



**买入** **41% ↑**  
目标价格:人民币 27.00  
**603008.CH**  
价格:人民币 19.10  
目标价格基础:分部估值法  
板块评级:增持

### 股价表现



	今年	1 至今	3 个月	12 个月
绝对	31.0	2.6	31.0	75.7
相对上证指数	5.1	(14.0)	(1.9)	(25.3)
发行股数(百万)	315			
流通股(%)	63			
流通市值(人民币 百万)	3,787			
3个月日均交易额(人民币 百万)	320			
净负债比率%(2015E)				净现金
主要股东(%)				
绍兴华易投资有限公司	36			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2015年4月20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

轻工制造:家用轻工

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM\*

(8621)20328511

jianru.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

\*赵综艺为本报告重要贡献者

## 喜临门

### 业绩反转可期, 产业延伸是未来看点

公司2015年1季度营收同比增长21.13%, 归母公司同比增长10.65%, 盈利能力开始回升。公司15年股东、员工各方利益一致, 有望通过费用控制带来业绩反转; 公司整体战略着重深化优化“微笑曲线”两端布局, 智能健康和文化传媒领域都面临发展机遇。分别给予床垫业务40倍市盈率、绿城传媒50倍市盈率, 合计对应市值85.05亿元, 目标价为27.00元/股, 首次给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 15年费用率大概率下行, 业绩反转可期。公司2014年是投入大年, 销售管理费用率高达27.39%, 相比过去三年平均21.03%明显偏高, 15年公司计划将严行费用控制, 我们认为公司股东、员工利益15年达到最好的一致, 对费用控制大有帮助, 期间费用率下行是大概率事件, 床垫业务利润率将大幅提升。
- 布局文化产业, 塑造品牌价值。公司拟以7.2亿元收购绿城传媒, 一方面进入了正处快速成长期的传媒行业, 提升公司盈利能力, 另一方面可通过绿城传媒影视作品的文化渗透, 向观众传递“喜临门”品牌, 是公司以文化促品牌, 向“品牌领先”转型的重要战略布局。
- 通过智能床垫切入健康产业, 发展空间巨大。公司公告成立智能健康子公司, 意味着在智能健康领域投资的正式开端。去年九月发布智能床垫产品, 我们预计今年中期能够上市销售。智能床垫是向睡眠健康服务延伸的端口, 公司全国性的渠道优势和品牌优势将助力智能床垫的推广, 拥有足够的用户数后, 未来想象空间巨大。
- 品牌建设与渠道扩张巩固公司未来床垫龙头地位。2009年我国床垫行业CR8仅11%, 估计至今未有明显提升, 相较于美国2011年CR5为68%差距明显。随着供给端领先企业在全国进行产能和渠道布局, 以及需求端的消费升级, 我国床垫行业将呈集中趋势。随着公司向“品牌领先”转型, 以及线下、线上、集团等渠道的多元化深耕, 未来将巩固龙头企业地位, 受益于行业集中。

#### 评级面临的主要风险

- 房地产低迷导致床垫需求下滑, 费用控制效果不佳。

#### 估值

- 假设绿城传媒下半年并表, 我们预计15-17年每股收益分别为0.51、0.94、1.24元。剔除传媒业务的影响, 预计2015年床垫业务实现净利润1.27亿元, 鉴于公司智能床垫的发展空间广阔, 我们给予床垫业务一定溢价, 给予40倍市盈率, 对应市值50.8亿元。根据2015年绿城传媒承诺利润6,850万元, 我们给予电视剧制作行业平均50倍市盈率, 对应市值34.25亿元。合计市值85.05亿元, 对应股价为27.00元/股, 首次给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,022	1,291	1,785	2,459	3,022
变动(%)	n.a.	26	38	38	23
净利润(人民币 百万)	120	94	162	297	392
全面摊薄每股收益(人民币)	0.382	0.298	0.513	0.944	1.244
变动(%)	n.a.	(21.9)	72.1	83.9	31.9
全面摊薄市盈率(倍)	50.0	64.1	37.2	20.2	15.3
价格/每股现金流量(倍)	60.7	149.0	25.3	16.8	13.3
每股现金流量(人民币)	0.31	0.13	0.76	1.14	1.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.0	38.7	20.3	12.7	9.7
每股股息(人民币)	0.000	0.300	0.044	0.034	0.142
股息率(%)	n.a.	1.6	0.2	0.2	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目 录

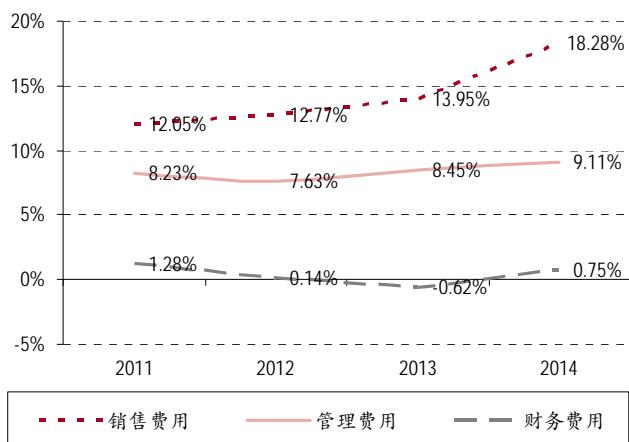
期间费用率下行，业绩反转可期 .....	3
布局文化传媒产业，塑造品牌价值.....	5
发布智能床垫，未来向“健康睡眠”服务领域延伸.....	7
品牌建设与渠道扩张巩固公司床垫龙头地位，将受益于行业整合	8
盈利预测及假设 .....	9

## 期间费用率下行，业绩反转可期

2014年，公司实现收入12.9亿元，同比增长了26.29%，增速明显较前两年加快；但因期间费用率较高，净利润下滑21.88%，净利率下滑至7.28%。其中销售费用率提高最为明显，2014年公司销售费用同比增长65.51%，销售费用率高达18.28%，主要原因是广告费用、运费等增长比较多。公司广告宣传费用为7,326.72万元，同比增长118.96%；运费高达5,360.01万元，同比增长63.08%，显示了公司在营销上的大力投入。

我们认为正是营销投入的加大，提升了公司的品牌影响力，公司电子商务、集团客户等渠道快速发展，为公司内销自有品牌的增长提供了动力，对于消费品，收入的增长显然是投资者更应该关注的，这也是公司从“品质领先”转向“品牌领先”所必须经历的环节。

图表1. 2011-2014 喜临门期间费用率情况



资料来源：公司公告

图表2. 2009-2014 年喜临门净利率情况



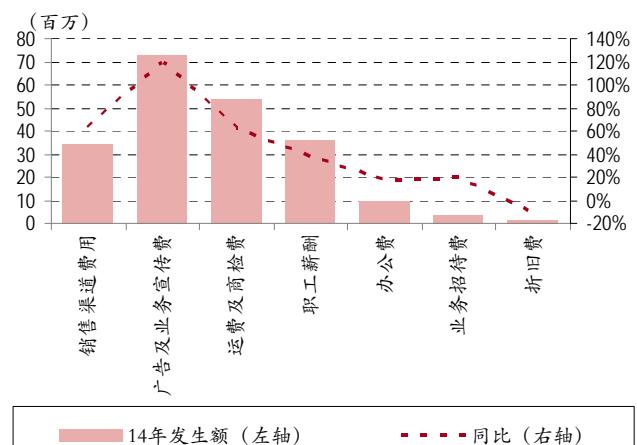
资料来源：公司公告

图表3. 2014年收入明显提速



资料来源：公司公告

图表4. 广告和运费是销售费用增长主因

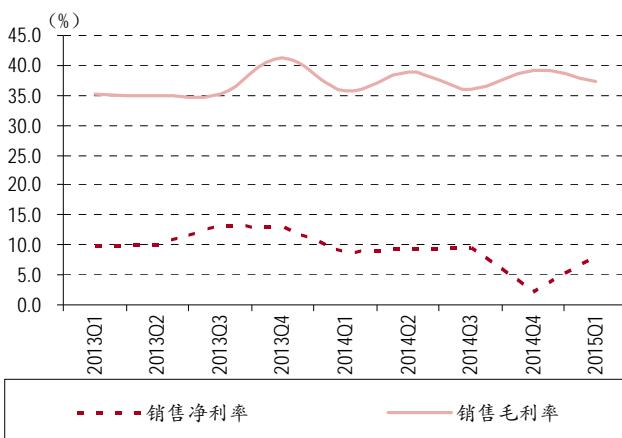


资料来源：公司公告

严行费用控制，业绩反转可期。与前几年数据进行对比，2014 年公司期间费用率明显偏高。2014 年年报中提及 2015 年经营规划工作主题是“协同.增效”，将“严行预算控制，实现开源节流”，公司控股股东即将于 7 月份解禁，员工持股计划也将于 16 年 2 月份可以卖出，收购绿城传媒的 30% 对价需要在二级市场买公司股票，15 年公司内部利益达到了最好的协同，我们对公司 15 年的“协同.增效”持乐观态度。

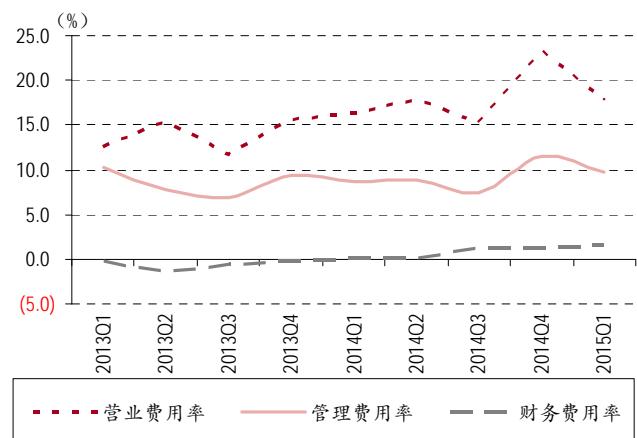
分项来看，广告投入和运费是公司销售费用增长的主因。14 年是营销投入的大年，公司在电视台、展会、户外展台、机场广告等多个渠道的进行了大规模广告投放，广告费用同比增加约 4,000 万元（13 年仅为 3,346 万元），我们认为经过对广告效果的回馈分析，15 年公司将有望能够更有的放矢的投放广告，从而实现营销费用的节省。运费的快速增长也将随着公司产能全国布局完善而得到缓解。因此我们预期 15 年期间费用率下降是大概率事件。

图表 5. 15 年 1 季度盈利能力已经回升



资料来源：公司公告

图表 6. 15 年 1 季度期间费用率开始回落



资料来源：公司公告

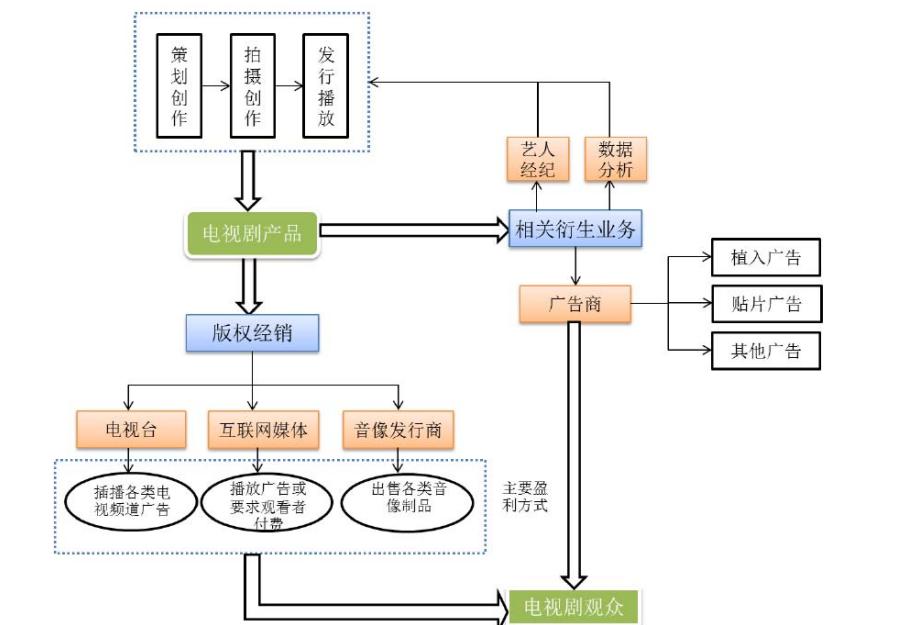
从一季报的情况来看，公司毛利率保持稳定，销售费用率开始回落，净利率开始回升，公司盈利能力开始出现回升态势。

## 布局文化传媒产业，塑造品牌价值

收购绿城传媒，向“品牌领先”转型。公司15年3月公告拟以7.2亿元收购周伟成、兰江持有的绿城传媒100%的股份。绿城传媒股东承诺2015-2017年净利润不低于6,850万元、9,200万元、12,000万元。绿城传媒于2005年成立，主营业务为电视剧的投资、制作、发行及衍生业务，13、14年快速成长，目前已经成为国内10名左右的电视剧制作公司。收购绿城传媒一方面进入了正处快速成长期的传媒行业，提升公司盈利能力，另一方面可通过绿城传媒影视作品的文化渗透，向观众传递“喜临门”品牌，是公司以文化促品牌，向“品牌领先”转型的重要战略布局。

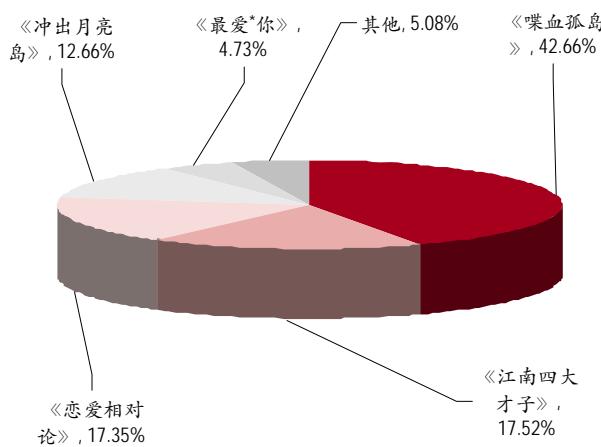
绿城传媒2014年前五大作品贡献近95%的收入，预计未来三年营收CAGR为37.82%。绿城传媒的主营业务为电视剧的投资、制作、发行及衍生业务。2014年其主营业务收入为1.68亿元，同比增长290.35%，毛利率为41.04%。产品结构方面，2014年前五大作品带来的收入为1.60亿元，占比94.92%，其中第一名的《喋血孤岛》贡献42.66%。

图表7. 电视剧行业产业链



**图表 8. 2013-2017E 年绿城传媒电视业务收入及毛利率**


资料来源：公司公告

**图表 9. 2014 年绿城传媒电视作品营业收入结构**


资料来源：公司公告

**图表 10. 公司待发行和拍摄的影视作品**

剧目	拍摄时间	制作时间	发行许可证取得时间	预计发行时间	报批情况
《神探杨金邦》	2014年3月-2014年6月	2014年7月-2014年10月	2014年11月	2015年	立项已完成
《杀手锏》	2014年8月-2014年11月	2014年11月-2015年2月	2015年3月	2015年	立项已完成
《昙花梦》	2014年10月-2015年1月	2015年1月-2015年4月	预计2015年5月	2015年、2016年	立项已完成
《刀光枪影》	2014年11月-2015年2月	2015年2月-2015年4月	预计2015年5月	2015年、2016年	立项已完成
《开门见喜》	2015年4月-2015年6月	2015年7月-2015年9月	预计2016年	2016年	立项已完成
《大清廉吏于成龙》	2015年6月-2015年9月	2015年9月-2015年11月	预计2016年	2016年	已申请立项，正在审批中
《莲花纵队》	2015年7月-2015年10月	2015年10月-2015年12月	预计2016年	2016年	受立项许可有效期(三个月)的限制，目前尚未正式报批
《火线佳丽》	2015年7月-2015年10月	2015年10月-2015年12月	预计2016年	2016年	
《蛟龙得水》	2015年10月-2015年12月	2015年12月-2016年2月	预计2016年	2016年	

资料来源：中银国际研究整理

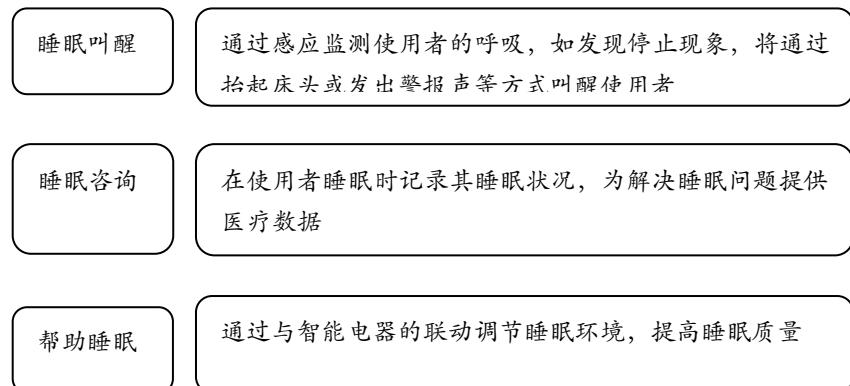
收购以现金方式进行，绿城传媒股东承诺未来通过二级市场增持喜临门股票绑定利益。股权转让价款分三期支付。第一期：《股权转让协议》生效之日起20日内支付转让价款的20%，并于交割日后20个工作日内，再支付转让价款的20%。第二期：于交割日起8个月内，支付标的股权转让价款中的30%。周伟成、兰江承诺，通过共管账户将该30%的资金全部用于从二级市场增持喜临门股票，并锁定至利润补偿义务履行完毕之日。第三期：剩余30%股权转让价款在利润承诺期间分三次支付。

绿城传媒董事长周伟成及核心高管均在影视行业工作多年，并且在浙江卫视有过长期工作经验。如果收购成功，绿城传媒原股东将成为上市公司股东，公司作为浙江本土企业，能够与之实现更好的协同，以其作为转型传媒的起点。

## 发布智能床垫，未来向“健康睡眠”服务领域延伸

公司与深圳和而泰公司合作，2014年9月推出智能床垫健康睡眠系统，并计划在2016年实现对100个家庭的健康睡眠关爱。通过该系统，智能床垫能够为使用者提供呼吸停止的叫醒服务、睡眠咨询服务和助眠服务。

图表 11. 智能床垫健康睡眠系统三大功能



资料来源：中银国际研究整理

**通过智能床垫切入健康产业。**在2014年上海家具展览上，公司董事长强调智能床垫的服务增值属性而非产品属性。短期来看，智能床垫的睡眠叫醒等功能能够增加公司产品销售收入，并彰显健康睡眠的品牌价值；长期来看，我们认为智能床垫是公司向睡眠健康服务延伸的端口，未来成长空间巨大。新产品有望于今年年中推向市场，公司全国性的渠道优势和品牌优势将助力智能床垫的推广，一旦拥有足够的用户，将成为健康服务领域的重要入口。

图表 12. 喜临门智能床垫样品



资料来源：中银国际研究整理

图表 13. 喜临门智能健康睡眠系统示意



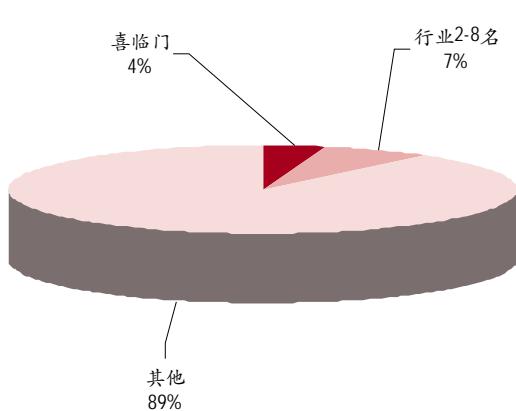
资料来源：中银国际研究整理

2014年4月20日，公司公告出资5,000万元设立智能健康子公司，旨在把握与睡眠关联的大健康产业的投资机会，在智能健康领域有所发展。我们认为这标志着公司智能健康产业布局将正式开始搭建，后续有望继续通过自主研发、对外合作等多种方式实现业务拓展。

## 品牌建设与渠道扩张巩固公司床垫龙头地位，将受益于行业整合

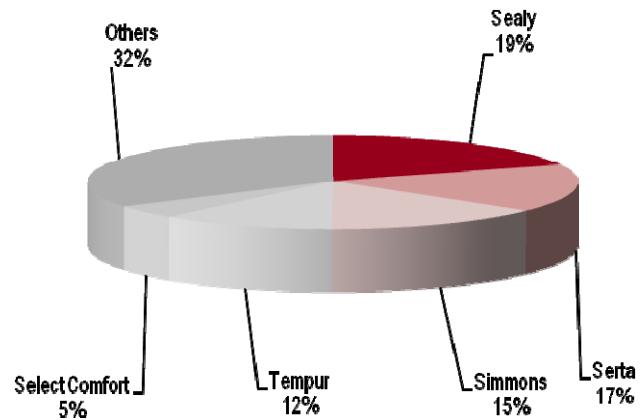
我国的床垫行业的集中度低，有集中趋势。2009年，我国床垫行业的CR8约11%左右，并且近几年没有大幅提升的迹象，2011年，美国的床垫行业CR5已经达到68%。随着供给端领先企业在全国进行产能和渠道布局，以及需求端的消费升级，我们认为我国床垫行业将呈集中趋势。

图表 14.2009年我国床垫行业的CR8仅11%



资料来源：公司公告

图表 15.2011年美国床垫行业的CR5为68%



资料来源：《2013年床垫行业分析报告》

公司拥有品牌和渠道优势，未来受益于行业集中。我国床垫行业进入门槛较低，产品容易被复制，因此未来竞争将主要集中在品牌与渠道方面，拥有高知名度品牌和广泛稳固的销售渠道的厂商将胜出。根据我们草根统计，目前在国内仅慕思的门店数量比喜临门多，而慕思和喜临门也是在全国布局最广最均衡的厂商。此外，经过口碑积累以及大量的广告投放，喜临门知名度国内领先，未来将持续受益于消费升级带来的行业整合机遇。

图表 16. 截止至 2014 年 9 月国内著名床垫品牌门店分布情况

	价格	门店总数	门店分布情况（粗略估算）
皖宝	中档	157家	华东152家，华北2家，华中3家
雅兰	中档	150-200家	超过80%的门店在广东省
斯林百兰	高档	113家	华东的门店占40%，华北和东北各占17%
慕思	高档	超2,000家	华东占44%，华北华南各占15%左右
喜临门	高档	2014年底937家	华东占43%，华北华中各占19%左右

资料来源：中银国际研究整理

未来将继续深耕品牌与渠道建设。公司确立了品牌塑造战略，积极推动从“品质领先”向“品牌领先”转型，在原有基础上，拟收购绿城传媒，通过影视作品的文化渗透、传播功能潜移默化向广大电视观众传递“喜临门”品牌。渠道方面，公司的线下门店、电商、集团业务均呈良好的发展势头。

## 盈利预测及假设

随着公司线下门店继续扩张, O2O、OEM 和集团业务等维持高速增长, 我们预计 2015-2017 年公司民用家具业务收入同比增长 35.54%、23.59%、23.99%。酒店家具收入未来三年维持 10% 的增速。假设绿城传媒下半年并表, 根据公司收购报告书中对于绿城传媒的预测, 2015-2017 年公司传媒业务收入分别为 1.38、3.58、4.41 亿元。

预计 2015-2017 年民用家具毛利率波动不大, 分别为 38.79%、38.96%、38.72%; 酒店家具毛利率未来三年均为 20%。

假设 2015-2017 年床垫业务销售费用率逐渐回调至原有水平, 分别为 17%、16.5%、16%, 未来三年管理费用率均为 9.50%。将床垫费用率和绿城传媒预计费用率加权平均得到公司 2015-2017 年销售费用率分别为 16.38%、14.41% 和 13.97%; 管理费用率分别为 9.20%、8.36%、8.34%。

剔除传媒业务的影响, 预计公司 2015 年床垫业务实现净利润 1.27 亿元左右, 鉴于公司智能床垫的想象空间广阔, 我们给予床垫业务一定溢价, 给予 40 倍市盈率, 对应市值 50.8 亿元。根据 2015 年绿城传媒承诺利润 6,850 万元, 我们给予电视剧制作行业平均 50 倍市盈率, 对应市值 34.25 亿元。合计市值 85.05 亿元, 对应股价为 27.00 元/股, 给予买入评级。

图表 17.2013-17E 年公司收入拆分及预测 (百万元)

盈利预测及主要项目假设	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入					
民用家具	885.60	1,162.62	1,575.53	1,947.18	2,414.28
同比增长(%)	11.36	31.28	35.54	23.59	23.99
酒店家具	129.83	118.56	130.42	143.46	157.81
同比增长(%)	29.61	(8.68)	10.00	10.00	10.00
传媒业务	43.12	168.77	138.46	358.32	440.54
同比增长(%)				29.40	22.95
毛利率(%)					
其中: 民用家具(%)	38.70	39.82	38.79	38.96	38.72
酒店家具(%)	25.85	14.31	20.00	20.00	20.00
传媒业务(%)	43.67	41.14	39.50	38.52	41.53
费用率(%)					
销售费用率(%)	13.95	18.28	16.38	14.41	13.97
管理费用率(%)	8.45	9.11	9.20	8.36	8.34

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,022	1,291	1,785	2,459	3,022
销售成本	(644)	(806)	(1,115)	(1,529)	(1,868)
经营费用	(216)	(330)	(380)	(485)	(603)
息税折旧前利润	163	154	289	445	551
折旧及摊销	(22)	(37)	(89)	(90)	(89)
经营利润(息税前利润)	141	117	201	355	462
净利润收入/(费用)	18	(1)	(10)	(6)	(1)
其他收益/(损失)	(26)	(38)	(86)	(88)	(87)
税前利润	145	110	188	345	455
所得税	(25)	(16)	(27)	(50)	(66)
少数股东权益	0	1	1	2	3
净利润	120	94	162	297	392
核心净利润	122	92	159	295	390
每股收益(人民币)	0.382	0.298	0.513	0.944	1.244
核心每股收益(人民币)	0.387	0.291	0.506	0.937	1.238
每股股息(人民币)	0.000	0.300	0.044	0.034	0.142
收入增长(%)	n.a.	26	38	38	23
息税前利润增长(%)	n.a.	(17)	71	77	30
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(5)	87	54	24
每股收益增长(%)	n.a.	(22)	72	84	32
核心每股收益增长(%)	n.a.	(25)	74	85	32

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	145	110	188	345	455
折旧与摊销	22	37	89	90	89
净利润息费用	(8)	7	15	12	9
运营资本变动	52	378	(157)	0	0
税金	25	16	27	50	66
其他经营现金流	(137)	(508)	77	(140)	(167)
经营活动产生的现金流	99	40	238	358	453
购买固定资产净值	(75)	(439)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	2	1	0	0	0
其他投资现金流	(148)	166	0	0	0
投资活动产生的现金流	(221)	(271)	(100)	(100)	(100)
净增权益	105	0	0	0	0
净增债务	0	0	200	0	0
支付股息	0	(95)	(14)	(11)	(45)
其他融资现金流	(39)	362	(175)	(15)	(12)
融资活动产生的现金流	66	268	11	(25)	(56)
现金变动	(56)	37	149	232	296
期初现金	281	300	449	682	978
公司自由现金流	(112)	(226)	143	263	361
权益自由现金流	(114)	(238)	323	246	343

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	281	300	449	682	978
应收帐款	243	312	432	595	731
库存	139	207	286	393	480
其他流动资产	105	86	118	163	200
流动资产总计	768	905	1,286	1,832	2,389
固定资产	222	716	831	864	894
无形资产	105	122	710	699	689
其他长期资产	406	228	(464)	(475)	(485)
长期资产总计	741	1,083	1,094	1,104	1,114
总资产	1,509	1,988	2,380	2,936	3,503
应付帐款	207	268	371	508	621
短期债务	123	257	100	100	100
其他流动负债	80	312	412	546	657
流动负债总计	411	837	883	1,155	1,378
长期借款	0	0	200	200	200
其他长期负债	1	1	1	1	1
股本	315	315	315	315	315
储备	781	834	982	1,268	1,616
股东权益	1,096	1,149	1,297	1,583	1,931
少数股东权益	1	0	(1)	(3)	(6)
总负债及权益	1,509	1,988	2,380	2,936	3,503
每股帐面价值(人民币)	3.48	3.65	4.12	5.03	6.13
每股有形资产(人民币)	3.15	3.26	1.86	2.81	3.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.50)	(0.14)	(0.47)	(1.21)	(2.15)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.9	12.0	16.2	18.1	18.2
息税前利润率(%)	13.8	9.1	11.2	14.4	15.3
税前利润率(%)	14.2	8.5	10.5	14.0	15.1
净利率(%)	11.8	7.3	9.1	12.1	13.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.1	1.5	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	97.6	9.4	9.8	19.8	25.8
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)	1.5	0.8	1.1	1.2	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	50.0	64.1	37.2	20.2	15.3
核心业务市盈率(倍)	49.3	65.6	37.7	20.4	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	69.7	92.7	53.4	28.8	21.8
市净率(倍)	5.5	5.2	4.6	3.8	3.1
价格/现金流(倍)	60.7	149.0	25.3	16.8	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.0	38.7	20.3	12.7	9.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	78.8	78.3	80.7	81.1	85.2
应收帐款周转天数	86.8	88.3	76.1	76.2	80.1
应付帐款周转天数	74.1	75.8	65.3	65.3	68.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	100.6	8.6	3.6	11.4
净资产收益率(%)	11.0	8.2	13.2	20.6	22.3
资产收益率(%)	7.7	5.0	7.9	11.4	12.3
已运用资本收益率(%)	12.3	8.7	13.7	20.8	22.9

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  
西单北大街 110 号 7 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