 | 12.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 26.2 | 24.8 | 17.9 | 14.0 | 11.3 |
| 每股股息(人民币) | 0.040 | 0.070 | 0.108 | 0.151 | 0.190 |
| 股息率 (%) | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.7 |

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>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bocresearch.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

费用激增拖累 2 季度业绩下滑

2010 年上半年银座股份营业收入同比增长 39% 至 43 亿人民币，相当于我们全年预测的 49%，符合预期。但是 2 季度管理费用激增拖累单季度净利润同比下滑 69%。由于 09 年底淄博银座和石家庄东购并表导致合并范围变化，公司对历史数据进行追溯调整。根据调整后的经营数据，今年上半年公司实现股东可分配利润 8,733 万元，相当于我们全年预测的 38.5%，低于预期。

我们认为公司今年将处于高速扩张后的阵痛期，新开门店需要逐步培育成熟。我们认可公司深耕山东市场策略，同城多店布局的门店网络资源业已形成了区域优势控制力。此外，大股东零售资产注入预期也给公司带来一定的估值溢价。

我们对费用率假设进行调整并根据披露物业收购计划上调资本开支计划。我们将 2010-2012 年盈利预测相应下调 2-9%。维持买入评级和目标价格不变。

图表 2. 业绩摘要

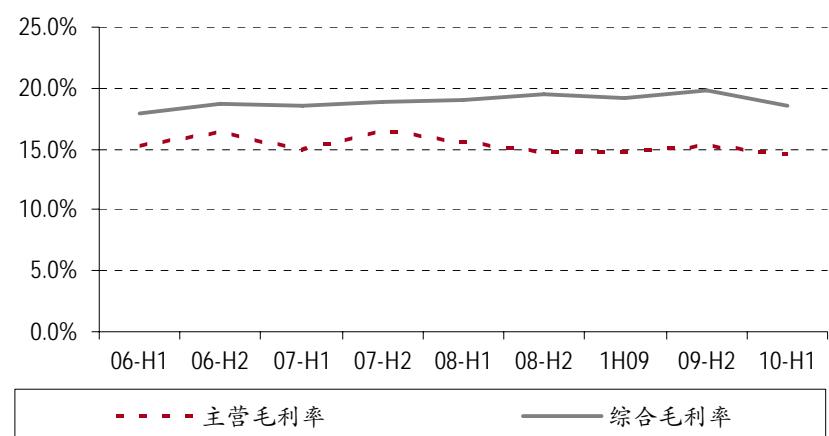
| | 2009 年 1 季度 | 2010 年 1 季度 | 同比 (%) | 2009 年 2 季度 | 2010 年 2 季度 | 同比 (%) | 2009 年 上半年 | 2010 年 上半年 | 同比 (%) |
|-----------------|----------------|----------------|-----------|----------------|----------------|-----------|---------------|---------------|-----------|
| 主营业务收入 | 1,742 | 2,416 | 39 | 1,357 | 1,899 | 40 | 3,100 | 4,316 | 39 |
| 主营业务成本 | (1,424) | (1,980) | 39 | (1,108) | (1,566) | 41 | (2,532) | (3,546) | 40 |
| 毛利润 | 318 | 437 | 37 | 249 | 334 | 34 | 567 | 770 | 36 |
| 税金及附加 | (13) | (17) | 30 | (7) | (11) | 46 | (21) | (28) | 36 |
| 管理费用 | (44) | (68) | 56 | (48) | (89) | 87 | (91) | (157) | 72 |
| 销售费用 | (151) | (217) | 44 | (110) | (188) | 70 | (262) | (405) | 55 |
| 营业利润 | 110 | 134 | 22 | 84 | 45 | (46) | 194 | 180 | (7) |
| 非经常性项目 | 0 | 2 | 477 | 2 | 2 | 6 | 2 | 4 | 77 |
| 净财务费用 | (17) | (36) | 116 | (20) | (24) | 21 | (37) | (60) | 64 |
| 税前利润 | 94 | 100 | 7 | 66 | 23 | (65) | 160 | 123 | (23) |
| 所得税 | (24) | (27) | 9 | (16) | (7) | (56) | (41) | (34) | (17) |
| 税后利润 | 69 | 74 | 6 | 50 | 16 | (67) | 119 | 90 | (24) |
| 少数股东损益 | (1) | 2 | (371) | (1) | 0 | (135) | (2) | 2 | (229) |
| 股东可分配利润 | 70 | 72 | 2 | 51 | 16 | (69) | 121 | 87 | (28) |
| 盈利能力 (%) | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 18.2 | 18.1 | | 18.4 | 17.6 | | 18.3 | 17.8 | |
| 营业利润率 | 6.3 | 5.6 | | 6.2 | 2.4 | | 6.3 | 4.2 | |
| 税前利润率 | 4.0 | 3.0 | | 3.7 | 0.8 | | 3.9 | 2.0 | |
| 净利润率 | 11.2 | 11.8 | | 11.6 | 14.6 | | 11.4 | 13.0 | |

资料来源：公司数据，中银国际研究

利润率小幅下滑

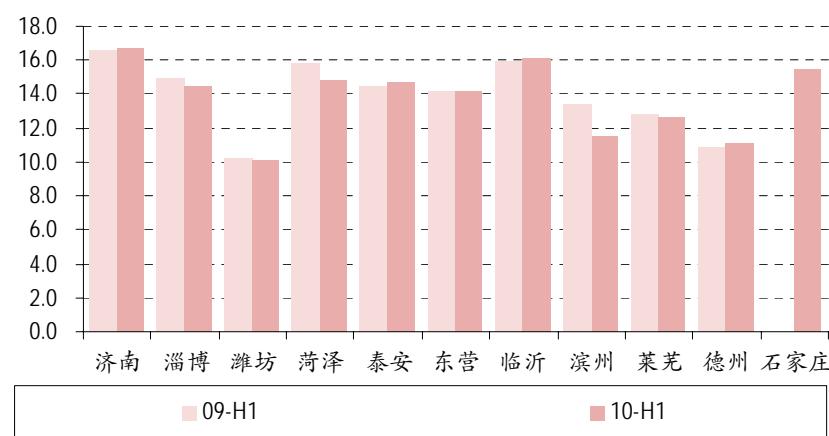
今年上半年公司综合毛利率小幅下滑 0.46% 至 17.8%。分区域情况分析，滨州、菏泽和淄博地区降幅相对较大，主营毛利率分别同比下滑 1.85%、1.00% 和 0.47%。泰安、临沂和德州地区主营毛利率平均提高 0.2% 左右。滨州地区最近两年新开门店较多，新店尚处于培育期，促销活动较多可能是拖累利润率下滑的主要原因。

图表 3. 公司毛利率趋势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 分区域主营毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

展店进展符合预期，2012年将进入保定和西安

上半年公司新开四家门店，全部位于公司已覆盖区域（济南、临沂、东营和滨州各一家）。加上定增从控股股东银座商城购买淄博银座下辖六家门店，公司所属门店总数达到42家，托管1家。根据上半年签订的租约协议，公司在河北保定以及陕西西安分别租赁购物中心物业，租期均为20年。依据正常装修时间推算，我们预计这两家门店将在2012年开业。购得石家庄东购股权后，公司战略部署将河北视为山东省之外最重要的外埠市场，并计划借助东购的品牌影响力和供应商资源在河北省布局网络。进入保定开店符合这一策略安排。西北地区对公司而言是全新的市场，且距离优势区域半径较远，对公司招商、经营管理以及物流等后台支持系统而言将成为挑战。

除了租赁物业外，公司还出资4.65亿元现金向控股股东购买潍坊财富广场购物中心物业。该物业总建筑面积约14万平米，位于潍坊市胜利东街与北海路以西，所处位置是高新区新兴商圈。收购价格约合3,328元/平米。公司2005年进入潍坊市，目前在潍坊经营四家门店，均为大卖场业态。潍坊地区销售收入占09年营业收入的5%。考虑到该项目体量巨大，我们判断公司将引入多种配套业态以增加租金收入并聚拢人气。我们暂时维持2010-2012年每年新增门店10家预测不变。

图表5.2010年上半年新开门店以及租赁物业情况

| 新开门店 | 开业时间 | 面积(平方米) | |
|-------------|------------|-----------|----------|
| 临沂临沐店 | 2010-1-30 | 10,000 | |
| 济南济泺路购物广场 | 2010-1-30 | 15,000 | |
| 东营广饶店 | 2010-4-29 | 24,000 | |
| 滨州邹平店 | 2010-5-7 | 38,859 | |
| 租赁事项 | 预计物业交付时间 | 建筑面积(平方米) | 年均租金(万元) |
| 保定世纪财富广场 | 2012-6-1 | 48,000 | 2,225 |
| 泰安东岳大街购物中心 | 2010-11-30 | 45,350 | 1,490 |
| 西安市长安北路购物中心 | 2011-12-31 | 56,713 | 3,933 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

发行公司债以及房地产项目启动预售或将缓解资金压力

“加快规模扩张”同时“增加自建物业比例”的公司战略决定了银座股份发展以大额资本开支和重资产模式为特征。2009年公司资本开支达到17亿元。今年上半年公司净负债率为76%，负债率较09年末有所下降。年内主要资本开支主要包括购买青岛李沧地块、购买淄博财富广场物业以及济南振兴街等在建项目。大额土地购置开支对公司营运资金压力较大。

公司计划发行不超过8.5亿元五年期公司债，募集资金全部用于补充营运资金。此外，今年上半年公司还以石家庄东方城市广场55.14%股权进行质押，向工商银行申请2.75亿元五年期贷款。

根据搜房网信息，振兴街项目中Loft公寓已经于今年7月开始预售，毛坯房均价1.28万元/平米。若银座中心写字楼和公寓部分全部出售，假设均价在1.2万元/平米，按照15%净利润率估算，我们预计该项目全部售出将收回投资12亿元，贡献净利润约1.8亿元。若假设明年交房，2011和2012年分别实现50%销售，则济南振兴街银座中心房地产业务使每股收益分别增厚0.311元。但是我们在盈利预测中暂没有考虑出售地产项目的影响。

图表6.银座中心项目可售部分基本情况

| 功能 | 项目情况 | 总建筑面积(万平米) | 参考售价(元/平米) |
|--------|-------|------------|---------------|
| 写字楼 | 两幢36层 | 7.8 | 12,000-16,000 |
| LOFT公寓 | 两幢16层 | 2.4 | 7,000-10,000 |

资料来源：搜房网

图表7.部分在建项目

| 项目 | 购置时间 | 用途 | 预计投资金额 | 楼面地价(元/平米) | 规划建筑面积 |
|---------------------|---------|------------------------|--------------------------------|------------|-------------------------|
| 德州宁德项目 | 2008年 | 德州银座商城 | 9840万受让该项目房地产公司100%股权，建筑成本1.2亿 | 2,460 | 4万平米 |
| 青岛乾豪国际 (青岛银座中心) | 2008年5月 | 商业、酒店、办公综合体 | 4.04亿受让该项目房地产公司54%股权，与银座商城联合开发 | 不详 | 商业部分规划面积8万平米，预计投资9亿元 |
| 济南振兴街项目 (济南银座中心) | 2009年2月 | 商业、酒店、办公综合体 | 总投资20亿元，其中购物中心部分7亿元，定向增发募投6.5亿 | 5,700 | 购物中心及配套14万平米 |
| 威海世昌路 | 2009年4月 | 商业 | 27亩土地价格1.3亿 | 3,900 | 地上建筑面积>32,800平米 |
| 济南金銮大厦 | 2009年8月 | 毗邻振兴街项目，计划开设星级酒店“银座佳悦” | 物业购置1.5亿 | 4,200 | 主体结构37万平米，其中地下一层6,000平米 |
| 青岛李沧区地块 | 2010年3月 | 商业、酒店、办公综合体 | 土地价格8.7亿 | 5,900 | 总建筑面积14.8万平米 |

资料来源：公司数据

图表 8.公司部分储备项目一览

| | 地区 | 门店 | 预计面积(万平米) |
|-------------|----|-------|-------------|
| 1 | 临沂 | 时代广场店 | 1.2 |
| 2 | 东营 | 广饶店 | 2.4 |
| 3 | 临沂 | 河东店 | 1.2 |
| 4 | 济南 | 玉函店 | 7 |
| 5 | 烟台 | 菜山店 | 5 |
| 6 | 潍坊 | 财富广场店 | 6 |
| 7 | 德州 | 国贸广场店 | 5 |
| 8 | 泰安 | 新汶店 | 0.5 |
| 9 | 临沂 | 火车站项目 | 5 |
| 10 | 济南 | 振兴街项目 | 6 |
| 11 | 青岛 | 青岛一店 | 6 |
| 12 | 聊城 | 聊城项目 | 3 |
| 13 | 青岛 | 李沧店 | 4 |
| 14 | 威海 | 威海项目 | 4 |
| 15 | 淄博 | 临淄店 | 2 |
| 16 | 临沂 | 沂水店 | 2 |
| 17 | 滨州 | 邹平店 | 2.8 |
| 18 | 东营 | 垦利店 | 2 |
| 19 | 东营 | 利津店 | 1.5 |
| 20 | 东营 | 西城三店 | 1.5 |
| 21 | 枣庄 | 森博店 | 1.8 |
| 22 | 枣庄 | 台儿庄店 | 1.2 |
| 23 | 济南 | 国奥城项目 | 4 |
| 24 | 济宁 | 兗州店 | 1.2 |
| 25 | 青岛 | 胶州店 | 4 |
| 合计面积 | | | 80.3 |

资料来源：联商网

损益表(人民币百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 4,168 | 5,209 | 8,737 | 10,194 | 11,573 |
| 销售成本 | (3,419) | (4,263) | (7,155) | (8,335) | (9,452) |
| 经营费用 | (486) | (621) | (1,039) | (1,169) | (1,314) |
| 息税折旧前利润 | 263 | 324 | 543 | 690 | 808 |
| 折旧及摊消 | (55) | (87) | (144) | (190) | (218) |
| 经营利润(息税前利润) | 208 | 237 | 399 | 499 | 590 |
| 净利息收入/(费用) | (36) | (74) | (114) | (103) | (93) |
| 其他收益/(损失) | 17 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 189 | 158 | 284 | 396 | 497 |
| 所得税 | (49) | (43) | (71) | (99) | (124) |
| 少数股东权益 | (2) | (4) | (4) | (5) | (5) |
| 净利润 | 138 | 110 | 209 | 293 | 368 |
| 核心净利润 | 125 | 114 | 209 | 293 | 368 |
| 每股收益(人民币) | 0.585 | 0.470 | 0.722 | 1.013 | 1.273 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.533 | 0.486 | 0.722 | 1.013 | 1.273 |
| 每股股息(人民币) | 0.040 | 0.070 | 0.108 | 0.151 | 0.190 |
| 收入增长(%) | 36 | 25 | 68 | 17 | 14 |
| 息税前利润增长(%) | (4) | 14 | 68 | 25 | 18 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 8 | 23 | 68 | 27 | 17 |
| 每股收益增长(%) | 16 | (20) | 54 | 40 | 26 |
| 核心每股收益增长(%) | 6 | (9) | 48 | 40 | 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 税前利润 | 189 | 158 | 284 | 396 | 497 |
| 折旧与摊销 | 55 | 87 | 144 | 190 | 218 |
| 净利息费用 | 36 | 74 | 114 | 103 | 93 |
| 运营资本变动 | 51 | (133) | 523 | 165 | 213 |
| 税金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营现金流 | (51) | (70) | (651) | (312) | (377) |
| 经营活动产生的现金流 | 280 | 116 | 415 | 543 | 644 |
| 购买固定资产净值 | (408) | (469) | (1,050) | (700) | (300) |
| 投资减少/增加 | (18) | (111) | (106) | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (281) | (606) | 0 | 200 | 150 |
| 投资活动产生的现金流 | (708) | (1,187) | (1,156) | (500) | (150) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 357 | 1,373 | (100) | (150) | (260) |
| 支付股息 | (8) | (9) | (16) | (31) | (44) |
| 其他融资现金流 | (217) | (109) | 708 | 146 | 70 |
| 融资活动产生的现金流 | 132 | 1,254 | 592 | (35) | (234) |
| 现金变动 | (296) | 184 | (149) | 8 | 260 |
| 期初现金 | 938 | 643 | 826 | 677 | 685 |
| 公司自由现金流 | (428) | (1,071) | (741) | 43 | 494 |
| 权益自由现金流 | (71) | 302 | (841) | (107) | 234 |

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 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 643 | 826 | 677 | 685 | 946 |
| 应收帐款 | 176 | 93 | 137 | 160 | 181 |
| 库存 | 577 | 1,108 | 894 | 981 | 1,050 |
| 其他流动资产 | 45 | 42 | 59 | 68 | 82 |
| 流动资产总计 | 1,441 | 2,069 | 1,767 | 1,894 | 2,259 |
| 固定资产 | 610 | 1,396 | 2,393 | 2,762 | 2,680 |
| 无形资产 | 560 | 934 | 1,059 | 1,139 | 1,219 |
| 其他长期资产 | 579 | 1,095 | 1,532 | 1,519 | 1,615 |
| 长期资产总计 | 1,749 | 3,426 | 4,984 | 5,419 | 5,514 |
| 总资产 | 3,190 | 5,494 | 6,751 | 7,313 | 7,773 |
| 应付帐款 | 483 | 808 | 996 | 1,149 | 1,348 |
| 短期债务 | 690 | 1,748 | 1,748 | 1,648 | 1,448 |
| 其他流动负债 | 583 | 946 | 1,479 | 1,784 | 1,988 |
| 流动负债总计 | 1,756 | 3,502 | 4,223 | 4,581 | 4,784 |
| 长期借款 | 42 | 410 | 310 | 260 | 200 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 235 | 235 | 289 | 289 | 289 |
| 储备 | 960 | 984 | 1,561 | 1,810 | 2,123 |
| 股东权益 | 1,195 | 1,219 | 1,850 | 2,099 | 2,412 |
| 少数股东权益 | 196 | 363 | 368 | 372 | 377 |
| 总负债及权益 | 3,190 | 5,494 | 6,751 | 7,313 | 7,773 |
| 每股帐面价值(人民币) | 5.08 | 5.18 | 6.40 | 7.27 | 8.35 |
| 每股有形资产(人民币) | 2.70 | 1.21 | 2.74 | 3.32 | 4.13 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.38 | 5.66 | 4.78 | 4.23 | 2.43 |

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(%) | 6.3 | 6.2 | 6.2 | 6.8 | 7.0 |
| 息税前利润率(%) | 5.0 | 4.6 | 4.6 | 4.9 | 5.1 |
| 税前利润率(%) | 4.5 | 3.0 | 3.3 | 3.9 | 4.3 |
| 净利率(%) | 3.3 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | 3.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.8 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 利息覆盖率(倍) | 4.7 | 2.9 | 3.3 | 4.6 | 6.0 |
| 净权益负债率(%) | 6.4 | 84.1 | 62.2 | 49.5 | 25.2 |
| 速动比率(倍) | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 48.2 | 60.0 | 39.1 | 27.8 | 22.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 52.9 | 58.0 | 39.1 | 27.8 | 22.2 |
| 目标价对应核心业务 | 58.2 | 63.7 | 42.9 | 30.6 | 24.4 |
| 市盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | 5.5 | 5.4 | 4.4 | 3.9 | 3.4 |
| 价格/现金流(倍) | 23.7 | 57.2 | 19.6 | 15.0 | 12.7 |
| 企业价值/息税折旧前 | 26.2 | 24.8 | 17.9 | 14.0 | 11.3 |
| 利润(倍) | | | | | |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 35.3 | 72.1 | 51.1 | 33.6 | 32.0 |
| 应收帐款周转天数 | 20.4 | 9.4 | 4.8 | 5.3 | 5.4 |
| 应付帐款周转天数 | 37.6 | 45.2 | 37.7 | 38.4 | 39.4 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 6.8 | 14.9 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| 净资产收益率(%) | 12.1 | 9.1 | 13.6 | 14.8 | 16.3 |
| 资产收益率(%) | 5.9 | 4.0 | 4.9 | 5.3 | 5.9 |
| 已运用资本收益率(%) | 12.1 | 8.3 | 10.1 | 11.7 | 13.5 |

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 2010 年 8 月 16 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，豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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 Advisers 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 2010 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