



**买入**

**24% ↑**

目标价格: 人民币 27.40

002269.SZ

原先目标价: 人民币 39.75

价格: 人民币 22.11

目标价格基础: 20倍 2012年市盈率

板块评级: 增持

## 美邦服饰

### 存货处置影响显现, 但市场已反映悲观预期

2011年公司实现营业收入99.45亿元, 同比增长32.6%; 实现归属上市公司股东净利润12.06亿元, 同比增长59.1%, 合每股收益1.20元, 符合我们的预期。公司拟每10股分配现金红利8.4元。短期来看, 存货问题依然是压制公司业绩的主要因素, 基于基本假设, 我们下调公司12、13、14年每股盈利预测至1.37元、1.82元和2.49元, 基于20倍2012年市盈率, 下调目标价至27.40元, 由于市场已反映较悲观预期, 我们仍维持公司买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 2011年, 公司营业收入同比增长32.6%至99.45亿, 归属上市公司股东净利润同比增长59.1%至12.06亿元, 合基本每股收益1.20元, 符合我们的预期。受冬季气候异常和10年高基数影响, 公司4季度营业收入及归属上市公司股东净利润增速分别回落至19.0%和10.1%, 较前3季度40.0%和133.4%的水平下滑明显。
- 随着都市系列“Tagline”和童装系列“MooMoo”的推出, 以及现有4M (MTEE、MSHOOZ、MPOLAR、MJEANS) 和ME&CITY产品线的提升, 公司多品牌、多系列矩阵日益完善。更加广泛的目标客群和细分化的产品风格符合休闲服饰多元化的发展趋势, 将有助于品牌的持续成长。
- 存货问题短期内仍是压制公司估值的主要因素, 以报表口径计, 公司截至11年底共有存货25.6亿, 其中10年秋冬存货约7.5-8亿、11年春夏存货约8亿、11年秋冬存货约7.5亿。我们认为公司存货金额虽已进入下行周期, 但较为陈旧的库龄结构短期内仍将对公司毛利率形成较大压力。参考公司库存结构, 我们估计存货问题的根本解决须待到12年底-13年上半年。

#### 评级面临的主要风险

- 公司12年存货处置量和处置折扣超出预期。
- 终端需求持续下滑, 导致公司同店增速低于预期。

#### 估值

- 短期来看, 存货问题依然是压制公司股价的主要因素。但就估值而言, 以2012年4月25日收盘价22.11元计, 对应我们基本假设下12、13年16.14倍和12.15倍, 和悲观假设下12、13年19.56倍和13.82倍市盈率。我们认为市场价格已反映较为悲观的预期。
- 我们基于基本假设预测, 下调公司2012、13、14年每股收益至1.37元、1.82元和2.49元, 3年复合增长率为27%。基于2012年20倍市盈率, 我们将目标价由39.75元下调至27.40元, 由于近来公司股价已大幅回调, 故维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	7,500	9,945	12,710	15,450	18,043
变动(%)	44	33	28	22	17
净利润(人民币 百万)	758	1,206	1,377	1,832	2,498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.754	1.200	1.370	1.823	2.486
变动(%)	25.4	59.1	14.2	33.0	36.4
市场预期每股收益(人民币)	-	1.105	1.484	1.881	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.654	2.246	2.910
调整幅度(%)	-	-	(17.2)	(18.9)	(14.6)
核心每股收益(人民币)	0.760	1.224	1.370	1.823	2.486
变动(%)	23.7	61.0	12.0	33.0	36.4
全面摊薄市盈率(倍)	29.3	18.4	16.1	12.1	8.9
核心市盈率(倍)	29.1	18.1	16.1	12.1	8.9
每股现金流量(人民币)	(1.05)	1.24	2.18	2.46	2.34
价格/每股现金流量(倍)	(21.1)	17.8	10.2	9.0	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	12.1	10.7	8.2	6.3
每股股息(人民币)	0.516	0.836	0.685	0.911	1.243
股息率(%)	2.3	3.8	3.1	4.1	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9)	(13)	(1)	(32)
相对新华富时A50指数	(22)	(17)	(3)	(17)

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	22,221
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%) (2012E)	45
主要股东(%)	
上海华服投资	81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年4月25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

消费品: 纺织品及服装

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

\*陈作佳为本报告重要贡献者

### 业绩符合预期

2011年公司实现营业收入99.45亿元，同比增长32.6%；实现归属上市公司股东净利润12.06亿元，同比增长59.1%，合基本每股收益1.20元，符合我们的预期。公司分配方案为每10股派发现金红利8.4元。

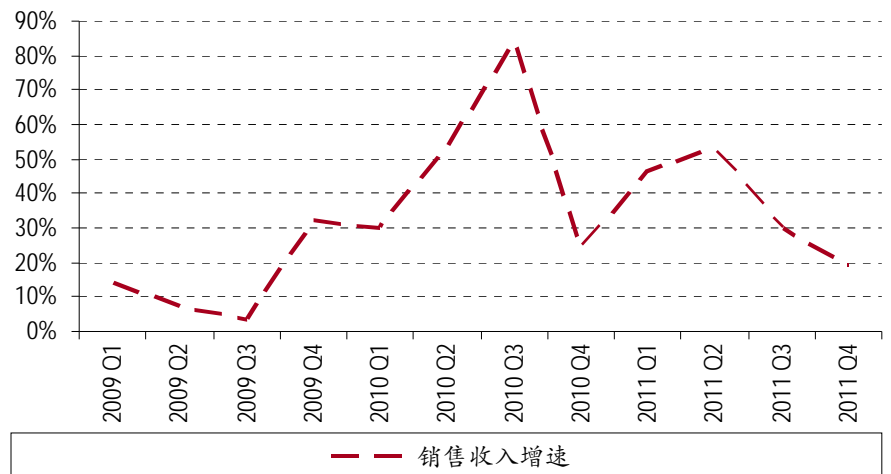
其中，公司4季度实现营业收入3.15亿元，同比增长19.0%；实现归属上市公司股东净利润4.90亿元，同比增长10.1%，由冬季气候异常和打折促销频繁等因素影响，公司4季度业绩增速较前3季度40.0%和133.4%的水平有较明显下滑。

公司全年净增门店1,134家至4,793家，其中直营店净增440家至1,130家。截至2011年底，MB品牌共有直营店铺659家，加盟店铺3,505家；MC品牌共有店铺629家，净增355家，其中MC Kids品牌店铺净增145家至246家。除巩固全系列多品类旗舰店外，公司11年加大了单系列主题精品店的渗透。我们认为在品牌和风格日益多元化的条件下，精品小店更加有助于细分风格的展示与强化，但同时也导致新增单店面积小于往年。我们估计11年公司销售面积净增约20%，低于门店数量增速。

图表 1.2011 年度公司主要财务数据

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动 (%)	10年 4季度	11年 4季度	同比变动 (%)
营业收入	7,500	9,945	32.6	2,649	3,152	19.0
营业成本	4,095	5,552	35.6	1,401	1,833	30.8
毛利润	3,406	4,393	29.0	1,248	1,319	5.7
营业税及附加	34	55	63.0	5	22	315.6
销售费用	1,989	2,305	15.9	617	667	8.1
管理费用	325	341	5.0	105	127	20.5
息税前利润	1,059	1,692	59.8	520	504	(3.2)
财务费用	88	207	134.8	35	52	46.7
资产减值	8	31	294.5	0	0	
营业外收入	104	159	52.3	57	101	77.9
营业外支出	34	29	(14.5)	11	2	(79.1)
投资净损益	0	(8)		0	(9)	
利润总额	1,034	1,576	52.5	531	542	2.1
所得税	276	370	34.1	86	52	(39.7)
净利润	758	1,206	59.1	445	490	10.1
少数股东权益	0	0		0	0	
归属上市公司股东净利润	758	1,206	59.1	445	490	10.1

资料来源：公司数据、中银国际研究

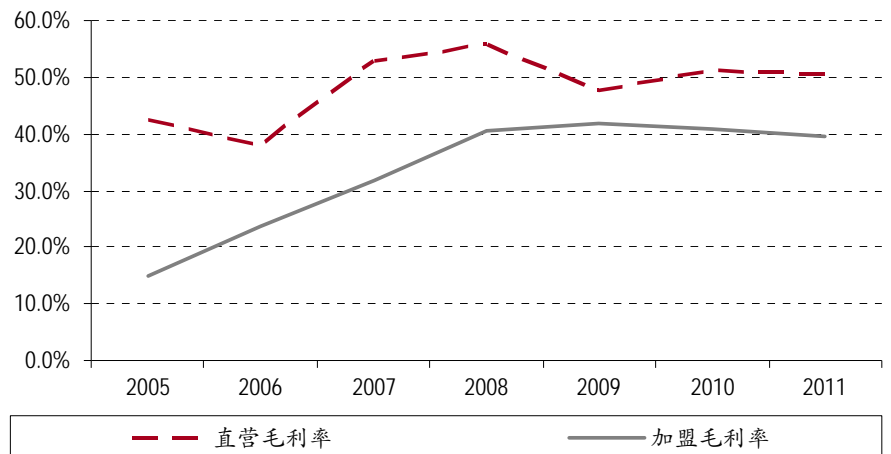
**图表 2. 公司收入增速于 11 年下半年呈现放缓**


资料来源：公司数据、中银国际研究

### 毛利率环比下滑，费用率状况良好

公司 2011 全年录得综合毛利率 44.2%，同比下滑 1.2 个百分点。其中录得直营毛利率 50.5%，同比下降 0.9 个百分点；录得加盟毛利率 39.6%，同比下降 1.4 个百分点。

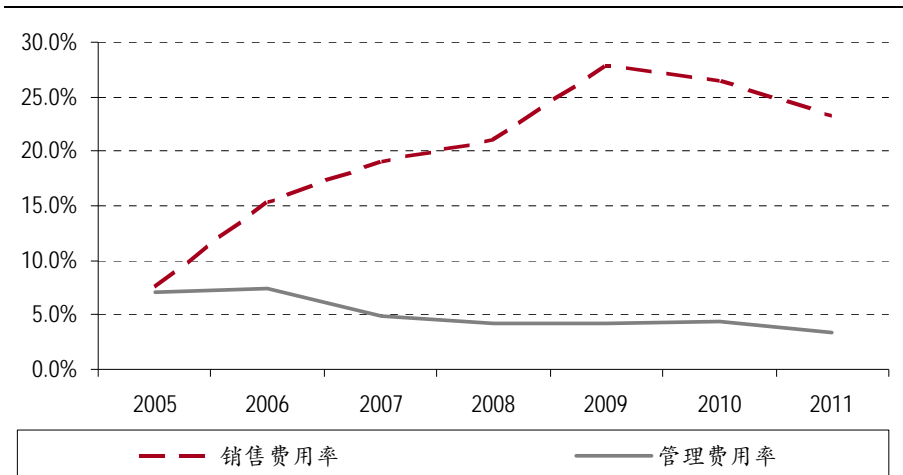
分季度看，公司第 3、4 季度毛利率为 43.0% 和 41.9%，分别较上年同期下滑 3.4 和 5.2 个百分点。主要原因是受下半年终端销售整体走软和 10 年秋冬款存货进入销售季的影响，进入下半年以来公司总体折扣力度明显加大。

**图表 3. 2011 年公司直营和加盟毛利率均有所下滑**


资料来源：公司数据、中银国际研究

报告期内，公司期间费用率控制良好，其中销售费用同比增长 15.9%，销售费用率降低 3.2 个百分点至 23.2%。主要原因是公司 11 年新增门店主要以非核心区域、中小门店为主，使得公司单位面积租金和人工成本得以良好控制，加之对广告预算有所缩减，导致公司销售费用率创下 09 年大规模直营化以来的新低。

同期，管理费用增长 5% 至 3.41 亿元，带动管理费用率下降 0.9 个百分点至 3.4%。这主要是受益于公司对差旅费、业务招待费等费用支出的控制和由收入增长带来的摊销、租赁成本占比的降低。

**图表 4.2005-2011 年销售及管理费用率走势**


资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 5.销售费用明细**

(人民币, 百万)	2010 销售收入占比 (%)	2011 销售收入占比 (%)	同比增速 (%)
租金及物业管理费	746.53	822.49	10.17
直营每平米租金(元)	3,103.95	2,756.34	(11.2)
员工工资及福利	527.62	698.27	32.34
直营每平米人员工资(元)	2,193.75	2,340.05	6.67
装修费	209.25	231.65	10.7
直营每平米装修费(元)	870.03	776.3	(10.77)
广告宣传费	138.88	106.18	(23.54)
运费	71.63	92.13	28.61
物料消耗	60.33	86.61	43.57
水电费	67.97	81.77	20.3
折旧及摊销费	46.02	48.27	4.89
差旅费	35.24	37.6	6.71
促销费	9.73	20.44	110.08
其他	75.5	79.72	5.58
<b>合计</b>	<b>1,988.70</b>	<b>2,305.13</b>	<b>15.91</b>

资料来源：公司数据、中银国际研究

### 双品牌多系列运营，产品线日益饱满

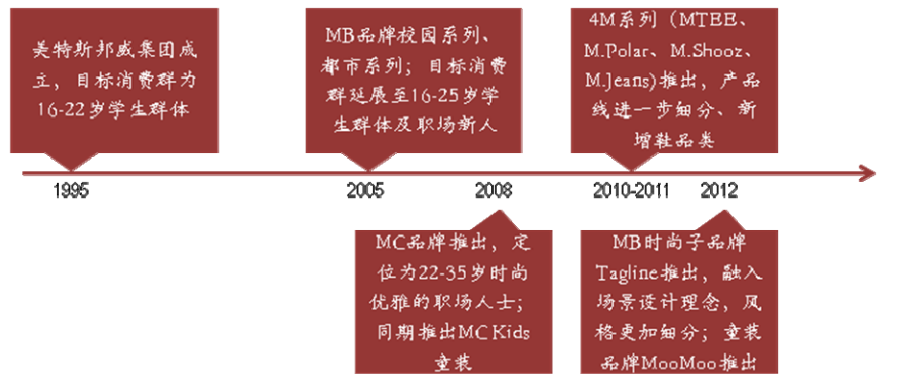
公司采用双品牌、多系列运营模式，通过独立事业部运营 Meters/bonwe 和 ME&CITY 两大品牌。经过数年发展，公司已逐步建立了以 MB 品牌为核心的，多系列、多主题产品矩阵，目标客群的范围由最初的在校学生，延展至包括儿童、学生和职场人士在内的更广泛人群。2011 年下半年以来，随着 MB 高时尚度子品牌 Tagline 和新童装品牌 MooMoo 的推出，公司对同一客群在时尚度和风格上的细分更为清晰，产品线日益饱满。

具体而言，Tagline 品牌致力于满足都市白领追求高品质生活方式的情感诉求，在设计上融入“场景设计”理念，围绕“白天、夜晚、度假、基本、典藏”5 大主题，针对不同的生活场景打造多元化的设计风格。因而，在产品潮流性和时尚度上，均较原有的都市系列有显著提升。

MooMoo 则定位于 3-12 岁儿童，相比 ME&CITY Kids 更加成人化的设计，MooMoo 色调更为鲜艳，在设计风格上也更为接近主流的童装产品。

随着居民收入水平的提高，城市消费者生活场景的日益丰富带来了更为多元化的着装需求。公司在国内同业中率先引入“场景设计”理念，通过产品线的横向延伸，实现对目标客户群多场景、多身份、不同时尚度的全方位覆盖，从而有望在日趋激烈的竞争中获取优势。

图表 6. 公司多品牌策略发展历程



资料来源：公司数据，中银国际研究

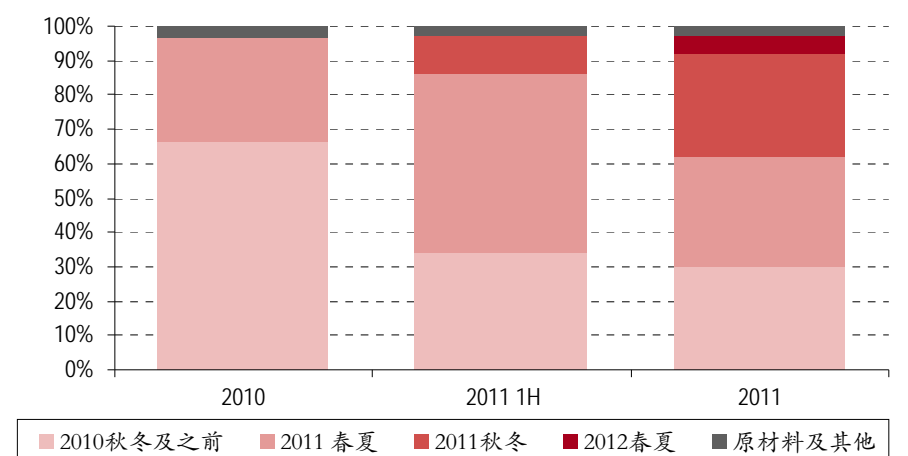
## 存货总量下行，但结构风险有待释放

### 存货结构性风险有待释放

2011年下半年以来，公司存货余额逐步下行，至年底存货余额 25.6 亿元，对经营现金流的压力所减缓。

但存货结构的结构风险仍有待释放。以不含税口径计，截至年底公司有 10 年秋冬存货约 7.5-8 亿、11 年春夏存货约 8 亿、11 年秋冬存货约 7.5 亿，而 12 年春夏存货估计在 1.5 亿左右。对比 10 年底，虽存货总量降低，但受 11 年冬季气候异常影响，秋冬款服饰去化低于预期，导致公司库龄结构状况趋于严峻。

图表 7. 公司存货结构性压力仍有待释放



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 大规模去库存活动引致业绩重大不确定性

公司采用成本与可变现净值孰低法确定跌价准备，由于公司服装产品加价比率通常为 3-4 倍，存货跌价准备提取始终处于较低水平，而过季存货处置的影响将主要体现为毛利率的下滑。

受存货处置影响，我们在基本假设下估计存货处置将致公司 12、13 年毛利率较正常销售情况下降 2.8 和 2.4 个百分点至 43.0% 和 43.6%，每股收益各降低 0.25 元至 1.37 元和 1.82 元。测算方法及关键假设如下：

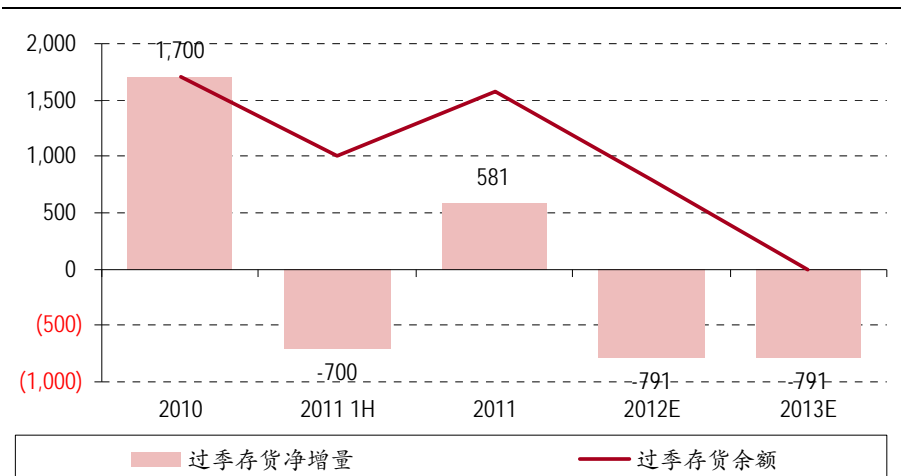
- 假设公司 12、13 年销售收入由正常销售和存货处置构成。通常而言，促销活动的开展带来相应坪效的提高，但同时促销品对货架空间的占用也将在一定程度上影响正价商品的销售。在基本假设中，我们预测存货处置对正价销售的影响系数为 0.5，即每单位促销品的销售将减少 0.5 单位的正价商品销售。
- 调研显示公司过季存货同时通过直营和加盟渠道销售，以直营销销售为主。我们假设 12、13 年存货全部通过直营销销售，基本假设下，直营平均销售折扣率为 4 折。
- 公司服装加价倍率为 3 倍，直营终端正常销售条件下平均销售折扣为 7.5 折。
- 根据当前较高的秋冬库存，我们预期公司存货问题完全解决须待到 2012 年底或 2013 年初。以 2011 年底 15.81 亿(财务口径)过季存货计，2012、13 年分别处置 50%，即 7.91 亿过季存货。

图表 8. 存货处置关键假设

	悲观假设	基本假设	乐观假设
终端加价倍率(%)	3.0	3.0	3.0
直营正常销售折扣(%)	25	25	25
存货处置影响系数	0.75	0.5	0.25
直营平均处置折扣(%)	70	60	50

资料来源：中银国际预测

图表 9. 过季存货处置进度



资料来源：公司数据、中银国际研究

注：2010 年数据中将 10 年秋冬在销产品记为过季存货，造成余额有所高估；

2011 年过季存货中 11 年春夏装占比较高，但因截至 6 月 30 日仍处于适销季，故未列为过季存货增加。

**图表 10. 存货处置业绩影响评估 (基本假设)**

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
正常销售营业收入	7,496.58	9,906.85	12,654.16	15,394.36	18,043.18
存货处置收入*			56.07	56.07	0.00
<b>实际营业收入</b>	<b>7,496.58</b>	<b>9,906.85</b>	<b>12,710.23</b>	<b>15,450.43</b>	<b>18,043.18</b>
正常销售毛利	3,402.04	4,385.16	5,801.00	7,078.29	8,296.67
存货处置毛利*			(339.23)	(339.23)	0.00
<b>实际毛利</b>	<b>3,402.04</b>	<b>4,385.16</b>	<b>5,461.77</b>	<b>6,739.06</b>	<b>8,296.67</b>
正常销售综合毛利率	45.4	44.3	45.8	46.0	46.0
含存货处置综合毛利率			43.0	43.6	46.0
正常销售净利润	757.85	1,206.01	1,631.68	2,086.23	2,498.47
含存货处置净利润	757.85	1,206.01	1,377.26	1,831.81	2,498.47
正常销售净利率(%)	10.1	12.2	12.9	13.6	13.8
<b>含存货处置净利率(%)</b>			<b>10.9</b>	<b>11.9</b>	<b>13.8</b>
正常每股收益	0.75	1.20	1.62	2.08	2.49
<b>含存货处置每股收益</b>	<b>0.75</b>	<b>1.20</b>	<b>1.37</b>	<b>1.82</b>	<b>2.49</b>

资料来源: 公司数据、中银国际研究

注: \* 考虑对正常销售挤出后净额

**图表 11. 存货处置敏感度分析表**

2012 年每股收益		正价销售影响系数				
扣 营 直		0.00	0.25	0.50	0.75	1.00
	50%	1.84	1.69	1.53	1.38	1.23
	55%	1.76	1.61	1.45	1.30	1.14
	60%	1.68	1.52	1.37	1.22	1.06
	65%	1.60	1.44	1.29	1.13	0.98
	70%	1.51	1.36	1.21	1.05	0.90
2013 年每股收益		正价销售影响系数				
扣 营 直		0.00	0.25	0.50	0.75	1.00
	50%	2.27	2.13	1.98	1.84	1.70
	55%	2.19	2.05	1.90	1.76	1.62
	60%	2.11	1.97	1.82	1.68	1.54
	65%	2.03	1.89	1.74	1.60	1.46
	70%	1.95	1.81	1.66	1.52	1.38

资料来源: 中银国际预测

根据敏感性分析显示, 我们预测公司在 12、13 年大规模去库存活动将对公司每股收益产生较大影响, 在悲观、基本和乐观假设下, 我们估计公司 2012 和 13 年每股收益分别为:

- 悲观假设: 1.13 元和 1.60 元;
- 基本假设: 1.37 元和 1.82 元;
- 乐观假设: 1.61 元和 2.05 元。

总体而言, 公司去库存风险依然较大。

### 盈利预测与估值

美邦服饰为国内青春休闲服行业领先品牌，经过多年发展，在产品设计的时尚度、多品牌覆盖的饱满度和终端门店的陈列和管理方面，均取得长足进步。我们认可公司近年来在品牌提升和零售运营方面的进展，并认为这将成为公司竞争优势的重要来源。

短期来看，存货问题依然是压制公司股价的主要因素。但就估值而言，以2012年4月25日收盘价22.11元计，对应我们基本假设下12、13年16.14倍和12.15倍市盈率，和悲观假设下12、13年19.56倍和13.82倍市盈率。我们认为市场价格已反映较为悲观的预期。

我们基于基本假设预测，下调公司2012、13、14年每股收益至1.37元、1.82元和2.49元，3年复合增长率为27%。基于2012年20倍市盈率，我们下调目标价至27.40元，由于近来公司股价已大幅回调，故维持**买入**评级。



**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,500	9,945	12,710	15,450	18,043
销售成本	(4,095)	(5,552)	(7,191)	(8,642)	(9,665)
经营费用	(1,968)	(2,449)	(3,237)	(3,958)	(4,770)
息税折旧前利润	1,438	1,944	2,282	2,851	3,608
折旧及摊销	(380)	(252)	(277)	(295)	(197)
经营利润(息税前利润)	1,059	1,692	2,005	2,556	3,410
净利息收入/(费用)	(88)	(207)	(169)	(114)	(79)
其他收益/(损失)	63	91	0	0	0
税前利润	1,034	1,576	1,836	2,442	3,331
所得税	(276)	(370)	(459)	(611)	(833)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	758	1,206	1,377	1,832	2,498
核心净利润	764	1,230	1,377	1,832	2,498
每股收益(人民币)	0.754	1.200	1.370	1.823	2.486
核心每股收益(人民币)	0.760	1.224	1.370	1.823	2.486
每股股息(人民币)	0.516	0.836	0.685	0.911	1.243
收入增长(%)	44	33	28	22	17
息税前利润增长(%)	69	60	19	27	33
息税折旧前利润增长(%)	75	35	17	25	27
每股收益增长(%)	25	59	14	33	36
核心每股收益增长(%)	24	61	12	33	36

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	1,034	1,576	1,836	2,442	3,331
折旧与摊销	380	252	277	295	197
净利息费用	88	207	169	114	79
运营资本变动	(2,150)	(672)	261	386	(287)
税金	(426)	(520)	(185)	(648)	(887)
其他经营现金流	22	403	(169)	(114)	(79)
经营活动产生的现金流	(1,054)	976	2,189	2,476	2,355
购买固定资产净值	(820)	(914)	(614)	(500)	(400)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(33)	0	(1,664)	0	0
投资活动产生的现金流	(851)	(914)	(2,278)	(500)	(400)
净增权益	0	122	0	0	0
净增债务	2,218	(407)	323	(924)	(576)
支付股息	(518)	(840)	(689)	(916)	(1,249)
其他融资现金流	44	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,744	(1,126)	(366)	(1,840)	(1,826)
现金变动	(161)	(795)	(455)	136	129
期初现金	1,268	1,882	1,088	633	769
公司自由现金流	(1,905)	331	(89)	1,976	1,955
权益自由现金流	313	(76)	234	1,052	1,378

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	1,107	1,088	633	769	898
应收帐款	933	1,162	1,397	1,625	1,856
库存	2,548	2,560	2,313	1,829	2,047
其他流动资产	1,037	822	1,629	1,964	2,225
流动资产总计	5,625	5,632	5,972	6,188	7,026
固定资产	2,052	2,077	3,285	3,607	3,816
无形资产	128	188	120	115	111
其他长期资产	781	986	677	676	793
长期资产总计	2,962	3,251	4,081	4,398	4,721
总资产	8,587	8,882	10,053	10,586	11,747
应付帐款	1,244	606	1,217	1,463	1,636
短期债务	2,776	2,369	2,692	1,768	1,192
其他流动负债	1,135	1,681	1,229	1,525	1,839
流动负债总计	5,156	4,657	5,138	4,756	4,667
长期借款	100	100	100	100	100
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,005	1,005	1,005	1,005	1,005
储备	2,326	3,121	3,810	4,725	5,975
股东权益	3,331	4,126	4,815	5,730	6,980
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	8,587	8,882	10,053	10,586	11,747
每股帐面价值(人民币)	3.31	4.11	4.79	5.70	6.94
每股有形资产(人民币)	1.59	1.96	2.34	2.79	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	1.76	1.37	2.15	1.09	0.39

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.2	19.5	18.0	18.5	20.0
息税前利润率(%)	14.1	17.0	15.8	16.5	18.9
税前利润率(%)	13.8	15.8	14.4	15.8	18.5
净利率(%)	10.1	12.1	10.8	11.9	13.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	12.0	8.2	11.9	22.5	43.2
净权益负债率(%)	53.1	33.5	44.9	19.2	5.6
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	29.3	18.4	16.1	12.1	8.9
心业务市盈率(倍)	29.1	18.1	16.1	12.1	8.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	36.1	22.4	20.0	15.0	11.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.7	5.4	4.6	3.9	3.2
价格/现金流(倍)	(21.1)	17.8	10.2	9.0	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	12.1	10.7	8.2	6.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	153.8	167.9	123.7	87.5	73.2
应收帐款周转天数	34.3	38.4	36.7	35.7	35.2
应付帐款周转天数	42.6	34.0	26.2	31.7	31.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	68.4	69.7	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	24.0	32.3	30.8	34.7	39.3
资产收益率(%)	11.1	14.8	15.9	18.6	22.9
已运用资本收益率(%)	21.5	26.4	28.2	33.6	43.0

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 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