



买入

26% ↑

目标价格: 人民币 16.55

原目标价格: 人民币 20.50

601010.CH

价格: 人民币 13.16

目标价格基础: 分部加总估值

板块评级: 中立

### 股价表现



	(%)	今年至今			
		1月	3月	12月	
绝对		(16)	(0)	(9.9)	(34.6)
相对新华富时 A50 指数		(12)	5	4.6	(17.9)
发行股数(百万)		493			
流通股(%)		22			
流通股市值(人民币 百万)		6,485			
3个月日均交易额(人民币 百万)		24			
净负债比率(%) (2012E)					
主要股东(%)					
江苏文峰集团有限公司		19			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 8 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: 零售

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.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

## 文峰股份

零售业务利润下降, 地产及理财产品利润有效对冲

2012 年上半年公司实现营业收入 32.45 亿元, 同比下降 2.15%; 实现息税前利润 2.59 亿元, 同比下降 12.12%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 1.87 亿元, 同比下降 12.17%, 扣非后折合每股收益 0.38 元。我们下调目标价格至 16.55 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 主力门店南大街店销售出现负增长。
- 占主营业务收入 28% 的家电业务增速同比大幅下降。
- 部分城市综合体商业地产进入结算期。
- 理财产品收益丰厚。

### 评级面临的主要风险

- 南大街店经营低于预期。
- 下半年家电业务爆发性增长。
- 商业地产结算进程与预期不符。
- 理财产品收益与预期不符。

### 估值

我们小幅上调 2012-14 年零售业务的每股收益至 0.76、0.999 和 1.192 元, 房地产每股收益为 0.265、0.403 和 0.157 元, 2012 年理财产品收入贡献每股收益为 0.12 元, 合计每股收益为 1.144、1.402 和 1.349 元, 基于 19 倍 2012 年零售业务每股收益和 8 倍地产业务每股收益, 目标价格由 20.50 元下调至 16.55 元, 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)	5,636	6,442	6,356	8,911	11,101
变动(%)	15	14	(1)	40	25
净利润(人民币 百万)	362	434	564	691	665
全面摊薄每股收益(人民币)	0.944	0.880	1.144	1.402	1.349
变动(%)	23.4	(6.8)	30.0	22.5	(3.7)
市场预期每股收益(人民币)			1.089	1.405	1.702
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.083	1.394	1.338
调整幅度(%)	-	-	6	7	1
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.760	0.999	1.192
变动(%)	16.7	(7.2)	(3.0)	31.5	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	15.0	11.5	9.4	9.8
核心市盈率(倍)	15.6	16.8	17.3	13.2	11.0
每股现金流量(人民币)	2.16	(1.38)	3.53	2.58	2.14
价格/每股现金流量(倍)	6.1	(9.5)	3.7	5.1	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	7.7	6.2	4.3	3.5
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.404
股息率(%)	5.5	3.2	4.0	4.0	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 南大街店及家电业务营收下滑拖累主业业绩

2012年上半年公司实现营业收入32.45亿元，同比下降2.15%；实现息税前利润2.59亿元，同比下降12.12%；扣非后归属于上市公司股东净利润1.87亿元，同比下降12.17%，扣非后折合每股收益0.38元。

图表 1.2010-12年上半年零售业务各业态营收及毛利率

	10年上半年	10年下半年	11年上半年	11年下半年	12年上半年
<b>销售收入</b>					
百货业态	1,530.8	1,540.3	1,828.4	1,845.0	1,927.3
同比增长(%)			19.44	19.78	5.41
超市业态	477.5	309.1	501.8	289.9	544.4
同比增长(%)			5.08	(6.21)	8.49
电器业态	799.1	797.0	905.1	856.5	661.1
同比增长(%)			13.27	7.47	(26.96)
<b>毛利率(%)</b>					
百货业态	17.84	18.82	17.43	18.88	17.63
超市业态	10.75	3.26	12.76	5.06	12.31
电器业态	11.49	10.22	11.08	10.54	9.73

资料来源：公司资料，中银国际研究

上半年百货业务实现营收19.27亿元，同比增长5.14%，毛利率同比上涨0.2个百分点至17.63%，百货业务增长放缓的主要原因是主力店南大街店营收为负增长。

南大街店作为公司第一主力门店，去年营收占主业收入的32%。受家电销售持续低迷的影响，该店今年1季度家电销售约下降40%（2011年该店家电收入约占门店整体收入的25%），使得1季度该店营收同比增速基本持平，扣除家电的影响，估计该店1季度百货销售增幅为10%。今年3月起该店将进行为期6个月的不停业装修扩建工程，第一期工程为一楼中庭升级改造，为期3个月，之后将对每一层进行东扩，估计8月底内部装修完工并全面营业，改造后该店将扩大面积1万平米。由于中庭改造对该店一楼的经营造成了较大的负面影响，今年4-5月份该店整体营收下降15-20%，扣除家电下滑的影响，估计4-5月该店百货约下降10%，6月该店营收整体下降约为20%。我们预计后期逐层改造扩建工程对销售的影响将会小于中庭改造造成的影响。

装修扩建后的新店将全面提档升级，将引进雅诗兰黛、娇韵诗、倩碧和欧舒丹四大一线化妆品牌。虽然门店提档升级改造短期内将对该店的业绩产生较大的负面影响，但着眼于中长期发展，我们认为此次改造将为南大街店保持稳健的内生增长提供良好的动力，同时也为其保持南通市百货业门店销售冠军提供了有力的保障。

启东新店一期于今年5月开业，建筑面积约为3万平米，原店（经营面积约为1.37万平米）搬入新店后老店将拆除用于建设二期工程，二期预计将于2014年开业，建筑面积约为3万平米。由于二期工程紧接着一期工程结束后启动，工程建造会对一期的经营造成一定的影响，今年5-6月该店营收增速近10%，实现利润375万元。

去年年底开业的海安新店目前经营状况良好，今年上半年销售增速约为50-60%，实现利润334万元。如皋新店上半年增长约为10-15%，实现利润1,503万元，其余门店销售均实现个位数增长。

超市业态上半年实现营收5.44亿元，同比增长8.49%，毛利率同比下降0.45个百分点至12.31%。公司主力单体超市麦客隆店（面积5,300平米）附近修高架，

该店于今年3月份关闭，公司计划将在原店附近另寻一建筑面积约为1.5万平米的物业，用于开设大卖场，此外启东东车站大卖场（建筑面积约为1.15万平米）也将于今年年底开业。

### 家电业务持续低迷

上半年电器业务实现营收6.61亿元，同比下降26.96%，毛利率同比下降1.35个百分点至9.73%。去年家电业务实现净利润8,000万元，占公司扣非后净利润的21%左右，因此今年上半年家电业务营收的大幅下滑是公司利润下降的主要原因之一。

公司今年1季度家电业务销售同比下降40%，4-5月份同比下降30%，6月同比下降20%左右，经营状况正逐季转好。由于目前房地产行业有回暖迹象，加之政府家电节能补贴政策将出台，我们认为下半年家电销售情况可能会略好于上半年，但仍不容乐观，我们预计今年公司家电业务整体营收仍然为负增长。

### 商业地产及理财产品利润对冲零售业务利润下降

6月份，公司收购南通新景置业所持有的南通文景置业50%的股权，全资控股文景置业。此次收购有利于该店未来的发展，从零售业务看：公司省去原先需付给新景置业每年1,000万元的物业租金费用（后期租金费用会根据销售收入增长有所上浮，以年租金1,000万元为标准，每年将增厚零售业务每股收益0.15元），及每年该店50%的权益净利润。商业地产方面，原先商业街以包销的方式交予新景地产出售，包销额为5.8亿元，公司最后获得的权益净利润约为8,000万元。收购后，商业地产的销售收入均由公司所得，由于商业街销售好于公司预期，最终商业街营收将超过5.8亿元（商业街平均售价为2.5万元/平米）。保守估计商业街及住宅的利润约为5.6亿元（其中9,000万元属于新景置业公司），贡献每股收益约为0.71元。

2011年12月30开业的海安新店的商业地产项目将全部于今年结算，以搜房网披露的该地区商业地产的均价，我们预计该项目商业地产获得营收1亿多元，实现利润约4,000万元。南通二店商业地产也将有部分营收于今年结算。我们预计今年商业地产的每股收益约为0.265元（目前南通二店商铺及住宅结算比例有一定的不确定性）。

今年公司加大了对理财产品的投资，上半年获得投资收益约为2,072万元；此外，公司委托贷款投资取得收益2,523万元。

### 毛利率略有提升，费用率上升显著

上半年管理费用大幅上涨31.96%，管理费用率同比上涨0.91个百分点至3.46%，销售费用同比上涨11.55%。管理费用率同比上涨0.66个百分点至5.11%，我们认为新增门店是费用上涨的主要原因。

上半年公司综合毛利率同比上涨0.83个百分点至17.69%，主要原因是销售占比较高的百货业务毛利率同比上升0.2个百分点。

## 储备项目丰富

南通文峰城市广场，总面积33万平方米，项目总投资30多亿，其中商业部分外立面装修花费1.5亿元，项目拥有39层甲级写字楼、23层高档酒店、5幢精品住宅楼及12.5万平方米的商业部分。商业部分分为A、B座，A座是以年轻潮流为主体的时尚购物中心，总面积为7万平方米；B座是以奢侈品为主体的精品购物中心，总面积为4万平方米。预计商业部分明年上半年开业。

长江文峰大世界，营业面积6.5万平方米，其中百货2万多平方米，大卖场1.3万平方米，商业街1.8万平方米，商业办公楼1.1万平方米，预计明年5月份开业。

大丰文峰大世界购物中心，今年底政府将交出净地，明年正式开工，预计2014年下半年对外开业。

启东二店（老汽车站项目），占地面积1.5万平方米，将建15层楼的商业办公楼和营业面积3.8万平方米的大卖场，预计明年年底开业。

## 调整盈利预测和维持买入评级

我们小幅上调2012-14年零售业务的每股收益至0.76、0.999和1.192元，房地产每股收益为0.265、0.403和0.157元，2012年理财产品收入贡献每股收益为0.12元，合计每股收益为1.144、1.402和1.349元，基于19倍2012年零售业务每股收益和8倍地产业务每股收益，下调目标价格至16.55元，维持买入评级。

图表 2.2012年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11年上半年	11年下半年	12年上半年	同比变化 (%)	环比变化 (%)
	年	年	年		
主营业务收入	3,242	3,027	3,152	(2.80)	4.12
-营业税及附加	(37)	(42)	(45)	19.60	5.68
净销售收入	3,205	2,984	3,107	(3.06)	4.10
其他业务利润	71	87	88	23.22	0.88
销售成本	(2,754)	(2,548)	(2,665)	(3.23)	4.59
管理费用	(83)	(118)	(109)	31.96	(7.34)
销售费用	(144)	(163)	(161)	11.55	(0.95)
营业利润	295	243	259	(12.12)	6.71
非经常性项目	14	50	53	272.73	4.84
投资收益	1	(2)	0	(82.13)	(108.81)
净财务费用	(5)	(11)	(6)	10.78	(51.62)
利润总额	305	279	306	0.39	9.80
所得税	(81)	(70)	(80)	(0.48)	15.14
利润总额	224	209	226	0.70	8.02
少数股东损益	(0)	1	0	(182.72)	(58.51)
归属母公司股东净利润	224	210	226	1.08	7.73
扣除非经常性损益的净利润	213	172	187	(12.17)	8.73
扣非后每股收益(元)	0.433	0.350	0.380	(12.17)	8.73
<b>盈利能力 (%)</b>					
零售业务毛利率	16.86	18.09	17.69		
综合毛利率	15.05	15.81	15.43		
经营利润率	8.89	7.79	7.99		
税前利润率	9.20	8.95	9.45		
扣非后净利率	6.44	5.54	5.79		

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	5,636	6,442	6,356	8,911	11,101
销售成本	(4,679)	(5,318)	(5,213)	(7,403)	(9,234)
经营费用	(383)	(494)	(532)	(709)	(908)
息税折旧前利润	574	631	611	799	959
折旧及摊销	(118)	(94)	(111)	(136)	(163)
经营利润(息税前利润)	456	537	500	663	795
净利润收入/(费用)	(18)	(16)	5	2	(3)
其他收益/(损失)	52	63	256	268	105
税前利润	490	584	761	933	897
所得税	(127)	(150)	(198)	(243)	(233)
少数股东权益	(1)	0	1	1	1
净利润	362	434	564	691	665
核心净利润	323	386	374	492	588
每股收益(人民币)	0.944	0.880	1.144	1.402	1.349
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.760	0.999	1.192
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.404
收入增长(%)	15	14	(1)	40	25
息税前利润增长(%)	19	18	(7)	33	20
息税折旧前利润增长(%)	33	10	(3)	31	20
每股收益增长(%)	23	(7)	30	22	(4)
核心每股收益增长(%)	17	(7)	(3)	32	19

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	490	584	761	933	897
折旧与摊销	118	94	111	136	163
净利润利息费用	18	16	(5)	(2)	3
运营资本变动	385	(1,086)	1,253	643	302
税金	(127)	(150)	(198)	(243)	(233)
其他经营现金流	(57)	(64)	(184)	(196)	(80)
经营活动产生的现金流	826	(606)	1,738	1,271	1,052
购买固定资产净值	(231)	(271)	(276)	(565)	0
投资减少/增加	34	7	0	0	(1)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(197)	(265)	(276)	(565)	(1)
净增权益	0	2,136	0	0	1
净增债务	200	(195)	0	0	0
支付股息	(199)	(279)	(207)	(256)	(256)
其他融资现金流	(179)	(125)	(165)	(103)	(749)
融资活动产生的现金流	(178)	1,536	(372)	(360)	(1,004)
现金变动	452	666	1,090	346	47
期初现金	503	955	1,620	2,710	3,057
公司自由现金流	638	(855)	1,489	739	1,087
权益自由现金流	812	(1,082)	1,467	707	1,048

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	10.2	9.8	9.6	9.0	8.6
息税前利润率	8.1	8.3	7.9	7.4	7.2
税前利润率	8.7	9.1	12.0	10.5	8.1
净利率	6.4	6.7	8.9	7.8	6.0
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	1.8	1.7	1.4	1.2
利息覆盖率	17.7	16.5	22.3	21.1	20.4
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	0.7	1.6	1.5	1.2	1.1
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	13.9	15.0	11.5	9.4	9.8
核心业务市盈率	15.6	16.8	17.3	13.2	11.0
目标价对应核心业务市盈率	19.6	21.1	21.8	16.6	13.9
市净率	4.5	2.0	1.9	1.8	1.6
价格/现金流	6.1	(9.5)	3.7	5.1	6.2
企业价值/息税折旧前利润	7.5	7.7	6.2	4.3	3.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	24.0	25.2	24.6	23.9	23.9
应收账款周转天数	6.3	26.2	10.4	10.0	12.6
应付账款周转天数	99.3	96.8	105.2	108.4	107.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	77.3	47.7	45.4	37.1	30.0
净资产收益率(%)	32.4	13.1	16.5	19.5	16.9
资产收益率(%)	11.1	7.6	6.8	7.6	7.8
已运用资本收益率(%)	34.9	16.7	15.4	19.6	21.1

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	955	1,620	2,710	3,057	3,103
应收帐款	98	463	182	243	384
库存	307	368	351	485	604
其他流动资产	190	1,087	193	278	414
<b>流动资产总计</b>	<b>1,550</b>	<b>3,538</b>	<b>3,436</b>	<b>4,063</b>	<b>4,506</b>
固定资产	1,183	1,333	1,491	1,675	2,262
无形资产	272	262	372	558	548
其他长期资产	42	144	151	192	269
<b>长期资产总计</b>	<b>1,496</b>	<b>1,738</b>	<b>2,014</b>	<b>2,426</b>	<b>3,079</b>
<b>总资产</b>	<b>3,046</b>	<b>5,277</b>	<b>5,449</b>	<b>6,489</b>	<b>7,585</b>
应付帐款	1,533	1,709	1,832	2,646	3,273
短期债务	3	8	8	8	8
其他流动负债	184	246	183	293	365
<b>流动负债总计</b>	<b>1,721</b>	<b>1,963</b>	<b>2,023</b>	<b>2,947</b>	<b>3,646</b>
长期借款	203	2	2	2	2
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	383	493	493	493	493
储备	732	2,813	2,925	3,041	3,440
<b>股东权益</b>	<b>1,115</b>	<b>3,305</b>	<b>3,418</b>	<b>3,534</b>	<b>3,932</b>
少数股东权益	7	6	5	5	4
<b>总负债及权益</b>	<b>3,046</b>	<b>5,277</b>	<b>5,449</b>	<b>6,489</b>	<b>7,585</b>
每股帐面价值(人民币)	2.91	6.71	6.94	7.17	7.98
每股有形资产(人民币)	2.20	6.18	6.18	6.04	6.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.96)	(3.27)	(5.48)	(6.18)	(6.28)

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