

2011年8月17日

# 友好集团

## 业绩快速增长

**A**
**买入**

600778.SS - 人民币 14.61

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(%)	10	5	13	(5)
相对新华富时A50指数(%)	17	12	20	2

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)	4,495
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	24
乌鲁木齐国资	

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**

公司2011年上半年主营业务收入实现16.74亿元,同比增长28.80%。其中零售业务实现15.25亿元,同比增长48.55%。实现利润总额7,500万元,同比增长48.97%;实现净利润(归属母公司)6,620万元,同比增长46.89%;折合每股收益0.213元。

### 支持评级的要点

- 公司按照既有目标稳健执行跨区域多业态的战略扩张。
- 公司各门店销售增长迅速,符合我们的预期。
- 房地产业务为集团零售业扩张战略提供充裕资金支持。

### 影响评级的主要风险

- 未来集团各门店的销售增长低于预期。
- 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,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)	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

## 公司零售业务快速增长

公司 2011 年上半年主营业务收入实现 16.74 亿元，同比增长 28.80%。其中零售业务实现 15.25 亿元，同比增长 48.55%。实现利润总额 7,500 万元，同比增长 48.97%；实现净利润(归属母公司)6,620 万元，同比增长 46.89%；实现每股收益 0.213 元。

公司 2011 年上半年零售业务毛利率同期比下降 0.5 个百分点至 17.9%，我们认为，随着美美友好、库尔勒天百和独山子金盛三家门店逐步成熟，其销售占比逐渐增加，拉低了整体的毛利率。我们认为随着二线城市百货门店开业和超市及家电业务的布局，零售业务毛利率将会进一步下降。

图表 2.2008-2010 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

公司两大主力门店天山百货和友好商场，两店总销售额占公司零售业务总销售额的 75%左右。2011 年上半年两店的销售收入增长均在 33%左右。除了受益于新疆区域经济发展外，其主要原因是友好商场三期于 2010 年 8 月开业后，增加了友好商场建筑面积 5,000 多平米，另一个原因是两大门店针对客户的需求不断对品牌结构进行调整。由于两店店龄均超 15 年，发展比较成熟，友好商场和天山百货两近年的毛利率基本维持在 19%和 18.5%左右。

次新门店均扭亏为盈，美美友好和独山子金盛 2010 年分别亏损 900 万元和 250 万元，两店至 2011 年上半年销售收入分别增长 80%和 40%左右，今年上半年两店基本实现盈亏平衡，预计 2011 年全年将分别实现净利润 430 万元和 100 万元。库尔勒天百，2010 年全年实现净利润约 180 万元，2011 年上半年销售收入增长约为 80%，实现净利润约 263 万元。

嘉和园超市在公司购买该物业之前经营的就是超市业务，原超市的年销售收入大概在 1 亿元左右，我们预计嘉和园超市 2011 年的销售收入也将不低于 1 亿元。

伊犁天百 2011 年 4 月开业至 6 月底，实现销售收入 2900 万，由于该店开业促销幅度较大，使得该店目前的毛利率很低，大致在 3% 左右。目前伊犁店近一半营业面积处于租赁状态，随着未来辅助功能的逐步配套，伊犁店将逐步走上正轨。我们预期该店的培育期将不低于 3 年。

我们可以根据公司母公司利润表（基本反映除库尔勒和友好百盛以外零售业务的盈利数据）来观察公司零售业务能力。总体来说公司门店 2011 年上半年的表现出色，商业收入比去年同期增长 47% 左右。由于今年上半年公司在乌鲁木齐地区只新开了嘉禾园超市一家门店，我们估计该店贡献不多，所以零售业务增长率(44%左右)大体可以看作同店增长率,可以看到乌鲁木齐区域门店增速很快.而独山子友好同店增长也实现了 38%，且毛利率提升了 0.4 个百分点。管理费用率和销售费用率分别从去年同期的 12.28% 和 5.53% 下降至 6.83% 和 3.40%。

图表 3. 母公司报表中分区域零售状况

百万元	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)
<b>乌鲁木齐市</b>			
主营业务收入	964.8	1388.8	43.9
主营业务成本	(774.6)	(1114.5)	43.9
毛利率(%)	19.7	19.8	
<b>克拉玛依市</b>			
主营业务收入	40.6	56.1	38.2
主营业务成本	(34.8)	(47.8)	37.6
毛利率(%)	14.3	14.7	

资料来源：公司数据

2011 年上半年母公司报表中其他业务收入比去年同期增长 7 亿多元，主要原因是母公司向其控股子公司汇友地产出售六宗工业建设用地使用权，转让总价为 7.05 亿元。扣除这部分收入的影响，其他业务收入同期比增长 41.4% 左右。

**图表 4.2010 年和 2011 年上半年母公司利润表**

母公司报表 (百万元)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)
主营业务收入	1,005.34	1,477.09	46.92
商业	982.07	1,443.47	46.98
酒店服务	23.27	33.62	44.50
主营业务成本	(809.39)	(1,192.42)	47.32
商业	(804.05)	(1,179.14)	46.65
酒店服务	(5.34)	(13.28)	148.79
主营业务毛利率	19.49	19.27	
商业毛利率	18.13	18.31	
其他业务收入	29.06	746.73	2,469.71
其他业务成本		(708.02)	
营业税金及附加	(12.25)	(19.35)	57.91
毛利润	212.76	304.03	42.90
销售费用	(57.21)	(75.62)	32.19
销售费用率	5.53	3.40	
管理费用	(127.02)	(151.95)	19.62
管理费用率	12.28	6.83	
息税前利润	28.53	76.46	168.03
息税前利润率	2.76	3.44	
财务费用	(7.98)	(14.11)	76.74
投资收益	0.611	12.35	1921.45
营业外收入-营业外支出-资产 减值损失+公允价值变动收益	(3.0179)	0.0507	-
利润总额	18.14	74.75	312.15
所得税	(2.53)	(9.09)	258.74
所得税率	13.97	12.16	
净利润	15.60	65.66	320.82
扣除非经常性净利润	18.20	65.62	260.54
扣除非经常性净利润率	1.76	2.95	67.71

资料来源：公司数据

## 稳健推进其战略发展计划

公司近两年将稳步推进其既定的 5 年（2011-15）发展计划。除了已经开业的伊犁天百（总面积为 3.2 万平米）、嘉和园超市（总面积为 1.2 万平米）和东方雅苑超市外（1029 平米），根据今年中报披露，2011 年下半年在乌鲁木齐市还会有钱塘江路大型超市卖场、新民路超市及若干家便利店（宝山路店、喀什西路店和车市小区店已于 7 月份开业）相继开业。2012 年将会在奎屯市和阿克苏市分别开设奎屯天百和阿克苏天百两大购物中心开业，在乌鲁木齐市西山路开设一家大型卖场。根据公司的发展战略，除上述公司计划开设的门店，我们预计在 2011 年还将开设若干家超市及便利店，估计今年新开超市面积将超过 4 万平米（不含嘉和园），另外依照计划公司下半年还将开设 2 家独立的家电卖场。在 2012 年，我们预计集团将开设 20-30 家超市及便利店。从已披露门店所需投资总额来看，我们预计公司明年的财务费用将会有比较大的增长。

**图表 5.报告期内 2011-12 年新开门店费用**

	开业时间	地点	物业	建筑面积	报告期内费用	备注
嘉和园超市	2011/1/1	乌鲁木齐	自有	12000	5	总投资额约为 9,900 万元,截至 2011 年 6 月 30 日已支付约 6,200 万元
伊犁天百	2011/4/30	乌鲁木齐	自有	32000	47.69	总投资额为 2.56 亿,截至 2011 年 6 月 30 日已支付约为 2.3 亿元
东方雅苑	2011/1/20	乌鲁木齐	部分自有	1093	0.0475	总投资额约为 800 万,截至 2011 年 6 月 30 日已支付约为 496 万元
钱塘江路大卖场	2011 年	乌鲁木齐	租赁	5983	6.12	
天山区新民路大卖场	2011 年	乌鲁木齐	租赁	5600	5.1	
便利店租金	2011/7/1	乌鲁木齐	租赁		0.73	宝山路店、喀什西路店和马市小区店
西山路卖场	2012 年	乌鲁木齐	自有	8850	5	总投资额约为 1.37 亿元
奎屯天百	2012 年	奎屯	自有	47500		总投资额约为 3.56 亿元
阿克苏天百	2012 年	阿克苏	自有	117540		总投资额为 5.97 亿元

资料来源: 公司数据

## 房地产业务

公司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 42.46 万平米, 80.81 万平米和 22.18 万平米。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。

截至 2011 年 6 月 30 日, 收到销售商品房预收款 8.3 亿元左右。我们预计 2012-13 年将会是房地产项目的结算高峰期。



## 收入快速增长有效降低了费用率

公司上半年销售和管理费用率为 15.08%，同比下降 0.57 个百分点。主要原因是除职工薪水外其他各项费用率均无太大变化，占费用比重最大的职工薪水费用 2011 年上半年同比增长 4.95%。职工薪水占销售收入的比率同比下降 1.24 个百分点至 5.33%。

我们认为费用率下降的最重要的原因是 2011 年上半年销售收入的快速增长，且新店开业不多（仅伊犁天百（2011 年 4 月份）开业和一家综超和一家标超开业）以及次新店均扭亏为盈，使得费用率略有下降。我们预计随着公司门店数的增加和管理的日趋完善，规模效应将逐渐体现，费用率将会进一步降低。但明年随着新开门店增加，费用率可能会有所反弹。

图标 6. 公司费用结构（人民币，百万元）

公司费用结构	10 年上 半年	11 年上 半年	同比变 动(%)	占销售收入(%)	10 年上 半年	11 年上 半年
职工薪水	88	92	4.95	职工薪水	6.57	5.33
租赁费	24.90	31.89	28.07	租赁费	1.87	1.85
折旧,长期待摊费用 及无形资产摊销	37.40	49.36	31.98	折旧,长期待摊费用 及无形资产摊销	2.81	2.86
水电费	11.70	14.85	26.84	水电费	0.88	0.86
修理费	4.08	5.61	37.57	修理费	0.31	0.33
其他	42.97	66.30	54.29	其他	3.22	3.85
<b>合计</b>	<b>209</b>	<b>260</b>	<b>24.58</b>	<b>合计</b>	<b>15.65</b>	<b>15.08</b>

资料来源：公司数据

## 维持目标价和买入评级

我们认为，公司正进入良好的业务快速发展期，我们维持前期深度报告中对公司 2011-13 年的盈利预测 EPS 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。正是基于对新疆区域经济发展和集团本身的区域龙头地位的认可，我们看好公司成长前景并维持**买入**评级。

**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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
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
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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

## 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