

2010年8月20日

# 王府井

## 战略清晰，加速布局

**A**
**买入**

600859.SS - 人民币 39.81

目标价格: 人民币 45.00 (▲40.80)

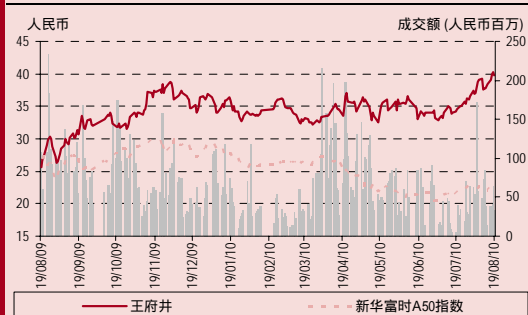
**刘都**

(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	16	15	55
相对新华富时A50指数(%)	31	11	12	66

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)	7,801
3个月日均交易额(人民币 百万)	47
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

2010年上半年公司实现营业收入 67.4 亿元, 同比增长 28.8%, 而扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润则为 2.43 亿元, 折合每股收益 0.61 元, 同比上升 40.3%, 这高于市场的预期, 基本符合我们 6 月 29 日报告中的判断。我们将目标价提升至 45.00 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

- 我们小幅上调了 2010-2012 年公司盈利预测, 分别为 1.25、1.65 和 1.98 元, 按照目前行业估值, 我们将目标价由 40.80 元提升至 45.00 元/股, 相当于 2010 年增持成都王府井股权后 1.35 元/股的 33 倍市盈率。
- 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长期买入的投资评级。

### 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	14,085	17,521	20,815
变动(%)	14	9	29	24	19
净利润(人民币 百万)	344	384	492	647	779
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.252	1.646	1.983
变动(%)	24.5	(5.8)	39.9	31.5	20.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.214	1.507	1.843
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.237	1.638	1.982
调整幅度(%)	-	-	1.2	0.5	0.1
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.252	1.646	1.983
变动(%)	24.5	(5.8)	39.9	31.5	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	41.9	44.5	31.8	24.2	20.1
核心市盈率(倍)	41.9	44.5	31.8	24.2	20.1
每股现金流量(人民币)	2.34	2.59	3.69	4.29	4.93
价格/每股现金流量(倍)	17.0	15.4	10.8	9.3	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	18.0	12.6	9.7	7.3
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.250	0.411	0.496
股息率(%)	0.5	0.6	0.6	1.0	1.2

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

## 业绩高于市场预期

总体来说公司 2010 年上半年同店销售收入增长 18%，一季度和二季度同店增速大体相当。零售业务毛利率较 09 年同期低 1 个百分点，为 16.6%，主要原因我们认为是：其一，公司下属门店打折促销力度加大，譬如北京百货大楼 3 月份进入装修前做的大促；其二，黄金饰品等低毛利率商品销售比重较去年同期有所上升从而拉低总体毛利率；最后是因为去年新开门店(主要集中于 09 上半年末和下半年开业)在 09 上半年销售占比较小，而今年上半年销售占比上升，而新门店的毛利率又较老门店为低所导致。我们预测随着新开门店和次新店今年销售比重有所上升，今年总体毛利率会受到一定程度拖累。同时我们推断在销售收入同店增长 18%同时，剔除新门店以外的成熟门店销售利润也实现了超过 40%的增速。

图表 2. 母公司 2010 年中期业绩同比数据

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动 (%)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 (%)
营业收入	383.8	526.9	37.3	725.7	940.8	29.6
营业成本	(298.1)	(419.7)	40.8	(544.4)	(740.8)	36.1
营业税金及附加	(3.8)	(5.6)	47.4	(8.4)	(10.2)	21.1
销售费用	(36.2)	(40.9)	13.0	(97.0)	(110.3)	13.7
管理费用	(46.1)	(59.7)	29.5	(68.1)	(74.0)	8.7
财务费用	(5.9)	(9.1)	54.2	(9.9)	(9.0)	-9.2
税前营业利润额	(6.3)	(8.1)	28.6	(2.0)	(3.3)	66.3
毛利率	22.3	20.3		25.0	21.3	
经营利润率(%)	(0.10)	0.19		1.08	0.60	

资料来源：公司数据

图表 3. 中期业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	09 年下半年	10 年上半年	同比变动%	环比变动%
主营业务收入	5,095	5,707	6,547	29	15
税金及附加	(48)	(73)	(61)	27	(17)
净营业收入	5,047	5,633	6,486	29	15
其他业务净利润	141	77	164	16	114
主营业务成本	(4,199)	(4,748)	(5,461)	30	15
毛利润	989	962	1,189	20	24
营业费用	(689)	(707)	(769)	12	9
营业利润	300	256	420	40	64
非经常性项目	37	3	4	(88)	30
应占联营公司业绩	(2)	(2)	(5)	113	167
净财务费用	(37)	(31)	(45)	23	44
税前利润	298	226	374	26	66
所得税	(64)	(39)	(92)	43	135
税后利润	233	186	282	21	51
少数股东损益	(26)	(10)	(38)	49	288
股东可分配利润	208	177	244	17	38
经常性净利润	170	173	239	40	38
每股收益(人民币)	0.434	0.441	0.609	40	38
盈利能力(%)					
毛利率	19.4	16.9	18.2		
营业利润率	5.9	4.5	6.4		
税前利润率	5.8	4.0	5.7		
净利润率	3.3	3.0	3.7		

资料来源：公司数据

## 分门店各有千秋，太原店运行良好

北京区域门店 2010 年上半年销售增长超出预期。百货大楼在老楼 2-4 楼停业装修情况下同店增速仍然接近 28%，双安约为 7%，东安和长安分别接近 10%。老大楼停业装修部分将于 9 月 10 日开业，而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。我们从报表“在建工程”可以看到，双安后院停车场扩建工程仍然在进行中，导致后院停车场压缩一半左右，也对该店销售形成压制。双安商场在 07 年 8 月收购的土地房产除了扩建停车场外，其高达 26 米的停车楼项目还将增加一部分经营面积，引进一些国际一线品牌，以实现国际一线、二线品牌占商场总体经营面积 45% 的目标。

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。今年上半年同店增长仍然接近 20%，如此成熟的门店能够保持高增速体现了该店极强的市场控制力和经营团队的管理能力。我们预计如果不出意外今年该店销售实现 30 亿元以上已成定局。

广州店作为最早的外埠门店，已经达到销售瓶颈，广州店今年上半年同店增长接近 10%。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。

洛阳王府井受到主体区域扩容装修影响，今年上半年同店增长接近 8% 左右。前期由于所租物业结构与体量受限，洛阳店经营面积只能维持在 29,000 平方米左右，纵不可加高，横已他用。从 2009 年 10 月开始，历经六个月的时间，4 月 22 日洛阳王府井扩租增容后的 C 区开业，门店通过扩租 C 区，贯通 A、B、C 三区，还原物业整体及原本设计理念，形成 A、C 两个主题百货区域，并由 B 区时尚品牌长廊贯穿的小型购物中心概念，经营面积达到 34,922 平方米。洛阳店 A 区与 B 区也正在紧锣密鼓的进行配套改造，预计 8 月初洛阳店整体新形象将完全亮相。门店通过扩容调整，增加经营面积提升市场定位，巩固强势品类，强化弱势品类，商装调整后的洛阳店，格局更加合理，品牌更具实力。

包头王府井百货昆区店(1 店)和青山店(2 店)今年上半年同店增长分别为 20% 和 30% 左右。随着包头钢铁大街地下人防工程收尾完工，影响包头 1 店的负面因素逐步消除。包头最主要商圈环境的改善对于包头 1 店未来发展也非常有利。2010 年 1-5 月份，包头青山店实现销售收入 1.5 亿元，同比去年同期增加 3,759.54 万元。

长沙店今年上半年同店增长 10%左右，但是我们预期随着五一广场地铁封闭施工导致的交通不便将对整个五一商圈的商家都会造成影响，估计王府井销售会在未来一段时间降低 10%-20%左右。我们最近走访长沙五一商圈，发现自 7 月 10 日起，长沙五一大道黄兴路口等 5 个路段正式实施交通限制，五一广场立交桥拆除工程正在进行中，五一广场地铁站施工对其周边道路交通影响较大。但是值得庆幸的是，道路封堵对平和堂/新世界百货影响最大，而王府井相对较小。正是基于因应周边环境的不利影响考虑，8 月 2 日始王府井长沙店四楼所有女装品牌开始有序的撤场，这也拉开了此次王府井百货长沙店女装大调的序幕。此次女装调整由原青春时尚定位逐步转向精品时尚的市场定位。将原二楼青春女装调整至四楼，四楼成熟装及羊绒羊毛压缩进至三楼，进一步引进新的国际二线品牌进驻二楼，如 CK jeans、GUESS、Miss Sixty 等，提升品牌含量，增强对消费者的吸引力的同时，努力探索中岛区布局及柜位设计，将部分原边柜挪入中岛，强化和丰富品类概念，减少商品重复较多的低坪效品牌。此次女装区大规模的装修调整涉及三个楼层，新进品牌 36 家，挪动柜位 80 家，淘汰低坪效的品牌 24 家，这也是自开业 5 年以来最大规模的一次装修调整。本次调整也重新规划了主通道动线，从品牌布局、价格带等方面，较调整前更为合理，整个调整自具体规划到装修完工将持续 3 个月，于 11 月初全新亮相。此次装修调整期望能满足更多不同层次消费群体的需求，进一步提升商场自身的优势。

重庆王府井解放碑店上半年销售增长 6%左右，没有明显起色；而沙坪坝店延续了较高增速的良好趋势，增长 20%左右。我们预期今年沙坪坝店有望销售收入超过解放碑店。

西宁王府井今年上半年实现同店增长 15%，净利润 1,880 万元。依托于西宁王府井在当地市场取得的良好业绩，王府井百货在当地得到了普遍认可。为了弥补西宁 1 号店物业体量的不足，打破由于物业体量不足而造成的西宁王府井未来进一步提升拓宽市场空间的瓶颈制约，从而进一步巩固集团在西宁市乃至西北区域的市场地位，7 月 19 日，公司正式签约西宁市“省政协综合楼商业项目”。该项目位于青海省西宁市城西区南北主干道新宁路与西宁市传统商业街，即：东西主干道五四大街交叉口，紧邻西宁市新宁广场地段，项目商业总面积约 3.6 万平方米。西宁 2 号店的成功签约，进一步贯彻了公司“同城多店发展”的战略，为在西宁市场形成更强有力的竞争优势提供了有力保障。西宁 2 店预计于 2012 年开业。

武汉店上半年销售依然与去年同期持平,预计于 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,今年上半年同店增长 20%,预计 2011 年盈亏平衡。呼和浩特店增长缓慢,仍然维持单位数同店增长。

太原店运行良好,随着高端品牌的逐步开业,整体销售规模快速提升,其精品百货的领先地位得到了当地高端消费者的认可。截至上半年实现含税销售收入 3.5 亿元,目前已经是太原市场经营最好的门店,日均流水 200 万元左右。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 年上半年兰州店和昆明店均实现含税销售超过亿元,我们预计兰州店全年销售 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。

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。

## 展店提速

2010 年下半年计划新开门店 4 家,按照开业先后顺序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)、株洲店和鄂尔多斯店。根据项目规划,百货大楼南馆 9 月 10 日开业,大兴店和大钟寺店 9 月 15 日左右开业,株洲店也将于 10 月左右开业,鄂尔多斯王府井预计年底开业。

2011 年计划新开成都 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)和广州 2 店。

公司已经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。河北唐山和西宁 2 号店项目作为今年签约的 2 个新的发展项目,计划 2012 年开业。

2010 年新开门店内部计划亏损 6,000 万元。

## 坚持同区域多店，同城加密的全国布局战略

全国布局战略上仍然坚守一以贯之的稳健风格，选择增长潜力较大、竞争环境缓和的中西部区域和二线城市，仍然以同区域多店、同城加密主要策略，目的是实现自身多点强势区域规模效应，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。

## 未来加大自有物业比例,可能会启动再融资

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。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，可能公司会在适当时机选择再融资。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。

## 期待合理价格增资成都王府井百货有限公司

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。计划通过增资扩股方式进一步摊薄对方股权，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%。

## 重新调整盈利预测，提高目标价格

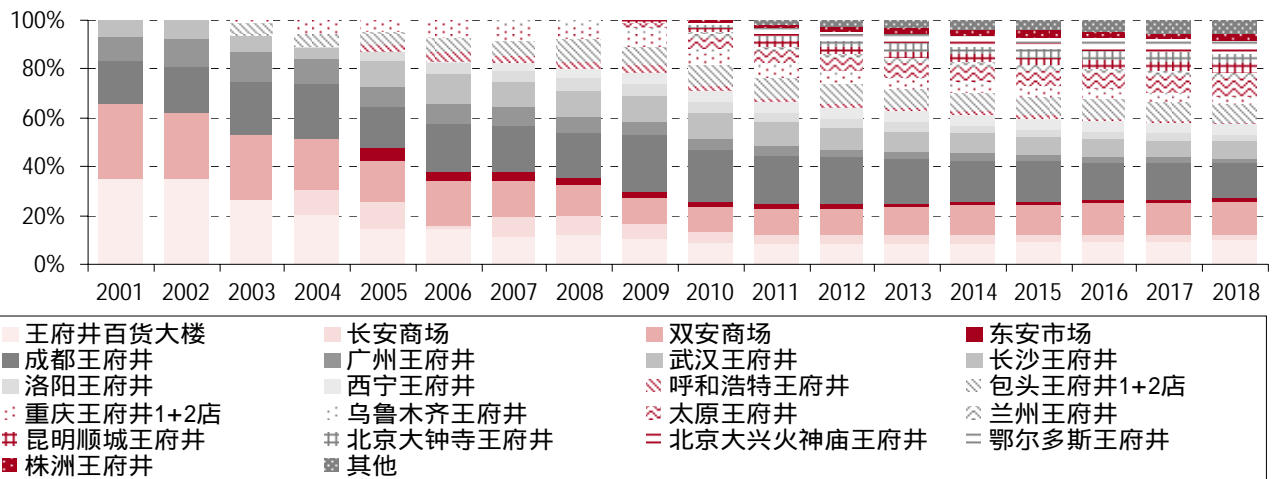
王府井今年上半年报业绩大幅超出市场预期，也印证了我们前期判断。但是下半年由于去年基数较高原因，销售增速会放缓。

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2,500万元左右，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收益=1.25元；如果其他门店增长25%则是每股收益=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，如此计算则每股收益=1.33-1.35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质素来看，我们仍然坚持对公司**买入**的投资评级。

我们小幅上调了 2010-2012 年公司盈利预测，分别为 1.25、1.65 和 1.98 元，按照目前行业估值，我们将目标价提升至 45.00 元/股。相当于 2010 年增持成都王府井股权后 1.35 元/股的 33 倍市盈率。

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	14,085	17,521	20,815
销售成本	(8,175)	(8,947)	(11,575)	(14,333)	(17,040)
运营费用	(856)	(1,129)	(1,445)	(1,919)	(2,287)
息税折旧前利润	977	822	1,064	1,270	1,488
折旧与摊销	(378)	(267)	(271)	(281)	(296)
营业利润(息税前利润)	600	555	793	989	1,192
净利息收入/(费用)	(39)	(68)	(85)	(71)	(95)
其它盈利/(亏损)	(50)	37	(5)	(6)	(5)
税前利润	510	523	704	912	1,092
所得税	(138)	(104)	(176)	(228)	(273)
少数股东损益	(28)	(35)	(36)	(38)	(40)
净利润	344	384	492	647	779
核心净利润	373	352	492	647	779
每股收益(人民币)	0.875	0.978	1.252	1.646	1.983
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.252	1.646	1.983
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.250	0.411	0.496
收入增长(%)	14	9	29	24	19
息税前利润增长(%)	12	(7)	43	25	21
息税折旧前利润增长(%)	44	(16)	29	19	17
每股收益增长(%)	29	12	28	31	21
核心每股收益增长(%)	25	(6)	40	31	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	3,201	3,600	5,375
应收帐款	294	281	245	390	432
库存	286	305	363	468	545
其它流动资产	62	97	128	159	189
流动资产合计	1,765	2,542	3,937	4,617	6,541
固定资产	2,580	2,497	2,374	2,503	2,518
无形资产	1,136	1,137	1,148	1,159	1,170
其它长期资产	706	1,237	910	951	913
长期资产合计	4,422	4,871	4,433	4,613	4,602
总资产	6,187	7,413	8,370	9,230	11,143
应付账款	2,756	3,158	3,871	4,881	5,863
短期债	790	70	0	10	20
其它流动负债	416	403	421	370	370
流动负债合计	3,962	3,631	4,292	5,261	6,253
长期债	85	838	772	110	413
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	2,759	3,275	3,854
股东权益	2,052	2,831	3,152	3,668	4,247
少数股东权益	87	114	153	191	231
负债权益总计	6,187	7,413	8,370	9,230	11,142
每股账面价值(人民币)	5.22	7.20	8.02	9.33	10.81
每股有形资产(人民币)	2.33	4.31	5.10	6.38	7.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(2.42)	(6.18)	(8.86)	(12.58)

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	704	912	1,092
折旧与摊销	378	267	271	281	296
净利息费用	39	68	85	71	95
营运资本变动	292	408	688	759	863
税金支付	(138)	(104)	(176)	(228)	(273)
其它经营现金流	(161)	(145)	(120)	(108)	(135)
经营活动产生的现金流	920	1,019	1,451	1,687	1,939
购建固定资产净额	(2,665)	(196)	(56)	(340)	(240)
投资减少/(增加)	2,228	(373)	324	(76)	0
其它投资现金流	(1,024)	0	(166)	(71)	5
投资活动产生的现金流	(1,460)	(569)	103	(487)	(235)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	308	20	(118)	(703)	313
支付股息	(71)	(71)	(94)	(98)	(162)
其它筹资现金流	(191)	349	0	0	(79)
筹资活动产生的现金流	46	298	(212)	(802)	72
现金余额变动	(494)	747	1,342	399	1,776
年初现金	1,607	1,112	1,860	3,201	3,600
公司自由现金流	(519)	461	1,565	1,212	1,716
股权自由现金流	(272)	401	1,351	426	1,921

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	7.6	7.2	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	5.2
净利率	3.4	3.5	3.5	3.7	3.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.4	0.7	0.9	0.9	1.0
利息覆盖倍数	10.0	7.0	8.3	12.0	11.1
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	0.8	0.8	1.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	45.5	40.7	31.8	24.2	20.1
核心业务市盈率	41.9	44.5	31.8	24.2	20.1
目标价对应核心业务市盈率	47.4	50.3	35.9	27.3	22.7
市净率	7.6	5.5	5.0	4.3	3.7
价格/现金流	17.0	15.4	10.8	9.3	8.1
企业价值/息税折旧前利润	15.9	18.0	12.6	9.7	7.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	12.9	12.0	10.5	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	91.1	91.2	94.2
<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	16.4	19.0	19.7
资产收益率	6.9	6.5	7.5	8.4	8.8
已运用资本收益率	18.3	16.5	20.3	24.8	27.1

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 2010 年 8 月 18 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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 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