



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 24 日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

重庆百货(600729.CH)

重组获批, 金花再放光彩

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	09A 合并	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,312	8,842	17,863	21,777	27,019	33,843
(+/-%)	13.9%	20.9%	12.3%	21.9%	24.1%	25.3%
毛利	1,160	1,413	2,561	3,191	4,089	5,268
(+/-%)	14.2%	21.8%	12.3%	24.6%	28.1%	28.8%
利润总额	182	222	519	650	872	1,177
(+/-%)	0.7%	22.0%	9.2%	25.2%	34.0%	35.0%
净利润	157	189	444	552	732	985
(+/-%)	-3.6%	20.3%	4.8%	24.5%	32.5%	34.6%
摊薄总股本(百万)	204	204	373	373	373	373
每股收益(元)	0.77	0.92	1.19	1.48	1.96	2.64
市盈率	62.5	51.9	40.4	32.4	24.2	18.2
市净率	-	-	11.0	8.5	6.6	5.0

注: 2009A 和 2010E 为重庆百货盈利预测, 之后预测为重组后新重百盈利预测

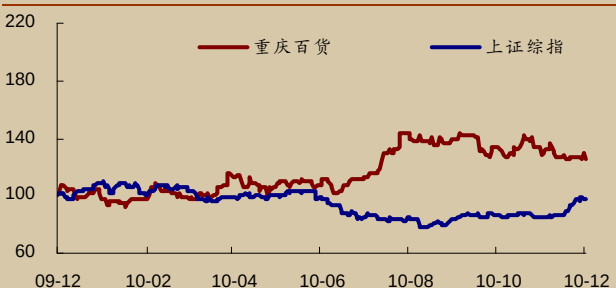
股票信息

当前股价	48.00
股票代码	600729.CH
日成交量(百万股)	0.6
52周最高价/最低价	57.00/35.00
重组后总股本(百万股)	373
目前流通股(百万股)	204
主要股东(重组后持股比例)	重庆商社(45.4%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
重庆百货	-1.1	-2.0	-10.0	19.6
上证综指	-1.5	1.0	10.2	-12.9
零售指数	-3.9	-4.1	-6.6	4.6

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

此前批文何时下达是制约公司股价表现的主要因素, 今日重庆百货和新世纪重组获得正式批文, 中国西部商业零售旗舰起航! 我们看好此后公司的规模优势和整合效益, 重申推荐评级。产业链转移、居民收入提升、城市化将全面推动中西部消费的大发展, “中西部五朵金花”(合肥百货、重庆百货、鄂武商、武汉中百、友好集团) 具备领先的业绩增速, 目前估值已回调至 22-24 倍, 是介入的好时机。

理由:

- **西部零售业龙头, 发展潜力巨大。**重庆百货与新世纪百货重组后, 新重百 2010 年的销售规模将超过 200 亿, 在零售商中排名第 3, 同时也成为了当之无愧的西部零售业龙头。往今后看, 公司将充分享受区域经济和消费的腾飞, 同时渠道下沉和区域扩张有望带来持续快速增长, 成长空间大。
- **原重庆百货和新世纪百货市场定位互补、整合后竞争消耗会减轻。**新世纪明晰了时尚流行百货的定位, 重庆百货则定位于大众百货。整合后随着品牌优化和营销策略协同, 两者之间的竞争消耗将显著降低。
- **整合将显著提升规模效益和盈利能力。**此次获批后, 公司后续将进行相关的股权过户手续, 标志着重组进入实质性推动阶段。预计重组后的新重百将有效提高对品牌供应商的议价能力, 提升采购规模和毛利率; 管理和物流系统的合并还将在一定程度上降低费用率。按照我们的预测, 公司 2011 年的净利润率只有 2.7%, 远远低于 A 股零售平均的 4.6%, 盈利具备高提升空间和弹性。

盈利预测和估值:

预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益分别为 1.48 元、1.96 元和 2.64 元, 增长 25%, 33%和 35%。

看好新重百中长期增长潜力和整合效应, 目前股价对应 2011 年市盈率只有 24 倍, 处于板块较低端。公司重组事项最终获批有望成为股价催化剂, 目标价位 59 元(对应 2011 年 30 倍); 同时其整合效应和增长前景确定, 盈利提升空间大, 中长期值得一定估值溢价, 重申推荐评级。

图表 1：中西部公司对比和目标价位

公司	股价	年初以来回报	7月6日以来走势	11月11日以来走势	2011PE	估值平移	2011年30x	30x对应价位	中金预测	市场预测	差异	催化剂/风险
合肥百货	18.7	28.4%	25.9%	-8.5%	23	39%	32%	24.7	0.82	0.80	3%	增发批通过
重庆百货	48.0	20.1%	21.8%	-11.4%	24	33%	25%	59.0	1.96	1.90	3%	重组已通过、整合效应体现
友好集团	13.8	56.0%	26.1%	-18.1%	28	59%	35%	18.7	0.50	0.48	4%	主业快速增长
鄂武商	18.1	22.0%	25.5%	-14.9%	23	32%	30%	23.5	0.78	0.75	5%	摩尔城好于预期
武汉中百	12.6	8.3%	17.0%	-13.7%	23	34%	30%	16.4	0.55	0.53	3%	同店销售提升快

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：友好集团测算其 30 倍 2011 年空间——给予零售 30x 市盈率加上每股土地价值。

图表 2：主要零售公司门店分布及渠道下沉比较

公司	主要省份	门店			销售收入(2009,亿)			主要省份覆盖率			竞争环境	主要对手
		总数	省会城市占比(%)	其他占比(%)	收入	省会城市占比(%)	其他占比(%)	地级市	进入个数	覆盖率		
中西部地区												
合肥百货	安徽	15 (百货)	40%	60%	59	74%	26%	17	8	47%	不激烈	商之都、百盛
重庆百货+新世纪	重庆	45 (百货)	36%	64%	179	70%	30%	40(辖区)	33	83%	不激烈	新世界、王府井、茂业百货
友好集团	新疆	7	71%	29%	20	94%	6%	14	3	21%	不激烈	世纪金花、王府井
鄂武商	湖北	7 (百货)	71%	29%	79	76%	24%	13	3	23%	不激烈	新世界、大洋
武汉中百	湖北	667	37.4%(仓储)	63%	101	49%	51%	13	8	62%	不激烈	家乐福、沃尔玛、鄂武商
友阿股份	湖南	7	71%	29%	27	88%	12%	14	3	21%	中等	平和堂、王府井、通程控股
成商集团	四川	12	58%	42%	17	64%	36%	18	4	22%	相对激烈	王府井、仁和春天
新华百货	宁夏	6	100%	0%	32	100%	0%	5	1	20%	不激烈	国芳百盛
东北地区												
大商股份	辽宁	73(百货)	27%	73%	212	40%	60%	14	10	71%	不激烈	较少 中央红、秋林 丹尼斯
	黑龙江							12	9	75%		
	河南							17	7	41%		
欧亚集团	吉林	10	60%	40%	39	97%	3%	9	5	56%	不激烈	亚细亚百货
东部沿海												
百联股份	上海	26	96%	4%	103	99%	1%	19(区县)	9	47%	较激烈	新世界、久光百货
广州友谊	广东	5	100%	0%	30	100%	0%	21	2	10%	相对不激烈	广百
银座股份	山东	42	19%	81%	52	30%	70%	17	10	59%	不激烈	利群集团、家家悦、潍坊百货
银泰百货	浙江	21	52%	48%	64	78%	22%	11	6	55%	不激烈	杭州大厦、解百
京客隆	北京	120	100%	0%	71	100%	0%	18	18	100%	中等	物美、沃尔玛、家乐福
跨区域发展												
苏宁电器	全国	1206	45%	55%	583	66%	34%	283	223	79%	激烈	国美电器
王府井	全国	22	86%	14%	111	92%	8%	31	13	42%	中等	燕莎、百盛、新世界
华联综超	全国	89	78%	22%	93	84%	16%	31	20	65%	较激烈	沃尔玛、家乐福
联华超市	全国(长三角)	5040	75%	25%	263	80%	20%	43	31	72%	相对激烈	沃尔玛、家乐福
天虹商场	华南(广东)	39	74%	26%	81	89%	11%	21	3	14%	中等	茂业百货、岁宝百货
人人乐	广东	92	78%	22%	88	88%	12%	21	7	33%	较激烈	沃尔玛、家乐福
永辉超市	福建	135	84%	16%	85	90%	10%	9	9	100%	中等	新华都
	重庆							40(辖区)	19	48%		重庆百货

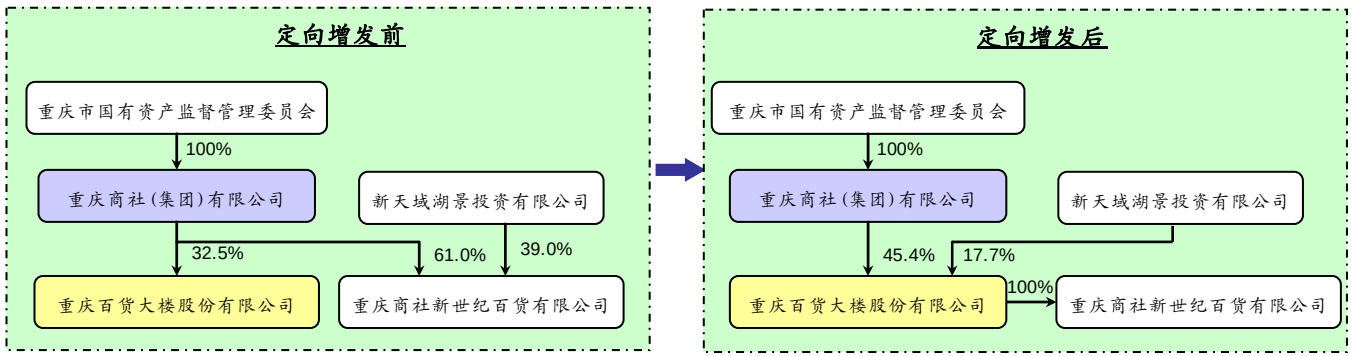
资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：主要省份覆盖率 = 进入该省地级市个数 / 该省地级市个数（直辖市为进入区县），全国布局的用进入省份代替，苏宁为进入全国地级市的覆盖率，按加入县级市 368 个计算，其覆盖率约为 34%。

图表 3: 零售公司资产重组和增发概览

公司	重组和增发概况	进程	后续看点	2011收入	2011净利润	净利率	市盈率	P/S
百联股份	友谊、百联吸收合并	股东大会、国资委已过，等待证监会批文	零售第一大航母；未来整合效应和奥特莱斯发展	52,209	1,384	2.7%	23.3	0.57
重组	重庆百货	合并新世纪	证监会已通过	27,019	732	2.7%	24.2	0.66
	西单商场	收购新燕莎控股100%股权	股东大会、国资委已过，等待证监会批文	10,574	315	3.0%	30.1	0.90
	合肥百货	增发收购合家福等少数股东股权	股东大会已过，处置地产股权，等待批文	9,297	432	4.4%	22.7	0.96
	鄂武商	配股扩建摩尔城项目	股东大会已过，等待批文	13,376	398	3.0%	23.1	0.89
	王府井	集团现金增持，收购少数股东权益	董事会已过	17,092	742	4.3%	29.2	1.35
	华联综超	集团现金增持，新开店和改造门店	股东大会已过，等待批文	14,592	203	1.4%	36.4	0.51
增发	大商股份	增发	股东大会提出	29,125	410	1.4%	34.5	0.49
	西安民生	集团现金增持，增发收购和扩建项目	股东大会已过，等待批文	3,056	85	2.8%	29.8	1.23
	武汉中商	增发收购销品茂股权	股东大会已过，等待批文	4,150	106	2.5%	32.6	0.83
	华联股份	收购万柳60%股权及建设改造门店	已获证监会批准	788	120	15.3%	45.8	7.00
	通程控股	配股新开和改造门店；偿还贷款	股东大会已过，等待批文	4,178	162	3.9%	24.3	0.94
	广百股份	收购新一城部分物业、建设物流、开新店	股东大会已过，等待批文	6,641	208	3.1%	22.8	0.72
	银座股份	收购淄博银座、建设济南Mall项目	已实施	10,861	285	2.6%	26.9	0.70
A股板块平均						4.6%	24.0	1.46
港股板块平均						8.1%	24.7	1.51
超市						2.6%	17.9	0.48

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 增发后股权关系变更



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2009A 合并	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,979	5,488	6,421	7,312	17,863	21,777	27,019	33,843
营业成本	-4,263	-4,644	-5,405	-6,152	-15,302	-18,586	-22,929	-28,575
销售费用	-333	-418	-517	-621	-1,554	-1,892	-2,352	-2,936
管理费用	-251	-262	-272	-303	-405	-506	-627	-800
财务费用	-16	-17	-10	-20	0	-10	-38	-69
利润总额	94	120	181	182	519	650	872	1,177
所得税	-14	-18	-16	-23	-73	-95	-137	-188
净利润	79	101	163	157	444	552	732	985
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2009A 合并	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	199	366	369	544	876	994	1,186	1,465
投资活动现金流	-239	-223	-248	-74	-715	-200	-200	-200
融资活动前现金流	-40	-100	-135	-87	-311	-112	-112	-112
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2009A 合并	2010E	2011E	2012E
货币资金	195	238	224	608	1,746	2,428	3,302	4,455
存货	419	519	587	631	1,553	1,733	2,137	2,664
流动资产:	846	936	998	1,398	3,522	4,418	5,760	7,520
固定资产	955	1,066	1,165	1,119	2,004	2,015	2,041	2,054
非流动资产:	1,048	1,217	1,371	1,336	2,362	2,369	2,390	2,400
资产总计	1,894	2,153	2,369	2,734	5,884	6,787	8,150	9,919
短期借款	50	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	830	1,006	1,096	1,296	1,741	2,037	2,387	2,818
其他应付款	209	278	385	460	2,446	2,602	2,981	3,429
流动负债:	1,108	1,302	1,480	1,774	4,224	4,684	5,423	6,316
长期借款	130	130	45	0	0	0	0	0
非流动负债:	130	130	45	0	0	0	0	0
负债合计	1,238	1,432	1,525	1,774	4,224	4,684	5,423	6,316
归属于母公司股东权益合计	639	703	825	941	1,634	2,075	2,694	3,567

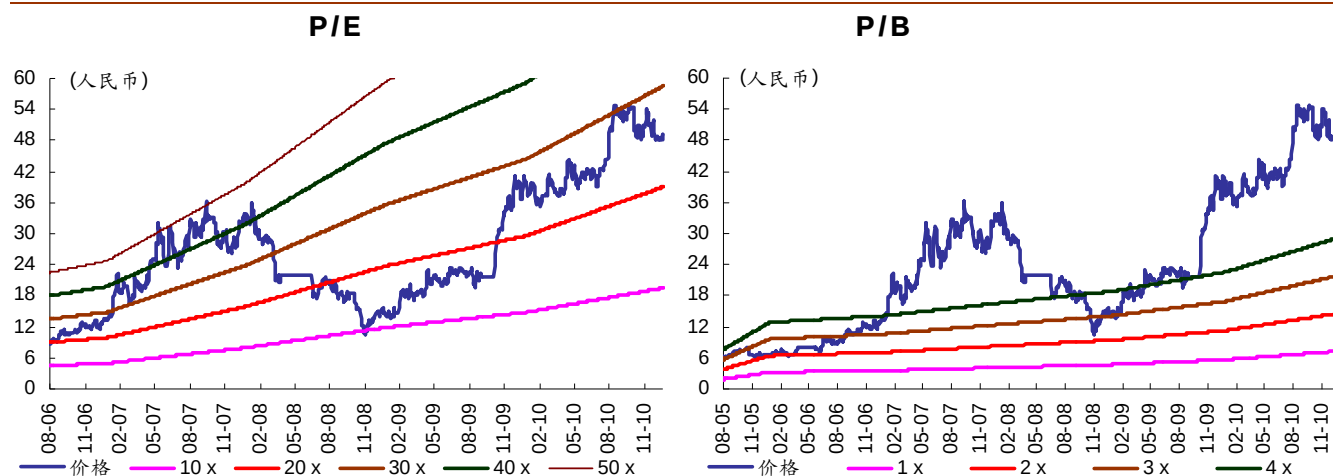
资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG	
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	48.15	14,143	180	-	410	127.8%	640	56.0%	0.61	1.40	2.18	78.6	34.5	22.1	88.5%	0.4	
	600859.CH	王府井	46.87	21,673	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	45.2	29.2	22.4	42.0%	0.7	
	002419.CH	天虹商场	47.58	19,037	480	34.7%	634	32.3%	821	29.5%	1.20	1.59	2.05	39.7	30.0	23.2	30.8%	1.0	
	3368.HK	百盛集团	12.00	33,711	1021	12.1%	1207	18.2%	1,449	20.0%	0.42	0.52	0.64	28.4	22.9	18.6	19.1%	1.2	
	825 .HK	香港新世界	6.37	10,741	578	5.5%	685	18.6%	808	17.9%	0.34	0.41	0.48	18.9	15.7	13.3	18.3%	0.9	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	18.70	8,971	325	47.8%	432	33.0%	582	34.6%	0.62	0.82	1.11	30.2	22.7	16.9	33.8%	0.7	
	000501.CH	鄂武商	18.13	9,196	312	30.7%	398	27.5%	536	34.7%	0.62	0.78	1.06	29.5	23.1	17.2	31.0%	0.7	
	600778.CH	友好集团	13.81	4,302	98	62.0%	156	58.9%	228	46.4%	0.31	0.50	0.73	43.9	27.6	18.9	52.6%	0.5	
	600729.CH	重庆百货	48.00	9,792	552	24.5%	732	32.5%	985	34.6%	1.48	1.96	2.64	32.4	24.2	18.2	33.5%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	26.47	4,211	127	14.1%	167	31.3%	215	29.0%	0.80	1.05	1.35	33.2	25.3	19.6	30.2%	0.8	
	600785.CH	新华百货	30.22	6,269	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	27.2	21.8	17.2	26.0%	0.8	
	002277.CH	友阿股份	23.36	8,157	228	53.0%	307	34.3%	429	39.8%	0.65	0.88	1.23	35.7	26.6	19.0	37.0%	0.7	
	000419.CH	通程控股	11.18	3,924	110	94.5%	162	46.3%	225	39.5%	0.31	0.46	0.64	35.5	24.3	17.4	42.9%	0.6	
	600858.CH	银座股份	26.50	7,657	185	6.8%	285	54.1%	377	32.1%	0.64	0.99	1.30	41.4	26.9	20.3	42.7%	0.6	
	600828.CH	成商集团	18.56	6,787	163	27.3%	236	45.0%	315	33.5%	0.45	0.65	0.86	41.7	28.8	21.5	39.1%	0.7	
	000564.CH	西安民生	8.32	2,532	60	23.1%	85	41.7%	115	35.3%	0.20	0.28	0.38	42.2	29.8	22.0	38.4%	0.8	
	长三角地区	600827.CH	百联股份(合并后)	18.70	32,211	1129	36.5%	1384	22.6%	1799	30.0%	0.66	0.80	1.04	28.5	23.3	17.9	26.2%	0.9
		600631.CH	百联股份	15.39	16,945	551	38.8%	723	31.3%	927	28.2%	0.50	0.66	0.84	30.8	23.4	18.3	29.7%	0.8
		600827.CH	友谊股份	18.70	8,829	315	67.4%	373	18.4%	450	20.7%	0.67	0.79	0.95	28.0	23.7	19.6	19.5%	1.2
		600628.CH	上海新世界	12.26	6,520	217	20.2%	252	16.4%	306	21.3%	0.41	0.47	0.58	30.1	25.8	21.3	18.8%	1.4
600655.CH		豫园商城	13.78	19,806	701	45.7%	847	20.7%	958	13.1%	0.49	0.59	0.67	28.2	23.4	20.7	16.9%	1.4	
1833.HK		银泰百货(经营性)	10.60	18,675	515	55.4%	692	34.5%	900	30.0%	0.34	0.48	0.64	31.2	22.1	16.6	32.2%	0.7	
北京和广州地区	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	21.15	41,090	970	28.0%	1268	27.5%	1,611	27.0%	0.58	0.80	1.04	36.4	26.6	20.4	28.8%	0.9	
	000987.CH	广州友谊	26.47	9,502	338	18.4%	451	33.7%	592	31.3%	0.94	1.26	1.65	28.1	21.1	16.0	32.5%	0.6	
	600723.CH	西单商场	14.38	9,468	239	39.3%	315	31.8%	388	23.2%	0.36	0.48	0.59	39.6	30.1	24.4	27.4%	1.1	
超市类公司																			
	000759.CH	武汉中百	12.60	8,581	278	30.5%	372	33.6%	486	30.6%	0.41	0.55	0.71	30.8	23.1	17.7	32.1%	0.7	
	600361.CH	华联综超(自然恢复)	11.11	7,397	123	101.9%	203	65.6%	305	50.3%	0.18	0.31	0.46	60.3	36.4	24.2	57.8%	0.6	
	600361.CH	华联综超(较快释放)	11.11	7,397	139	128.4%	287	106.5%	399	39.0%	0.21	0.43	0.60	53.3	25.8	18.6	69.5%	0.4	
	601933.CH	永辉超市	34.41	26,423	298	17.2%	434	45.6%	595	37.0%	0.39	0.57	0.77	88.7	60.9	44.4	41.3%	1.5	
	002336.CH	人人乐	25.26	10,104	269	17.1%	347	29.2%	463	33.2%	0.67	0.87	1.16	37.6	29.1	21.8	31.2%	0.9	
	002251.CH	步步高	25.57	6,913	188	13.6%	238	26.7%	292	22.9%	0.69	0.88	1.08	36.9	29.1	23.7	24.8%	1.2	
	002264.CH	新华都	23.81	3,817	85	24.3%	126	47.9%	168	32.6%	0.53	0.79	1.05	44.7	30.2	22.8	40.1%	0.8	
	980.HK	联华超市	34.80	21,646	650	28.2%	823	26.7%	1,032	25.3%	1.21	1.61	2.07	28.7	21.6	16.8	26.0%	0.8	
	814.HK	京客隆	9.57	3,945	182	23.5%	228	25.0%	279	22.2%	0.51	0.67	0.84	18.6	14.2	11.3	23.6%	0.6	
	8277.HK	物美集团	19.06	23,260	550	25.7%	690	25.4%	844	22.3%	0.52	0.69	0.86	36.4	27.6	22.0	23.9%	1.2	
	家电及电子消费品零售及分销公司																		
	家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.28	92,910	4049	40.1%	5308	31.1%	6,796	28.0%	0.58	0.76	0.97	22.9	17.5	13.7	29.6%	0.6
		493.HK	国美电器	2.88	48,066	1,817	30.3%	2,172	19.6%	2,564	18.0%	0.12	0.15	0.18	24.6	19.6	16.2	18.8%	1.0
手机分销	000829.CH	天音控股	12.51	11,846	340	79.3%	477	40.2%	658	38.0%	0.36	0.50	0.69	34.8	24.9	18.0	39.1%	0.6	
	002416.CH	爱施德	42.73	21,079	670	40.2%	894	33.3%	1,165	30.4%	1.36	1.81	2.36	31.4	23.6	18.1	31.8%	0.7	
商业地产开发或购物中心经营管理公司																			
	600415.CH	小商品城	33.34	45,369	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	45.0	27.0	21.3	45.5%	0.6	
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	7.47	3,689	33	-56.0%	120	265.2%	196	63.1%	0.04	0.16	0.27	167.4	45.8	28.1	144.0%	0.3	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED