



买入 **28% ↑**
目标价格: 人民币 33.30
原目标价格: 人民币 39.60

600859.CH

价格: 人民币 25.99

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

王府井

总体销售放缓

受市场环境的影响,2012上半年公司实现营业收入90.7亿元,同比增长8.54%,其中主营业务收入实现88.1亿元,同比增长8.59%;息税前利润5.5亿元,同比增长4.5%;利润总额5.2亿元,同比增长5.53%;归属于上市公司股东的净利润3.82亿元,同比增长21.1%,折合每股收益0.825元。我们将目标价格下调至33.30元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2011年以来以毛利为重点考核指标将有效提升公司业绩,同时注重公司增长质量为长远发展奠定良好基础。
- 公司增速放缓反映了总体消费环境差强人意。
- 少数股东损益确认合并导致今年净利润增速快于利润总额增速。

评级面临的主要风险

- 所得税率调整以及门店租金调整不确定性对盈利预测产生障碍。
- 新店费用不确定性会影响预测。

估值

- 我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化,小幅调整了盈利预测,我们将2012-2014年的每股收益调整为1.51和1.93和2.43元。基于市场行业估值变化,我们将目标价由39.60元下调至33.30元,维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19)	(4)	(3)	(41)
相对新华富时A50指数	(15)	2	11	(25)

发行股数(百万)	463
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	12,023
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	49

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

消费服务:零售

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

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)	13,731	16,497	18,835	21,876	25,137
变动(%)	26	20	14	16	15
净利润(人民币 百万)	376	583	700	892	1,122
全面摊薄每股收益(人民币)	0.812	1.259	1.513	1.929	2.425
变动(%)	(2.2)	55.0	21.9	27.5	25.7
市场预期每股收益(人民币)			1.594	2.019	2.452
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.584	2.124	2.530
调整幅度(%)	-	-	(4.5)	(9.2)	(4.1)
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.513	1.929	2.425
变动(%)	14.3	42.8	21.9	27.5	25.7
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	20.9	17.2	13.5	10.7
核心市盈率(倍)	29.9	20.9	17.2	13.5	10.7
每股现金流量(人民币)	3.41	3.64	3.73	4.77	5.44
价格/每股现金流量(倍)	7.6	7.1	7.0	5.4	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	5.4	4.2	2.6	1.2
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.360	0.482	0.728
股息率(%)	1.2	1.2	1.4	1.9	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2 季度公司销售总体好于 1 季度

受市场环境影响，2012 上半年公司实现营业收入 90.7 亿元，同比增长 8.54%，其中主营业务收入实现 88.1 亿元，同比增长 8.59%；息税前利润 5.5 亿元，同比增长 4.5%；利润总额 5.2 亿元，同比增长 5.53%；归属于上市公司股东的净利润 3.82 亿元，同比增长 21.1%，折合每股收益 0.825 元。

利润总额增速慢于销售收入增速主要是因为受到门店装修的影响，公司整体费用较上年同期攀升了 13.14%。而扣非归属于上市公司股东净利润增长 21%，主要是由于成都少数股东损益的合并以及所得税率的下降。应该说公司利息增速是基本符合市场预期的，但是净利润增速高于市场预期。

区域销售差异明显

销售收入分季度和月度看，1 季度公司销售同比增长 5.2%，2 季度增长 13%。这主要是和双安商场去年 3 月底开始进行较大规模装修有关。而自去年 7 月份开始，双安 50% 楼层开始营业，故今年 7 月份王府井总体销售增速维持在接近 10%。而从区域来看，中西部区域门店的增速仍然高于北京，成都及广州等成熟区域门店。公司半年报中显示，华北区域营收增速为 8.79%，这和太原店仍然保持双位数增速以及大兴、大钟寺以及鄂尔多斯等次新店拉动有关。西南区域的增速仍然保持在 13.84%，最重要的原因是因为成都 2 店的开业带来的增量有关，而昆明店上半年仍然保持在 10% 以上增长，但是由于成都一环路整修以及 2 店分流导致成都春熙店销售收入同比下降接近 10%，该店收入的下降直接拖累了公司总体销售增长。西北区域门店销售增长 9.47%，其中西宁店增长 13% 左右，乌市和呼市增长持平，兰州增长接近 20%，包头 5%。而广州区域基本持平。包括洛阳、长沙和武汉店之内的华中区域增长乏力，虽然有株洲次新店的贡献，但是仅录得 2.83% 的增长，这说明株洲店本身经营状况也不尽如人意。

图表 1. 母公司 11 年上半年-12 年上半年模拟报表

(人民币, 百万)	11 年上半年	11 年下半年	12 年上半年	同比变化(%)	环比变化(%)
主营业务收入	1,224.54	1,162.38	1,152.19	(5.91)	(0.88)
主营业务成本	(996.25)	(927.07)	(914.55)	(8.20)	(1.35)
销售毛利率(%)	18.64	20.24	20.63		
营业税金及附加	(11.89)	(11.86)	(12.40)	4.26	4.58
净营业收入	1,212.65	1,150.52	1,139.79	(6.01)	(0.93)
销售费用	(116.05)	(137.74)	(123.05)	6.03	(10.66)
销售费用率(%)	9.48	11.85	10.68		
管理费用	(70.38)	(116.72)	(79.86)	13.46	(31.58)
管理费用率(%)	5.75	10.04	6.93		
息税前利润	29.97	(31.00)	22.34	(25.46)	(172.06)
息税前利润率(%)	2.45	(2.67)	1.94		

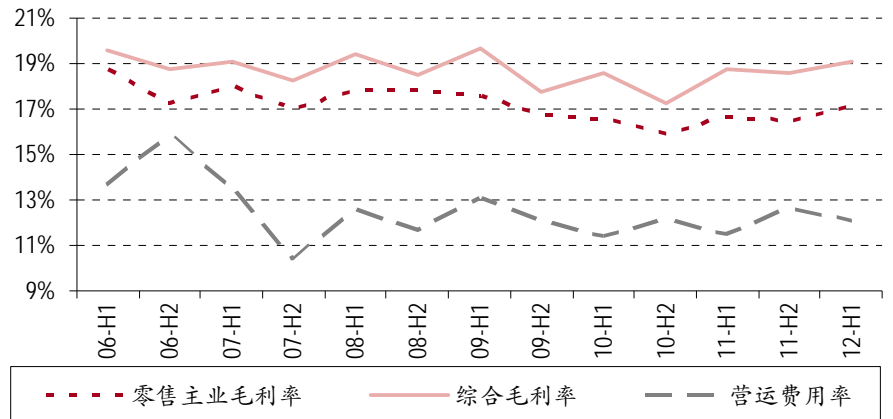
资料来源：公司资料，中银国际研究

从母公司报表所反映的北京百货大楼和东安市场销售变化中可以看到，百货大楼的销售收入同比下降了 6%，而毛利率上升了 2 个百分点。这主要和百货大楼黄金珠宝占比下降以及大楼强化了商品管理有关。

公司总体毛利率回升,运营利润率保持上升

在市场竞争不断加剧的情况下,公司的深化毛利率管理取得成效,百货主业毛利率较上年同期提升了 0.46 个百分点至 17.15%; 综合毛利率上升 0.38 个百分点至 19.1%。我们预期公司毛利率在下半年可能会继续小幅提升。

图表 2.王府井 06 年上半年-12 年上半年综合毛利率、零售毛利率和费用率变化



资料来源: 公司资料, 中银国际研究

这是公司在 2011 年起对标管理, 进行强化利润考核力度的直接效果体现。公司超过 10 亿元门店已经达到 6 家, 这些强势门店由于拥有极强的聚客功能, 所以对供应商有较强的议价能力, 能够有效地提升扣点水平。同时太原、兰州、昆明等西部次新店的销售占比大幅提高也逐步使得其扣点上升。

从费用率的变化来看, 我们可以看到, 影响最大的是人员费用率和折旧摊销费率, 分别较去年同期上升了 0.24 和 0.39 个百分点, 其余主要费率多出现下降。

图表 3. 公司 2009-2011 年主要费用变化

销售费用(人民币, 百万)				管理费用			
	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年		10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年
工资薪酬	(148)	(170)	(195)	工资薪酬	(124)	(144)	(168)
租赁费	(128)	(201)	(239)	租赁费	(4)	(24)	(2)
水电费	(73)	(77)	(90)	水电费	(1)	(2)	(1)
折旧摊销费	(108)	(143)	(197)	折旧摊销费	(30)	(13)	(8)
修理费	(14)	(15)	(16)	修理费	(2)	(2)	(2)
物管费	(15)	(17)	(17)	物管费	(0)	(0)	(0)
其他	(73)	(91)	(98)	其他	(50)	(60)	(65)
合计	(558)	(715)	(851)	合计	(211)	(246)	(245)
汇总费用结构							
(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年				
工资薪酬	(271)	(314)	(363)				
租赁费	(133)	(225)	(240)				
水电费	(73)	(79)	(90)				
折旧摊销费	(138)	(156)	(205)				
修理费	(16)	(17)	(17)				
物管费	(15)	(18)	(17)				
其他	(123)	(152)	(163)				
合计	(769)	(961)	(1,096)				
费用率(%)	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	同比增长(%)	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年
工资薪酬	4.03	3.76	4.00	工资薪酬		15.68	15.64
租赁费	1.97	2.69	2.65	租赁费		69.72	6.79
水电费	1.09	0.95	1.00	水电费		7.69	14.48
折旧摊销费	2.05	1.87	2.26	折旧摊销费		13.20	31.28
修理费	0.24	0.21	0.19	修理费		8.92	-0.45
物管费	0.23	0.21	0.19	物管费		15.42	-1.68
其他	1.82	1.81	1.80	其他		23.28	7.53
合计	11.4	11.5	12.1	合计		24.85	14.12

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

我们预期, 伴随着公司逐步推进精细化管理, 公司的费用增长能够得到有效控制, 但是我们也该清醒地看到, 今年下半年以及明年上半年一些主力门店的装修调改以及新门店的开业将使得折旧摊销费用以及租赁费用率等很难出现明显的下降。所以我们认为期待费用率的大幅下降是不现实的。

继续推进同区域多店, 同城加密的策略, 逐步尝试购物中心模式

公司将加大同城多店和区域密集发展的扩张力度, 优先发展未进入的中心和省会城市, 加速已进入地区二三线城市的布局。2012 年, 福州王府井、抚顺王府井、湛江王府井、郑州王府井 1 店、西宁王府井 2 店的开业筹备工作稳步推进, 预计年底前均能够实现试营业。同时公司开始加大成熟门店的装修改造进程。成都王府井春熙路店、重庆王府井解放碑店的经营调整和装修方案已确定, 正在积极推进; 北京市百货大楼西配楼翻建的主体工程及安装工程已完工, 正在进行精装修工程。公司在西宁王府井东侧签署了新项目, 公司拟将该项目的筹备开业与西宁王府井的装修改造一并考虑。鉴于上述原因, 西宁王府井装修改造时间调整至 2012 年下半年和 2013 年。根据该两家门店经营调整方案, 公司将武汉王府井、呼和浩特王府井装修改造时间调整至 2013 年。

与此同时，购物中心业态在完善总部管理框架的同时积极推进西安赛高城市广场、郑州温哥华广场、佛山购物中心等项目的设计与建设；电子商务业态继续稳步推进。我们看到，7月22日集团高管前往美国，展开了为期10天的商务考察活动，参观了美国塔博曼公司购物中心，并与塔博曼总部和门店团队就招商、营运、财务等方面进行了交流，对集团购物中心未来发展进行了研讨。我们预计西安赛高的合作对象有可能就是塔博曼集团。

公司对未来所处的行业环境做出了展望：宏观经济增速的持续放缓给整体消费市场带来严峻考验，使得包括公司在内的零售行业公司营业收入的提升面临较大困难。同时伴随着市场成熟度的提升和参与者的大量增加，零售业的竞争持续加剧，包括物业、人工在内的各项成本的攀升给公司效益的提升带来较大压力。同时公司也对正在开展的精细化管理做出了描述：通过加强毛利率管理、商品管理和服务管理，不断深化百货主业运营管理；重点品牌集中管理工作的正式实施，使得公司商品资源集约化管理有效突破。此外，信息系统管理、工程管理和物业资产管理的不断完善为公司精细化管理控制费用创造条件。

调整目标价，维持买入评级

总体来看，我们认为公司虽然受到了总体消费疲软的影响，但是发展状态相对良好，现金流健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店保持良性增长。公司清晰的发展思路和逐步强化的执行力能够为行业处于冬天之际公司实施有效的扩张市场份额提供基础。

我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化，小幅调整了盈利预测，我们将2012-2014年的每股收益调整为1.51和1.93和2.43元。基于市场行业估值变化，我们将目标价由39.60元下调至33.30元，维持**买入**评级。

图表 4. 公司 2012 半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半 年	11 年下半 年	12 年上半 年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	8,356	8,405	9,070	9	8
营业税金及附加	(78)	(106)	(86)	10	(19)
净营业收入	8,278	8,299	8,984	9	8
营业成本	(6,792)	(6,842)	(7,338)	8	7
营业毛利	1,486	1,457	1,646	11	13
营运费用	(961)	(1,066)	(1,096)	14	3
息税前利润	526	391	550	5	40
非经常项目	1	11	3	223	(71)
投资收益	(1)	(3)	(5)	595	57
净财务费用	(34)	(40)	(29)	(15)	(27)
利润总额	492	359	519	6	44
所得税	(152)	(78)	(135)	(11)	72
净利润	340	281	384	13	37
少数股东损益	(24)	(14)	0	(100)	(101)
归属于母公司股东的净利润	316	267	384	22	44
扣除非经常性损益的净利润	315	258	382	21	48
每股收益(人民币)	0.681	0.559	0.825	21	48
盈利能力(%)					
综合毛利率	17.8	17.3	18.1		
息税前利润率	6.3	4.7	6.1		
税前利润率	5.9	4.3	5.7		
净利润率	3.8	3.1	4.2		

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	13,731	16,497	18,835	21,876	25,137
销售成本	(11,332)	(13,554)	(15,423)	(17,893)	(20,531)
经营费用	(1,359)	(1,681)	(1,982)	(2,246)	(2,519)
息税折旧前利润	1,040	1,263	1,430	1,736	2,087
折旧及摊销	(290)	(346)	(409)	(450)	(480)
经营利润(息税前利润)	751	917	1,021	1,286	1,607
净利息收入/(费用)	(95)	(74)	(70)	(79)	(90)
其他收益/(损失)	(42)	8	(4)	0	0
税前利润	613	852	948	1,207	1,517
所得税	(175)	(230)	(244)	(311)	(391)
少数股东权益	(62)	(39)	(3)	(3)	(3)
净利润	376	583	700	892	1,122
核心净利润	402	574	700	892	1,122
每股收益(人民币)	0.812	1.259	1.513	1.929	2.425
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.513	1.929	2.425
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.360	0.482	0.728
收入增长(%)	26	20	14	16	15
息税前利润增长(%)	35	22	11	26	25
息税折旧前利润增长(%)	26	21	13	21	20
每股收益增长(%)	(12)	55	20	27	26
核心每股收益增长(%)	3	43	22	27	26

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	613	852	948	1,207	1,517
折旧与摊销	290	346	409	450	480
净利息费用	95	74	70	79	90
运营资本变动	888	767	616	865	914
税金	(175)	(230)	(244)	(311)	(391)
其他经营现金流	(131)	(121)	(73)	(82)	(94)
经营活动产生的现金流	1,580	1,687	1,725	2,208	2,516
购买固定资产净值	(393)	(577)	(680)	(459)	(405)
投资减少/增加	48	60	(74)	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(345)	(517)	(754)	(459)	(405)
净增权益	0	1,237	0	0	0
净增债务	(809)	(34)	23	13	13
支付股息	(94)	(125)	(139)	(167)	(223)
其他融资现金流	757	9	(7)	(12)	47
融资活动产生的现金流	(146)	1,087	(123)	(166)	(163)
现金变动	1,089	2,256	848	1,583	1,947
期初现金	1,860	2,948	5,204	6,052	7,635
公司自由现金流	1,255	1,206	1,014	1,800	2,166
权益自由现金流	331	1,062	924	1,682	2,033

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	2,948	5,204	6,052	7,635	9,582
应收帐款	345	425	478	554	640
库存	277	363	396	467	534
其他流动资产	95	108	125	145	166
流动资产总计	3,665	6,101	7,052	8,801	10,922
固定资产	2,517	2,554	2,714	2,802	2,803
无形资产	1,102	1,069	1,044	1,009	979
其他长期资产	1,029	1,118	1,359	1,354	1,301
长期资产总计	4,649	4,742	5,116	5,166	5,082
总资产	8,314	10,842	12,169	13,967	16,004
应付帐款	4,485	5,419	6,123	7,135	8,201
短期债务	0	0	10	20	30
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,485	5,419	6,133	7,155	8,231
长期借款	99	65	78	81	83
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	418	463	463	463	463
储备	3,100	4,900	5,497	6,267	7,223
股东权益	3,518	5,363	5,959	6,730	7,686
少数股东权益	211	(5)	(2)	1	5
总负债及权益	8,314	10,842	12,169	13,967	16,004
每股帐面价值(人民币)	8.42	11.59	12.88	14.54	16.61
每股有形资产(人民币)	5.78	9.28	10.62	12.36	14.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.82)	(11.10)	(12.89)	(16.28)	(20.46)

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(%)	7.6	7.7	7.6	7.9	8.3
息税前利润率(%)	5.5	5.6	5.4	5.9	6.4
税前利润率(%)	4.5	5.2	5.0	5.5	6.0
净利率(%)	2.7	3.5	3.7	4.1	4.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	6.5	8.3	9.0	9.9	11.0
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)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	32.0	20.6	17.2	13.5	10.7
核心业务市盈率(倍)	29.9	20.9	17.2	13.5	10.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	38.3	26.8	22.0	17.3	13.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.2	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	7.6	7.1	7.0	5.4	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	5.4	4.2	2.6	1.2
周转率					
存货周转天数	9.4	8.6	7.4	7.2	7.3
应收帐款周转天数	8.3	8.5	8.8	8.6	8.7
应付帐款周转天数	106.9	109.6	111.8	110.6	111.3
回报率					
股息支付率(%)	33.3	23.8	23.8	25.0	30.0
净资产收益率(%)	11.8	13.1	12.4	14.1	15.6
资产收益率(%)	6.8	7.0	6.6	7.3	8.0
已运用资本收益率(%)	20.1	20.6	18.6	20.8	22.7

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

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