



买入 **52% ↑**
目标价格: 人民币15.35

600778.SS

价格: 人民币 10.12

目标价格基础: 分部加总法

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	7	(10)	(5)	(26)
相对新华富时A50指数	(2)	(8)	(5)	(11)

发行股数(百万)	311
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	2,594
3个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
乌鲁木齐国资	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月18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

*林琳为本报告重要贡献者

友好集团

2012年扩张迅猛, 零售业务面临较大费用压力

2012年1-4月份主力门店增长同比放缓, 今年外延扩张迅速, 主业面临较大的期间费用和财务费用压力。随着外埠新店开业(毛利率约为12-13%)及超市销售占比增加(独立超市毛利率为12%, 百货门店店中店为15%, 便利店为20%), 零售业务综合毛利率将有所降低。

支撑评级的要点

- 主力店增长放缓, 成长门店步入收获期。
- 2012年外延扩张迅猛, 费用压力较大。
- 地产业务今年4季度步入结算高峰期。

评级面临的主要风险

- 地产业务结算进程低于预期。
- 新增门店销售情况低于预期。

估值

■ 考虑到公司2012年有10个项目开业(3家购物中心、2家社区百货店、4家超市和伊犁天百二期), 总投资额超过15亿元, 且部分大型项目集中于下半年开业, 我们认为2012-13年公司营收将有较大幅度的增长, 但是15亿元的资本性支出, 将给公司期间费用和财务费用带来较大幅度的增长, 此外以伊犁天百目前纯百货毛利率12-13%为参考标准, 外埠新店的百货毛利率水平较低, 老店百货调档升级, 超市销售占比升高, 均将拉低公司整体零售业务的毛利率水平。因此2012-13年公司零售业务利润将面临较大的压力, 我们下调2012-14年主营业务(不含地产业务)的盈利预测每股收益(不含非经常性损益)分别至0.424、0.466和0.669元。2012-14年地产业务每股收益为0.616、0.434和0.397元, 合计每股收益(不含非经常性损益)1.04、0.9和1.07元。鉴于公司零售业务正处于快速扩张期, 成长门店步入收获期, 及集团2011-15年零售业务收入实现100亿元(其中百货占比55%, 超市占比为30%或者更大一些, 电器销售占比为10%)的发展目标, 我们维持公司**买入**评级, 维持目标价位15.35元。

投资摘要(由于地产业务的业绩弹性非常大, 不含地产业务的收入)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,917	3,860	5,273	7,379	8,697
变动(%)	46	32	37	40	18
净利润(人民币 百万)	105	143	132	145	208
全面摊薄每股收益(人民币)	0.337	0.459	0.424	0.466	0.669
变动(%)	120.8	18.4	(3.6)	9.8	43.7
市场预期每股收益(人民币)(含地产业务)	-	0.514	0.861	1.053	0.590
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.507	0.577	0.778
调整幅度(%)	-	-	(16)	(19)	(14)
核心每股收益(人民币)	0.372	0.440	0.424	0.466	0.669
变动(%)	120.8	18.4	(3.6)	9.8	43.7
全面摊薄市盈率(倍)	27.2	23.0	23.9	21.7	15.1
核心市盈率(倍)	27.2	23.0	23.9	21.7	15.1
每股现金流量(人民币)	0.94	2.65	2.31	2.33	2.70
价格/每股现金流量(倍)	10.7	3.8	4.4	4.3	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	12.5	10.5	8.8	6.2
每股股息(人民币)	0.045	0.050	0.050	0.050	0.201
股息率(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主营业务快速扩张，拖累短期主业利润增长

公司近期发布 5 则公告，结合购买物业、土地和租赁物业方式继续加快布局疆内特别是乌鲁木齐市的经营网络。

1. 增购奎屯天百物业，完整拥有了该门店的物业，新增物业面积约为 9,455.7 平方米，总投入约为 1.04 亿元，其中购买物业费用约为 5,200 万元，我们认为虽然在该项目盈利之前，会对公司的主业利润造成一定的影响，但从长期来看，完整的物业拥有权，使得公司能更合理的布局该门店。奎屯天百于 2012 年 4 月 29 日正式开业（2012 年 4 月 28 日为试营业），开业前四天（4 月 28-5 月 1 日）实现含税销售收入 1,024 万元，纯百货毛利率约为 11%。
2. 租赁位于奎屯市友好广场综合楼负一层（7,404.33 平方米）及三号段地上一层（366.88 平方米）共计 7,771.21 平方米用于经营卖场业务，租赁期限为 16 年，共计租金 5,195 万元。该项目符合公司超市业务的发展规划，即在外埠地区以发展购物中心为主，配合发展 1-2 家大卖场的战略方针。
3. 美美友好物业扩容，公司拟租赁乌市友好北路 669 号喜来登酒店地上一层物业，总面积为 1,880 平方米，租赁期为 6+5 年，总租金为 1.33 亿元，预计需投入装修费用 7,265 万元，电子等设备费用 8 万元，运营资金 500 万元。扩容以后，公司拟引进 5-6 个国际一线品牌，以每个品牌含税年销售 3,000 万元的保守估计，该物业开业后首年将增加该店含税销售收入约为 2 亿元。
4. 长春路项目（原美林花源项目）改为友好时尚购物中心，该项目公司原计划负一层经营超市和家电业务，地上 1-4 层用于出租收取租金，原计划投入装修费用约为 2,900 万元，公司拟调整经营方案，将该物业 1-4 层统一管理，采用自营或联营的方式，追加投资至 1.63 亿元。该项目预计于今年 8 月中旬开业。该项目位于乌市新区，是未来新区发展的 CBD 区域，由公司自己经营购物中心，布局该区域的网络盲点，完善公司在乌市的区位优势。该店预计将增加员工 300 人。
5. 投资乌市会展中心一地块，该地块土地面积约为 6 万平方米，容积率小于 6，公司拟竞拍价格为 3.49-3.84 亿元，公司计划建设 15-20 万平方米的购物中心、集团办公楼、酒店及写字楼，会展中心位于乌市新区，将来该地区会成为乌市 CBD 的中心，有着良好的发展潜力，由此公司将在乌市新区布点 2 家门店。

以上新增的 5 个项目中，不含租金共计投资 6.9 亿元，公司继续加快对外扩张的速度，5 个项目其中 3 个位于乌市，符合公司密集布局乌市，巩固区位优势的发展战略。公司今年有 10 个项目开业（3 家购物中心、2 家社区百货店、4 家超市和伊犁天百二期），总投资约为 15 亿元，短期内给公司管理及销售费用带来一定的压力，随着项目的开业，这些项目的长期（约有 9 亿元）借款将结束利息资本化的处理，开始计利息，将给公司的财务费用带来一定的压力。

主力门店增长略有放缓

天山百货去年实现含税销售收入 14.7 亿元，同比增长 23%（其中超市为 2.3 亿元，化妆品为 1.5 亿元，黄金珠宝手表等为 2.4 亿元，女装为 3 亿元，男装为 2.2 亿元）。

今年 1 季度该店含税销售同比增长 7-8%，增长放缓较为明显，今年 1-4 月，该店实现含税销售收入 5.1 亿元，今年 1 季度扣点率为 18.6%，同比下降 0.6 个百分点，去年全年的扣点率约为 17.8%，主要是店庆及集团的欢乐购物节均集中在下半年进行。今年该店的化妆品及二楼女装将会进行调档升级，化妆品将引进国际一线品牌，2 楼女装将引进一些国际二线品牌，预计这些调整将于今年 9 月结束，调档升级后的化妆品及二层女装将会成为该店销售增长的一个主要动力。目前该店的纯百货客单价为 2,000 多元，超市为 400 多元。

友好商场去年实现含税销售收入 12.95 亿元（其中超市实现含税销售收为 3.6 亿元），同比增长 34.8%，今年 1-4 月含税营收增长约为 22.95%。1-4 月一楼的黄金珠宝销售占比为 23%，化妆品占比为 8%。去年该店毛利率约为 20.76%，今年 1 季度毛利率为 19.95%，该店今年 1 季度超市及黄金珠宝销售占比的提高是毛利率略微下降的主要原因。目前该店纯百货客单价为 900 元，超市客单价为 210 元（去年为 180 元）。目前该店的少淑装品牌与商圈中主要竞争对手太百相比，略显薄弱，公司去年开始对少淑装进行调整，调整后今年 1-4 月同比增长 20%，且增幅有上升的趋势。此外，该店对其超市的动线进行了调整，将丰富品类，我们认为少淑及超市品类的调整，将会成为该店销售增长的一个驱动力。

成长门店步入收获期，伊犁天百今年有望实现盈亏平衡

美美友好 2011 年实现含税销售收入 6 亿元，其中 21 个国际一线品牌含税营收为 3.8 亿元，实现净利润约为 600 万元。今年 1-4 月，该店综合毛利率约为 14.4%，国际一线品类扣点约为 11-12%。今年 1-4 月，国际一线品类销售占比为 61%，目前美美友好 1 层的客单价约为 3,000 元，2-3 层客单价为 1,800 元。

库尔勒天百 2011 年实现含税营收 2.7 亿元，同比增长 112%，实现净利润约 500 万元，2012 年 1 月份该店负一层超市（面积约为 1.12 万平米）开业，目前超市含税日流水约为 30 万元，预计今年 1 季度该店实现含税营收 1.2 亿元（含超市），同比增长 80%。

独山子金盛 2011 年实现含税营收 1.5 亿元，同比增长 43.7%，实现净利润约 300 万元。今年 1 季度销售同比增长超过 40%。但是今年 5 月 1 日奎屯天百开业后，由于两店距离仅为 16 公里，对独山子店的经营造成了一定的负面影响，今年五一期间（4 月 28 日-5 月 1 日）该店销售同比减少 254 万元，同比下降 10.9%，我们认为奎屯天百分流了独山子店的客流，预计今年该店增速将会放缓。

伊犁天百于去年 5 月 1 日开业，去年实现含税销售收入 1.8 亿元（其中超市约为 3,600 万元），百货和超市的毛利率分别为 12-13%和 15%，该店建筑面积约为 3.2 万平米，经营面积为 2.8 万平米（含顶楼美食美尚 1,500 平米经营面积，美食美尚的销售收入不含在该店中），今年 1 季度实现含税收入 7,000-8,000 万元，截至今年 5 月 15 日，该店含税收入约为 1.2 亿元，该店三大费用，人工工资费用、折旧摊销费用和水电费预计今年合计为 3,600 万元，以目前的毛利率水平，预计该店实现年含税销售收入 3.4 亿元时，实现盈亏平衡，预计今年将实现盈亏平衡或微亏。

伊犁天百二期（D区）将于今年9月8日开业，面积约为1.8万平方米（其中地下一层6,000平方米用于经营家电），F、H区将于明年开业，面积约为8,000平方米，公司将会结合一、二期对一期楼层间品类进行调整，同时还将调整品类结构、扩大超市经营面积（目前超市经营面积为7,000平方米），届时将会对一期的经营产生一定的负面影响。二期开业将增加在册人员100人左右。

房地产利润对冲主业利润下滑

集团与汇友地产合作的项目目前有3个楼盘在售，分别是中央郡、马德里春天和航空嘉园，可售面积分别是40万平方米，70万平方米和30万平方米。目前中央郡、马德里春天和航空嘉园已预售的比例分别为80%、50%和60%，以网络披露的各楼盘均价计算，预计预售款达55亿元，预计公司实现权益净利润2.75亿元。剩余未预售部分预计将实现销售收入35亿元，公司将实现权益净利润1.75亿元。已预售部分的地产收益预计将在今年4季度开始结算，具体结算比例不确定性较强，但考虑到公司涉及房地产业务，影响公司定向增发的进程，我们预计房地产业务将在2012-14年完成结算。预计2012-14年地产贡献的每股收益为0.616、0.434和0.397元。

图表 1. 公司房地产业务结算进程预测

	2012	2013	2014	合计
预收销售款(百万元)	5,500	3,500		9,000
结算收入预计贡献每股收益(元)	0.616	0.434	0.397	1.447

资料来源：中银国际研究

主营涉及房地产业务，影响定向增发进程

作为一家国有制企业，为调整改善股权结构、激励机制和管理能效及降低目前的资产负债率，公司拟引进战略投资者，定向增发3,700万股，募集资金5.03亿元。但由于目前公司拥有两家房地产公司，必须将其剥离后方能进行增发，华骏地产规模较小，剥离较为方便，但汇友地产规模较大（除正在开发的三个房地产项目外，新项目会展中心项目也涉及商业地产），且有很大的业绩释放潜力，公司需要该项业务来缓解由于零售业务快速扩张对利润带来的负面影响，因此从目前来看，增发项目未来进展的不确定性较强。

调整盈利预测和维持买入评级

考虑到公司2012年有10个项目开业（3家购物中心、2家社区百货店、4家超市和伊犁天百二期），我们认为2012-13年公司营收将有较大幅度的增长，但是15亿元的资本性支出，将给公司期间费用和财务费用带来较大幅度的增长，此外以伊犁天百目前纯百货毛利率12-13%为标准，外埠新店的百货的毛利率水平较低，老店百货调档升级，超市销售占比升高，均将拉低公司整体零售业务的毛利率水平。因此2012-13年公司零售业务利润将面临较大的压力，我们下调2012-14年主营业务（不含房地产业务）的盈利预测每股收益（不含非经常性损益）分别至0.424、0.466和0.669元。2012-14年房地产业务每股收益为0.616、0.434和0.397元，合计每股收益（不含非经常性损益）1.04、0.9和1.07元。鉴于公司零售业务正处于快速扩张期，成长门店步入收获期，我们维持公司**买入**评级，维持目标价位15.35元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,917	3,860	5,273	7,379	8,697
销售成本	(2,294)	(3,054)	(4,205)	(5,918)	(6,967)
经营费用	(377)	(525)	(749)	(1,062)	(1,290)
息税折旧前利润	246	281	319	399	439
折旧及摊销	(107)	(128)	(156)	(202)	(165)
经营利润(息税前利润)	138	153	163	197	275
净利息收入/(费用)	(15)	(26)	(41)	(67)	(73)
其他收益/(损失)	3	42	41	47	51
税前利润	126	168	163	177	253
所得税	(21)	(21)	(28)	(27)	(38)
少数股东权益	(1)	(4)	(3)	(5)	(7)
净利润	105	143	132	145	208
核心净利润	116	137	132	145	208
每股收益(人民币)	0.337	0.459	0.424	0.466	0.669
核心每股收益(人民币)	0.372	0.440	0.424	0.466	0.669
每股股息(人民币)	0.045	0.050	0.050	0.050	0.201
收入增长(%)	46	32	37	40	18
息税前利润增长(%)	131	11	6	21	39
息税折旧前利润增长(%)	48	14	14	25	10
每股收益增长(%)	74	36	(8)	10	44
核心每股收益增长(%)	121	18	(4)	10	44

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	126	168	163	177	253
折旧与摊销	107	128	156	202	165
净利息费用	15	26	41	67	73
运营资本变动	71	561	431	379	467
税金	(21)	(21)	(28)	(27)	(38)
其他经营现金流	(5)	(37)	(44)	(72)	(80)
经营活动产生的现金流	294	826	719	726	840
购买固定资产净值	(220)	(312)	(320)	(485)	(3)
投资减少/增加	28	66	(32)	0	110
其他投资现金流	179	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12)	(246)	(352)	(485)	107
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	98	694	80	(20)	(20)
支付股息	(14)	(14)	(16)	(16)	(16)
其他融资现金流	(206)	(817)	(198)	(390)	(150)
融资活动产生的现金流	(121)	(138)	(134)	(426)	(185)
现金变动	161	442	233	(185)	762
期初现金	504	665	1,107	1,341	1,156
公司自由现金流	287	592	380	260	971
权益自由现金流	365	1,247	406	154	854

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	684	1,123	1,341	1,156	1,918
应收帐款	336	278	437	637	695
库存	471	2,469	1,040	1,598	2,127
其他流动资产	50	87	110	145	171
流动资产总计	1,542	3,957	2,927	3,536	4,911
固定资产	979	1,889	2,095	2,445	2,301
无形资产	116	151	147	144	140
其他长期资产	241	349	539	873	858
长期资产总计	1,335	2,389	2,780	3,462	3,298
总资产	2,877	6,346	5,708	6,998	8,209
应付帐款	1,272	3,757	2,916	4,089	5,168
短期债务	185	120	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,458	3,877	2,917	4,089	5,169
长期借款	299	1,057	1,257	1,237	1,217
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	311	311	311	311	311
储备	728	814	939	1,074	1,224
股东权益	1,040	1,126	1,250	1,385	1,535
少数股东权益	81	285	284	286	288
总负债及权益	2,877	6,346	5,708	6,998	8,209
每股帐面价值(人民币)	3.34	3.61	4.01	4.45	4.93
每股有形资产(人民币)	2.97	3.13	3.54	3.99	4.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	0.23	(0.27)	0.26	(2.25)

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(%)	8.4	7.3	6.1	5.4	5.1
息税前利润率(%)	4.7	4.0	3.1	2.7	3.2
税前利润率(%)	4.3	4.4	3.1	2.4	2.9
净利率(%)	3.6	3.7	2.5	2.0	2.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	6.9	4.0	3.0	2.3	2.8
净权益负债率(%)	净现金	5.0	净现金	4.9	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	30.0	22.0	23.9	21.7	15.1
核心业务市盈率(倍)	27.2	23.0	23.9	21.7	15.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.3	34.9	36.2	33.0	22.9
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	10.7	3.8	4.4	4.3	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	12.5	10.5	8.8	6.2
周转率					
存货周转天数	73.0	175.7	152.3	81.3	97.6
应收帐款周转天数	30.3	29.0	24.7	26.6	28.0
应付帐款周转天数	141.6	237.8	231.0	173.2	194.2
回报率					
股息支付率(%)	13.3	10.9	11.8	10.7	30.0
净资产收益率(%)	10.6	13.2	11.1	11.0	14.3
资产收益率(%)	4.4	2.9	2.2	2.6	3.1
已运用资本收益率(%)	9.5	7.9	6.5	7.6	10.0

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