



# 谨慎买入

20% ↑

目标价格: 人民币 9.51

原评级: 持有 原目标价格: 人民币 9.64

600616.CH

价格: 人民币 7.93

目标价格基础: 30 倍 2014 年市盈率

板块评级: 中立

## 本报告要点

- 2012 年报和 2013 年 1 季报点评

## 我们的观点有何不同?

- 黄酒主业守势艰难
- 公司求变坚定, 走多酒种发展之路的决心已定, 并购进入红酒业务, 以经销全兴白酒进入白酒领域
- 主业结构变化, 或迎来公司价值重估机遇

## 主要催化剂/事件

- 大股东若继续二级市场增持, 对股价有利
- 若大股东酒业布局的新突破, 增强市场预期
- 若未来其他优质资产注入的启动

## 股价表现



(% / 月)	今年				
	至今	1 月	3 月	12 月	
绝对		(10)	(8)	(15)	-
相对新华富时 A50 指数	(8)	(4)	(10)	-	-
发行股数(百万)	438.67				
流通股(%)	65.12				
流通股市值(人民币 百万)	2,265.31				
3 个月日均交易额(人民币 百万)	84				
净负债比率(%) (2013E)					
主要股东(%)					
上海糖酒集团	34.88				

资料来源: 公司数据, 恒博及中银国际研究

以 2013 年 4 月 22 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: 食品及饮料

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

# 金枫酒业

守势艰难, 凤凰涅槃, 求变或蕴含新机遇

公司 2013 年 1 季度实现销售收入 3.27 亿元, 同比增长 16.44%; 实现营业利润 1.01 亿元, 同比增长 12.68%; 实现利润总额 1.00 亿元, 同比增长 12.13%; 归属于上市公司股东净利润 7,538 万元, 同比增长 12.10%, 每股收益 0.17 元。2013 年 1 季度是 2012 年 1 季度以来首次正增长, 部分得益于春节销售旺季较长, 同时也是上年的渠道和终端整合、经销商整合效果的呈现, 但代价是同期销售费用增速也较快。行业竞争持续激烈, 2010 年以来, 公司主营业务收入复合年均增速低于 2%, 市场份额有所萎缩, 其中 2012 年总销量下降 7% 左右, 上海市内市外销售额均同比下降, 尤其市外市场大幅下降 41.94% 至不足亿元, 公司黄酒主业守势艰难。2012 年下半年以来, 公司变化较大, 公司拟再融资进入葡萄酒业务, 同时公司在黄酒并购上也将迈出第一步, 再次, 公司在前期团队磨合基础上, 正式以经销大股东控制的全兴白酒方式进入白酒领域, 我们认为公司走多酒种运作的决心已定。在黄酒主业困境情况下, 公司坚定求变堪比凤凰涅槃, 公司价值或存在重估机会。目标价下调至 9.51 元, 上调评级至谨慎买入。

## 支撑评级的要点

- 由于市场环境以及行业竞争原因, 2012 年经营业绩低于预期, 2013 年 1 季度由于春节销售旺季较长达到两位数的增长; 由于上年同期销售费用基数较低, 1 季度销售费用 4,426 万元(低于 2011 年 1 季度), 增速超过 90%。1 季度销售规模提高, 毛利率同比提升 2 个百分点。
- 公司拟收购绍兴白塔酿酒公司 20% 股权, 曲线市外扩张。
- 公司同大股东控制的全兴酒业上海销售公司签订购销协议, 年采购金额不超过 4,000 万元。

## 评级面临的主要风险

- 如果本地市场面临浙派黄酒更加激烈的竞争, 导致收入增长停滞; 注入资产短期盈利能力不能得到体现。

## 估值

- 我们尝试对公司 2013-14 年进行盈利预测, 预计 2013-14 年每股收益分别为 0.28 元和 0.32 元, 按 2014 年 30 倍市盈率估值, 调整目标价至 9.51 元, 上调评级至谨慎买入。鉴于大股东对公司确定的泛酒业平台定位和可期的资产注入动作, 建议保持关注。

## 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)	1,042	951	1,172	1,402	1,599
变动(%)	6.6	(8.8)	23.2	19.6	14.1
净利润(人民币 百万)	141	103	122	139	159
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.24	0.28	0.32	0.36
变动(%)	7.3	(26.7)	17.8	14.5	14.1
市场预期每股收益(人民币)			0.28	0.32	0.34
先前预测每股收益(人民币)			0.29	0.32	
调整幅度(%)			(4.4)	(0.8)	
核心每股收益(人民币)	0.32	0.24	0.28	0.32	0.36
变动(%)	7.3	(26.7)	17.8	14.5	14.1
全面摊薄市盈率(倍)	24.7	33.7	28.6	25.0	21.9
核心市盈率(倍)	24.7	33.7	28.6	25.0	21.9
每股现金流量(人民币)	0.05	0.07	0.57	0.40	0.41
价格/每股现金流量(倍)	175.8	118.0	13.8	20.0	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.0	15.9	13.9	12.1
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.11	0.13	0.14
股息率(%)	1.26	1.26	1.38	1.58	1.81

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 求变的大背景分析

公司曾以海派创新型黃酒取得辉煌成就，同和酒合并以后，在上海地区牢牢占据市场总体份额第一的位置，高档黃酒市场占有率超过 70%，但外埠销售规模在总收入中占比始终不到 15%，2011 年外埠销售增长停滞，2012 年大幅下滑近 42%。

大环境下，黃酒消费总体增长平缓。上海本地市场容量增长缓慢，公司在本地市场高占有率情况下，长期守势，市场一直存在被蚕食风险。2009 年公司于上海市场销售额 8.38 亿元，2012 年为 8.68 亿元，年均增长 1.18%。

我们相信公司黃酒主业增长缓慢同创新路径有根本性关系，例如创新的聚焦是上海市场，但创新仍然值得鼓励。其次是黃酒区域性未有显著改善行业增速整体不高，再次是公司持续投入方面的问题。

公司持续加强产品创新，但相对于海派黃酒这一最大的创新而言，对公司销售增长贡献未能立竿见影。目前公司产品结构往高端走的迹象相对明显，2012 年完成石库门、和酒两大系列 13 款新品开发、生产及上市工作。2013 年初推出的海上繁华系列是黃酒当中的超高端产品。

图表 1. 公司 2011 年初推出的高端产品



资料来源: 中银国际研究整理

图表 2. 公司 13 年推出黃酒超高端产品(零售价 328 元附近)



资料来源: 中银国际研究整理

## 泛酒业平台已具雏形

我们认为公司黃酒再次辉煌的机会可遇不可求，但公司泛酒业平台的定位已经初具雏形。

### 黃酒方面：

1) 加强内外部整合，加快市场恢复与提升。2012 年是整合调整年，以加强渠道与终端管理为抓手，公司着重整合经销商队伍，严格规范工作流程，强化工作深度，重点研究产品营销模式的调整与创新，加快品牌形象、运行状态、客户关系等各方面同步提升，为黃酒主业在新的战略期内实现新增长做好准备。同时在销售模式方面，布局网络营销、电视购物；研究客户品牌、区域产品定牌营运模式；加强新品开发与产品升级，按计划推进核心品牌新品系列市场推广；组建高端酒销售团队，持续优化产品结构，提升品牌影响力。

2) 公司公告拟以并购方式进入黃酒消费大省浙江。为进一步提升黃酒产业核心竞争力和行业影响力，加快区域市场突破，实现黃酒产业区域扩张，公司决定以现金增资方式收购绍兴白塔酿酒有限公司 20% 股权。绍兴白塔注册于浙江省绍兴县，“白塔”黃酒是国家原产地保护产品、浙江省著名商标。绍兴白塔拥有基酒约 8000 吨，全年最大酿造产能约 6500 吨，瓶酒灌装产能约 1 万吨。此次收购标的较小，风险可控，也是公司多途径开拓外埠市场的有益尝试，传递公司全方位增长的决心。

**红酒方面**，公司公告拟再融资收购集团持有的 DIVA 公司 70% 股权。法国 DIVA 波尔多公司是波尔多地区约 20 家一级代理商中排名第九位的经销商，经销代理包括法国前十大葡萄酒庄中 7 家酒庄的葡萄酒产品，并已在全球 40 多个国家和地区拥有了较为稳定的客户资源，其中既有欧洲传统葡萄酒消费国家，也有包括中国及东南亚在内的新兴市场。长期看，葡萄酒市场前景看好，而且进口葡萄酒市场份额还会提升，收购成功后，公司将顺利高起点进入葡萄酒领域。

**白酒方面**，为加强集团内部资源的联动和共享，增强公司业务谈判能力和渠道掌控力，进一步推进多酒种发展战略，公司决定经销全兴酒业销售（上海）有限公司白酒产品，预计协议签署后十二个月内采购白酒金额不超过 4000 万元（不含税）。全兴品牌白酒“井藏系列”已经被上海市定义为上海本地酒，是机关指定用酒，开拓上海市场将是长期战略。预计集团持有的全兴酒业接近 67% 的股权未来也将选择注入上市公司，帮助公司销售规模和盈利提升。

### 估值尝试

我们认为，公司求变信心坚定，方向有可取之处，注入资产和新增业务能够带来一定的收益，对上市公司而言，有提升其价值的贡献。

我们尝试对公司 2013-14 年进行盈利预测，预计 2013-14 年每股收益分别为 0.28 元和 0.32 元，按 2014 年 30 倍市盈率估值，调整目标价至 9.51 元，上调评级至 **谨慎买入**。

图表 3. 2012 年度销售费用情况

(人民币, 百万)	2012 年	2011 年	同比增长(%)	2012 占比(%)	2011 占比(%)
业务经营费用	109.77	137.26	(20.03)	64.25	68.52
工资薪酬相关费用	32.89	31.99	2.82	19.25	15.97
运杂费	18.83	20.27	(7.11)	11.02	10.12
办公费用	2.11	3.22	(34.48)	1.23	1.61
差旅费	3.41	3.19	6.69	1.99	1.59
租赁费	1.29	1.55	(16.93)	0.75	0.77
折旧费	0.37	0.33	9.36	0.21	0.17
修理费	0.59	0.20	191.24	0.34	0.10
其他	1.61	2.30	(30.14)	0.94	1.15
<b>合计</b>	<b>170.85</b>	<b>200.32</b>	<b>(14.71)</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司数据

图表 4. 2012 年度管理费用情况

(人民币, 百万)	2012 年	2011 年	同比增长(%)	2012 占比(%)	2011 占比(%)
职工相关费用	86.78	82.32	5.41	50.64	50.34
仓储相关费用	18.58	17.88	3.91	10.84	10.93
折旧及摊销	15.73	16.24	(3.13)	9.18	9.93
修理费	8.87	7.36	20.53	5.18	4.50
污水处理费	5.26	6.13	(14.21)	3.07	3.75
办公费用	6.19	5.40	14.71	3.62	3.30
租赁费	6.37	5.23	21.70	3.71	3.20
费用性税金	3.76	3.63	3.44	2.19	2.22
差旅费	3.20	3.18	0.75	1.87	1.94
水电费	3.63	3.02	20.17	2.12	1.85
咨询及中介费	2.43	2.47	(1.27)	1.42	1.51
其他	10.55	10.67	(1.11)	6.16	6.53
<b>合计</b>	<b>171.35</b>	<b>163.52</b>	<b>4.78</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司数据

图表 5. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)	2012 年 1-3 月	2013 年 1-3 月	同比变动(%)
一、 营业总收入	1,042.41	951.18	(8.75)	280.48	326.60	16.44
营业收入	1,042.41	951.18	(8.75)	280.48	326.60	16.44
二、 营业总成本	872.95	819.27	(6.15)	191.15	225.84	18.15
营业成本	471.80	442.52	(6.21)	122.77	136.42	11.12
营业税金及附加	37.85	37.56	(0.76)	9.25	10.92	17.98
销售费用	200.32	170.85	(14.71)	22.96	44.26	92.73
管理费用	163.52	171.35	4.78	36.43	34.56	(5.12)
财务费用	(1.07)	(2.77)	158.29	(0.26)	(0.32)	21.65
资产减值损失	0.52	(0.24)		0.00	0.00	
三、 其他经营收益						
投资净收益	1.20	1.72	42.94	0.33	0.27	(18.18)
四、 营业利润	170.67	133.63	(21.70)	89.66	101.03	12.68
加: 营业外收入	15.34	3.80	(75.26)	0.00	0.00	49.56
减: 营业外支出	0.16	0.74	358.52	0.11	0.62	453.47
五、 利润总额	185.85	136.69	(26.45)	89.55	100.41	12.13
减: 所得税	44.88	35.26	(21.43)	22.79	25.41	11.50
六、 净利润	140.97	101.43	(28.05)	66.76	75.00	12.35
减: 少数股东损益	0.01	(1.84)	(0.49)	(0.38)	(21.27)	
归属于母公司所有者的净利润	140.97	103.27	(26.74)	67.24	75.38	12.10
七、 每股收益(元)	0.32	0.24		0.15	0.17	
盈利能力(%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	54.74	53.48	(1.26)	56.23	58.23	2.00
经营利润率	16.37	14.05	(2.32)	31.97	30.93	(1.03)
税前利润率	17.83	14.37	(3.46)	31.93	30.75	(1.18)
净利率	13.52	10.86	(2.67)	23.97	23.08	(0.89)

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	1,042	951	1,172	1,402	1,599
销售成本	(472)	(443)	(568)	(687)	(790)
经营费用	(401)	(378)	(450)	(538)	(606)
息税折旧前利润	624	645	200	224	253
折旧及摊销	(455)	(514)	(45)	(48)	(50)
经营利润(息税前利润)	170	131	154	177	202
净利润收入/(费用)	1	3	(1)	3	3
其他收益/(损失)	15	3	6	4	4
税前利润	186	137	160	183	209
所得税	(45)	(35)	(40)	(46)	(52)
少数股东权益	(0)	2	2	2	2
净利润	141	103	122	139	159
核心净利润	141	103	122	139	159
每股收益(人民币)	0.32	0.24	0.28	0.32	0.36
核心每股收益(人民币)	0.32	0.24	0.28	0.32	0.36
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.11	0.13	0.14
收入增长(%)	6.58	(8.75)	23.25	19.58	14.06
息税前利润增长(%)	(10.16)	(22.84)	18.01	14.29	14.68
息税折旧前利润增长(%)	166.62	3.28	(69.03)	12.27	12.85
每股收益增长(%)	7.29	(26.74)	17.83	14.50	14.06
核心每股收益增长(%)	7.29	(26.74)	17.83	14.50	14.06

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	186	137	160	183	209
折旧与摊销	514	674	45	47	50
净利润利息费用	0	0	1	(3)	(3)
运营资本变动	106	236	(80)	151	153
税金	(45)	(35)	(40)	(46)	(52)
其他经营现金流	(741)	(982)	167	(158)	(176)
经营活动产生的现金流	20	29	252	174	181
购买固定资产净值	(42)	(50)	(60)	(60)	(60)
投资减少/增加	4	36	(130)	0	0
其他投资现金流	(24)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(62)	(14)	(190)	(60)	(60)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	3	3	3
支付股息	(44)	(44)	(48)	(55)	(63)
其他融资现金流	44	44	(131)	3	3
融资活动产生的现金流	0	0	(176)	(49)	(57)
现金变动	(10)	169	(113)	65	65
期初现金	262	252	422	308	373
公司自由现金流	(42)	15	62	114	121
权益自由现金流	(41)	18	65	120	127

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	252	422	308	373	438
应收帐款	92	85	94	112	128
库存	554	643	659	721	790
其他流动资产	22	7	16	21	25
流动资产总计	921	1,156	1,077	1,228	1,381
固定资产	478	417	404	424	424
无形资产	41	43	42	40	39
其他长期资产	32	33	192	186	197
长期资产总计	551	493	637	650	659
总资产	1,471	1,649	1,714	1,877	2,040
应付帐款	189	167	204	234	253
短期债务	0	130	0	0	0
其他流动负债	92	91	173	222	268
流动负债总计	282	387	378	455	521
长期借款	0	0	3	6	9
其他长期负债	6	7	7	7	7
股本	439	439	439	439	439
储备	737	810	884	968	1,064
股东权益	1,175	1,249	1,323	1,407	1,503
少数股东权益	8	6	4	2	1
总负债及权益	1,471	1,649	1,714	1,877	2,040
每股帐面价值(人民币)	2.68	2.85	3.02	3.21	3.43
每股有形资产(人民币)	2.59	2.75	2.92	3.12	3.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(0.66)	(0.70)	(0.84)	(0.98)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	65.56	84.61	16.98	15.95	15.78
息税前利润率(%)	16.27	13.76	13.17	12.59	12.66
税前利润率(%)	17.83	14.37	13.63	13.08	13.10
净利率(%)	13.52	10.86	10.38	9.94	9.94
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.27	2.99	2.85	2.70	2.65
利息覆盖率(倍)	(158.3)	(47.3)	237.8	(63.1)	(67.6)
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(倍)	1.30	1.33	1.11	1.11	1.13
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	24.7	33.7	28.6	25.0	21.9
核心业务市盈率(倍)	24.7	33.7	28.6	25.0	21.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	29.6	40.4	34.3	29.9	26.3
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	175.8	118.0	13.8	20.0	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.0	15.9	13.9	12.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	194.0	246.7	205.1	187.8	180.4
应收帐款周转天数	31.7	30.8	29.2	29.2	29.2
应付帐款周转天数	146.6	137.5	131.4	124.1	116.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31.12	42.48	39.39	39.47	39.54
净资产收益率(%)	11.91	8.23	9.17	9.89	10.57
资产收益率(%)	9.58	6.26	7.10	7.42	7.79
已运用资本收益率(%)	10.75	7.09	8.71	9.35	10.04

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；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 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

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