



**买入**

**22% ↑**

目标价格: 人民币13.43

002419.CH

价格: 人民币11.03

目标价格基础: 17倍13年市盈率

板块评级: 中立

# 天虹商场

## 营收增速逐季改善

公司2012年实现销售收入143.77亿元,同比增长10.29%;可比门店营业收入同比增长4.28%,利息同比增长13.98%;实现息税前利润7.62亿元,同比增长2.79%;扣非后归属于母公司净利润为5.67亿元,同比增长1.16%,折合每股收益0.708元,与我们之前预测的扣非后每股收益0.707元相符合。我们维持13.43元的目标价格和买入评级。

### 支撑评级的要点

- 同店增速趋势好转,部分次新店持续减亏。
- 苏南及北京地区规模优势逐渐显现。
- 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

- 异地新店业绩波动,影响对公司业绩预测的准确性。

### 估值

- 我们小幅调整公司2013-14年盈利预测(扣除非经常性损益)至0.794和0.941,15年每股收益预测为1.093元。外埠门店,特别是苏南及北京地区规模优势逐渐显现,基于对公司优秀的管理能力和稳健战略步伐的认可,我们维持公司13.43元/股的目标价格和买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	(4)	17	(38)
相对新华富时A50指数	-	(4)	(10)	(43)

发行股数(百万)	800
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	8,490
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
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2013年2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

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	12,933	14,265	16,383	20,296	24,495
变动(%)	28	10	15	24	21
净利润(人民币 百万)	574	588	636	753	875
全面摊薄每股收益(人民币)	0.717	0.734	0.794	0.941	1.093
变动(%)	11.6	1.2	12.2	18.5	16.1
市场预期每股收益(人民币)		0.723	0.869	1.064	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.836	1.067	
调整幅度(%)	-	-	(5)	(11)	
核心每股收益(人民币)	0.700	0.708	0.794	0.941	1.093
变动(%)	11.6	1.2	12.2	18.5	16.1
全面摊薄市盈率(倍)	15.4	15.0	13.9	11.7	10.1
核心市盈率(倍)	15.8	15.6	13.9	11.7	10.1
每股现金流量(人民币)	1.88	2.06	1.40	3.26	3.02
价格/每股现金流量(倍)	5.9	5.4	7.9	3.4	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	3.5	2.4	0.9	(0.2)
每股股息(人民币)	0.297	0.350	0.450	0.500	0.273
股息率(%)	2.7	3.2	4.1	4.5	2.5

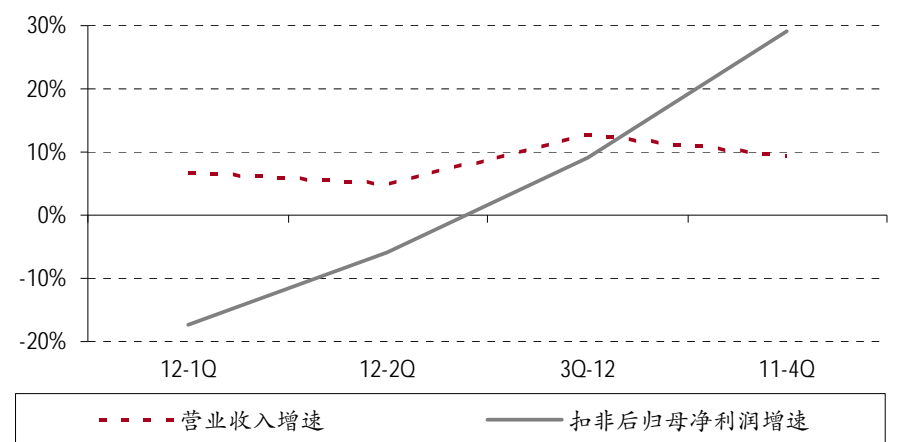
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 营业收入和扣非后净利润同比增速趋势改善

公司 2012 年实现销售收入 143.77 亿元，同比增长 10.29%；可比门店营业收入同比增长 4.28%，利息同比增长 13.98%；实现息税前利润 7.62 亿元，同比增长 2.79%；扣非后归属于母公司净利润为 5.67 亿元，同比增长 1.16%，折合每股收益 0.708 元，与我们之前预测的扣非后每股收益 0.707 元相符。

分季度分析，公司 4 季度单季度实现销售收入 41.44 亿元，同比增长 9.49%，增速虽较 3 季度略微放缓，但是高于 1、2 季度。扣非后归属于母公司净利润 1.78 亿元，同比增长 29%。可发现，公司营收速度和扣非后归属于母公司净利润增速均呈现逐季提高，显示出较强的恢复趋势。

图表 1.2012 年公司各季度营收及扣非后净利润同比变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

可比门店营收方面，2012 年公司可比门店同比增长 4.28%，可比门店利润总额同比增长 13.98%；分区域来看，对业绩有所拖累的是东南及华南地区。华中地区增长较快，2012 年可比门店营收和利润总额同比分别为 16.08% 和 34.18%

华东地区，苏州子公司，随着门店的加密，规模优势逐渐显现，金鸡湖店 2012 年获 1,155 万元，实现扭亏为盈，2011 年新增的木渎店亏损 825 万元，亏损幅度较初次进入的金鸡湖店小。浙江地区，萧山天虹 2012 年较 2011 年略有减亏，未见明显的好转趋势。2012 年 1 月 6 日开业的北京新奥天虹，2012 年亏损 1,581 万元，亏损幅度小于首次进入北京的宣武店。

图表 2.分区域可比门店 2012 年营收及利息增速

区域	可比店收入同比增幅(%)	可比店利润总额同比增幅(%)
华南区	4.45	10.31
华中区	16.08	34.18
华东区	7.26	42.26
东南区	(1.83)	(4.26)
北京	(9.97)	14.01
君尚	3.94	27.41
合计	4.28	13.98

资料来源：公司资料，中银国际研究

### 深圳地区 2012 年同店营收增速趋势好转

母公司报表基本反映了深圳地区门店(除君尚店外)的财务状况, 2012 年深圳地区仅新增前海天虹店, 因此母公司利润表基本反映了深圳地区同店的经营状况。

作为公司销售和利润的主要贡献区域, 深圳地区 2012 年实现主营业务营收 79.47 亿元, 同比增长 4.15%, 其中上半年增长 2.7%, 下半年增长 6.1%, 同样呈现出改善的趋势。

**图表 3.深圳地区 2012 年模拟利润表**

(人民币, 百万)	2010	2011	2012	2012 年同比变化 (%)
主营业务收入	6,612.95	7,631.18	7,947.54	4.15
百货	3,548.01	4,126.97	4,344.85	5.28
超市	2,676.47	3,071.67	3,223.54	4.94
电器	388.47	432.54	379.16	(12.34)
主营业务成本	(5,162.22)	(6,003.57)	(6,226.96)	3.72
百货	(2,727.00)	(3,219.02)	(3,338.97)	3.73
超市	(2,117.42)	(2,452.93)	(2,580.66)	5.21
电器	(317.80)	(331.63)	(307.33)	(7.33)
<b>毛利率 (%)</b>				
主营业务综合毛利率	21.94	21.33	21.65	
百货	23.14	22.00	23.15	
超市	20.89	20.14	19.94	
电器	18.19	23.33	18.94	
其他业务收入	102.82	106.52	131.97	23.89
其他业务成本	(8.99)	(14.50)	(21.10)	45.52
营业税金及附加	(17.30)	(50.37)	(47.68)	(5.33)
占销售收入(%)	0.26	0.65	0.59	
经营业收入	6,698.46	7,687.33	8,031.83	4.48
销售费用	(802.88)	(886.58)	(945.70)	6.67
销售费用率(%)	11.96	11.46	11.70	
管理费用	(154.17)	(172.23)	(217.86)	26.49
管理费用率(%)	2.30	2.23	2.70	
息税前利润	570.20	610.45	620.22	1.60

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

### 新增门店使外埠门店营收同比保持了较高的增速

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, 2012 年实现营收 61.37 亿元, 同比增长 18.69%, 较高的营收增速主要由新增门店贡献。

**图表 4.外埠地区 2012 年模拟利润表**

外埠店经营状况 (合并-母公司) (人民币, 百万)	2010	2011	2012	2012 年 同比变化(%)
主营业务收入	3,374.27	5,171.06	6,137.49	18.69
百货	2,453.53	4,076.70	4,800.41	17.75
超市	830.55	944.07	1,132.03	19.91
电器	89.58	149.91	204.69	36.54
加工维修	0.62	0.39	0.36	(6.49)
主营业务成本	(2,656.20)	(3,998.05)	(4,740.19)	18.56
百货	(1,968.07)	(3,243.30)	(3,815.72)	17.65
超市	(628.04)	(682.62)	(818.55)	19.91
电器	(60.09)	(72.12)	(105.92)	46.86
加工维修	0.00	0.00	0.00	
<b>毛利率 (%)</b>				
主营业务综合毛利率	21.28	22.68	22.77	
百货	19.79	20.44	20.51	
超市	24.38	27.69	27.69	
电器	32.91	51.89	48.25	
其他业务收入	84.33	126.88	160.00	26.11
其他业务成本	(4.34)	(9.64)	(12.52)	29.87
营业税金及附加	(31.08)	(52.73)	(64.56)	22.44
<b>占销售收入(%)</b>				
经营营业收入	3,427.51	5,245.21	6,232.93	18.83
销售费用	(683.75)	(1,051.81)	(1,266.72)	20.43
销售费用率(%)	20.26	20.34	20.64	
管理费用	(37.01)	(55.00)	(71.86)	30.65
管理费用率(%)	1.10	1.06	1.17	
息税前利润	46.20	130.71	141.64	8.36

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

### 综合毛利率及费用率均略有上升

2012 年公司综合毛利率同比上升 0.39 个百分点至 23.48%，其中，百货业务毛利率提升 0.54 个百分点至 21.77%，我们认为毛利率上升的主要原因是：黄金销售占比下降，公司不断调整商品结构。超市业务毛利率同比上升 0.04 个百分点至 21.96%，我们认为毛利率略涨的原因是：公司提高了商品直供和直采的比例，实现农场对接基地。

2012 年公司销售费用率同比上升 0.52 个百分点至 15.39%，管理费用率同比上升 0.28 个百分点至 2.02%，期间费用率上涨的主要原因是人工、水电及租金成本的上升。

**图表 5.2010-12 年公司主要费用拆分**

主要费用(人民币, 百万)	2010	2011	2012
职工薪酬	506.61	721.74	907.45
占销售收入(%)	4.98	5.54	6.31
同比增长(%)	9.06	22.90	11.53
租赁费	478.04	602.08	648.59
占销售收入(%)	4.70	4.62	4.51
同比增长(%)	24.59	25.95	7.72
水电费	232.31	269.95	319.49
占销售收入(%)	2.28	2.07	2.22
同比增长(%)	11.23	16.20	18.35
折旧及摊销费	198.76	264.15	275.67
占销售收入(%)	1.95	2.03	1.92
同比增长(%)	26.06	32.90	4.36
运杂费	25.82	45.01	44.26
占销售收入(%)	0.25	0.35	0.31
同比增长(%)	6.91	74.27	(1.66)
促销费	49.01	66.04	77.32
占销售收入(%)	0.48	0.51	0.54
同比增长(%)	31.87	34.74	17.09
上市费用	7.76		
占销售收入(%)	0.08		
其他	179.49	196.65	229.36
占销售收入(%)	1.76	1.51	1.60
同比增长(%)	40.89	9.56	16.64
合计	1,677.81	2,165.62	2,502.13
占销售收入(%)	16.49	16.61	17.40
同比增长(%)	24.1	29.1	15.5

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

### 强势区域密集布点

截至 2012 年底, 公司共有直营店 53 家, 面积近 141 万平方米, 君尚店 2 家, 面积 12 万平方米 (目前门店已开业面积约 1.8 万平方米, 其他约 5.9 万平方米的面积待装修完成后开业)。其中 2012 年公司新增门店 9 家, 新增面积 25.3 万平方米, 分别是北京新奥天虹、绍兴柯桥天虹、厦门海沧天虹、深圳前海天虹、岳阳天虹、深圳东环天虹、成都高新天虹、株洲天虹、深圳坪山天虹。可发现, 在巩固强势区域的同时, 公司新辟了成都市场。此外, 今年 9 月 28 日, 原东莞东纵“天虹”品牌门店正式升级为“君尚”品牌门店, 营业面积由 3.6 万平方米增加至 7.7 万平方米, 公司高端百货品牌——“君尚”成功跨出了深圳地区。

**图表 6.2002-2012 年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
报告期末门店数	5	9	12	16	21	28	30	35	40	46	55
报告期末营业面积	63,687	167,404	242,717	335,410	459,023	628,647	710,801	849,013	1,031,053	1,193,853	1,446,839
增长率(%)		162.85	44.99	38.19	36.85	36.95	13.07	19.44	21.44	15.79	21.19
单店面积	12,737	18,600	20,226	20,963	21,858	22,452	23,693	24,258	25,776	25,953	26,306
增长率(%)		46.03	8.74	3.64	4.27	2.72	5.53	2.38	6.26	0.69	1.36
新开门店数		4	3	4	5	7	2	5	5	6	9
当年新店平均单店面积	12,737	25,929	25,104	23,173	24,723	24,232	41,077	27,642	36,408	27,133	28,110

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

**图表 7. 公司各地区自营门店数 (含君尚)**

	华南地区	华中区	华东区	东南区	北京	成都	合计
门店数	32 (含 2 家君尚)	8	6	5	3	1	55

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

### 小幅调整盈利预测维持买入评级

我们小幅调整公司 2013-14 年盈利预测 (扣除非经常性损益) 至 0.794 和 0.941, 15 年每股收益预测为 1.093 元。外埠门店, 特别是苏南及北京地区规模优势逐渐显现, 基于对公司优秀的管理能力和稳健战略步伐的认可, 我们维持公司 13.43 元/股的目标价格和**买入**评级。

**图表 8. 2012 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
主营业务收入	12,802	14,085	10.02
营业税金及附加	(103)	(112)	8.87
净营业收入	12,699	13,973	10.03
其他净收入	209	258	23.46
主营业务成本	(10,002)	(10,967)	9.65
销售费用	(1,938)	(2,212)	14.14
管理费用	(227)	(290)	27.50
息税前利润	741	762	2.79
非经常项目	19	30	56.17
投资收益	0	0	
净财务费用	44	45	1.90
利润总额	804	836	4.01
所得税	(231)	(250)	8.38
净利润	573	586	2.24
少数股东损益	1	2	101.29
归属于母公司股东的净利润	574	588	2.40
扣除非经常性损益的净利润	560	567	1.16
每股收益(人民币)	0.700	0.708	1.16
<b>盈利能力(%)</b>			
零售业务毛利率	21.88	22.14	
息税前利润率	4.15	3.57	
净利润率	4.65	4.10	

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	12,933	14,265	16,383	20,296	24,495
销售成本	(10,026)	(11,001)	(12,571)	(15,559)	(18,762)
经营费用	(1,903)	(2,226)	(2,616)	(3,330)	(4,091)
息税折旧前利润	1,004	1,038	1,196	1,407	1,643
折旧及摊销	(263)	(276)	(347)	410	473
经营利润(息税前利润)	741	762	849	997	1,169
净利息收入/(费用)	44	45	47	68	61
其他收益/(损失)	19	30	0	0	(1)
税前利润	804	836	896	1,065	1,229
所得税	(231)	(250)	(263)	(316)	(361)
少数股东权益	1	2	3	4	6
净利润	574	588	636	753	875
核心净利润	560	567	636	753	875
每股收益(人民币)	0.717	0.734	0.794	0.941	1.093
核心每股收益(人民币)	0.700	0.708	0.794	0.941	1.093
每股股息(人民币)	0.297	0.350	0.450	0.500	0.273
收入增长(%)	28	10	15	24	21
息税前利润增长(%)	20	3	11	17	17
息税折旧前利润增长(%)	24	3	15	18	17
每股收益增长(%)	11	2	8	18	16
核心每股收益增长(%)	12	1	12	18	16

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	804	836	896	1,065	1,229
折旧与摊销	263	276	347	410	473
净利息费用	(44)	(45)	(47)	(68)	(61)
运营资本变动	683	804	137	1,444	1,068
税金	(231)	(250)	(263)	(316)	(361)
其他经营现金流	31	26	49	72	67
经营活动产生的现金流	1,506	1,646	1,120	2,608	2,416
购买固定资产净值	(144)	(589)	(350)	(300)	(300)
投资减少/增加	30	(574)	595	50	(136)
其他投资现金流	0	0	0	0	(70)
投资活动产生的现金流	(114)	(1,163)	245	(250)	(506)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1	11	(11)	20	13
支付股息	(192)	(238)	(280)	(360)	(400)
其他融资现金流	(270)	(383)	(326)	(377)	(58)
融资活动产生的现金流	(461)	(610)	(618)	(717)	(445)
现金变动	931	(128)	747	1,641	1,464
期初现金	4,454	5,385	5,257	6,004	7,645
公司自由现金流	1,497	595	1,488	2,487	2,046
权益自由现金流	1,437	538	1,400	2,446	1,983

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	5,385	5,257	6,004	7,645	9,110
应收帐款	632	108	350	390	519
库存	435	425	472	527	669
其他流动资产	177	233	305	339	408
流动资产总计	6,628	6,023	7,131	8,901	10,706
固定资产	1,071	1,486	1,622	1,625	1,575
无形资产	656	848	924	1,000	1,074
其他长期资产	450	1,109	581	572	701
长期资产总计	2,177	3,443	3,127	3,197	3,350
总资产	8,805	9,466	10,259	12,099	14,056
应付帐款	5,159	5,485	5,984	7,492	8,831
短期债务	0	2	0	20	30
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	5,159	5,488	5,984	7,512	8,861
长期借款	1	9	0	0	3
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	800	800	800	800	800
储备	2,844	3,167	3,475	3,790	4,403
股东权益	3,644	3,967	4,275	4,590	5,203
少数股东权益	2	1	0	(4)	(10)
总负债及权益	8,805	9,466	10,259	12,099	14,056
每股帐面价值(人民币)	4.55	4.96	5.34	5.74	6.50
每股有形资产(人民币)	3.73	3.90	4.19	4.49	5.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.73)	(6.55)	(7.50)	(9.53)	(11.34)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.8	7.3	7.3	6.9	6.7
息税前利润率	5.7	5.3	5.2	4.9	4.8
税前利润率	6.2	5.9	5.5	5.2	5.0
净利率	4.4	4.1	3.9	3.7	3.6
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率	12.2	11.3	11.1	16.3	15.6
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	1.0	1.1	1.1	1.1
估值(倍)					
市盈率	15.4	15.0	13.9	11.7	10.1
核心业务市盈率	15.8	15.6	13.9	11.7	10.1
目标价对应核心业务市盈率	19.2	19.0	16.9	14.3	12.3
市净率	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
价格/现金流	5.9	5.4	7.9	3.4	3.7
企业价值/息税折旧前利润	3.4	3.5	2.4	0.9	(0.2)
周转率					
存货周转天数	13.2	11.0	10.0	9.0	8.9
应收帐款周转天数	11.0	9.5	5.1	6.7	6.8
应付帐款周转天数	127.0	136.2	127.8	121.2	121.6
回报率					
股息支付率(%)	41.4	47.7	56.6	53.1	25.0
净资产收益率(%)	16.5	15.4	15.4	17.0	17.9
资产收益率(%)	6.6	5.8	6.1	6.3	6.3
已运用资本收益率(%)	24.3	22.9	23.6	25.4	26.6

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