



买入 **17% ↑**
目标价格: 人民币11.68

002419.CH 原先目标价: 人民币23.00

价格: 人民币9.96

目标价格基础: 18倍12年市盈率

板块评级: 中立

天虹商场

业绩令人失望

公司2012年上半年实现销售收入69.94亿元, 同比增长9.74%; 可比门店营业收入同比增长3.5%; 实现息税前利润3.65亿元, 同比下降12.53%; 扣非后归属于母公司净利润为2.77亿元, 同比下降13.04%, 折合每股收益0.346元。我们下调目标价格至11.68元/股。

支撑评级的要点

- 同店增速逐季提高, 部分次新店持续减亏。
- “天虹”和“君尚”双品牌差异化经营。
- 精细化管理使得公司有效掌控新开门店风险。

评级面临的主要风险

- “君尚”和购物中心对公司招商能力和业态组合规划能力提出了更高的要求。
- 异地新店业绩波动, 影响对公司业绩预测的准确性。

估值

- 考虑到同店营收增速放缓及费用上升的双重压力, 我们下调2012-14年每股收益(不含非经常性损益)至0.649、0.836和1.067元, 基于18倍2012年每股收益, 我们将公司目标价格由23.00元下调至11.68元/股, 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)	10,113	12,908	14,460	17,755	21,579
变动(%)	26	28	12	23	22
净利润(人民币 百万)	485	574	519	669	854
全面摊薄每股收益(人民币)	0.606	0.718	0.649	0.836	1.067
变动(%)	36.3	18.4	(9.6)	28.8	27.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.871	1.067	1.195
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.911	1.188	1.517
调整幅度(%)	-	-	(28.76)	(29.63)	(29.66)
核心每股收益(人民币)	0.588	0.701	0.649	0.836	1.067
变动(%)	37.1	19.1	(7.4)	28.8	27.6
全面摊薄市盈率(倍)	16.4	13.9	15.3	11.9	9.3
核心市盈率(倍)	16.9	14.2	15.3	11.9	9.3
每股现金流量(人民币)	1.86	1.88	1.29	2.94	3.52
价格/每股现金流量(倍)	5.4	5.3	7.7	3.4	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(0.6)	2.6	2.7	1.7	0.3
每股股息(人民币)	0.480	0.297	0.350	0.450	0.500
股息率(%)	4.8	3.0	3.5	4.5	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(41)	(6)	(32)	(60)
相对新华富时A50指数	(37)	(1)	(17)	(44)

发行股数(百万)	800
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	7,970
3个月日均交易额(人民币 百万)	27
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中航技深圳	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月28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

可比门店销售增速放缓费用增加导致利润下降

公司 2012 年上半年实现销售收入 69.94 亿元，同比增长 9.74%；可比门店营业收入同比增长 3.5%；实现息税前利润 3.65 亿元，同比下降 12.53%；扣非后归属于母公司净利润为 2.77 亿元，同比下降 13.04%，折合每股收益 0.346 元。

2012 年上半年可比门店营业收入同比增长 3.5%，其中 1 季度单季度同店增长为 1.6%，2 季度单季度同店增速为 5.5%，同店增速正在逐季提高。

分业态分析，上半年百货业务实现营收 44.22 亿元，同比增长 11.29%，超市业务实现营收 21.39 亿元，同比增长 7.29%，X 类（电器类）实现营收 2.95 亿元，同比下降 0.38%。百货业务毛利率同比上升 0.16 个百分点至 21.59%，X 类（家电类）毛利率上升 1.35 个百分点至 27.94%，超市业务毛利率略下降 0.2 个百分点至 21.47%。

图表 1.2010-12 年上半分业态销售输入及毛利率

(人民币, 百万)	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
销售收入					
百货	2,799.3	3,202.23	3,973.13	4,230.54	4,421.56
同比增长(%)		41.93	32.11	11.29	
超市	1,687.3	1,819.72	1,993.34	2,022.4	2,138.6
同比增长(%)		18.14	11.14	7.29	
X(电器类)	241.96	236.082	296.414	286.036	295.285
同比增长(%)		22.51	21.16	(0.38)	
毛利率(%)					
百货	21.75	21.79	21.43	21.04	21.59
超市	21.29	22.11	21.68	22.16	21.47
X(电器类)	19.21	22.73	26.60	34.91	27.94

资料来源：公司资料，中银国际研究

同店增速放缓，外埠同店增速高于深圳地区

母公司报表基本反映了深圳地区门店的财务状况，由于深圳地区去年至今未开新店，因此今年上半母公司报表基本反映了同店的经营状况。

今年上半年，深圳地区实现营收 39 亿元，同比增长 2.68%，其中 1 季度同比增长 1.24%，2 季度同比增长 4.52%，同店增速逐季提高。

上半年综合毛利率同比上升 0.09 个百分点至 22.37%，其中百货毛利率同比上升 0.65 个百分点至 23.17%。销售费用率同比上升 0.38 个百分点至 11.61%，管理费用率同比上升 0.69 个百分点至 2.7%。

图表 2.2011-2012 上半年母公司利润表业绩摘要 (深圳门店)

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 2季度	11年 上半年	11年 下半年	12年 1季度	12年 2季度	12年 上半年	12年上半年 同比变化(%)	12年上半年 环比变化(%)
营业收入	2,134.7	1,663.1	3,797.7	3,940.0	2,161.2	1,738.2	3,899.4	2.68	(1.03)
其中主营业务收入		3,746.3	3,884.9			3,836.5	2.4	(1.25)	
百货			1,986.1	2,140.9			2,056.1	3.52	(3.96)
超市			1,548.4	1,523.3			1,584.9	2.36	4.05
X类			211.8	220.8			195.5	(7.68)	(11.44)
其他业务收入			51.5	55.1			62.9	22.19	14.20
营业税金及附加	(11.2)	(6.7)	(17.9)	(32.4)	(16.9)	(4.2)	(21.0)	17.42	(35.13)
净营业收入	2,123.5	1,656.4	3,779.8	3,907.5	2,144.3	1,734.0	3,878.3	2.61	(0.75)
营业成本	(1,683.0)	(1,268.4)	(2,951.5)	(3,066.6)	(1,699.2)	(1,327.9)	(3,027.1)	2.56	(1.29)
主营业务成本			(2,946.2)	(3,057.4)			(3,016.7)	2.39	(1.33)
百货			(1,538.7)	(1,680.3)			(1,579.6)	2.66	(5.99)
超市			(1,237.8)	(1,215.2)			(1,279.4)	3.36	5.28
X类			(169.7)	(161.9)			(157.7)	(7.07)	(2.63)
其他业务成本			(5.3)	(9.2)			(10.4)	97.03	13.23
销售费用	(211.2)	(215.0)	(426.2)	(460.4)	(223.4)	(229.3)	(452.6)	6.19	(1.69)
管理费用	(36.09)	(40.16)	(76.25)	(95.98)	(55.50)	(49.80)	(105.30)	38.11	9.71
息税前利润	193.19	132.72	325.92	284.54	166.30	127.00	293.30	(10.00)	3.09
净财务费用	9.76	12.16	21.92	33.75	20.90	18.00	38.90	77.34	15.18
模拟利润总额	202.95	144.88	347.84	318.29	187.20	145.00	332.20	(4.49)	4.37
盈利能力 (%)									
综合毛利率	21.16	23.73	22.28	22.17	21.38	23.6	22.37		
百货毛利率			22.53	21.51			23.17		
超市毛利率			20.06	20.23			19.28		
X类毛利率			19.88	26.64			19.34		
息税前利润率	9.05	7.98	8.58	7.22	7.69	7.31	7.52		
销售费用率	9.89	12.93	11.22	11.68	10.33	13.19	11.61		
管理费用率	1.69	2.41	2.01	2.44	2.57	2.87	2.7		

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

合并报表与母公司报表息税前利润之差额基本反映外埠门店经营状况, 上半年外埠门店实现营收 30.94 亿元, 同比增长 20.15%, 较高的营收增速主要由新增门店贡献, 去年下半年至今年上半年公司共新增外埠自营门店 9 家。综合毛利率同比上升 0.16 个百分点至 24.1%。销售费用率同比增长 0.79 个百分点至 19.55%, 管理费用率同比增长 0.51 个百分点至 1.23%, 主要由新增门店使得费用上升所致。

图表 3.2011-2012 上半年外埠门店利润表业绩摘要 (模拟值)

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 2季度	11年 上半年	11年 下半年	12年 1季度	12年 2季度	12年 上半年	12年上半年 同比变化(%)	12年上半年 环比变化(%)
营业收入	1,452.2	1,123.2	2,575.4	2,722.5	1,672.3	1,422.1	3,094.3	20.15	13.66
其中主营业务收入		2,516.6	2,654.1			3,019.0	20.0	13.75	
百货			1,987.0	2,089.7			2,365.5	19.05	13.20
超市			444.9	499.1			553.7	24.45	10.93
X类			84.6	65.3			99.8	17.88	52.86
其他业务收入			58.8	68.1			75.4	28.15	10.73
营业税金及附加	(16.4)	(7.5)	(23.9)	(28.8)	(21.4)	(10.2)	(31.6)	31.85	9.61
净营业收入	1,435.8	1,115.7	2,551.5	2,693.7	1,650.9	1,411.9	3,062.8	20.04	13.70
营业成本	(1,120.8)	(838.0)	(1,958.8)	(2,048.9)	(1,282.0)	(1,066.4)	(2,348.5)	19.89	14.62
主营业务成本			(1,954.4)	(2,043.6)			(2,342.6)	19.86	14.63
百货			(1,583.1)	(1,660.2)			(1,887.5)	19.23	13.69
超市			(323.4)	(359.2)			(400.0)	23.66	11.36
X类			(47.9)	(24.2)			(55.1)	14.99	127.39
其他业务成本			(4.4)	(5.2)			(5.9)	32.19	12.87
销售费用	(243.4)	(239.9)	(483.4)	(568.4)	(303.4)	(301.6)	(605.1)	25.18	6.44
管理费用	(8.83)	(9.52)	(18.35)	(36.65)	(18.60)	(19.30)	(38.00)	106.88	3.58
息税前利润	62.71	28.20	90.92	39.80	46.80	24.50	71.30	(21.61)	79.08
净财务费用	(3.86)	(1.28)	(5.14)	(6.41)	(5.50)	(2.60)	(8.20)	58.93	27.46
模拟利润总额	58.85	26.92	85.78	33.39	41.30	21.80	63.10	(26.44)	88.99
盈利能力 (%)									
综合毛利率	22.82	25.39	23.94	24.74	23.34	25.01	24.1		
百货毛利率			20.33	20.55			20.2		
超市毛利率			27.31	28.04			27.76		
X类毛利率			43.41	62.89			44.8		
息税前利润率	4.32	2.51	3.53	1.46	2.8	1.72	2.3		
销售费用率	16.76	21.36	18.77	20.88	18.14	21.21	19.55		
管理费用率	0.61	0.85	0.71	1.35	1.12	1.36	1.23		

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

华东地区的苏州金鸡湖天虹今年上半年扭亏为盈, 实现利润 364 万元, 去年年底新增的苏州木渎店上半年亏损 233 万元。萧山天虹上半年仍亏损 612 万元, 同比略有减亏。湖州爱山项目上半年亏损 1,519 万元, 同比亏损幅度略有上升。目前华东地区仍然是公司着力提高的区域, 公司将采取在苏南和浙北同城加密的战略, 以尽快实现规模效应。

今年 1 月开业的北京新奥店是公司位于北京的第三家门店, 上半年该店亏损 1,070 万元。

去年底开业的泉州世纪嘉园项目, 上半年亏损 1,140 万元。

费用率上升较快

上半年公司综合毛利率同比上升 0.18 个百分点至 23.14%, 主要原因是营收占比较高的百货业务毛利率有所提升。

财务费用同比下降 82.98%, 主要原因是本报告期内利息收入同比增加 1,693 万元。

管理费用及销售费用率分别增长 0.56 和 0.85 个百分点至 2.05% 和 15.12%, 主要原因是新增门店带来费用的上涨。

保持较快的外延扩张步伐，布局全国零售网络

截至 2012 年 7 月底，公司共有直营天虹品牌店 50 家、1 家君尚店和 4 家加盟店。截至 7 月底今年公司新开门店 5 家，其中上半年新开 4 家门店，总面积 13.57 万平米。公司计划今年全年新增自营门店 8-10 家，延续了公司一贯快速扩张的作风。从公司披露的储备项目可发现，华中地区将作为公司未来展店发展的重点区域，而华南地区将作为公司的战略基地不断夯实。

图表 4.2012 年 1-7 月新开门店概况

新开门店	开业时间	面积 (平方米)	物业性质	备注
北京新奥天虹	2012-01-06	37,000	租赁	租赁期: 2010.4.24-2025.4.23, 装修设备等总投资约为 5,629 万元, 租金及物业服务费用约为 9 亿元
厦门海沧天虹	2012-04-28	28,000	租赁	--
绍兴柯桥天虹	2012-04-29	33,000	租赁	租赁期: 2012.4.28-2032.4.28, 装修设备等总投资约 3,039 万元, 租金及物业服务费用约为 2.02 亿元
深圳前海天虹(振业店)	2012-06-18	19,000	租赁	租赁期: 2012.1.1-2027.1.1, 装修设备等总投资约 2,203 万元, 租金 25,516 万元和商业服务费 3,306 万元
岳阳天虹	2012-07-07	18,687	租赁	租赁期: 2012.1.1-2032.1.1, 每月每平方米建筑面积 31 元, 从计租起算日后第三年起每年上浮 2.5%

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

图表 5.2002-2012 年 7 月公司直营店展店概况 (含君尚)

门店数据(平方米)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 年 7 月
报告期末门店数	5	9	12	16	21	28	30	35	40	46	51
报告期末营业面积	85,480	189,197	264,510	357,203	439,795	609,420	669,781	786,199	930,239	1,131,039	1,266,727
增长率(%)		121.3	39.8	35.0	23.1	38.6	9.9	17.4	18.3	21.6	--
单店面积	17,096	21,022	22,043	22,325	20,943	21,765	22,326	22,463	23,256	24,588	24,838
增长率(%)		23	5	1	-6	4	3	1	4	6	1
新开门店数		4	3	4	5	7	2	5	5	6	5
当年新店平均单店面积	25,929	25,104	23,173	16,518	24,232	30,180	23,284	28,808	33,467	27,137	

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

图表 6.公司各地区自营门店数 (含君尚和储备门店)

	华南地区		华中区		华东区		东南区		北京		山东		合计	
	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数	已开门店数	储备门店数
门店数量	30	11	7	5	6	1	5	1	3	0	0	1	51	19

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

调整盈利预测和维持买入评级

考虑到同店营收增速放缓及费用上升的双重压力，我们下调 2012-14 年每股收益（不含非经常性损益）至 0.649、0.836 和 1.067 元，基于 18 倍 2012 年每股收益，给予公司 11.68 元/股的目标价格，维持**买入**评级。

图表 7.2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 2季度	11年 上半年	11年 下半年	12年 1季度	12年 2季度	12年 上半年	12年上半年 同比变化(%)	12年上半年 环比变化(%)
营业收入	3,587	2,887	6,373	6,662	3,833	3,160	6,994	9.74	4.97
营业税金及附加	(28)	(14)	(42)	(61)	(38)	(14)	(53)	25.67	(14.10)
净营业收入	3,559	2,872	6,331	6,601	3,795	3,146	6,941	9.63	5.15
营业成本	(2,804)	(2,106)	(4,910)	(5,115)	(2,981)	(2,394)	(5,376)	9.48	5.08
销售费用	(455)	(455)	(910)	(1,029)	(527)	(531)	(1,058)	16.28	2.80
管理费用	(45)	(50)	(95)	(133)	(74)	(69)	(143)	51.45	8.02
息税前利润	256	261	417	324	213	152	365	(12.53)	12.42
非经常项目	8	5	13	5	4	6	10	(20.52)	101.30
投资收益	0	0	0	0	0	0	0		
净财务费用	6	11	17	27	15	15	31	82.98	12.30
利润总额	270	278	447	357	232	173	406	(9.18)	13.70
所得税	(68)	(51)	(119)	(112)	(69)	(54)	(123)	3.17	9.93
净利润	202	226	328	245	164	119	283	(13.67)	15.42
少数股东损益	0	0	0	(0)	1	0	1		
归属于母公司股东的净利润	202	226	328	245	164	119	284	(13.38)	15.86
扣除非经常性损益的净利润	196	222	318	242	162	115	277	(13.04)	14.54
扣除非后全面摊薄每股收益(元)	0.245	0.153	0.398	0.302	0.202	0.144	0.346	(13.04)	14.54
盈利能力(%)									
综合毛利率	21.83	27.03	22.95	23.22	22.23	24.24	23.14		
息税前利润率	7.13	9.05	6.54	4.87	5.56	4.79	5.21		
净利润率	7.52	9.62	7.01	5.36	6.06	5.48	5.80		
扣非后净利润率	5.46	7.69	4.99	3.63	4.22	3.64	3.96		

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	10,113	12,908	14,460	17,755	21,579
销售成本	(7,818)	(10,002)	(11,196)	(13,733)	(16,676)
经营费用	(1,486)	(1,903)	(2,261)	(2,676)	(3,255)
息税折旧前利润	808	1,004	1,003	1,346	1,648
折旧及摊销	(192)	(263)	(340)	(471)	(546)
经营利润(息税前利润)	616	741	663	875	1,102
净利息收入/(费用)	6	44	42	46	65
其他收益/(损失)	19	19	0	0	0
税前利润	641	804	705	921	1,167
所得税	(156)	(231)	(187)	(255)	(316)
少数股东权益	0	1	1	2	3
净利润	485	574	519	669	854
核心净利润	490	580	519	669	854
每股收益(人民币)	0.606	0.718	0.649	0.836	1.067
核心每股收益(人民币)	0.588	0.701	0.649	0.836	1.067
每股股息(人民币)	0.480	0.297	0.350	0.450	0.500
收入增长(%)	26	28	12	23	22
息税前利润增长(%)	33	20	(11)	32	26
息税折旧前利润增长(%)	30	24	0	34	22
每股收益增长(%)	36.3	18.4	(9.6)	29	28
核心每股收益增长(%)	37.1	19.1	(7.4)	29	28

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	641	804	705	921	1,167
折旧与摊销	192	263	340	471	546
净利息费用	(6)	(44)	(42)	(46)	(65)
运营资本变动	903	683	173	1,211	1,420
税金	(156)	(231)	(187)	(255)	(316)
其他经营现金流	(183)	31	43	48	68
经营活动产生的现金流	1,392	1,506	1,033	2,352	2,820
购买固定资产净值	(547)	(144)	(571)	(1,390)	(290)
投资减少/增加	17	30	16	13	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(530)	(114)	(555)	(1,377)	(290)
净增权益	1,913	0	0	0	0
净增债务	0	1	(1)	0	20
支付股息	0	(192)	(238)	(280)	(360)
其他融资现金流	(20)	(270)	(336)	(313)	(439)
融资活动产生的现金流	1,893	(461)	(574)	(593)	(780)
现金变动	2,755	931	(97)	382	1,750
期初现金	1,698	4,454	5,385	5,288	5,670
公司自由现金流	912	1,497	587	1,104	2,659
权益自由现金流	868	1,437	518	1,021	2,614

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	4,454	5,385	5,288	5,670	7,420
应收帐款	146	632	342	381	417
库存	290	435	416	518	567
其他流动资产	171	177	285	314	361
流动资产总计	5,061	6,628	6,331	6,883	8,765
固定资产	1,092	1,071	1,354	2,329	2,386
无形资产	589	656	843	1,034	1,009
其他长期资产	409	450	514	519	521
长期资产总计	2,089	2,177	2,710	3,882	3,916
总资产	7,150	8,805	9,041	10,765	12,681
应付帐款	3,840	5,159	5,132	6,514	8,002
短期债务	0	0	0	0	20
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	3,840	5,159	5,132	6,514	8,022
长期借款	0	1	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	400	800	800	800	800
储备	2,910	2,844	3,109	3,451	3,862
股东权益	3,310	3,644	3,909	4,251	4,662
少数股东权益	0	2	0	0	(3)
总负债及权益	7,150	8,805	9,041	10,765	12,681
每股帐面价值(人民币)	8.27	4.55	4.89	5.31	5.83
每股有形资产(人民币)	6.80	3.73	3.83	4.02	4.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(11.13)	(6.73)	(6.61)	(7.09)	(9.25)

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	8.0	7.8	6.9	7.6	7.6
息税前利润率	6.1	5.7	4.6	4.9	5.1
税前利润率	6.3	6.2	4.9	5.2	5.4
净利率	4.8	4.4	3.6	3.8	4.0
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率	13.9	12.2	9.8	10.5	16.9
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	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	16.4	13.9	15.3	11.9	9.3
核心业务市盈率	16.9	14.2	15.3	11.9	9.3
目标价对应核心业务市盈率	17.9	16.1	18.0	14.0	11.0
市净率	1.2	2.2	2.0	1.9	1.7
价格/现金流	5.4	5.3	7.7	3.4	2.8
企业价值/息税折旧前利润	(0.6)	2.6	2.7	1.7	0.3
周转率					
存货周转天数	11.5	13.2	10.7	9.6	9.2
应收帐款周转天数	8.9	11.0	12.3	7.4	6.7
应付帐款周转天数	124.0	127.2	129.9	119.7	122.8
回报率					
股息支付率(%)	39.6	41.4	53.9	53.8	46.9
净资产收益率(%)	23.0	16.5	13.8	16.4	19.2
资产收益率(%)	8.4	6.6	5.5	6.4	6.9
已运用资本收益率(%)	31.6	24.3	20.5	24.6	27.6

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