



买入

34.23% ↑

目标价格: 人民币 258.00

原先目标价: 人民币 246.00

600519.SS

价格: 人民币 192.21

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 增持

贵州茅台

扛起2012年消费防守反击大旗

预计整顿市场价格, 合理稳步回收渠道利润, 以及全面推出次高端拳头产品汉酱酒是贵州茅台 2012 年工作的重点组成内容, 相匹配的动作包括提高出厂价、加开直营店、提高汉酱酒铺货率和销量, 这对促进公司中长期稳健成长有重要意义。

支撑评级的要点

- 提价有序进行。团购价或计划外出厂价年内已经上调, 对经销商出厂价年内未作调整(符合我们之前“年内提价可能性较小”的判断), 对年配给量 30 吨以上经销商价格, 超过 30 吨部分明年 1 月提价至计划外同一水平, 升 54.9% 至 959 元。
- 价差空前, 支持提价。茅台一批价同出厂价价差超过 1,000 元/瓶, 渠道利润丰厚, 提高出厂价没有市场风险, 对提高公司业绩有立竿见影效果。经销商大会传递信息, 预计明年“两会”之前提价可能性较小, 3 月中旬附近提价可能性最强, 但这几乎无碍公司业绩高速增长。
- 自营专卖店(或直营店)模式将普及。目前茅台自营专卖店数量约 14 家左右, 覆盖省份仅 7 个(含直辖市), 预计 2012 年直营店数量将显著增加, 优先覆盖省会城市; 如果按直营单店 10 吨供应量, 消化 1,000 吨, 自营店规模可达 100 家。自营店的普及有利于标准化形象展示, 有利于提高价格透明度, 有利于调控市场价格和稳定市场价格预期, 有利于高端酒市场稳健发展。
- 相对更高的业绩增长确定性。

评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费下滑; 不利于白酒行业的政策或通知的颁布; 淡季价格短暂回调。

估值

- 我们上调 2011-13 每股收益预测至 7.78 元、11.73 元和 15.25 元, 目前市价相当于 2012 年 16.4 倍市盈率, 结合业绩高速增长可期事实, 给予 2012 年 22 倍市盈率估值, 上调目标价至 258.00 元, 维持**买入**评级。

投资摘要

本报告要点

- 延期提价不影响投资价值
- 调升盈利预测

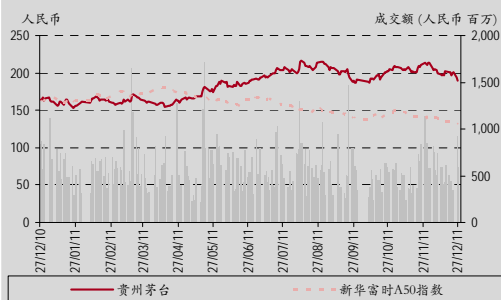
我们的观点有何不同?

- 调高 2012-2013 盈利预测
- 维持买入评级

主要催化剂/事件

- 提价; 直营店回收渠道利润。

股价表现



(%)	今年	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	52	15	41	5
相对新华富时 A50 指数	(41)	10	5	(21)

发行股数(百万)	1,038
流通股(%)	38.24
流通股市值(人民币 百万)	76,294
3 个月日均交易额(人民币 百万)	572
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂	61.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2011 年 12 月 29 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

刘都*

(8621) 2032 8510

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	9,670	11,633	17,353	25,028	31,970
变动(%)	17.3	20.3	49.2	44.2	27.7
净利润(人民币 百万)	4,311	5,051	8,079	12,181	15,832
全面摊薄每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.78	11.73	15.25
变动(%)	13.5	17.1	60.0	50.8	30.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	7.70	10.77	14.08
先前预测每股收益(人民币)	-	-	7.60	10.60	13.70
调整幅度(%)	-	-	2.40	10.69	11.31
核心每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.78	11.73	15.25
变动(%)	13.5	17.2	60.0	50.8	30.0
全面摊薄市盈率(倍)	46.3	39.5	24.7	16.4	12.6
核心市盈率(倍)	46.3	39.5	24.7	16.4	12.6
每股现金流量(人民币)	4.48	6.57	10.99	14.35	18.39
价格/每股现金流量(倍)	42.9	29.3	17.5	13.4	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.9	23.2	16.0	10.2	7.4
每股股息(人民币)	1.08	2.09	3.25	4.85	6.28
股息率(%)	0.56	1.09	1.69	2.52	3.27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

我们的预测——调高 12-13 每股收益，维持买入评级

我们基于对茅台明年增长的确定的肯定，基于对茅台业务调整对盈利产生的积极贡献，调整 2011-2013 年每股收益分别为 7.78 元、11.73 元和 15.25 元。目前股价相当于 2012 年 16.4 倍市盈率，估值处于绝对高安全区域，给予 2012 年 22 倍估值，上调目标价至 258.00 元，维持**买入**评级。

估值核心假设如下，其中高度茅台酒含年份酒，系列酒中含汉酱酒。

图表 1. 各渠道销售占比情况

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高度茅台-含年份酒							
产量 (吨)	7,580.0	7,320.0	8,645.0	9,430.0	10,630.0	12,310.0	13,950.0
吨价 (万元/吨)	74.6	91.4	91.4	104.3	120.0	158.0	183.0
变动 (%)		22.6	0.0	14.1	15.0	31.7	15.8
收入 (百万元)	5,651.9	6,693.1	7,902.9	9,838.1	14,844.0	21,902.0	28,369.0
变动 (%)		18.4	18.1	24.5	50.9	47.5	29.5
毛利率(%)	90.1	92.3	92.6	93.1	93.9	94.8	95.0
低度茅台酒							
产量 (吨)	1,900.0	1,650.0	1,550.0	1,500.0	1,750.0	1,700.0	1,700.0
吨价 (万元/吨)	55.3	65.1	65.4	67.4	75.0	85.0	90.0
收入 (百万元)	1,049.8	1,074.3	1,013.4	1,010.9	1,312.5	1,445.0	1,530.0
变动 (%)		2.3	-5.7	-0.2	29.8	10.1	5.9
销售毛利 (万元)	934.5	971.3	922.7	920.3	1,195.3	1,317.5	1,395.7
销售毛利率(%)	89.0	90.4	91.1	91.0	91.1	91.2	91.2
系列酒-含汉酱酒							
产量 (吨)	6,000.0	5,300.0	7,000.0	6,500.0	6,800.0	8,000.0	9,000.0
吨价 (万元/吨)	8.9	8.9	10.8	12.1	17.6	21.0	23.0
变动 (%)		0.2	20.3	12.0	46.0	19.3	9.5
收入 (百万元)	535.7	474.3	753.5	783.4	1,196.8	1,680.0	2,070.0
变动 (%)		-11.5	58.9	4.0	52.8	40.4	23.2
销售毛利 (万元)	341.0	296.2	481.7	503.5	775.2	1,152.0	1,431.0
销售毛利率(%)	63.7	62.5	63.9	64.3	64.8	68.6	69.1

资料来源：中银国际研究预测

预计 3 月中旬附近提价的可能性最大，提价仍可预期

虽然近期一二线白酒普遍提价，包括泸州老窖、郎酒、水井坊，提价幅度最低也超过 10%，但贵州茅台另辟蹊径，没有“按照预期”宣布全面提价，而是“分时分步”提价，显示出公司提价策略更加成熟，兼具政治性、灵活性和竞争性。

结合经销商大会信息，我们预计公司明年 3 月“两会”前提价的可能性降低，3 月中旬兑现涨价的可能性最高。目前出厂价 619 元，预计最终提价幅度 30% 至 800 元附近的可能性较大。

虽然提价时点可能略低于市场预期，但我们认为这几乎无碍公司明年业绩高速增长。主要基于以下几点理由：1) 明年经销商的量普遍没有变化或变化很小；新增量大部分向计划外和直营店倾斜；2) 直营店数量将大幅增加，直营店对渠道利润回收贡献会很明显；3) 低度酒茅台酒向高度茅台酒转化，部分系列酒收缩，更高价位的汉酱酒将全面铺开。

自营专卖店回收渠道利润，助力高端白酒市场健康发展

以53度飞天茅台为例，单一专卖店普遍供应量在3-5吨，按含税1,900零售价计，税前利润648万-1,080万元，获利相当丰厚。

预计明年茅台酒增量1500吨-2000吨之间，我们模型当中以1650吨为参考，其中大部分将流向直营专卖店，增厚业绩显著；当然，直营专卖店的开店速度也将直接影响到新增量的分配情况。

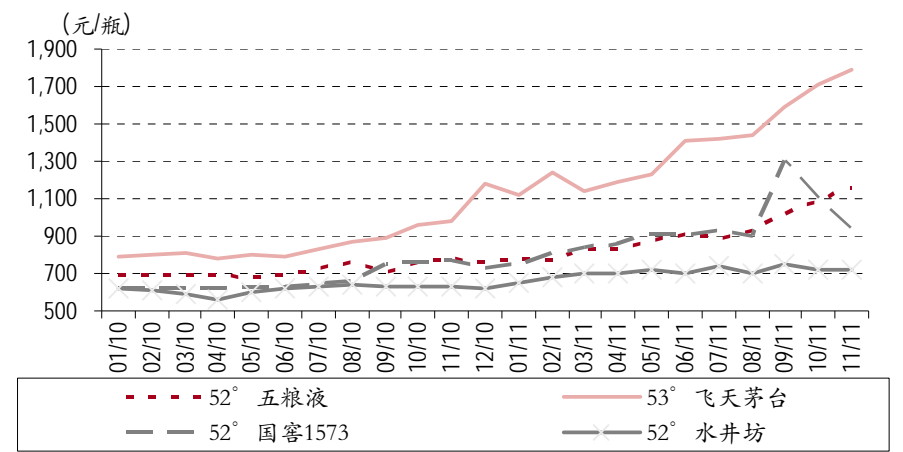
自营专卖店除直接增厚吨酒利润外，还有明显的外部经济性。目前以茅台为代表的超高端白酒市场运行难言十分健康，经销商素质良莠不齐（2011年茅台和五粮液都有处理2家以上经销商的事件，近期也有发改委处理散布虚假涨价信息的茅台经销商事件），市场价格多变，波动剧烈，舆情激烈。自营专卖店的普及有利于标准化形象展示，有利于提高价格透明度，有利于调控市场价格和稳定市场价格预期，有利于高端酒市场稳健发展。2012年直营店战略，也反映了公司对未来高端酒市场形势的认真和谨慎判断，是一种前瞻性行为。

自营专卖店53度飞天价格可能在1,600-1,900之间，要高于五粮液（1,109元）和泸州老窖（1,389元），并参考现行专卖店普遍售价，目前茅台专卖店普遍报价1,880元。

目前一批价高企，终端价新高，节后或有正常短暂淡季

以北京为例，目前一批开票价普遍在1,930-1,960元，不开票价格在1,860-1,880元之间，上海地区也比较接近。是一线白酒当中价格最高，走势最为坚挺的品种。

图表 2. 一线白酒终端平均售价走势



资料来源：糖酒网站，多地平均值，中银国际研究整理

重点打造汉酱次高端

经销商大会获悉，2011年8月份推出的终端售价约700元的次高端汉酱酒收入4.6亿元，扣税后折算销量约500-520吨。目前汉酱销售不足二分之一的（9个）省份，例如四川、湖北等地都暂无汉酱销售，预计明年春节后汉酱将更大范围铺开。

由于目前产销量较小，汉酱销售模式是区域总代理+专卖店形式。以汉酱进入较早的湖南为例，省会城市总代理1家，各地级县级市由当地茅台专卖店负责当地的销售覆盖；江苏省各地级市均设有总代理。

预计明年汉酱酒销量至少增长100%。

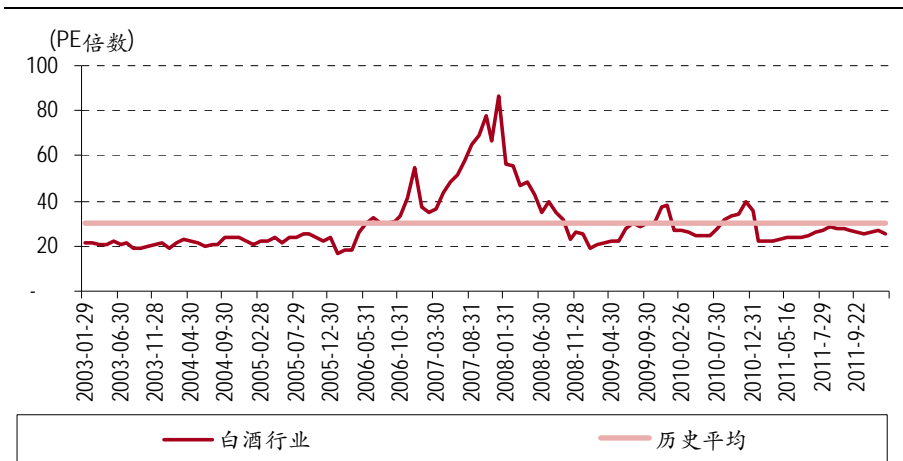
估值低位，股价向上更为实际，向下跌幅极为有限

贵州茅台是2012年难得业绩增长确定性高的品种。

目前估值接近2003年以来平均水平。从目前估值上看，茅台估值并不贵。2003年以来，茅台平均市盈率(以当年业绩计)26.71倍，剔除2006年9月30日-2008年10月30日间(牛市情况下)市盈率超过30倍值，平均市盈率为22.3倍，以目前市场一致预期2011年7.70元每股收益计，市盈率24.9倍，接近历史平均水平(注该估值含白酒行业未进入景气阶段的低迷时期，2008年11月以来，平均市盈率为27.5倍，目前市盈率已经低于平均水平)。

2011年马上就要结束，我们倾向于以2012年盈利来计算当年市盈率，按我们预测2012年每股收益11.73元计，市盈率16.4倍，远低于历史平均水平，处于高安全区域。

图表3. 贵州茅台按当年业绩计算市盈率情况



资料来源: WIND, 中银国际研究整理

白酒板块估值亦近历史平均值(剔除06-08牛市值)，有上行空间。从历史数据看，白酒行业目前估值低于历史平均水平。白酒行业基于当年业绩计算的市盈率于2007年达到历史高点。从历史平均数据(10家白酒企业)看，市盈率为30.0倍，2008年10月份以来大部分时间低于历史平均值运行，目前估值23.7倍市盈率(11月为25.7倍)，已经低于2003年以来平均市盈率(剔除2006-2008年牛市期间市盈率高于32倍后平均值为25.0倍)。

目前白酒板块估值基于2012年盈利约为16.7倍(11月为18.3倍)，处于历史低水平区间，即考虑到明年的增长，板块估值依然有强吸引力。

白酒行业相对上证A股而言，以2011业绩为基础，目前(2011年12月29日)估值倍数在2.26倍，虽然近期有一定幅度下跌，但相对估值下降不明显，这更意味着，白酒乃至食品板块防御性突出，较难有持续大幅落后大势的行情。

非酒食品饮料的估值低于历史均值。取 22 家非酒食品饮料企业样本，目前市盈率 26.8 倍，显著低于 2003 年以来平均 34.9 倍的水平，也低于剔除 2006 年-08 年市盈率高于 35 倍指后平均 30.4 倍的水平。

以 2012 年预测盈利计算，非酒板块 2012 市盈率 16.4 倍，同白酒板块预测市盈率接近，大幅低于历史平均水平。

相对估值方面，非酒食品饮料相对上证 A 股估值倍数为 2.55，高于历史平均值 1.71。现价计算 2012 年相对估值则为 1.98 倍，之所以相对估值难以快速下降，道理同前——**防御性突出，较难有持续大幅落后大势的行情。**

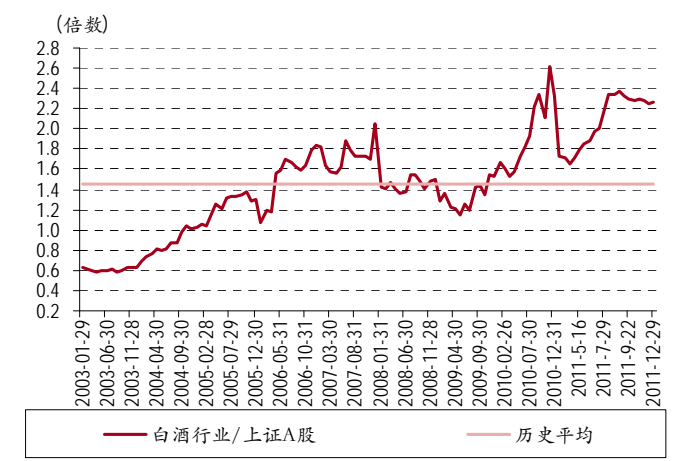
图表 4.白酒行业基于当年业绩市盈率走势



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：白酒行业覆盖股票为泸州老窖、古井贡酒、五粮液、洋河股份、金种子、茅台、水井坊、汾酒、老白干、伊力特

图表 5.白酒行业市盈率相对上证 A 股市盈率倍数



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：上证 A 股未剔除亏损；2011 年数据基于预测合计利润
公式：上证 A 股总市值/上证 A 股 2011 预测净利润合计

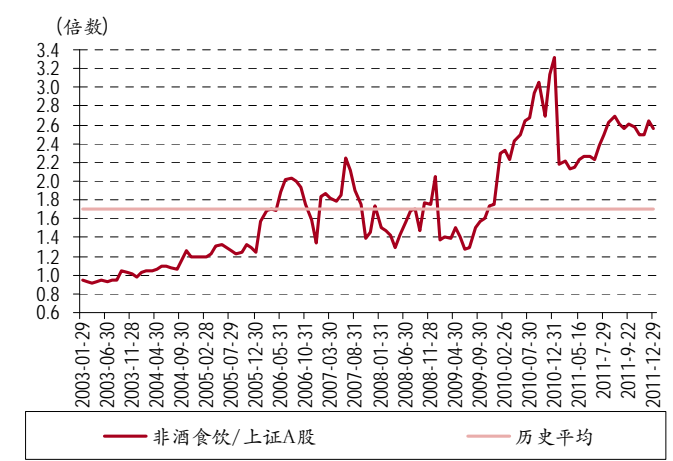
图表 6.非酒食饮基于当年业绩市盈率走势



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：不含酒类，含双汇发展、伊利股份、安琪酵母、三全食品、榨菜、杏仁露、果汁、醋等 22 家企业

图表 7.非酒食饮市盈率相对上证 A 股市盈率倍数



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：上证 A 股未剔除亏损；2011 年数据基于预测合计利润
公式：上证 A 股总市值/上证 A 股 2011 预测净利润合计

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	9,670	11,633	17,353	25,028	31,970
销售成本	(951)	(1,053)	(1,406)	(1,641)	(1,920)
经营费用	(2,778)	(3,596)	(4,957)	(6,950)	(8,784)
息税折旧前利润	6,149	7,270	11,267	16,784	21,702
折旧及摊销	(208)	(286)	(276)	(347)	(435)
经营利润(息税前利润)	5,941	6,984	10,991	16,437	21,266
净利息收入/(费用)	134	177	243	358	479
其他收益/(损失)	5	2	0	0	0
税前利润	6,079	7,162	11,234	16,795	21,746
所得税	(1,528)	(1,823)	(2,809)	(4,199)	(5,436)
少数股东权益	(240)	(289)	(346)	(416)	(478)
净利润	4,311	5,051	8,079	12,181	15,832
核心净利润	4,310	5,051	8,079	12,181	15,832
每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.78	11.73	15.25
核心每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.78	11.73	15.25
每股股息(人民币)	1.08	2.09	3.25	4.85	6.28
收入增长(%)	17.33	20.30	49.17	44.23	27.74
息税前利润增长(%)	12.36	17.55	57.37	49.55	29.38
息税折旧前利润增长(%)	12.77	18.23	54.98	48.97	29.30
每股收益增长(%)	13.50	17.13	59.95	50.76	29.97
核心每股收益增长(%)	13.50	17.18	59.96	50.76	29.97

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	6,079	7,162	11,234	16,795	21,746
折旧与摊销	208	286	276	347	435
净利息费用	(134)	(177)	(243)	(358)	(479)
运营资本变动	(536)	579	(390)	282	860
税金	(1,528)	(1,823)	(2,809)	(4,199)	(5,436)
其他经营现金流	135	174	3,339	2,027	1,965
经营活动产生的现金流	4,224	6,201	11,407	14,893	19,090
购买固定资产净值	(1,357)	(1,732)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
投资减少/增加	17	25	0	0	0
其他投资现金流	0	(57)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,340)	(1,763)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(1,118)	(2,171)	(3,370)	(5,038)	(6,524)
其他融资现金流	(117)	878	243	358	479
融资活动产生的现金流	(1,235)	(1,293)	(3,127)	(4,680)	(6,044)
现金变动	1,649	3,145	6,480	8,413	11,246
期初现金	8,094	9,743	12,888	19,369	27,782
公司自由现金流	2,884	4,438	9,607	13,093	17,290
权益自由现金流	2,884	4,438	9,607	13,093	17,290

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	9,743	12,888	19,369	27,782	39,028
应收帐款	402	206	382	551	703
库存	4,192	5,574	7,731	9,519	11,520
其他流动资产	1,318	1,632	2,282	3,117	3,730
流动资产总计	15,656	20,300	29,763	40,969	54,981
固定资产	3,169	4,192	4,979	6,538	7,878
无形资产	466	452	437	422	407
其他长期资产	480	643	1,398	1,310	1,354
长期资产总计	4,114	5,287	6,814	8,271	9,639
总资产	19,770	25,588	36,577	49,239	64,620
应付帐款	139	232	351	410	480
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,969	6,796	12,610	17,657	23,182
流动负债总计	5,108	7,028	12,962	18,067	23,662
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	10	10
股本	944	944	1,038	1,038	1,038
储备	13,522	17,455	22,070	29,212	38,520
股东权益	14,466	18,399	23,108	30,250	39,558
少数股东权益	186	151	497	912	1,390
总负债及权益	19,770	25,588	36,577	49,239	64,620
每股帐面价值(人民币)	15.33	19.49	22.26	29.14	38.10
每股有形资产(人民币)	14.83	19.02	21.84	28.73	37.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.38)	(12.41)	(18.66)	(26.76)	(37.59)

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(%)	63.59	62.49	64.93	67.06	67.88
息税前利润率(%)	61.44	60.04	63.34	65.67	66.52
税前利润率(%)	62.87	61.57	64.74	67.10	68.02
净利率(%)	44.59	43.42	46.56	48.67	49.52
流动性					
流动比率(倍)	3.06	2.89	2.30	2.27	2.32
利息覆盖率(倍)	(44.5)	(39.6)	(45.2)	(45.9)	(44.4)
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(倍)	2.24	2.10	1.70	1.74	1.84
估值					
市盈率(倍)	46.28	39.51	24.70	16.38	12.60
核心业务市盈率(倍)	46.30	39.51	24.70	16.38	12.60
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.24	50.56	31.61	20.97	16.13
市净率(倍)	12.38	9.78	8.45	6.40	4.87
价格/现金流(倍)	42.95	29.25	17.49	13.40	10.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.92	23.18	15.99	10.23	7.40
周转率					
存货周转天数	158.24	174.89	162.60	138.82	131.52
应收帐款周转天数	0.81	0.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	53.41	80.43	91.25	91.25	91.25
回报率					
股息支付率(%)	25.93	42.97	41.71	41.36	41.21
净资产收益率(%)	29.43	27.23	34.23	39.09	38.66
资产收益率(%)	21.81	19.74	22.09	24.74	24.50
已运用资本收益率(%)	30.41	28.24	34.92	39.56	38.95

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