



买入 **18% ↑**
目标价格: 人民币 266.00

600519.SS

价格: 人民币 225.49

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司释疑财务增长和中长期规划
- 继续传递信心

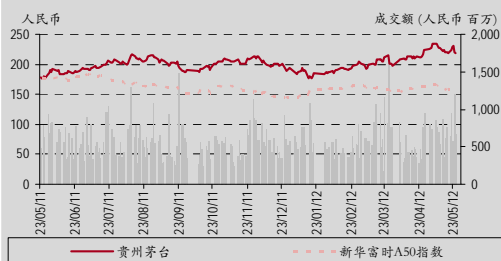
我们的观点有何不同?

- 茅台仍是一线首选
- 对政府之手长期表示谨慎

主要催化剂/事件

- 未来提价; 直营店开店速度
- 1季报业绩释放风向标, 半年报继续高增长

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22	0	10	28
相对新华富时A50指数	10	1	11	37

发行股数(百万)	1,038
流通股(%)	38.24
流通股市值(人民币 百万)	89,520
3个月日均交易额(人民币 百万)	572
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂	61.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月29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

贵州茅台

预算传递超预期增长的信心, 股东大会再释疑

我们参加了贵州茅台 2011 年度股东大会, 会议期间公司重点释疑三个问题: 第一, 公司的财务预算是有实现基础的; 第二, 贵州茅台集团的发展规划是分层次、可实现的; 第三, 贵州茅台同腐败没有必然联系, 贵州茅台酒存在广阔的市场空间。

支撑评级的要点

- 贵州茅台 2012 年财务预算给人惊喜: 收入增长 51% 左右, 营业成本增长 32% 左右, 营业税金及附加增长 28% 左右, 销售费用增加 28% 左右, 管理费用增长 25% 左右。收入增长大幅高于成本和各项费用增速。据此测算, 2012 年公司净利润增速可达 55% 以上。
- 支撑 2012 财务预算达成的四个方面是茅台酒销量增长、直营店建设和直营价格提升、系列酒的调整和开发、系列酒销量增长。
- 公司认为: 茅台集团发展规划是分层次、分步骤、科学规划和可实现的。
- 公司认为: “三公消费” 的一些政策, 局部影响高档酒, 从茅台酒全局市场而言, 无甚影响。我们认为, 长期看, 高档酒的权重消费人群必然有一个由 “三公” 向社会转移的趋势, 这同社会进步是联系在一起的。
- 短期来看, 政府的意志乃至规划会和公司形成良性共振, 但中长期而言, 我们仍建议政府之手有所收敛。投资者不能将投资的大逻辑委身于政府或许短视的行为, 市场的归市场。

评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费下滑; 不利于白酒行业的政策或通知的颁布。如果 “三公消费” 外延扩大, 对高档白酒影响会超乎预期。
- 如果, 未来政府的规划和意志偏离同企业正常经营的和谐共振, 则会对企业的发展产生负面影响。

估值

- 我们预测 2012-13 每股收益 13.31 元和 18.37 元, 目前市价相当于 2012 年 16.9 倍市盈率, 维持 266.00 元目标价, 相当于 2012 年 20 倍和 2013 年 14.5 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)	11,633	18,402	27,231	36,464	47,101
变动(%)	20.3	58.2	48.0	33.9	29.2
净利润(人民币 百万)	5,050	8,763	13,816	19,068	24,962
全面摊薄每股收益(人民币)	4.87	8.44	13.31	18.37	24.04
变动(%)	17.1	73.5	57.7	38.0	30.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	12.41	17.11	22.52
核心每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
变动(%)	17.1	73.6	57.6	38.0	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	46.3	26.7	16.9	12.3	9.4
核心市盈率(倍)	46.4	26.7	16.9	12.3	9.4
每股现金流量(人民币)	6.57	9.78	16.42	21.37	27.11
价格/每股现金流量(倍)	34.3	23.1	13.7	10.6	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	17.5	10.7	7.3	5.0
每股股息(人民币)	2.09	4.00	3.47	5.71	7.45
股息率(%)	0.93	1.77	1.54	2.53	3.30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

对茅台公司当前基本观点

公司此前公告 2012 年财务预算，对收入、营业税金、销售成本和费用等做出了较为明晰的计划，其中收入目标增长超出市场预期较多，计划收入增长 51%，营业成本增长 32%左右，营业税金及附加增长 28%左右，销售费用增加 28%左右，管理费用增长 25%左右。收入增长大幅高于成本和各项费用增速。

我们原先预计 2012 年公司收入增长 43%左右，预算收入增速高出我们预计 8 个百分点左右，也高出市场预期增速。我们认为该预算是公司在较为乐观的情况下做出的，在不考虑提价的情况下，可能有一定的难度。

预算反映的是信心。1 季度公司收入和利润增长已经传递出公司对今年保持快速增长的信心和决心，决心的背后是政府的推动，目前政府和企业两个层面对加快上市公司快速发展的期望和动力都很充分，中期不太可能改变。

茅台的优势在于：虽然当前形势具有一定不确定性，但整个经济前期持续快速发展带来实际消费能力的提升、及茅台前期打下的宽阔的价差护城河以及公司有效生产能力的扩张和高度健康的财务面等各个层面都使得茅台仍然具备较好的增长基础，能够在不利环境当中较好达到预期。

所以，我们看到：

茅台直营店开张，销售旺盛，民间高端消费在价格适度范围内基础仍然存在；直营店开张利于市场管理，专卖店价格指导力增强，带动前期非理性上涨的渠道价格理性回落；

茅台力图模式转变，加强市场掌控，稳步回收渠道利润，**而其他企业回收渠道利润的能力不可同日而语；**

产品结构向下丰满，今年终端价格 699-799 元的汉酱将成为主推品种之一，糖酒会期间，招商情况非常理想。

另外，在外部环境不明朗情况下，我们淡化提价对公司投资价值的实质性影响，因为公司多种举措达到价格的实际提升，包括**开直营店、建立指导性直营价格体系、提高计划外价格、提高计划外比例、新增产能向计划外和直营店倾斜、系列酒结构的调整**等。但合适时机提价仍存很大可能性，并能化解公司业绩财务预算达成压力。

股东大会交流情况

5 月 29 日，我们参加了贵州茅台于贵阳召开的 2011 年度股东大会，合计约 230 位投资者参加该次会议，其中参与表决的股东有 116 位。公司高管就投资者关心的问题进行了交流。

问：茅台直营店进展，未来的发展，以及和经销商体系的关系

答：6 月底前，确保直营店 30 家都开起来，下一步（开店计划）要根据市场实际情况。

公司坚持以市场和客户为中心，坚持“八大营销”，公司的做法基本是两种方式，一个是经销商，一个是直营店。我们要走经销商和直营店相结合的方式。现在还是以经销商为主。今年才 30 个直营店，还是经销商为主。直营店主要还是市场价格管理，起价格标杆作用。今后还是经销商为主，直营店为辅的经销体系。

问：汉酱、仁酒和茅台酒的区别，发展计划

答：汉酱和仁酒同茅台酒肯定有区别，茅台酒是公司的核心，汉酱和仁酒是茅台酒下面的二线产品。

市场消费情况来看，茅台酒作为高端消费，下面的消费层对品牌也有需要，开发这个产品，也是适应这种需要。

仁酒于5月24日郑州开了发布会。汉酱酒去年5月开的发布会，8月上市，去年约5亿销售额，今年到目前（1-5月）3亿销售，全年10亿左右销售目标。

问：有什么举措达成财务预算？

答：财务预算的达成，销售增长主要来自：1) 茅台酒量的增长；2) 再是直营店建设，带来价格（提升）的问题；3) 再是系列酒开发；4) 仁酒，系列酒量的增长，主要是这四个方面来实现。

问：市场担心三公消费对白酒销售的影响，行业发展会不会有些问题，茅台有否受到影响？

答：“三公消费”受关注，自从国务院的廉政会议以后，对高档白酒在一定层面可能有一定影响，但对茅台酒而言，在全国市场来说，没有影响。

由于茅台酒有国酒品牌形象，质量理念的基础，与市场同类产品相比，在消费者心目中，仍是首选必选产品。

我们在市场建设上，在消费者当中，都还有很大空间去挖掘发展。在市场运作上，公司要认真按八个营销理念，进行队伍建设，营销网络建设和市场开拓。

问：如何做到直营店 100%都是真的？

答：凡是在茅台专卖店和直营店，如果说买到假酒，这个专卖店和经销商是冒了很大的风险。销售1吨茅台，经销商可能要赚100万，如果抓到卖假酒，法律、经济责任都要负，损失很大。我们要求经销商庄重承诺，诚信经营。

有些专卖店本来就是假专卖店。

网上说茅台员工偷包材，卖给制假人。应该说，这种情况十几年前可能有，现在，我们加强了管理和制度建设，同假酒有牵连的，一律开除，现在茅台酒厂，还没有发现员工偷包装材料卖给制假者。此前发生这种不实报道以后，我们在网上举行了正式公布，没有这种情况。

问：关于产品，计划到 2015 年系列酒也要大幅增长，是否和茅台酒用了同样基酒？

答：系列酒和茅台酒两个概念。茅台这个地方，地域不是很大，最好地域产茅台。系列酒和茅台产地有30-50公里距离，产地不一样。系列酒的勾调等情况和茅台有差别。总体而言，系列酒和茅台酒是两个不同情况。

问：未来产能和发展规划

答：茅台的未来空间，实际上，茅台产能产量还是不高的，虽然今天，产量3万吨，市场投放量仅仅14,000多吨；随着人民生活水平的提高，对茅台酒的需求量肯定会越来越大，未来茅台主要销售方向主要是贴近市场、贴近消费者，所以未来茅台酒销售空间应该是很大的。

问：股权激励

答：贵州省国资委有规定，不再搞股权激励。

问：公司在预防地震、环境保护方面做了哪些工作

答：上周全省环境保护大会召开，探讨了关于茅台酒赤水河生态环境保护问题，公司对清污分流已经进行了彻底改造，所有车间班子实现了清污分流，不管生活、生产污水，公司污水处理厂先处理，再经过仁怀市污水处理系统处理再排放。公司启动锅炉改造，对所有燃煤锅炉进行全面改造，虽然投入可能比较大，我们尽量保证茅台酒微生物繁殖不会被二氧化硫等废物废气污染影响。公司的环保工作得到环保部门的良好评价。

公司以前老的基础比较薄弱，现在新建厂房必须达到“三通过”。

问：规划升级的问题

答：关于500亿、800亿的规划，是说今年350亿，明年500亿，2015年800亿，是整个茅台集团的规划，不是股份公司。

茅台集团发展规划，是分若干层次，如习酒，去年15亿销售，今年达到30亿。

另外，成立的茅台集团工业文化旅游有限公司，包括沿着整个产业上下产业链的拉长，还有其他一些产业，对整个集团2015年达到800亿收入的目标，是通过科学规划得出的，另外，通过我们努力，达到这个目标是有信心的。

问：股份公司同集团公司的业务重叠度问题

答：我们的王子酒，不是从习酒收购的，是在习酒那边（相邻）有厂。王子酒同茅台酒在地域选择上是有差异的。公司从未对外收购散酒。

历史上，习酒就有酱香型酒，只是历史上的产品今天继续生产和经营。

此外，茅台酒和其他酱香型酒从质量和价格上都有根本的差别，不矛盾不冲突。

问：直营店已经陆续开张，价格定在1,519元，个别经销商还是在用低的价格走，公司对扰乱价格的情况的看法和措施

答：对经销商的低价窜货有严格考核，经销商窜货成本是很高的。这些现象，可能不是低价的放货，而是按照公司规定做团购，团购价格是有一定优惠的。

我们1,519元的定价是比较到位的，各方认识上也是比较统一的。

问：年份酒问题，占收入比重情况；商务部正在组织调研制定年份酒标准，未来怎么规划？

答：茅台公司确实是年份酒规范的起草单位，我们正在按协会的要求，制定相关的（理化指标）模型。总体而言，公司和公司情况不一样，需要经过行业和相关部門充分探讨才能出这个规定。

问：展望一下现金分红趋势

答：未来几年，贵州茅台对股东的回报会越来越越好。

问：去年和今年，媒体对茅台的负面报道有些多，长期而言，对品牌形象是有影响的，慢慢可能影响一些不利的政策出台，公司怎么做这方面的预防工作？

答：茅台和腐败没有必然联系。茅台是国家拥有自主知识产权的民族品牌。一个国家民族品牌越多，这个国家经济就越发达。媒体的一些报道有一些混淆和颠倒是非，茅台和腐败没有必然联系。

从今年起，公司加强了危机公关。我们已经设立一个部门——战略管理部，包含战略制定等功能，也包含**企业策划和危机管理职能**。今年也会进一步加强工作。

问：茅台纪念酒是否多而杂？公司是否有一个整体筹划？

答：茅台并没有数目众多的纪念酒，“八大营销”中有个事件营销，利用大事件来营销，例如奥运纪念酒，建国60周年纪念酒、世博会纪念酒、建党90年、茅台国营60年、西安花博会酒。这些纪念酒都是根据大事件来开发。价格方面，纪念酒价格是有规定的，每个产品销售公司给经销商都有最高限价。大事件营销是茅台的一个亮点。

问：我们对原料和质量方面比较关注，随着公司产量增长，竞争增多，原料质量数量的问题。

答：原材料一直是质量的基础，茅台的原料就两种，高粱和小麦。公司采用的高粱就是赤水河流域有机高粱。公司不自种有机高粱，而是国家有关部门检查、布置（生产）和验收，这是有保证的。

为了保障原料质量，公司给当地农户大投入，将农户当成我们第一车间，我们每年做有机肥，通过地方政府无偿送给农户；公司的收购价格，超过地方所有酒厂的报价。

为了我们战略发展规划，我们已经提前进行调研和规划原料布局和发展，不会发生质量和数量的问题。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,633	18,402	27,231	36,464	47,101
销售成本	(1,053)	(1,551)	(2,048)	(2,570)	(3,147)
经营费用	(3,597)	(4,866)	(6,363)	(8,087)	(10,305)
息税折旧前利润	7,269	12,334	19,184	26,308	34,287
折旧及摊销	(286)	(348)	(364)	(500)	(638)
经营利润(息税前利润)	6,984	11,985	18,820	25,808	33,649
净利息收入/(费用)	177	351	381	551	709
其他收益/(损失)	2	(2)	0	0	0
税前利润	7,161	12,335	19,201	26,359	34,358
所得税	(1,823)	(3,084)	(4,800)	(6,590)	(8,590)
少数股东权益	(289)	(487)	(585)	(702)	(807)
净利润	5,050	8,763	13,816	19,068	24,962
核心净利润	5,050	8,764	13,816	19,068	24,962
每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
核心每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
每股股息(人民币)	2.09	4.00	3.47	5.71	7.45
收入增长(%)	20.30	58.19	47.98	33.91	29.17
息税前利润增长(%)	17.54	71.62	57.02	37.13	30.38
息税折旧前利润增长(%)	18.21	69.66	55.54	37.13	30.33
每股收益增长(%)	17.13	73.49	57.66	38.01	30.91
核心每股收益增长(%)	17.13	73.54	57.65	38.01	30.91

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	7,161	12,335	19,201	26,359	34,358
折旧与摊销	286	348	364	500	638
净利息费用	(177)	(351)	(381)	(551)	(709)
运营资本变动	579	554	(1,537)	(415)	(55)
税金	(1,823)	(3,084)	(4,800)	(6,590)	(8,590)
其他经营现金流	175	347	4,205	2,881	2,507
经营活动产生的现金流	6,201	10,149	17,052	22,185	28,148
购买固定资产净值	(1,732)	(2,185)	(3,600)	(2,520)	(1,512)
投资减少/增加	25	216	0	0	0
其他投资现金流	(57)	(151)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,763)	(2,120)	(3,600)	(2,520)	(1,512)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(2,171)	(4,150)	(3,600)	(5,931)	(7,731)
其他融资现金流	878	1,488	381	551	709
融资活动产生的现金流	(1,293)	(2,662)	(3,219)	(5,380)	(7,021)
现金变动	3,145	5,366	10,233	14,285	19,615
期初现金	9,743	12,888	18,255	28,487	42,773
公司自由现金流	4,438	8,028	13,452	19,665	26,636
权益自由现金流	4,438	8,028	13,452	19,665	26,636

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	12,888	18,255	28,487	42,773	62,387
应收帐款	206	254	599	802	1,036
库存	5,574	7,187	11,265	14,904	18,881
其他流动资产	1,632	2,133	2,682	3,235	4,083
流动资产总计	20,300	27,830	43,033	61,713	86,387
固定资产	4,192	5,426	6,468	10,220	11,084
无形资产	452	808	781	755	728
其他长期资产	643	837	3,063	1,363	1,406
长期资产总计	5,287	7,071	10,312	12,337	13,218
总资产	25,588	34,901	53,346	74,050	99,605
应付帐款	232	172	205	206	189
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,796	9,308	16,920	23,786	31,319
流动负债总计	7,028	9,481	17,125	23,991	31,508
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	17	17	17	17
股本	944	1,038	1,038	1,038	1,038
储备	17,455	23,953	34,169	47,306	64,537
股东权益	18,399	24,991	35,207	48,344	65,575
少数股东权益	151	412	997	1,698	2,505
总负债及权益	25,588	34,901	53,346	74,050	99,605
每股帐面价值(人民币)	19.49	24.07	33.91	46.57	63.16
每股有形资产(人民币)	19.02	23.29	33.16	45.84	62.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(12.41)	(17.58)	(27.44)	(41.20)	(60.09)

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(%)	62.49	67.02	70.45	72.15	72.79
息税前利润率(%)	60.03	65.13	69.11	70.78	71.44
税前利润率(%)	61.56	67.03	70.51	72.29	72.95
净利率(%)	43.41	47.62	50.74	52.29	53.00
流动性					
流动比率(倍)	2.89	2.94	2.51	2.57	2.74
利息覆盖率(倍)	(39.6)	(34.2)	(49.4)	(46.8)	(47.4)
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)	2.10	2.18	1.86	1.95	2.14
估值					
市盈率(倍)	46.35	26.71	16.94	12.28	9.38
核心业务市盈率(倍)	46.36	26.71	16.94	12.28	9.38
目标价对应核心业务市盈率(倍)	54.67	31.51	19.99	14.48	11.06
市净率(倍)	11.47	9.22	6.47	4.68	3.44
价格/现金流(倍)	34.32	23.07	13.73	10.55	8.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.50	17.50	10.72	7.27	5.01
周转率					
存货周转天数	174.89	142.55	151.00	149.18	146.32
应收帐款周转天数	0.04	0.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	80.43	40.55	36.50	29.20	21.90
回报率					
股息支付率(%)	42.97	47.35	26.06	31.10	30.97
净资产收益率(%)	27.23	34.50	38.16	38.10	36.67
资产收益率(%)	19.74	25.11	25.90	25.75	25.06
已运用资本收益率(%)	28.24	35.39	38.99	38.68	37.07

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