

2011年8月11日

友好集团

区位优势推进快速增长

A
买入

600778.SS - 人民币 13.20

目标价格: 人民币 16.50

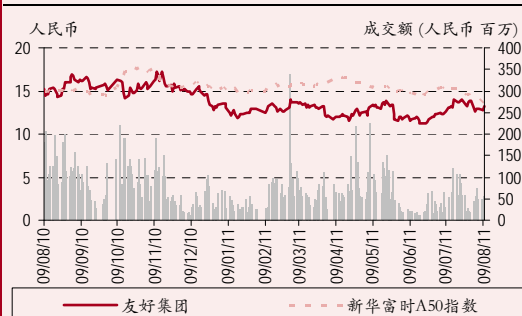
刘都*

(8621) 2032 8511

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(%)	(1)	5	(1)	(13)
相对新华富时A50指数(%)	9	16	11	(3)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	311
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	4,066
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
乌鲁木齐国资	24

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*林琳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

在巩固乌鲁木齐地区市场份额的同时, 公司零售网络逐步向疆内二线城市渗透。依照集团未来5年战略, 零售业务收入复合增长率预计将达到33.6%。我们对公司首次评级为买入, 目标价格16.50元。

支持评级的要点

- 受益于新疆区域经济快速发展, 集团在疆内积极实施扩张战略, 未来几年公司将实现快速增长。
- 集团是新疆区域零售运营商的龙头企业, 集团计划未来5年里(2011-15年)在保证乌鲁木齐市零售业市场份额的前提下, 积极向疆内二线城市布局, 同时加大对超市和家电两大业态的投入。预计到2015年集团将新增100家超市, 百货、超市和家电将分别实现销售收入57亿元、30亿元和13亿元。
- 房地产业务为集团零售业扩张战略提供充裕资金支持。集团的汇友项目可售面积在140万平方米左右, 预计未来5年实现权益净利润3.83亿元。

影响评级的主要风险

- 集团各门店的销售增长低于预期。
- 跨区域多业态的战略扩张带来经营管理和执行的风险。
- 房地产结算进程低于预期。

估值

- 我们预计2011-13年的每股收益为0.523、0.729和1.056元, 其中零售业贡献为0.415、0.499和0.703元, 地产贡献为0.123、0.246和0.369元, 鉴于新疆区域经济发展和集团本身的区域龙头地位, 集团的零售业正处于快速扩张时期, 我们给予公司目标价16.50元, 较目前价格有25%的上涨空间, 首次评级为**买入**。

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)	1,959	2,856	4,700	7,042	9,903
变动(%)	28	46	65	50	41
净利润(人民币 百万)	60	105	163	227	329
全面摊薄每股收益(人民币)	0.194	0.337	0.523	0.729	1.056
变动(%)	26	74	55	39	45
全面摊薄市盈率(倍)	68.0	39.1	25.2	18.1	12.5
核心市盈率(倍)	82.0	34.9	25.2	18.1	12.5
每股现金流量(人民币)	0.503	0.723	0.929	1.205	1.612
价格/每股现金流量(倍)	26.3	18.3	14.2	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	16.8	10.6	6.6	4.2
每股股息(人民币)	0.045	0.045	0.090	0.100	0.150
股息率(%)	0.3	0.3	0.7	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

估值与评级.....	3
投资建议.....	4
疆内零售龙头.....	5
下属门店多处于成长期.....	6
未来展店计划.....	13
母公司报表观察公司零售业务能力.....	15
加大超市和家电复合业态渗透.....	17
房地产业务.....	19
盈利预测及假设.....	20
附录、新疆经济状况.....	23
研究报告中所提及的有关公司.....	25

估值与评级

我们选取了与友好集团较具可比性的 12 家国内区域性上市百货公司作为估值对照组。

图表 2. 同业公司估值比较

公司	代码	总市值 (人民币, 百万)	每股收益 (人民币, 元)			市盈率 (倍)			每股收益复合 增长率(11-13E) (%)	市销率 (倍) 2011E
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
王府井	600859.SS	17,888	1.55	2.03	2.62	28	21	16	30	1.1
东百集团	600693.SS	3,099	0.956	0.398	0.571	23	18	14	31	1.5
成商集团	600828.SS	5,266	0.41	0.59	0.78	22	16	12	37	2.4
大东方	600327.SS	4,716	0.51	0.62	0.74	18	15	12	21	0.7
合肥百货	000417.SZ	10,424	0.67	0.84	1.03	30	24	20	24	1.2
银座股份	600858.SS	6,408	0.44	0.54	0.71	50	41	31	27	0.6
广州友谊	000987.SZ	8,041	1.13	1.42	1.82	20	16	12	27	1.8
大商股份	600694.SS	12,791	1.12	1.86	2.79	39	22	15	59	0.4
重庆百货	600729.SS	17,681	1.66	2.07	2.67	29	23	18	27	0.7
新华百货	600785.SS	5,445	1.22	1.59	1.96	21	16	13	27	1.1
欧亚集团	600697.SS	4,528	1.04	1.38	1.79	24	18	13	33	0.7
天虹商场	002419.SZ	18,261	0.82	1.13	1.52	14	10	8	36	1.4
行业加权平均						27	20	15	31	1.1
友好集团	600778.SS	4,112	0.523	0.729	1.056	25	18	13	42	1.0

股价按照 2011 年 8 月 9 日收盘价

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

给予公司首次买入评级

我们看好新疆固定资产投资快速增长背景下的新疆居民消费, 作为疆内零售业龙头, 友好集团在其加快展店步伐前提下能够有效分享消费迅速增长。

我们按照分部估值的方法, 参考公司零售业务较高的复合增长率, 以 2012 年地产 10 倍市盈率, 零售 28 倍市盈率估算, 公司每股估值约为 16.5 元。给予公司首次买入评级。

投资建议

首先，我们看好新疆区域零售业的发展。在新疆对口支援政策背景下，固定资产投资将持续以较高速度增长，而固定资产投资的增长将最终拉动当地消费，零售业将受益。具有一定零售网络、门店规模和良好的供应商、当地政府关系的零售商将处于竞争优势地位。友好集团的区域龙头地位及日益提高的管理能力，使我们有理由相信其开始逐步步入快速发展的轨道。

集团在未来5年内将迎来展店和业绩增长的快速扩张期。在现已公布的开店计划中，阿克苏市和奎屯市将于2012年左右分别开设一家大型百货购物中心，乌鲁木齐市在2012年将有4家家电及超市大卖场开业。集团还计划在2015年底前，在疆内二线城市，如哈密、克拉玛依、吐鲁番、喀什和阿勒泰等地区，开设百货及超市门店。我们认为集团凭借其区位优势及对疆内消费者的购物习惯、偏好和竞争环境的理解，提升其在全疆零售业的市场占有率，巩固其龙头地位，提高盈利能力。

最后，我们认为集团与汇友地产公司合作的三个房地产项目（中央郡、马德里春天和航空嘉园），可售面积合计约140万平米，未来5年将会给集团带来3.83亿左右的权益净利润和持续可观的现金流。

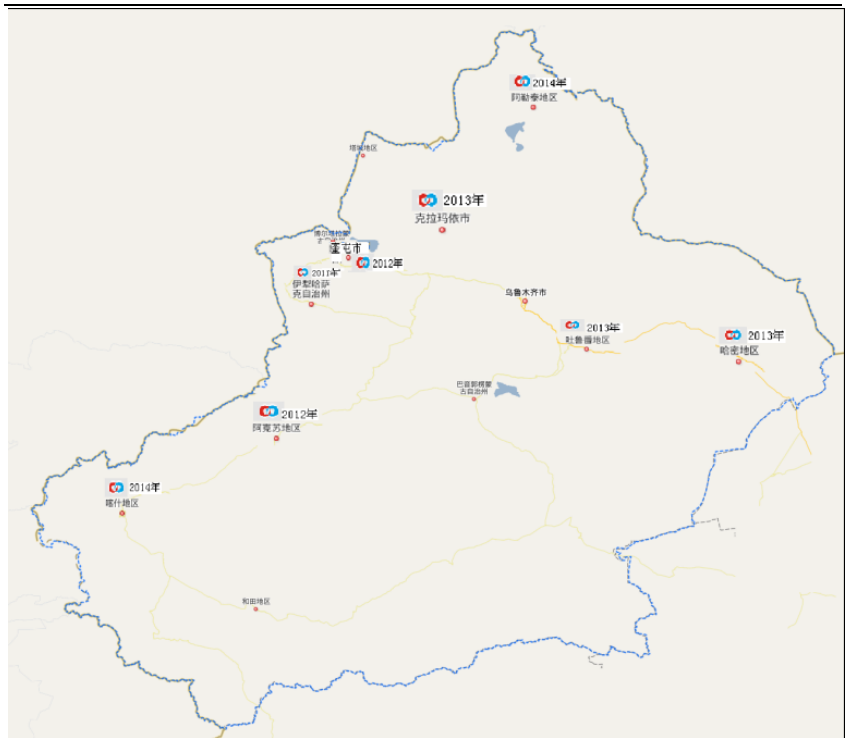
疆内零售龙头

友好集团是新疆最大的百货零售连锁企业。2010年集团销售收入的83%和毛利的76%左右源于零售业态。近两年依托区域经济的发展，集团零售业的销售收入增长较为快速，2008-10年零售业的销售收入增速分别是16.57%、33.0%和33.8%。集团两大主力门店一天山百货和友好商场连续3年获得乌鲁木齐市零售业年销售冠亚军。

2007年集团开始尝试向疆内二线城市展店，2007和2008年分别在库尔勒和独山子开设了库尔勒天百和独山子金盛时尚百货，两家门店开业后第四年均开始盈利。

集团2011-15年的发展战略是，依托新疆区域振兴计划、区域消费者可支配收入的稳步提高及城市化进程加速，逐步向新疆二线城市加速扩张，并积极布局乌鲁木齐市的超市和家电业，实现百货、家电和超市三业态共同发展的经营模式。巩固其疆内零售业的龙头地位。集团计划在2015年百货业、超市业和家电业分别实现销售收入57亿元、30亿元和13亿元。

图表3.集团2011~14年展店计划



资料来源：公司数据，中银国际研究

注：2011年开设百货店的城市：伊犁（伊犁天百购物中心）

2012年计划开设百货店的城市：奎屯（奎屯天百购物中心）、阿克苏（阿克苏天百）

2013年计划开设百货店的城市：哈密、克拉玛依、吐鲁番

2014年计划开设百货店的城市：喀什、阿勒泰

下属门店多处于成长期

截至 2011 年 4 月集团在新疆全资拥有 5 家百货店，分别是：友好商场、天山百货、美美友好购物中心、独山子金盛时尚百货和伊犁天百购物中心；控股库尔勒天百购物中心；参股友好百盛；托管天百名店以及拥有 1 家独立的大卖场——嘉和园超市。这 9 家门店总的建面约为 33.1 万平米，其中自有物业的建面为 20.87 万平米，占总建面的 62.91%。集团根据目标客户的差异，2008 年开始，对旗下部分门店进行装修改造，并对其商品品牌进行调整，将它们分别定位于：美美友好百货奢侈品店、天山百货精品品牌店、友好商场大众品牌店、独山子金盛时尚店，库尔勒天百和伊犁天百定位于大众品牌的购物中心。

门店位置及成长性分析

公司现有的 6 家门店中，3 家位于乌鲁木齐市，另 3 家分别位于二线城市库尔勒市、独山子和伊宁市。从各门店的所在位置来看，6 家门店均位于当地繁华的商业圈。

从门店生命周期看，除友好商场和天山百货外店龄均在 15 年以上，其余门店的店龄均不超过 4 年。而友好商场和天山百货虽然店龄较长，但是随着逐步扩场改造并由于其在乌市的特殊地位，近年来也呈现出良好的增长趋势。美美友好和库尔勒天百渡过了培育期，开始进入快速增长的轨道，独山子金盛和伊犁天百目前仍处于培育期。

图表 4.友好集团自营百货门店

门店名称	生命周期	开业时间	建筑面积* (平方米)	所处商圈	备注
友好商场	成长期	1958年1月	30,000	乌鲁木齐友好商圈	自有物业, 2010年8月28日经营面积近5,000平米的友好商场3期开业
天山百货	成长期	1994年12月	34,000	乌鲁木齐中山路商圈	自有物业
美美友好百货	成长期	2008年9月	41056	乌鲁木齐友好商圈	租赁, 租约为2010年1月1日至2010年12月31日租金为人民币3,200万元/年。自2011年1月1日至2023年12月31日, 租金为人民币4,000万元/年。
库尔勒天百购物中心	成长期	2007年9月	82,000	库尔勒市次级商圈	租赁, 2010年租金约为40万元, 2011年为50万元, 以后租金每年有10%-15%左右的增长, 当该店的利润总额超过500万, 超出部分的10%作为额外的租金计入成本。当利润总额超过1,000万, 超出部分的25%作为额外的租金计入成本。 北疆及整个“金山角”地区的中高档综合百货商场。
独山子金盛时尚百货	培育期	2008年9月	13,000	独山子最繁华的商业圈	自有物业, 项目总投资额约为6.4亿元
伊犁天百购物中心	培育期	2011年4月	32,192	伊宁市铜锣湾商业区	自有物业, 该项目总投资额预计约为2.56亿元
奎屯天百购物中心		2012年上半年	47,500	奎屯市最繁华地带	自有物业, 该项目投资总额约为3.5亿元左右。
阿克苏天百		2012年下半年	70,465	传统商圈的边缘地带	自有物业, 该项目的总投资额预计为约为6亿元左右。

资料来源: 公司数据、中银国际研究

门店基本经营状况

友好商场和天山百货的销售收入对集团贡献最大, 2010年友好商场和天山百货店销售收入分别是8亿元和10亿元左右, 两店销售收入之和占集团零售业务收入的76.5%。

2007-08年间对已有门店进行装修改造, 对百货店内的品牌进行调整。各门店经营状况自2009年开始呈现较快的增长态势。天山百货和友好商场2009年的销售增幅分别超过了20%和40%, 2010年销售增幅均超过30%。库尔勒天百和独山子金盛分别于2007和2008年开业, 2009年的销售增幅均超过100%。

图表 5. 2008-2010年各门店销售收入

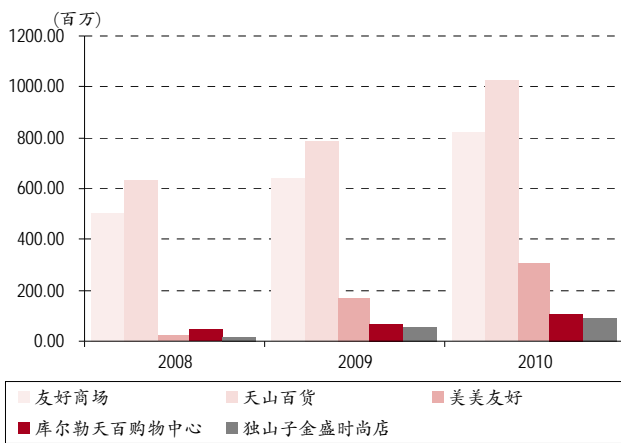
(百万元)	2008	2009	2010
友好商场	504.35	639.57	823.08
天山百货	633.04	784.78	1,023.93
美美友好	22.72	170.87	304.35
库尔勒天百	45.00	70.04	108.77
独山子金盛	15.79	58.00	91.23

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

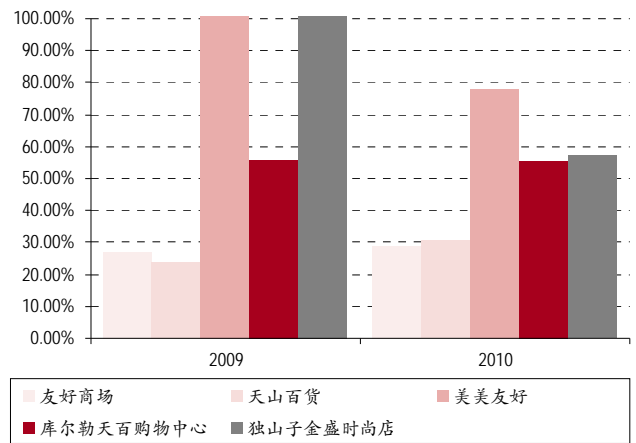
图表 6..2008-2010 年各门店毛利率

(%)	2008	2009	2010
友好商场	17.90	18.20	18.80
天山百货	17.80	18.00	18.50
美美友好	14.50	15.00	16.30
库尔勒天百	14.00	14.50	14.60
独山子金盛	11.00	11.50	12.30

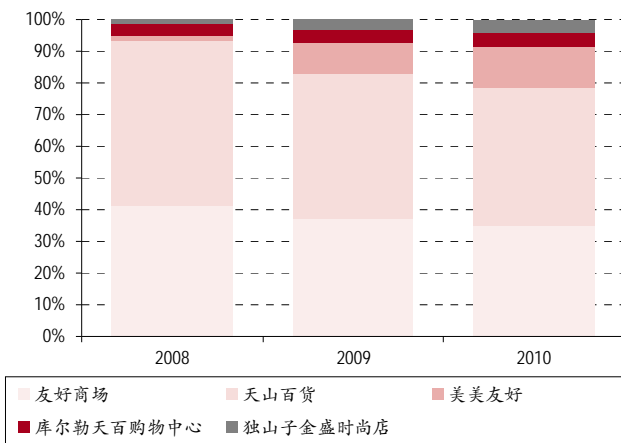
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.2008-2010 年自营门店销售收入


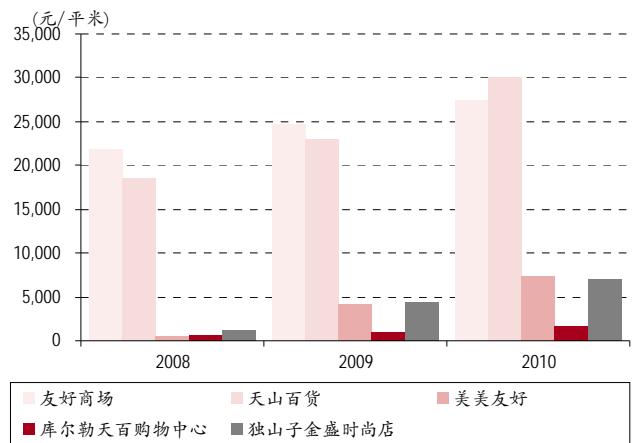
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8.2008-2010 年自营门店销售增幅(%)


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9.2008~2010 自营门店销售收入构成


资料来源：公司数据，中银国际研究

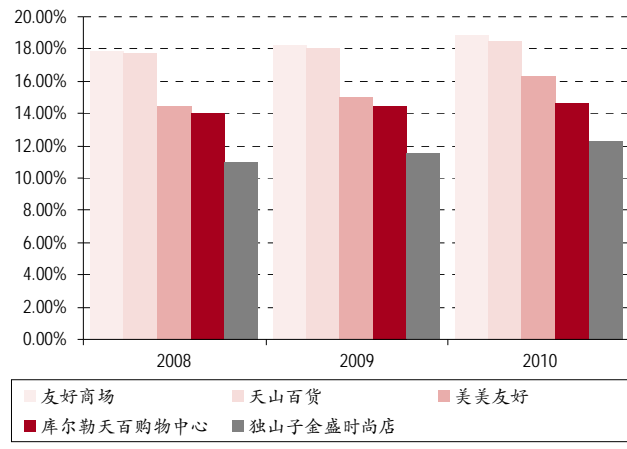
图表 10. 2008~2010 年自营门店坪销


资料来源：公司数据，中银国际研究

集团各门店毛利率来看，友好商场和天山百货的毛利率最高，2010年友好商场的毛利率为18.8%，天山百货为18.5%，乌市门店的毛利率均高于外埠门店。现有外埠门店的综合毛利率基本维持在16%左右。

由于独山子天百、美美友好和友好商场二期开业，2008年建筑面积增加比较快（合计约5.7万平方米）。由于友好商场约5,000平方米建面的三期开业，2010年总建筑面积略有上升。

图表 11. 2008-2010 年自营门店毛利率变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 2007-2010 年自营门店总建面



资料来源：公司数据，中银国际研究

注：友好百盛物业属于友好集团，但是其经营由百盛控制，我们并未将其纳入自营门店，故计算面积时候未予考虑。

美美友好购物中心

美美友好是新疆唯一一家经营高级奢侈品牌的百货店。虽然美美友好所在的商业区有定位精品百货的世纪金花，但是其品牌上与美美有明显差距，美美的国际品牌齐全，拥有LV、Gucci、娇兰、卡地亚，菲拉格慕等。集团目前正逐步对美美2层进行一些品牌调整，引进一些如Y3、迈雅等国际二线品牌，以丰富品牌宽度，更好的衔接楼层之间的层次。2010年该店的综合扣点为16.3%，预计2011年将提升至17%。

该店2011年1-4月的销售收入为1.48亿元，同期比增长79.17%，我们预计2011年全年该店实现销售收入5.17亿元，净利润430万元。

美美友好填补了乌市奢侈品消费的空白，起到了品牌示范效应的作用，为集团扩大与服饰品牌合作的范围提供了基础，也有效促进了集团旗下其它门店引进更多的国际二线品牌和国内一线品牌。

天山百货

2008年集团完成对天山百货大楼一、二楼的改造工程后，天百是中山路商圈的唯一一家定位于精品百货的店。该店拥有乌市最全的化妆品品牌。

得益于不断对其进行品牌调整，截止至2011年4月30日，天山百货的销售额为4.49亿元，同比增长33%。目前平均客单价为2,900元，天百只有在每年年末进行一次大促，所以毛利率水平较为稳定，基本保持在18.5%左右。

天山百货的销售收入中70%来自于会员消费，目前拥有6.8万有效活跃会员，其中金卡会员约2万人。公司要求金卡会员年消费额超过8千元，才能继续持有，否则将降为银卡。会员区域分布以乌鲁木齐为主，而在全疆天百拥有很强的号召力。

友好商场

友好商场定位于大众百货，受益于建筑面积的增加、内部装修和品牌调整等，2009-10年销售收入分别增长27%和28%。该店2008年友好二期开业，增加建面4,000平方米左右，二期与友好商场主体2-4层相连。2010年8月左右友好三期开业，增加建面5,000平方米，三期与友好商场主体1-5层相连，主营年轻时尚元素的商品。

友好商场经营的品类毛利率方面，服装服饰类为20%，超市类14%-15%，家电2-3%，黄金5%。该店今年1-4月销售额为3.53亿元，同比增长33.34%，其中1楼（主营化妆品、黄金珠宝和鞋类皮具类）销售额占比近30%，超市销售额占比10%左右。

该店的特点是低毛利率的商品占比较大，2011年该店计划逐步调整商品结构和品牌结构，一楼将提高毛利率较高的化妆品比重，将扩大珠宝类的占比。2010年对女装品牌调整后效果明显，今年女装销售额增幅超过50%。

库尔勒天百购物中心

库尔勒天百的建筑面积为 8.2 万平米，是集百货、餐饮、娱乐，休闲为一体的大型购物中心，目前在经营面积有 4 万多平米，尚余一半面积逐步开设卖场经营。员工人数 200 人左右。

开业 4 年来该店着力打造 1-2 层的百货业务，但是由于地处库尔勒次商圈，经营效果一般。自今年始门店开始逐步发挥体量大的优势，着手打造 3-4 楼的休闲娱乐项目，目前该店的四楼共有 1.6 万平米，其中 3,500 平米用于集团美食美尚餐饮和美容美发业务，其余的部分尚在租赁洽谈中。

该店租金低廉，2010 年租金约为 40 万元，2011 年为 50 万元，以后租金每年有 10%-15% 左右的增长，根据租约当该店的利润总额超过 500 万，在保底租金基础上，利总超过 500 万元的部分的 10% 计入租金成本。当利润总额超过 1,000 万，超出部分的 25% 计入租金成本。

在商品品类销售结构上，女装占 40% 左右，男装和户外运动占 25% 左右，女鞋和珠宝占 20% 左右，床上用品为 15% 左右。该店平时的促销活动较多，目前的毛利率为 14%-15%。

该店 2010 年 11 月依托于超市的家电部门开业，营业面积为 3,000 平米，目前库尔勒市有苏宁和国美门店各一家，营业面积均为 2,000 平米左右。2011 年 1-4 月该店家电业的销售收入为 300 万左右。

库尔勒天百 2010 年实现利润总额为 220 万，2011 年 1-4 月实现销售收入 7,350 万元，我们预计今年全年将实现净利润 500 万元。

图表 13. 2008-13 年库尔勒天百购物中心销售收入

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	45.00	70.04	108.77	195.79	293.68	411.16
增长率(%)		55.65	55.29	80.00	50.00	40.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

由于库尔勒天百为友好集团与物业业主合资门店，友好集团控股 51%，故其权益利润对集团总体贡献较少。

伊犁天百购物中心

伊犁天百位于伊犁市传统商业中心铜锣湾商圈。此商圈目前尚未有合适的商业房产再开设其他大型百货店。该店的总建筑面积为 3.2 万平方米，购买价格为 5,500 元/平方米。总投资额为 2.56 亿元，包括购房资产及相关税金 1.86 亿元和装修改造投入 0.56 亿元等。

该店已于今年 4 月 30 日开业，开业当天销售额达到 605 万元，4 月 30 日至 5 月 9 日，实现累计销售额 4,743 万元，目前的日流水额为 35 万元左右。该店的经营状况大幅超过之前预期，我们预计培育期会有所缩短，约为 2 年。

以该店目前的营业状况分析，2011-13 年的销售收入分别为 0.98 亿元、1.67 亿元和 2.34 亿元。综合毛利率为 12%、12.3% 和 12.5%。

未来展店计划

集团未来新开百货店多于疆内二线城市，而在乌市则选择新开超市和家电门店。集团计划 2012 年在阿克苏市和奎屯市分别开一家购物中心，在乌市将会有多家超市开业。

图表 14.2012-13 年集团展店计划

门店名称	建筑面积(平方米)	物业属性	开业时间	地区	业态
阿克苏天百	70,465	自有	2012 年初	阿克苏市	百货购物中心
奎屯天百	47,500	自有	2012 年下半年	奎屯市	百货购物中心
美林花源	51,300	租赁	2012 上半年	乌鲁木齐市	超市家电购物中心
沙依巴克区钱塘江路项目	5,984	租赁	2012 年	乌鲁木齐	超市家电大卖场
天山区新民路项目	5,600	租赁	2012 年	乌鲁木齐市	超市
“伊犁铜锣湾” D、F、H 区业	25,785	租赁	2012 年	伊宁市	超市和家电
佳雨 i 城	8,851	自有	2013 年	乌鲁木齐市	超市
合计	215,485				

资料来源：公司数据、中银国际研究

阿克苏天百购物中心

阿克苏天百是阿克苏市第一家大型的购物中心，位于传统商业圈边缘，我们预计培育周期较长。阿克苏天百的总面积为 7 万多平米，购买价格为 6,045 元/平米。总投资额为 5.97 亿元，包括购房资产及相关税金 4.42 亿元和装修改造投入 1.178 亿元等。

截至 2010 年 9 月，友好集团阿克苏会员人数是 2.5 万人左右，占友好集团会员人数的 27.5%，仅次于乌鲁木齐市会员人数，目标客户群较大，有利于缩短阿克苏天百的市场培育期。

阿克苏天百将于 2012 年 9 月份开业，我们以 2009 年库尔勒天百购物中心销售 9,255 万元作为参考依据进行销售预测，预计阿克苏天百第一个整年的销售收入为 2.1 亿元，第二、第三个整年的销售收入增长率分别为 36.9% 和 46%。第一至第三个整年的综合毛利率分别为 12%、12.3% 和 12.5%。

这样我们可以得到 2012-13 年的销售额大约为 0.52 亿元和 2.3 亿元。

由于该店体量较大，又有集团自营的餐饮美食城、超市，该店的员工预计有 490 人左右。

奎屯天百购物中心

奎屯天百位于城市中心区域最繁华地段，定位与阿克苏天百类似，是奎屯市唯一一家大型购物中心。

奎屯天百的总面积为 4.75 万平米，价格为 5,500 元/平米，该项目的总投资预计为 3.56 亿元，包括购房资产及相关税金 2.7 亿元和装修改造投入 6,750 万元等。

从目前奎屯市商业市场现状来看，该市的商贸服务基本能满足当地消费的需求，但是整体商贸服务企业基础设施差，缺乏大型支柱型商业龙头企业。奎屯市当地居民的消费习惯比较钟情于街铺，使得奎屯市大多数百货店经营状况很差，所以想改变当地居民的消费习惯需要一定的时间，区域整体消费能力有待提高。

奎屯天百预计 2012 年 5 月份开业，以独山子金盛时尚店 2010 年销售 1.04 亿元来预测奎屯天百的销售额；预计奎屯天百第一个整年的销售额为 1.7 亿元，第二、第三整年的销售额增长率分别为 34.1%和 34.3%。第一至第三个整年的综合毛利率分别为 12%、12.3%、12.5%。

由此我们可以得到 2012-13 年的销售收入分别为 9,900 万元和 2.03 亿元。

该店拥有自营的餐饮美食城和超市，预计该店员工 188 人。

由于天百名店是托管店，友好百盛是参股门店（合并报表中以成本法反映于投资收益），我们仅对友好百盛进行初步分析。

母公司报表观察公司零售业务能力

集团的母公司报表零售业务包含了除友好百盛和库尔勒天百（这两家公司友好集团分别持股 49%和 51%）以外公司所有门店的合并数据，大体反映了集团零售业务的经营状况。

我们根据以往披露的母公司利润表，模拟其自营门店零售业务利润总额。

图表 15.模拟母公司利润表（2006-2010 年）（百万元）

母公司	2006	2007	2008	2009	2010
主营营业收入	776.09	987.16	1,145.67	1,613.63	2,301.09
零售业	744.20	952.92	1,111.73	1,581.76	2,247.80
酒店	31.89	34.24	33.94	31.88	53.29
主营营业成本	(598.76)	(780.64)	(906.17)	(1,299.69)	(1,853.74)
零售业	(591.12)	(772.51)	(897.68)	(1,291.60)	(1,838.40)
酒店	(7.63)	(8.13)	(8.49)	(8.09)	(15.34)
其他业务收入	43.65	44.83	48.45	56.07	72.17
其他业务成本	(24.82)	(10.71)	(10.30)	(10.29)	(24.60)
营业税金及附加	(9.03)	(13.12)	(18.19)	(24.25)	(34.84)
费用	(167.28)	157.75	(206.18)	(284.15)	(395.15)
销售费用	(41.91)	(46.51)	(58.71)	(87.66)	(122.87)
管理费用	(103.75)	(93.78)	(122.23)	(179.68)	(256.38)
财务费用	(21.62)	(17.46)	(25.24)	(16.81)	(15.90)
模拟利润总额	19.85	69.76	53.28	51.32	64.93
模拟净利润	16.87	59.29	45.28	43.62	55.19
模拟每股收益(元)	0.05	0.19	0.15	0.14	0.18

资料来源：公司数据、中银国际研究

销售收入方面，零售业务收入在 2009 及 2010 年增长较快，均大于 40%。08 年增幅略有降低，我们推测是受金融风暴的影响。

图表 16.母公司业务毛利率（2006-2010 年）

(%)	2006	2007	2008	2009	2010
主营业务毛利率	23.93	23.32	20.90	19.46	19.44
零售业毛利率	20.57	18.93	19.25	18.34	18.21
酒店毛利率	76.07	76.25	74.99	74.64	71.21
其他业务毛利率	44.46	72.75	78.74	81.64	65.91

资料来源：公司数据、中银国际研究

毛利率方面，母公司零售业务的毛利率从2006年开始总体呈下降趋势，从2006年的20.57%下降至2010年的18.21%。主要原因是，2008年美美友好和独山子金盛开业以来毛利率分别在155%和12%左右，两店销售收入的增加拉低了整个零售业的毛利率。我们预计随着集团未来5年战略规划的实行，家电、超市和二线城市百货店的销售额在整体销售额中比重的增加（家电的毛利率约为3%，独立超市的毛利率为11%，二线城市百货店毛利率一般为16%），集团的零售综合毛利率仍然将下降，预计2011-13年的零售毛利率分别为17.59%、17.15%和16.72%。

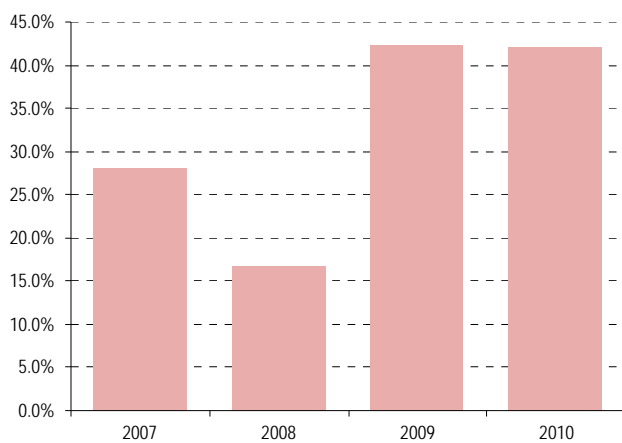
图表 17. 母公司费用率 (2006-2010 年)

(%)	2006	2007	2008	2009	2010
销售费用率	5.40	4.71	5.12	5.43	5.34
管理费用率	13.37	9.50	10.67	11.14	11.14

资料来源：公司数据、中银国际研究

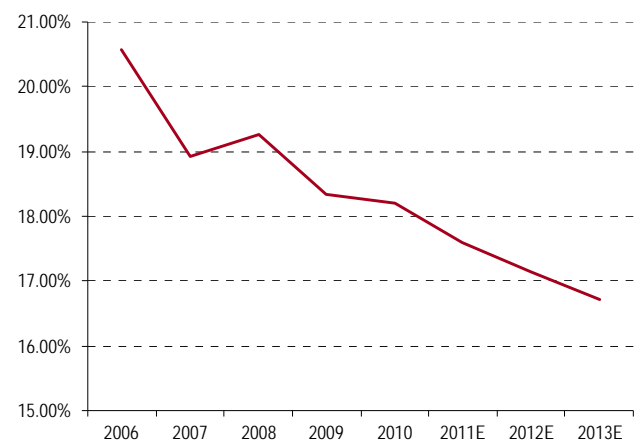
费用率方面，近三年的管理费用率和销售费用率基本维持在11%和5.3%左右。随着集团规模的扩大和管理的日趋完善，规模效应将逐步体现，费用率将会有所下降，我们预计2011-13年销售费用率分别为5.04%、4.49%和4.07%，管理费用率为11.25%、10.75%和10.31%。

图表 18. 2007-2010 母公司零售业务增长率



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 2006-2013E 年母公司零售业务变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

加大超市和家电复合业态渗透

疆内消费将受益于固定资产投资持续加大而快速增长，公司正式基于此，在加快百货门店拓展的同时，开始对超市和家电业态进行战略性布局。

集团的首家友好超市连锁店于 2009 年 8 月 29 日在独山子成功开业，同年超市业态税前销售收入突破 4 亿元，其中友好超市单店税前销售收入为 2 亿元。2010 年超市业态实现税前销售收入 5 亿元。2011 年 1-4 月，超市税前销售收入 2.3 亿元，便利店税前销售收入 2.7 亿元，合计销售同比增长 29%。今年 1-4 月家电税前销售收入 6,100 万元，同比增长 41.7%。

集团目前的超市业务主要依附于百货门店，2011 年 1 月集团在乌鲁木齐市第一家一站式大型购物超市——嘉和园超市正式营业，建筑面积为 1.2 万平米。

2011 年集团计划开设超市 20 家，总经营面积为 4 万平方米左右（含嘉和园 1.2 万平米）。2012 年计划开设 20-30 家，2013-15 年集团将以疆内二线城市主力百货店的超市大卖场为依托，每个城市发展 10 个超市连锁门店，其中 2 家为标超，8 家为便利店，最终实现 100 家超市门店的网络布局。

友好电器连锁将以乌鲁木齐为主兼顾二线城市同步发展，根据集团百货及超市连锁业态的实施计划，有选择性的在百货店或超市大卖场内开设电器卖场，并根据实际情况有计划的开始 9-10 家独立家电卖场。预计 2011 年新增 2 家，2012-15 年年均开设 2 家独立家电卖场。

2012-13 年集团已确定项目为在乌市新增 5 家超市和家电卖场。我们预计 2012 年集团家电和超市业态将增加总建筑面积为 10 万平方米左右。

依照集团 100 家超市的展店计划，在系统管理、物流配送和人员配备及培训方面公司将面临具有较大的挑战。

美林花源超市

美林花源超市位于乌鲁木齐市高新区，紧邻美居物流园，在该超市 1.5 公里的辐射范围内涵盖了住宅小区 30 多个区域，人口约为 15 万人，该超市定位为大型综合购物中心。

该超市预计 2012 年上半年开业，建筑面积为 5.14 万平米，分为南北区域，地下一层，地上四层。租赁期为 15 年，租金为 0.6 元/平米/天，租金每三年增加 10%，物业费为 0.6 元/平米/天，前三年的租金分别为 2,000 万左右。

以友好超市年销售 2010 年 1.97 亿元预测美林花源项目销售数据，预计该超市第一个整年的销售为 1.98 亿元，第二、三个整年的销售增长率分别为 30%。第一至三个整年的毛利率 11.5%、12%和 12.5%。由此我们可以得到 2012-2013 年美林花源的销售收入分别为 0.99 亿元和 2.28 亿元。

伊宁铜锣湾 D、F、H 区项目

伊宁市的伊犁铜锣湾（D、F、H 区）家电及家居卖场项目，位于传统的商业中心，开业后与伊犁天百国际购物中心相互连通，是对伊犁天百有益的补充。

该店于 2012 年下半年开业，建筑面积计 2.58 万平米，主要经营家电和家居用品。租赁期为 15 年，第一至第三年的租金分别为 0.879 元/平米/天、0.979 元/平米/天和 0.979 元/平米/天，年租金分别为 827 万元、921 万元和 921 万元。

该项目以当地经营同类商品的百货的平均坪销 5,800 元/平米/年来计算，预计第一个整年的销售收入为 1.5 亿元，假设今后两年的销售增长率均为 30%。由此我们可以得到 2012-13 年的销售收入为 0.75 亿和 1.72 亿元。

房地产业务

集团与汇友地产合作的项目目前有 3 个楼盘在售，分别是中央郡、马德里春天和航空嘉园，可售面积分别是 40 万平方米，70 万平方米和 30 万平方米。

根据网上公开资料披露，中央郡约 3,200 套住宅，分三期开盘。一期已于 2010 年底开盘，共有 1,203 套，可售面积约 15 万平方米，均价为 7,000-8,000 元/平米，截至 2011 年 7 月已售出 1,100 多套，可售面积约 14 万平方米。二期于 2011 年 7 月开盘，共有 1,500 多套，可售面积约 17 万平米，均价为 7,200-8,200 元/平米。三期预计于 2012 年 3 月开盘。

马德里春天共有 6,000 多套住宅，分三期开盘。一期于 2010 年底开盘，共有 1,600 套，可售面积约为 16 万平方米，均价为 5,500 元/平米，已售罄。二期于 2011 年 4 月开盘，共有 2,000 多套，可售面积约 20 万平方米，均价为 5,800-6,800/平米元，截至 2011 年 7 月已售出 1,000 多套。三期预计于 2012 年开盘。

航空嘉园共有 3,000 套住宅，分二期开盘，一期房源已售罄，二期房源还剩 800 多套，可售面积约 8 万多平米，均价为 5,800 元/平米左右。

在未来的 5 年里三个楼盘预计将实现 3.83 亿元左右的权益净利润。

盈利预测及假设

收入和利润预测

我们将公司未来盈利状况的预测分成零售经营、房地产结算带来的收益以及投资收益三个部分，其中零售业经营作为公司的主要业务是我们关注的重点。

在百货业方面，2012年集团将在阿克苏和奎屯两地各开一门店，总建筑面积为11万平方米。2013年集团计划在哈密、克拉玛依、吐鲁番三个城市展店，我们假设每个城市开店一家，平均建面为3万平方米左右，则2013年百货展店总建面约为10万平方米。

在超市家电业态，按照集团的展店计划，我们预计2011年开店总建筑面积约为4万平方米（包含嘉和园）。2012年除已经确定将开业4家门店（总建筑面积为8.9万平方米）外，预计还会增加15家左右社区门店和便利店，总建筑面积大约为8,000平方米。2013年预计超市总建筑面积会增加约7万平方米。

我们假设新开设的百货门店均位于疆内二线城市，且为自有物业。新开超市均位于乌鲁木齐市，且为租赁物业。根据历史数据，我们假设新开的超市销售收入参考上一年友好超市的销售收入。2013年新开二线城市购物中心以2012年奎屯的销售收入为参考依据，由此我们可以得到2011-13年各自营门店的销售收入预测。

我们在做零售业务盈利预测时，以母公司报表为依据，而对友好百盛和库尔勒天百则单独分析。

图表 20. 2011E-13E 年集团自营门店销售收入预测

销售收入(百万元)		2011E	2012E	2013E
百货	友好商场	1,086.46	1,336.35	1,630.34
	天山百货	1,351.59	1,662.46	2,028.0
	美美友好	517.39	776.09	1,008.91
	独山子金盛时尚店	127.72	166.04	207.54
	伊犁铜锣湾购物中心	98.26	167.04	233.86
	阿克苏天百		52.50	228.85
	奎屯天百购物中心		99.17	203.82
	2013 新开百货店			121.43
	合计	3,181.42	4,259.64	5,662.95
	超市	嘉和园项目	85.47	111.11
美林花源			99.1	227.93
天山区新民路5号商业房产			10.82	24.88
沙依巴克区钱塘江路 216 号商业房产			11.56	26.59
“伊犁铜锣湾” D、F、H 区			75.00	172.50
佳雨 i 城				99.00
2011 开的标超		36.06	62.20	80.86
2012 年开的标超			10.30	17.77
2013 年开的标超				38.64
合计		121.53	380.09	832.61
超市和百货合计		3,302.95	469.73	6,495.56

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 21. 2011E-13E 年集团自营门店毛利率预测

(%)		2011E	2012E	2013E	
百货	友好商场	19.00	19.10	19.20	
	天山百货	18.50	18.60	18.70	
	美美友好	16.30	17.00	17.80	
	独山子金盛时尚店	12.50	12.60	12.70	
	伊犁铜锣湾购物中心	12.00	12.30	12.50	
	阿克苏天百		12.00	12.30	
	奎屯天百购物中心		12.00	12.30	
	2013 新增百货			12.00	
	超市	嘉和园项目	10.30	10.50	11.00
	美林花源		10.30	11.00	
天山区新民路5号商业房产		10.30	11.00		
沙依巴克区钱塘江路 216 号商业房产		10.30	10.80		
“伊犁铜锣湾” D、F、H 区		10.30	10.80		
佳雨 i 城		10.30	10.80		
2011 开的标超	10.30	10.50	11.00		
2012 年开的标超		0.30	10.80		
2013 年开的标超			10.30		
超市和百货毛利率		17.59	17.15	16.72	

资料来源：公司数据，中银国际研究

由此我们可以得到 2011-13 年母公司零售业贡献的每股收益为 0.347、0.417 和 0.595 元。

库尔勒天百以权益法结算最终利润，我们由库尔勒天百历史的销售收入及净利润情况，预测 2011-13 年贡献的每股权益收益为 0.006、0.009 和 0.02 元。

在投资收益方面，主要来自于友好百盛，友好百盛是由友好集团和百盛集团共同投资成立，其中百盛集团持股 51%，友好集团持股 49%。友好百盛的利润分红计入投资收益。友好集团拥有友好百盛的物业，其租金收入计入公司损益表中的其他业务收入。按照租约，2013 年前友好集团可从友好百盛收取年租金收入 2,500 万，2013 年及以后的租金将会由友好集团和百盛集团协商重新确定。

由友好百盛的历史净利润及友好集团的分红情况，我们推算 2011-13 年贡献的每股收益为 0.063、0.073 和 0.088 元。

图表 22. 2011E-13E 年友好百盛盈利预测

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
友好百盛的净利润	27.41	42.99	52.68	64.80	81.0	103.7
净利润增长率(%)		56.86	22.54	23.00	25.00	28.00
归属母公司的分红	12.48	16.26	15.36	19.44	22.68	27.48
归属母公司分红的比重(%)	45.53	37.81	29.15	30.00	28.00	26.50
贡献每股收益(元)	0.040	0.052	0.049	0.063	0.073	0.088

资料来源：公司数据，中银国际研究

集团的其他业务，包括酒店、热力、生物、物流等，这些业务目前均为亏损或是基本盈亏持平，我们预计 2011-13 年分别贡献的每股收益为-0.015，-0.016 和-0.016 元。

最后我们对集团的房地产业务进行预测。在 2011-2015 年中，房地产业务预计会给集团带来 3.83 亿元左右的权益净利润，我们假设 2011-15 年房地产项目结算比例为 10%、20%、30%、20%、20%，即分别为 0.383 亿元、0.766 亿元、1.149 亿元、0.766 亿元和 0.766 亿元，则 2011-13 年房地产业务贡献的每股收益为 0.123、0.246 和 0.369 元。

由以上的假设和预测，我们可以得到集团 2011-13 年的综合每股收益分别为 0.523、0.729 和 1.056 元。其中零售业务合计贡献每股收益分别为 0.415、0.499 和 0.703 元。

附录、新疆经济状况

区域宏观经济政策：

1. “十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多，全国 19 个省市将对口支援新疆。
2. 到 2015 年新疆地区人均 GDP 达到全国水平。城乡居民收入达到西部地区水平。
3. 2020 年促进新疆区域协调发展、人民富裕、生态良好、民族团结、社会稳定、边疆巩固、文明进步，确保实现全面建设小康社会的奋斗目标。

综上所述，新疆未来消费有望实现快速增长。

图表 23.2006-10 年新疆区域经济

	2006	2007	2008	2009	2010
GDP	3,035	3,400	4,203.41	4,899.47	5,418.81
GDP 增长率(%)		12.03	23.63	16.56	10.60
社会消费品零售总额(亿元)	727.59	847.7	1,025.72	1,177.53	1,324.47
社会消费品零售总额增长率(%)		16.51	21.00	14.80	12.48
城镇居民人均可支配收入(元)	8,871.3	10,313.4	11,432.1	12,257.5	13,643.8
城镇居民人均可支配收入同比(%)		16.26	10.85	7.22	11.31
城镇居民人均消费性支出(元)	6,730.01	7,874.27	8,669.36	9,327.55	10,197.09
城镇居民人均消费性支出同比(%)		17.00	10.10	7.59	9.32

资料来源：公司数据，中银国际研究

新疆区域近 5 年的 GDP 一直保持在 10% 以上的增速，09 年达到了峰值以后 10 年略有回落，随着近五年人均可支配收入的增长，社会消费品零售总额和居民消费性支出均稳定增长。从居民的消费结构上来看，75% 以上的可支配收入用于消费性支出。

新疆在 2010 年“六普”常住人口为 2,811 万人，比 2000 年“五普”时的 1,864 万人增长了 18.17%，年复合增长率为 1.68%。假设未来五年，全国 GDP 复合增长率为 7%，全国人口年复合增长率为 0.57%，新疆的人口年均增长率为 1.68%。2010 年新疆人均 GDP 是全国人均 GDP 的 84%，则新疆未来 5 年人均 GDP 复合增长率为 10.13%，GDP 复合增长率为 11.98%，成为驱动零售业发展的重要动力。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,959	2,856	4,700	7,042	9,903
销售成本	(1,572)	(2,282)	(3,749)	(5,627)	(7,966)
经营费用	(220)	(329)	(571)	(858)	(1,171)
息税折旧前利润	166	246	381	557	765
折旧及摊销	(106)	(107)	(126)	(148)	(173)
经营利润(息税前利润)	60	138	254	409	592
净利息收入(费用)	(17)	(15)	(38)	(74)	(96)
其他收益/(损失)	27	3	21	22	26
税前利润	70	126	237	357	522
所得税	(15)	(21)	(36)	(54)	(78)
少数股东权益	6	(1)	(38)	(77)	(115)
净利润	60	105	163	227	329
核心净利润	52	116	163	227	329
每股收益(人民币)	0.194	0.337	0.523	0.729	1.056
核心每股收益(人民币)	0.168	0.372	0.523	0.729	1.056
每股股息(人民币)	0.045	0.045	0.090	0.100	0.150
收入增长(%)	28	46	65	50	41
息税前利润增长(%)	(32)	131	84	61	45
息税折旧前利润增长(%)	(9)	48	55	46	37
每股收益增长(%)	26	74	55	39	45
核心每股收益增长(%)	(9)	121	41	39	45

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	524	684	1,651	2,394	3,163
应收帐款	148	336	373	615	911
库存	447	471	742	866	937
其他流动资产	52	50	125	159	213
流动资产总计	1,171	1,542	2,891	4,034	5,225
固定资产	878	979	1,102	1,468	1,772
无形资产	116	116	113	110	108
其他长期资产	229	241	246	394	419
长期资产总计	1,223	1,335	1,461	1,972	2,299
总资产	2,394	2,877	4,353	6,006	7,523
应付帐款	990	1,272	2,152	3,078	4,080
短期债务	288	185	585	585	585
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,278	1,458	2,737	3,664	4,666
长期借款	97	299	314	813	1,013
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	311	311	311	311	311
储备	626	728	875	1,064	1,341
股东权益	938	1,040	1,187	1,376	1,652
少数股东权益	81	81	115	153	192
总负债及权益	2,394	2,877	4,353	6,006	7,523
每股帐面价值(人民币)	3.01	3.34	3.81	4.42	5.30
每股有形资产(人民币)	2.64	2.97	3.45	4.06	4.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	(0.58)	(2.41)	(3.20)	(5.02)

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	70	126	237	357	522
折旧与摊销	106	107	126	148	173
净利息费用	17	15	38	74	96
运营资本变动	134	71	572	561	580
税金	(15)	(21)	(36)	(54)	(78)
其他经营现金流	(22)	(3)	(77)	(150)	(211)
经营活动产生的现金流	291	296	862	937	1,083
购买固定资产净值	(101)	(220)	(209)	(488)	(450)
投资减少/增加	95	28	20	0	0
其他投资现金流	(142)	179	0	0	0
投资活动产生的现金流	(149)	(12)	(189)	(488)	(450)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	98	415	500	200
支付股息	(14)	(14)	(14)	(28)	(31)
其他融资现金流	81	(208)	(88)	(177)	(33)
融资活动产生的现金流	65	(123)	313	295	136
现金变动	207	161	986	744	769
期初现金	297	504	665	1,651	2,394
公司自由现金流	146	289	678	454	638
权益自由现金流	122	367	1,049	875	737

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(%)	8.5	8.6	8.1	7.9	7.7
息税前利润率(%)	3.1	4.8	5.4	5.8	6.0
税前利润率(%)	3.6	4.4	5.0	5.1	5.3
净利率(%)	3.1	3.7	3.5	3.2	3.3
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.8	6.9	5.9	5.2	5.9
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)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	68.0	39.1	25.2	18.1	12.5
核心业务市盈率	82.0	34.9	25.2	18.1	12.5
目标价对应核心业务	98.0	44.4	31.5	22.6	15.6
市盈率					
市净率(倍)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	26.3	18.3	14.2	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	24.8	16.8	10.6	6.6	4.2
周转率					
存货周转天数	72.5	73.4	59.1	52.2	41.3
应收帐款周转天数	23.1	30.9	27.5	25.6	28.1
应付帐款周转天数	146.6	144.6	133.0	135.5	131.9
回报率					
股息支付率(%)	23.2	13.3	17.2	13.7	14.2
净资产收益率(%)	6.8	10.6	14.6	17.7	21.7
资产收益率(%)	2.2	4.4	6.0	6.7	7.4
已运用资本收益率(%)	4.7	9.5	13.6	16.1	18.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关公司

友好集团 (600778.SS/人民币 13.20, 买入)
天虹商场 (002419.SZ/人民币 22.82, 买入)
欧亚集团 (600697.SS/人民币 28.46, 买入)
广州友谊 (000987.SZ/人民币 22.40, 买入)
合肥百货 (000417.SZ/人民币 20.05, 买入)
王府井 (600859.SS/人民币 42.83, 买入)
银座股份 (600858.SS/人民币 22.18, 持有)
东百集团 (600693.SS/人民币 9.03, 持有)
大东方 (600327.SS/人民币 9.04, 买入)
成商集团 (600828.SS/人民币 12.00, 买入)
重庆百货 (600729.SS/人民币 47.39, 买入)
鄂武商 A (000501.SZ/人民币 19.55, 未有评级)
大商股份 (600694.SS/人民币 43.55, 未有评级)
百盛集团 (3368.HK/港币 9.82, 持有)
金鹰商贸 (3308.HK/港币 16.5, 买入)

以 2011 年 8 月 9 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

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