

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.28元

当前股价: 7.80元

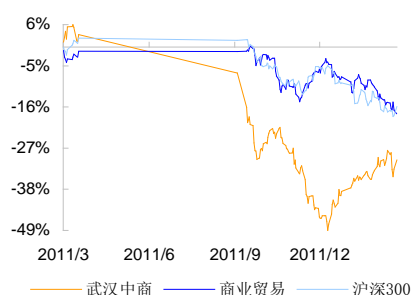
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	251
流通股本(百万)	251
流通市值(亿)	19
EPS	0.32
每股净资产(元)	2.90
资产负债率	70.88%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
武汉中商	8.03	24.35	-30.67
商业贸易	1.86	9.65	-13.22
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

武汉中商

000785

推荐

主力店迎接地铁直通时代的到来, 2013年将是业绩拐点

2012年, 公司面临经济增速放缓、终端消费低迷、地铁工程影响客流、装修改造影响销售等多重压力; 2013年起, 公司两大主力店将以装修改造、提档升级后的全新面貌进入地铁直通时代, 有望迎来爆发式增长。销品茂在租金提升和利息费用下降的推动下, 利润快速增长。重组新方案公布在即, 有望出现套利机会。

投资要点:

- **主力门店中南商业大楼和中商广场购物中心将迎来地铁直通时代, 营收有望翻番:** 2010年以来, 地铁施工的围栏严重影响了两大主力门店的客流。今年5月至9月, 公司拟对两栋大楼进行内外装修并进行提档升级, 以化妆品为突破口引入国际一二线名品。费用预计6000-7000万元, 5年摊销。两家主力店地下为武汉2、4号线的换乘站, 地下车站可直通商场内部。预计地铁通车后迎来销售收入的爆发式增长, 2013年销售收入相比2012年有望翻番, 2014的销售收入增速有望达到50%左右。
- **中商百货销品茂店 - 公司平效最高的百货门店, 未来提升空间大:** 2011年营业收入2.2亿元, 同比增长20%, 平效近1.3万元/平米/年。一楼金银珠宝、化妆品等贡献了收入的50%, 未来2-3楼服装的提档升级将进一步提升平效和毛利率。
- **销品茂资产结构持续优化, 利润快速增长。** 目前, 销品茂贷款金额7亿多元, 每年财务费用4000-5000万元, 折旧4000-5000万元。公司每年将可支配现金4000-5000万元用于偿还银行贷款, 稳步降低资产负债率。2011年, 销品茂实现净利润1606万元; 2012年, 公司下达净利润任务2200万元。2012年销品茂平均提租15-20%, 预计净利润增速有望达到50%, 实现净利润2400万元左右。
- **武商联力推公司与中百集团的重组, 解决同业竞争问题、整合资源实现协同效应, 同时捍卫第一大股东地位:** 从长远来看, 中商与中百的重组有利于解决同业竞争问题, 整合资源实现协同效应; 从当前来看, 有利于解决迫在眉睫的股权之争。新方案即将出台, 或存套利机会。
- **盈利预测与估值:** 预计公司2012-14年营业收入分别为44.4、57.0和70.4亿元; 归属于母公司所有者净利润分别为0.91、1.23和1.60亿元, 同比增长12%、35%和30%; EPS分别为0.36、0.49和0.64元。2012年是公司最艰难时期, 2013年将重回高速增长; 同时考虑到武商联将推出新的重组方案, 可能存在套利机会, 故给予2012年23倍PE, 目标价8.28元, 首次给予“推荐”评级。

风险提示: 1、主力店招商不到位, 影响提档升级; 2、地铁通车后客流量不达预期

主要财务指标

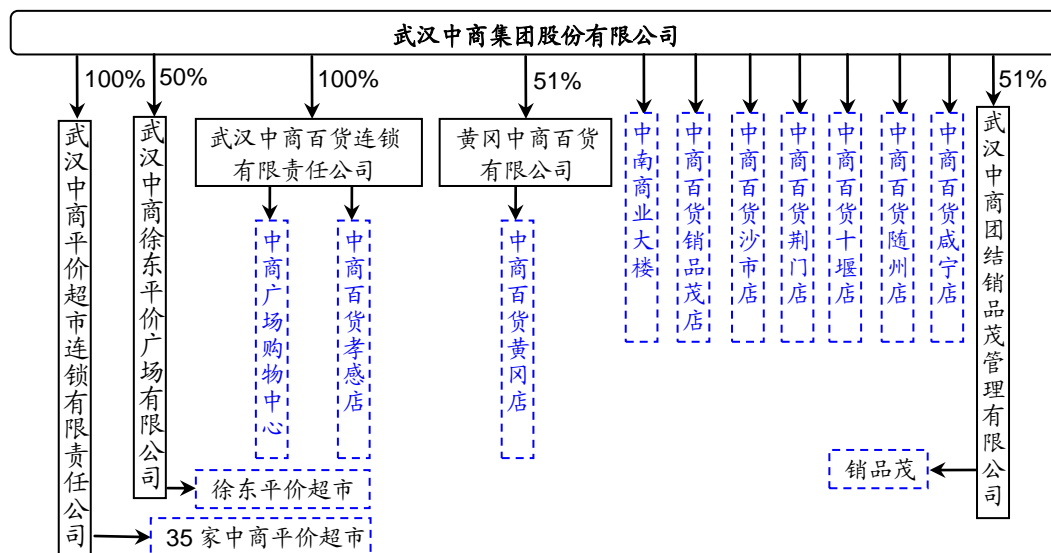
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4104	4438	5698	7044
收入同比(%)	11%	8%	28%	24%
归属母公司净利润	81	91	124	160
净利润同比(%)	20%	12%	36%	29%
毛利率(%)	20.0%	20.4%	20.5%	21.0%
ROE(%)	11.2%	11.1%	13.1%	14.5%
每股收益(元)	0.32	0.36	0.49	0.64
P/E	24.05	21.49	15.79	12.28
P/B	2.69	2.39	2.08	1.78
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源: 中投证券研究所

一、公司概况：连锁百货+购物中心+连锁超市

公司是湖北省四大商业企业之一，主要业态为连锁百货、购物中心和连锁超市。截止 2011 年末，公司有 10 家连锁百货、1 家购物中心和 36 家连锁超市。

图 1 公司主营业务架构图



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2011 年，公司实现营业收入 41.04 亿元，其中连锁百货营业收入约 17.5 亿元，占比 42.6%；连锁超市营业收入约 19.1 亿元，占比 46.7%；租赁业务收入 1.89 亿元，占比 4.61%；其他业务收入 2.5 亿元，占比 6.1%。

2011 年，公司商业业务毛利率 13.18%，其中百货业务毛利率 14.1%，超市业务前台毛利率约 12.5%；综合考虑各项收入，百货业务毛利率约 17.5%，超市业务毛利率约 19.06%。

图 2 公司各项业务营业收入及占比

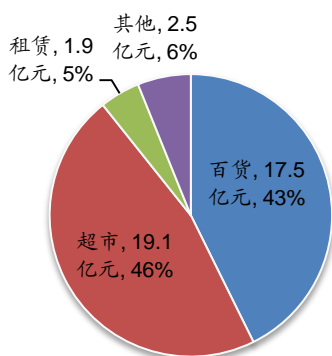
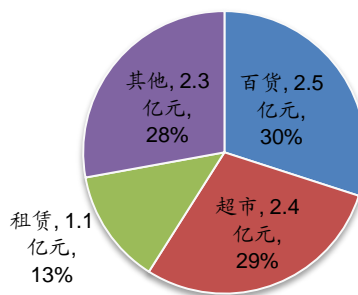


图 3 公司各项业务毛利额及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、主力店提档升级，迎接地铁直通时代的到来

公司现有 10 家连锁百货门店，分布在武汉以及荆州沙市、十堰、黄冈等 7 个地级市，是湖北商业企业中最早进行渠道下沉、在各地级市百货网点最多的公司。10 家连锁百货店合计建筑面积约 23.7 万平方米，其中自有物业建筑面积约 10 万平米，占比 43%。

表 1 公司门店信息及 2011 年营业收入和净利润情况

序号	门店	开业时间	建筑面积 (10 ⁴ m ²)	城市	物业	股权 比例	2011 年	
							营业收入 (万元)	营收 占比
1	中南商业大楼	1984	3.4	武汉市武昌区	自有	100%	40,500	23.1%
2	中商广场购物中心	1997	3.8	武汉市武昌区	自有	100%	40,631	23.2%
3	中商百货销品茂店	2005	1.7	武汉市武昌区	租赁	100%	22,000	12.5%
4	中商百货沙市店	1996	3	荆州市沙市区	自有	100%	28,000	16.0%
5	中商百货荆门店	2002	2	荆门市	租赁	100%	15,500	8.8%
6	中商百货十堰店	2003	1	十堰市	租赁	100%	10,500	6.0%
7	中商百货黄冈店	2004	2	黄冈市	租赁	51%	6,500	3.7%
8	中商百货随州店	2007	2	随州市	租赁	100%	6,700	3.8%
9	中商百货咸宁店	2008	2	咸宁市	租赁	100%	4,800	2.7%
10	中商百货孝感店	2011.12.30	2.8	孝感市	租赁	100%	200	0.1%
合计			23.7				175,331	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

● 中南商业大楼和中商广场购物中心—主力门店装修改造、提档升级迎接地铁直通时代的到来！

中南商业大楼和中商广场购物中心位于中南路商圈，相临而建，合计建筑面积约 7.2 万平米。中南商业大楼定位中端，中商广场购物中心定位中高端，两家门店 2011 年营业收入均在 4 亿元左右，合计占百货业务收入的 46.3%，占商业收入的 22.2%，占公司营业收入的 19.77%；2011 年两个门店贡献净利润超 6000 万元，占公司净利润的 60% 以上，是公司两大主力门店。

2010 年以来，地铁施工的围栏严重影响了两大主力门店的客流，导致两店 2010、2011 年的收入基本无增长。2010 年 10 月以来，地铁施工的围栏完全挡住了商业大楼部分的入口，仅靠商业广场的大门进出。2012 年 1-2 月，商业大楼营业收入同比增长-10%，广场购物中心营业收入同比负增长-15%。

今年 5 月至 9 月，公司拟对两栋大楼进行内外装修并进行提档升级，以化妆品为突破口引入国际一线、二线名品。装修改造的预算为 6000-7000 万元，预计分 5 年摊销。

两家主力店地下为武汉 2、4 号线的换乘站，已实现无缝衔接，从地下车站可直通商场内部。地铁地面围栏将于 2012 年 7 月前拆除，地铁将于 2012 年底通车。**我们预计，装修改造、提档升级后的中南商业大楼和中商广场购物中心将在地铁通车后迎来销售收入的爆发式增长，2013 年销售收入相比 2012 年有望翻番，2014 的销售收入增速有望达到 50% 左右。**

● 中商百货销品茂店 - 中商平效最高的百货门店，未来提升空间大

该店是销品茂中的主力百货店，建筑面积约 1.7 万平米，经营面积约 1.2 万平米；该店是公司向销品茂租赁的物业，租期 15 年，租金每 3 年上调 5%，目前租金水平为 70 元/月/平米。

定位与收入构成：该店与购物中心内其他的店铺错位经营，主要是定位于 80 后、90 后。一楼黄金珠宝、化妆品和鞋帽占收入的 50%，其中黄金珠宝的收入占一楼的 50% 左右；女装、男装占比分别为 30% 和 20%。

毛利率与扣点：整体毛利率水平 15-16%，平常促销不多。服装的扣点率在 24-25% 左右，黄金的毛利只有 8% 左右，珠宝的扣点在 20% 以上。

营业收入与利润：该店管理团队年轻，执行力强，开业以来的 07-11 年收入年复合增长率超 30%；2011 年营业收入超 2.2 亿元，同比增速超 20%；平效接近 1.3 万元/月/平米，是公司 10 家门店中平效最高的一家；该店的净利润率接近 10%，2011 年净利润超 2000 万元。

销售情况：2012 年，公司向该门店下达的任务是营业收入同比增 10% 以上。1-2 月营业收入同比增速 1.1%；3 月 1 日至 18 日，收入同比增速 11%。年初以来的累计收入增速不到 4%。

目前，影响该店的因素有：

(1) 作为社区型百货店，2011 年客单价上升了 13%，但来客量下降了 10%。公司认为客单价的提升不是因为提高品质、提高档次所致，而是通胀的原因。前期客单价提升门店是受益的，但随着来客量的下降，门店开始受损。

(2) 网上购物的冲击：作为以年轻人为目标客户群的社区型百货店，该店从去年开始切实感受到了网购的冲击。

2012 年，该店的工作重点是对服装品牌进行提档升级，以进一步提升平效和毛利率。

● 外地门店 - 沙市、荆门、十堰门店盈利情况良好

公司在湖北省内的地级市现有 7 家百货门店，其中沙市、荆门和十堰的门店盈利情况良好。中商百货沙市店 2011 年营业收入 2.8 亿元，净利润超 1000 万元；荆门店 2011 年营业收入 1.55 亿元，净利润 500 多万元；十堰店 2011 年营业收入超 1 亿元，净利润超 600 万元。

公司是湖北四大商业企业中最早渠道下沉、在各地级市开设百货门店的公司。目前，公司在各地级市的经营既享有先发优势，也面临着先发劣势：

先发优势 — 门店一般位于核心商圈，经多年培育，已实现盈利或即将盈利；

先发劣势 — 现有门店普遍体量较小，制约了扩容和提档升级；新进入者所开门店体量更大、品类更丰富、定位更高档，对公司现有门店形成严重冲击。

表 2 湖北省各地级市主要宏观经济数据

地区	人均 GDP (元)	人口数 (万人)	社零额 (亿元)	人均可支配 收入(元)	人均消费 支出(元)
武汉	58,961	837	2,570	18,385	12,710
宜昌	38,181	399	551	14,058	10,577
鄂州	37,943	108	135	13,408	10,056
黄石	28,427	260	300	13,897	10,179
襄阳	27,969	591	571	13,409	10,145
荆门	25,509	300	253	13,857	10,595
十堰	21,267	353	306	14,454	11,028
咸宁	21,129	291	205	12,589	10,042
随州	18,381	258	198	12,349	8,113
孝感	16,630	531	385	13,562	9,953
荆州	14,707	658	471	13,304	9,181
黄冈	13,421	742	407	13,636	8,865

注：人均 GDP、人口数、社零额指标为 2010 年数据；人均可支配收入、人均消费支出为 2009 年数据。

资料来源：Wind、中投证券研究所

四、销品茂：资产结构持续优化，利润快速增长

1、销品茂基本信息

销品茂建筑面积 17.7 万平米，可出租部分建筑面积约 10 万平米，其中：

- 商业部分面积占比约 60%，餐饮面积占比 17-18%，其余部分为多功能区；
- 出租部分主要包括长租约和短租约两类；长租约主要是指沃尔玛（1.8 万平米）、中商百货（1.7 万平米）、电影院、运动城等主力店，租期一般为 12-15 年，租金每 3-5 年一个台阶；用于短租约、每年可上调租金的面积约 3-4 万平米；
- 销品茂单层面积约 2 万平米；一楼租金水平在 200-1000 元/月/平米，平均租金水平超过 500 元/月/平米；餐饮的租金水平已超过 200 元/月/平米；
- 从租金贡献结构上看，占面积 50-60% 的中长期租约仅贡献租金的 40%；中短期租约则是租金贡献的主力；“十二五”期间，部分次主力店到期，租金上调每年可增加利润 1000-2000 万元。

2、资产负债率将逐步降低

销品茂的初始资产负债率超 80%，目前仍有 7 亿多元的银行贷款，巨额的利息费用严重侵蚀着的销品茂的净利润。收购销品茂少数股东权益的增发已被证监会否决，股权比例 49% 的二股东亦无意引入新的投资方。目前，销品茂长期贷款约 5 亿元，短期贷款 2 亿元左右，每年的财务费用 4000-5000 万元，折旧 4000-5000 万元。公司每年将可支配现金 4000-5000 万元用于偿还银行贷款，以此稳步降低资产负债率。

表 3 销品茂 2011 年成本、费用情况

项目	金额 (万元)	说明
营业收入	17500	纯租金收入约 1.5 亿元, 代收代付的水电费约 2000 多万元
折旧	4000-5000	
财务费用	4000-5000	
物业投入	1000-2000	
水电	3000	代收代付部分约 2000 多万元, 公共部分约 800 万元
人工	1400	
房地产率		12%
营业税率		5%

资料来源: 公司调研, 中投证券研究所

3、定位: 年轻时尚; 目标客群: 白领和工薪

销品茂开业之初, 采用的是经营无定位、大而全的思路。2011 年, 销品茂引进品牌 62 个, 提升店铺形象 77 个, 调整率达 46%。目前, 销品茂以白领和工薪阶层为目标客群, 定位年轻时尚。未来, 销品茂将对销售情况好的商户试行“保底+抽成”的模式, 推动统一收银。

2011 年, 销品茂实现净利润 1606 万元; 2012 年, 公司向销品茂下达的任务为 2200 万元。2012 年销品茂平均提租 15-20%, 预计净利润增速有望达到 50%, 实现净利润 2400 万元左右。

五、中商平价超市: 毛利率逐年上升, 但平效偏低

公司 1997 年开始涉足超市业务。公司拥有平价超市 36 家, 其中武汉市内 19 家, 另外 17 家位于湖北省其他城市; 建筑面积约 33 万平米。2009 年以来, 公司不断加大源头采购、自营、自采范围, 并上调了一些价格不敏感品类的售价。相应的, 公司超市业务毛利率逐年提升。2011 年, 公司超市业务的前台毛利率 12.5%, 前后台毛利率 19.06%。2011 年, 公司超市业务实现营业收入约 19.1 亿元, 平效仅 5788 元/平米/年, 规模效应难以体现。

五、外延扩张: 每年新增 1 家百货店, 新增 5 家连锁超市

1、连锁百货

未来, 公司将以“一主两副”为主线, 即以武汉、宜昌、襄阳为发展重点, 争取每年至少新增 1 家连锁百货店。

百货储备项目:

● 十堰“文贸”项目

2010 年 1 月, 公司公告拟与东方华宇公司共同组建“中商华宇公司”, 双方各以现金出资 3000 万元, 各占 50% 股权。中商华宇公司成立后, 向东方华宇公司租赁位于十堰市张湾区六堰人民广场黄金地段的文贸乐园,

将其打成了集购物中心、娱乐、餐饮于一体的综合项目。文贸乐园土地面积 4391 平方米，建筑面积 9730 平方米。

● 咸宁市温泉中商购物广场项目

2011 年 4 月，公司公告出资 19,152 万元向咸宁万顺达公司购买咸宁中商广场地上一层至七层的部分面积，共计 2.66 万平米，用以发展大型现代百货卖场。该项目物业将于 2013 年 8 月 31 日交付，门店预计将于 2013 年底开业。

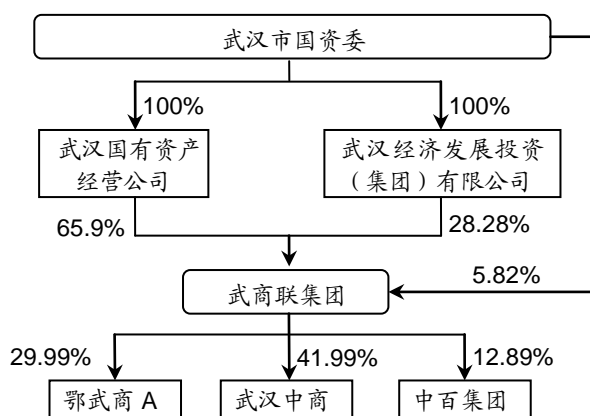
随着湖北经济的快速发展，武汉市的高端百货正在蓬勃发展。未来，为抢占高端消费市场，公司将一方面将两大主力门店中南商业大楼和中商广场购物中心不断提档升级，打造明星店；另一方面，不排除将徐东平价所在地块进行重新开发，打造高端百货商场。

2、连锁超市

公司计划每年新增 5 家左右中商平价超市。

六、与中百集团的重组进一步推进中

图 4 武汉市国资委旗下 3 家商业上市公司股权结构



注：武商联集团及其一致行动人合计持有鄂武商 A 29.99% 股份；
武商联集团及其关联方、一致行动人合计持有中百集团 12.89% 股份；
资料来源：公司公告，中投证券研究所

2011 年 9 月，公司公告了与中百集团重组的预案：中百集团拟以新增股份换股吸收合并武汉中商。中百集团新增股份发行价格 12.39 元/股，武汉中商换股价 11.49 元/股，武汉中商与中百集团的换股比例为 1:0.93。

我们认为，武汉国资委推动武汉中商与中百集团的合并重组，从长远来看，有利于解决同业竞争问题，整合资源实现协同效应；从当前来看，有利于解决迫在眉睫的股权之争。

武商联直接持有中百集团的股权比例仅为 10.17%，与关联方、一致行动人合计持有的股权比例为 12.89%；而 2011 年年报显示第二大股东新光控股持股比例

为 7.1%，第五大股东华睿海越持股比例 2.9%。若新光控股继续增持或与华睿海越签署一致行动人，将直接威胁到武商联第一大股东的地位。

鉴于 2011 年 9 月公布吸收合并预案以来，武汉中商和中百集团的股价一路下挫，原换股价和控股比例已不合适。公司自 3 月 20 日起宣布停牌研究新的方案。我们认为，武商联推动中百集团吸收合并武汉中商的决心是坚定的，但能否成功实施取决于最终方案，包括换股价及换股比例的确定。在实施过程中，可能存在股票与现金的套利机会。

七、投资建议：推荐

我们认为，2012 年，公司面临经济增速放缓、终端消费低迷、地铁工程影响客流、装修改造影响销售等多重压力；2013 年起，公司两大主力店将以装修改造、提档升级后的全新面貌进入地铁直通时代，有望迎来收入的爆发式增长。与中百集团重组的新方案即将公布，可能存在套利机会。预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 44.38、56.98 和 70.44 亿元，同比增长 8.15%、28.4%和 23.61%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.91、1.23 和 1.60 亿元，同比增长 12%、35%和 30%；EPS 分别为 0.36、0.49 和 0.64 元。考虑到武商联将推出新的重组方案，可能存在套利机会，故给予 2012 年 23 倍 PE，目标价 8.28 元，首次给予“推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1309	1555	1939	2384
现金	741	908	1116	1379
应收账款	5	7	9	11
其他应收款	113	133	171	211
预付账款	43	49	63	78
存货	373	424	544	668
其他流动资产	34	34	36	37
非流动资产	1417	1391	1370	1349
长期投资	92	100	100	100
固定资产	586	524	456	387
无形资产	53	53	53	53
其他非流动资产	685	714	761	809
资产总计	2726	2946	3309	3733
流动负债	1330	1470	1708	1962
短期借款	244	240	235	233
应付账款	387	459	589	723
其他流动负债	699	770	884	1006
非流动负债	602	572	547	527
长期借款	602	572	547	527
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1932	2042	2255	2489
少数股东权益	65	85	110	141
股本	251	251	251	251
资本公积	82	82	82	82
留存收益	395	486	610	770
归属母公司股东权益	729	820	944	1103
负债和股东权益	2726	2946	3309	3733

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	277	316	359	402
净利润	95	111	149	190
折旧摊销	117	70	71	71
财务费用	56	71	78	75
投资损失	-10	-10	-8	-8
营运资金变动	17	87	68	73
其他经营现金流	2	-13	1	1
投资活动现金流	-82	-34	-42	-42
资本支出	41	0	0	0
长期投资	-46	43	50	50
其他投资现金流	-87	9	8	8
筹资活动现金流	-147	-115	-108	-97
短期借款	-50	-4	-5	-2
长期借款	-22	-30	-25	-20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-75	-81	-78	-75
现金净增加额	48	167	209	263

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4104	4438	5698	7044
营业成本	3283	3533	4530	5564
营业税金及附加	46	52	68	99
营业费用	52	58	81	132
管理费用	553	588	746	923
财务费用	56	71	78	75
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	8	8
营业利润	120	143	199	256
营业外收入	8	8	7	7
营业外支出	3	6	11	13
利润总额	125	145	195	250
所得税	30	34	46	59
净利润	95	111	149	190
少数股东损益	13	20	25	31
归属母公司净利润	81	91	124	160
EBITDA	294	284	348	402
EPS (元)	0.32	0.36	0.49	0.64

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	10.8%	8.1%	28.4%	23.6%
营业利润	25.0%	18.8%	39.1%	28.6%
归属于母公司净利润	20.4%	11.9%	36.1%	28.6%
获利能力				
毛利率	20.0%	20.4%	20.5%	21.0%
净利率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
ROE	11.2%	11.1%	13.1%	14.5%
ROIC	58.9%	197.7%	-373.4	-125.0
偿债能力				
资产负债率	70.9%	69.3%	68.2%	66.7%
净负债比率	44.45	39.87%	34.76	30.61%
流动比率	0.98	1.06	1.14	1.22
速动比率	0.70	0.77	0.82	0.87
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.56	1.82	2.00
应收账款周转率	423	472	511	503
应付账款周转率	8.62	8.35	8.64	8.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.36	0.49	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.26	1.43	1.60
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.26	3.76	4.39
估值比率				
P/E	24.05	21.49	15.79	12.28
P/B	2.69	2.39	2.08	1.78
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券百货零售分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434