



买入 **13% ↑**
目标价格: 人民币 178.00

002304.SZ

价格: 人民币 156.97

目标价格基础: 24.5 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 阐述持续增长的内涵
- 阐述支持和保障未来可持续发展的动力因素

我们的观点有何不同?

- 2012-13 年盈利预测均高于市场一致水平

主要催化剂/事件

- 高端酒需求反弹向上
- 深度全国化标志性事件发生

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	27	(1)	12	35
相对新华富时 A50 指数	18	1	13	50

发行股数(百万)	900
流通股(%)	65.95
流通股市值(人民币 百万)	93,170
3 个月日均交易额(人民币 百万)	165
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江苏洋河集团有限公司	34.05

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

消费品: 食品及饮料

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

洋河股份

以前瞻战略和领先模式保障持续增长

洋河持续快速增长的原因归根结底是商业模式领先, 这种模式在白酒行业最为优秀的股权制度设计、最为高效的团队执行力、最为极致的“1+1”营销、最为出色的本土市场的强势占有等要素的支撑下, 推动洋河高速增长为次高端领先企业。2011 年公司初步全国化取得丰收, 34 个省级市场中 22 个销售过亿, 亿元县级市场由 4 个增加到 33 个, 省外市场出现 10 亿元省份, 亿元地级市场由上年 1 个增加至 7 个, 2012 年公司将迎来更多低基数市场的高增长和拐点市场的放量增长, 全面深度全国化的标准将一再拔高。“十二五”期间的洋河是深度全国化的洋河、是生产规模化的洋河、发展进入新征程的洋河、品类平台化的洋河, 至 2015 年, 洋河有望做到“较差省份销售 3-5 亿, 一般省份销售 10 亿元, 3-5 个江苏市场”。

支撑评级的要点

- 从白酒行业三个黄金十年的发展看, 白酒是抗通胀、抗衰退的弱周期行业, 宏观经济增速放缓短期带来一些不乐观的情绪, 但中国宏观经济的三个发展动力(城市化、同发达经济体的实际差距空间、政治体制进一步顺应经济发展)仍会推动经济增长; 此外, 中产阶级壮大和人口红利都是有利因素, 白酒行业仍有 5 年黄金期。
- 定位优势、渠道优势、发展期优势支撑公司持续发展, 其中全价格带的产品定位以及发展商务为主的消费能够相对有效的化解当前不利的因素。
- 公司未来会持续对商业模式和盈利模式进行重组和调整, 推进盈利倍增计划, 充分发挥公司具有强掌控力的庞大销售队伍和经销商群体, 将品类平台化打造成盈利倍增的一个途径。

评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费不振, 不利于次高端升级占位。
- 地产酒进入区域化和初步全国化的新阶段造成行业竞争加剧。

估值

- 我们预测 2012-13 每股收益预测为 7.26 元和 10.61 元, 维持目标价 178.00 元, 相当于 2012-2013 年 24.5 倍和 16.8 倍市盈率, 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)	7,619	12,741	18,580	26,186	35,582
变动(%)	90.4	67.2	45.8	40.9	35.9
净利润(人民币 百万)	2,205	4,021	6,538	9,550	13,440
全面摊薄每股收益(人民币)	2.45	4.47	7.26	10.61	14.93
变动(%)	75.9	82.4	62.6	46.1	40.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	7.00	9.99	13.54
核心每股收益(人民币)	2.45	4.47	7.26	10.61	14.93
变动(%)	75.9	82.4	62.6	46.1	40.7
全面摊薄市盈率(倍)	64.1	35.1	21.6	14.8	10.5
核心市盈率(倍)	64.1	35.1	21.6	14.8	10.5
每股现金流量(人民币)	8.53	6.17	12.17	12.86	17.08
价格/每股现金流量(倍)	18.4	25.4	12.9	12.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	24.3	14.6	9.5	6.2
每股股息(人民币)	0.50	1.50	1.45	2.12	2.99
股息率(%)	0.32	0.96	0.93	1.35	1.90

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股东大会纪要

近日我们参加了洋河 2011 年度股东大会，公司董事长等高管以问答方式同投资者进行了交流，详细内容如下：

Q：洋河过去连续 7 年收入和净利润高速增长，当前宏观经济承压情况下，公司未来如何持续保持增长？

答：关于洋河持续高速增长的探究，仁者见仁。洋河股份近年持续高增长，以及预计未来保持快速的增长，原因较多。

介绍洋河，总结为“五个一”，“一块神奇的土地、一坛醇美的好酒、一枚驰名的品牌、一直高速增长、一个诚信的企业”。

神奇的第一点是在历史上。洋河不缺血统和出身，洋河有悠久历史，双沟的历史某种意义上更加悠久。神奇的第二点是宿迁出好酒。洋河和双沟位于公认的江淮名酒带，坐拥得天独厚的自然条件。

公司具备非常强大的技术团队，目前洋河的技术中心，仅仅 1 个部门拥有的专职的科研人员就达 156 名，本科以上 65%，还有 3 名博士生，已建立国家级博士后科研工作站，省级博士后技术创新中心，拥有省级以上白酒评委 37 人，其中国家级 16 个人，另 2 个国家白酒专家组成员。洋河特点是“甜、绵、软、净、香”，在浓香型白酒中独树一帜。洋河在历次评酒会中都表现优异，现在正在执行的浓香国家标准是洋河同五粮液、泸州老窖联合制定的。

洋河是知名的品牌，整个企业拥有两个“中国名酒”，5 个驰名商标：洋河、双沟、珍宝坊、蓝色经典和梦之蓝。

第一，洋河的可持续发展，首先要归结于深厚的品牌底蕴。

第二，优秀的制度设计。洋河的股份结构，同其他企业比，较有个性，集团持股三分之一，是国有股，社会流通股占三分之一，管理团队占三分之一不到一点。从管理团队而言，首先有动力，企业发展是团队最大的根本利益，企业利益是最高利益。由于三分之一国有股，政府也会提出持续发展要求，企业的发展是股东，是企业，更也是政府的需要。地方政府是开明政府，对企业无过多干预，更多是创造环境，但对企业发展大局上，也提出要求，是要求是制约也是压力。这种产权制度下，实际上也会带来好的经营机制，动力、压力之外，还有“能力”，公司的经营和激励机制能够留住人才，也能吸引优秀人才。“三力”合一，企业的可持续发展实际上是可行的。制度的设计上，已经形成坚定的基础。

洋河是有战略眼光的企业，要今天更要明天，明天更重要。

第三，扩张和后勤保障。洋河正在形成独特的企业文化。企业文化问题在企业发展到一定阶段会提到一个很高的高度去对待，企业发展短期靠业务，中期靠机制（团队和人才），长期靠文化。洋河正在打造的新的文化——“狮羊文化”，创新争先文化和三领三报文化，“**创新创优创一流、争先领先再率先、领先领头领一行、报国报民报一方**”，另外还有责任的文化和担当的文化。

公司正在谋划，我们的品牌广告诉求一定时间内还会调整和提升，将“中国梦”的内涵进一步诠释，更希望“梦之蓝”品牌能有所担当，有所责任。我们希望中国传统白酒有可能被定位为中国的传统，希望“梦之蓝”能成为代表中国当代的酒。

Q: 洋河下一步增长的看点和增长点在哪?

答: 实际是“十二五”的发展问题。对企业未来的发展谋划, 离不开对当前环境的认识。

未来 3-5 年, 从环境看, 有比较大的变化, 首先, 宏观环境变化可能会对行业发展造成影响。国家处在转型期, **前 30 年高速发展缘于低成本、大建设和货币大发行**, 这三个方面的贡献现在是在衰减, 经济放缓。国家提出转型升级, 不必太悲观。专家和我们都认为:

第一, 中国经济还有至少 5 年黄金发展期, 中国经济是区域极度不平衡的经济, 西部地区发展正在快速推进, 快速崛起。我们营销战略上也在转移。

第二, 中国是人口大国, 人口红利巨大, 增长空间仍然很大。白酒行业是弱周期和后周期性行业, 有溢价能力抗通胀, 白酒有文化, 某种意义上所以抗衰退, 看淡不绝望。我们更多在思考怎样调整企业经营方针和策略, 继续保持快速增长。

3 月 28 号, 公司专门召开研究总理讲话的分析会议, 研究对策。总体上感觉有喜有忧。对我们企业来讲, 还有特殊性。总理讲话重点是公务消费, 特别是公务消费高端白酒, 公务不是不消费, 而是高端白酒消费的一定限制。洋河不是简单把公务消费作为最主要的产品定位来做, 更主要是商务消费。

洋河有三个特殊优势:

第一是定位优势, 洋河品牌线比较长, 洋河也是诚信的企业, 不出年份酒。“年份酒”最大作用, 是让消费者清晰区分酒的档次。洋河不做年份酒客观上也带来好处, 年份不能作为品牌, 但是海之蓝、天之蓝、梦之蓝是品牌, 过去是子品牌, 现在某种意义上已经成母品牌。洋河的特征是“**产品品牌化, 品牌系列化**”。我们有不同的品牌, 有非常严格区隔和定位、定价, 不论高端低端品牌, 我们都有。2012 年, **梦之蓝战略性推进, 天之蓝转型升级、珍宝坊大胆创新、苏酒前瞻性推进, 中低档系列集体升级; 市场营销方法调整上, 过去“抬高枪口, 主力上行”, 今年调整为“全面抬高枪口, 主力集体上移, 结构全面升级”, 超高端、高端、次高端、中高端、中端和低端, 各个价位档次, 都有自己的重点品牌。**

第二大优势是渠道深, 我们推崇深度分销, 今年加大这方面力度。新兴渠道加强直销。集团总人数达到 22,000 人, 营销人员 5,000 人, 全方位进行 1+1、以我为主的营销。洋河提前做了布局, 其他企业不是短时间能调整过来的。

第三个优势是洋河处在发展期。近几年通过全国化推进, **许多市场处于高速发展期, 和拐点前期**, 虽然市场发生一些变化, 我们仍然不会有大的影响。

关于洋河发展的目标:

“十二五”是深度全国化的洋河, 我们对全国化做了些安排, 2012 年初步全国化的实现, 2015 年深度全国化的实现。深度全国化五大标准: **最差省份销售达到 3-5 亿、一般省份销售达到 10 个亿、复制更多的本土市场和打造 3-5 个新江苏市场、全面打造亿元区 (万人销百万, 板块翻一番, 淡化亿元省提法, 更多亿元市和亿元县)、网络借鉴地产酒。深度全国化不是细分市场的渗透和占领, 而是更多复制本土市场。“十二五”应该会基本实现目标。**

“十二五”生产规模化的洋河。洋河持续不断的推进企业技改扩建工程, 上市前都已在进行。到明年, 这一期的技改扩建工程全面完成, 届时, 洋河将拥有全国规模最大、现代化程度最高、配套最齐全的酿酒工业园。规模的设计不是按现在的销售设计, 而是按 5 年后的销售设计的, 生产能力高于销售能力。

“十二五”是进入发展新征程的洋河。我们对“三化”赋予新内涵，三化指“板块化、全国化、高端化”，目标和要求会发生较大变化。例如全国化，“十二五”结束后，可能提出全面全国化的问题，对应的五个标准也会调整。今年提出平台化，应该能形成增长极。我们希望把洋河打造成超越生命期，基业长青的企业，靠的是不断发掘和培育新的增长极。除了三化，我们在商业模式和盈利模式也要调整，盈利倍增计划三个途径：盈利产品重组和调整、盈利环节的重组和调整、盈利模式的重组和调整。某种意义上，品类平台化是洋河的一个盈利倍增途径。洋河的平台是苏酒实业的营销平台，掌控市场的人员有30,000多人，洋河在全国333个地级市，2,862多个县都进行了布局，我们拥有经销商数量是很大数字，大约是7,000多个。导入一个产品，一个经销商一年销售100万，加起来就是70亿。我们的平台边界有三个，一是协同性，二是盈利性，三是战略性，就是有发展空间。

Q: 经济增长放缓形势，三公消费影响，针对新的形势，会不会对梦之蓝高端产品的调整?

答：中国酿酒协会在山西太原召开白酒高峰论坛，会议的背景：1、整个宏观经济增长放缓，包括前景的不确定性，也包括外国经济形势；2、近期白酒代表性产品的价格回落；3、预期中的季报披露后，虽然增长很快，但深入分析后，出现一些不乐观的东西。

这些问题引起企业和行业协会的重视和思考，会议形成的共识，整体上是积极的，对未来充满希望和预期的。现在的价格是在前期过度上涨的理性回落和适度的调整。

中国白酒三个黄金十年，1979-1989，白酒产量快速扩张的第一个黄金十年，89年出现短暂回落；1992小平南巡后，进入第二个黄金十年，1992年-2001年，2001年5月国家实施白酒从量消费税，这十年是白酒全面进入市场和适应市场的十年。2003年开始，名优骨干企业对市场有很强的适应性，能够进行新的主导产品开发，白酒行业向“结构进一步优化，品牌进一步集中”的方向发展。

三个黄金十年相互间隔期都不长，白酒是抗通胀、抗衰退的弱周期行业。第一和第二个十年之间，真正对白酒行业产生影响的是90和91年；第二个黄金十年和第三个黄金十年当中调整实际只有2002年一年，2003年主要骨干企业已经全面步入到复苏阶段。

中国从宏观经济和行业乃至洋河三个层面，三个增长得以延续是必然：一个是宏观经济的增长仍会延续，引领中国经济的动力，目前仍然存在，后续发展三大发动机，第一是城市化，去年中国城镇化率55%，成熟经济体城市化率70%以上，提升空间很大。第二，经济发展跨度的拉动，中国的经济发展同发达经济体的实际差距意味着巨大的空间。第三个是政治体制改革已经呼之欲出。政治体制进一步顺应经济发展后，中国经济会迎来新一轮大发展。

白酒发展的30年，每一个发展周期同中国整个宏观经济发展周期是相吻合的。宏观经济的发展会为白酒行业提供好的市场背景。经济发展，中产阶级的成长，中产收入阶层的扩大，橄榄型社会的形成，必将拉动享受型消费品的增长。名酒骨干企业有后一轮更大的发展的空间，行业会走向集中和整合，市场向名优骨干企业、有品质保证的企业、向有历史文化的企业集中。

洋河的快速持续发展会得到延续。我们对洋河发展充满信心。第一，全国化网络建设到了收获期；第二，洋河超强的战略前瞻性；第三，前期累积的发展要素支撑发展。

白酒可能会面临几大转换：公务酒转向以商务酒为主体；追求超高端逐步向高端、次高端和中端；市场和消费由混乱转向理性；行业竞争格局从春秋向战国时代进步；未来领先的企业必然是现在已经叱咤风云的企业。

洋河对此都有了超前的思考和准备。

Q：关于新闻的负面报道，公司如何解释和应对？

答：关于基酒的质疑，背后更多的是质疑生产保障能力。洋河从未收购散酒和贴牌。洋酒是最早产量过万吨的名酒企业。白酒也有周期性，1994-2002年，公司销售压力是比较大，但是没有停止生产，导致基酒有一定的积累；洋河自2005年开始从来没停止技改和扩充生产能力，近两年的生产扩张速度是很快的。洋河酒厂的生产能力是行业最前列的。

洋河购买基酒的量在不断的减少，需要说明的是，外购基酒不一定品质差，都通过非常严格的全面检查。我们有200多个专职的质量检测人员，我们同国家食品质检中心，和南京大学、江南大学，开展了众多的前沿科研合作。我们的检测设定值，远远高于国家标准。

品质方面，公司严抓，从来不放松。

舆情方面，公司有专门的机构，制度上早已有相应的安排，公司有专门关于舆情管理的办法，对负面舆情的管理有专门制度、流程和技巧。我们还会做一些调整，将建立更加强大的和长效的舆情管理机制。

Q：能否介绍4月份经营和销售情况？

答：春节比较提前，严格讲是销酒小年，但很多企业1季度财报不是很差。1季度可能是政策因素，可能是造成商业库存留到4月份。洋河4月份和3月份和5月份相比，终端消费市场没有大的变化，还是比较健康的市场。

4月份销售同比应该有一些变化，实际上是洋河内部政策变化，我们早就预见。第一，双配额政策，缘于两次调价，去年4月对产品进行了调价，今年春节后也进行了调价，洋河的调价不是同一时间全部调整，而是给终端和中间商一个时间段，给平价酒配额，限定时间开始调价和结束配额，去年配额4月份提前实现，今年3月份提前实现，带来这样的变动，这样的月度波动也很正常。

今年春节以后，因为经济的问题，特别是总理讲话以后，我们大批人员走向市场进行调查，洋河的终端情况很正常。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,619	12,741	18,580	26,186	35,582
销售成本	(3,329)	(5,329)	(7,076)	(9,520)	(12,336)
经营费用	(1,262)	(2,043)	(2,942)	(4,153)	(5,647)
息税折旧前利润	3,140	5,526	8,735	12,772	17,920
折旧及摊销	(112)	(158)	(173)	(260)	(321)
经营利润(息税前利润)	3,028	5,368	8,562	12,512	17,599
净利息收入/(费用)	52	157	172	257	370
其他收益/(损失)	(4)	6	8	0	0
税前利润	3,076	5,531	8,742	12,769	17,969
所得税	(778)	(1,394)	(2,203)	(3,218)	(4,528)
少数股东权益	(94)	(116)	(1)	(1)	(1)
净利润	2,205	4,021	6,538	9,550	13,440
核心净利润	2,205	4,021	6,538	9,550	13,440
每股收益(人民币)	2.45	4.47	7.26	10.61	14.93
核心每股收益(人民币)	2.45	4.47	7.26	10.61	14.93
每股股息(人民币)	0.50	1.50	1.45	2.12	2.99
收入增长(%)	90.38	67.22	45.83	40.94	35.88
息税前利润增长(%)	84.08	77.27	59.49	46.15	40.65
息税折旧前利润增长(%)	87.44	75.96	58.07	46.22	40.31
每股收益增长(%)	75.86	82.39	62.59	46.07	40.73
核心每股收益增长(%)	75.86	82.39	62.59	46.07	40.73

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	3,076	5,531	8,742	12,769	17,969
折旧与摊销	112	158	173	260	321
净利息费用	(52)	(157)	(172)	(257)	(370)
运营资本变动	1,376	1,096	2,924	1,138	809
税金	(778)	(1,394)	(2,203)	(3,218)	(4,528)
其他经营现金流	104	323	1,490	882	1,172
经营活动产生的现金流	3,840	5,557	10,954	11,574	15,373
购买固定资产净值	(776)	(1,934)	(2,200)	(1,760)	(1,408)
投资减少/增加	(3)	(2,924)	(500)	(500)	(500)
其他投资现金流	(385)	(1)	(800)	(1,000)	(1,000)
投资活动产生的现金流	(1,164)	(4,859)	(3,500)	(3,260)	(2,908)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(450)	(1,350)	(1,308)	(1,910)	(2,688)
其他融资现金流	(18)	866	172	257	370
融资活动产生的现金流	(468)	(484)	(1,135)	(1,654)	(2,318)
现金变动	2,208	214	6,318	6,660	10,147
期初现金	4,676	6,884	7,098	13,416	20,076
公司自由现金流	2,675	698	7,454	8,314	12,465
权益自由现金流	2,624	542	7,282	8,057	12,095

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	6,884	7,098	13,416	20,076	30,223
应收帐款	158	1,431	1,152	1,362	1,850
库存	1,871	3,793	4,245	6,188	8,265
其他流动资产	156	1,869	2,499	3,844	5,296
流动资产总计	9,069	14,192	21,312	31,470	45,634
固定资产	880	1,565	3,863	4,728	5,833
无形资产	715	790	764	738	711
其他长期资产	816	2,336	2,586	3,739	4,239
长期资产总计	2,411	4,692	7,213	9,205	10,784
总资产	11,480	18,883	28,525	40,675	56,418
应付帐款	433	629	708	952	1,234
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,328	8,051	12,383	16,648	21,357
流动负债总计	3,762	8,680	13,091	17,600	22,590
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	331	294	294	294	294
股本	450	900	900	900	900
储备	6,469	8,991	14,221	21,861	32,612
股东权益	6,919	9,891	15,121	22,761	33,512
少数股东权益	468	18	19	20	21
总负债及权益	11,480	18,883	28,525	40,675	56,418
每股帐面价值(人民币)	15.38	10.99	16.80	25.29	37.24
每股有形资产(人民币)	13.17	9.80	15.65	24.16	36.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.65)	(9.29)	(17.20)	(25.71)	(38.09)

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(%)	41.22	43.37	47.01	48.77	50.36
息税前利润率(%)	39.74	42.13	46.08	47.78	49.46
税前利润率(%)	40.38	43.41	47.05	48.76	50.50
净利率(%)	28.94	31.56	35.19	36.47	37.77
流动性					
流动比率(倍)	2.41	1.63	1.63	1.79	2.02
利息覆盖率(倍)	(58.5)	(34.3)	(49.7)	(48.8)	(47.5)
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)	1.91	1.20	1.30	1.44	1.65
估值					
市盈率(倍)	64.08	35.13	21.61	14.79	10.51
核心业务市盈率(倍)	64.08	35.13	21.61	14.79	10.51
目标价对应核心业务市盈率(倍)	72.65	39.84	24.50	16.77	11.92
市净率(倍)	9.56	14.26	9.33	6.20	4.21
价格/现金流(倍)	18.40	25.42	12.90	12.21	9.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.30	24.28	14.64	9.49	6.20
周转率					
存货周转天数	89.61	108.67	83.40	86.26	84.78
应收帐款周转天数	1.52	1.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	47.53	43.11	36.50	36.50	36.50
回报率					
股息支付率(%)	20.41	33.57	20.00	20.00	20.00
净资产收益率(%)	29.84	40.58	43.18	41.92	40.08
资产收益率(%)	19.20	21.29	22.92	23.48	23.82
已运用资本收益率(%)	30.74	40.63	42.41	41.19	39.36

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