

2011年3月25日

王府井

三大因素影响业绩

A
买入

600859.SS - 人民币 41.40

目标价格: 人民币 60.00 (▼65.00)

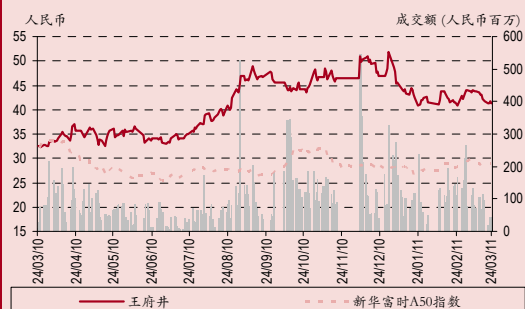
刘都

(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(%)	(20)	1	(12)	27
相对新华富时				
A50指数(%)	(24)	(1)	(13)	39

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	462
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	9,563
3个月日均交易额(人民币 百万)	110
净负债比率(%) (2011E)	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
具备证券投资咨询业务资格

2010年公司主营业务收入实现135亿元,同比增长25.32%;息税前利润7.51亿元,同比增长35.2%;归属于上市公司股东的净利润3.76亿元,同比下降2.16%,扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润4.12亿元,同比增长20.1%。我们将目标价格下调至60.00元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 成都王府井百货所得税率短期变化、成都二店小业主补偿以及财务费用上升导致业绩低于预期,但是这三因素不利影响将在今年消失。
- 随着增发完成,少数股东损益将大幅减少,这也将推动公司2011年起业绩的大幅回升。

影响评级的主要风险

- 新开门店低于预期以及诸多门店的突发因素影响导致可预测性下降

估值

- 基于对门店的基础数据假设,我们重新进行盈利预测,我们将2011-2013年的每股收益调整为1.49、1.97和2.53元。我们坚持认为公司基本面良好,是国内优秀的零售公司之一。基于业绩预测调整,我们将目标价由65.00元下调至60.00元,维持**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
销售收入(人民币 百万)	10.8	98	13,731	16,486	20,211	23,930	
变动(%)		9	26	20	23	18	
净利润(人民币 百万)	384		376	622	824	1,059	
全面摊薄每股收益(人民币)	0.895	0.902	1.48	9	1.973	2.536	
变动(%)	11.7	(8.0)	65.4	32.5	28.5		
市场预期每股收益(人民币)-		1.181	1.552	1.994	2.610		
先前预测每股收益(人民币)	-	-	-1.86	5	2.223	-	
调整幅度(%)	-	-	(24.2)	(19.8)	N/A		
核心每股收益(人民币)	0.874	0.988	1.48	9	1.973	2.536	
变动(%)	(10.6)	13.0	50.7	32.5	28.5		
全面摊薄市盈率(倍)	47.3		41.9	27.8	21.0	16.3	
核心市盈率(倍)	46.3		45.9	27.8	21.0	16.3	
每股现金流量(人民币)	2.59		3.74	3.15	4.76	4.96	
价格/每股现金流量(倍)	16.0		11.1	13.2	8.7	8.4	
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.8		14.1	12.6	9.0	6.4	
每股股息(人民币)	0.24	0	0.270	0.26	9	0.356	0.573
股息率(%)	0.6	0.7	0.6	0.9	1.4		

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

三个因素导致业绩低于市场预期

2010 年公司实现营业收入 139 亿元，同比增长 25.66%，其中主营业务收入实现 135 亿元，同比增长 25.32%；息税前利润 7.51 亿元，同比增长 35.2%；归属于上市公司股东的净利润 3.76 亿元，同比下降 2.16%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 4.12 亿元，同比增长 20.1%。

我们可以观察到导致公司盈利低于市场预期的重要原因有以下几方面：

1. 所得税税率变化。公司之子公司成都王府井百货 2009 年度由外商投资企业变更为内资企业，根据西部大开发所得税优惠税率政策，成都王府井按内资企业申请西部大开发所得税 15% 的优惠税率第一年需经省级税务机关审核确认，由于申请优惠税率具有较大的不确定性，2010 年成都王府井百货按 25% 税率计提所得税费用 9,673 万元，导致净利润增长受到损害。如果我们按照成都王府井百货 2010 年 2.01 亿元净利润倒算，其利润总额约为 2.01 亿元/(1-25%)=2.68 亿元，若按照 15% 不变计算，其净利润应该在 2.278 亿元，较 2.01 亿元多 2630 万元，折合每股收益 0.06 元。

我们认为存在 2010 年税收优惠先征后返的可能。2011 年开始成都王府井百货公司也可能继续执行 15% 的税率。

2. 公司租赁成都天府汇城广场(建筑面积约 98,086 平方米)，开设成都王府井购物中心项目。为了顺利开业，按照房屋租赁合同约定，承租方需支付给成都西南食品城装修赔偿金、原租户退租补偿款等共计 5,000 万元的补偿金，成都王府井购物中心有限责任公司支付了前述补偿款，并将其计入本年营业外支出。预计该店将在 2011 年 12 月底开业。
3. 财务费用大幅增加。公司 2010 年财务费用 9,492 万元，同比增加 39.33%，主要是银行卡手续费增长 108.4%。同时由于可转债 2009 年计息 2 个月，而 2010 年计息 10 个月，也导致利息支出增加了 44.4%。我们预计随着可转债在 2011 年已经转为股票，该部分利息支出将下降。

如果我们将上述因素还原回去，基本和我们对 2010 年业绩预测接近。

以上三个原因导致公司 2010 年盈利增长大幅低于预期,但是同时也是 2011 年利润增长最主要的推动因素。

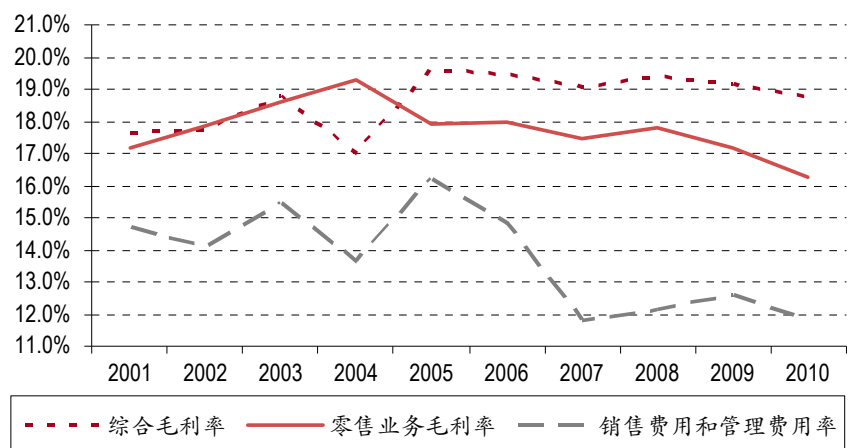
随着增发完成,少数股东损益将大幅减少,这也将推动公司 2011 年起业绩的大幅回升。

公司总体毛利率下降,但运营利润率保持上升

2010 年公司销售毛利率下降了近 1 个百分点至 16.3%,但综合毛利率由 2009 年的 19.2% 下降到 2010 年的 18.8%。最重要的原因为以下几方面:

1. 黄金珠宝等低毛利率品类的销售增长超过高毛利率品类。根据公司披露的和金银珠宝密切相关的消费税我们可以看到,2010 年较 2009 年上升了 25.6%,快于公司零售业务的 25.3% 的销售增速。
2. 太原、兰州、昆明等西部次新店的销售占比大幅提高以及大兴店等新店开业拉低了公司总体零售毛利率。因为西部店及新店毛利率总体低于北京以及东部成熟门店。我们推测 3 家西部次新门店 2010 年税前销售收入占公司总销售收入之比已经超过 10%。
3. 公司可能对销售收入、成本和费用进行了归类调整。

图表 2.王府井 2001-2010 年毛利率和费用率变化



资料来源:公司资料,中银国际研究

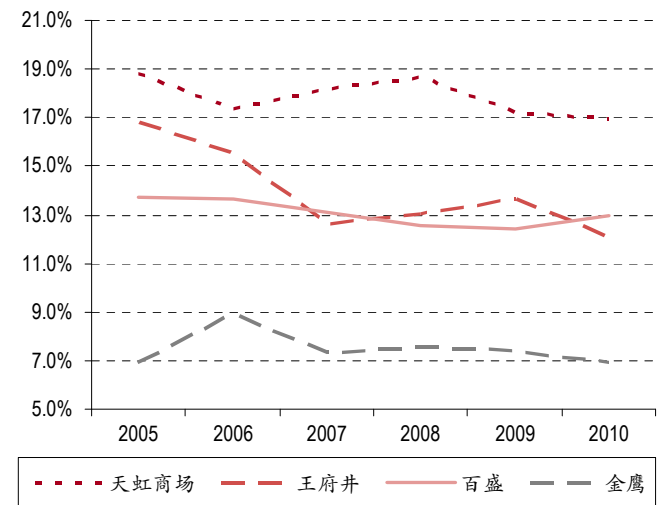
我们看到王府井综合毛利率在 4 家可比公司中较低,其管理和销售费用率虽然不是很低,但是和百盛集团(3308.HK/港币, 10.94, 持有)基本相当,且呈逐步下降趋势。

图表 3. 可比公司综合毛利率



资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 4. 可比公司销售和管理费用率



资料来源：中银国际研究，公司资料

公司首次披露了费用细节。从细项看，公司销售费用率和管理费用率控制得当，人员费用率和折旧摊销费用率逐步下降。由于王府井在4家公司中冗员最多，店均人数最多，且人均费用不低。

图表 5. 可比公司人员费用占营业收入之比



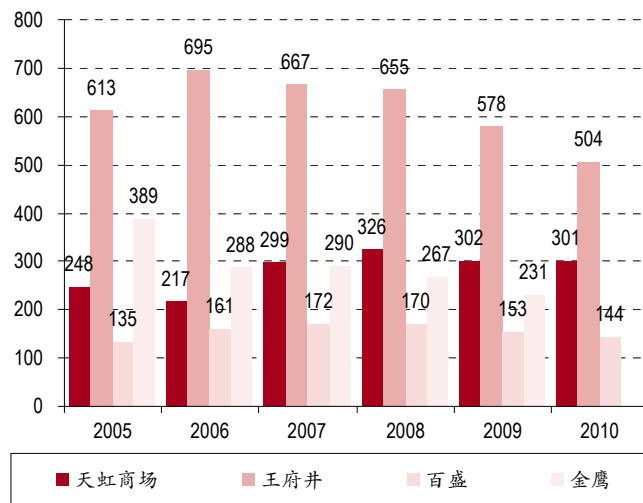
资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 6. 可比公司费用折旧摊销费用占营业收入之比



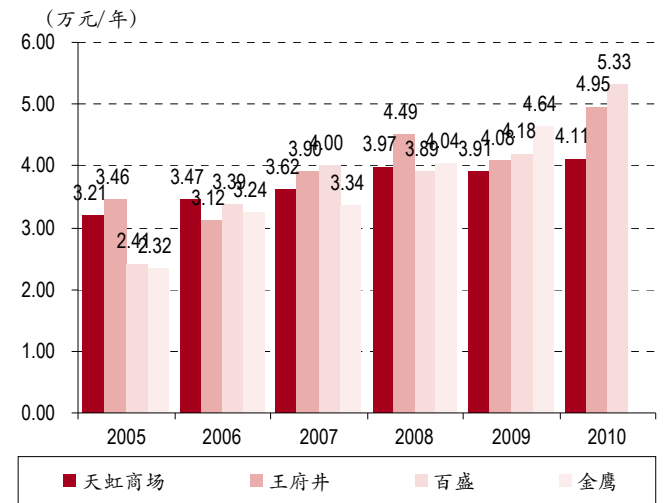
资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 7. 可比公司店均人员数



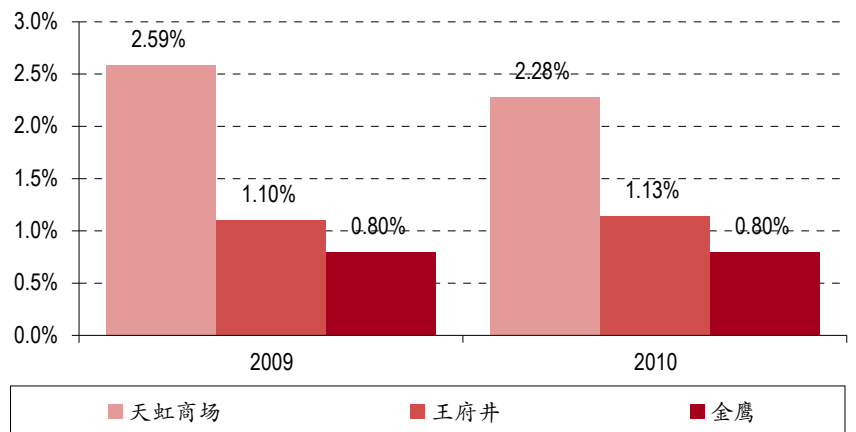
资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 8. 可比公司人均费用



资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 9. 可比公司水电费占营业收入之比



资料来源：公司资料，中银国际研究

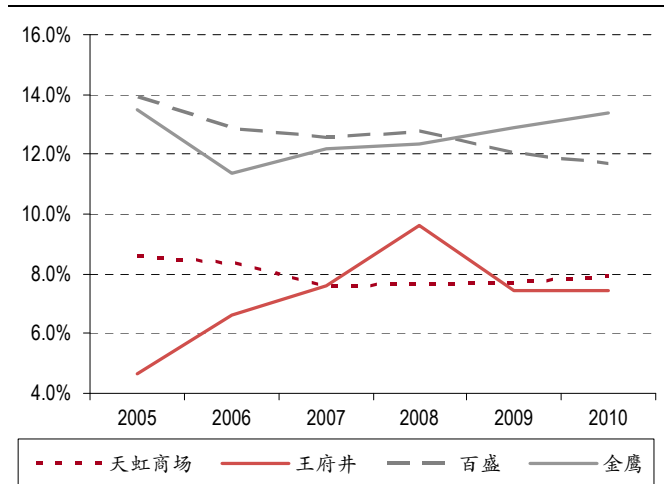
综合来看，公司的营业利润率呈现良好的缓慢上升趋势。但是我们同时也看到由于公司综合毛利率较弱，而人员费用较高导致营业利润率和EBITDA利润率均处于4家可比公司的末端。这也是我们期待公司能够花大力气予以改善之处。

图表 10. 可比公司营运利润率



资料来源：中银国际研究，公司资料

图表 11. 可比公司 EBITDA 利润率



资料来源：中银国际研究，公司资料

各门店回顾

成都王府井百货公司下辖门店包括：成都王府井、重庆王府井 2 家门店、乌鲁木齐王府井、太原王府井、昆明王府井、南宁王府井、兰州王府井。2010 年成都王府井百货公司净利润 2.01 亿元，而去年同期净利润为 1.11 亿元，这其中 2010 年执行的还是 25% 的税率，2009 年执行 15% 税率。这说明在成都王府井单店迅速实现增长同时太原王府井开始逐步进入盈利期。太原王府井已经于 2010 年基本实现盈亏平衡，今年将开始高速增长。而成都王府井自身在持续扩馆调整后，去年仍然实现了 20% 左右同店销售增长，并首次税前收入超过 30 亿元。而兰州、昆明亦将进入良性发展期，同时乌鲁木齐和南宁店可以预计将逐步摆脱艰难状态。

我们认为公司将在今年实现对成都王府井百货公司 100% 的全资控股，将为公司未来增长提供良好的支撑。今年年底成都 2 店（百联天府店）即将开业。今年一举完成成都王府井百货少数股东权益收购并实现全资控股对公司扩大在西南区域的影响力意义重大。我们预计在成都王府井购物中心顺利开业后，公司将继续在成都加密，第 3 店选址可能就在武侯双楠区域。

我们根据母公司报表可以看到，2010 年北京百货大楼销售增长 31% 左右，超过税前销售收入 18.6 亿元，表明北厦收购后百货大楼在 3 层主力楼层封闭半年装修条件下仍然实现了较好的增长。但是我们也看到母公司报表零售业务毛利率下降了 3 个百分点至 16.9%，我们认为这主要与黄金珠宝大幅上升以及国际一线品牌入驻和销售占比上升有关。

北京区域的其他门店去年看来增长乏力，东安市场同店约增长 7%，双安类似，且今年双安将面临楼层物理结构加固，可能会逐层封闭装修，对业绩增长形成较大的压力。长安商场 2010 年增速低于 5%。

异地门店中除了成都店继续保持 20% 增速外，西宁、包头、乌鲁木齐以及重庆沙坪坝店均保持了 15-20% 的同店增长。而广州、长沙、洛阳和重庆解放碑店同店增速在 10-15% 之间，长沙和洛阳是在 2010 年部分楼层装修调整中实现的，难能可贵。长沙店销售收入也首次超过了 11 亿元，且我们能够看到长沙店净利润开始大幅增加。呼和浩特和武汉店仍然乏善可呈。

基于对各门店实际状况的判断，公司采取了不同的策略加以改善和调整。武汉、重庆解放碑店将逐步调整为主题百货。长沙店在去年 2-6 楼装修基础上今年调整 1 楼和 7 楼。

3 家次新店中太原店最具风采，2010 年我们预计该店税前销售收入已经超过 8 亿元，盈亏即将达到平衡，目前仍然保持良好的增长势头，且成为太原区域最好的门店。而昆明和兰州店均已经超过 3 亿元，虽然昆明顺成王府井和业主的后期品牌招商产生分歧，诸多人气品牌开设于王府井百货之外，昆明王府井仍然实现此等规模销售也属不易。

大兴店发展势头良好，2010 年只开业 3 个月左右，销售估计超过 7,000 万元。而 HQ 店仍然需要不断调整，以尝试对年轻客层的吸引力。株洲店去年 11 月底开业，12 月份也实现了 3,000 万元左右销售收入，我们预计该店 2012 年实现盈亏平衡。

我们估计，公司 2011 年至今实现销售收入增长 25% 左右。

继续推进同区域多店，同城加密的策略

公司仍然坚持一以贯之的全国稳健布局战略风格，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，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。2010年以及未来几年，公司继续坚持从精从重的原则，积极推进规模扩张，继续专注于百货业态及百货业态的拓展延伸。继续强化北京地区大本营的市场地位，进一步加大同城多店和区域城市群的开发力度，并加大对未进入地区省会城市的开发力度。业已开业的株洲店、2011年年中以及下半年开业的成都天府店、鄂尔多斯店、福州1店和2012年开业的唐山店、郑州店、西宁2店以及未来可能开业的成都3店、福州2店均很好的体现了公司的战略布局和项目储备，这也表明公司开店稳健的节奏。

我们对所选择区域门店持乐观态度，主要原因是因为新开门店仍然是王府井经过慎重选择后沉淀的储备项目，也在其强势区域中。良好的经营能力以及规模效应会缩短新店的投资回报期。

同时我们看到，所投资的装修门店包括处于良好成长期的长沙店、西宁1店，也包括成熟期的双安旗舰店，还包括经营状况一般的重庆1店、武汉店和呼和浩特店，这表明公司管理层对所属门店生命周期以及所面临的问题了然于胸，并针对各自问题有清晰的解决方法。

调整目标价，维持买入评级

总体来看，我们认为公司发展状态良好，现金流健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店开始发力，太原店业绩表现超出预期。其新开门店质量良好的历史记录令我们感到欣慰。但是我们对公司诸多门店出现的突增费用感到难以跟踪和把握。

我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化，重新调整了盈利预测，我们将2011-2013年的每股收益调整为1.49、1.97和2.53元。我们坚持认为公司基本面良好，是国内优秀的零售公司之一。基于业绩预测调整，我们将目标价由65.00元下调至60.00元，维持**买入**评级。

图表 12.王府井 2008-2010 年各季度业绩

(人民币, 百万)	08-Q1	08-Q2	08-Q3	08-Q4	09-Q1	09-Q2	09-Q3	09-Q4	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4
总销售收入	2,953	2,152	2,395	2,602	2,935	2,301	2,565	3,218	3,813	2,899	3,191	3,968
税金及附加	(23)	(16)	(22)	(32)	(26)	(22)	(33)	(40)	(36)	(25)	(34)	(44)
净销售收入	2,930	2,137	2,372	2,570	2,909	2,279	2,532	3,178	3,776	2,874	3,157	3,924
销售成本	(2,404)	(1,709)	(1,911)	(2,152)	(2,373)	(1,825)	(2,075)	(2,673)	(3,115)	(2,346)	(2,604)	(3,268)
毛利润	526	428	461	418	535	453	458	504	661	528	553	656
销售费用	(234)	(227)	(274)	(96)	(244)	(232)	(248)	(265)	(279)	(279)	(309)	(343)
管理费用	(118)	(66)	(85)	(134)	(124)	(88)	(97)	(97)	(136)	(75)	(104)	(123)
营业利润 174		135	103	188	167	133	113	143	246	174	140	191
非经常性损益	6	(9)	6	(44)	14	24	6	(2)	1	3	5	(46)
应占联营公司损益	(2)	(2)	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	0	(2)	(3)	(0)	(0)
净财务费用	(19)	6	(14)	(14)	(21)	(16)	(20)	(11)	(25)	(20)	(22)	(27)
税前利润 159		130	94	127	158	140	96	130	221	154	122	117
所得税	(41)	(28)	(27)	(42)	(40)	(25)	(24)	(15)	(48)	(44)	(25)	(58)
税后利润 119		102	67	85	119	115	72	115	172	110	97	59
少数股东损益	(12)	(10)	(9)	3	(18)	(8)	(6)	(4)	(29)	(9)	(17)	(7)
归属于上市公司股东利润 107		92	58	88	101	107	65	111	143	100	80	53
扣除非经常性损益后的净利润	100	101	52	131	87	83	60	113	142	97	74	99
每股收益(人民币) 0.24	0	0.242	0.124	0.315	0.209	0.20	0.14	0.271	0.340	0.233	0.178	0.237
盈利能力(%)												
毛利率	18.0	20.0	19.4	16.3	18.4	19.9	18.1	15.9	17.5	18.4	17.5	16.7
营业利润率 5.9		6.3	4.3	7.3	5.7	5.8	4.5	4.5	6.5	6.1	4.4	4.9
税前利润率	5.4	6.1	3.9	5.0	5.4	6.1	3.8	4.1	5.8	5.3	3.9	3.0
净利率 3.4		4.7	2.2	5.1	3.0	3.7	2.4	3.6	3.8	3.4	2.4	2.5

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,898	13,731	16,486	20,211	23,930
销售成本	(8,947)	(11,332)	(13,601)	(16,632)	(19,672)
运营费用	(1,129)	(1,359)	(1,694)	(2,083)	(2,434)
息税折旧前利润	822	1,040	1,192	1,496	1,824
折旧与摊销	(267)	(290)	(319)	(349)	(362)
营业利润(息税前利润)	555	751	873	1,147	1,462
净利息收入(费用)	(68)	(95)	(71)	(85)	(103)
其它盈利/(亏损)	37	(42)	(5)	(5)	(1)
税前利润	523	613	797	1,056	1,358
所得税	(104)	(175)	(175)	(232)	(299)
少数股东损益	(35)	(62)	0	0	0
净利润	384	376	622	824	1,059
核心净利润	352	366	622	824	1,059
每股收益(人民币) 0.97	8	0.900	1.489	1.973	2.536
核心每股收益(人民币) 0.87	4	0.988	1.489	1.973	2.536
每股股息(人民币) 0.24	0	0.270	0.269	0.356	0.573
收入增长(%) 9		26	20	23	18
息税前利润增长(%)	(7)	35	16	31	28
息税折旧前利润增长(%)	(16)	26	15	26	22
每股收益增长(%) 12		(5)	52	26	29
核心每股收益增长(%)	(6)	1	57	26	29

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物 1,86	0	2,948	4,339	5,853	7,736
应收帐款 281		345	436	520	617
库存 305		277	388	438	538
其它流动资产 97		95	116	142	168
流动资产合计	2,542	3,665	5,279	6,953	9,059
固定资产 2,49	7	2,517	2,651	2,673	2,682
无形资产 1,13	7	1,102	1,115	1,126	1,138
其它长期资产 1,23	7	1,029	1,493	1,710	1,610
长期资产合计	4,871	4,649	5,259	5,509	5,431
总资产	7,413	8,314	10,537	12,462	14,490
应付账款 3,15	8	4,008	4,656	5,817	6,885
短期债 70		0	100	110	120
其它流动负债 403		478	370	370	370
流动负债合计	3,631	4,485	5,126	6,297	7,375
长期债 838		99	102	114	117
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本 393		418	462	462	462
资本公积 2,43	8	3,100	4,832	5,573	6,520
股东权益	2,831	3,518	5,295	6,036	6,983
少数股东权益 114		211	15	15	15
负债权益总计	7,413	8,314	10,537	12,462	14,490
每股账面价值(人民币) 7.20		8.42	11.45	13.05	15.10
每股有形资产(人民币) 4.31		5.78	9.04	10.62	12.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.42)	(6.82)	(8.95)	(12.17)	(16.22)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 523		613	797	1,056	1,358
折旧与摊销 267		290	319	349	362
净利息费用 68		95	71	85	103
营运资本变动 408		813	444	1,027	871
税金支付	(104)	(175)	(175)	(232)	(299)
其它经营现金流	(145)	(121)	(71)	(85)	(103)
经营活动产生的现金流	1,019	1,515	1,385	2,200	2,292
购建固定资产净额	(196)	(144)	(340)	(240)	(238)
投资减少/(增加)	(373)	380	(72)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(569)	237	(412)	(240)	(238)
净股本增加	0	0	1,237	0	0
净负债增加 20		(734)	(5)	23	13
支付股息	(71)	(94)	(113)	(124)	(165)
其它筹资现金流 349		165	(701)	(344)	(18)
筹资活动产生的现金流	298	(663)	418	(446)	(170)
现金余额变动 747		1,089	1,390	1,514	1,883
年初现金 1,11	2	1,860	2,948	4,339	5,853
公司自由现金流 461		1,772	994	1,983	2,080
股权自由现金流 401		923	896	1,898	1,963

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 7.5		7.6	7.2	7.4	7.6
息税前利润率 5.1		5.5	5.3	5.7	6.1
税前利润率 4.8		4.5	4.8	5.2	5.7
净利率 3.5		2.7	3.8	4.1	4.4
流动性(倍)					
流动比率 0.7		0.8	1.0	1.1	1.2
利息覆盖倍数 7.0		6.5	9.4	10.6	11.2
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 0.6		0.8	1.0	1.0	1.2
估值(倍)					
市盈率 47.3		41.9	27.8	21.0	16.3
核心业务市盈率 46.3		45.9	27.8	21.0	16.3
目标价对应核心业务市盈率	67.0	66.5	42.5	33.7	26.2
盈率					
市净率 5.7		4.9	3.6	3.2	2.7
价格/现金流 16.0		11.1	13.2	8.7	8.4
企业价值/息税折旧前利润	18.8	14.1	12.6	9.0	6.4
周转率					
存货周转天数 12.0		9.4	8.9	7.5	7.4
应收帐款周转天数 9.6		8.3	8.6	8.6	8.7
应付帐款周转天数 99.0		95.2	95.9	94.6	96.9
回报率(%)					
股息支付率 24.5		30.0	20.0	20.0	25.0
净资产收益率 15.7		11.8	14.1	14.5	16.3
资产收益率 6.5		6.8	7.2	7.8	8.5
已运用资本收益率 16.5		20.1	19.2	19.9	22.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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