

买入

16% ↑

目标价格: 人民币 12.50

002306.CH

价格: 人民币 10.81

目标价格基础: 25倍 13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 | 45 | (9) | 0.2 | 18.0 |
| 相对新华富时 A50 指数 | 47 | (5) | 11.3 | 31.7 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 400 |
| 流通股(%) | 45 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 4,324 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 34 |
| 净负债比率(%) (2012E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 孟凯 | 28 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 24 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

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

*旷实为本报告重要贡献者

湘鄂情

加快向综合化餐饮集团转型

湘鄂情公布 2012 年中期业绩: 上半年公司实现营业收入 68,811.01 万元, 比上年同期增长 13.68%; 利润总额 10,068.08 万元, 比上年同期增长 35.58%; 实现归属于母公司的净利润 7,648.07 万元, 比上年同期增长 51.13%。实现全面摊薄每股收益 0.19 元, 业绩符合预期。

支撑评级的要点

- 餐饮主业收入增长 9.48%, 毛利率提升明显: 上半年实现餐饮业务收入 6.59 亿元, 同比增长 9.48%, 营业收入占比 95.61%。餐饮收入的增长主要是因为 2011 年新开门店陆续经过培育期, 营业收入增加较快所致。餐饮业务毛利率达到 71.64%, 比上年同期增长 3.59%, 主要原因是集团采购规模扩大, 供应商让利降低了公司营业成本。预计今年公司将发展 5 家直营店以及 10 家加盟店。
- 商标许可服务费收入快速增长, 品牌溢出效应凸显: 上半年实现商标许可使用及服务费 340.95 万元, 同比增长 26.68%。公司的品牌效应突出, 未来 3 年商标许可服务费有望迎来高速增长, 品牌价值效应不断显现。
- 加强产业链资源整合, 期待协同效应: 公司已经确立酒楼、快餐、团餐、食品加工四大主营业务。快餐业务在完成对味之都的收购以后, 公司计划在未来三到五年内, 开设 300 至 500 个味之都快餐销售网点。团餐将以北京和上海为发展重点, 以龙德华公司为实施主体, 积极开拓大客户资源以及学生餐市场开发。食品加工业务: 公司将利用品牌和研发优势, 整合公司资源, 与实力较强的食品加工企业展开合作, 开发湘鄂情特色商超产品, 并不断加强网络销售力度。

评级面临的主要风险

- 餐饮行业景气度大幅下滑; 食品安全风险; 成本上升的风险。

估值

- 公司开店节奏更加趋于合理, 新开门店陆续经过培育期, 未来 3 年业绩成长的确性较高。另外公司致力于产业链的整合, 除高端酒楼餐饮业务, 陆续进入团餐、快餐等大众餐饮市场以及食品工业化加工业务。维持 2012-14 年全面摊薄每股收益分别为 0.38 元、0.50 元、0.63 元的预测, 维持 12.50 元的目标价和买入评级。

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) | 923 | 1,235 | 1,655 | 2,165 | 2,588 |
| 变动(%) | 25 | 34 | 34 | 31 | 20 |
| 净利润(人民币 百万) | 58 | 93 | 150 | 200 | 251 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.145 | 0.233 | 0.375 | 0.500 | 0.627 |
| 变动(%) | (23.5) | 60.7 | 59.2 | 33.5 | 25.4 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.146 | 0.235 | 0.375 | 0.500 | 0.627 |
| 变动(%) | (23.5) | 60.9 | 59.2 | 33.5 | 25.4 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 74.5 | 46.4 | 28.8 | 21.6 | 17.2 |
| 核心市盈率(倍) | 73.9 | 45.9 | 28.8 | 21.6 | 17.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.60 | 2.46 | 0.27 | 0.75 | 1.03 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 18.1 | 4.4 | 39.5 | 14.4 | 10.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.9 | 7.5 | 9.9 | 8.2 | 6.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.047 | 0.056 | 0.100 | 0.125 |
| 股息率(%) | 0 | 0.4 | 0.5 | 0.9 | 1.2 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

营业收入平稳增长、毛利率提升明显

2012 年上半年，公司实现营业收入 68,811.01 万元，较上年同期增长 8,278.97 万元，增幅 13.68%。实现营业利润 8,966.96 万元、利润总额 10,068.08 万元、净利润 7,624.34 万元和归属于上市公司股东净利润 7,648.07 万元，分别较去年增长 1,733.49 万元、2,642.12 万元、2,368.35 万元、2,587.97 万元，增幅分别为 23.96%、35.56%、45.06%、51.13%。营业收入以及利润增长的主要原因：公司现有直营门店经营稳定；公司进一步推进品牌加盟、扩大品牌影响力，在报告期内签订加盟合同并确认加盟费收入 2,660 万元。

2012 年上半年公司营业成本同比下降 2.87%，公司综合毛利率由去年同期的 68.2% 上升到当期的 72.83%。毛利率上升主要因为集团采购规模扩大，供应商让利 1,220 万元，降低公司营业成本所致。

期间费用上升较快、净利率有所提升

报告期内，公司期间费用上升较快。其中，销售费用率从去年同期的 37.70% 上升到本期的 39.91%；管理费用率从去年同期的 12.17% 下降到本期的 11.10%；财务费用率从去年同期的 0.75% 上升到当期的 3.25%，财务费用的大幅上升主要是因为公司长短期贷款增加较多所致。公司净利率有所提升，从去年同期的 8.36% 上升到本期的 11.11%。

图表 1. 业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2011 年中报 | 2012 年中报 | 同比(%) |
|---------------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 605.32 | 688.11 | 13.68 |
| 营业成本 | 192.49 | 186.96 | (2.87) |
| 毛利润 | 412.83 | 501.15 | 21.39 |
| 营业税金及附加 | 33.58 | 38.36 | 14.23 |
| 管理费用 | 73.65 | 76.35 | 3.67 |
| 销售费用 | 228.21 | 274.61 | 20.33 |
| 经营利润 | 77.39 | 111.83 | 44.50 |
| 资产减值 | 0.55 | 0.00 | (100.00) |
| 财务费用 | 4.52 | 22.39 | 395.35 |
| 投资收益 | 0.01 | 0.22 | 2,100.00 |
| 营业外收入 | 1.97 | 11.52 | 484.77 |
| 营业外支出 | 0.04 | 0.51 | 1,175.00 |
| 税前利润 | 74.26 | 100.68 | 35.56 |
| 所得税 | 21.70 | 24.44 | 12.63 |
| 少数股东损益 | 1.96 | (0.24) | (112.24) |
| 归属于母公司的净利润 | 50.60 | 76.48 | 51.13 |
| 全面摊薄每股收益(元) | 0.13 | 0.19 | 52.94 |
| 扣非后归属于母公司的净利润 | 49.17 | 68.28 | 38.87 |
| 毛利率 (%) | 68.20 | 72.83 | 4.63 个百分点 |
| 净利率 (%) | 8.36 | 11.11 | 2.75 个百分点 |

资料来源：公司公告，中银国际研究

餐饮主业收入增长 9.48%，毛利率提升明显

2012 年上半年，公司实现餐饮业务收入 6.59 亿元，同比增长 9.48%，营业收入占比 95.61%。公司北京区域营业收入较去年同期基本持平，湖北、陕西等区域营业收入增长明显，主要是 2011 年新开门店陆续经过培育期，营业收入增加较快所致。其中，湖北区域新开三阳路店经营迅速步入成熟，为湖北区域收入增长贡献较大，陕西地区因为两家门店逐步进入成熟期，带来收入较大幅增长，其它地区门店经营不断成熟，收入增长也较为明显。

2012 年上半年，餐饮业务毛利率达到 71.64%，比上年同期增长 3.59%，主要原因是集团采购规模扩大，供应商让利 1,220 万元，降低公司营业成本所致。

今年下半年，公司仍将保持餐饮主业的持续稳定发展，我们预计全年新开自营门店达到五家左右，新开特许加盟门店数量有望达到十家左右。

商标许可服务费收入快速增长，品牌溢出效用凸显

2012 年上半年，公司实现商标许可使用及服务费 340.95 万元，同比增长 26.68%，主要是因为本期公司加大了加盟许可业务的发展所致。

随着餐饮企业向连锁化和集团化的方向不断深入发展，品牌和文化成为顾客区分并选择不同餐饮企业的关键。“湘鄂情”品牌是“中国驰名商标”，公司的品牌效应突出。随着公司品牌知名度的不断增强，公司商标许可服务费的收入有望迎来高速增长，品牌价值效应不断显现。

多业态发展取得新突破，快餐、团餐多点开花

公司计划在未来三年内，在发展酒楼业务的同时，重点拓展快餐和团餐业务。上半年公司与上海齐鼎餐饮发展有限公司就收购中式快餐连锁品牌“味之都”达成协议。公司收购龙德华团餐品牌已取得公司相关董事会审议通过。公司将着重在北京、上海两个重要区域发展龙德华团餐品牌，拓展公司团餐市场业务。

另外，公司将利用品牌优势和相关资源，择机进入食品加工业。展望未来，公司四大主营业务基本确立：酒楼业务、快餐业务、团餐业务、食品加工业。

加强产业链资源整合，期待协同效应

公司确立的酒楼业务、快餐业务、团餐业务和食品加工四大主营业务。其中除酒楼业务以外，其余三大业务是公司着力发展的新业态。

快餐业务：在完成对味之都的收购以后，公司将加强对原有味之都出品和管理的提升改善，优化管理和业务流程，积极开拓销售网点，在未来三到五年内，开设 300 至 500 个味之都快餐销售网点。

团餐市场：将以北京和上海为发展重点，以龙德华公司为实施主体，积极开拓大客户资源以及学生餐市场开发。审慎选择并购一些优质的在市场发展前景较大的城市开展团餐业务的公司，加快团餐市场拓展步伐。

食品加工工业：公司将利用在品牌和研发方面的优势，整合公司资源，与实力较强的食品加工企业展开合作，开发湘鄂情特色商超产品，并不断加强网络销售力度。

公司对新业态经营发展目标是，争取在未来三至五年内，公司新业态营业收入达到公司总营业收入的 80%左右，公司酒楼业务营业收入占到公司总营业收入的 20%左右。

我们看好公司的渠道与品牌优势以及完整的产业链整合能力，公司确立的四大主业都是以餐饮为核心，面向不同的客户群体，品牌内涵丰富，层次定位清晰，期待其各项业务成熟后所催生的协同效应。

盈利预测与估值

公司开店节奏更加趋于合理，新开门店陆续经过培育期，未来 3 年业绩成长的确定性较高。另外，公司致力于产业链的整合，除了高端酒楼餐饮业务，陆续进入团餐、快餐等大众餐饮市场以及食品工业化加工业务。我们看好公司的品牌效应与市场拓展能力，期待进一步的协同效应。维持 2012-14 年全面摊薄每股收益分别为 0.38 元、0.50 元、0.63 元的预测，维持 12.50 元的目标价和**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 | 923 | 1,235 | 1,655 | 2,165 | 2,588 |
| 销售成本 | (309) | (380) | (527) | (699) | (828) |
| 经营费用 | (458) | (606) | (757) | (1,015) | (1,225) |
| 息税折旧前利润 | 155 | 248 | 370 | 451 | 536 |
| 折旧及摊销 | (65) | (102) | (124) | (122) | (133) |
| 经营利润(息税前利润) | 90 | 146 | 246 | 329 | 403 |
| 净利息收入/(费用) | (1) | (14) | (30) | (45) | (48) |
| 其他收益/(损失) | 2 | 5 | (1) | (2) | (2) |
| 税前利润 | 91 | 138 | 216 | 282 | 353 |
| 所得税 | (29) | (44) | (66) | (82) | (103) |
| 少数股东权益 | (4) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 58 | 93 | 150 | 200 | 251 |
| 核心净利润 | 59 | 94 | 150 | 200 | 251 |
| 每股收益(人民币) | 0.145 | 0.233 | 0.375 | 0.500 | 0.627 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.146 | 0.235 | 0.375 | 0.500 | 0.627 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.047 | 0.056 | 0.100 | 0.125 |
| 收入增长(%) | 25 | 34 | 34 | 31 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | (21) | 62 | 69 | 33 | 23 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (2) | 60 | 49 | 22 | 19 |
| 每股收益增长(%) | (24) | 61 | 61 | 33 | 25 |
| 核心每股收益增长(%) | (23) | 61 | 59 | 33 | 25 |

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 | 91 | 138 | 216 | 282 | 353 |
| 折旧与摊销 | 65 | 102 | 124 | 122 | 133 |
| 净利息费用 | 1 | 14 | 30 | 45 | 48 |
| 运营资本变动 | (7) | (210) | (301) | (158) | (120) |
| 税金 | (29) | (44) | (66) | (82) | (103) |
| 其他经营现金流 | (2) | 983 | 107 | 91 | 99 |
| 经营活动产生的现金流 | 120 | 982 | 109 | 300 | 410 |
| 购买固定资产净值 | (121) | (1,537) | (710) | (760) | (375) |
| 投资减少/增加 | (25) | (256) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (190) | 1,270 | 449 | 570 | 277 |
| 投资活动产生的现金流 | (335) | (523) | (261) | (190) | (97) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 0 | 90 | 60 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (57) | 0 | (9) | (22) | (40) |
| 其他融资现金流 | (9) | (881) | 531 | (152) | (155) |
| 融资活动产生的现金流 | (66) | (791) | 582 | (175) | (195) |
| 现金变动 | (281) | (332) | 430 | (64) | 118 |
| 期初现金 | 901 | 620 | 288 | 718 | 654 |
| 公司自由现金流 | (217) | 440 | (194) | 53 | 253 |
| 权益自由现金流 | (224) | 530 | (146) | 41 | 241 |

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 | 620 | 288 | 718 | 654 | 772 |
| 应收帐款 | 21 | 34 | 45 | 59 | 71 |
| 库存 | 50 | 68 | 95 | 126 | 149 |
| 其他流动资产 | 202 | 472 | 644 | 819 | 943 |
| 流动资产总计 | 893 | 862 | 1,503 | 1,658 | 1,936 |
| 固定资产 | 240 | 342 | 552 | 672 | 675 |
| 无形资产 | 46 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 其他长期资产 | 216 | 480 | 409 | 357 | 320 |
| 长期资产总计 | 502 | 867 | 1,006 | 1,075 | 1,041 |
| 总资产 | 1,395 | 1,729 | 2,509 | 2,733 | 2,976 |
| 应付帐款 | 90 | 103 | 136 | 173 | 196 |
| 短期债务 | 0 | 104 | 244 | 244 | 244 |
| 其他流动负债 | 135 | 213 | 93 | 120 | 139 |
| 流动负债总计 | 225 | 420 | 473 | 537 | 580 |
| 长期借款 | 0 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 1 | 0 | 480 | 480 | 480 |
| 股本 | 200 | 200 | 400 | 400 | 400 |
| 储备 | 967 | 1,029 | 1,156 | 1,316 | 1,517 |
| 股东权益 | 1,167 | 1,229 | 1,556 | 1,716 | 1,917 |
| 少数股东权益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债及权益 | 1,395 | 1,729 | 2,509 | 2,733 | 2,976 |
| 每股帐面价值(人民币) | 5.83 | 6.14 | 3.89 | 4.29 | 4.79 |
| 每股有形资产(人民币) | 5.60 | 5.92 | 3.78 | 4.18 | 4.68 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (3.10) | (0.52) | (1.18) | (1.02) | (1.32) |

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(%) | 16.8 | 20.1 | 22.4 | 20.8 | 20.7 |
| 息税前利润率(%) | 9.8 | 11.8 | 14.9 | 15.2 | 15.6 |
| 税前利润率(%) | 9.9 | 11.2 | 13.0 | 13.0 | 13.6 |
| 净利率(%) | 6.3 | 7.5 | 9.1 | 9.2 | 9.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 4.0 | 2.1 | 3.2 | 3.1 | 3.3 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 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) | 3.8 | 1.9 | 3.0 | 2.9 | 3.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 74.5 | 46.4 | 28.8 | 21.6 | 17.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 73.9 | 45.9 | 28.8 | 21.6 | 17.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 61.5 | 38.2 | 24.0 | 18.0 | 14.3 |
| 市净率(倍) | 1.9 | 1.8 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| 价格/现金流(倍) | 18.1 | 4.4 | 39.5 | 14.4 | 10.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.9 | 7.5 | 9.9 | 8.2 | 6.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 52.3 | 56.8 | 56.6 | 57.8 | 60.7 |
| 应收帐款周转天数 | 6.9 | 8.1 | 8.7 | 8.8 | 9.2 |
| 应付帐款周转天数 | 29.2 | 28.5 | 26.3 | 26.0 | 26.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 10.0 | 15.0 | 20.0 | 20.0 |
| 净资产收益率(%) | 5.0 | 7.8 | 10.8 | 12.2 | 13.8 |
| 资产收益率(%) | 4.5 | 6.4 | 8.1 | 8.9 | 10.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 7.6 | 9.8 | 12.7 | 14.4 | 16.6 |

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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