2010 年 12 月 31 日

博瑞传播

坚定推进新媒体战略

买入

A

600880.SS – 人民币 19.28

目标价格: 人民币 22.33

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210010330

博瑞传播游戏产业投资“由点带面”，始终按既定长期战略推进产业结构转型和业务地域扩张，期待新媒体项目投资出现协同效应，项目来源拓宽。判断在产业转型大环境下，博瑞传播属于走得更高、更快、更远的第一梯队。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **公司战略：**博瑞传播坚持做“传统媒体运营服务商，新兴媒体内容提供商，文化产业战略投资者”，公司机制灵活，管理层褒有开放、包容、学习的心态，期望投资业务在开花结果的同时，厚积薄发，产生协同效应，并拓宽项目来源。
- **传统主业：**传统媒体主业 2010 年表现超预期，预计公司未来将深挖主业，增长超行业平均。2011 年看好户外广告业务在武汉等异地的资源型导向拓展现成效。
- **梦工厂网游：**预计完成对赌 2010 年净利润指标有难度，但随着《侠义世界》完成公测、《圣斗士 2》正在公测，二者与魔艺科技团队的产品将在 2011 年为梦工厂带来新增长点。
- **晨炎信息：**数一数二的 iOS 平台游戏软件开发商，坚持竞争性、前瞻性策略，专注、谨慎；处于爆发期，按照对赌协议净利润指标，2011 年净利润增长 1-3 倍。
- **锐易通：**国内排行前十位的社交游戏《泡泡鱼》的开发者，处于成长初期；参股 20%符合博瑞传播开展创投业务的初衷：培育新增长点，把握 pre-IPO 机会。

影响评级的主要风险

- 新媒体项目业绩未达承诺的风险。

估值

- 按照晨炎业绩承诺下限，我们维持公司 2010-12 年每股收益 0.55 元、0.77 元和 0.98 元预测。持续看好公司市场化理念下的新媒体战略推进及超出行业平均的业绩增长。维持**买入**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)	809	923	1,181	1,926	2,363
变动(%)	*14*	*14*	*28*	*63*	*23*
净利润(人民币 百万)	192	263	342	476	604
全面摊薄每股收益(人民币)	0.322	0.438	0.555	0.772	0.981
变动(%)	*38.3*	*36.1*	*26.7*	*39.2*	*27.0*
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.587	0.698	0.812
核心每股收益(人民币)	0.321	0.439	0.559	0.775	0.981
变动(%)	*38.0*	*36.6*	*27.4*	*38.7*	*26.5*
全面摊薄市盈率(倍)	59.8	43.9	34.7	24.9	19.6
核心市盈率(倍)	59.9	43.9	34.4	24.8	19.6
每股现金流量(人民币)	0.43	0.65	0.81	1.08	1.22
价格/每股现金流量(倍)	44.8	29.8	23.7	17.8	15.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.8	16.8	22.4	16.4	12.2
每股股息(人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
股息率(%)	0.8	0.8	1.0	1.3	1.6

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(%)	14.3	(3.5)	2.8	13.3
相对新华富时 A50 指数(%)	38.6	0.2	(0.4)	35.1

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	616
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	7,720
3 个月日均交易额(人民币 百万)	183
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
投资控股集团有限公司	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

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.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

坚定、加快推进新媒体战略

博瑞传播欲做“传统媒体运营服务商，新兴媒体内容提供商，文化产业战略投资者”。其中新媒体战略形成于2005年春。从2009年收购梦工厂至2010年牵手晨炎等，均是按照公司既定的长远发展战略一步步推进的结果。

成功的战略应当是：1) 理论方面，科学、正确地把握着行业发展趋势；2) 实践方面，依赖于团队而非个人。公司管理层具有开放、包容、不断学习的心态，项目投资关注“脚踏实地”和“消化”等实际问题。公司除董事长以外，所有人员都是聘用制，有别于传媒类其他国有控股企业，市场化程度高。上述战略之有效性还源于良好的管理机制。自2005年起，下属每个分子公司都会制定年度具体目标和3年发展规划，在此基础上再形成上市公司的3年规划，同时基于业务发展实况一年一修订。

我们认可公司推进新媒体战略的坚定决心，同时认为战略推进的速度在加快。目前新媒体业务约占公司总收入和总利润的1/3，未来随新媒体业务快速增长，比重提升显著。公司在新媒体战略的选择上比同业更为彻底、更为实际。在平媒产业转型的大背景下，博瑞传播理应属于走的更远、更快的第一梯队。

原有业务情况

我们预计，博瑞传播2010年传统业务情况极好，超出原有预期；然而梦工厂完成9,800万元对赌协议净利润指标有难度，推测主要原因是《侠义世界》、《圣斗士 2》因流失率未达目标值(希望在测试结果的基础上再优化 5-10 个百分点)而往后延期推出，而当时对赌协议包含了这2款产品的收入测算。

我们认为，公司2011年亮点首先包括：

1）网游新作的推出：目前梦工厂《侠义世界》内测、公测都已完成，《圣斗士 2》处于公测阶段。二者将在明年年初推出，尚有博瑞梦工厂旗下的魔艺科技的产品推出。

2）户外广告异地拓展见成效：2010年通过收购合作(粗略估计约花费2,000-3,000万元)方式，户外广告业务成功涉足武汉市场，新公司对媒体资源的整合力度显著加大，有望成为武汉的“博瑞眼界”。

投资业务情况

公司开展创投业务的目的：1) 为公司培育更好的项目，实现产业结构转型；2) 投资 pre-IPO，借力资本市场实现退出，获得财务回报。此次对晨炎的收购显然有望成为公司业绩增长亮点，而参股锐易通则兼具上述两个目的，投资可进可退。

新媒体领域：目前主要是对游戏公司的投资，包括梦工厂(典型大型网游，相对成熟期)、晨炎(轻量化游戏，爆发期)、锐易通(《泡泡鱼》社交游戏，前期成长期)。未来将更关注平台的投资，希望可以形成良性互动、整合效应。随项目增多，经验增多，未来博瑞在新媒体领域的投资会更加从容，希望 2 年储备后，博瑞新媒体项目来源会更广(不单单是游戏)。

Pre-IPO 财务投资：2010 年 4 月 3 日投资民生能源 5.62%股权，天然气资源型公司，我们预计半年至一年内即可体现投资回报。

晨炎——领先的 iOS 游戏软件开发商

1.收购方式解读

此次收购方案是“100%现金收购+未来股权激励 (增资期权、预留股份)”，而非“现金+股权”。推测选择该方案的原因包括：1）移动互联网等新媒体一级市场竞争激烈；2）涉及到股权的方案审核周期较长，现金方案有助于完成尽快完成收购；3）晨炎规模较小，如果是股权收购，审计、评估、报批等成本可能近大几千万元成本，未必划算。

依照重组后的模拟财表,晨炎 2010 年净利润接近 100 万美元，所以对赌协议 2011 年净利润指标 200-400 美元，相当于是 1-3 倍增长。指标确定结合投资经验、团队意见等，是公平合理的。我们认为，晨炎团队态度严谨，有望很平稳地做到理想结果。

2.被收购的意义

目前 App Store 竞争激烈且复杂，晨炎希望也被市场“逼迫”专注于业务和经营，而博瑞所提供的资本平台，有望与之形成互补。我们认为，这是比较简单、比较快的利于晨炎未来发展的途径。

3.团队稳定性

据我们了解，晨炎核心成员在一起的时间相当长，均为专注于业务的人，因此判断核心团队成员流失的可能性不大。团结团队的因素包括成就感、对赌协议的激励政策安排等。

4.Apple App Store 解读

Apple App Store 是快速发展、动态变化的平台，竞争环境、商业模式等充满变数，也蕴藏无限可能，机会将留给晨炎等有准备者。

平台意义

App Store 市场带来的变革相当于多年前 PC 革命，出现不需要渠道和推广而直达用户的新商业模式，有利于创业团队发展。同时 App Store 以用户为中心，用户粘性很强。

发展速度

App Store 2009 年起进化得很快，2008 年 7 月刚上线时，Java 游戏也可以居于排行榜前列，而随着老牌公司的进驻，App Store 用 2 年时间基本完成了传统游戏行业 20-30 年的进化。未来发展会跟随终端产品线(高端市场)不断丰富而发展，Apple 后续产品线至少包括 iPad2、iPhone5、iPhone6 等。

市场格局

平台上的开发商包括三类：1) Gameloft、EA 等老牌公司，产品策略是“新瓶装旧酒”；2) 新设立的公司，主要开发新颖玩法的游戏；3) 个人，主要靠创意。上述所有开发团队都面临“产品品质+产品推广”的问题。盈利模式可分为三种：1) 下载收费；2) 道具等增资服务收费；3) 免费+广告。

用户情况

App Store 拥有 1.2 亿用户，其中活跃用户约 2,000-3,000 万人。相对是社会主流人群，以前可能很少玩、甚至不玩游戏。Apple 提供下载量等数据的日报、周报和月报，从而每日可跟踪用户大致的流向。

开发成本

App store 游戏软件开发行业的单日利润波动性较大，比如圣诞节有 4-5 倍的增长；但由于用户基数足够大，所以周、月的波动性不大。产品生命周期不长，1 个月左右，但具有延续 2-3 年的长尾效益。产品开发成本不高，对产品开发的稳定性和开发速度要求更高。并且轻量化游戏的用户吸引点来自于乐趣而不是像大型网游的精细度等，而是否有乐趣与开发成本不成正比，可以用比较低的预算做出很有趣的产品。

5.晨炎基本情况

作为华语地区数一数二的 iOS 游戏软件开发商，晨炎团队非常熟悉 iOS 平台的游戏规律和规则，在恰当的时机成功推出 Gamebox，拥有 100-200 万活跃用户，具有较强的市场竞争力和发展前景。未来有望继续保持优势，并充分利用 iOS 平台扩大盈利规模。

市场地位

晨炎产品的下载量 700 万次，约占 App Store 总量的 1%。自 2009 年下半年起，每推出一款产品都能被 Apple 推荐，单款产品进入前 100 名的比例很高，有这么高比例的估计包括 EA、Gameloft 在内的不超过十家的公司。

发展战略

1）产品持续进化、快于市场平均；

2）采取产品线开发模式，而非纯粹的个人创意；

3）专注于竞争对手和数据分析；

4）前瞻性思考。

产品品质：App Store 进化之迅猛，使得晨炎的目标若定位为“把产品做到非常好”比较难，选择“保证比行业平均更快的进化速度”更为切实可行。Gamebox1 于 2009 年研发，现在推出的 Gamebox2 已比第 1 代有了非常大的进化，预计明年年初发布的下一代还将有更多的进化。

产品储备：晨炎产品研发策略不走单产品而是走产品线。2009 年只有 1 条产品线，2010 年有 2 条(3D 和 2D)，我们预计 2011 年会扩张至 4 条(随市场进化程度，拟推出新商业模式：手机网游、道具收费等)。

市场推广策略：晨炎 2008-09 年没做过任何推广，Gamebox 的推出实则也是利用了国内开发的规模效应。今年十月份基于“用户增加促使产品平台化”的理念，首次测试了高价产品包策略，推出了 2.99 美金的 Gamebox2；一周效果不错。我们预计晨炎在 2011 年将采取更多的交叉推广方式。

竞争性策略取向：整个团队可类比于战斗的团队，具有置之死地而后生的觉悟，产品出来之前做好最坏的假设。晨炎的成功源于找准了对手，尽可能充分掌握竞争对手动向的第一手信息。信息主要来源即是每半小时更新的 App store 排行榜系统。团队核心人物每天花 1-2 小时专注于此。而这种策略的可行性还在于 App Store 产品周期都在 6 个月以内，产品策略调整很快，可以适应市场变化。

市场研究方法：晨炎基本上不直接对用户进行研究，对美国用户消费习惯的理解主要基于一本书《光荣与梦想》(1932-1972 年美国社会实录)，更多的是从竞争对手的行为分析去了解整个行业。晨炎可能是行业内唯一做过对产品进入排行榜前 1,000 名的公司分析的：按产品分类寻找前 1-3 名，了解竞争对手的历史、现状和未来战略、演进方向等——此为“全竞争”战略，以达成压倒竞争对手的目标。

“盒子”之解读：Gamebox 更多是一个策略性的产品，在某些方面引发争议，因为平均每个游戏突破了 Apple 0.99 美元的定价下限而其中有些产品是二、三流的。其所包含的低价策略等亦印证了晨炎的忧患意识。

前瞻性思考能力：晨炎注重前瞻性思考，看未来 6 个月、1 年、3 年的发展。例如，公司很早就有做 Gamebox 的想法，花了 6 个月做产品，4 个月防止竞争对手跟随等。

跨平台的可能性：晨炎未来有计划跨平台开展业务，但短期不会。主要原因在于其对平台的选择性。以 Android 为例，在晨炎自列的平台评价条款中，Android 等或许只能达到一半。现阶段的 Android 平台相对低端，用户集中于亚洲和南美，基本是在取代山寨手机的平台；而 App Store 相对封闭，竞争程度略低，并且牢牢掌握了最高端的用户。一个游戏开发者的核心竞争力还是产品品质，而不是各类公关、推广手段和工具。类似于 App Store 的封闭平台更容易使品质好的产品脱颖而出，而 Android 需要投入更多精力到公关和推广。介于“多线作战”分散精力，晨炎希望能在高端市场培养战斗力，不会在 Android/Windows 7 等平台还不够成熟或很混乱的时候去试水。

开发成本：介于前文有关游戏开发成本投入产出比的讨论，尽管产品不断进化、产品线持续拓展，但尚未预见未来 1-2 年晨炎的开发成本会大幅上升。

与 Game center 的关系：Apple 的 GC 实则是一种服务，支持多种不同的游戏，可以进行数据对比和分享。GC 与晨炎的产品策略没有太大矛盾，比如 Gamebox 也内嵌了 GC。

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	**809**	**923**	**1,181**	**1,926**	**2,363**
销售成本	(430)	(454)	(568)	(1,084)	(1,271)
运营费用	(79)	(76)	(136)	(171)	(211)
息税折旧前利润	**301**	**392**	**476**	**671**	**882**
折旧与摊销	(61)	(74)	(82)	(101)	(127)
营业利润(息税前利润)	**240**	**319**	**394**	**570**	**755**
净利息收入/(费用)	6	3	2	3	3
其它盈利/(亏损)	11	30	31	28	14
税前利润	**257**	**351**	**428**	**601**	**772**
所得税	(48)	(67)	(62)	(100)	(139)
少数股东损益	(18)	(22)	(25)	(25)	(28)
净利润	**192**	**263**	**342**	**476**	**604**
核心净利润	**191**	**263**	**344**	**477**	**604**
每股收益(人民币)	0.322	0.438	0.555	0.772	0.981
核心每股收益(人民币)	0.321	0.439	0.559	0.775	0.981
每股股息(人民币)	0.150	0.147	0.200	0.250	0.300
收入增长(%)	14	14	28	63	23
息税前利润增长(%)	26	33	24	44	33
息税折旧前利润增长(%)	26	30	21	41	31
每股收益增长(%)	38	36	27	39	27
核心每股收益增长(%)	38	37	27	39	27

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	592	745	1,285	1,015	1,233
应收帐款	18	45	57	93	115
库存	22	42	146	121	99
其它流动资产	113	81	101	170	206
流动资产合计	**746**	**913**	**1,590**	**1,399**	**1,652**
固定资产	418	511	644	697	802
无形资产	53	468	468	668	669
其它长期资产	175	189	454	480	492
长期资产合计	**646**	**1,167**	**1,566**	**1,845**	**1,963**
总资产	**1,392**	**2,081**	**3,156**	**3,244**	**3,615**
应付账款	27	50	62	112	125
短期债	41	40	40	40	40
其它流动负债	231	594	1,044	690	567
流动负债合计	**299**	**684**	**1,146**	**842**	**732**
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	27	26	28	35	39
股本	367	375	616	616	616
资本公积	651	926	1,275	1,635	2,087
股东权益	**1,019**	**1,301**	**1,891**	**2,251**	**2,703**
少数股东权益	48	70	91	116	141
负债权益总计	**1,392**	**2,081**	**3,156**	**3,244**	**3,615**
每股账面价值(人民币)	2.77	3.47	3.07	3.65	4.39
每股有形资产(人民币)	2.63	2.22	2.31	2.57	3.30
净负债/(现金)(人民币)	(1.50)	(1.88)	(2.02)	(1.58)	(1.94)

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	257	351	428	601	772
折旧与摊销	61	74	82	101	127
净利息费用	(6)	(3)	(2)	(3)	(3)
营运资本变动	(2)	56	52	62	(10)
税金支付	(48)	(67)	(62)	(100)	(139)
其它经营现金流	(6)	(24)	3	5	6
经营活动产生的现金流	**256**	**388**	**501**	**666**	**753**
购建固定资产净额	(160)	(146)	(481)	(480)	(245)
投资减少/(增加)	(36)	0	0	0	0
其它投资现金流	6	(39)	273	(293)	(137)
投资活动产生的现金流	**(191)**	**(185)**	**(208)**	**(774)**	**(382)**
净股本增加	32	75	74	0	0
净负债增加	(50)	0	0	0	0
支付股息	(6)	(75)	(22)	(22)	(25)
其它筹资现金流	19	(50)	195	(141)	(126)
筹资活动产生的现金流	**(6)**	**(50)**	**247**	**(163)**	**(152)**
现金余额变动	60	153	540	(271)	219
年初现金	532	592	745	1,285	1,015
公司自由现金流	65	203	293	(108)	371
股权自由现金流	15	203	293	(108)	371

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	37.2	42.5	40.3	34.8	37.3
息税前利润率	29.6	34.5	33.4	29.6	31.9
税前利润率	31.8	38.1	36.2	31.2	32.7
净利率	23.7	28.5	28.9	24.7	25.6
流动性(倍)					
流动比率	2.5	1.3	1.4	1.7	2.3
利息覆盖倍数	79.6	130.1	148.2	206.2	273.3
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	2.4	1.3	1.3	1.5	2.1
估值(倍)					
市盈率	59.8	43.9	34.7	24.9	19.6
核心业务市盈率	59.9	43.9	34.4	24.8	19.6
目标价对应核心业务市盈率	69.5	50.9	40.0	28.8	22.8
市净率	6.9	5.5	6.3	5.3	4.4
价格/现金流	44.8	29.8	23.7	17.8	15.7
企业价值/息税折旧前利润	21.8	16.8	22.4	16.4	12.2
周转率					
存货周转天数	18.3	25.9	60.4	44.9	31.5
应收帐款周转天数	8.3	12.6	15.9	14.3	16.0
应付帐款周转天数	15.9	15.3	17.2	16.4	18.2
回报率(%)					
股息支付率	28.7	21.0	36.1	32.4	30.6
净资产收益率	19.9	22.7	21.4	23.0	24.4
资产收益率	14.1	14.9	12.9	14.8	18.0
已运用资本收益率	23.2	25.7	23.3	26.0	28.7

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準则》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況及目標。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 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