

2010年8月16日

# 成商集团

## 业绩拐点明年出现

**A**
**买入 (↑持有)**

600828.SS - 人民币 18.59

目标价格: 人民币 20.00 (↑13.50)

**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

2010年上半年公司实现主营业务收入(零售业务和汽车业务)7.6亿元,同比增长1%,其中零售业务收入7.59亿元,同比增长28.2%;实现归属于上市公司股东的净利润6,652万元,同比下降1.87%,按照我们的归类,剔除非经常性损益的影响,公司净利润为5,392万元,折合每股收益0.147元,同比增长46%。我们提高公司目标价格至20.00元,并提高评级为**买入**。

### 支撑评级的要点

- 零售主业逐步改善,业绩拐点即将来临。
- 坚持主业,深耕省内市场战略清晰。
- 自有物业比例较高,能够有效抵御租金上涨。

### 评级面临的主要风险

- 春熙店收回可能存在纠纷,晚于市场预期。
- 盐市口二期等重大项目运作需要跟踪。

### 估值

- 我们认为公司的业绩增长拐点将始于2011年,这建立在春熙店能够顺利收回的前提下。在不考虑2012年房地产收益贡献情况下,我们预测2010-2012年公司剔除非经常性损益的盈利状况,每股收益预测分别为0.37、0.66、0.96元。由于市场估值水平变化以及对未来业绩拐点出现的乐观预期,以2011年估值水平30倍乐观水平计,我们提高公司目标价格由13.50元(除权后)至20.00元,并提高评级为**买入**。

### 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(%)	49	15	24	71
相对新华富时A50指数(%)	74	11	29	95

资料来源:彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	366
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	4,276
3个月日均交易额(人民币 百万)	30
净负债比率(%) (2010E)	67
主要股东(%)	
茂业商厦	37

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

### 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)	1,399	1,697	1,685	2,739	4,095
变动(%)	5	21	(1)	63	49
净利润(人民币 百万)	102	128	146	241	353
全面摊薄每股收益(人民币)	0.260	0.293	0.409	0.659	0.965
变动(%)	6.8	12.9	39.5	61.0	46.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.442	0.684	0.870
核心每股收益(人民币)	0.260	0.293	0.409	0.659	0.965
变动(%)	6.8	12.9	39.5	61.0	46.4
全面摊薄市盈率(倍)	71.5	63.4	45.4	28.2	19.3
核心市盈率(倍)	71.5	63.4	45.4	28.2	19.3
每股现金流量(人民币)	0.97	0.33	0.46	1.33	1.55
价格/每股现金流量(倍)	19.2	57.0	40.8	14.0	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	21.9	28.0	16.6	11.9
每股股息(人民币)	0.000	0.125	0.100	0.100	0.150
股息率(%)	0.0	0.7	0.5	0.5	0.8

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 &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

## 业绩与预期相差不大

2010年上半年公司实现主营业务收入(零售业务和汽车业务) 7.6 亿元,同比增长 1%,其中零售业务收入 7.59 亿元,同比增长 28.2%;实现归属于上市公司股东的净利润 6,652 万元,同比下降 1.87%,按照我们的归类,剔除非经常性损益的影响,公司净利润为 5,392 万元,折合每股收益 0.147 元,同比增长 46%。

## 区域门店改善

茂业披露的中报中显示茂业西南区 09 年全年的同店增长达 10.6%,09 年第四季度同店达到 23.6%。西南地区销售所得款项总额对茂业国际之贡献占比为 33.1%,特许专柜销售所得款项同店增长为 33.0%,且平均每笔成交金额达人民币 410 元,较 09 年同期上升 21.3%。

2010年上半年成都盐市口店特许专柜销售所得款项为人民币 2.7 亿元,与去年同期相比增长 14.5%。该店 2009 年特许专柜销售所得款项 4.83 亿元,同店增长 10.9%(09 年上半年同店增长 10.7%,第 3 季度增长 0.7%,4 季度增长 20.5%)。从趋势来看该店逐步加快增长,主要驱动因素源于客单价的提高,盐市口店 2010 年上半年客单价 514 元,同比上升了 21.2%,也较 09 年全年的 480 元上升了 7.1%。同时我们预期下半年盐市口店的超市部分会进行提档升级,以期与百货部分档次相符。

绵阳兴达店经过一年有余的培育期后,已经成为当地销售品类最全、规模最大、购物环境最好的门店。09 年 4 月 29 日开业的绵阳兴达店于今年上半年录得特许专柜销售所得款项 1.15 亿元,同店增长为 203.7%。从兴达店日流水来看,目前该店是开业初期的 2 倍左右,应该说是高于我们预期的。我们预期 2010 年全年该店特许专柜销售所得款项能够达到 2.6 亿元。绵阳临园店对其进行了较大规模的调整,缩小毛利率较低的超市业务比重,加大百货部分经营面积,同时还引进了餐饮、健身等配套设施。调整后绵阳临园店经营状况日趋改善,销售业绩亦得到稳定提升,今年上半年特许专柜销售所得款项与去年同期比增长 28.5%。

南充五星店及南充模范街店，通过持续的品牌升级、品类组合与楼层布局调整，两家门店整体购物环境得到大幅提高。2010年上半年，南充五星店特许专柜销售所得款项同比增长37.1%，我们认为，家电销售恢复增长也是上半年南充五星店销售高速增长的主要原因之一。而南充模范街店主要由于受其周围市政建设及今年5月份以来减少销售面积转做配套设施面积的影响，特许专柜销售所得款项同比下降13.6%。南充市政府预计在南充模范街店所处地段建造一条商业街，今年五月份及六月份的施工建设对南充模范街店于今年上半年的经营造成了很大影响，预计该影响将于今年逐步减除；另外该店于今年五月份将部分经营面积转为餐饮及娱乐配套设施用途，这也导致了该店销售所得款项的下降。我们目前担心的是元月29日开业的新世纪百货南充商都同样位于五星商圈，建筑面积为3.2万平方米，可能会形成一定的竞争压力。

图表 2.2010 年度中期主要门店经营数据摘要

店名	建筑面 积	经营面 积	客单价(元)			特许专柜销售所得款项 (百万元)		
			10年上 半年	09年上 半年	同比变 动(%)	10年上 半年	09年上 半年	同比变 动(%)
成都盐市口	53,873	40,674	514	424	21.2	269.54	235.37	14.5
南充五星	25,994	19,530	433	305	42.0	112.15	81.82	37.1
绵阳临园	21,731	13,780	213	219	(2.7)	28.17	21.92	28.5
南充模范街店	24,035	21,124	262	263	(0.4)	12.93	14.96	(13.6)
绵阳兴达	27,617	19,884	451	360	25.3	114.93	37.84	203.7

资料来源：茂业国际半年报数据

总体来看，公司目前仍然依靠原有的主力门店盐市口店的提升，而店龄较为年轻的门店中绵阳兴达店表现较好。我们认为，2010年公司利润的主要支撑点仍然是盐市口店、南充五星店和绵阳兴达店，盐市口店和兴达店是利润的增量主要来源。

### 毛利率下降在预期之内

公司2010年上半年百货超市的商业业务毛利率为15.3%，较09年上半年下降了1.4个百分点，剔除汽车销售影响加上其他业务收入（主要为租金及物业管理、广告费及超市后台收入）的综合毛利率则下降2.2个百分点（由09年中期的24.9%下降到2010年中期的22.7%）。我们认为这是促销带来的结果，同时也受到家电销售占比上半年上升的影响，导致零售毛利率下降。

我们预期 2010 年下半年公司零售业务毛利率较上半年会略有回升，但回升幅度不大，全年来看公司零售毛利率同比下降 0.7 个百分点。

### 春熙太平洋顺利收回影响重大，新店 2011 年集中开业

以新开门店来看，公司在今年仍然将以人民商场店为主体进行拓展，但是 2011 年将是茂业品牌的大店集中开业的年份，尤其是春熙太平洋能否顺利收回将对公司业绩产生重大影响。目前可以预见的主要包括盐市口二期（预计 2012 年初开业）、春熙店（预计 2011 年初开业，存在可能的合同纠纷）、南部华阳茂业中心店（2011 年国庆节左右开业）。至于九眼桥店因为拆迁过程中的法律纠纷尚处于未动工状态，我们乐观预期其在 2012 年年初开业。

根据公司沟通得知，与春熙太平洋百货谈判仍然在进行中，成商集团能否顺利的按照合同在谈判无法达成统一意见的情况下结束双方合作而能够顺利接手该店并于 2011 年年初开业将是我们需要重点关注的事件。根据远东百货披露的 08、09 年年报，我们看到春熙太平洋净利润高达 9,570 万元。如果我们按照简单的业绩计算，折合成商集团每股收益 0.26 元。当然我们并不能够将其简单的加总，这仍然需要满足三个条件：其一，成商集团能够顺利接手；其二，成商集团能够稳定住品牌以及原有的客层；其三，需要成商内部的管理能力能够与太平洋相媲美。

图表 3.成都春熙路太平洋百货经营数据摘要(人民币，百万元)

	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(%)
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
增长率(%)				12.5	17.1	17.0		

资料来源：远东百货年报成都商厦太平洋百货数据

盐市口二期项目进展比原计划有所推迟，目前项目已经取得规划条件通知书，相关手续正在办理过程中，预计今年下半年可正式进入全面施工。毗邻盐市口二期的仁和春天二期（人东店新馆）投资 5.5 亿元，人东店新馆营业面积近 2 万平方米，扩建完成后总面积达到 3 万平方米，预计于今年 9 月上旬开业，其定位仍然延续人东店的高端定位。而盐市口二期由于开业晚于仁和春天人东店，根据公司自身的规划，其总建筑面积 15 万平方米，其中商业 6.5 万平方米，写字楼酒店公寓 5.8 万平方米，地下室（商业、车库及配套等）2.7 万平方米。如此巨大的商业面积如何合理规划，以错开与盐市口一期以及仁和春天人东店的定位，需要公司仔细考虑，我们预计可能采取定位于时尚潮流的购物中心模式。南部华阳店将于 2011 年国庆左右开业，我们认为该店培育期相对较长，其发展状况与新区商务区的人流及周边区域住宅市场逐步繁荣密切相关。

### 突出主业的战略发展思路日渐清晰

值得肯定的是，近几年来公司开始坚持以突出主营业务发展，大力推进零售和地产的深度发展。借助于成商在多业态上的经验，开始逐步深耕四川区域市场，尤其是在相对发达的二线城市加快布点。我们认为这是公司能够清晰认识到自身定位，期望成为强势区域百货商。无论是双品牌战略整合“茂业百货”资源还是发挥供应商资源优势，期望成为省级区域代理都是战略的具体步骤。

在扩店和多项地产项目投入需要大量资金背景下，公司开始加快非核心主营业务及资产的剥离处置。总投资额约 4 亿元盐市口二期项目和与茂业合作开发预计投资总额 4.28 亿元的茂业中心项目将在 2010 年形成对大量的资金需求。我们看到年报中公司向控股股东茂业商厦的委托贷款已全部归还。相对应的是公司向农行成都北站支行申请 6 亿元经营性物业抵押贷款，借款期限为 10 年。资产负债率目前为 55.5%。我们预期公司今明两年有可能继续增加贷款，并可能通过资本市场进行融资。

## 公司的业绩增长拐点始于明年

我们认为公司的业绩增长拐点将始于 2011 年，这建立在春熙店能够顺利收回的前提下。在不考虑 2012 年房地产收益贡献情况下，我们预测 2010-2012 年公司剔除非经常性损益的盈利状况，每股收益预测分别为 0.37、0.66、0.96 元。由于市场估值水平变化以及对未来业绩拐点出现的乐观预期，以 2011 年估值水平 30 倍乐观水平计，我们提高公司目标价格至 20.00 元，并提高评级为**买入**。

图表 4.2010 年上半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
营业收入	752	760	1
营业税金及附加	(9)	(12)	31
净营业收入	742	748	1
其他净收入	66	73	12
营业成本	(644)	(644)	(0)
毛利润	163	177	9
管理费用和销售费用	(94)	(96)	1
营业利润	69	82	18
非经常项目	31	13	(59)
投资收益	13	16	23
净财务费用	(20)	(14)	(34)
利润总额	92	97	5
所得税	(25)	(31)	24
净利润	67	66	(2)
少数股东损益	0	1	69
归属于母公司股东的净利润	68	67	(2)
扣除非经常性损益的净利润	37	54	46
每股收益(人民币)	0.101	0.147	46
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	21.7	23.3	
营业利润率	9.2	10.7	
税前利润率	12.3	12.7	
净利润率	4.9	7.1	

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	1,399	1,697	1,685	2,739	4,095
销售成本	(1,098)	(1,357)	(1,296)	(2,119)	(3,191)
经营费用	(147)	(145)	(129)	(176)	(289)
息税折旧前利润	154	195	259	444	615
折旧及摊销	(39)	(50)	(62)	(91)	118
经营利润 (息税前利润)	114	144	197	353	497
净利息收入/(费用)	(32)	(38)	(38)	(36)	(32)
其他收益/(损失)	32	50	41	1	1
税前利润	115	157	200	318	466
所得税	(14)	(31)	(56)	(80)	(117)
少数股东权益	1	3	3	2	2
净利润	102	128	146	241	353
核心净利润	95	107	150	241	353
每股收益(人民币)	0.278	0.350	0.401	0.659	0.965
核心每股收益(人民币)	0.260	0.293	0.409	0.659	0.965
每股股息(人民币)	0.000	0.125	0.100	0.100	0.150
收入增长(%)	5	21	(1)	63	49
息税前利润增长(%)	27	26	36	80	41
息税折旧前利润增长(%)	22	27	33	71	38
每股收益增长(%)	(16)	26	15	65	46
核心每股收益增长(%)	7	13	40	61	46

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	66	68	109	174	212
应收帐款	56	36	52	83	121
库存	129	97	108	153	190
其他流动资产	69	82	79	90	114
流动资产总计	320	282	349	501	637
固定资产	505	588	635	1,042	1,381
无形资产	380	377	368	359	390
其他长期资产	259	237	253	311	305
长期资产总计	1,144	1,201	1,256	1,713	2,076
总资产	1,463	1,484	1,605	2,213	2,713
应付帐款	497	425	419	650	823
短期债务	161	33	77	177	177
其他流动负债	250	0	0	0	50
流动负债总计	908	458	496	827	1,050
长期借款	161	507	463	550	550
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	203	203	366	366	366
储备	173	300	267	459	739
股东权益	376	503	633	825	1,104
少数股东权益	18	16	13	11	9
总负债及权益	1,463	1,484	1,605	2,213	2,713
每股帐面价值(人民币)	1.85	2.48	1.73	2.26	3.02
每股有形资产(人民币)	(0.02)	0.62	0.72	1.27	1.95
每股净负债/(现金) (人民币)	1.26	2.32	1.18	1.51	1.41

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	115	157	200	318	466
折旧与摊销	39	50	62	91	118
净利息费用	32	38	38	36	32
运营资本变动	221	(33)	(31)	155	99
税金	(14)	(31)	(56)	(80)	(117)
其他经营现金流	(39)	(62)	(47)	(33)	(30)
经营活动产生的现金流	354	119	167	487	567
购买固定资产净值	(350)	(22)	(5)	(428)	(440)
投资减少/增加	9	44	22	0	0
其他投资现金流	66	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(275)	23	17	(428)	(440)
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	(65)	(32)	0	187	50
支付股息	(39)	0	(25)	(37)	(37)
其他融资现金流	19	(108)	(117)	(145)	(104)
融资活动产生的现金流	(84)	(140)	(142)	6	(89)
现金变动	(5)	2	42	65	38
期初现金	70	66	68	109	174
公司自由现金流	92	142	186	61	130
权益自由现金流	(17)	72	146	210	146

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	11.0	11.5	15.4	16.2	15.0
息税前利润率	8.2	8.5	11.7	12.9	12.1
税前利润率	8.2	9.2	11.9	11.6	11.4
净利率	7.3	7.5	8.7	8.8	8.6
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率	2.6	3.7	4.9	9.3	14.6
净权益负债率(%)	64.9	91.0	66.7	66.2	46.3
速动比率	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	66.9	53.2	46.4	28.2	19.3
核心业务市盈率	71.5	63.4	45.4	28.2	19.3
目标价对应核心业务市盈率	76.9	68.2	48.9	30.3	20.7
市净率	10.0	7.5	10.7	8.2	6.2
价格/现金流	19.2	57.0	40.8	14.0	12.0
企业价值/息税折旧前利润	26.3	21.9	28.0	16.6	11.9
周转率					
存货周转天数	36.2	30.4	28.8	22.5	15.3
应收帐款周转天数	13.8	9.9	9.6	9.1	9.1
应付帐款周转天数	105.3	99.1	91.4	71.3	65.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	19.9	25.0	15.2	15.5
净资产收益率(%)	31.3	29.1	25.8	33.1	36.6
资产收益率(%)	7.4	7.9	9.2	13.9	15.1
已运用资本收益率(%)	17.5	16.4	17.7	25.8	29.3

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