



股票代码	000869.CH	200869.CH
评级	谨慎 买入	谨慎 买入
收盘价	人民币 24.77	港币 18.75
目标价	人民币 27.50	港币 22.00
原目标价	人民币 42.20	港币 39.20
上/下浮比例	11%	17%
目标价格基础	20倍14年市盈率	13倍14年市盈率
板块评级	中立	中立

张裕

国产葡萄酒仍在调整期

张裕 2013 年收入 43 亿元，同比下滑 23%，净利润 10.48 亿元，同比下滑 38%。14 年 1 季度收入 15 亿元，同比下滑 18%，净利润 4.58 亿元，同比下滑 20%。环比来看，利润下滑幅度有所收窄，然而趋势仍未改变。我们认为国产葡萄酒面对宏观经济疲软和进口酒冲击，14 年仍在调整期。我们预计张裕 2014 年每股收益 1.365 元，同比下降 11%。张裕 A、B 目前股价分别相当于 18 倍和 12 倍 2014 年市盈率，维持谨慎买入评级，目标价格分别下调至 27.50 元和 22.00 港币。

支撑评级的要点

- 张裕利润下滑的幅度环比有所收窄。14 年 1 季度净利润同比下滑 20%，比 13 年 4 季度的下滑 67% 有明显收窄。1 季度毛利率 68.9%，同比下滑 3 个百分点，然而环比 4 季度提升 3 个百分点。在高端市场萎缩以后，张裕毛利率较高的酒庄酒受到的冲击最大，产品结构下移使得毛利率同比下移。毛利率环比提升一方面有季节性因素，另一方面表明产品结构或已调整到一个相对合理水平。
- 国产葡萄酒销量和利润继续下滑。统计局数据显示，14 年前两个月，葡萄酒制造业收入同比下滑 5.3%，而利润同比下滑 17%，前 3 个月葡萄酒产量同比下滑 11%。国产葡萄酒行业整体仍处于调整期，销量和利润率仍然面对下行压力。
- 进口葡萄酒继续冲击国产葡萄酒市场。1 季度葡萄酒进口数量同比下滑 20%，金额同比下滑 24%，下滑幅度与去年 10% 左右的幅度相比明显扩大，反映了进口葡萄酒的销售压力。进口酒的价格中枢已经下降到 100-150 元/瓶左右，其销售压力或将带来价格中枢进一步下移，从而对中低端国产葡萄酒造成压力。

评级面临的主要风险

- 宏观经济持续低迷；进口葡萄酒持续冲击。

估值

- 维持谨慎买入评级：预计 14-16 年每股收益为 1.365 元、1.456 元和 1.570 元。A、B 现股价相当于 18 倍和 12 倍 14 年市盈率，维持谨慎买入评级，将 A、B 目标价由 42.20 元和 39.20 港币调整为 27.50 元和 22.00 港币。

投资摘要—A 股

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	5,644	4,321	3,906	4,171	4,505
变动 (%)	(6)	(23)	(10)	7	8
净利润(人民币 百万)	1,701	1,048	935	998	1,076
全面摊薄每股收益(人民币)	2.481	1.529	1.365	1.456	1.570
变动 (%)	(10.8)	(38.4)	(10.8)	6.7	7.8
市场预期每股收益(人民币)			1.645	1.618	
核心每股收益(人民币)	2.399	1.426	1.272	1.357	1.463
变动 (%)	(12.0)	(40.5)	(10.8)	6.7	7.8
全面摊薄市盈率(倍)	10.0	16.2	18.2	17.0	15.8
核心市盈率(倍)	10.3	17.4	19.5	18.2	16.9
每股现金流量(人民币)	1.90	1.07	1.85	1.66	1.76
价格/每股现金流量(倍)	13.0	23.1	13.4	15.0	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	11.1	11.5	10.6	9.8
每股股息(人民币)	1.100	0.500	0.446	0.476	0.513
股息率 (%)	4.4	2.0	1.8	1.9	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

操礼艳

(8621) 2032 8537

liyan.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514020002

苏斌

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090001

股价表现—B股

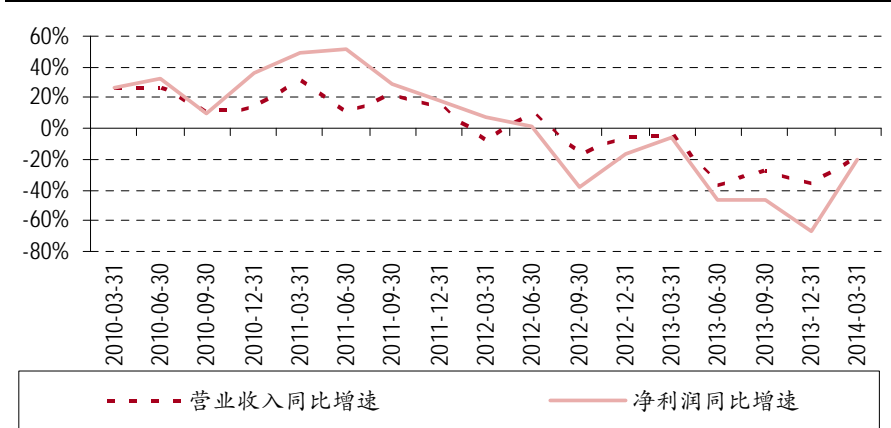

(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	N/A			
相对深交所B股指数	N/A			
发行股数(百万)				685
流通股(%)				100
流通股市值(港币 百万)				16,979
3个月日均交易额(港币 百万)				
净负债比率(%) (2014E)				净现金
主要股东(%)				
烟台张裕集团有限公司				50.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年4月28日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	5,644	4,321	3,906	4,171	4,505
变动(%)	(6)	(23)	(10)	7	8
净利润(人民币 百万)	1,701	1,048	935	998	1,076
全面摊薄每股收益(人民币)	2.481	1.529	1.365	1.456	1.570
变动(%)	(10.8)	(38.4)	(10.8)	6.7	7.8
市场预期每股收益(人民币)			1.645	1.618	
核心每股收益(人民币)	2.399	1.426	1.272	1.357	1.463
变动(%)	(12.0)	(40.5)	(10.8)	6.7	7.8
全面摊薄市盈率(倍)	6.33	10.47	11.54	10.79	10.03
核心市盈率(倍)	6.52	11.10	12.23	11.48	10.60
每股现金流量(人民币)	1.9	1.07	1.85	1.66	1.76
价格/每股现金流量(倍)	8.28	14.67	8.53	9.47	8.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.20	7.09	7.27	6.77	6.21
每股股息(人民币)	1.10	0.50	0.45	0.48	0.51
股息率(%)	4.4	2	1.8	1.9	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.张裕 2010Q1-2014Q1 营业收入和净利润的同比增速


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)	13年1		14年1	同比变动(%)
				季度	季度		
一、营业总收入	5,644	4,321	(23.44)	1,849	1,509	(18.40)	
营业收入	5,644	4,321	(23.44)	1,849	1,509	(18.40)	
二、营业总成本	3,406	2,964	(12.97)	1,093	903	(17.35)	
营业成本	1,401	1,358	(3.08)	517	469	(9.35)	
营业税金及附加	318	236	(25.71)	86	89	3.24	
销售费用	1,449	1,141	(21.28)	431	298	(30.83)	
管理费用	254	245	(3.49)	68	58	(14.29)	
财务费用	-20	-19	(6.11)	-10	-12	11.39	
资产减值损失	3	2					
三、其他经营收益	-	-		-	-		
公允价值变动净收益	-	-		-	-		
投资净收益	-	-		-	-		
汇兑净收益	-	-		-	-		
四、营业利润	2,238	1,357	(39.36)	756	606	(19.91)	
加: 营业外收入	35	42	19.02	3	3	(1.71)	
减: 营业外支出	3	2	(36.92)	0	0	(98.32)	
五、利润总额	2,270	1,397	(38.46)	759	609	(19.79)	
减: 所得税	569	349	(38.70)	188	151	(19.67)	
六、净利润	1,701	1,048	(38.38)	571	458	(19.82)	
减: 少数股东损益	-	-		-	-		
归属于母公司所有者的净利润	1,701	1,048	(38.38)	571	458	(19.82)	
七、每股收益(人民币, 元)	2.48	1.53	(38.38)	0.83	0.67	(19.82)	
盈利能力(%)							
毛利率	75.2	68.6	(6.6)	72.0	68.9	(3.1)	
经营利润率	39.7	31.4	(8.2)	40.9	40.1	(0.8)	
税前利润率	40.2	32.3	(7.9)	41.1	40.4	(0.7)	
净利率	30.1	24.3	(5.9)	30.9	30.3	(0.5)	

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

损益表-A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,644	4,321	3,906	4,171	4,505
销售成本	(1,401)	(1,358)	(1,268)	(1,356)	(1,468)
经营费用	(1,891)	(1,490)	(1,221)	(1,283)	(1,368)
息税折旧前利润	2,221	1,340	1,193	1,273	1,375
折旧及摊销	(131)	(133)	(224)	(258)	(295)
经营利润(息税前利润)	2,352	1,474	1,417	1,531	1,670
净利息收入/(费用)	20	19	15	19	18
其他收益/(损失)	30	38	39	38	41
税前利润	2,270	1,397	1,247	1,331	1,434
所得税	(569)	(349)	(311)	(332)	(358)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,701	1,048	935	998	1,076
核心净利润	1,644	978	872	930	1,003
每股收益(人民币)	2.481	1.529	1.365	1.456	1.570
核心每股收益(人民币)	2.399	1.426	1.272	1.357	1.463
每股股息(人民币)	1.100	0.500	0.446	0.476	0.513
收入增长(%)	(6)	(23)	(10)	7	8
息税前利润增长(%)	(11)	(40)	(11)	7	8
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(37)	(4)	8	9
每股收益增长(%)	(11)	(38)	(11)	7	8
核心每股收益增长(%)	(12)	(41)	(11)	7	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,270	1,397	1,247	1,331	1,434
折旧与摊销	131	133	224	258	295
净利息费用	(20)	(19)	(15)	(19)	(18)
运营资本变动	(548)	(437)	123	(103)	(147)
税金	(569)	(349)	(311)	(332)	(358)
其他经营现金流	38	9	(3)	1	1
经营活动产生的现金流	1,302	735	1,265	1,135	1,207
购买固定资产净值	(868)	(961)	(804)	(842)	(921)
投资减少/增加	(23)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	681	411	0	1	2
投资活动产生的现金流	(210)	(560)	(804)	(841)	(919)
净增权益	158	0	0	0	0
净增债务	(241)	(326)	(243)	0	81
支付股息	(754)	(343)	(306)	(326)	(352)
其他融资现金流	50	(112)	15	19	18
融资活动产生的现金流	(786)	(781)	(534)	(307)	(253)
现金变动	306	(606)	(73)	(13)	35
期初现金	1,257	1,562	957	883	870
公司自由现金流	1,092	175	461	294	288
权益自由现金流	851	(151)	218	294	369

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币百万)

年结日:12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,227	1,368	1,295	1,282	1,317
应收帐款	308	411	373	398	429
库存	2,269	2,121	1,968	2,091	2,263
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	4,804	3,899	3,635	3,770	4,009
固定资产	2,657	3,342	3,954	4,530	5,148
无形资产	278	309	309	349	389
其他长期资产	384	451	419	387	355
长期资产总计	3,319	4,102	4,682	5,267	5,893
总资产	8,123	8,002	8,317	9,037	9,902
应付帐款	1,830	1,281	1,210	1,258	1,317
短期债务	0	243	0	0	81
其他流动负债	159	13	13	13	13
流动负债总计	1,989	1,537	1,223	1,270	1,411
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	74	94	94	94	94
股本	685	685	685	685	685
储备	5,228	5,523	6,152	6,824	7,548
股东权益	5,913	6,208	6,838	7,510	8,234
少数股东权益	146	163	163	163	163
总负债及权益	8,123	8,002	8,317	9,037	9,902
每股帐面价值(人民币)	8.63	9.06	9.98	10.96	12.01
每股有形资产(人民币)	8.22	8.61	9.52	10.45	11.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.28)	(1.04)	(1.29)	(1.27)	(1.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.7	34.1	36.3	36.7	37.1
息税前利润率(%)	39.3	31.0	30.5	30.5	30.5
税前利润率(%)	40.2	32.3	31.9	31.9	31.8
净利率(%)	30.1	24.3	23.9	23.9	23.9
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.5	3.0	3.0	2.8
利息覆盖率(倍)	98.8	54.3	40.3	48.8	48.0
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)	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	10.0	16.2	18.2	17.0	15.8
核心业务市盈率(倍)	10.3	17.4	19.5	18.2	16.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.4	19.1	21.5	20.1	18.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	13.0	23.1	13.4	15.0	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	11.1	11.5	10.6	9.8
周转率					
存货周转天数	524.2	590.0	588.6	546.3	541.5
应收帐款周转天数	21.3	30.3	36.6	33.7	33.5
应付帐款周转天数	122.1	131.4	116.4	108.0	104.3
回报率					
股息支付率(%)	44.3	32.7	32.7	32.7	32.7
净资产收益率(%)	31.1	17.3	14.3	13.9	13.7
资产收益率(%)	21.6	12.5	11.0	11.0	10.9
已运用资本收益率(%)	40.4	21.8	18.2	18.0	17.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,644	4,321	3,906	4,171	4,505
销售成本	(1,401)	(1,358)	(1,268)	(1,356)	(1,468)
经营费用	(1,891)	(1,490)	(1,221)	(1,283)	(1,368)
息税折旧前利润	2,221	1,340	1,193	1,273	1,375
折旧及摊销	(131)	(133)	(224)	(258)	(295)
经营利润(息税前利润)	2,352	1,474	1,417	1,531	1,670
净利息收入/(费用)	20	19	15	19	18
其他收益/(损失)	30	38	39	38	41
税前利润	2,270	1,397	1,247	1,331	1,434
所得税	(569)	(349)	(311)	(332)	(358)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,701	1,048	935	998	1,076
核心净利润	1,644	978	872	930	1,003
每股收益(人民币)	2.481	1.529	1.365	1.456	1.570
核心每股收益(人民币)	2.399	1.426	1.272	1.357	1.463
每股股息(人民币)	1.100	0.500	0.446	0.476	0.513
收入增长(%)	(6)	(23)	(10)	7	8
息税前利润增长(%)	(11)	(40)	(11)	7	8
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(37)	(4)	8	9
每股收益增长(%)	(11)	(38)	(11)	7	8
核心每股收益增长(%)	(12)	(41)	(11)	7	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,270	1,397	1,247	1,331	1,434
折旧与摊销	131	133	224	258	295
净利息费用	(20)	(19)	(15)	(19)	(18)
运营资本变动	(548)	(437)	123	(103)	(147)
税金	(569)	(349)	(311)	(332)	(358)
其他经营现金流	38	9	(3)	1	1
经营活动产生的现金流	1,302	735	1,265	1,135	1,207
购买固定资产净值	(868)	(961)	(804)	(842)	(921)
投资减少/增加	(23)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	681	411	0	1	2
投资活动产生的现金流	(210)	(560)	(804)	(841)	(919)
净增权益	158	0	0	0	0
净增债务	(241)	(326)	(243)	0	81
支付股息	(754)	(343)	(306)	(326)	(352)
其他融资现金流	50	(112)	15	19	18
融资活动产生的现金流	(786)	(781)	(534)	(307)	(253)
现金变动	306	(606)	(73)	(13)	35
期初现金	1,257	1,562	957	883	870
公司自由现金流	1,092	175	461	294	288
权益自由现金流	851	(151)	218	294	369

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,227	1,368	1,295	1,282	1,317
应收帐款	308	411	373	398	429
库存	2,269	2,121	1,968	2,091	2,263
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	4,804	3,899	3,635	3,770	4,009
固定资产	2,657	3,342	3,954	4,530	5,148
无形资产	278	309	309	349	389
其他长期资产	384	451	419	387	355
长期资产总计	3,319	4,102	4,682	5,267	5,893
总资产	8,123	8,002	8,317	9,037	9,902
应付帐款	1,830	1,281	1,210	1,258	1,317
短期债务	0	243	0	0	81
其他流动负债	159	13	13	13	13
流动负债总计	1,989	1,537	1,223	1,270	1,411
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	74	94	94	94	94
股本	685	685	685	685	685
储备	5,228	5,523	6,152	6,824	7,548
股东权益	5,913	6,208	6,838	7,510	8,234
少数股东权益	146	163	163	163	163
总负债及权益	8,123	8,002	8,317	9,037	9,902
每股帐面价值(人民币)	8.63	9.06	9.98	10.96	12.01
每股有形资产(人民币)	8.22	8.61	9.52	10.45	11.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.28)	(1.04)	(1.29)	(1.27)	(1.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-B股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.7	34.1	36.3	36.7	37.1
息税前利润率(%)	39.3	31.0	30.5	30.5	30.5
税前利润率(%)	40.2	32.3	31.9	31.9	31.8
净利率(%)	30.1	24.3	23.9	23.9	23.9
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.5	3.0	3.0	2.8
利息覆盖率(倍)	98.8	54.3	40.3	48.8	48.0
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)	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	6.3	10.5	11.5	10.8	10.0
核心业务市盈率(倍)	6.5	11.1	12.2	11.5	10.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.1	12.1	13.3	12.5	11.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	8.3	14.7	8.5	9.5	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	7.1	7.3	6.8	6.2
周转率					
存货周转天数	524.2	590.0	588.6	546.3	541.5
应收帐款周转天数	21.3	30.3	36.6	33.7	33.5
应付帐款周转天数	122.1	131.4	116.4	108.0	104.3
回报率					
股息支付率(%)	44.3	32.7	32.7	32.7	32.7
净资产收益率(%)	31.1	17.3	14.3	13.9	13.7
资产收益率(%)	21.6	12.5	11.0	11.0	10.9
已运用资本收益率(%)	40.4	21.8	18.2	18.0	17.6

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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转载或转发的，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