



股票代码	600600.SS	0168.HK
评级	持有	卖出
收盘价	人民币 35.85	港币 44.95
目标价	人民币 34.20	港币 32.80
上/下浮比例	-5%	-27%
目标价格基础	25倍2012年 市盈率	20倍2012年 市盈率
板块评级	增持	增持

青岛啤酒

4 季度业绩疲软

预计4季度青岛啤酒的业绩不会出现任何改善, 预计销量仅增长3%。我们目前尚不确定经销商的去库存化已经全部完成。同时考虑到利用率较低, 我们预计4季度公司将出现亏损。我们将2011-13年盈利预测下调3%。我们对青岛啤酒A股和H股分别维持**持有**和**卖出**评级。

我们的观点有何不同?

- 我们的2011-13年H股和A股每股收益预测分别比市场预期低13-18%和14-21%。

报告要点

- 4季度业绩预测;
- 经营表现预测。

主要催化剂/事件

- 2012年3月公司将披露年报;
- 潜在的收购交易;
- 投入成本超预期及销量增长慢于预期

4 季度业绩无重大改善

- **销量增长疲软。**我们预计10月销量将下滑6%, 其中主要品牌的销量将下滑5%左右, 11月这一局面将有所好转。整体销量增长将恢复到5-6%, 主要品牌增长相对较慢, 在2-3%左右。4季度并不是传统的啤酒消费的旺季, 因此无法判断经销商的去库存化是否已经全部完成。此外, 4季度到目前为止, 低端啤酒的表现好于整体。综上, 我们将2011年主要品牌的销量增速预测从16.0%下调为13.7%, 同时将整体销量增速预测从14.2%下调为12.5%。我们预计明年1季度公司的销量同比将出现下滑, 因为今年同期经销商曾赶在提价之前囤货。
- **11年4季度录得巨额减值成本、经销成本率上升。**由于预计今年出现更多的亏损子公司、公司进行收购交易及扩大产能, 因此业绩中很有可能出现较高的减值成本, 其中绝大部分将在4季度入账。3季度经销成本率较低(17.3%), 这将持续到4季度, 全年成本率为18.7%。为了拉动销售, 我们预计2012年成本率将达到19.3%。
- **广东省的新收购项目。**青岛啤酒通过公开竞拍收购广东活力啤酒, 但是目前未披露具体的交易价格。活力股份曾是广东北部、湖南南部和江西南部最大的啤酒生产商之一, 年产量为1,500万百升。预计青岛啤酒在接管之后将升级生产设备, 再投入运营。

股价表现 — A 股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	1	1	1	3
相对新华富时A50指数	16	7	7	21

发行股数(百万)	1,351
流通股(%)	38.1
流通股市值(人民币 百万)	48,540
3个月日均交易额(人民币 百万)	1.80
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
青岛啤酒集团	29.9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年12月7日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

* 陈淑雯为本报告重要贡献者

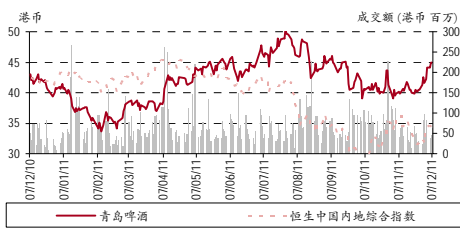
估值

- **维持A股和H股持有及卖出的评级。**我们将2012-13年每年的收入预测下调2%, 将盈利预测下调3%。我们对H股重申**卖出**评级, 维持目标价32.80港币; 对A股重申**持有**评级, 维持34.20人民币的目标价。

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币 百万)	18,026	19,898	23,158	26,493	29,893
变动(%)	12.5	10.4	16.4	14.4	12.8
净利润(人民币 百万)	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162
每股收益(人民币)	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
市盈率(倍)	37.2	31.1	29.8	26.4	21.9
每股收益增长率(%)	75.8	19.7	4.5	12.6	20.8
先前预测每股收益(人民币)	0.94	1.13	1.21	1.37	1.65
市场共识预测每股收益(人民币)	0.98	1.17	1.37	1.68	2.01
每股收益 vs 市场预期(%)	(4.0)	(3.5)	(14.4)	(21.0)	(20.4)
经常性每股现金流量(人民币)	2.49	2.43	1.77	1.90	2.22
价格/每股现金流量(倍)	14.1	14.4	19.8	18.5	15.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	16.4	16.4	14.7	12.0
每股股息(人民币)	0.25	0.46	0.56	0.59	0.66
股息率(%)	0.7	1.3	1.6	1.7	1.9
净资产收益率(%)	17.3	16.9	15.9	16.4	17.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10	12	(2)	5
相对恒生中国企业指数	28	14	(2)	24

发行股数(百万)	1,351
流通股(%)	48.5
流通股市值(港币 百万)	59,195
3个月日均交易额(港币 百万)	1.50
净负债比率(%) (2011E)	净现金

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2011年12月7日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币 百万)	18,026	19,898	23,158	26,493	29,893
变动(%)	12.5	10.4	16.4	14.4	12.8
净利润(人民币 百万)	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162
每股收益(人民币)	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
市盈率(倍)	39.2	32.7	31.3	27.8	23.0
每股收益增长率(%)	75.8	19.7	4.5	12.6	20.8
先前预测每股收益(人民币)	0.94	1.13	1.21	1.37	1.65
市场共识预测每股收益(人民币)	0.95	1.15	1.35	1.62	1.90
每股收益 vs 市场预测(%)	(1.1)	(2.4)	(12.9)	(18.4)	(15.9)
经常性每股现金流量(人民币)	2.49	2.43	1.77	1.90	2.22
价格/每股现金流量(倍)	14.8	15.1	20.8	19.4	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.7	17.3	17.4	15.5	12.7
每股股息(人民币)	0.25	0.46	0.56	0.59	0.66
股息率(%)	0.7	1.3	1.5	1.6	1.8
净资产收益率(%)	17.3	16.9	15.9	16.4	17.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 业绩预测

销量(百万 百升)	2011年1季度	2季度	3季度	4季度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一线品牌	9.4	10.9	12.3	7.0	29.5	34.8	39.6	46.7	54.2
二线品牌	4.8	9.0	7.8	2.3	26.1	26.1	23.9	23.9	23.9
其它	0.9	2.6	2.8	1.7	3.5	2.6	8.0	9.2	10.5
总销量	15.0	22.5	22.9	11.0	59.1	63.5	71.4	79.8	88.5
同比增速(%)									
一线品牌	35.1	14.3	9.8	(2.0)	21.9	18.0	13.7	18.0	16.0
二线品牌	(3.1)	6.2	(19.2)	(25.0)	(1.5)	0.0	(8.6)	0.0	0.0
其它	112.5	221.3	216.2	241.0	11.1	(25.7)	208.0	15.0	14.0
总销量	22.3	19.4	5.5	2.7	9.7	7.4	12.5	11.7	11.0
占比%									
一线品牌	62.7	48.4	53.7	63.3	49.9	54.8	55.4	58.5	61.2
二线品牌	31.7	40.1	33.9	21.2	44.2	41.1	33.4	29.9	27.0
其它	5.7	11.4	12.4	7.4	5.9	4.1	11.2	11.5	11.9
营收(人民币, 百万)	5,245	6,805	7,123	3,984	18,026	19,898	23,158	26,493	29,893
同比(%)	26.7	17.6	11.0	12.2	12.5	10.4	16.4	14.4	12.8
毛利率(%)	35.8	33.5	33.8	28.2	34.4	35.2	33.2	33.5	34.3
经销成本率(%)	21.4	18.4	17.3	17.8	19.3	19.7	18.7	19.3	19.5
管理成本率(%)	4.5	3.8	4.2	12.1	5.5	5.4	5.5	5.4	5.3
净利润(人民币, 百万)	393	597	674	(75)	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162
同比(%)	38.2	12.7	(0.9)	NA	78.7	21.6	4.5	12.6	20.8

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

损益表 - A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	18,026	19,898	23,158	26,493	29,893
销售成本	(11,832)	(12,898)	(15,470)	(17,617)	(19,644)
经营费用	(4,483)	(4,997)	(5,594)	(6,535)	(7,395)
经营息税折旧前利润	2,259	2,551	2,657	2,915	3,482
折旧及摊销	(548)	(548)	(563)	(575)	(628)
经营息税前利润	1,711	2,003	2,094	2,340	2,855
净利息收入	(63)	(5)	20	23	27
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	91	125	93	121	121
应占联营公司利润	-	-	-	-	-
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	1,739	2,123	2,207	2,485	3,003
所得税	(440)	(539)	(552)	(621)	(751)
少数股东权益	(49)	(64)	(66)	(75)	(90)
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162
经常性净利润	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

每股价值 - A股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.93	1.13	1.18	1.32	1.60
每股股息	0.25	0.46	0.56	0.59	0.66
每股帐面价值	6.2	7.1	7.7	8.5	9.4
每股有形资产	5.3	5.9	4.9	5.6	6.5
每股净负债(现金)	2.9	4.5	3.3	4.1	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	5,351	7,609	6,498	7,574	8,942
应收帐款	103	102	190	217	245
库存	1,877	1,942	2,340	2,663	2,964
其他流动资产	282	241	380	433	487
流动资产总计	7,614	9,895	9,408	10,887	12,639
固定资产净额	5,525	5,511	5,570	6,584	6,708
总投资	113	286	1,286	403	403
无形资产	1,221	1,599	3,793	3,833	3,874
其他资产	396	487	585	591	597
长期资产总计	7,254	7,882	11,234	11,412	11,583
总资产	14,867	17,777	20,642	22,300	24,221
应付帐款	1,148	1,333	1,737	1,978	2,203
短期债务	153	196	228	261	295
其他流动负债	3,543	4,486	4,931	5,626	6,301
流动负债总计	4,845	6,016	6,897	7,865	8,799
长期负债总计	1,227	1,275	1,772	1,772	1,772
其他负债	198	735	1,142	764	393
股东权益	8,388	9,603	10,431	11,425	12,692
少数股东权益	175	117	183	258	348
总负债及权益	14,867	17,777	20,642	22,300	24,221

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

增长率 - A股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	12.5	10.4	16.4	14.4	12.8
经营息税折旧前利润增长(%)	27.5	12.9	4.1	9.7	19.5
经营息税前利润增长(%)	40.7	17.1	4.5	11.8	22.0
税前利润增长(%)	57.0	22.1	4.0	12.6	20.8
净利润增长(%)	78.7	21.6	4.5	12.6	20.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
税前利润	1,739	2,123	2,207	2,485	3,003
折旧	504	504	519	531	583
商誉及其他摊销	44	44	44	44	44
净利息费用	63	5	(20)	(23)	(27)
运营资本变动	1,434	1,109	199	152	147
税金	(440)	(539)	(552)	(621)	(751)
其他经营现金流	16	38	(6)	(6)	(6)
经营活动产生的现金流	3,361	3,284	2,392	2,562	2,994
资本性支出	(689)	(1,086)	(3,515)	(747)	(792)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	96	0	-	(6)	(6)
其他	(317)	320	6	6	6
投资活动产生的现金流	(910)	(765)	(3,509)	(747)	(792)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	(459)	173	756	33	34
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(338)	(625)	(760)	(795)	(894)
支出利息	(63)	(5)	20	23	27
其他融资现金流	1,366	185	-	-	-
融资活动产生的现金流	506	(272)	16	(739)	(834)
产生的现金流总额	2,957	2,247	(1,100)	1,076	1,368
公司自由现金流	2,451	2,519	(1,117)	1,815	2,202
权益自由现金流	1,929	2,688	(340)	1,871	2,263

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.5	12.8	11.5	11.0	11.6
息税前利润率	9.5	10.1	9.0	8.8	9.5
税前利润率	9.6	10.7	9.5	9.4	10.0
净利率	6.9	7.6	6.9	6.8	7.2
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率	27.2	411.1	(103.5)	(101.5)	(106.2)
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	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	37.8	31.1	29.8	26.4	21.9
核心业务市盈率	37.8	31.1	29.8	26.4	21.9
市净率	5.6	4.9	4.5	4.1	3.7
价格/现金流	14.1	14.4	19.8	18.5	15.8
企业价值/息税折旧前利润	19.6	16.4	16.4	14.7	12.0
周转率					
存货周转天数	57.9	55.0	55.2	55.3	55.1
应收账款周转天数	2.1	1.9	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	35.4	37.7	41.0	41.1	40.9
回报率(%)					
股息支付率	27.0	41.1	47.8	44.4	41.4
净资产收益率	17.3	16.9	15.9	16.4	17.9
资产收益率	9.1	9.3	8.3	8.3	9.3
已运用资产收益率	19.1	19.0	17.6	17.8	19.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表 - H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	18,026	19,898	23,158	26,493	29,893
销售成本	(11,832)	(12,898)	(15,470)	(17,617)	(19,644)
经营费用	(4,483)	(4,997)	(5,594)	(6,535)	(7,395)
经营息税折旧前利润	2,259	2,551	2,657	2,915	3,482
折旧及摊销	(548)	(548)	(563)	(575)	(628)
经营息税前利润	1,711	2,003	2,094	2,340	2,855
净利息收入	(63)	(5)	20	23	27
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	91	125	93	121	121
应占联营公司利润	-	-	-	-	-
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	1,739	2,123	2,207	2,485	3,003
所得税	(440)	(539)	(552)	(621)	(751)
少数股东权益	(49)	(64)	(66)	(75)	(90)
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162
经常性净利润	1,250	1,520	1,589	1,789	2,162

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

每股价值 - H股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.93	1.13	1.18	1.32	1.60
每股股息	0.25	0.46	0.56	0.59	0.66
每股帐面价值	6.2	7.1	7.7	8.5	9.4
每股有形资产	5.3	5.9	4.9	5.6	6.5
每股净负债(现金)	2.9	4.5	3.3	4.1	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	5,351	7,609	6,498	7,574	8,942
应收帐款	103	102	190	217	245
库存	1,877	1,942	2,340	2,663	2,964
其他流动资产	282	241	380	433	487
流动资产总计	7,614	9,895	9,408	10,887	12,639
固定资产净额	5,525	5,511	5,570	6,584	6,708
总投资	113	286	1,286	403	403
无形资产	1,221	1,599	3,793	3,833	3,874
其他资产	396	487	585	591	597
长期资产总计	7,254	7,882	11,234	11,412	11,583
总资产	14,867	17,777	20,642	22,300	24,221
应付帐款	1,148	1,333	1,737	1,978	2,203
短期债务	153	196	228	261	295
其他流动负债	3,543	4,486	4,931	5,626	6,301
流动负债总计	4,845	6,016	6,897	7,865	8,799
长期负债总计	1,227	1,275	1,772	1,772	1,772
其他负债	198	735	1,142	764	393
股东权益	8,388	9,603	10,431	11,425	12,692
少数股东权益	175	117	183	258	348
总负债及权益	14,867	17,777	20,642	22,300	24,221

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

增长率 - H股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	12.5	10.4	16.4	14.4	12.8
经营息税折旧前利润增长(%)	27.5	12.9	4.1	9.7	19.5
经营息税前利润增长(%)	40.7	17.1	4.5	11.8	22.0
税前利润增长(%)	57.0	22.1	4.0	12.6	20.8
净利润增长(%)	78.7	21.6	4.5	12.6	20.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股(人民币百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
税前利润	1,739	2,123	2,207	2,485	3,003
折旧	504	504	519	531	583
商誉及其他摊销	44	44	44	44	44
净利息费用	63	5	(20)	(23)	(27)
运营资本变动	1,434	1,109	199	152	147
税金	(440)	(539)	(552)	(621)	(751)
其他经营现金流	16	38	(6)	(6)	(6)
经营活动产生的现金流	3,361	3,284	2,392	2,562	2,994
资本性支出	(689)	(1,086)	(3,515)	(747)	(792)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	96	0	-	(6)	(6)
其他	(317)	320	6	6	6
投资活动产生的现金流	(910)	(765)	(3,509)	(747)	(792)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	(459)	173	756	33	34
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
支付股息	(338)	(625)	(760)	(795)	(894)
支出利息	(63)	(5)	20	23	27
其他融资现金流	1,366	185	-	-	-
融资活动产生的现金流	506	(272)	16	(739)	(834)
产生的现金流总额	2,957	2,247	(1,100)	1,076	1,368
公司自由现金流	2,451	2,519	(1,117)	1,815	2,202
权益自由现金流	1,929	2,688	(340)	1,871	2,263

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.5	12.8	11.5	11.0	11.6
息税前利润率	9.5	10.1	9.0	8.8	9.5
税前利润率	9.6	10.7	9.5	9.4	10.0
净利率	6.9	7.6	6.9	6.8	7.2
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率	27.2	411.1	(103.5)	(101.5)	(106.2)
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	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	39.8	32.7	31.3	27.8	23.0
核心业务市盈率	39.8	32.7	31.3	27.8	23.0
市净率	5.9	5.2	4.8	4.4	3.9
价格/现金流	14.8	15.1	20.8	19.4	16.6
企业价值/息税折旧前利润	20.7	17.3	17.4	15.5	12.7
周转率					
存货周转天数	57.9	55.0	55.2	55.3	55.1
应收账款周转天数	2.1	1.9	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	35.4	37.7	41.0	41.1	40.9
回报率(%)					
股息支付率	27.0	41.1	47.8	44.4	41.4
净资产收益率	17.3	16.9	15.9	16.4	17.9
资产收益率	9.1	9.3	8.3	8.3	9.3
已运用资产收益率	19.1	19.0	17.6	17.8	19.8

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刊载或转发的，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 2 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