

2011年8月19日

泸州老窖

主业战略清晰，稳健与创新并重

A
买入

000568.SZ - 人民币 47.10

目标价格: 人民币 57.00 (↑55.30)

刘都*

(8621) 2032 8510

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(%)	15	(1)	(2)	37
相对新华富时A50指数(%)	24	8	9	46

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,394
流通股(%)	46.48
流通股市值(人民币 百万)	30,518
3个月日均交易额(人民币 百万)	284
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
泸州市国资委	53.52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏绒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

公司放弃增资华西证券权利, 让渡武陵酒控股权, 进一步强化专注白酒主业预期。公司推进前端营销狼性化, 重点产品招商和销售力度明显增强, 中高档产品销售增长喜人。2011年公司将于继续变革当中实现收入和利润快速增长。全年投资收益有所下滑, 但白酒主业或有超预期表现, 维持2011年1.97元盈利预测不变, 基于白酒估值水平有所提升, 上调目标价至57.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 高中低档均衡增长, 重点中高档品种市场培育情况良好, 销售情势喜人, 带动收入快速增长。
- 毛利率与费用率同步下降, 费用率下降幅度大于毛利率下降幅度。
- “大招商、招大商”推进良好, 各大区收入均保持较快增长态势。
- 柒泉模式趋于成熟, 继续推进柒泉公司组建, 未来数量将继续增加。

评级面临的风险

- 宏观经济增速趋缓影响高端酒消费的风险。

估值

- 维持2011-13年每股收益1.97元、2.43元和2.88元预测, 基于白酒估值提升, 目标价由55.30元上调至57.00元, 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)	4,370	5,371	6,895	8,312	10,082
变动(%)	15.1	22.9	28.4	20.5	21.3
净利润(人民币 百万)	1,673	2,205	2,749	3,390	4,016
全面摊薄每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.88
变动(%)	32.2	31.8	24.7	23.3	18.5
市盈率(倍)	39.2	29.8	23.9	19.4	16.3
每股现金流量(人民币)	0.77	0.97	3.23	3.38	3.67
价格/每股现金流量(倍)	61.5	48.6	14.6	13.9	12.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.8	21.4	16.7	12.9	10.4
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.12	1.50	1.78
股息率(%)	1.59	2.12	2.39	3.20	3.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

半年报综述

1-6 月份，泸州老窖公司实现营业收入 35.65 亿元，同比增长 45.42%；实现营业利润 19.23 亿元，同比增长 39.59%；实现归属上市公司股东净利润 14.10 亿元，同比增长 35.26%。每股收益 1.011 元，符合预期。

营业利润（不含投资收益）同比增长 48.06%，增速快于营业收入增速，由于本期投资收益同比下降 21.59%，导致营业利润（含投资收益）同比增长 39.59%，低于收入增速。

公司投资收益几乎完全来自华西证券股权投资，上半年华西证券利润下降，导致公司投资收益下降。截至 2011 年 7 月底，华西证券增资扩股实施完毕，公司持有华西证券的股权比例从 34.86% 降为 24.99%，公司享有的权益相应减少，预计将导致公司下半年净利润减少 1.4-1.6 亿元。

报告期内，公司做了两件事表明公司聚焦主业的清晰战略，其一是让渡华西证券的增资扩股权给集团，其二是为武陵酒引入战略投资者。

华西证券要跻身融资融券业务之列，其净资本必须达到甚至超过证监会要求标准。未来华西证券要打造上市，获得更大的发展空间，公司有必要适度放弃控股股东地位，白酒类公司控股的证券公司同其他资本控制的证券公司估值不一样，控股华西证券并未为老窖带来价值的提升。

公司无意满足地方政府快速做大武陵酒的要求，同时也无必要在已经拥有的泸州酒业集中发展区之外再行投资大型酒业园区。为此，公司促成武陵酒向联想控股等投资人定向增发，持股比例大幅稀释。

毛利率、费用率双下滑

高档酒毛利率 83.12%，同比下滑 2.82 个百分点，中低档酒毛利率 33.96%，同比下滑 7.62 个百分点；酒类综合毛利率 67.94%，同比下滑 2.31 个百分点。

毛利率下滑原因在于：1) 中低档酒收入增长较快，接近 40%，而中低档对各项原材料成本上涨较为敏感；2) 特曲以上，国窖 1573 以下产品销量增速较快，使得高档酒毛利率同比有所下滑；3) 柒泉公司销售模式下的让利行为。

期间销售费用率 3.81%，同比下降 2.25 个百分点；管理费用率 5.89%，同比下降 1.10 个百分点；财务费用率 0.10%，同比上升 0.22 个百分点。值得提醒的是，对公司毛利率下降和费用率下降要结合在一起分析，两者之间有一定内在联系。

销售费用当中，主要是和销售直接相关的装卸运输费用和促销费用同比增长较快，上年同期占比较高的展览费、配售酒费用下降较快，导致销售费用同比下降。今年开始推行“双脱钩”，市场费用与销量脱钩，市场费用与经销商脱钩。以往按销售额一定比例，和销售额挂钩供经销商支配的模式予以改变，推进精细化管理，市场费用的投放更加聚焦，营销主动权更多转向公司，这也对销售费用增长构成影响。

图表 2.销售费用分解

项目	2011 上半年(元)	2010 上半年(元)	同比增长(%)	2011 上半年占比(%)	2010 上半年占比(%)
装卸运输费	49,367,617	22,100,246	123.38	36.38	14.87
职工薪酬	19,736,432	17,192,961	14.79	14.54	11.57
促销费	9,578,005	1,863,067	414.10	7.06	1.25
展览费	7,742,340	21,832,841	(64.54)	5.71	14.69
办公费	7,310,663	8,793,697	(16.86)	5.39	5.92
业务招待费	7,379,199	6,456,989	14.28	5.44	4.35
差旅费	6,335,382	8,703,289	(27.21)	4.67	5.86
宣传广告费	4,086,743	6,432,857	(36.47)	3.01	4.33
销售手续费	3,074,003	1,863,067	65.00	2.27	1.25
配售酒费用	2,378,220	30,204,110	(92.13)	1.75	20.33
咨询中介费	2,012,171	5,380,539	(62.60)	1.48	3.62
其他	16,701,767	17,751,810	(5.92)	12.31	11.95
合计	135,702,542	148,575,473	(8.66)	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

管理费用中，占比最高的期权费用和职工薪酬增长在 20%-22% 附近，增长较快的有研发支出、车辆费用和招待费用。

图表 3.销售费用分解

项目	2011 上半年(元)	2010 上半年(元)	同比增长(%)	2011 上半年占比(%)	2010 上半年占比(%)
期权费用	59,373,900	49,478,227	20.00	28.30	28.90
职工薪酬	48,115,802	39,416,333	22.07	22.94	23.02
折旧费	35,561,326	32,462,507	9.55	16.95	18.96
其他	18,564,606	16,737,053	10.92	8.85	9.78
研发支出	14,447,531	8,631,943	67.37	6.89	5.04
税费	7,383,025	5,465,782	35.08	3.52	3.19
车辆费用	5,455,146	2,289,239	138.30	2.60	1.34
无形资产摊销	4,929,187	3,992,966	23.45	2.35	2.33
保险费	2,767,244	2,683,397	3.12	1.32	1.57
内退人员费用	2,339,081	1,568,666	49.11	1.12	0.92
业务招待费	2,096,957	868,593	141.42	1.00	0.51
质量管理及检测费	1,804,159	2,431,482	(25.80)	0.86	1.42
诉讼费	1,609,648	318,400	405.54	0.77	0.19
审计及其他中介费	1,513,232	1,930,919	(21.63)	0.72	1.13
信息网络费	1,459,288	1,078,073	35.36	0.70	0.63
差旅费	1,219,714	783,461	55.68	0.58	0.46
修理费	1,133,317	1,073,377	5.58	0.54	0.63
合计	209,773,163	171,210,419	22.52	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

财务费用为正，主要是因为 2010 年下半年推出的期酒业务导致期酒利息支出增加。

预收款高位，保障全年销售增长和业绩释放

截至 6 月底，公司账面预收款余额为 14.57 亿元，较期初增长 4 亿元，即公司上半年销售收入增长不依靠前期预收款的收入确认。预收款创新高，显示公司产品销售旺盛，全年销售增长有高确定性。

柒泉公司收入占比下降，未来继续增加柒泉公司数量

公司于 2009 年中开始组建经销商联盟体柒泉公司，对于费用率下降功不可没。2010 年上半年，公司前五名客户销售收入 18.17 亿元，占公司营业收入 86.07%；2010 年全年前五名客户销售收入 30.65 亿元，占公司营业收入的 59.07%；2011 年 1-6 月份，公司前五名客户（全部为柒泉公司）销售收入 19.45 亿元，同比仅增长 7.04%，占公司营业总收入 55.80%。

也即是说，前五名客户的销售收入增长对公司销售收入增长贡献有限，收入增长更多来自新招商，这反映几个方面信息：1) 公司旗下销售公司和博大公司运作良好，例如金奖特曲由两家公司竞争运作，效果明显。博大公司主营中低档酒，上半年增长势头良好；2) 公司“大招商，招大商”见效，反映泸州老窖较强的品牌力，于全国更多点市场取得良好销售效果；3) 组织架构变化带来积极效果，市场布点继续做加法，前端营销狼性化，狼性团队为销售注入新活力。

未来公司仍将继续推进模式创新，增加柒泉公司数量，2011年预计增加 3-4 家，未来争取每个省级地区都有一家。继续试点权力下移，对柒泉公司“充分信任、高度授权、严格监管”。撤销大片区制，以更快的前端反应速度应对目前市场竞争。

未来发展战略清晰，借助良好品牌基础快速发展

未来公司将继续找准品牌、产品对应的市场定位，1573 坚定走奢侈品路线，坚持原酒 3,000 吨产能不变(但商品量、品种和度数会有变化)。1573 未来持续做品牌高度的文章，在品牌、品质和文化高度的基础上做价格高度的文章，继续以中国品味、世界品味等超高端品种向上延伸。

作为专业白酒公司，泸州老窖将着力扩大市场占有率，一方面要适应和满足不同消费者需求，另一方面也要引导认可泸州老窖本身品质特性的消费者的培育，通过扩张市场占有率，公司才有基础去逐步培育由低端到高端的消费者。

为此，公司一要扩充产能迎合需求。发改委新版产业发展目录将白酒新产能列入限制类，是因为白酒企业小而散，不符合国家循环节约低碳经济方向，而大企业产能扩张有利于行业集中度提高。经济和人口都在增长，白酒消费数量也在不断增加和发展的情况下，如果大企业不去扩大产能迎合需求，酒厂的数量就还会不断的增加，行业集中度很难提高。生产低端酒方面，大企业按照集约化、按照循环经济生产，单位成本会相对低一些，有优势。

二要继续创新，公司依据产品来布点。重视发展中价位酒，中价位酒是公司目前盈利乃至未来提升盈利能力的重要方面，也是适应和引导消费的战略产品。泸州老窖开发产品的基本原则是适应、引导和创造消费。近几年推出的金奖特曲、窖龄酒、百年老窖、浓香经典等，都是在做适应消费的文章，迎合不同的点市场。由于公司没有做全国统一的广告宣传等巨大投入，就必须在点市场有推动的产品。这个方向在相当长时间内还会将继续坚持。未来中价位酒继续点市场的布局，目标再用3年时间，在全国形成面，此后继续推进品牌进一步清晰化的安排。

2011年上半年五粮液的中、低档酒销量增长迅速，显现出淡季不淡的突出特点，而泸州老窖作为全国性品牌，加上优秀的团队执行力，中档酒也会有良好发展前景。

结论

维持2011-2013年每股收益1.97元、2.43元、2.88元的预测，目前股价47.10元，仍具备高安全边际，维持买入评级。

图表4. 公司上半年利润表分析

(人民币, 百万)	2010年上半年	2011年上半	同比变动(%)
营业总收入	2,451.14	3,564.51	45.42
营业收入	2,451.14	3,564.51	45.42
营业总成本	1,241.27	1,773.12	42.85
营业成本	731.84	1,158.35	58.28
营业税金及附加	188.23	263.99	40.25
销售费用	148.58	135.70	(8.66)
管理费用	171.21	209.77	22.52
财务费用	(3.02)	3.41	(213.19)
资产减值损失	4.42	1.89	(57.30)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	167.60	131.42	(21.59)
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	1,377.47	1,922.80	39.59
加：营业外收入	2.04	4.14	103.20
减：营业外支出	0.41	3.66	797.47
利润总额	1,379.10	1,923.28	39.46
减：所得税	304.56	447.18	46.83
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	1,074.54	1,476.09	37.37
减：少数股东损益	31.94	65.89	106.26
归属于母公司所有者的净利润	1,042.59	1,410.20	35.26
每股收益(元)	0.75	1.01	
盈利能力(%)			
毛利率	70.14	67.50	
经营利润率	56.20	53.94	
税前利润率	56.26	53.96	
净利率	43.84	41.41	

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,370	5,371	6,895	8,312	10,082
销售成本	(1,458)	(1,643)	(2,097)	(2,350)	(2,880)
经营费用	(759)	(803)	(1,162)	(1,446)	(1,800)
息税折旧前利润	2,248	3,016	3,706	4,596	5,490
折旧及摊销	(94)	(92)	(70)	(81)	(89)
经营利润(息税前利润)	2,154	2,924	3,636	4,516	5,402
净利息收入(费用)	0	(8)	14	21	31
其他收益/(损失)	(3)	2	5	5	0
税前利润	2,152	2,919	3,655	4,542	5,433
所得税	(460)	(638)	(804)	(1,045)	(1,304)
少数股东权益	(18)	(75)	(102)	(107)	(112)
净利润	1,673	2,205	2,749	3,390	4,016
核心净利润	1,673	2,205	2,749	3,390	4,016
每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.88
核心每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.88
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.12	1.50	1.78
收入增长(%)	15.1	22.9	28.4	20.5	21.3
息税前利润增长(%)	28.4	35.7	24.3	24.2	19.6
息税折旧前利润增长(%)	27.6	34.2	22.9	24.0	19.5
每股收益增长(%)	32.2	31.8	24.7	23.3	18.5
核心每股收益增长(%)	32.2	31.8	24.7	23.3	18.5

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	937	1,079	3,862	6,313	8,804
应收帐款	721	1,846	2,758	3,325	4,033
库存	1,196	1,486	1,888	2,162	2,736
其他流动资产	151	178	228	256	292
流动资产总计	3,004	4,589	8,736	12,056	15,865
固定资产	808	855	1,046	1,127	1,228
无形资产	308	352	341	329	317
其他长期资产	1,863	2,230	2,153	2,193	2,224
长期资产总计	2,978	3,437	3,540	3,649	3,769
总资产	5,983	8,026	12,275	15,705	19,634
应付帐款	221	294	315	353	432
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,496	2,161	5,094	7,074	9,241
流动负债总计	1,717	2,455	5,409	7,426	9,673
长期借款	0	0	13	26	57
其他长期负债	1	9	9	9	9
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
储备	2,854	4,123	5,304	6,596	8,135
股东权益	4,248	5,517	6,698	7,990	9,529
少数股东权益	16	45	147	254	366
总负债及权益	5,983	8,026	12,275	15,705	19,634
每股帐面价值(人民币)	3.05	3.96	4.80	5.73	6.83
每股有形资产(人民币)	2.83	3.70	4.56	5.50	6.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.67)	(0.77)	(2.76)	(4.51)	(6.27)

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	2,152	2,919	3,655	4,542	5,433
折旧与摊销	94	92	70	81	89
净利息费用	(0)	8	(14)	(21)	(31)
运营资本变动	472	1,585	4,147	3,321	3,808
税金	(460)	(638)	(804)	(1,045)	(1,304)
其他经营现金流	(1,190)	(2,614)	(2,555)	(2,170)	(2,877)
经营活动产生的现金流	1,067	1,351	4,499	4,707	5,118
购买固定资产净值	(122)	(257)	(175)	(193)	(212)
投资减少/增加	7	36	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	(115)	(222)	(175)	(193)	(212)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	13	14	30
支付股息	(1,046)	(1,394)	(1,568)	(2,098)	(2,477)
其他融资现金流	327	407	14	21	31
融资活动产生的现金流	(719)	(987)	(1,542)	(2,063)	(2,416)
现金变动	234	142	2,782	2,452	2,490
期初现金	704	937	1,079	3,862	6,313
公司自由现金流	952	1,130	4,324	4,515	4,906
权益自由现金流	953	1,122	4,350	4,550	4,968

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(%)	51.45	56.16	53.75	55.30	54.46
息税前利润率(%)	49.29	54.45	52.73	54.33	53.58
税前利润率(%)	49.24	54.35	53.01	54.64	53.88
净利率(%)	38.29	41.06	39.87	40.79	39.84
流动性					
流动比率(倍)	1.75	1.87	1.62	1.62	1.64
利息覆盖率(倍)	(8,950)	386.6	(260.7)	(213.6)	(174.4)
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)	1.05	1.26	1.27	1.33	1.36
估值					
市盈率(倍)	39.2	29.8	23.9	19.4	16.3
核心业务市盈率(倍)	39.2	29.8	23.9	19.4	16.3
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	47.5	36.0	28.9	23.4	19.8
市净率(倍)	15.4	11.8	9.6	8.0	6.6
价格/现金流(倍)	61.5	48.6	14.6	13.9	12.8
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	28.8	21.4	16.7	12.9	10.4
周转率					
存货周转天数	99.9	101.0	99.9	94.9	99.1
应收帐款周转天数	2.6	3.2	18.3	18.3	18.3
应付帐款周转天数	55.3	65.4	54.8	54.8	54.8
回报率					
股息支付率(%)	62.49	63.22	57.04	61.89	61.68
净资产收益率(%)	39.24	39.65	40.16	41.12	40.59
资产收益率(%)	27.97	27.48	22.39	21.59	20.46
已运用资本收益率(%)	37.89	39.43	39.77	40.95	40.71

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