

2011年3月29日

大厦股份

有效推进百货连锁和汽车经销全产业链区域拓展

A
买入

600327.SS - 人民币 11.93

目标价格: 人民币 15.00 (▲14.00)

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

2010年公司合并营业收入为62.51亿元,同比上升13.97%,实现净利润(归属于母公司)2.23亿元,同比增长19.1%,每股核心收益0.427元,和我们预期几乎吻合。我们将目标价格上调至15.00元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司拥有积极的扩张战略和清晰的发展思路以及优秀的管理能力。汽车4S店和百货连锁扩张将有效支撑公司长期健康发展。
- 庞大等4S店的上市将可能成为公司股价的催化剂。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

评级面临的主要风险

- 新展店效果低于预期以及我们在目前预测中暂未考虑新增2家百货门店影响。
- 公司东方汽车业务波动大于预期。

估值

- 我们对2011-13年公司每股收益预测(均不考虑非经常性损益)为0.51、0.62和0.74元。我们将公司的目标价由14.00元上调至15.00元。鉴于公司优质的基本面和可持续成长预期,维持公司**买入**的评级。

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(1)	1	3	41
相对新华富时A50指数(%)	(5)	(1)	(4)	51

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	326
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	2,061
3个月日均交易额(人民币 百万)	30
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
无锡商业大厦集团有限公司	47

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

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)	5,522	6,304	7,217	8,337	9,592
变动(%)	31	14	14	16	15
净利润(人民币 百万)	186	224	265	325	384
全面摊薄每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.508	0.622	0.735
变动(%)	71.2	21.3	18.0	22.4	18.2
市场预期每股收益(人民币)	-	0.478	0.600	0.696	0.040
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.517	0.605	-
调整幅度(%)	-	-	(1.7)	2.8	-
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.508	0.622	0.735
变动(%)	71.2	21.3	18.0	22.4	18.2
全面摊薄市盈率(倍)	33.6	27.7	23.5	19.2	16.2
核心市盈率(倍)	33.6	27.7	23.5	19.2	16.2
每股现金流量(人民币)	0.89	0.85	0.95	1.07	1.24
价格/每股现金流量(倍)	13.5	14.0	12.6	11.2	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	12.2	10.5	8.5	6.8
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.102
股息率(%)	0.9	0.7	0.3	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

百货业务启动连锁经营发展之路

公司通过近几年调整改造,已基本实现由传统百货向时尚精品百货转型,2010年上半年开始公司对部分营业场所进行调整,将二楼以上的品牌、购物环境等进行综合提升,使品牌定位更加清晰,品类规划更为科学,动线设计更为合理。“大东方”百货在面临交通、环境、人流等各方面的考验情况下,仍然实现了较为健康的增长。公司2010年全年百货实现营业收入16.3亿元,同比增长13.5%。下半年增速由于百货女装楼层商品结构调整导致增速大幅慢于上半年的14.2%。

根据母公司报表,公司2010年百货零售业务毛利率为21.1%,较2010年上半年的21.8%有所下降,同时较去年同期的20.3%提升较多,我们认为国际一线品牌销售上升,但是同时随着女装等高毛利率品类逐步调整,销售趋好,毛利率和销售收入出现双增现象。我们认为,如果商业大厦未来公司薄弱环节的女装调整效果良好,则能够有效带动人气,弥补公司短板,对公司长期转型非常有帮助。

我们根据母公司报表,可以看到公司大东方百货零售业务费用率(管理费用率+销售费用率)持续下降至10.6%,大东方百货业务税前利润率上升至7.89%。我们认为公司百货业务优异的成长性和公司严格的成本控制能力密切相关。

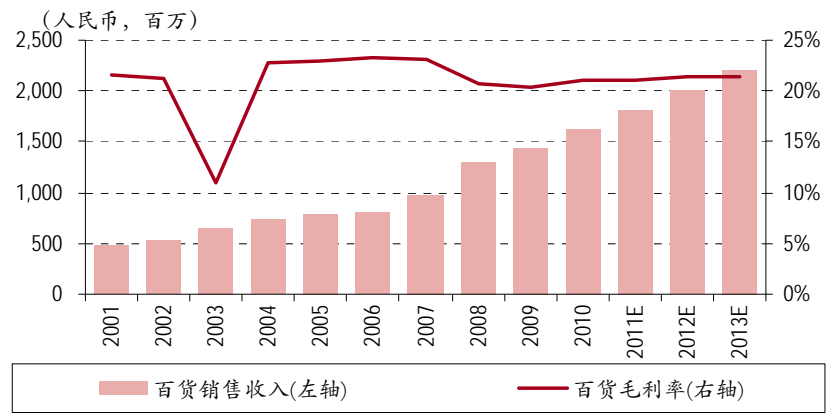
图表 2. 2006 年-2010 年商业大厦百货业务报表模拟 (母公司报表)

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	2009	2010
营业总收入	816.71	984.42	1,309.61	1434.21	1628.13
营业成本	(623.99)	(756.47)	(1037.00)	(1150.35)	(1293.00)
毛利率(%)	23.6	23.2	20.8	20.3	21.1
营业税金及附加	(11.09)	(15.63)	(17.91)	(17.67)	(22.13)
(%)	1.4	1.6	1.4	1.2	1.4
销售费用	(34.99)	(35.11)	(33.60)	(42.92)	(41.10)
(%)	4.3	3.6	2.6	3.0	2.5
管理费用	(51.99)	(67.50)	(114.53)	(122.98)	(131.95)
(%)	6.4	6.9	8.7	8.6	8.1
财务费用	1.55	(2.42)	(8.17)	(8.19)	(11.42)
资产减值损失	(5.26)	(1.54)	(0.29)	0.00	0.00
模拟测算母公司					
利润总额	96.2	107.3	98.4	100.0	128.5
增速(%)	14.4	11.5	(8.3)	1.6	28.6
利润率(%)	11.78	10.90	7.51	6.97	7.89

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

大东方百货一楼国际名品新增 BV 等品牌，全年销售增幅达 24%，销售占比约为 10% 强；黄金珠宝名表手饰大类全年销售增幅 25%，继续保持锡城龙头的地位，时尚女装、运动休闲、男装等品类销售稳定提升。精品和时尚女装调整完毕，销售额约为 3.4 亿元左右，达到公司目标。

图表 3. 2001-2013 年百货零售业务收入和毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年一季度百货业务收入增长 10% 左右，毛利率保持稳定，表明大东方百货销售已经逐步进入良性循环。我们预计 2011 年公司百货业务销售增长 11.5%，达到 18.15 亿元。我们预期公司百货业务未来增长仍然主要源于一楼国际一线品牌和化妆品的销售增长、女装等品类的调整。

另外，公司于 2010 年 10 月初公告新开江苏海门店(占比 70%)和无锡二百伊酷童，我们在 10 月 10 日的点评中强调公司在夯实大东方百货基础上积极选择市场增长潜力较大的区域和细分领域，避开与对手的直接竞争，其重点区域也将选择在受惠于长三角产业转移的富有经济活力的苏北苏中。海门店预计将于 2011 年 9 月左右开业，其装修支出约为 5,500 余万元，目前招商大体到位，伊酷童 4-5 月份左右开业，公司预计投入 4,000 余万元左右进行内部结构装修改造。这些装修改造加上汽车城折旧摊销将会对公司今年的经营费用造成较大的压力。

我们需要提醒的是，海门百货消费力虽然旺盛，但是招商体系和目前无锡大东方百货不属于同一层面，所以即使我们对其首个经营年度实现税前3亿元的销售不存太多疑虑，但是招商效果可能对公司是个重要的考验。而伊酷童由于是新的业态形式，在无锡区域是否能够被市场有效接受尚需观察，虽然年租金只有300万元，但是我们还要等待其年内开业。我们在未来3年的预测中尚未将上述两区域和主题百货纳入预测假设，我们希望能够看到其开业一段时间后再作出判断，届时调整盈利预测。

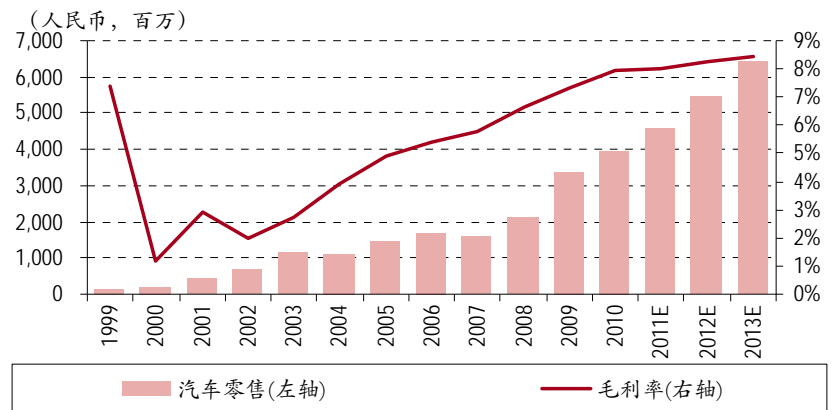
汽车销售成为未来公司重要的增长极

2010年公司务深入品牌调整，实施区域扩张策略，同时抓紧东方汽车新城的建设，构建包括4S店集群、汽车后市场、二手车市场、快修连锁、一站式城市综合体等业态的全新概念汽车城。

2010年公司销售汽车达3.23万余辆，继续占据无锡市区乘用车市场近70%的份额，全年汽车经营收入达39.55亿元，同比增长17.53%，毛利31,473万元，增长达27.72%，毛利率提高0.64个百分点，达7.96%，均创下历史新高。其中维修保养等后产业服务收入呈稳步增长态势，达2.74亿元，增长25%，毛利达12,148万元，平均毛利率为44.28%，增长1.43个百分点，维持良好盈利水平。全年东方汽车实现营业收入28亿元，同比增长20%，净利润同比增长28%，新纪元汽车实现营业收入12亿元，同比增长13%，净利润同比增长18%。

从2009年起，公司逐步开始调整结构，向高端品牌发展。目前高端车在销售额中占比超过24%，中端车占比约为53%，中低端车占比不足23%。

图表 4. 1999-2013 年公司汽车经销收入及综合毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

“东方、新纪元汽车”2010年完成汽车业务拓展的第一步，即在周边的江阴、苏州、宜兴、南通进行布局。在南通已经累计开设嘉宇（雷克萨斯）、东沃（沃尔沃）、鸿通（斯巴鲁）3家4S店，保时捷南通的项目也基本落实（与上海永达合资，公司占51%的股权），苏州吴江宝致（宝马）（公司占100%股权）也完成建设，江阴富翔（斯巴鲁）成为江阴地区首家4S店，宜兴斯巴鲁4S店项目也已达成意向。公司将在江阴和宜兴全资开设沃尔沃各1家，这些4S店的布局，为未来几年在周边区域城市展开东方新纪元汽车的对外拓展，建立了良好的开局，也将成为公司汽车主营的又一个经济增长点。

按照计划，公司今年会建10-15家新店。公司目前洽谈部分收购无锡和苏北地区的一些店。收购方面公司首先要考虑门店的价值，考虑该门店是否拥有自有土地。苏北地区的一些门店将以布局高端品牌为主。

位于无锡新区的“中国工业博览园”内投资6.7亿元的东方新纪元汽车城已经于2011年春节前完成一期工程，其中现在25家东方汽车4S店中的18家实现搬迁，另外将新开2家4S店，同时华东二手车市场将同时建设，剩余的100多亩暂作土地储备。原东方汽车城仅为90亩，物业主要为租赁，搬迁后的汽车城将成为华东地区最大规模的汽车城。新纪元汽车12家4S店目前大多为租赁物业，以后也会逐步搬迁入新的东方汽车城。预计2011年底可以全面入驻。新址建成后将由股份公司租赁给东方汽车公司，租金冲抵相应的财务费用，3.17亿元新东方汽车城投入将由股份公司的经营性现金+购物卡预收+部分贷款解决。政府对搬迁的补偿款将用于汽车城的重装投入。

另外，公司原来没有涉足通用品牌，今年会在这一品牌上有所突破，目前雪佛兰公司已经得到授权，正在逐步发展凯迪拉克和别克品牌。此外在日产和其他一些高端品牌方面，公司也会去着重发展。此外，公司计划在宜兴建立一个400亩的汽车城，类似无锡汽车城的一个小的克隆。目前方案已经论证，可能会在6月份开工，宜兴汽车城里有15家店，目前已经有三家店等着开业。

总体来看，我们预期2011年公司汽车销售业务收入增长16.3%达到46亿元，汽车总体毛利率保持稳定，由于后汽车服务销售收入占比仍然较小，但是高档车占比会逐步上升以抵消中低端车毛利率下降的压力。

我们认为从中长期来看，汽车销售业务成为公司的另一增长级的战略无疑是正确的。当然由于无锡当地市场饱和，公司开始考虑利用自身的品牌优势以及和供应商良好的关系进入处于汽车消费迅猛发展的苏北地区进行扩张，将使得该项业务在未来实现较大的增长。我们看好公司成为江苏区域内最大的汽车零售连锁集团的前景。

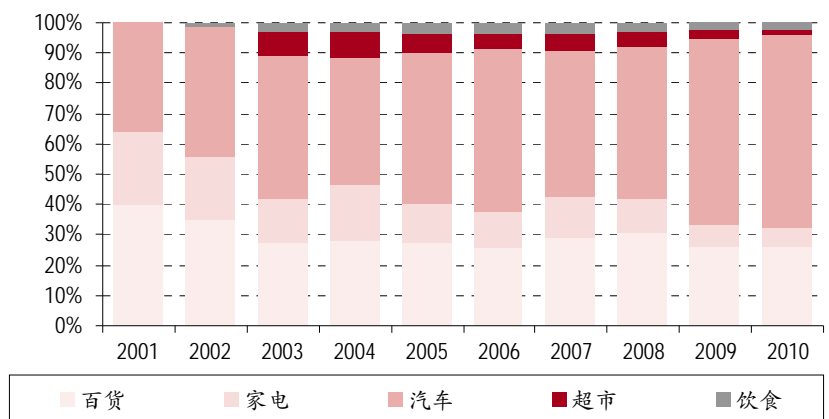
其他业务相对稳定

东方电器优化商品结构并改进促销手段，同时充分利用国家的家电以旧换新政策扩大销售，2010 年东方家电销售收入 4.08 亿元，同比增长 5.9%，实现利润 3,153 万元，净利润同比增长 18.52%。

2010 年度，三凤食品销售收入 1.33 亿元，实现利润 3,003 万元，同比增长 6.15%，仍保持经营业绩的稳定增长。三凤桥肉庄和三凤桥食品专卖努力拓展销售渠道，三凤桥肉庄实现营业收入 1.29 亿元，同比增长 3.8%，三凤桥食品专卖实现营业收入 3,349 万元，同比增长 29.82%。2011 年由于以每股 9 元的价格受让无锡市三凤桥肉庄其他股东持有的该公司 1,531.75 万股计 63.3% 的股权，将导致公司少数股东损益下降 1,500 万元左右，这也将增厚 2011 年归属于母公司股东业绩约 0.029 元/股。

大厦百业超市受到其他连锁超市、大卖场抢占乡镇市场的冲击，同时由于百业超市的主力消费人群外地打工者返乡，销售持续下滑，2010 年实现营业收入 1.43 亿元，同比下降 23.21%。

图表 5. 2001-2010 年主营业务收入组成



资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年投资收益分红下降，2011 年稳定

公司投资的江苏广电信息网络公司 2009 年分红 551 万元，而 2010 年分红集中于当年的 3 季度为 579 万元。2009 年 3 季度国联信托分红 800 万元，2010 年全年可能下降到 1,400 万元，而 2009 年分红 400 万元的江苏银行 2010 年不分红，但是江苏银行可能于 2012 年实现上市，所以 2010 年全年合计分红的投资收益为 1,979 万元，较 09 年的 3,351 万元大幅下降。我们预计 2011 年仍然将保持 2010 年水平不变。

维持买入评级和提高目标价

我们预期 2011-13 年公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.508、0.622 和 0.735 元。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，我们小幅上调公司的目标价至 15.00 元/股。维持公司**买入**的评级。

图表 6.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动(%)
主营业务收入	5,484	6,251	14
税金及附加	(35)	(41)	15
净销售收入	5,448	6,210	14
其他业务利润	48	68	43
销售成本	(4,821)	(5,465)	13
销售费用	(159)	(178)	12
管理费用	(226)	(251)	11
息税前利润	290	385	33
非经常性损益	(2)	1	(188)
应占联营公司损益	40	25	(37)
净财务费用	(25)	(28)	11
税前利润	304	384	26
所得税	(68)	(95)	41
少数股东损益	(50)	(64)	28
归属于上市公司股东利润	186	224	21
扣除非经常性损益后的净利润	187	223	19
盈利能力(%)			
毛利率	12.8	13.5	
营业利润率	5.2	6.1	
税前利润率	7.0	7.8	
净利率	3.4	3.5	

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,522	6,304	7,217	8,337	9,592
销售成本	(4,847)	(5,490)	(6,300)	(7,283)	(8,392)
经营费用	(285)	(317)	(372)	(425)	(479)
息税折旧前利润	390	497	544	629	721
折旧及摊销	(100)	(112)	(116)	(115)	121
经营利润(息税前利润)	290	385	429	514	599
净利息收入(费用)	(25)	(28)	(36)	(36)	(39)
其他收益/(损失)	38	27	27	27	27
税前利润	304	384	419	505	587
所得税	(68)	(95)	(103)	(126)	(147)
少数股东权益	(50)	(64)	(52)	(54)	(57)
净利润	186	224	265	325	384
核心净利润	185	225	265	325	384
每股收益(人民币)	0.356	0.430	0.508	0.622	0.735
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.508	0.622	0.735
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.102
收入增长(%)	31	14	14	16	15
息税前利润增长(%)	55	33	11	20	17
息税折旧前利润增长(%)	39	27	9	16	14
每股收益增长(%)	71	21	18	22	18
核心每股收益增长(%)	71	21	18	22	18

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
现金及现金等价物	712	811	1,328	1,759	2,260
应收帐款	216	266	294	339	395
库存	372	434	491	572	656
其他流动资产	65	32	45	58	58
流动资产总计	1,364	1,543	2,158	2,727	3,370
固定资产	744	765	781	802	797
无形资产	229	578	574	570	566
其他长期资产	249	270	281	291	291
长期资产总计	1,222	1,613	1,635	1,663	1,654
总资产	2,587	3,156	3,793	4,390	5,024
应付帐款	1,208	1,429	1,629	1,871	2,154
短期债务	219	334	484	494	504
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,427	1,764	2,113	2,365	2,659
长期借款	48	45	48	50	53
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	326	522	522	522	522
储备	575	577	810	1,098	1,436
股东权益	901	1,098	1,332	1,620	1,958
少数股东权益	211	249	300	354	354
总负债及权益	2,587	3,156	3,793	4,390	5,024
每股帐面价值(人民币)	2.76	2.11	2.55	3.10	3.75
每股有形资产(人民币)	2.06	1.00	1.45	2.01	2.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.37)	(0.83)	(1.53)	(2.33)	(3.26)

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	304	384	419	505	587
折旧与摊销	100	112	116	115	121
净利息费用	25	28	36	36	39
运营资本变动	175	109	113	117	142
税金	(68)	(95)	(103)	(126)	(147)
其他经营现金流	(74)	(94)	(88)	(90)	(96)
经营活动产生的现金流	462	444	493	557	647
购买固定资产净值	(84)	(452)	(119)	(130)	(109)
投资减少/增加	27	15	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(57)	(437)	(119)	(130)	(109)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(136)	113	153	13	13
支付股息	(44)	(21)	(45)	(53)	(65)
其他融资现金流	(38)	0	34	45	16
融资活动产生的现金流	(217)	92	142	4	(37)
现金变动	187	99	517	431	501
期初现金	524	712	811	1,328	1,759
公司自由现金流	410	12	379	432	544
权益自由现金流	244	92	491	403	511

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	7.1	7.9	7.5	7.5	7.5
息税前利润率	5.3	6.1	5.9	6.2	6.2
税前利润率	5.5	6.1	5.8	6.1	6.1
净利率	3.4	3.6	3.7	3.9	4.0
流动性(倍)					
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.3
利息覆盖率	9.6	11.7	10.4	12.4	13.4
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	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	33.5	27.7	23.5	19.2	16.2
核心业务市盈率	33.6	27.7	23.5	19.2	16.2
目标价对应核心业务市盈率	39.4	32.5	27.5	22.5	19.0
盈率					
市净率	4.3	5.7	4.7	3.8	3.2
价格/现金流	13.5	14.0	12.6	11.2	9.6
企业价值/息税折旧前利润	9.4	12.2	10.5	8.5	6.8
周转率					
存货周转天数	26.7	26.8	26.8	26.6	23.4
应收帐款周转天数	13.0	13.9	14.2	13.8	14.0
应付帐款周转天数	71.7	76.3	77.3	76.6	76.6
回报率					
股息支付率(%)	19.0	19.6	7.7	13.8	13.8
净资产收益率(%)	22.3	22.4	21.8	22.0	21.5
资产收益率(%)	9.2	10.1	9.3	9.4	9.6
已运用资本收益率(%)	21.7	25.1	22.3	22.2	22.5

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。

本报告期内含保密信息，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