2010 年 11 月 25 日

欧亚集团

资产富裕，扩张有序

买入

A

600697.SS – 人民币 27.50

目标价格: 人民币 31.50

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

Yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110252

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

在目前 A 股百货经营企业中，欧亚集团是唯一一家走出强势区域实现跨省区连锁经营，并且拥有全部百货门店物业的公司。从省会长春到六个地市级城市的门店网络，在吉林省内连锁百货战略布局已经完成。首次评级*买入*，目标价格 31.50 元。

支撑评级的要点

- 欧亚集团在省会长春市区布局六家门店，覆盖中高档时尚百货、超大体量购物中心、奥特莱斯品牌折扣和社区百货，形成绝对区域控制力。以车百为平台的连锁超市加速发展将进一步提升市场份额。
- 我们预计，2011-2012 年，主力门店商都和卖场将再次迎来后续开发。商都四期和欧亚购物中心项目合计体量相当于再造一个新商都，公司在红旗商圈的优势地位得到进一步巩固。
- 公司战略性选择省内二三线市场城市新区进驻，通过开设大体量门店达到强势占领市场的目的。即使在长春以外市场，欧亚百货门店培育期仅为 12-18 个月。良好的开店成功率反映了公司经营团队对布点区域选择判断、对扩张时机的掌控以及通过精耕细作打造商圈的能力。

评级面临的主要风险

- 保守的财务政策下期间费用可能超出我们预期。

估值

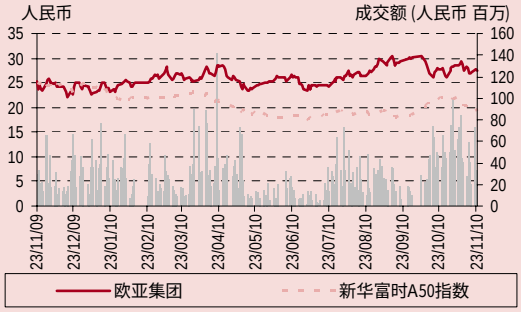
- 我们预计 2010-2012 年公司经常性净利润年均复合增长率为 31%。公司 2010-2012 年市盈率较行业折价 7%-9%，估值具有吸引力。基于行业平均 30 倍 2011 年市盈率，我们将目标价格设为 31.50 元。首次评级 ***买入***。

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)	3,421	3,914	4,848	5,897	7,166
变动 (%)	*30*	*14*	*24*	*22*	*22*
净利润 (人民币 百万)	106	111	126	167	217
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.663	0.689	0.794	1.050	1.367
变动 (%)	*37.1*	*4.0*	*15.2*	*32.2*	*30.1*
核心每股收益 (人民币)	0.663	0.689	0.794	1.050	1.367
变动 (%)	*37.1*	*4.0*	*15.2*	*32.2*	*30.1*
全面摊薄市盈率 (倍)	41.5	39.9	34.6	26.2	20.1
核心市盈率 (倍)	41.5	39.9	34.6	26.2	20.1
每股现金流量 (人民币)	2.97	3.94	3.05	4.26	4.99
价格/每股现金流量 (倍)	9.3	7.0	9.0	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	20.5	17.9	12.4	10.5
每股股息 (人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
股息率 (%)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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(%)	12	(1)	4	9
相对新华富时 A50 指数 (%)	35	10	3	33

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	159
流通股 (%)	98
流通股市值 (人民币 百万)	4,263
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	36
净负债比率 (%)	22
主要股东(%)	
长春汽车城商业总公司	23

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 <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

目录

投资概要和估值.....3

省内连锁百货战略布局已经完成.....6

旗舰店商都与卖场后续开发.....10

盈利预测和假设.....17

附录一、区域经济.....21

研究报告中所提及的有关上市公司.....24

投资概要和估值

吉林省百货市场领导者

我们估算省内份额17%

欧亚集团旗下拥有 13 家百货门店，其中长春市六家，省内二三线城市六家，省外沈阳市一家。公司以超前的思路进入省内二三线市场，战略性选择城市新区进驻，通过开设大体量门店达到强势占领市场的目的。从省会长春到六个地市级城市的门店网络，在吉林省内连锁百货战略布局已经完成。根据吉林省商务厅统计数据，我们推算 2010 年前九个月欧亚集团占省内限额以上批零企业份额为 17%。

坚持自有物业低成本扩张

开发成本有效控制下的重资产模式

在目前 A 股百货经营企业中，欧亚集团是唯一一家走出强势区域实现跨省区连锁扩张，并且拥有全部百货门店物业的公司。我们认为这主要得益于：（1）“欧亚”品牌良好的美誉度和市场影响力；（2）公司管理层对布点区域选择判断、对扩张时机的掌控以及通过精耕细作打造商圈的能力；（3）对当地消费者偏好的良好把握。

对百货经营企业而言，自有物业的发展模式能够在最大程度上实现物业结构和配套设计为商业经营服务，有助于在较长时期内保持运营成本和经营稳定，同时公司可以根据市场情况将一定面积转租，从而降低运营成本。截至 2010 年 10 月，公司自有物业权益建筑面积达 90 万平米，门店平均经营时间为 6.2 年，对应公司总市值仅为 44 亿元。大体量自有物业为股价提供一定安全边际。

保守的财务政策给业绩带来较大弹性

主力门店后续开发在 2012 年将会告一段落

2000 年从欧亚卖场一期开业之后，卖场和商都两家门店的扩建、改造和装修工程一直持续进行。同时公司财务政策一贯保守谨慎，对期间费用计提充分。我们认为这是近五年来公司净利润增速落后于收入增速的重要原因。2011 年，欧亚卖场第二阶段开发以及欧亚商都四期建设即将启动。我们认为随着欧亚购物中心开业和卖场四期停车场建设完成，这两家主力门店后续开发在 2012 年将会告一段落。因此，我们判断 2013 年开始公司业绩的潜力将逐步释放。

三家亏损店明年将打平

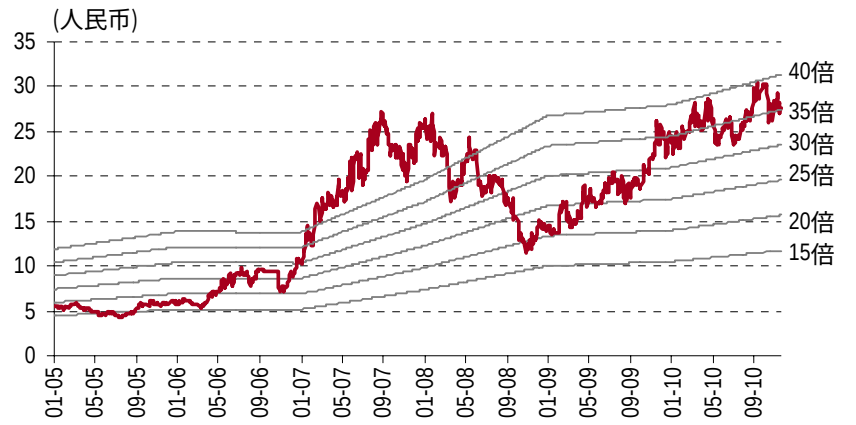
亏损门店拖累非常有限，辽源和梅河口均为商业和住宅综合体开发

在连锁百货拓展方面，欧亚保持良好的开店成功率。省内百货门店培育期仅为 12-18 个月。今年上半年，2009 年 4 月开业的春城店已经盈利。2010 年主要产生亏损的门店为沈阳联营店、白城店和吉林店，我们预计这三家门店全年合计亏损约 1,100 万元。考虑到白城和吉林店营业收入保持较快增长，联营店三期写字楼今年四季度装修完成后将产生租金贡献，我们预计这三家门店 2011 年很可能打平甚至盈利。今年下半年新开两家百货门店——辽源店和梅河口店明年将产生一定亏损，但值得注意的是，这两个项目均为商业和住宅综合体，住宅部分销售将分摊开发成本并带来一次性贡献。我们目前盈利预测中尚未考虑住宅开发带来的业绩贡献。

估值和评级

从成长性角度分析，我们预计 2010-2012 年公司经常性净利润年均复合增长率为 31%，与行业平均水平一致。但是公司 2010-2012 年市盈率较行业折价 7%-9%。欧亚集团 12 个月远期市盈率为 34 倍，较 2008 年以来平均水平折价 21%。估值具有吸引力。基于行业平均 30 倍 2011 年市盈率，我们将目标价格设为 31.50 元。首次评级***买入***。

图表 2.12 个月远期市盈率区间



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.同业估值

代码	公司	总市值 (人民币 百万)	每股收益（人民币） 2010E	2011E	2012E	市盈率（倍） 2010E	2011E	2012E	每股收益复合增长率(%)10-12E	市销率（倍）
600859.SS	王府井	19,366	1.25	1.65	1.98	37	28	23	26	1.4
600693.SS	东百集团	4,551	0.32	0.46	0.61	42	29	22	38	2.5
600828.SS	成商集团	7,544	0.40	0.69	0.99	52	30	21	57	4.5
600327.SS	大厦股份	6,761	0.42	0.52	0.61	31	25	21	20	1.1
000417.SZ	合肥百货	10,017	0.52	0.64	0.79	40	33	26	24	1.4
600858.SS	银座股份	8,223	0.52	0.65	0.82	55	44	35	26	1.0
000987.SZ	广州友谊	10,356	0.91	1.19	1.52	32	24	19	29	2.9
600694.SS	大商股份	16,040	0.73	1.38	1.69	75	40	32	52	0.7
600729.SS	重庆百货	10,459	1.38	1.75	2.25	37	29	23	27	0.5
600785.SS	新华百货	6,700	1.13	1.39	1.73	28	23	19	23	1.7
002419.SZ	天虹商场	19,205	1.20	1.59	2.05	40	30	23	31	1.9
	行业加权平均					43	30	24	32	1.7
	行业加权平均*					37	28	22	31	1.9
600697.SS	**欧亚集团**	4,431	0.79	1.05	1.37	35	26	20	31	0.9

**剔除大商股份和银座股份*
资料来源：万得资讯，中银国际研究预测

风险因素

1）在购物中心和高档百货领域，公司将面临万达广场和长春卓展的有力竞争。

2）首次涉足大体量现代购物中心业态对招商和经营提出挑战。

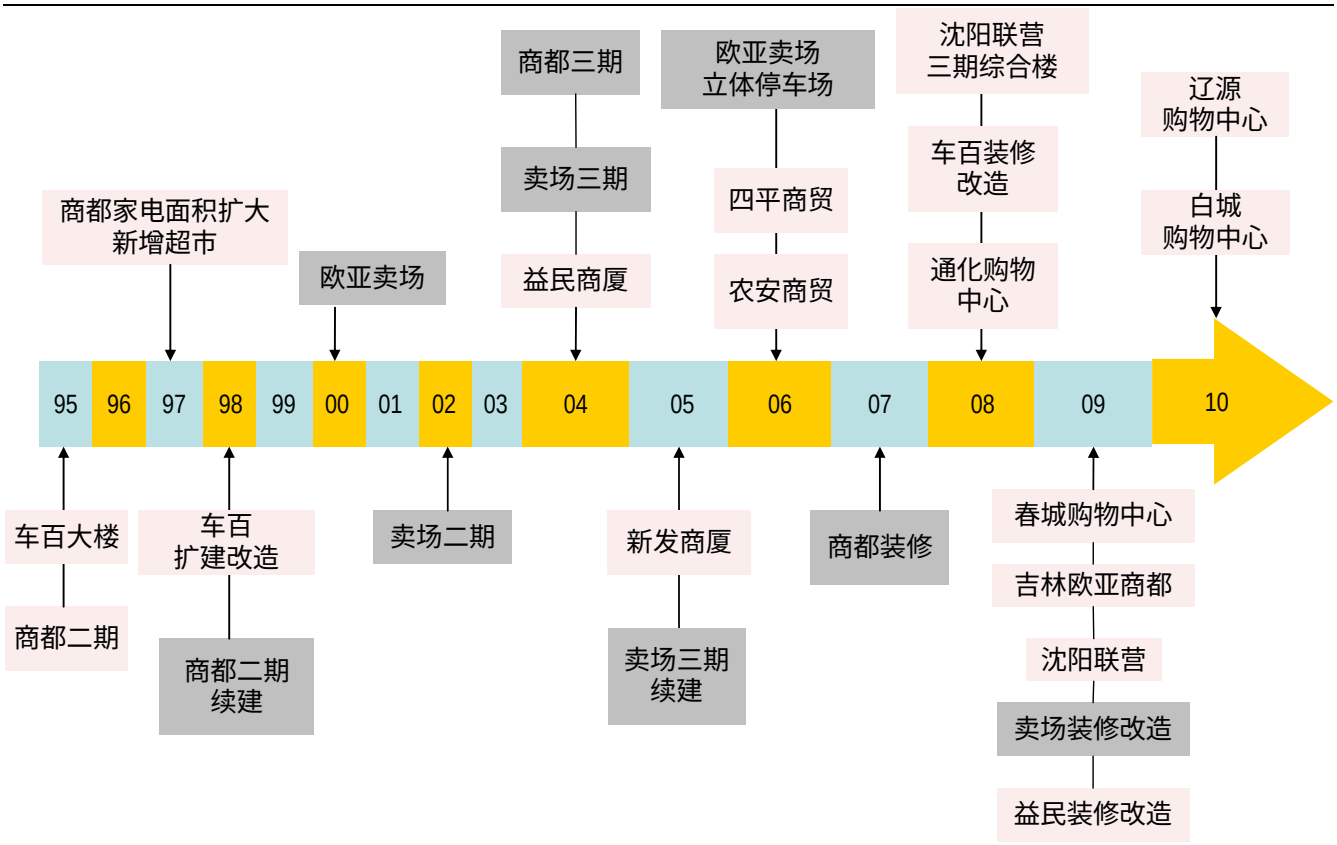
3）伴随明后年两大主力门店扩店和后期开发，公司将持续进行资本开支投入，保守的财务政策下期间费用可能超出我们预期。

省内连锁百货战略布局已经完成

扩张路径图

欧亚集团从汽车城百货（车百）这一社区百货起步，坚持以自有物业实现连锁网络低成本扩张，形成以百货为主、兼营家电和超市的业态组合。旗下拥有 13 家百货门店且全部为自有物业，其中长春市六家，省内二三线城市六家，省外沈阳市一家。公司以超前的思路进入省内二三线市场，战略性选择城市新区进驻，通过开设大体量门店达到强势占领市场的目的。从省会长春到六个地市级城市的门店网络，在吉林省内连锁百货战略布局已经完成。

图表 4. 欧亚集团扩张步伐和重点门店改造进程



资料来源：中银国际研究

公司旗下百货门店全部为自有物业，其中绝大部分为自建门店，另有四家门店是通过购买物业或收购后改扩建获得。截至 2010 年 10 月，公司自有物业权益建筑面积达 90 万平米，平均门店经营时间为 6.2 年。

六店统领长春市场

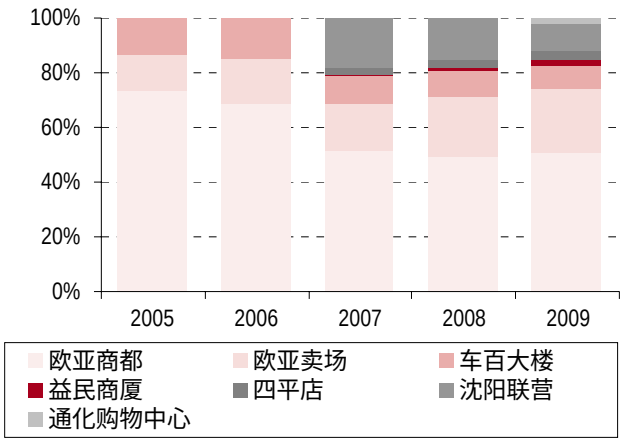
在省会长春市区欧亚现有六家百货门店，分别布局在红旗路商圈（欧亚商都）、重庆路商圈（欧亚新发和欧亚益民）、西部绿园区（欧亚春城）、西南部一汽厂区（欧亚车百）和南部高新技术区（欧亚卖场）。六家门店覆盖中高档时尚百货、超大体量购物中心、奥特莱斯品牌折扣和社区百货，在长春市形成绝对控制力。从百货业态营业收入贡献来看，2009 年以来长春市六家门店占比为 85%，其中欧亚卖场和欧亚商都两家门店合计贡献达到 67%，是公司收入和利润最主要来源。

图表 5.百货门店列表

	门店	权益比例	物业	开业/并购时间	建筑面积（平米）	位置/简介
长春市						
1	车百大楼	100%	自有	1984-11-1	30,000	社区百货，位于一汽厂区内。08 年装修改造投入近 1,400 万
2	欧亚商都	100%	自有	1994-4-15	170,000	百货旗舰店，长春南部红旗街商圈。现有门店由三期项目组成，2007 和 08 年共投入 3,157 万装修改造
3	欧亚卖场	39.66%	自有	2000-12-16	520,000	超大体量的购物中心，其中一半面积用于转租
4	益民商厦	100%	自有	2004-10-1	30,000	市区东部南关地区大马路商圈，04 年在鞋业厂房基础上改建，09 年年底扩建改造为奥特莱斯折扣店
5	新发商厦	100%	自有	2005-1-15	50,000	欧亚卖场子公司，2004 年收购长春二百后设立，重庆路商圈，紧邻省政府。中档流行百货
6	春城购物中心	100%	自有	2009-4-30	40,000	绿园区最大的购物中心，2010 年上半年已经盈利
外埠						
1	四平商贸	100%	自有	2006-9-29	45,000	四平老城河东区三马路商业步行街，次年打平
2	农安商贸	100%	自有	2006-11-13	13,000	吉林城区南部新兴商贸区
3	通化购物中心	100%	自有	2008-1-27	64,000	通化江南新区
4	吉林市欧亚商都	100%	自有	2009-9-1	20,150	吉林世纪广场西侧
5	沈阳联营	100%	自有	2009-9-29	60,000	沈阳联营公司成立于 1952 年。自 09 年 6 月 25 日起停业重装，9 月重新开业
6	白城购物中心	100%	自有	2010-2-1	45,000	白城市经济开发区
7	辽源购物中心	100%	自有	2010-10-29	60,000	辽源经济开发区的中心位置，市内规模最大的现代百货店

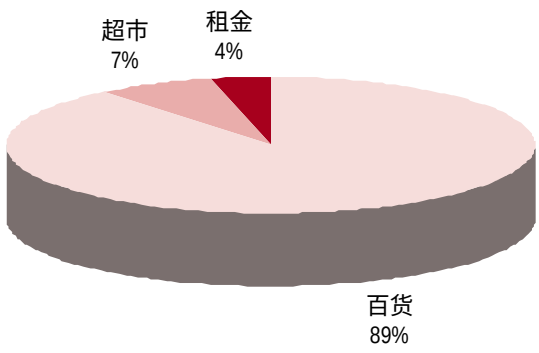
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 欧亚集团主要百货门店收入贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 2009 年收入拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

前瞻性战略布局地市级城市

渠道下沉将有效阻止竞争者进入

2006 年开始公司走出长春，在四平市开设首家外埠门店四平欧亚商都，开始布局省内二三线城市。欧亚旗下连锁百货网络已经覆盖省内六个地市级城市[1]（四平、农安、通化、吉林、白城、辽源），并且通过收购进入辽宁沈阳。从四平到辽源，这五家省内门店平均面积达到 4.9 万平米。若不包括一家收购物业（吉林店），四家公司自建门店平均面积为 5.3 万平米。我们认为公司在地市级城市扩张路径具有以下特点：

1）坚持自有物业低成本扩张模式。在条件合适的情况下，通过商业住宅综合体项目，分期开发，降低投资成本；

2）借力于城市化进程加快带来的新区开发机会，公司选择城市新区、开发区核心区域进驻；

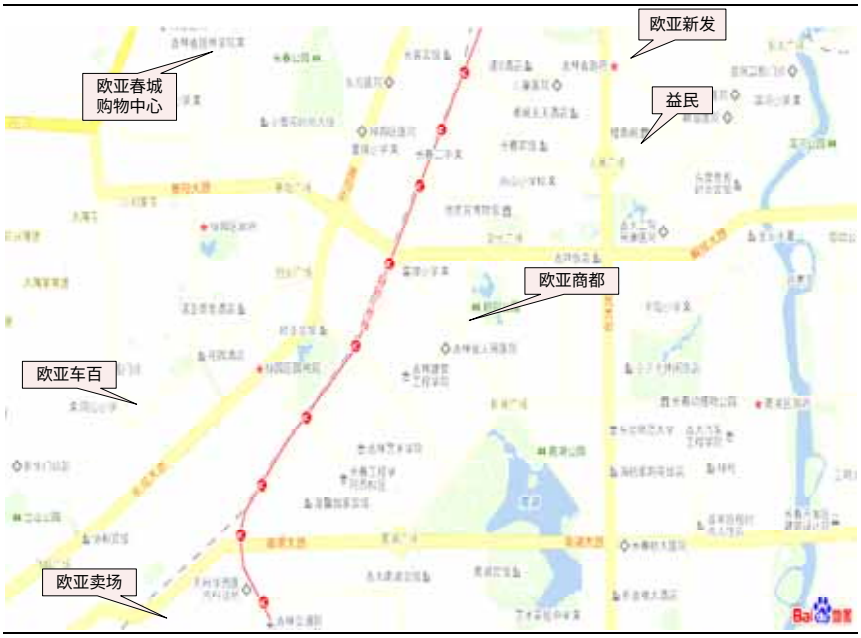
3）以大体量百货门店强势进入，快速实现区域控制力。

由于外埠门店经济发展水平滞后且市场容量较小，一旦形成先发优势，竞争对手将难以撼动。省内二三线城市的网络扩张在巩固省内领先地位的同时，保障了公司未来成长空间。尽管这些门店多处于城市新区非成熟商圈，但是得益于其品牌影响力和对当地消费者偏好的把握，上述门店培育期在 12－18 个月，能够快速产生利润贡献。

[1]*备注：农安商贸位于长春市下辖农安县。由于该门店承担了“万村千乡工程”样板店和物流配送双重职能，我们将其从异地展店分析中暂时剔除。*

四平店 06 年 6 月开业，次年打平，2009 年实现盈利 1.8 亿元。通化店 08 年初开，2010 年前九个月已经盈利 593 万元。白城店和吉林店均为 2010 年开始合并报表。由于开办费一次性计入，我们预计这两家门店今年平均单店亏损在 200 万元左右。

图表 8.长春市门店位置图



资料来源：中银国际研究

图表 9.吉林省门店位置图

资料来源：中银国际研究

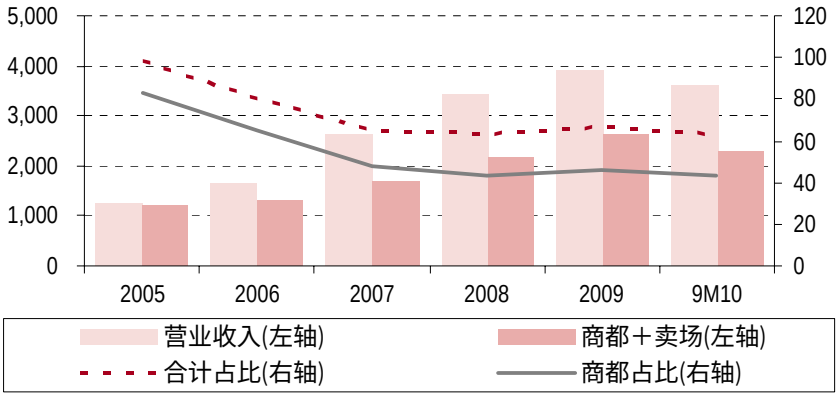
旗舰店商都与卖场后续开发

两大主力门店：商都和卖场

商都和卖场分别采用流行百货和购物中心业态

欧亚商都和欧亚卖场一期分别在 1994 和 2000 年底开业，是公司除车百社区店之外经营时间最长、体量最大的两家门店，也是目前销售和利润的最重要来源。2009 年欧亚商都和欧亚卖场合计对公司整体收入的贡献为 67%[2]。我们推算上述两家门店合计贡献 90%以上的经营利润。

图表 10. 2005-2010 年前三季度商都和卖场收入贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

欧亚商都定位大众流行百货

欧亚商都位于长春市红旗商圈核心位置，市区两条交通枢纽红旗街和工农大路交叉口。该门店毗邻巴黎春天百货、亚细亚商场和万达广场（红旗街店）。1994 年开业以来，公司利用 IPO 和配股两次募集资金进行了两次改扩建。现有物业总建筑面积 17 万平米，总经营面积 11.4 万平米，其中涵盖了公司自营百货和超市业态（经营面积 9 万平米）以及美食广场等用于转租的部分。隔廊在负一层和一层将商场划分为 A、B 座，二层以上整层全部连通。

[2] *备注：由于欧亚卖场并表新发商厦，上述收入和净利润贡献实际为商都、卖场和新发三家门店。2009 年新发商厦净利润约为 300 万元。*

图表 11.欧亚商都分期开发步骤

	开业时间	备注
一期	1994 年 4 月 15 日	工程面积 17,400 平米，总投资 5,500 万元
二期	1995 年	项目建设投资 8,500 万元，其中 IPO 融资 7,800 万。二期投入运营后总营业面积达到 7 万平米
三期	2004 年 3 月	与东润地产（有用项目土地使用权）合作开发。公司投资 1.26 亿元，
四期	预计 2011 年下半年	占地面积近 4,000 平米，规划建筑面积三万平米。建成后将与商都门店贯通一体统一管理
欧亚购物中心	预计 2012 年	2010 年公司以 3,910 万元购置土地 7,859 平方米。规划建筑面积 8 万平米，将引入多个国际一线品牌，打造中高端精品百货

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12.巴黎春天、长春卓展以及万达广场对比

			万达广场	
	巴黎春天	长春卓展	重庆路店	红旗街店
开业时间	2006 年 12 月 1 日	1999 年 9 月 25 日	2000 年	2010 年 10 月 29 日
面积（平米）	47,737	13.3 万（营业面积 7 万）	5.8 万	15.2 万
备注	青春时尚百货，2008 年营业收入 2.4 亿元	卓展集团首家门店，定位高档精品百货。顶级奢侈品牌近 20 个，独有品牌 300 多个；同时经营以进口商品为特色的卓展超市	以专卖店为主的购物中心，同时引入了沃尔玛、红星美凯龙家居广场，苏宁电器（长春首家门店）	万千百货、华润万家、上百家品牌专卖

资料来源：公司数据，中银国际研究

提档升级步伐加快

提档升级和品牌调整成效得以显现

欧亚商都定位为中档大众流行百货。凭借欧亚集团诚信经营和不断的品牌调整，商都在长春当地拥有稳定的顾客群和良好口碑。2004 年三期工程投入运营之后，门店进行了多次品牌提档升级，着力改进国际精品和化妆品等薄弱环节。“2008 年首届化妆品节”、“2009 年欧亚商都精品年”活动显示出公司在国际精品引进获得突破，Chanel、Dior、兰寇、雅诗兰黛、Makeupforever、宝姿、ZARA 入驻该店。根据网络信息，包括卡地亚、Anna Sui、欧舒丹等品牌也将在今明两年陆续开设专柜。2009 年欧亚商都服饰类销售超千万的品牌近 30 个。2007－09 年欧亚商都销售收入平均增速达到 20%，提档升级和品牌调整成效得以显现。

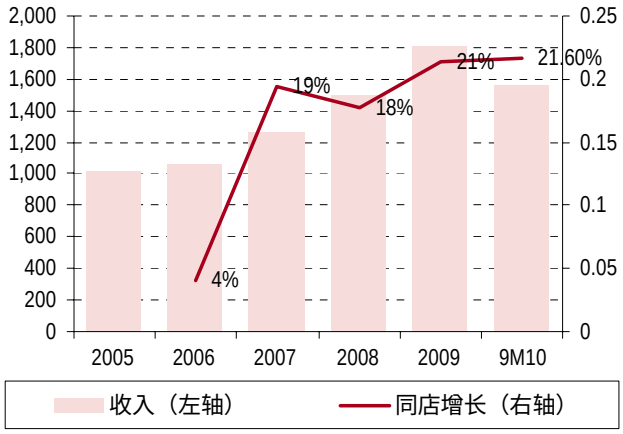
坪销仍有较大提升空间

商都坪销落后于长春卓展，也远远低于经济发达区域同业

2007 年以来欧亚商都销售收入保持在 20%左右的稳定增长，即使在实体经济下滑和金融危机的背景下，2008－09 年该门店同店增长仍达到了 19.6%。今年前九个月商都销售收入同比增速为 21.6%。从门店商品结构分析，电器和超市合计贡献欧亚商都四成销售收入。由于家电品类贡献大且部分国际品牌扣点较低，该门店综合毛利率偏低。我们估算欧亚商都综合毛利率在 15%左右。

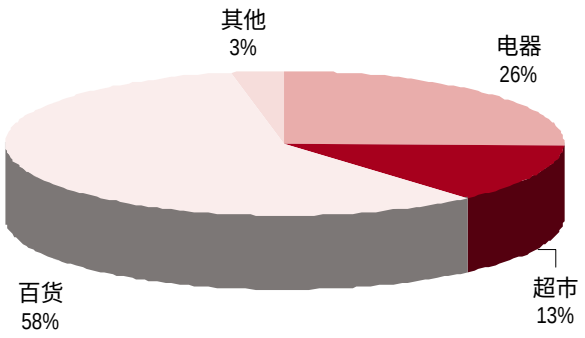
我们将欧亚商都与同样在红旗街商圈的巴黎春天店进行比较。两家门店定位接近，但是从经营时间、区域市场品牌认知度、体量和业态组合方面，欧亚商都均优于对手。2009 年两家门店的坪销均在 1.8 万元/平米，商都店仅较巴黎春天略高 3%。我们推算长春卓展 2009 年坪销约为 3.5 万元，较欧亚商都高出将近一倍。同时，商都坪销也远远落后于经济发达区域的连锁百货旗舰店。2009 年广州友谊、金鹰商贸和银泰百货旗舰店坪销分别达到 6.7 万、11.3 万和 5.9 万元。我们认为区域经济发展水平和消费能力导致中西部地区百货坪销明显落后；定位差异是商都坪销大大低于长春卓展的主要原因。

图表 13. 2005-2010 年商都收入



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14.欧亚商都商品组合



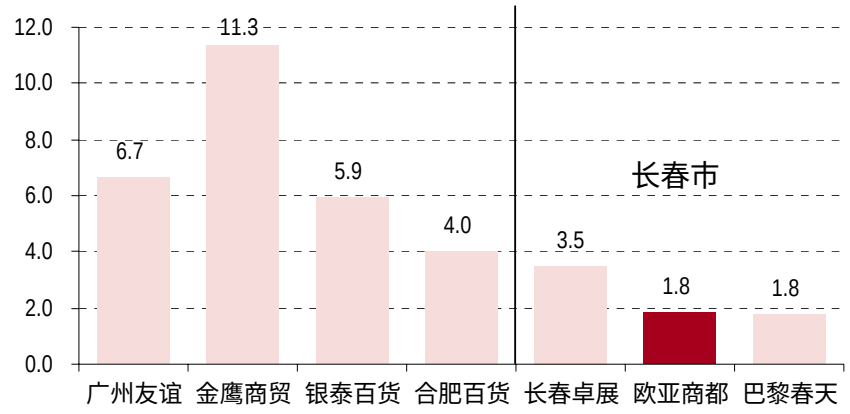
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15.商都与巴黎春天店对比

	欧亚商都	巴黎春天
开业时间	1994 年 4 月 15 日	2006 年 12 月 1 日
建筑面积(平米)	17 万	47,737
经营面积(平米)	113,800	28,642
物业性质	自有	租赁
覆盖业态	百货、家电、超市	百货和超市
2009 年销售收入(人民币 百万)	1,813	285
销售同比增速(%)	21.4	18.8
日均坪销(元/平米)	18,481	18,092

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 16.部分连锁百货旗舰店与长春三家百货坪销对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

四期扩建和购物中心将再造一个新商都

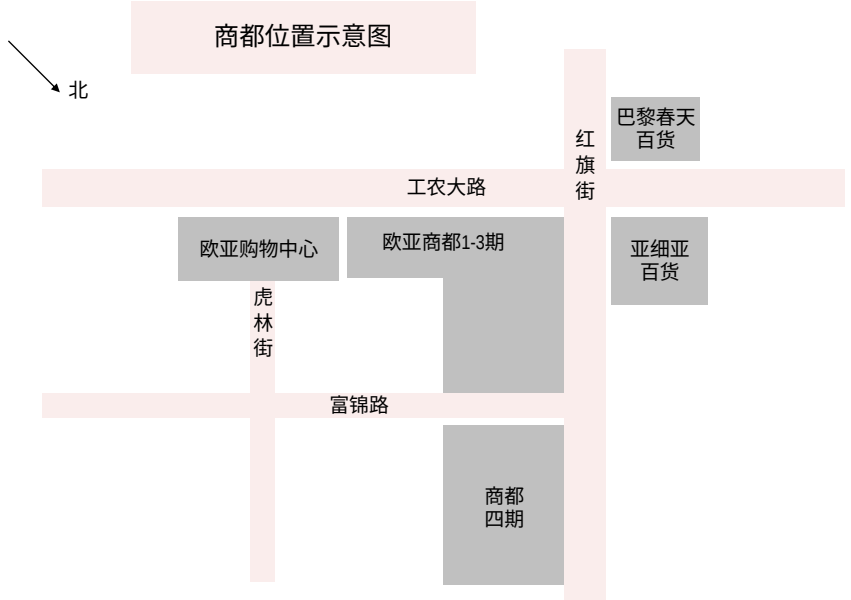
商都四期开发和购物中心将通过错位经营实现全客层覆盖

公司将在现有欧亚商都的基础上，分别沿红旗路和工农大路两侧建设商都四期工程以及欧亚购物中心项目。根据公司发展规划，商都四期和欧亚购物中心将分别于 2011 和 2012 年开业。这两个项目合计建筑面积约 11 万平米，相当于在现有欧亚商都基础上，面积再增加一倍。体量再次扩大将为欧亚商都品牌调整和经营挖潜创造难得机会。今年 10 月四期项目已经开工建设，工程占地面积近 4,000 平米，项目包括地下四层停车场以及地上十层商业，其中 2-6 层将跨富锦路与现有门店贯通。2010 年 9 月，公司投资 3,910 万元在虎林路一侧新购置土地 7,859 平方米。规划建设欧亚购物中心建筑面积 8-10 万平米，将引入多个国际一线品牌，打造中高端精品百货。

缺乏购物中心运营经验，万达广场一城两店带来竞争压力

欧亚商都与欧亚购物中心总体量将达到 30 万平米，成为超大型城市综合体。我们认为扩建项目将进一步巩固欧亚集团在红旗商圈领先地位，并通过购物中心精品百货、欧亚商都大众百货的错位经营，实现全客层覆盖。不过，在购物中心和高档百货领域，公司将面临万达广场和长春卓展的有力竞争。万达广场在长春市红旗街和重庆路商圈已经布局两家门店，此外全国连锁的经营网络下万达广场拥有丰富的购物中心运营经验。高档精品百货领域卓展当属业内翘楚。两者均已进入长春多年，拥有稳定的客户群，在品牌资源和招商能力方面欧亚集团或将面临一定压力。

图表 17.商都分区开发位置示意图



资料来源：中银国际研究

欧亚卖场：多业态和多元化服务功能的新生活城

欧亚卖场是在经济欠发达地区对大体量商业项目复合业态组合的尝试和探索

欧亚卖场位于市区西南部，南接长春高新技术开发区，东邻长春客运南站。目前总建筑面积 52 万平米，经营面积 37 万平米，其中转租部分 18.6 万平米。该门店采用自营和转租相结合的经营模式，集百货、超市、专业专卖以及批发市场等多业态的集合体，辅之以餐饮、休闲娱乐功能，成为类购物中心模式，是在经济欠发达地区对大体量商业项目复合业态组合的尝试和探索。

商业自营部分覆盖百货、超市和家电三种业态，2009 年自营实现销售收入 6.7 亿元，同比增长约 20%；其中一半的收入贡献来自家电。2009 年自营部分综合毛利率 24%。转租部分主要用于家具、建材类商品售卖。平均每平米租金 80 元，由此推算年租金收入约 1.5 亿元。

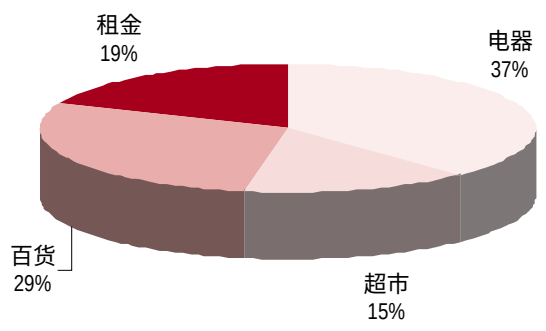
改造和后续开发影响了利润释放

保守的财务政策以及连续扩建改造不利于利润释放

2001 年一期工程开业以来，欧亚卖场经历了十年的后续开发、装修改造和业态组合的调整。2006 年年末三期项目全部竣工后，卖场商业经营部分面积已经达到 37 万平米。随着体量扩大，欧亚卖场收入和利润实现高速增长。2006-2009 年，卖场营业收入复合增长率达到 46%，净利润复合增长率为 157%。但是，装修改造和硬件升级投入拖累了近两年利润增长。2008 年以来卖场对公司净利润的贡献维持在 17-18%。2009 年公司又投资 1.06 亿元，对消防、空调、采暖和外立面进行全面改造。由于公司采取相对保守的财务政策，我们保守推算，装修和升级改造带来新增折旧和摊销费用至少 1,000 万元。

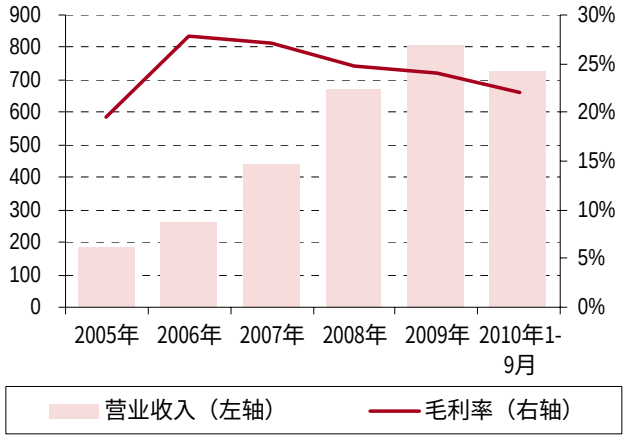
另外，在不断开发增加投入的过程中，公司在 2004 年和 2006 年对欧亚卖场进行了两次增资扩股。欧亚集团对卖场的持股比例也由 2003 年的 89.15%降至 39.66%。在 2005 年参与增资扩股的自然人股东中，尹长海现为四平欧亚的法人代表。2006 年长春亚商实业以现金 6,000 万元参与增资，持有卖场 20.68%股权，但是授权欧亚商都对卖场行使表决权。

图表 18.2009 年卖场收入拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19.2005-2010 年卖场收入和毛利率



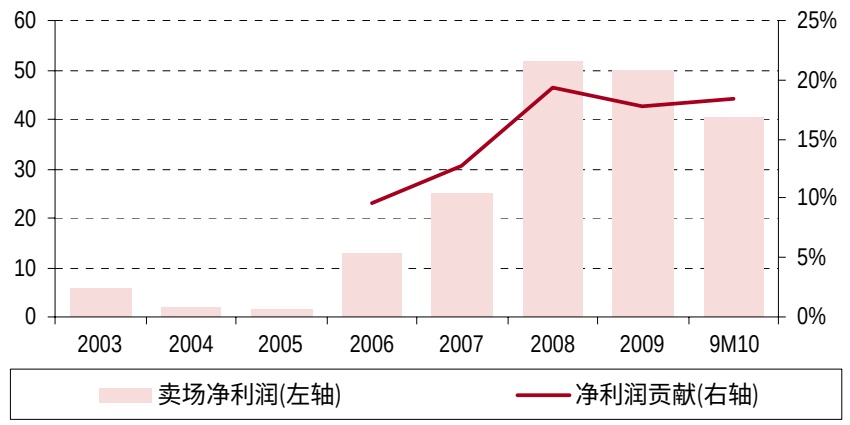
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 20.欧亚卖场大事记

时间	备注
2001 年 12 月 16 日	一期工程试营业，营业面积 3.6 万平米。公司持股 80%，其他股东包括前进仓储和自然人杨建兵
2001 年 12 月 8 日	二期工程部分开业，营业面积达到 17 万平米。总投资 5000 万元
2001 年 1 季度	二期工程全部投入使用
2004 年 8 月	三期工程部分开业
2004 年 12 月	出资 1.1 亿元从长春国资经营公司购置土地。05 年合资成立欧亚星河湾商厦（持股 50%）
2006 年 4 月	卖场进行增资扩股，公司持股降至 39.66%，实际表决权 60.34%
2006 年 7 月 22 日	东北首家耐克换季优惠店在长春欧亚卖场亮相，标志着奥特莱斯新业态走进欧亚卖场
2006 年年末	三期土建全部竣工，营业面积达到 43 万平米。三期总投资 4.4 亿元，全部自筹解决
2008 年 3 月 28 日	万达欧亚国际影城、球类健身馆基建工程完工，卖场面积扩大到 50 万平米
2009 年	投资 1.06 亿元，对消防、空调、采暖和外立面进行全面改造

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 21.卖场净利润和利润贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年卖场第二阶段开发启动

卖场建成部分仅为规划面积的一半

公司对欧亚卖场的长期规划是建成总面积 128 万平米的超大规模商业航母。在现有门店南面区域地块着手进行下一阶段开发，初步规划为：总建筑面积 56.5 万平米，其中总商业面积 28 万，康乐中心 1.45 万平米，酒店 3.6 万平米，中厅 2.4 万平米。大型停车场地上停车面积 10 万平米，地下 8 万平米。停车数量 4,500 辆。公司计划于 2011 年启动第二阶段开发，将 20 万平米停车场建设将率先动工。预计停车场部分总投资约 2 亿元，计划在 2011 年底前完工。

盈利预测和假设

现有门店收入预测

商都和卖场是判断公司未来业绩的重中之重。针对公司主力门店欧亚商都和欧亚卖场覆盖多业态的情况，我们将这两家门店分业态拆分进行预测。2007-2009 年旗舰店欧亚商都营业收入同比增速为 19.5%、17.8%和 21.4%。一方面，三期建成后该门店在化妆品和国际名品品牌引进方面实现突破，另一方面，红旗商圈道路改造带来整体商业氛围提升。综合考虑区域竞争格局和商圈发展情况，我们认为红旗商圈在长春市中高档消费市场中地位将继续巩固；我们判断四期建设和欧亚购物中心兴建将加速实现欧亚商都全客层覆盖的目标，并强化欧亚在红旗商圈中的领导地位。

沈阳联营有望明年开始盈利

2009 年 6 月开始沈阳欧亚联营店停业三个月，进行三期综合改造和扩建工程。百货部分建筑面积增加 50%。三期扩店后，联营店借助集团资源在整体定位和商品组合方面进行了较大调整，品牌更新率达到 80%。除了商业经营和自用办公区域外，三期建成还新增 12-26 层写字间用于出租。根据我们调研了解的情况，三期新增写字楼部分正在进行最后的内装施工。我们推算该门店物业转租带来的租金收入约为 800-900 万元，将于 2011 年开始贡献全年租金收入。2009 年联营店亏损 760 万，今年前三季度仍亏损约 520 万元。我们判断 2011 年写字楼贡献租金收入后，该门店将能够打平甚至开始盈利。沈阳联营店扩店后经营刚满一年，尚处于客层调整和品牌优化阶段，仍有较大挖掘潜力。

图表 22.百货分门店收入预测

(人民币，百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
欧亚商都	1,493	1,813	2,215	2,629	3,082
百超		1,343	1,652	1,983	2,339
电器		463	555	639	735
其他		7	7	7	8
欧亚卖场	671	807	968	1,157	1,367
百超		405	491	590	708
电器		270	337	422	506
租金		133	139	146	153
车百大楼	292	325	358	394	423
益民商厦	43	74	92	111	133
四平欧亚商贸	84	111	142	171	206
沈阳联营	460	345	493	567	635
通化购物中心	0	80	118	153	191
白城购物中心	0	0	27	34	41
欧亚农安商贸	17	20	23	26	28
吉林欧亚	0	0	18	23	27

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 23.百货分门店同店增长假设

(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
欧亚商都	17.8	21.4	22.2	18.7	17.2
欧亚卖场	53.0	20.2	19.9	19.6	18.1
车百大楼	21.8	11.5	10.0	10.0	7.5
益民商厦	40.7	71.0	25.0	20.0	20.0
四平欧亚商贸	44.3	32.0	28.5	25.0	20.0
沈阳联营	2.4	(25.0)	42.7	15.0	12.0
通化购物中心	-	47.9	30.0	25.0	20.0
白城购物中心	-	-	-	25.0	20.0
欧亚农安商贸	19.6	20.0	15.0	12.0	10.0
吉林欧亚	-	-	-	25.0	20.0

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

储备项目

百货：2013 年进入内蒙古

跨区域扩张获得进展

公司在省内连锁百货网络布局已经基本完成。2011 年下半年将进入梅河口市。今年 8 月公司与内蒙古通辽科尔沁区正式签署通辽商业综合体项目，首次进入内蒙古省。值得注意的是，梅河口和通辽项目均规划为商业和住宅综合体项目。我们判断公司未来在坚持自有物业低成本扩张模式的基础上，在条件合适的情况下，将通过商业住宅综合体项目，分期开发，降低投资成本。我们认为公司未来扩张目标市场还包括松原市，并可能在吉林增加布点。

图表 24. 2011-2013 年部分储备项目一览

储备项目	物业	预计开业时间	商业建筑面积(平米)	备注
梅河口	自有	2011 下半年	50,000	商业和住宅综合体，土地购置款 1,540 万，合净地 220 元/平米
商都四期	自有	2011 下半年	30,000	工程占地面积近 4,000 平米，项目包括地下四层停车场以及地上十层商业，其中 2-6 层将跨富锦路与现有门店贯通
欧亚购物中心	自有	2012 年	80,000	2010 年 5 月出资 3,910 万元竞得红旗街商圈一国有土地使用权，占地面积 7,859 平米
内蒙古通辽	自有	2013 年	50,000	商业和住宅综合体，2010 年 8 月签署合作意向协议，项目整体占地 150 亩

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

超市网络逐步进入百货布点区域

利用超市业态进一步提升份额

除了百货门店内涵盖的超市业态外，公司旗下经营 12 家独立超市门店，其中 2010 年新开五家（长春四家，四平一家）。今年前九个月超市业态全部 12 家门店合计贡献销售收入约 1.67 亿元，占集团收入 5%。公司独立超市门店中仅三家采用租赁物业，其余均为自有物业，因此运营成本较为低廉，并保证了长期稳定经营。公司绝大部分超市为开业当年实现盈利。未来将以欧亚车百子公司作为连锁综超业务的发展平台，在已经开设百货门店的市场，逐步布点超市门店，以复合业态组合提升区域市场占有率。我们假设公司 2011-2012 年每年新增四家超市。

图表 25.2008-2009 年购置物业用于发展连锁超市项目

2008 年	购买价格（万元）	出让方	建筑面积（平米）	均价（元/平米）	备注
1	3,083	铭诚房地产	7,060	4,367	超市连锁前进店
2	1,715	铭诚房地产	2,679	6,400	超市连锁普阳店
2009 年	**购买价格（万元）**	**出让方**	**建筑面积（平米）**	**均价（元/平米）**	**备注**
1	2,600	长春财政局	8,248	3,152	
2	2,832	万龙房地产	9,800	2,890	位于万龙第五城二期，用于开设柳影路超市
3	839	帝森房地产	2,207	3,800	欧亚超市铁北长新路店
4	4,505	万鑫房地产	11,717	3,845	欧亚超市春城店
5	645	天嘉房地产	1,697	3,800	欧亚超市西安广场店
6	719	金穗物业	2,524	2,848	欧亚超市净月金穗店
7	2,400	吉电房地产	4,388	5,469	欧亚超市苏州南街店
8	6,747	长春房地产	15,510	4,350	欧亚超市卫星路店，该物业处于长春中高档住宅汇集区

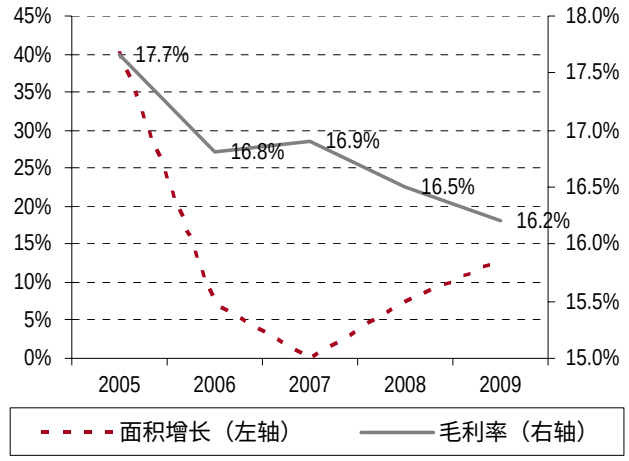
资料来源：公司数据，中银国际研究

百货综合毛利率偏低

家电和超市拖累了公司综合毛利率

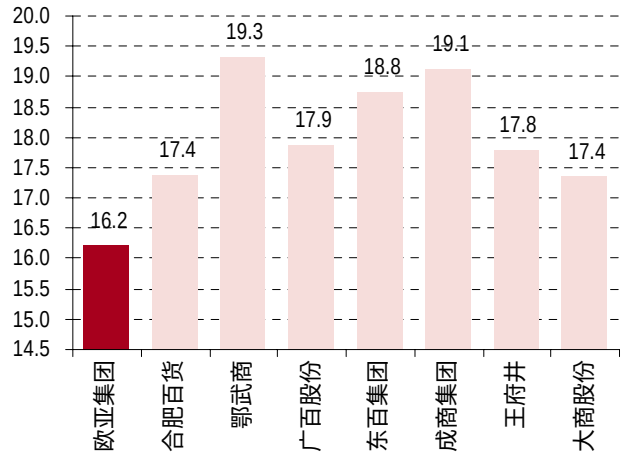
2005 年以来公司综合毛利率呈逐步下降趋势。我们认为网络扩张以及超市和家电收入贡献增加是拖累综合毛利率走低的主要原因。公司连锁零售门店网络下沉起步于 2006 年，并且超市门店拓展伴随百货扩张步伐进行。2005-06 年卖场三期投入运营以及新发商厦开业，公司建筑面积同比大幅增加 40%。由于家电和超市两种业态对欧亚卖场收入贡献超过 50%，拖累了公司综合毛利率。我们观察到卖场三期投入运营后，2006 年公司综合毛利率同比下降 0.9 个百分点。此外，近年来长春市百货行业竞争加剧，公司根据市场环境变化，增加打折促销频率和力度。考虑到外埠门店毛利率较低且收入增速更快，我们保守预计未来两年公司毛利率仍将有 0.1 个百分点下降。

图表 26. 2005－2009 年综合毛利率以及扩张速度



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 27.同业百货毛利率比较

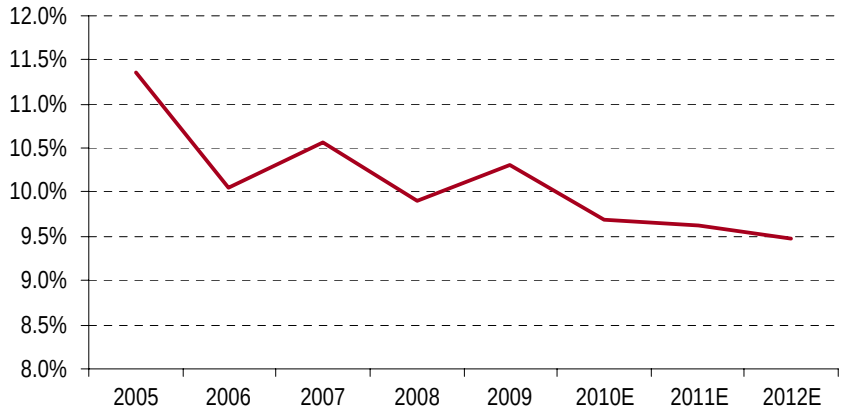


资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年后费用率将逐步下降

09 年公司有三家百货门店开业（春城、吉林和沈阳），并且对卖场进行了大规模装修改造。开办费一次性影响、新增折旧摊销以及水电人工费用导致 09 年费用大幅增加，当年销售和管理费用率同比攀升 0.4 个百分点。此外，09 年公司在广告促销方面的投入加大也导致费用增加，因此导致当年费用率同比上升 0.4 个百分点至 10.3%。我们预计 2010 年开始销售和管理费用率下降 0.6、0.1 和 0.1 个百分点。

图表 28. 2010 年起费用率下降



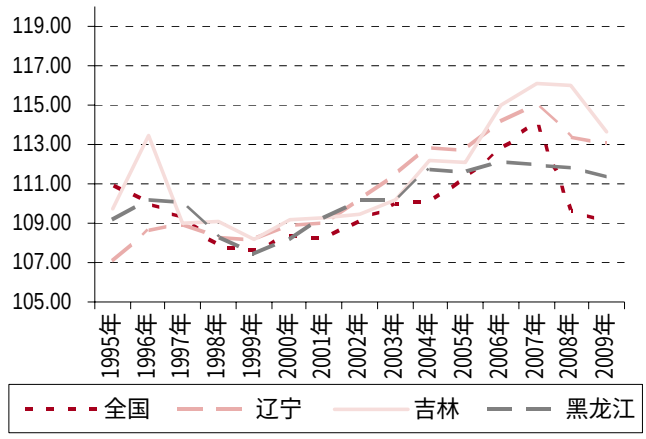
资料来源：公司数据，中银国际研究

附录一、区域经济

工业基础雄厚

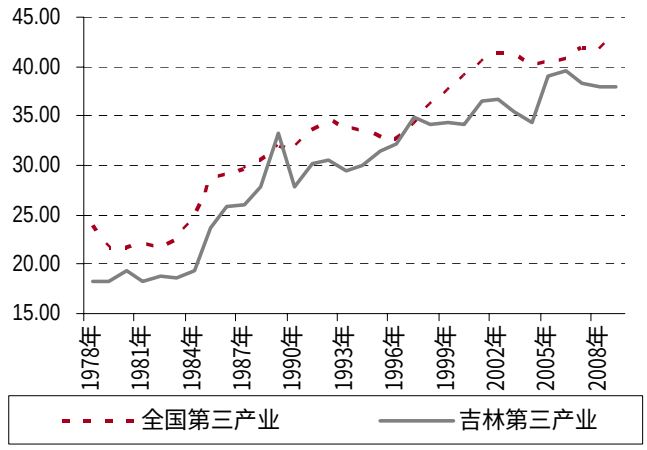
吉林省下辖 1 个副省级城市、7 个地级城市以及延边朝鲜族自治州。总人口 2710 万。作为国家的重要老工业基地，吉林省以汽车（整车制造）为支柱产业，交通运输制造业产值占全省工业的 45%。因此，经济结构以第二产业为主导，2009 年全省生产总值中三次产业构成比为 13:49:38。在《振兴吉林老工业基地规划纲要》中，吉林省提出建设汽车制造、精细化工和合成材料生产、农产品加工转化、中药现代化、电子信息技术产品生产五大基地，做大做强支柱和优势产业。

图表 29.东北三省 GDP 增速比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30.吉林省第三产业对 GDP 贡献低于全国水平



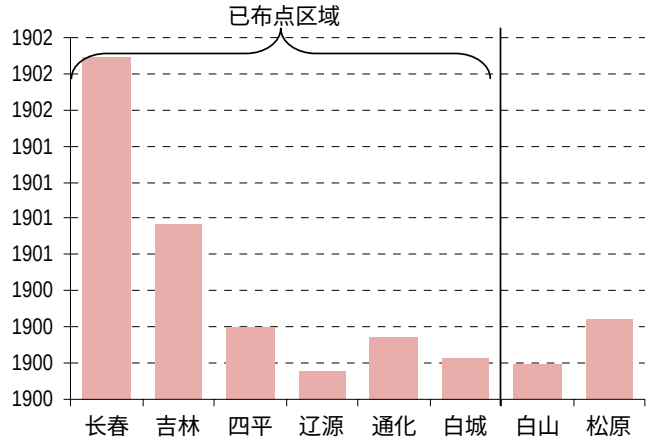
资料来源：公司数据，中银国际研究

区域经济保持较快增长

受益于东北老工业基地振兴战略以及长吉图经济区发展战略等拉动，吉林省经济发展保持较快增长。2001 年以来吉林省地区生产总值以及社零总额增速在东三省中均居首位。2009 年吉林省人均地区生产总值为 2.66 万元，较全国水平高出 4%，在东北地区落后于辽宁（3.52 万元）但高于黑龙江（2.24 万元）。

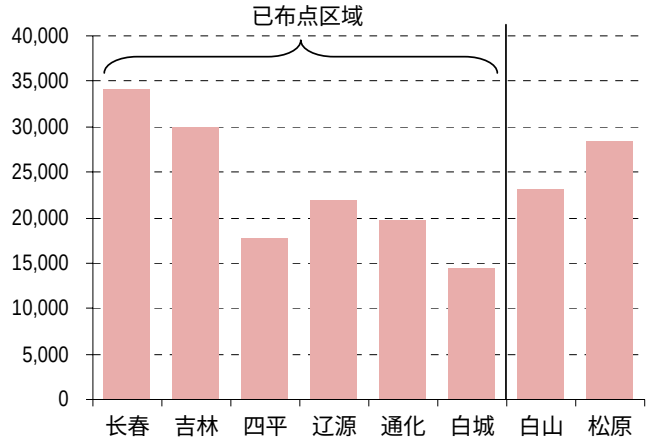
从地区发展水平比较，长春和吉林是省内经济发展水平最高的区域。2008 年两市生产总值之和为其余 6 个地级市（四平、辽源、通化、白山、松原、白城）产值之和的 1.4 倍，社会消费品零售总额之和则为其余六市的 1.6 倍。在吉林省下属七个地级城市中，欧亚集团已经进入五个。松原依托石油、矿产等资源优势，近年来区域经济保持快速增长，社零总额仅次于吉林居省内第三位。公司也已经将松原列入重要的区域市场。[3]

图表 31. 吉林省部分城市社零总额



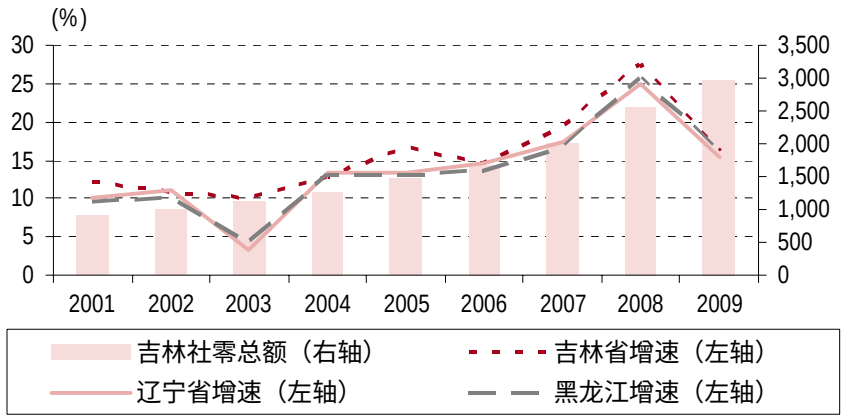
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32.吉林省部分城市人均 GDP



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 33.东北三省社会消费品零售总额增速比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

[3] *长吉图开发开放先导区战略中的长吉图分别是指长春、吉林和图们江地区(延边州)。这一区域面积达 7.3 万平方公里，占全省的 39%。长吉图处东北亚区域地理几何中心和新欧亚大陆桥中心，北联黑龙江，南接辽宁，西临内蒙，向东与俄、朝相连。*

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,421	3,914	4,848	5,897	7,166
销售成本	(2,856)	(3,280)	(4,095)	(4,984)	(6,066)
经营费用	(340)	(405)	(477)	(526)	(661)
息税折旧前利润	224	229	276	388	440
折旧及摊销	(23)	(25)	(35)	(83)	(68)
经营利润 (息税前利润)	201	204	241	305	372
净利息收入/(费用)	(26)	(16)	(25)	(27)	(18)
其他收益/(损失)	1	2	0	0	0
税前利润	177	190	216	278	353
所得税	(39)	(48)	(54)	(69)	(88)
少数股东权益	(31)	(31)	(36)	(41)	(47)
净利润	106	111	126	167	217
核心净利润	105	110	126	167	217
每股收益(人民币)	0.669	0.699	0.794	1.050	1.367
核心每股收益(人民币)	0.663	0.689	0.794	1.050	1.367
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	30	14	24	22	22
息税前利润增长(%)	37	1	18	26	22
息税折旧前利润增长(%)	34	2	20	40	14
每股收益增长(%)	37	5	14	32	30
核心每股收益增长(%)	37	4	15	32	30

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	177	190	216	278	353
折旧与摊销	23	25	35	83	68
净利息费用	26	16	25	27	18
运营资本变动	299	429	254	383	424
税金	(39)	(48)	(54)	(69)	(88)
其他经营现金流	(13)	14	9	(23)	18
经营活动产生的现金流	473	627	485	678	794
购买固定资产净值	(304)	(467)	(490)	(490)	(540)
投资减少/增加	0	1	(167)	(158)	(220)
其他投资现金流	(98)	0	1	0	0
投资活动产生的现金流	(402)	(465)	(657)	(648)	(760)
净增权益	0	36	0	0	0
净增债务	109	(71)	300	(200)	(100)
支付股息	(90)	(84)	(48)	(48)	(48)
其他融资现金流	31	31	28	188	254
融资活动产生的现金流	50	(88)	280	(60)	106
现金变动	121	74	109	(29)	140
期初现金	125	247	321	429	400
公司自由现金流	73	163	(169)	34	38
权益自由现金流	154	74	104	(196)	(85)

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	247	322	429	400	540
应收帐款	175	229	260	319	396
库存	224	257	321	391	476
其他流动资产	13	10	11	13	16
流动资产总计	659	819	1,021	1,124	1,428
固定资产	1,740	2,147	2,501	2,833	3,191
无形资产	362	371	403	434	464
其他长期资产	13	23	190	190	190
长期资产总计	2,116	2,542	3,094	3,457	3,844
总资产	2,775	3,360	4,115	4,580	5,273
应付帐款	1,341	1,882	2,228	2,741	3,327
短期债务	456	385	685	485	385
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,797	2,266	2,913	3,226	3,712
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	31	31	31	31
股本	159	159	159	159	159
储备	569	637	710	821	979
股东权益	728	796	869	980	1,139
少数股东权益	217	267	302	344	391
总负债及权益	2,775	3,360	4,115	4,580	5,273
每股帐面价值(人民币)	4.58	5.01	5.46	6.16	7.16
每股有形资产(人民币)	2.30	2.67	2.93	3.43	4.24
每股净负债/(现金)(人民币)	1.32	0.40	1.61	0.53	(0.98)

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 (%)	6.6	5.9	5.7	6.0	6.1
息税前利润率(%)	5.9	5.2	5.0	5.2	5.2
税前利润率(%)	5.2	4.9	4.5	4.7	4.9
净利率(%)	3.1	2.8	2.6	2.8	3.0
流动性					
流动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
利息覆盖率(倍)	7.4	11.5	8.8	10.2	16.8
净权益负债率(%)	22.2	6.0	21.8	6.4	净现金
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
估值					
市盈率 (倍)	41.1	39.3	34.6	26.2	20.1
核心业务市盈率 (倍)	41.5	39.9	34.6	26.2	20.1
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	48.3	46.4	40.3	30.5	23.4
市净率 (倍)	6.0	5.5	5.0	4.5	3.8
价格/现金流 (倍)	9.3	7.0	9.0	6.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	20.5	17.9	12.4	10.5
周转率					
存货周转天数	25.4	26.8	25.8	26.1	22.1
应收帐款周转天数	17.1	18.9	18.4	17.9	18.2
应付帐款周转天数	130.7	150.3	154.7	153.8	154.5
回报率					
股息支付率(%)	44.9	42.9	37.8	28.6	21.9
净资产收益率 (%)	15.1	14.6	15.2	18.1	20.5
资产收益率 (%)	6.1	5.0	4.8	5.3	5.7
已运用资本收益率(%)	15.4	14.4	14.8	16.8	20.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

欧亚集团 (600697.SS/人民币 27.5，买入)

广州友谊 (000987. SZ /人民币 28.28，买入)

合肥百货 (000417. SZ /人民币 20.51，买入)

王府井 (600859.SS/人民币 46.37，买入)

银座股份 (600858.SS/人民币 28.97，持有)

东百集团 (600693.SS/人民币 12.87，买入)

大厦股份 (600327.SS/人民币 12.56，买入)

成商集团 (600828.SS/人民币 21.27，买入)

重庆百货 (600729.SS/人民币 48.99，买入)

百盛集团 (3368.HK/港币 13.46，持有)

金鹰商贸 (3308.HK/港币 22.15，持有)

银泰百货 (1833.HK/港币 11.58，持有)

春天百货 (3313.HK/港币 2.50，未有评级)

鄂武商 A (000501.SZ/人民币 14.93，未有评级)

大商股份 (600694.SS/人民币 52.99，未有评级)

天虹商场 (002419.SZ/人民币 48.60，未有评级)

以 2010 年 11 月 23 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(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)。同步大市则指预计该行业(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

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 11 月 23 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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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