

2011年8月31日

# 贵州茅台

## 调高目标价至 246.00 元

**A**
**买入**

600519.SS - 人民币 214.82

目标价格: 人民币 246.00 (↑220.00)

刘都\*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

1-6 月份, 贵州茅台实现主营业务收入 98.26 亿元, 同比增长 49.16%; 实现营业利润 68.90 亿元, 同比增长 57.27%; 实现利润总额 68.87 亿元, 同比增长 57.33%; 实现归属上市公司股东净利润 49.07 亿元, 同比增长 58.31%。摊薄每股收益 4.73 元。收入快速增长主要得益于量价齐升, 从 1 月 1 日开始, 53 度茅台出厂价提高 24% 左右, 终端售价从年初的 1,100 元左右上涨至目前的 1,500 元以上, 需求旺盛, 供不应求。公司 2011 年度财务预算和“十二五”规划反映出“进取”的发展思路, 基本面无忧的前提下, “态度决定一切”。我们将目标价格上调至 246.00 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 量价齐升, 主营收入快速增长, 增速接近 50%。
- 系列酒同比增速快。
- 销售费用率和管理费用率均继续下降。
- 公司盈利能力强, 增长确定性高, 以进取的态度实现“十二五”目标。

### 评级面临的风险

- 产能释放节奏不及预期的风险。
- 白酒税收进一步调整的风险。

### 估值

- 我们调高 2011-2012 年每股收益至 7.60 元、10.25 元, 对应将目标价由 220.00 元调高至 246.00 元, 相当于 2012 年 24 倍市盈率, 维持买入评级。

### 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(%)	28	4	17	48
相对新华富时 A50 指数(%)	37	8	24	56

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,038
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	80,274
3 个月日均交易额(人民币 百万)	583
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂有限责任公司	61.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\* 苏斌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

### 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)	9,670	11,633	17,003	22,460	28,314
变动(%)	17.3	20.3	46.2	32.1	26.1
净利润(人民币 百万)	4,312	5,051	7,890	10,637	13,632
全面摊薄每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.60	10.25	13.13
变动(%)	13.5	17.1	56.2	34.8	28.2
先前预测每股收益(人民币)	-	-	7.37	9.76	12.14
调整幅度(%)	-	-	3.12	4.97	8.16
市盈率(倍)	51.7	44.2	28.3	21.0	16.4
每股现金流量(人民币)	4.48	6.57	12.37	17.89	22.61
价格/每股现金流量(倍)	48.0	32.7	17.4	12.0	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.4	26.1	18.3	12.8	9.2
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.17	4.26	5.44
股息率(%)	0.55	1.07	1.48	1.98	2.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 上半年业绩概述

1-6 月份，贵州茅台实现主营业务收入 98.26 亿元，同比增长 49.16%；实现营业利润 68.90 亿元，同比增长 57.27%；实现利润总额 68.87 亿元，同比增长 57.33%；实现归属上市公司股东净利润 49.07 亿元，同比增长 58.31%。摊薄每股收益 4.73 元。

收入快速增长主要得益于高度茅台酒的旺销，公司顺利提价，从 1 月 1 日开始，53 度茅台出厂价提高 24% 左右，终端售价从年初的 1,100 元左右上涨至目前的 1,500 元以上，需求旺盛，供不应求。

15% 以上的供应量增长叠加 20% 以上的价格增长，致使公司主营业务收入增速全年有望达到 45% 上下。

图表 2. 公司 2011 年半年报利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动(%)
<b>营业总收入</b>	<b>6,587.27</b>	<b>9,825.82</b>	<b>49.16</b>
营业收入	6,587.27	9,825.82	49.16
<b>营业总成本</b>	<b>2,206.79</b>	<b>2,939.43</b>	<b>33.20</b>
营业成本	569.19	845.07	48.47
营业税金及附加	858.98	1,277.26	48.69
销售费用	314.76	324.60	3.13
管理费用	560.86	642.96	14.64
财务费用	(99.77)	(148.89)	49.22
资产减值损失	2.78	(1.57)	(156.48)
<b>其他经营收益</b>			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.28	3.20	1,031.30
汇兑净收益	0.00	0.00	
<b>营业利润</b>	<b>4,380.76</b>	<b>6,889.59</b>	<b>57.27</b>
加：营业外收入	0.40	2.99	650.98
减：营业外支出	3.64	5.24	44.00
<b>利润总额</b>	<b>4,377.52</b>	<b>6,887.35</b>	<b>57.33</b>
减：所得税	1,102.95	1,721.04	56.04
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
<b>净利润</b>	<b>3,274.56</b>	<b>5,166.31</b>	<b>57.77</b>
减：少数股东损益	174.81	259.13	48.24
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>3,099.76</b>	<b>4,907.18</b>	<b>58.31</b>
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.99</b>	<b>4.73</b>	
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	91.4	91.4	
经营利润率	66.5	70.1	
税前利润率	66.5	70.1	
净利率	49.7	52.6	

资料来源：公司资料，中银国际研究

### 毛利率微增 0.04 个百分点

1-6 月份综合毛利率 91.40%，同比增长 0.04 个百分点，在提价的背景下，毛利率提升不明显，主要原因有二：

期间原辅料成本和人工成本上涨较快，销售成本平均上涨幅度也在 20% 一线；

毛利率较低的系列酒收入增速较快，超过 50%。

图表 3. 分产品收入和毛利情况

	收入(百万元)	成本(百万元)	毛利率(%)	收入增长(%)	毛利率(+/-)	收入占比
高度茅台酒	8,487.9	552.8	93.5	52.27	0.06	86.4
低度茅台酒	682.3	60.7	91.1	17.42	0.23	6.9
其他系列酒	655.4	231.5	64.7	52.02	0.14	6.7
<b>合计</b>	<b>9,825.6</b>	<b>845.0</b>	<b>91.4</b>	-	<b>0.04</b>	<b>100.0</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

### 期间费用率下降 3.45 个百分点

1-6 月份期间费用率 8.33%，同比下降 3.45 个百分点，其中销售费用率 3.30%，下降 1.47 个百分点；管理费用率 6.54%，下降 1.97 个百分点；财务费用率-1.52%，同比持平。

1-6 月份广告宣传费用同比下降 1.31%，而广告宣传费用于销售费用占比近 80%，因此导致销售费用整体增长幅度较小，大幅落后于收入增长，这也反映出公司销售增长仍主要依靠超强的品牌力拉动。

图表 4. 销售费用拆分

(元)	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增长 (%)	2010 年上半 年占比(%)	2011 年上半 年占比(%)
广告费宣传费	258,740,182	255,342,262	(1.31)	82.2	78.7
运输费用	31,228,989	34,906,310	11.78	9.9	10.8
促销费用	14,416,827	10,154,391	(29.57)	4.6	3.1
专卖店装修费		1,230,000		0.0	0.4
营销差旅费、办公费	1,608,903	6,494,482	303.66	0.5	2.0
打假费用	4,617,897	5,625,196	21.81	1.5	1.7
业务招待费	576,571	1,036,202	79.72	0.2	0.3
其他	3,567,321	9,809,139	174.97	1.1	3.0
<b>合计</b>	<b>314,756,689</b>	<b>324,597,983</b>	<b>3.13</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

1-6 月份销售费用同比增长 14.64%，亦大幅落后于收入增速。其中占比最高的公司经费（含工资、差旅费、办公费等）同比下降 0.6%。

**关联交易费增长较快。**关联交易费主要是接受茅台酒厂有限公司的劳务、专利和商标使用权，1-6 月份接受茅台酒厂有限公司专利和商标使用权所支付关联费用 7,510 万元，同比增长 50%左右。

其他增长较快的管理费用由财产保险费和原料基地费。

**图表 5. 管理费用分拆**

(元)	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增长 (%)	2010 年 上半年占比 (%)	2011 年 上半年占比 (%)
公司经费(含工资性支出、差旅费、办公费)	252,069,883	250,548,708	(0.60)	44.9	39.0
关联交易费	62,022,364	94,603,859	52.53	11.1	14.7
环境整治费	41,721,230	37,072,463	(11.14)	7.4	5.8
固定资产折旧费	55,163,696	54,260,439	(1.64)	9.8	8.4
税金	19,687,313	17,224,543	(12.51)	3.5	2.7
科研开发费	3,938,802	3,524,294	(10.52)	0.7	0.5
财产保险费	19,469,036	26,464,918	35.93	3.5	4.1
原料基地费	7,726,171	12,337,295	59.68	1.4	1.9
无形资产摊销	5,962,029	5,646,986	(5.28)	1.1	0.9
中介机构费用	2,299,406	2,360,524	2.66	0.4	0.4
业务招待费	1,662,555	2,077,044	24.93	0.3	0.3
董事会费用	441,595	80,432	(81.79)	0.1	0.0
其他	88,700,295	136,754,293	54.18	15.8	21.3
<b>合计</b>	<b>560,864,375</b>	<b>642,955,797</b>	<b>14.64</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

公司资金状况良好，账面现金余额较年初 128.9 亿元继续增长至 6 月末的 172.9 亿元，利息收入大幅增加，1-6 月份财务费用为 -1.49 亿元。

### 预收账款高位

截至 6 月底，公司账面预收账款余额 49.35 亿元，较年初增加约 2 亿元，上半年收入不依靠年初预收账款的收入确认，反映公司产品需求旺盛，经销商打款积极。高额的预收账款同时也是收入和业绩释放的保证，亦对判断公司产能释放和消化具有重要方向标意义。

## “十二五”快速发展是主要目标

公司计划至 2015 年实现收入规模 400 亿元(含税), 2010-15 年年均收入增速为 24%。

支撑“十二五”规划目标的是: 1) “十一五”期间万吨茅台项目实施效果良好, 目前已进入产品上市期; 2) 茅台作为极度稀缺的超高端产品, 终端售价节节攀升, 出厂价同终端价价差空前, 存在稳步持续提价空间; 3) 产品结构调整, 例如系列酒当中重点推进高端“汉酱”产品, 终端售价在 600 元以上; 4) 顺利换届, 新管理层更加年富力强。

## 动力: 家底日丰+政府推动

贵州省委关于制定贵州省国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议中即已明确: 把加速发展、加快转型、推动跨越的主基调贯穿于“十二五”**全过程**, 落实到实施“十二五”规划的全领域。努力实现经济社会又好又快, 更好更快发展, 加速发展, 就是要创造条件, 奋力拼搏, 使贵州**经济发展速度在一个较长时期内高于以往历史时期、高于西部地区同期水平、高于全国平均水平**。

建议还提到继续壮大电力、烟酒、装备制造、民族医药等支柱产业, 发挥“贵烟”和“茅台”的**名牌优势**, 大力实施品牌带动战略。

2010 年贵州省 GDP 为 4,593 亿元, 以茅台集团 150 亿元营收计, 占比超过 3%, 上缴利税占全省比重更高。在“全过程”和“全领域”加速和跨越的指导方针下, 对于受到点名的茅台而言, 那就是“十二五”期间**持续的高速增长**。

贵州省政府于 2011 年初公布《省政府 2011 年 50 项重点工作任务分解落实方案》, 将“做大做强特色优势产业, 加快以茅台酒为龙头的优质白酒基地建设”列入其中。

有理由相信, 政府在加大对贵州茅台的扶持力度的同时, 对公司的发展也提出了更高要求, 推动茅台态度转变。

支持茅台可持续快速增长的是丰富的存酒和极强的投资能力。公司现有存酒约计10万吨，“十一五”万吨茅台项目为“十二五”年均10%-15%的供给增长打下基础。公司账面资金充裕，能够全面实施技改、厂区扩建以及新建厂区，进而实现“十二五”末4万吨产能和2020年5万吨产能目标。

### 估值：调高目标价

我们上调2011-2013年盈利预测为7.60元、10.25元和13.13元，相应调高目标价至246.00元，对应2012年24倍市盈率，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	9,670	11,633	17,003	22,460	28,314
销售成本	(951)	(1,053)	(1,406)	(1,640)	(1,919)
经营费用	(2,777)	(3,596)	(4,785)	(6,331)	(7,938)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,149</b>	<b>7,270</b>	<b>11,090</b>	<b>14,863</b>	<b>18,925</b>
折旧及摊销	(208)	(286)	(277)	(374)	(467)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>5,942</b>	<b>6,984</b>	<b>10,813</b>	<b>14,489</b>	<b>18,458</b>
净利息收入(费用)	134	177	170	247	355
其他收益/(损失)	5	2	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>6,081</b>	<b>7,162</b>	<b>10,982</b>	<b>14,736</b>	<b>18,813</b>
所得税	(1,528)	(1,823)	(2,746)	(3,684)	(4,703)
少数股东权益	(240)	(289)	(346)	(416)	(478)
<b>净利润</b>	<b>4,312</b>	<b>5,051</b>	<b>7,890</b>	<b>10,637</b>	<b>13,632</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,312</b>	<b>5,051</b>	<b>7,890</b>	<b>10,637</b>	<b>13,632</b>
每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.60	10.25	13.13
核心每股收益(人民币)	4.15	4.87	7.60	10.25	13.13
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.17	4.26	5.44
收入增长(%)	17.33	20.30	46.16	32.10	26.07
息税前利润增长(%)	12.37	17.54	54.81	34.00	27.39
息税折旧前利润增长(%)	12.78	18.22	52.54	34.02	27.33
每股收益增长(%)	13.50	17.13	56.21	34.81	28.16
核心每股收益增长(%)	13.50	17.13	56.21	34.81	28.16

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	20,511	32,826	49,133
应收帐款	402	206	714	943	1,189
库存	4,192	5,574	9,136	10,661	12,472
其他流动资产	1,318	1,632	2,556	3,064	3,655
<b>流动资产总计</b>	<b>15,656</b>	<b>20,300</b>	<b>32,917</b>	<b>47,494</b>	<b>66,449</b>
固定资产	3,169	4,192	5,019	7,547	8,012
无形资产	466	452	437	422	407
其他长期资产	480	643	1,744	1,048	2,097
<b>长期资产总计</b>	<b>4,114</b>	<b>5,287</b>	<b>7,201</b>	<b>9,017</b>	<b>10,516</b>
<b>总资产</b>	<b>19,770</b>	<b>25,588</b>	<b>40,118</b>	<b>56,511</b>	<b>76,965</b>
应付帐款	139	232	141	164	192
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,969	6,796	16,366	25,994	37,856
<b>流动负债总计</b>	<b>5,108</b>	<b>7,028</b>	<b>16,507</b>	<b>26,159</b>	<b>38,048</b>
长期借款	0	0	110	220	319
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	21,956	28,172	36,160
<b>股东权益</b>	<b>14,466</b>	<b>18,399</b>	<b>22,994</b>	<b>29,210</b>	<b>37,198</b>
少数股东权益	186	151	497	912	1,390
<b>总负债及权益</b>	<b>19,770</b>	<b>25,588</b>	<b>40,118</b>	<b>56,511</b>	<b>76,965</b>
每股帐面价值(人民币)	15.33	19.49	22.15	28.14	35.83
每股有形资产(人民币)	14.83	19.02	21.73	27.73	35.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.32)	(13.66)	(19.65)	(31.41)	(47.02)

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	6,081	7,162	10,982	14,736	18,813
折旧与摊销	208	286	277	374	467
净利息费用	(0)	(0)	(170)	(247)	(355)
运营资本变动	3,415	4,645	12,617	14,577	18,955
税金	(1,528)	(1,823)	(2,746)	(3,684)	(4,703)
其他经营现金流	(3,951)	(4,068)	(8,123)	(7,178)	(9,699)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>4,224</b>	<b>6,201</b>	<b>12,838</b>	<b>18,578</b>	<b>23,477</b>
购买固定资产净值	(1,357)	(1,732)	(2,200)	(2,200)	(1,980)
投资减少/增加	17	25	0	0	0
其他投资现金流	0	(57)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,340)</b>	<b>(1,763)</b>	<b>(2,200)</b>	<b>(2,200)</b>	<b>(1,980)</b>
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	110	110	99
支付股息	(1,118)	(2,171)	(3,295)	(4,421)	(5,644)
其他融资现金流	(117)	878	170	247	355
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(3,015)</b>	<b>(4,063)</b>	<b>(5,190)</b>
现金变动	1,649	3,145	7,623	12,315	16,307
期初现金	8,094	9,743	12,888	20,511	32,826
公司自由现金流	2,884	4,438	10,638	16,378	21,497
权益自由现金流	3,018	4,615	10,917	16,735	21,951

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(%)	63.59	62.49	65.22	66.17	66.84
息税前利润率(%)	61.45	60.04	63.59	64.51	65.19
税前利润率(%)	62.88	61.57	64.59	65.61	66.44
净利率(%)	44.60	43.42	46.41	47.36	48.14
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.06	2.89	1.99	1.82	1.75
利息覆盖率(倍)	(44.5)	(39.6)	(63.8)	(58.6)	(52.0)
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	1.44	1.41	1.42
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	51.72	44.15	28.27	20.97	16.36
核心业务市盈率(倍)	51.72	44.15	28.27	20.97	16.36
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	59.22	50.56	32.37	24.01	18.73
市净率(倍)	13.84	10.93	9.49	7.40	5.78
价格/现金流(倍)	48.00	32.69	17.37	12.00	9.50
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	31.39	26.12	18.27	12.81	9.21
<b>周转率</b>					
存货周转天数	158.24	174.89	196.13	173.26	160.78
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	36.50	36.50	36.50
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	25.93	42.97	41.76	41.56	41.40
净资产收益率(%)	29.43	27.23	33.59	35.31	35.33
资产收益率(%)	21.81	19.74	19.67	18.82	17.71
已运用资本收益率(%)	30.42	28.24	34.36	35.81	35.58

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 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