



**谨慎
买入**

16% ↑

目标价格: 人民币 15.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 16.55

601010.CH

价格: 人民币 12.92

目标价格基础: 分部加总估值

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	(9)	(8)	(6.5)	-
相对新华富时 A50 指数	(4)	1	(4.6)	-

发行股数(百万)	493
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	6,367
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2013E)	净现金
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 2013 年 3 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

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

*林琳为本报告重要贡献者

文峰股份

业绩符合预期, 地产业务将推动 2013 年业绩增长

2012 年公司实现营业总收入 64.26 亿元, 同比下降 0.25%; 实现息税前利润 4.59 亿元, 同比下降 14.64%; 归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元, 同比下降 3.55%, 折合每股收益 0.849 元, 与我们预测的 0.845 元每股收益相符。我们将目标价格由 16.55 元下调至 15.00 元, 将评级由买入下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 南大街店 2013 年销售预期将远好于 2012 年。
- 部分城市综合体 2013 年进入结算期

评级面临的主要风险

- 2013 年新店经营状况低于预期。
- 地产业务结算进程与预期不符。

估值

- 公司深耕江苏省三四线城市的发展战略, 充分受益于深度城镇化带来的消费升级。我们小幅调整 2013-14 年的每股收益预测分别至 0.976 和 1.245 元 (其中零售业务每股收益分别为 0.747 和 0.814 元), 2015 年每股收益为 1.131 元 (其中零售业务每股收益为 0.981 元)。基于 17 倍 2013 年零售业务每股收益和 10 倍地产业务每股收益, 将目标价格由 16.55 元下调至 15.00 元, 将评级由买入下调至谨慎买入。

投资摘要表

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	6,442	6,426	7,380	8,696	9,747
变动(%)	14	0	15	18	12
净利润(人民币 百万)	434	418	481	613	557
全面摊薄每股收益(人民币)	0.880	0.849	0.976	1.245	1.131
变动(%)	(6.8)	(3.6)	15.0	27.6	(9.1)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.116	1.390	1.367
原先预测核心每股收益(人民币)	-	-	0.999	1.192	-
调整幅度(%)	-	-	(2)	4	-
核心每股收益(人民币)	0.783	0.674	0.747	0.814	0.981
变动(%)	(7.2)	(14.0)	10.8	9.1	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	14.7	15.2	13.2	10.4	11.4
核心市盈率(倍)	16.5	19.2	17.3	15.9	13.2
每股现金流量(人民币)	(1.38)	(0.36)	5.36	1.45	1.90
价格/每股现金流量(倍)	(9.3)	(35.9)	2.4	8.9	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	9.3	5.6	4.9	4.1
每股股息(人民币)	0.420	0.520	0.520	0.373	4.615
股息率(%)	3.3	4.0	4.0	2.9	35.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩与预期相符

2012 年公司实现营业总收入 64.26 亿元, 同比下降 0.25%; 实现息税前利润 4.59 亿元, 同比下降 14.64%; 归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元, 同比下降 3.55%, 折合每股收益 0.849 元, 与我们预测的 0.845 元/股收益相符。

分业态分析, 2012 年百货业务实现营收 39.08 亿元, 同比增长 6.4%, 毛利率略降 0.17 个百分点至 17.99%, 百货业务增幅放缓的原因是主力店南大街店由于装修扩建致使 2012 年营收为负增长。家电业务实现营收 14.69 亿元, 同比下降 16.6%, 毛利率同比下降 2.05 个百分点至 8.77%, 实现净利润约 3,161 万元, 而去年同期为 7,640 万元, 家电业务净利润大幅下降是公司 2012 年利润下滑的主要原因之一。超市业务实现营收 8.21 亿元, 同比增长 3.7%, 毛利率同比基本持平。

主力店南大街店装修完成后销售逐季好转, 该店于 2012 年 3 月至 8 月底进行了中庭改造及 1、2 层东扩建设, 改扩建对该店经营产生了较大的负面影响, 2012 年该店实现含税营收同比减少约 7,000 万元, 同比约下降 6%。该店 2 层以上的逐层东扩改造将于 2013 年淡季进行, 预计对销售的负面影响将远小于 1-2 层装修的影响, 扩建完成后, 该店将增加面积 1 万平米。我们预计该店 2013 年百货营收的增幅为 10%。

海安新文峰开业第一年便实现盈利, 该店于 2011 年 12 月 30 日开业, 预计 2012 年实现含税销售收入近 4 亿元, 其中百货实现含税营收近 3 亿元, 实现净利润近 2,500 万元, 家电实现含税营收近 1 亿元, 保持了公司一贯老店新开当年实现盈利的优秀业绩。

启东新文峰一期于 2012 年 4 月底开业, 面积约为 3 万平米, 一期开业后老店被拆除建设二期, 二期将于 2014 年下半年开业, 届时面积将扩大至 7 万平米, 将成为启东首家购物中。一期 2012 年实现含税营收为 3.2 亿元 (老店+新店一期), 基本实现盈亏平衡。

如皋新文峰和通州店 2012 年营收增长约 10%。海门文峰由于体量较小, 并受大东方海门店的分流, 预计 2012 年销售略下滑 2%。沪东店 2012 年销售基本持平。尚在培育期中的靖江店和宝应店 2012 年合计亏损约 1,200 万元。

地产业务

2012 年全年无地产项目结算。预计 2013 年将会结算的项目有: 1) 南通二店商业街部分销售收入, 假设 2013 年结算全部销售收入的 1/2, 则贡献利润 1 亿元, 折合每股收益 0.2 元/股; 2) 南通二店目前已出售的住宅, 假设结算 1/3, 则贡献净利润约为 1,000 万元, 折合每股收益约为 0.02 元/股; 3) 长江镇店商业街部分销售收入, 商业街总净利润预计为 1,000-2,000 万元, 假设 500 万元, 将于 2013 年结算, 则贡献每股收益 0.01 元。预计 2013 年地产业务贡献每股收益 0.23 元。

非经常性投资收益大幅增长

2012 年公司购买理财产品及委托贷款共得收益 6,157 万元, 同比增加 2,127 万元。此外公司收购新景置业所持所持文景置业 50% 的股权, 2012 年确认投资收益 4,970 万元。

毛利率微幅下降，期间费用率有所上升

2012 年公司综合毛利率微幅下降 0.09 个百分点至 17.36%。

管理费用同比增长 11.41%，管理费用率增加 0.36 个百分点至 3.48%。销售费用同比增长 12.37%，销售费用率同比增加 0.6 个百分点至 5.37%。费用率的上涨主要是原因是员工薪酬、水电费、租赁和折旧摊销及长期待摊费用上涨。

图表 1. 公司 2010-12 年主要费用拆分（百万元）

主要费用合计	2010	2011	2012
职工薪酬	161.03	194.37	224.69
同比(%)	17.81	20.70	15.60
占销售收入比重(%)	2.86	3.02	3.50
折旧、摊销和长期待摊费用	84.34	95.19	113.47
同比(%)	89.74	12.86	19.21
占销售收入比重(%)	1.50	1.48	1.77
租赁	27.24	28.07	30.39
同比(%)	(41.79)	3.07	8.26
占销售收入比重(%)	0.48	0.44	0.47
水电费	54.94	57.06	65.58
同比(%)	15.48	3.86	14.93
占销售收入比重(%)	0.97	0.89	1.02
广告促销费	38.59	43.97	47.14
同比(%)	15.04	13.94	7.21
占销售收入比重(%)	0.68	0.68	0.73
修理费	8.84	13.88	14.53
同比(%)	(20.57)	56.94	4.68
占销售收入比重(%)	0.16	0.22	0.23
其他	66.01	74.98	72.54
同比(%)	6.39	13.59	(3.25)
占销售收入比重(%)	1.17	1.16	1.13
合计	440.98	507.51	568.34
同比(%)	15.38	15.09	11.99
占销售收入比重(%)	7.82	7.88	8.84

资料来源：公司资料、中银国际研究

储备门店

2013 年公司预计将开业项目 4 个，分别为：南通二店、长江镇店、连云港店和宿迁店，总建筑面积约为 20 万平米，将面临较大的费用压力。

文峰城市广场（南通二店）

南通二店预计将于 2013 年底开业，商业部分面积近 11 万平米（其中购物中心面积约为 6 万平米，商业街面积约为 4 万平米）。商业部分总投资约为 6-7 亿元。商业部分公司计划出售 2 万平米物业所有权，出售的物业公司计划回租，租金费用约房价的 3%。其余 2 万平米物业，公司计划用于出租（目前尚未招租，租金水平尚未确定）。我们粗略估算该店第一完整年的费用约为 5,500 万元，假设第一年的坪效约为 5,200 元/平米，毛利率约为 15%，则该店第一完整年约亏损 1,000-2,000 万元。

该店商业街均价约为 4.3 万元，若 2 万平米物业全部出售（目前已出售 1.3 万平米），则将实现销售收入 8.6 亿元，实现净利润 2 亿元，部分销售收入将于 2013 年结算。

文峰城市广场共有 5 幢高层住宅，其中 1 幢户型约为 125 平米的楼已基本售罄，均价约为 1.4 万元/平米，部分销售收入将于 2013 年结算。

长江镇店

该店预计 2013 年 9 月开业，商业部分总面积约为 6.2 万平米，其中百货面积为 2.5 万平米，超市为 1.7 万平米，商业街为 8,700 平米，其余面积经营餐饮等特业项目。总投资近 2 亿元。由搜房网参考，我们预计商业街均价为 1.2 万元/平米，预计实现净利 1,000-2,000 万元，部分商业街销售收入将于 2013 年结算。

图表 2.公司 2013-14 年主要储备项目

门店	预计开业时间	物业性质	面积(平米)	备注
宿迁文峰大世界	2013/4	租赁	20,000	租金约为 1 元/平米.天
连云港文峰大世界	2013/5	租赁	20,000	租金约为 2 元/平米.天
大世界南通二店	2013 年下半年	自有	110,000	南通文峰城市广场，总面积 33 万平方米，整体项目耗资 30 多亿元。
大世界长江镇店	2013 年下半年	自建	45,000	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，商办 1.1 万平方米，大卖场 1.3 万平方米，商业街 1.8 万平方米
大世界海门新店	2014 年下半年	自建	60,000	土地成交价为 1.08 亿元（不含契税），自建成本每平米不超过 4,000 元，
大世界启东店	2014 年年底	自有	60,000	分两期建设，一期于 2012 年 4 月底开业，二期将于 2014 年底开业。
大世界大丰店	2014 年年底	自有	80,000	土地成交价 3.2 亿元。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，2014 年下半年对外开业；
启东东车站店	2014 年年底	自建	23,000	大卖场，占地面积 1.5 万平方米，土地成交价格为 6,800 万元，总投资 1-2 亿元。

资料来源：公司资料，中银国际研究

小幅调整盈利预测和下调评级

公司深耕江苏省三四线城市的发展战略，充分受益于深度城镇化带来的消费升级。我们小幅调整 2013-14 年的每股收益分别至 0.976 和 1.245 元（其中零售业务每股收益分别为 0.747 和 0.814 元），2015 年每股收益为 1.131 元（其中零售业务每股收益为 0.981 元）。基于 17 倍 2013 年零售业务每股收益和 10 倍地产业务每股收益，将目标价格由 16.55 元下调至 15.00 元，将评级由买入下调至 **谨慎买入**。

图表 3.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
主营业务收入	6,269	6,235	(0.55)
营业税金及附加	(80)	(89)	11.13
净营业收入	6,189	6,146	(0.70)
其他净收入	158	180	14.13
主营业务成本	(5,302)	(5,299)	(0.06)
销售费用	(200)	(223)	11.41
管理费用	(307)	(345)	12.37
息税前利润	537	459	(14.64)
非经常项目	64	116	
投资收益	(1)	(2)	
净财务费用	(16)	(13)	(20.96)
利润总额	584	559	(4.22)
所得税	(150)	(142)	(5.69)
净利润	433	417	(3.72)
少数股东损益	0	1	147.31
归属于母公司股东的净利润	434	418	(3.55)
扣除非经常性损益的净利润	386	332	(13.99)
每股收益(人民币)	1	1	(13.99)
主营业务毛利率	17.46	17.36	
综合毛利率	15.03	14.73	
息税前利润率	8.36	7.15	
净利润率	9.08	8.71	

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	6,442	6,426	7,380	8,696	9,747
销售成本	(5,318)	(5,310)	(6,116)	(7,216)	(8,081)
经营费用	(494)	(543)	(624)	(778)	(830)
息税折旧前利润	631	572	640	702	836
折旧及摊销	(94)	(114)	(142)	(158)	(181)
经营利润(息税前利润)	537	459	499	544	655
净利息收入/(费用)	(16)	(13)	(6)	(6)	(9)
其他收益/(损失)	63	113	151	284	99
税前利润	584	559	644	821	746
所得税	(150)	(142)	(163)	(209)	(189)
少数股东权益	0	1	1	1	1
净利润	434	418	481	613	557
核心净利润	386	332	368	401	483
每股收益(人民币)	0.880	0.849	0.976	1.245	1.131
核心每股收益(人民币)	0.783	0.674	0.747	0.814	0.981
每股股息(人民币)	0.420	0.520	0.520	0.373	4.615
收入增长(%)	14	0	15	18	12
息税前利润增长(%)	18	(15)	9	9	21
息税折旧前利润增长(%)	10	(9)	12	10	19
每股收益增长(%)	(7)	(4)	15	28	(9)
核心每股收益增长(%)	(7)	(14)	11	9	20

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	584	559	644	821	746
折旧与摊销	94	114	142	158	181
净利息费用	16	13	6	6	9
运营资本变动	(1,086)	(623)	2,131	154	270
税金	(150)	(142)	(163)	(209)	(189)
其他经营现金流	(64)	(98)	(119)	(218)	(82)
经营活动产生的现金流	(606)	(177)	2,641	714	934
购买固定资产净值	(271)	(454)	(515)	0	(450)
投资减少/增加	7	103	50	0	50
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(265)	(351)	(465)	0	(400)
净增权益	2,136	0	0	1	2
净增债务	(195)	224	0	0	0
支付股息	(279)	(207)	(256)	(256)	(184)
其他融资现金流	(125)	158	(131)	(319)	(346)
融资活动产生的现金流	1,536	175	(387)	(574)	(528)
现金变动	666	(353)	1,789	139	6
期初现金	942	1,608	1,255	3,044	3,183
公司自由现金流	(855)	(515)	2,191	732	556
权益自由现金流	(1,082)	(317)	2,169	707	525

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	1,620	1,255	3,044	3,183	3,189
应收帐款	463	430	201	300	290
库存	368	2,382	401	472	534
其他流动资产	1,087	361	278	373	366
流动资产总计	3,538	4,428	3,923	4,328	4,379
固定资产	1,333	1,412	1,681	1,868	2,040
无形资产	262	490	624	763	897
其他长期资产	144	123	158	227	240
长期资产总计	1,738	2,025	2,463	2,858	3,177
总资产	5,277	6,453	6,386	7,187	7,556
应付帐款	1,709	2,011	2,183	2,559	2,853
短期债务	8	3	3	3	3
其他流动负债	246	576	241	285	305
流动负债总计	1,963	2,590	2,427	2,847	3,161
长期借款	2	232	232	232	232
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	493	493	493	493	493
储备	2,813	3,135	3,231	3,612	3,668
股东权益	3,305	3,628	3,724	4,105	4,161
少数股东权益	6	4	3	3	2
总负债及权益	5,277	6,453	6,386	7,187	7,556
每股帐面价值(人民币)	6.71	7.36	7.56	8.33	8.44
每股有形资产(人民币)	6.18	6.37	6.29	6.77	6.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.27)	(2.07)	(5.70)	(5.98)	(5.99)

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	9.8	8.9	8.7	8.1	8.6
息税前利润率	8.3	7.1	6.8	6.3	6.7
税前利润率	9.1	8.7	8.7	9.4	7.7
净利率	6.7	6.5	6.5	7.1	5.7
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
利息覆盖率	16.5	17.6	22.8	21.6	21.1
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	1.6	0.8	1.5	1.4	1.2
估值(倍)					
市盈率	14.7	15.2	13.2	10.4	11.4
核心业务市盈率	16.5	19.2	17.3	15.9	13.2
目标价对应核心业务市盈率	19.1	22.3	20.1	18.4	15.3
市净率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
价格/现金流	(9.3)	(35.9)	2.4	8.9	6.8
企业价值/息税折旧前利润	7.6	9.3	5.6	4.9	4.1
周转率					
存货周转天数	25.2	163.8	23.9	23.9	24.1
应收帐款周转天数	26.2	24.4	9.9	12.6	10.9
应付帐款周转天数	96.8	114.2	108.0	107.4	106.8
回报率					
股息支付率(%)	47.7	61.3	53.3	30.0	408.0
净资产收益率(%)	13.1	11.5	12.9	14.9	13.4
资产收益率(%)	7.6	5.3	5.8	5.6	6.5
已运用资本收益率(%)	16.7	12.2	13.0	12.9	15.4

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