

2011年10月31日

# 泸州老窖

## 主业优秀，华西证券拖累业绩

**A**
**买入**

000568.SZ - 人民币 41.78

目标价格: 人民币 55.00 (▼57.00)

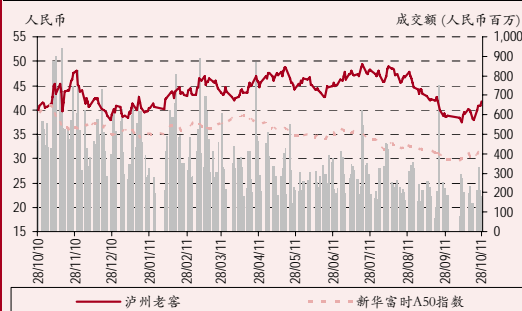
刘都\*

(8621) 2032 8510

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(%)          | 31   | 20  | 27  | (34) |
| 相对新华富时A50指数(%) | (9)  | 8   | 2   | (9)  |

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 1,394  |
| 流通股(%)           | 46.48  |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 27,071 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 235    |
| 净负债率(%) (2011E)  | 净现金    |
| 主要股东(%)          |        |
| 泸州市国资委           | 53.52  |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*苏斌为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

1-9月份, 泸州老窖公司实现营业收入56.28亿元, 同比增长49.49%; 实现营业利润27.81亿元, 同比增长34.21%; 实现归属上市公司股东净利润20.07亿元, 同比增长27.02%。每股收益1.44元, 低于市场预期。7-9月份实现营业收入20.64亿元, 同比增长57.08%, 高于1-6月份的45.42%, 反映主业增长较好, 华西证券投资收益拖累业绩。全年投资收益有所下滑, 但白酒主业或有超预期表现, 略下调2011年每股收益预测至1.93元, 调高2012年每股收益预测至2.67元, 略下调目标价至55.00元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 符合我们8月份预计情况: 全年投资收益下滑, 但白酒主业或有超预期表现。
- 高中低档均衡增长, 重点中高档品种市场培育情况良好, 销售情势良好, 带动收入快速增长。
- 毛利率与费用率同步下降, 费用率下降幅度大于毛利率下降幅度0.71个百分点。
- “大招商、招大商”推进良好, 公司适当放宽赊销额度和账期。

### 评级面临的风险

- 宏观经济增速趋缓影响高端酒消费的风险。
- 证券市场疲弱影响投资收益超预期。

### 估值

- 调整2011-13年每股收益预测为1.93元、2.67元和3.29元, 目标价由57.00元下调至55.00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)    | 4,370 | 5,371 | 7,944 | 10,240 | 12,569 |
| 变动(%)           | 15.1  | 22.9  | 47.9  | 28.9   | 22.7   |
| 净利润(人民币 百万)     | 1,671 | 2,207 | 2,719 | 3,731  | 4,583  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 1.20  | 1.58  | 1.93  | 2.67   | 3.29   |
| 变动(%)           | 32.2  | 31.8  | 22.2  | 38.3   | 23.0   |
| 先前预测每股收益(人民币)   |       |       | 1.97  | 2.43   | 2.88   |
| 调整幅度(%)         |       |       | (1.9) | 10.0   | 14.1   |
| 市盈率(倍)          | 34.8  | 26.4  | 21.6  | 15.6   | 12.7   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.77  | 0.97  | 2.11  | 3.50   | 3.84   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 54.6  | 43.1  | 19.8  | 11.9   | 10.9   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 25.5  | 19.0  | 14.9  | 10.4   | 8.1    |
| 每股股息(人民币)       | 0.75  | 1.00  | 1.10  | 1.66   | 2.04   |
| 股息率(%)          | 1.80  | 2.39  | 2.64  | 3.97   | 4.88   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 前三季度业绩综述：主业增长良好，投资收益拖累

1-9 月份，泸州老窖公司实现营业收入 56.28 亿元，同比增长 49.49%；实现营业利润 27.81 亿元，同比增长 34.21%；实现归属上市公司股东净利润 20.07 亿元，同比增长 27.02%。每股收益 1.44 元，低于市场预期。

7-9 月份实现营业收入 20.64 亿元，同比增长 57.08%，高于 1-6 月份的 45.42%。

投资收益下降是影响利润增速最主要原因。1-9 月份营业利润（不含投资收益）同比增长 51.08%，高于 1-6 月份的 48.06%，营业利润增速快于营业收入增速。1-9 月份由于投资收益同比下降 96.01%（1-6 月同比下降 21.59%），导致营业利润（含投资收益）同比增速大幅低于收入增速 15.3 个百分点。

公司投资收益几乎完全来自华西证券股权投资，上半年华西证券利润下降，导致公司投资收益下降。截至 2011 年 7 月底，华西证券增资扩股实施完毕，公司持有华西证券的股权比例从 34.86% 降为 24.99%，公司享有的权益相应减少。

1-6 月份，报表投资收益 1.31 亿元，1-9 月份投资收益仅 979 万元，即 7-9 月份华西证券出现亏损，导致公司报表投资收益单季减少近 1.22 亿元。由于第四季度到目前而言证券市场依然不甚景气，预计全年投资收益还会继续下降。

## 毛利率、费用率双下滑

预计 1-9 月份延续 1-6 月份态势，期间高低档酒毛利率同比均有所下滑，其中中低档酒毛利率下滑更多。1-9 月综合毛利率 66.92%，同比下滑 3.03 个百分点。第三季度毛利率季度环比略有提升，全年或 U 型走势。

我们预计毛利率下滑原因在于：1) 中低档酒收入增长较快，接近 50%，而中低档对各项原材料成本上涨较为敏感；2) 特曲以上，国窖 1573 以下产品销量增速较快，使得高档酒毛利率同比也有所下滑；3) 柒泉公司、“招大商，大招商”销售模式下的让利行为。

期间销售费用率 3.59%，同比下降 2.40 个百分点；管理费用率 5.63%，同比下降 1.53 个百分点；财务费用率 0.00%，同比上升 0.20 个百分点。值得提醒的是，对公司毛利率下降和费用率下降要结合在一起分析，两者之间有一定内在联系。

销售费用当中，主要是和销售直接相关的装卸运输费用和促销费用同比增长较快，上年同期占比较高的展览费、配售酒费用下降较快，导致销售费用同比下降。今年开始推行“双脱钩”，市场费用与销量脱钩，市场费用与经销商脱钩。以往按销售额一定比例，和销售额挂钩供经销商支配的模式予以改变，推进精细化管理，市场费用的投放更加聚焦，营销主动权更多转向公司，这也对销售费用增长构成影响。

管理费用中，占比最高的期权费用和职工薪酬增长在20%-22%附近，增长较快的有研发支出、车辆费用和招待费。财务费用为正，主要是因为2010年下半年推出的期酒业务导致期酒利息支出增加。

### 预收款高位，保障全年销售增长和业绩释放

9月底预收账款余额较6月底继续增长，账面值为14.74亿元，预收款处高位，不仅显示公司产品销售旺盛，也反映公司产品销售具有持续性，不仅全年销售增长有高确定性。

### 柒泉公司收入占比下降，未来继续增加柒泉公司数量

公司于2009年中开始组建经销商联盟体柒泉公司，对于费用率下降功不可没。仔细分析，2010年上半年，公司前五名客户销售收入18.17亿元，占公司营业收入86.07%；2010年全年前五名客户销售收入30.65亿元，占公司营业收入的59.07%；2011年1-6月份，公司前五名客户（全部为柒泉公司）销售收入19.45亿元，同比仅增长7.04%，占公司营业总收入55.80%。预计1-9月份，这一现象并未有很大改观，预计原因在于：1) 公司“招大商、大招商”策略稀释了现有柒泉公司的收入比重。也即是说，前五名客户的销售收入增长对公司销售收入增长贡献有限，收入增长更多来自新招商，泸州老窖以较强的品牌力于全国更多点市场取得良好销售效果；2) 公司旗下销售公司和博大公司运作良好，例如金奖特曲由两家公司竞争运作，效果明显。博大公司主营中低档酒，上半年增长势头良好；3) 组织架构变化带来积极效果，市场布点继续做加法，前端营销狼性化，狼性团队为销售注入新活力。

## 估值与评级

对投资收益等预测进行调整,调整 2011-2013 年每股收益预测为 1.93 元、2.67 元、3.29 元,目前股价 41.78 元,仍具备高安全边际,维持买入评级。

图表 2.公司 1-9 月利润表分析

| (人民币, 百万)            | 2010 年 1-9 月 | 2011 年 1-9 月 | 同比变动(%)  |
|----------------------|--------------|--------------|----------|
| <b>营业总收入</b>         | 3,764.93     | 5,628.27     | 49.49    |
| 营业收入                 | 3,764.93     | 5,628.27     | 49.49    |
| <b>营业总成本</b>         | 1,937.69     | 2,856.71     | 47.43    |
| 营业成本                 | 1,131.67     | 1,862.04     | 64.54    |
| 营业税金及附加              | 312.81       | 473.61       | 51.40    |
| 销售费用                 | 225.81       | 202.26       | (10.43)  |
| 管理费用                 | 269.46       | 316.85       | 17.59    |
| 财务费用                 | (7.48)       | 0.09         | (101.15) |
| 资产减值损失               | 5.72         | 1.86         | (67.46)  |
| <b>其他经营收益</b>        | 1,827.24     | 2,771.56     | 51.68%   |
| 公允价值变动净收益            | 0.00         | 0.00         |          |
| 投资净收益                | 245.07       | 9.79         | (96.01)  |
| 汇兑净收益                | 0.00         | 0.00         |          |
| <b>营业利润</b>          | 2,072.32     | 2,781.35     | 34.21    |
| 加: 营业外收入             | 9.73         | 26.06        | 167.83   |
| 减: 营业外支出             | 0.71         | 4.13         | 481.11   |
| <b>利润总额</b>          | 2,081.34     | 2,803.28     | 34.69    |
| 减: 所得税               | 454.71       | 690.63       | 51.89    |
| 加: 未确认的投资损失          | 0.00         | 0.00         |          |
| <b>净利润</b>           | 1,626.63     | 2,112.64     | 29.88    |
| 减: 少数股东损益            | 46.06        | 104.93       | 127.81   |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | 1,580.57     | 2,007.72     | 27.02    |
| <b>每股收益(元)</b>       | 1.13         | 1.44         |          |
| <b>盈利能力(%)</b>       |              |              |          |
| 毛利率                  | 69.9         | 66.9         |          |
| 经营利润率                | 55.0         | 49.4         |          |
| 税前利润率                | 55.3         | 49.8         |          |
| 净利率                  | 42.0         | 35.7         |          |

资料来源: 公司资料, 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         | 4,370   | 5,371   | 7,944   | 10,240  | 12,569  |
| 销售成本         | (1,458) | (1,643) | (2,720) | (3,441) | (4,232) |
| 经营费用         | (759)   | (803)   | (1,552) | (1,716) | (2,090) |
| 息税折旧前利润      | 2,248   | 3,016   | 3,743   | 5,163   | 6,335   |
| 折旧及摊销        | (94)    | (92)    | (70)    | (81)    | (89)    |
| 经营利润(息税前利润)  | 2,154   | 2,924   | 3,673   | 5,083   | 6,247   |
| 净利息收入(费用)    | 0       | (8)     | 11      | 16      | 25      |
| 其他收益/(损失)    | (3)     | 2       | 25      | 5       | 0       |
| 税前利润         | 2,149   | 2,921   | 3,734   | 5,108   | 6,272   |
| 所得税          | (460)   | (638)   | (909)   | (1,250) | (1,537) |
| 少数股东权益       | (18)    | (75)    | (106)   | (127)   | (152)   |
| 净利润          | 1,671   | 2,207   | 2,719   | 3,731   | 4,583   |
| 核心净利润        | 1,673   | 2,205   | 2,694   | 3,726   | 4,583   |
| 每股收益(人民币)    | 1.20    | 1.58    | 1.95    | 2.68    | 3.29    |
| 核心每股收益(人民币)  | 1.20    | 1.58    | 1.93    | 2.67    | 3.29    |
| 每股股息(人民币)    | 0.75    | 1.00    | 1.10    | 1.66    | 2.04    |
| 收入增长(%)      | 15.1    | 22.9    | 47.9    | 28.9    | 22.7    |
| 息税前利润增长(%)   | 28.4    | 35.7    | 25.6    | 38.4    | 22.9    |
| 息税折旧前利润增长(%) | 27.6    | 34.2    | 24.1    | 37.9    | 22.7    |
| 每股收益增长(%)    | 32.2    | 31.8    | 23.2    | 37.2    | 22.8    |
| 核心每股收益增长(%)  | 32.2    | 31.8    | 23.2    | 37.2    | 22.8    |

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        | 937    | 1,079  | 2,333  | 4,740  | 7,092  |
| 应收帐款            | 721    | 1,846  | 3,178  | 4,096  | 5,028  |
| 库存              | 1,196  | 1,486  | 2,448  | 3,165  | 4,020  |
| 其他流动资产          | 151    | 178    | 280    | 348    | 400    |
| 流动资产总计          | 3,004  | 4,589  | 8,239  | 12,349 | 16,539 |
| 固定资产            | 808    | 855    | 1,046  | 1,127  | 1,228  |
| 无形资产            | 308    | 352    | 341    | 329    | 317    |
| 其他长期资产          | 1,863  | 2,230  | 2,153  | 2,193  | 2,224  |
| 长期资产总计          | 2,978  | 3,437  | 3,540  | 3,649  | 3,769  |
| 总资产             | 5,983  | 8,026  | 11,779 | 15,998 | 20,308 |
| 应付帐款            | 221    | 294    | 408    | 516    | 635    |
| 短期债务            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债          | 1,496  | 2,161  | 4,527  | 7,083  | 9,351  |
| 流动负债总计          | 1,717  | 2,455  | 4,935  | 7,599  | 9,986  |
| 长期借款            | 0      | 0      | 13     | 26     | 57     |
| 其他长期负债          | 1      | 9      | 9      | 9      | 9      |
| 股本              | 1,394  | 1,394  | 1,394  | 1,394  | 1,394  |
| 储备              | 2,854  | 4,123  | 5,278  | 6,692  | 8,434  |
| 股东权益            | 4,248  | 5,517  | 6,672  | 8,086  | 9,828  |
| 少数股东权益          | 16     | 45     | 151    | 277    | 430    |
| 总负债及权益          | 5,983  | 8,026  | 11,779 | 15,998 | 20,308 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 3.05   | 3.96   | 4.79   | 5.80   | 7.05   |
| 每股有形资产(人民币)     | 2.83   | 3.70   | 4.54   | 5.56   | 6.82   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.67) | (0.77) | (1.66) | (3.38) | (5.05) |

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        | 2,149   | 2,921   | 3,734   | 5,108   | 6,272   |
| 折旧与摊销       | 94      | 92      | 70      | 81      | 89      |
| 净利息费用       | (0)     | 8       | (11)    | (16)    | (25)    |
| 运营资本变动      | (719)   | (1,024) | (342)   | 123     | 310     |
| 税金          | (460)   | (638)   | (909)   | (1,250) | (1,537) |
| 其他经营现金流     | 4       | (7)     | 403     | 836     | 241     |
| 经营活动产生的现金流  | 1,067   | 1,351   | 2,946   | 4,882   | 5,349   |
| 购买固定资产净值    | (122)   | (257)   | (175)   | (193)   | (212)   |
| 投资减少/增加     | 7       | 36      | 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  | (115)   | (222)   | (175)   | (193)   | (212)   |
| 净资产增加       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务        | 0       | 0       | 13      | 14      | 30      |
| 支付股息        | (1,046) | (1,394) | (1,540) | (2,312) | (2,841) |
| 其他融资现金流     | 327     | 407     | 11      | 16      | 25      |
| 融资活动产生的现金流  | (719)   | (987)   | (1,516) | (2,282) | (2,786) |
| 现金变动        | 234     | 142     | 1,254   | 2,407   | 2,352   |
| 期初现金        | 704     | 937     | 1,079   | 2,333   | 4,740   |
| 公司自由现金流     | 952     | 1,130   | 2,771   | 4,689   | 5,137   |
| 权益自由现金流     | 952     | 1,130   | 2,783   | 4,703   | 5,168   |

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   |
|-------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| <b>盈利能力</b> |         |       |         |         |         |
| 息税折旧前利润率(%) | 51.45   | 56.16 | 47.12   | 50.42   | 50.41   |
| 息税前利润率(%)   | 49.29   | 54.45 | 46.23   | 49.64   | 49.70   |
| 税前利润率(%)    | 49.17   | 54.39 | 47.00   | 49.89   | 49.90   |
| 净利率(%)      | 38.22   | 41.10 | 34.23   | 36.44   | 36.46   |
| <b>流动性</b>  |         |       |         |         |         |
| 流动比率(倍)     | 1.75    | 1.87  | 1.67    | 1.62    | 1.66    |
| 利息覆盖率(倍)    | (8,950) | 386.6 | (328.0) | (326.8) | (249.3) |
| 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(倍)     | 1.05    | 1.26  | 1.17    | 1.21    | 1.25    |
| <b>估值</b>   |         |       |         |         |         |
| 市盈率(倍)      | 34.9    | 26.4  | 21.4    | 15.6    | 12.7    |
| 核心业务市盈率(倍)  | 34.8    | 26.4  | 21.6    | 15.6    | 12.7    |
| 目标价对应核心业务   | 45.9    | 34.7  | 28.2    | 20.6    | 16.7    |
| 市盈率(倍)      |         |       |         |         |         |
| 市净率(倍)      | 13.7    | 10.5  | 8.5     | 7.0     | 5.7     |
| 价格/现金流(倍)   | 54.6    | 43.1  | 19.8    | 11.9    | 10.9    |
| 企业价值/息税折旧前  | 25.5    | 19.0  | 14.9    | 10.4    | 8.1     |
| 利润(倍)       |         |       |         |         |         |
| <b>周转率</b>  |         |       |         |         |         |
| 存货周转天数      | 99.9    | 101.0 | 112.5   | 112.8   | 116.8   |
| 应收帐款周转天数    | 2.6     | 3.2   | 18.3    | 18.3    | 18.3    |
| 应付帐款周转天数    | 55.3    | 65.4  | 54.8    | 54.8    | 54.8    |
| <b>回报率</b>  |         |       |         |         |         |
| 股息支付率(%)    | 62.49   | 63.22 | 57.16   | 62.04   | 61.99   |
| 净资产收益率(%)   | 39.24   | 39.65 | 39.49   | 44.55   | 44.68   |
| 资产收益率(%)    | 27.97   | 27.48 | 22.88   | 23.29   | 22.57   |
| 已运用资本收益率(%) | 37.89   | 39.43 | 40.30   | 45.44   | 45.42   |

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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

英国伦敦嘉嘉街 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