



买入

34% ↑

目标价格: 人民币 31.28

600697.SS

原目标价格: 人民币 34.50

价格: 人民币 23.38

目标价格基础: 23 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9)	(3)	(3)	(19)
相对新华富时 A50 指数	(16)	1	(6)	1

发行股数(百万)	159
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	2,870
3 个月日均交易额(人民币 百万)	18
净负债比率(%) (2012E)	12
主要股东(%)	
长春汽车城商业总公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 11 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

欧亚集团

稳健扩张

公司 2011 年营业收入实现 69.6 亿元, 同比增加增长 33.10%。息税前利润实现 3.24 亿元, 同比增长 32.3%, 净利润实现 1.62 亿元, 同比增长 22.6%。扣非后归属于母公司股东的净利润实现 1.66 亿元, 同比增长 26.1%。折合每股收益 1.041 元, 和我们的预期吻合。如果我们将当年提取的激励基金 1,700 万元还原回去, 则为 1.79 亿元, 同比增长 35%。我们将目标价格下调至 31.28 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司稳健的按照既有战略推进在省内多业态组合的拓展。
- 90%以上的自有物业使得公司在未来能够保持较高的经营杠杆。
- 公司战略性选择省内二三线市场城市新区进驻, 通过开设大体量门店达到强势占领市场的目的。

评级面临的主要风险

- 资产负债率偏高以及持续扩张导致资金渴求对财务规划提出很高的要求。
- 新店扩张导致费用无法得到有效控制的风险。

估值

- 公司精耕细作吉林本土市场以及周边强势辐射的蒙东区域市场, 同时重资产模式的扩张虽然对资金挑战较高, 但是也为公司能够有效抵御租金上涨压力、保持稳健的扩张奠定良好的基础。我们考虑到财务费用上升以及激励基金提取等因素影响, 小幅下调 2012-2013 年核心每股盈利预测为 1.243、1.570 元, 同时预测 2014 年每股收益 2.035 元, 我们依据 23 倍 2012 年的市盈率, 将目标价由 34.50 元下调至 31.28 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	5,228	6,958	8,739	10,829	13,118
变动(%)	34	33	26	24	21
净利润(人民币 百万)	132	162	199	251	325
完全摊薄每股收益(人民币)	0.830	1.016	1.249	1.576	2.041
变动(%)	20.5	22.5	22.9	26.2	29.4
市场预期每股收益(人民币)		1.028	1.312	1.721	2.145
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.384	1.793	
调整幅度(%)	-	-	(9.6)	(12.0)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.826	1.041	1.243	1.570	2.035
变动(%)	19.8	26.1	19.4	26.3	29.6
全面摊薄市盈率(倍)	28.2	23.0	18.7	14.8	11.4
核心市盈率(倍)	28.3	22.5	18.7	14.8	11.4
每股账面价值(人民币)	2.35	6.20	4.31	7.73	6.47
股价/账面价值(人民币)	9.9	3.8	5.4	3.0	3.6
净资产收益率(%)	15.4	11.4	9.3	6.2	3.8
每股股息(人民币 元)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
股息收益率(%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩增长符合预期，剔除激励基金影响后的业绩增速良好

公司 2011 年营业收入实现 69.6 亿元，同比增加增长 33.10%。息税前利润实现 3.24 亿元，同比增长 32.3%，净利润实现 1.62 亿元，同比增长 22.6%。扣非后归属于母公司股东的净利润实现 1.66 亿元，同比增长 26.1%。折合每股收益 1.041 元，和我们的预期吻合。如果我们将当年提取的激励基金 1,700 万元还原回去，则为 1.79 亿元，同比增长 35%。

零售主业增长良好，租金收入预计随着自营面积增加而下降

2011 年公司零售主业收入同比增长 26.1%，达到 63.3 亿元。扣除新开门店以及扩店影响，零售业务收入同比增长 25% 左右。

从 2011 年开店状况来看，新开门店 2 家，2011 年 4 月 29 日吉林欧亚商都解放大路店开业（建筑面积 33,122 平米），当年实现零售业务收入约为 1.5 亿元；而于 2010 年 10 月 29 日试营业的辽源购物中心（公司首个集商场、住宅于一体的城市综合体项目）也于 2011 年 4 季度正式开业并表。其 2011 年全年商业收入（含租金收入）约 9,550 万元，地产收入 1.19 亿元。辽源购物中心零售部分亏损 400 万元，住宅结算利润为 1,700 万元。同时欧亚商都四期（即欧亚城市商业综合体前期、一期）增加面积 1 万多平米，这也为公司销售收入增长做了部分贡献。

同时我们看到，公司租赁服务收入大幅增长，增幅高达 144.9%，达到 5.08 亿元，我们认为这主要和白城、四平、通化和辽源门店中很大部分面积由于新开培育期内租赁出去有关。譬如白城店总建筑面积 3.87 万平米，其中出租部分的面积 1.9 万平米，自营面积 1.87 万平米。2010 年全年实现含税租金收入 3,748 万元，其中租金收入 870 万元。2011 年包含租金收入在内的销售收入增长 30%。辽源 2011 年总建筑面积 7.62 万平米，其中出租部分的面积 4 万平米，自营面积 3.62 万平米。2011 年全年实现含税租金收入 1,832 万元。通化购物中心一期 6.4 万平米中依然有不到一半的面积源于出租。由于次新门店不断成熟，公司将会自今年起增加联营和自营模式的比例，减少出租面积。所以我们认为公司租赁服务收入自今年起可能会出现下降，而联营自营收入会上升。而租赁服务收入由于欧亚卖场进行了业态和格局调整，同比下降；公司在继欧亚卖场家具广场升级改造后，自 2011 年 5 月 7 日开始，欧亚卖场就对 8 号门进行了全面的升级改造，这自然影响了部分租金收入。2012 年仍然将推进卖场楼层装修改造，我们预期今年卖场租赁收入可能略有下降。但是这对欧亚卖场的升级提档有积极意义。

地产结算对业绩有所贡献且将持续

公司地产结算 2011 年主要源于辽源购物中心的配套社区住宅，至 2011 年底结算比例约为 50%，销售收入 1.19 亿元，净利润 1,700 万元。而今年将结算剩余的 35%，预计实现销售收入 8,500 万元左右。同时今年梅河口欧亚商都将于 5 月开业，其也会结算约为 1 亿元的配套住宅。故 2012 年地产将实现销售收入 2 亿元以上。我们看到，除了梅河口项目外，内蒙的通远项目也是类似附带住宅地产性质的项目。

毛利率下降主要源于口径变化

零售业务毛利率下降 1.22 个百分点，为 10.11%。最主要的原因是归类口径发生变化。历年年报中公司将其向供应商收取的其他收入归入主营业务收入，而配比产生的费用归入费用环节，并不计入主营业务成本。而自本期起出于配比原则，因此产生的费用将不再计入当期费用，而直接计入营业成本。所以我们判断如果按照可比口径，公司零售业务毛利率即使下降，其幅度也是不大的。

由于按照单季度考量，我们无法拆分其业务分类收入，但是从半年度的毛利率变化来看，2011 年下半年商业毛利率为 10.2%，较 2010 年下半年的 14.3% 下降了 4.2 个百分点。而对比 2011 年前 9 个月，总体毛利率和 2010 年前 9 个月差异不大，由此我们也可以推断向供应商收取的其他业务收入大多数应该在 4 季度单季度报表中体现。

另外我们根据公司母公司报表——主要包括欧亚商都、欧亚益民、车百一部分以及营销服务分公司（主要承担家电和超市等物流配送，类似于批发环节），公司 2011 年主营业务收入上升 22.6% 至 40.78 亿元，但是毛利率下降 0.15 个百分点至 8.78%。我们认为，欧亚商都销售收入 2011 年品类结构中黄金珠宝占比上升拉低了部分毛利率；同时家电和超市配送收入上升也拉低了毛利率。

图表 1. 公司 2010-2011 年母公司报表

母公司报表（百万元）	2010	2011	同比变化（%）
营业收入	3,327.23	4,078.33	22.57
营业成本	3,030.09	3,720.23	22.78
毛利率(%)	8.93	8.78	
毛利润	297.13	358.10	20.52
营业税金及附加	(13.11)	(16.16)	23.29
销售费用	(41.39)	(54.59)	31.90
销售费用率(%)	1.24	1.34	
管理费用	(118.80)	(160.97)	35.51
管理费用率(%)	3.57	3.95	
息税前利润	123.85	126.38	2.04
息税前利润率(%)	3.72	3.10	
财务费用	(10.81)	(24.32)	125.03
经常性投资收益	(0.53)	(2.55)	379.70
非经常性收益	16.37	14.03	(14.31)
利润总额	128.88	113.53	(11.91)
所得税	(29.26)	(26.07)	(10.89)
所得税率(%)	22.70	22.96	
净利润	99.62	87.46	(12.20)
扣除非经常性净利润	86.96	76.65	(11.85)
扣除非经常性净利润率(%)	2.61	1.88	

资料来源：公司数据、中银国际研究

剔除激励基金后费用率微降，财务费用继续上升

公司 2011 年销售和管理费用率为 10.56%，较 2010 年的 9.56% 上升了 1 个百分点。其中工资福利（扣除激励基金后）、水电费、折旧费作为公司重要费用之一合计费用率为 4.87%，公司费用率仍然未能得到有效控制，尤其是人员费用激增，2011 年激励基金提取了 1,700 万元，同时剔除激励基金后人均薪酬水平上升了 21%。折旧费用也上升 20% 多。我们预期公司今年营运用费用率可能会有所下降，剔除激励基金影响后的营运用费用率维持在 10% 左右。

如我们在前期点评中所预测，由于扩张导致的公司对资金的要求相对较高，2011年公司发行了短融券4亿元，利率分别为5.25%和7.1%。同时公司还有1.8亿元的长期借款和约7.3亿元的短期借款，故2011年公司财务费用接近3,900万元，同比上升89%。公司发行的7年期公司债券募集资金4.7亿元已于今年3月上市，我们预期由于短期融资券4亿元将分别于今年5月份和8月份到期，故公司将以公司债替换掉短融券，而公司债券票面利率为7%，今年公司财务费用将较2011年同期仍然有所上升，但是上升幅度放缓至33%。

图表 2.公司 2010-2014 年营运费用结构及预测

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主要营运费用					
工资和福利	86.21	147.34	167.85	193.35	216.38
其中：激励基金		17.00	10.80	27.47	31.04
扣除激励基金后薪酬福利	86.21	130.34	167.85	193.35	216.38
销售收入占比(%)	1.65	1.87	1.92	1.79	1.65
人均工资	2.61	3.16	3.46	3.81	4.18
老员工工资涨幅(%)			10	10	10
租赁费	12.59	24.54	28.56	36.79	43.71
销售收入占比(%)	0.24	0.35	0.33	0.34	0.33
展览费和广告费	10.89	16.94	20.97	23.82	28.86
销售收入占比(%)	0.21	0.24	0.24	0.22	0.22
宣传费	31.26	66.78	50.69	83.37	88.54
销售收入占比(%)	0.60	0.96	0.58	0.77	0.67
水电费	55.59	69.87	85.74	106.78	134.28
销售收入占比(%)	1.06	1.00	0.98	0.99	1.02
每平方米水电费	44.8	51.6	59.3	68.2	78.4
加权物业面积	124.1	135.5	144.6	156.6	171.3
折旧费	114.51	138.62	165.20	193.57	240.81
销售收入占比(%)	2.19	1.99	1.89	1.79	1.84
房产税	17.31	26.70	33.53	41.55	50.33
销售收入占比(%)	0.33	0.38	0.38	0.38	0.38
修理费	38.90	64.63	77.97	98.59	118.24
销售收入占比(%)	0.86	0.93	0.89	0.91	0.90
其他	132.58	179.71	223.66	278.40	336.49
销售收入占比(%)	2.54	2.58	2.56	2.57	2.57
合计	499.83	735.13	854.17	1056.21	1257.63
销售收入占比(%)	9.56	10.56	9.77	9.75	9.59
含激励费用在内的营运费用	499.83	752.13	864.96	1,083.68	1,288.67

资料来源：公司数据、中银国际研究

稳步推进省内外扩张，资本支出持续较大

我们可以看到，2011年随着新店开业公司经营规模迅速扩展，公司加快了市场拓展的步伐，域外、域内市场拓展呈现出齐头并进、联动发展的良好态势。一是域外拓展全面提速。在北京购置了6,245平方米的商业用房，将用于开办商业业务。成功拍得了郑州百货大楼33.08%国有股权。二是区域开店成效显著。新开门店6个，经营辐射力、市场承载力与日俱增。三是项目开发不断推进。在梅河口市新建了梅河欧亚购物中心，在松原市合资建设了松原欧亚购物中心。

我们预测2012年公司新开百货店2家，即5月份开业的梅河口欧亚购物中心和10-11月开业的松原欧亚购物中心。公司预期今年新开欧亚综超连锁4-5个，在实体店发展上巩固优势。

资本性支出来看，梅河口项目约 2 亿元在建工程转入固定资产，而松原店约 1.95 亿元转入固定资产。欧亚卖场 1 楼装修基本完工，我们看到，2011 年在建工程中欧亚卖场 1.78 亿元在建转固，而新增在建 1.35 亿元。我们预计今年该部分在建也将转固。新增固定资产将在近几年内导致公司折旧摊销费用压力加大。

我们根据《太原晚报》2011 年 9 月 5 日报道，太原市五一大楼及周边区域整体改造项目今年已被列为太原市国有资产经营公司的“十大项目”之一，据介绍，五一百货集团与欧亚集团合作，拟将五一大楼周边的山西话剧院、太原市邮政局女子邮局一起纳入范围进行整体改造，目前 3 家已达成并签署合作意向书。在拆除旧有建筑后，3 方拟投资 30 亿元建造一座面积约 10 万平方米的集购物、健身、餐饮为一体的现代化综合商业业态。我们预期该项目短期不会对上市公司产生影响，但是至少表明公司在努力推进既有战略，尝试跨省扩张。

小幅下调盈利预测和维持买入评级

公司精耕细作吉林本土市场以及周边强势辐射的蒙东区域市场，同时重资产模式的扩张虽然对资金挑战较高，但是也为公司能够有效抵御租金上涨压力、保持稳健的扩张奠定良好的基础。我们考虑到财务费用上升以及激励基金提取等因素影响，小幅下调盈利预测，2012-2013 年核心每股盈利预计为 1.243、1.570 元，同时预测 2014 年每股收益 2.035 元，我们依据 23 倍 2012 年的市盈率，小幅下调目标价至 31.28 元，维持**买入**评级。

图表 3.公司 2010-2011 年公司损益表

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变化 (%)
营业收入	5,228	6,958	33
营业税金及附加	(32)	(56)	76
净营业收入	5,196	6,902	33
营业成本	(4,452)	(5,844)	31
销售费用	(143)	(217)	52
管理费用	(357)	(518)	45
息税前利润	245	324	32
非经常项目	1	(5)	(797)
投资收益	(0)	(3)	1,830
净财务费用	(21)	(39)	89
利润总额	225	277	23
所得税	(22)	(71)	223
少数股东损益	(34)	(44)	30
归属于母公司股东的净利润	132	162	23
扣除非经常性损益的净利润	131	166	26
扣非后每股收益(人民币)	0.826	1.041	
盈利能力(%)			
零售业务毛利率	11.3	10.1	
综合毛利率	14.9	16.0	
息税前利润率	4.7	4.6	
扣非后净利润率	2.5	2.4	

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,228	6,958	8,739	10,829	13,118
销售成本	(4,452)	(5,844)	(7,420)	(9,195)	(11,156)
经营费用	(497)	(708)	(855)	(1,070)	(1,264)
息税折旧前利润	280	406	464	564	698
折旧及摊销	(35)	(83)	(68)	(86)	(112)
经营利润(息税前利润)	245	324	396	478	585
净利息收入/(费用)	(21)	(39)	(52)	(45)	(40)
其他收益/(损失)	1	(8)	1	1	1
税前利润	225	277	345	434	547
所得税	(59)	(71)	(91)	(118)	(147)
少数股东权益	(34)	(44)	(55)	(65)	(74)
净利润	132	162	199	251	325
核心净利润	132	160	199	251	325
每股收益(人民币)	0.829	1.016	1.250	1.577	2.041
核心每股收益(人民币)	0.826	1.041	1.243	1.570	2.035
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	34	33	26	24	21
息税前利润增长(%)	20	32	22	21	23
息税折旧前利润增长(%)	22	45	14	22	24
每股收益增长(%)	19	23	23	26	29
核心每股收益增长(%)	20	21	24	26	29

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	225	277	345	434	547
折旧与摊销	35	83	68	86	112
净利息费用	21	39	52	45	40
运营资本变动	131	698	313	786	497
税金	(59)	(71)	(91)	(118)	(147)
其他经营现金流	22	(40)	(2)	(4)	(20)
经营活动产生的现金流	374	986	686	1,229	1,029
购买固定资产净值	(613)	(1,124)	(273)	(348)	(137)
投资减少/增加	101	63	39	50	50
其他投资现金流	(45)	(151)	(8)	(24)	61
投资活动产生的现金流	(557)	(1,212)	(242)	(322)	(26)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	90	824	(137)	(70)	0
支付股息	(48)	(48)	(48)	(48)	(48)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	42	777	(185)	(118)	(48)
现金变动	(140)	550	259	790	955
期初现金	321	180	730	989	1,779
公司自由现金流	(181)	(223)	452	918	1,020
权益自由现金流	(113)	559	255	792	963

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	180	730	989	1,779	2,734
应收帐款	327	694	761	864	1,156
库存	362	530	637	811	971
其他流动资产	35	74	93	115	139
流动资产总计	905	2,028	2,480	3,569	5,000
固定资产	2,601	3,657	3,742	3,908	3,860
无形资产	354	396	427	457	487
其他长期资产	86	79	90	90	90
长期资产总计	3,041	4,133	4,259	4,455	4,437
总资产	3,945	6,161	6,739	8,024	9,437
应付帐款	2,251	3,503	4,012	5,099	6,161
短期债务	274	1,132	532	462	462
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	2,525	4,635	4,544	5,561	6,623
长期借款	200	180	643	643	643
其他长期负债	32	18	18	18	18
股本	159	159	159	159	159
储备	723	832	983	1,186	1,463
股东权益	882	991	1,142	1,345	1,622
少数股东权益	306	336	392	457	531
总负债及权益	3,945	6,161	6,739	8,024	9,437
每股帐面价值(人民币)	5.54	6.23	7.18	8.46	10.20
每股有形资产(人民币)	3.32	3.74	4.50	5.58	7.14
每股净负债(现金)	1.85	3.66	1.17	(4.24)	(10.24)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	5.4	5.8	5.3	5.2	5.3
息税前利润率	4.7	4.6	4.5	4.4	4.5
税前利润率	4.3	4.0	3.9	4.0	4.2
净利率(%)	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
利息覆盖倍数	11.2	7.6	6.5	8.5	10.4
净权益负债率(%)	24.8	43.8	12.1	净现金	净现金
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	28.2	23.0	18.7	14.8	11.5
核心业务市盈率	28.3	22.5	18.7	14.8	11.4
目标价对应核心业务市盈率	37.7	31.1	25.0	19.8	15.3
市净率	4.2	3.8	3.3	2.8	2.3
价格/现金流	9.9	3.8	5.4	3.0	3.6
企业价值/息税折旧前利润	15.4	11.4	9.3	6.2	3.8
周转率					
存货周转天数	25.5	27.9	24.4	24.4	24.8
应收帐款周转天数	19.4	26.8	30.4	27.4	28.1
应付帐款周转天数	144.3	150.9	156.9	153.6	156.7
回报率(%)					
股息支付率	36.2	29.5	24.0	19.0	14.7
净资产收益率	15.7	17.3	18.6	20.2	21.9
资产收益率	4.9	4.8	4.5	4.7	4.9
已运用资本收益率	15.8	15.2	15.1	17.4	19.5

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，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 2 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