



**买入** **29% ↑**  
目标价格: 人民币9.80

**600327.SS** 原先目标价: 人民币12.00

价格: 人民币7.57

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

# 大东方

## 加大投入, 压力中发展

2011年公司新开2家百货门店并新建东方汽车城, 虽然这为企业长远后续增长奠定了坚实基础, 但是导致全年投入成本、运营费用大增。公司合并营业收入为70.94亿元, 同比增加11.81%, 息税前利润3.48亿元, 同比下降9.7%。实现净利润(归属于母公司)2.07亿元, 同比减少1708万元。扣非后净利润1.65亿元, 同比下降26%, 折合每股收益0.317元, 大幅低于市场预期。

### 支撑评级的要点

- 公司拥有积极的扩张战略、清晰的发展思路以及优秀的管理能力。
- 零售业务连锁扩张、4S店逐步进入收获期并形成规模将有效支撑公司长期健康发展。

### 评级面临的主要风险

- 未来数年公司面临数个外埠大型商业零售项目对无锡地域的扩张摊摊, 会有一定市场压力。
- 多业并举对公司管理能力和资金运用形成挑战。

### 估值

- 我们根据公司在未来3年的发展轨迹和经营压力下调了2012-14年业绩, 预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.464、0.664和0.823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, 我们将公司的目标价调整至9.8元/股。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	5	8	(9)	(34)
相对新华富时A50指数	(7)	5	(16)	(23)

发行股数(百万)	522
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	2,092
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
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  
以2012年2月27日收市价为标准

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	6,304	7,037	7,878	8,632	9,396
变动(%)	14	12	12	10	9
净利润(人民币 百万)	224	208	242	346	429
全面摊薄每股收益(人民币)	0.431	0.398	0.464	0.664	0.823
变动(%)	21.3	(7.4)	16.5	43.0	24.0
市场预期每股收益(人民币)		0.483	0.585	0.700	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.625	0.764	
调整幅度(%)	-	-	(25.7)	(13.2)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.431	0.317	0.464	0.664	0.823
变动(%)	21.3	(25.9)	46.6	43.0	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	17.6	19.0	16.3	11.4	9.2
核心市盈率(倍)	17.6	23.9	16.3	11.4	9.2
每股现金流量(人民币)	0.85	0.58	1.11	1.11	1.41
价格/每股现金流量(倍)	8.9	13.2	6.8	6.8	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	8.1	6.6	4.8	3.7
每股股息(人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.093
股息率(%)	1.1	0.5	1.1	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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: 零售

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

\*林琳为本报告重要贡献者

## 投入大导致全年业绩低于预期

2011 年公司新开 2 家百货门店并新建东方汽车城，虽然这为企业长远后续增长奠定了坚实基础，但也导致全年投入成本、运营费用大增，报告期内，公司合并营业收入为 70.94 亿元，同比增加 11.81%，息税前利润 3.48 亿元，同比下降 9.7%。实现净利润（归属于母公司）2.07 亿元，同比减少 1708 万元。扣非后净利润 1.65 亿元，同比下降 26%，折合每股收益 0.317 元，大幅低于市场预期。

## 母店增长良好,新开门店导致百货业务费用大增

大东方百货本部店以 A 座一楼国际名品与二楼精品女装的提升上位带动整个百货品牌结构的优化，同时大力拓展总经销、总代理和自主经营品牌。2011 年大东方百货本部旗舰店（不含家电）全年销售为 20.18 亿元，增幅为 23.92%，毛利率 19.80%，毛利坪效增幅为 16.40%，百货主营的品牌运作力进一步得到强化。大东方百货的独有品牌占总品牌的比例已达 41.6%，独有品牌实现销售占比达到 33% 左右，其中 500 万元以上年销额的品牌已达 82 个，超千万的品牌达 29 个，这些“大户品牌”实现销售的占比水平，同比上升了 10%；同时，品类销售增幅中，国际名品达 38.62%，名表首饰类达 37.59%，时尚家居类达 34.76%，时尚女装、精品女装等品类增幅均在 20% 以上，多年来“向精品时尚现代百货战略转型”的提档升级效应稳步显现，确保了大东方百货本部旗舰店的市场主导地位和发展后劲。我们认为，未来公司女装调整效果良好能够有效带动人气，弥补公司短板，对公司长期转型非常有帮助。

2011 年，是“大东方百货”实质启动连锁发展项目之年，新增二家门店。2011 年 6 月 3 日，儿童主题百货店“伊酷童”建成亮相，10 月 1 日，“大东方百货海门店”正式开业，开辟了南通海门市尚空白的高端百货市场，拉开了“大东方百货”布局长三角苏南百货零售业的序幕。海门店三个月的营运获得 3414 万元的营业收入，当期亏损 1610 万元。“大东方百货海门店”总投入规模 8517 万元，报告期内投入 4990 万元，海门店装修投入 3536 万元，当期装修摊销 177 万元，同时开办费 1297.9 万元当期计提。我们预期今年该店将实现销售收入 1.54 亿元，基本实现盈亏平衡。而“伊酷童”作为大东方百货子品牌在儿童主题店这专一经营领域的试手，尚需 2-3 年的市场培育。“大东方伊酷童”总投入规模 6127 万元，报告期内投入 3948 万元，我们可以看到，伊酷童 2011 年更新改造投入 3335 万元，当期摊销 389 万元；伊酷童年租金费用约为 120 万元。根据我们估算，伊酷童店当年实现销售收入 580 万元，亏损 1890 万元。

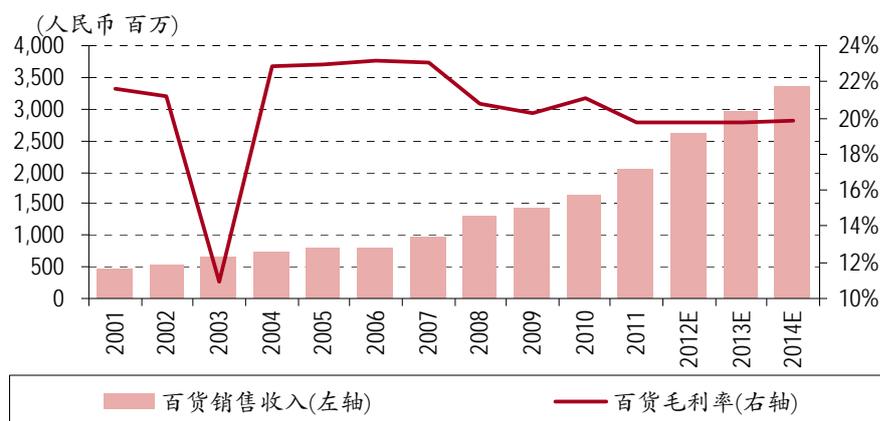
二个新开门店正处于起步培育期，基建、装潢、人力、开办等大投入也带来成本、资金费用的增长，短期内会给公司收益的增厚带来一定压力。

我们根据母公司报表，可以看到公司大东方百货母店业务费用率（管理费用 + 销售费用率）持续下降至 9.4%，大东方百货业务税前利润率上升至 8.5%。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密切相关。

**图表 1. 2006 年-2011 年商业大厦百货业务报表模拟 (母公司报表)**

母公司报表 (百万元)	2009	2010	2011
主营业务收入	1,434.21	1,628.13	2,017.63
主营业务成本	(1,142.92)	(1,284.98)	(1,618.21)
主营业务毛利率(%)	20.3	21.1	19.8
其他业务收入	15.28	18.69	22.15
其他业务成本	(7.43)	(8.02)	(9.44)
其他业务毛利率(%)	51.4	57.1	57.4
营业税金及附加	(17.67)	(22.13)	(32.66)
净营业收入	1,431.82	1,624.69	2,007.12
销售费用	(42.92)	(41.10)	(40.28)
销售费用率(%)	3.0	2.5	2.0
管理费用	(122.98)	(131.95)	(149.97)
管理费用率(%)	8.5	8.0	7.4
销售费用与管理费用	(1,316.25)	(1,466.05)	(1,817.90)
息税前利润	115.57	158.63	189.22
财务费用	(8.19)	(11.42)	(16.70)
模拟利润总额	107.38	147.22	172.52
息税前利润率(%)	8.0	9.6	9.3
模拟税前利润率(%)	7.4	8.9	8.5
增速(%)		37.1	17.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 2001-2014 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

公司在年报中也提出, 全方位布局好后续商业发展规划方案, 同时坚定发展连锁百货的目标, 研究合作、联营、租赁等灵活多样、降低成本的多种拓展模式, 稳健连锁扩张的步伐。同时团购消费要抢抓先机, 抓好眼前销售, 并早作筹划, 应对市场变化; 尝试电子商务, 力图在 2012 年要有所作为。

## 汽车新城建设步入正轨，深推后产业及对外拓展

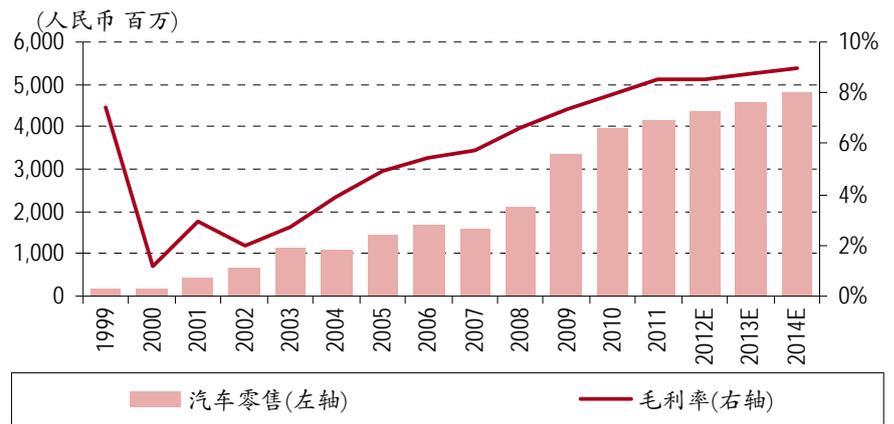
东方汽车城在 2010 年根据无锡市政规划移地“中国工业博览园”重建立项后，总投资规模约 8.9 亿元，将建设成为汇 4S 店集群（34 家）、汽车用品、汽车美容、新型二手车市场、汽车理赔中心、专业检测上牌保险服务、试车跑道、汽车主题公园等八大功能区块，在全省甚至华东地区都堪称体量规模第一、经营模式先进、全新超前概念的汽车主题城市综合体。东方汽车自 2010 年拍下 500 亩商业用地后，通过一年多的建设，于 2011 年 11 月 3 日正式开城，首批建成入驻 16 家 4S 店，后续项目包括国内最新概念的保时捷中心等正在有序投入建设中。至 2011 年底，汽车新城建设投入总额为 5.79 亿元，报告期内投入总额为 1.96 亿元。去年全年东方汽车城展厅装修当期投入 3271 万元，摊销 190 万元；道路建设费投入 5110 万元，摊销 46 万元；

2011 年自下半年后，汽车行业增速放缓，“东方、新纪元汽车”以“整合资源挖潜增效”为核心，继续通过把准市场方向、稳定市场份额、整合内部资源、深推后产业链经济、控制管理费用、挖掘规模效益等有效手段，为稳定公司经营成果提供有力的支撑。2011 年全年销售汽车达 2.8 万余辆，持续保持无锡市区乘用车小轿车商务车市场的大份额占比，全年汽车经营收入为 41.61 亿元（全年东方汽车实现营业收入 30 亿元，同比增长 7%，新纪元汽车实现营业收入 12 亿元），同比增长 5.21%，毛利 3.55 亿元，增长 12.66%，毛利率提高 0.56 个百分点，达 8.52%。其中维修保养等后产业服务收入呈稳步增长态势，销售达 3.21 亿元，增长 16.82%，毛利达 1.42 亿元，平均毛利率为 44.41%。同时，“东方、新纪元汽车”继续以“长三角三小时经济圈”为核心，精研市场机遇和契机，稳步推进拓展步伐。目前汽车板块已有及在建试业的 4S 店集群规模约 40 家：其中高端品牌有宝马吴江 1 家，奔驰无锡、常州 2 家，斯巴鲁无锡、南通、江阴 3 家，沃尔沃无锡、南通 2 家，雷克萨斯南通 1 家，占比 22.5%；主流中级品牌 24 家，占比 60%；自主品牌 7 家，占比 17.5%。目前包含二家超豪华品牌的保时捷中心在内（其中无锡中心已奠基开建），尚有十多个高端品牌 4S 店项目在跟踪发展，涵盖南通、苏州吴江、常州、镇江、昆山、宿迁、江阴、宜兴等周边城市，最终形成“高端品牌占比达到 40% 左右、进一步提优品牌化结构、重点拓展高端品牌”的经营布局战略，为汽车主营的后续增长点奠定良好基础。东方汽车目前在中国汽车经销商集团百强排行榜中名列第 35 位，在全国同行中具有影响，在所处地域市场辐射范围中保持优势竞争力。

总体来看，我们预期 2012 年公司汽车销售业务收入增长 4.7% 达到 44 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，高档车销售上升也直接抵消了中低档车收入下滑，这也是我们预期 2012 年汽车销售收入仍然能够缓慢上升的主要原因。

公司提出今年通过加强汽车城建设的专项管理，在“三个盈利点”上要有突破，一是以前十五名品牌的销售为重点，在其盈利能力上要有再突破；二是在新开门店的盈利能力上要有突破；三是在后市场开发的增效能力上要有突破。

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。

**图表 3. 1999-2014 年公司汽车经销收入及综合毛利率**


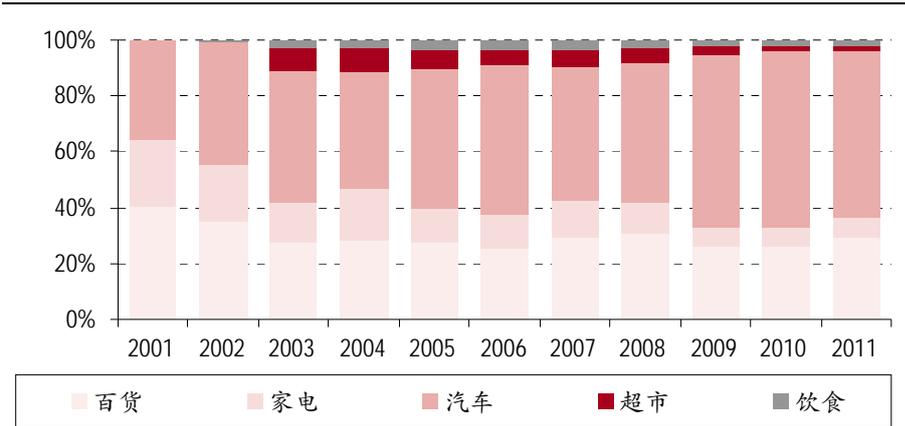
资料来源：公司数据，中银国际研究

### 其他业务相对稳定

东方电器目前包括本部外，无锡市区 3 家门店，异地 2 家门店。迪法大器拓展重点品牌直营，强化重要品牌合作，改善二线品牌结构，培养和扶持有市场潜力的二线品牌，同时加快连锁发展步伐，进入江阴、海门市场。2011 年东方电器的直营品牌比例已达 50%，年末还顺利实施了“海尔”这个大品牌的直营，为进一步提升本土形象和吸客能力，做深、做细市场，扩大销售规模创造了基础条件。同时，东方电器充分发挥本地域经营的市场强势，有序拓展家电连锁门店，2011 年 4 月 30 日，东方电器首次走出锡城的江阴连锁门店开业，年内八个月的运营取得出色成绩，稳列江阴家电销售市场三甲之位；报告期内，东方电器伴随大东方百货连锁的海门店开业，启动了公司集合连锁拓展的模式。报告期内东方家电营业收入 4.9 亿元，同比增长 19.51%，实现利润 3091 万元，净利润 2304 万元。

三凤桥食品餐饮板块，经多年筹划，于 2011 年 3 月投入 13786 万元以每股 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，多年来困扰“三凤桥”这一无锡首家中华老字号发展的股权结构瓶颈得以解决，2011 年“三凤桥”新开、改造投入资金近 2000 万元，剔除短期投入建设因素，销售、毛利等盈利能力保持稳健，但后续发展中，随着拓展投入加大，员工人数增加，人力费用上升，这些会形成一定压力因素。2011 年度，三凤食品销售收入 1.62 亿元，同比增长 19.56%，实现利润 1398 万元，去年同期实现净利润 2091 万元。

东方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，2011 年百业超市稳步退出乡镇市场，重点经营城市社区标超，全年实现营业收入 1.3 亿元，同比下降 9%，净利润 2343 万元。公司规划百业未来重整超市经营战略，走密集居民社区的标超之路。东方百业超市的经营定位要把握好拾遗补缺的要点；规划重点要结合好大东方股份的资源，达到资源共享整合发展的效应；关键要点是着手解决好东方百业超市发展的股权结构瓶颈。目前公司股权占比 60%。

**图表 4. 2001-2011 年主营业务收入组成**


资料来源：公司数据，中银国际研究

### 2011 年投资收益分红下降

公司投资收益 2011 年全年合计分红的投资收益为 1,742 万元,较 2010 年的 1991 万元下降。我们预计 2012 年仍然将保持 2011 年水平不变。公司投资的江苏银行预计可能在 2013-2014 年上市。

**图表 5. 2009-2011 年投资收益**

投资收益	2009	2010	2011
江苏广电网络	5.5	5.8	5.8
国联信托	24.0	14.0	7.0
江苏银行	4.0		4.0
景信小额贷款		0.1	0.3
二手车鉴定公司			0.4
合计	33.5	19.9	17.4

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 公司业务战略与资金需求

2012 年公司的资金在汽车经营的“持续打造新城，后续向外拓展”上，在百货主营的“扩大规模效应、稳固市场地位”上，在其它子公司的发展投入和理顺股权上，会有较大的需求。公司将通过自筹、银行贷款等多种筹资途径，解决公司发展的资金需求。我们预计公司今年可能收购东方百超剩余的 40% 股权以及加大对东方汽车城建设,所需资金压力仍然较大.在百货主业、汽车主营、三凤桥食品发展的三个领域的发展性投入，还有一定的延续惯性，仍会给公司带来一定的资金压力、费用上升及盈利压力.有可能公司也会采取从资本市场再融资方式加快发展力度。

### 维持买入评级和下调目标价

我们根据公司在未来 3 年的发展轨迹和经营压力下调了 2012-14 年业绩，预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.464、0.664 和 0.823 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，我们将公司的目标价调整至 9.8 元/股。维持公司**买入**的评级。

**图表 6. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
主营业务收入	6,251.03	6,988.50	11.80
税金及附加	(40.64)	(57.40)	41.24
净销售收入	6,210.39	6,931.10	11.60
其他业务利润	68.49	88.84	29.72
销售成本	(5,464.98)	(6,082.44)	11.30
销售费用	(177.94)	(241.80)	35.89
管理费用	(250.78)	(347.82)	38.70
息税前利润	385.18	347.88	(9.68)
非经常性损益	1.40	42.63	2,944.79
应占联营公司损益	25.14	19.19	(23.67)
净财务费用	(27.80)	(50.56)	81.88
税前利润	383.92	359.13	(6.46)
所得税	(95.19)	(101.80)	6.95
净利润	288.73	257.33	(10.87)
少数股东损益	(64.41)	(49.53)	(23.10)
归属于上市公司股东利润	224.32	207.80	(7.36)
扣除非经常性损益后的净利润	222.92	165.17	(25.90)
每股收益(人民币)	0.43	0.32	(25.90)
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	13.52	14.06	
息税前利润率	6.10	4.92	
净利率	3.53	2.33	

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	6,304	7,037	7,878	8,632	9,396
销售成本	(5,490)	(6,099)	(6,795)	(7,414)	(8,013)
经营费用	(317)	(423)	(476)	(460)	(500)
息税折旧前利润	497	515	608	758	882
折旧及摊销	(112)	(167)	(172)	187	199
经营利润(息税前利润)	385	348	435	571	684
净利息收入/(费用)	(28)	(51)	(54)	(52)	(50)
其他收益/(损失)	27	62	19	19	19
税前利润	384	359	401	538	653
所得税	(95)	(102)	(104)	(134)	(163)
少数股东权益	(64)	(50)	(54)	(57)	(60)
净利润	224	208	242	346	429
核心净利润	225	165	242	346	429
每股收益(人民币)	0.430	0.398	0.464	0.664	0.823
核心每股收益(人民币)	0.431	0.317	0.464	0.664	0.823
每股股息(人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.093
收入增长(%)	14	12	12	10	9
息税前利润增长(%)	33	(10)	25	31	20
息税折旧前利润增长(%)	27	4	18	25	16
每股收益增长(%)	21	(7)	17	43	24
核心每股收益增长(%)	21	(26)	47	43	24

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	384	359	401	538	653
折旧与摊销	112	167	172	187	199
净利息费用	28	51	54	52	50
运营资本变动	109	(32)	162	46	110
税金	(95)	(102)	(104)	(134)	(163)
其他经营现金流	(94)	(143)	(108)	(109)	(110)
经营活动产生的现金流	444	300	577	580	738
购买固定资产净值	(452)	(293)	(380)	(214)	(246)
投资减少/增加	15	77	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	(437)	(216)	(380)	(214)	(246)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	113	335	103	(57)	(57)
支付股息	(21)	(45)	(45)	(48)	(87)
其他融资现金流	0	(483)	49	122	60
融资活动产生的现金流	92	(193)	107	16	(84)
现金变动	99	(108)	303	381	409
期初现金	712	811	703	1,006	1,387
公司自由现金流	12	91	204	374	501
权益自由现金流	92	369	246	256	385

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	811	703	1,006	1,387	1,796
应收帐款	266	392	351	403	456
库存	434	772	662	817	829
其他流动资产	32	83	66	66	84
流动资产总计	1,543	1,949	2,086	2,674	3,166
固定资产	765	1,022	1,301	1,321	1,410
无形资产	578	573	569	566	562
其他长期资产	270	418	385	349	313
长期资产总计	1,613	2,013	2,255	2,236	2,286
总资产	3,156	3,962	4,341	4,909	5,451
应付帐款	1,429	1,862	1,875	2,128	2,303
短期债务	334	670	770	710	650
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,764	2,532	2,645	2,838	2,953
长期借款	45	44	47	50	52
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	522	522	522	522	522
储备	577	638	848	1,163	1,527
股东权益	1,098	1,160	1,369	1,685	2,049
少数股东权益	249	225	280	337	397
总负债及权益	3,156	3,962	4,341	4,909	5,451
每股帐面价值(人民币)	2.11	2.22	2.62	3.23	3.93
每股有形资产(人民币)	1.00	1.13	1.53	2.14	2.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.83)	0.02	(0.36)	(1.20)	(2.10)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.9	7.3	7.7	8.8	9.4
息税前利润率	6.1	4.9	5.5	6.6	7.3
税前利润率	6.1	5.1	5.1	6.2	6.9
净利率	3.6	3.0	3.1	4.0	4.6
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1
利息覆盖率	11.7	6.0	7.1	9.5	11.6
净权益负债率(%)	净现金	0.8	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	17.6	19.0	16.3	11.4	9.2
核心业务市盈率	17.6	23.9	16.3	11.4	9.2
目标价对应核心业务市盈率	22.8	23.3	21.1	14.8	11.9
市净率	3.6	3.4	2.9	2.3	1.9
价格/现金流	8.9	13.2	6.8	6.8	5.3
企业价值/息税折旧前利润	7.6	8.1	6.6	4.8	3.7
周转率					
存货周转天数	26.8	36.1	38.5	31.3	32.0
应收帐款周转天数	13.9	17.1	17.2	15.9	16.7
应付帐款周转天数	76.3	85.4	86.6	84.6	86.1
回报率					
股息支付率(%)	19.6	9.9	18.5	13.0	11.3
净资产收益率(%)	22.4	18.4	19.1	22.7	23.0
资产收益率(%)	10.1	7.0	7.8	9.3	9.9
已运用资本收益率(%)	25.1	18.5	19.4	22.1	23.3

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