

2010年9月14日

金枫酒业

内部整合接近收官，迎来新增长契机

A
买入

600616.SS - 人民币 15.07

目标价格: 人民币 17.28

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	1	12	17	19
相对新华富时A50指数(%)	26	12	14	35

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	439
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	4,264
3个月日均交易额(人民币 百万)	109
主要股东(%)	
上海烟草集团	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

自华光酿酒并入上市公司以来，公司开始了历时两年的内部整合，目前公司正在加紧完成金枫酿酒吸收合并华光酿酒，我们认为这标志着公司内部整合接近收官，加之黄酒行业运行情况转好，公司重装上阵或迎来新的增长。我们预测公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.365 和 0.480 元，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 金枫酒业是黄酒行业内以创新取得全面领先地位的企业，目前保持销售规模和利润规模等多个指标行业第一。随着整合顺利收尾，公司或迎来新一轮增长。
- 借助上海世博推广品牌，后期市场效果将有一定呈现。从目前了解数据看，公司重点外埠市场以江苏为主要突破口，江苏同属黄酒消费核心地区，强势品牌相对不够集中，竞争相对缓和。上半年外埠市场销售同比增长达到 17.2%。
- 主要竞争对手古越龙山今年以来分三次提价覆盖主要产品，提价幅度在 6%~10%；预计金枫酒业也会采取多种手段提升均价，将对业绩产生积极影响。
- 我们保守预计 2010 年度销售收入实现 6% 的增长，初露曙光，预计未来两年黄酒业务将有两位数的增长，大大高于近三年来的复合平均增长速度。

评级面临的主要风险

- 宏观经济走势具有一定不确定性。
- 高档酒销售以及外埠市场开拓低于预期。

估值

- 我们保守预测 2010、2011 年业绩为 0.365 和 0.480 元，目前的价格分别相当于 41 倍和 31 倍市盈率。我们以 2011 年 36 倍市盈率估值，目标价格 17.28 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	4,651	945	1,001	1,180	1,356
变动(%)	(13)	(80)	6	18	15
净利润(人民币 百万)	208	146	160	210	246
全面摊薄每股收益(人民币)	0.473	0.332	0.365	0.480	0.562
变动(%)	25.5	(29.8)	9.9	31.3	17.1
市盈率(倍)	31.8	45.4	41.3	31.4	26.8
每股现金流量(人民币)	0.39	0.40	0.52	0.46	0.56
价格/每股现金流量(倍)	38.3	37.6	29.2	32.9	26.9
净资产收益率(%)	19.4	28.1	24.0	18.9	16.0
每股股息(人民币)	0.180	-	0.167	0.158	0.185
股息率(%)	1.2	-	1.1	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

盈利前景及估值.....	3
行业回暖促黄酒企业增长.....	6
区域增长差异促企业谋外埠发展.....	9
金枫酒业处于行业领先地位.....	12
采取积极营销策略谋求增长.....	14
内部整合接近收官，为未来增长增力	19
大光明集团核心主业之一，泛酒业平台存想象空间.....	20
风险因素.....	21
附注：公司股东介绍.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司	25

盈利前景及估值

盈利前景分析

公司内部整合整体推进顺利，目前生产销售再次进入良性阶段。我们认为，在现实背景下，公司人/财/物的整合本身是个很艰巨的任务，经验表明 2 年整合时间不算长，在整合阶段，公司整体运营依然平稳，我们对后期发展持乐观态度。

黄酒行业运行状况转好，1-5 月份行业实现销售收入 43.5 亿元，同比增长 22.16%，大大高于去年同期 4.61% 的增速，预计在宏观经济平稳运行的情况下，下半年及未来两年黄酒行业将保持运行良好态势。一线品牌将从中获得较好的扩张机会。

借助上海世博推广品牌。虽然短期由于世博营销受消费淡季影响效果不明显，但公司志在长远，总体我们认为赞助世博性价比较高，后期市场效果将会逐步呈现。从目前了解数据看，公司重点外埠市场以江苏为主要突破口，江苏同属黄酒消费核心地区，强势品牌相对不够集中，竞争相对缓和。今年上半年外埠市场销售同比增长达到 17.2%。

公司以品牌坚持以品牌为核心的运营模式，拥有“石库门”同“和酒”两个中国驰名商标。公司是海派新型黄酒龙头企业，牢牢占据上海市场高端黄酒市场 60% 以上份额。公司中高档酒盈利能力强，公司吨酒价格居行业前列，目前低档酒比重仍达一半，整体价格仍有提升空间，公司业绩对提价具有强敏感性。

古越龙山 9 月 9 日公告自 10 月 1 日其高档酒提价 10%，今年以来三次提价主要产品基本全覆盖，提价幅度 6%~10% 不等。金枫酒业毛利率水平高，不大可能为转移成本压力而提价，但存在提价可能性；我们预计公司可能以部分渠道和部分产品提价为主，甚至也可能以推出新品的方式间接提价，这都将对公司业绩产生积极影响。

评级

我们预计公司未来两年黄酒业务将有双位数的收入增长，预计 2010 年收入和利润小幅增长，主要是基于公司目前整合已经基本完成，石库门同和酒的生产销售已经完全一体化运作，在营销通路上有较大的资源集约效应，随着消费旺季来临，黄酒销售同比会有一定程度增长。由于外埠市场开拓以及高档酒的销售回暖仍具有不确定性，我们保守预测 2010 全年销售收入同比增长 6%，2011 年销售增长提速至 18%。净利润同比分别增长 7.3% 与 34.4%。

预计未来 6~12 个月公司销售业绩呈现较好增长态势，且公司存在产品提价可能性，将对业绩产生积极作用，另外今年以来公司股价涨幅大幅落后于酒类可比公司，综合以上因素，我们以略高于酒类平均水平的 36 倍 2011 年预测市盈率给予金枫酒业估值，目标价格 17.28 元，首次给予 **买入** 评级。(本盈利预测未考虑涨价因素，提价敏感性分析见第 18 页正文)

盈利预测

图表 2. 收入假设

收入增长假设	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 万元)						
黄酒业务	54,314	95,348	93,581	99,196	117,051	134,608
食品销售	426,163	304,082	832	874	917	963
收入合计	/	/	94,453	100,112	118,018	135,629
增长率(%)						
黄酒业务	(0.6)	75.5	(1.9)	6.0	18.0	15.0
食品销售	20.9	(28.6)	(99.7)	5.0	5.0	5.0
毛利率(%)						
黄酒业务	53.23	52.00	54.22	55.56	56.60	56.20
食品销售	10.82	10.69	11.25	12.00	12.00	12.00
收入占比(%)						
黄酒业务	10.3	20.8	99.1	99.1	99.2	99.3
食品销售	80.7	66.3	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：中银国际研究

图表 3. 费用假设

(人民币, 万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用	39,776	41,303	17,166	17,570	20,181	22,514
管理费用	16,259	17,859	13,079	13,635	15,224	16,954
财务费用	4,606	3,937	80.3	(170)	(239)	(334)
费用率(%)						
营业费用	7.40	8.88	18.17	17.55	17.10	16.60
管理费用	3.0	3.8	13.8	13.62	12.90	12.50
财务费用	0.86	0.85	0.09	(0.17)	(0.20)	(0.25)

资料来源：中银国际研究

图表 4. 同类公司估值比较

代码	证券简称	收盘价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		每股收益增长(%)		市净率(倍)	净资产收益率(%)
		(元)	(亿)	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2010E
000568.SZ	泸州老窖	37.23	266	1.42	1.73	26.2	21.5	18	22	9.8	38.7
000596.SZ	古井贡酒	56.85	99	1.09	1.64	52.2	34.7	83	50	13.3	24.9
000729.SZ	燕京啤酒	21.61	113	0.7	0.84	30.9	25.7	35	20	3.2	10.2
000799.SZ	酒鬼酒	16.47	34	0.31	0.54	53.1	30.5	61	74	6.0	10.2
000858.SZ	五粮液	33.89	1,286	1.23	1.52	27.6	22.3	44	24	7.1	25.7
000869.SZ	张裕 A	99.20	135	2.72	3.37	36.5	29.4	27	24	13.7	38.1
002304.SZ	洋河股份	193.90	87	4.36	5.93	44.5	32.7	57	36	12.6	29.3
600059.SS	古越龙山	14.30	48	0.23	0.29	62.2	49.3	91	26	4.5	8.8
600084.SS	*ST 中葡	8.13	38	0.03	0.12	271.0	67.8	-	300	6.8	0.0
600197.SS	伊力特	19.06	84	0.35	0.5	54.5	38.1	41	43	8.3	14.1
600199.SS	金种子酒	16.85	88	0.3	0.48	56.2	35.1	119	60	11.0	18.7
600519.SS	贵州茅台	169.49	1,600	5.72	7.09	29.6	23.9	25	24	8.6	29.0
600600.SS	青岛啤酒	37.02	103	1.2	1.46	30.9	25.4	29	22	5.2	16.9
600779.SS	水井坊	24.07	71	0.81	0.91	29.7	26.5	23	12	6.8	24.0
600809.SS	山西汾酒	58.82	255	1.47	1.94	40.0	30.3	79	32	11.7	27.9
	平均*					41.0	30.4			8.7	
600616.SS	金枫酒业	15.07	66	0.37	0.48	41.3	31.4	9.9	31	7.2	15.2

资料来源：万得资讯，中银国际研究

收盘价为 2010-9-10 日，*平均值剔除了 ST 中葡

图表 5. 部分酒类企业年初至今涨幅情况比较

代码	证券简称	最新(元)	52 周最高	52 周最低	年初至今(%)
600199.SS	金种子酒	16.51	22.7	7.99	89.86
000596.SZ	古井贡酒	55.99	63.97	19.82	66.01
002304.SZ	洋河股份	186.35	200.6	87.66	64.44
600197.SS	伊力特	18.39	19.55	7.84	41.68
600809.SS	山西汾酒	58.5	60	29.3	37.80
600059.SS	古越龙山	12.92	13.23	8	33.24
000869.SZ	张裕 A	90.2	95.4	55.15	20.38
000729.SZ	燕京啤酒	21.77	23.88	14.18	16.88
000036.SS	上证消费	4697.25	4,727.78	3,397.75	5.99
000858.SZ	五粮液	32.18	33.24	20.52	2.25
600519.SS	贵州茅台	165.27	181.06	124.56	(1.77)
000799.SZ	酒鬼酒	16.35	17.8	9.71	(1.92)
600779.SS	水井坊	21.9	24.8	15.25	(2.04)
600600.SS	青岛啤酒	36.3	39	27.66	(2.84)
600616.SS	金枫酒业	14.47	22.36	10.01	(3.12)
000568.SZ	泸州老窖	36.55	40.39	26.9	(4.05)
600084.SS	*ST 中葡	8.34	11.35	6.19	(20.74)

资料来源：万得资讯，中银国际研究

行业回暖促黄酒企业增长

黄酒行业运行基本情况介绍

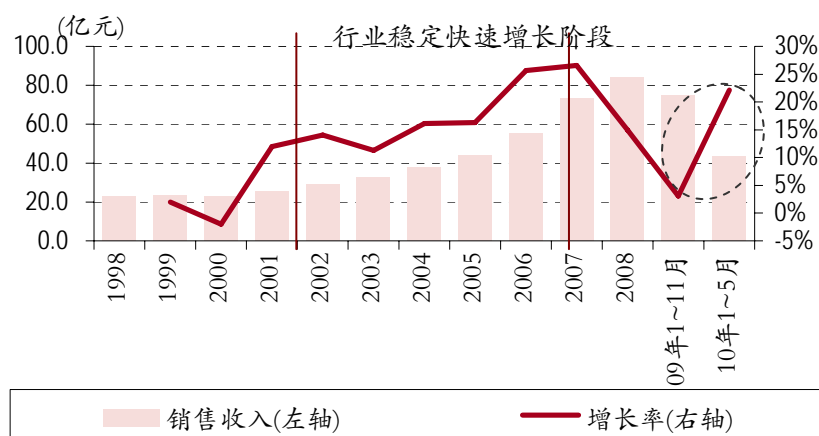
黄酒是世界历史最悠久的酒种之一，也是我国特有酒种。但长期以来其产量徘徊在 100 万到 140 万吨之间，消费具有非常明显的区域性。

自 2002 年开始，黄酒产量开始整体稳步提升，至 2007 年，黄酒产量已经达到 230 万吨。黄酒行业保持稳健快速增长的阶段为 2001~2007 年，我们认为这同金枫酒业的成长具有明显关联，这一时期同和酒以及金枫酒业推出新型营养黄酒高度重合，而正是后者有效扩大了黄酒消费边际，起到了行业创新示范作用。

随着创新由点及面的传播，更多的企业开始注重产品包装，主动对口味进行改良，推陈出新，对不同区域和细分市场推出更具针对性的产品，例如古越龙山针对上海市场推出东方原酿、屋里厢；会稽山针对上海市场的尚海派，针对江苏市场推出水色国香；嘉善黄酒也推出高档的西塘老酒等等。

江浙沪以外黄酒企业也呈现勃勃生机，在各自所处区域市场实现销售收入的快速增长。

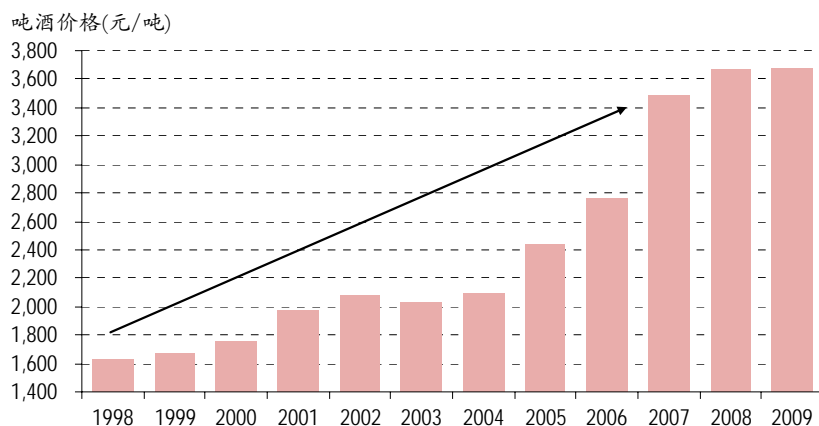
图表 6. 黄酒行业销售收入及增长情况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

整个黄酒行业逐步实现产品结构优化，吨酒价格持续上升，行业盈利能力逐步增强，利润总额也从 2001 年的 1.9 亿元攀升至 2008 年的 6.2 亿元。

图表 7. 黄酒行业吨酒价格不断提升



资料来源：中银国际研究

2008 年和 2009 年，黄酒行业收入增速明显下降，主要是因为黄酒生产和消费的核心地区江浙沪地区黄酒消费增速下降，尤其是中高端黄酒消费下降更明显，这一地区黄酒消费占全国 65% 以上，因此影响显著。这一期间，吨酒价格也受此影响而增长不显著，我们预计随着全行业产品结构调整的持续进行，吨酒价格整体仍将保持稳步上升趋势，行业盈利能力将会同步提升。

我们认为增速减缓最主要的原因是经济增长因素的影响，其次是核心消费区域黄酒消费相对饱和，消费相对饱和则对经济危机更加敏感，两者之间也存在密切内在联系。

据我们计算，1998~2009 年期间，黄酒行业收入增长同 GDP 增长的相关系数达到 86%，因此，经济增长以及对经济增长的预期都会对黄酒消费产生较大影响。

2010 年黄酒行业收入及利润增速回升

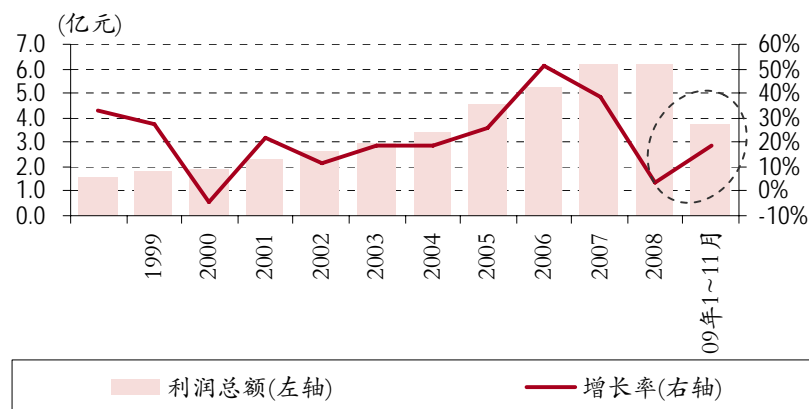
2010 年上半年黄酒行业运行状况转好，1-5 月份行业实现销售收入 43.5 亿元，同比增长 22.16%（见图表 6），远高于去年同期 4.61% 的增速。

上半年酿酒行业整体运营情况良好，从黄酒行业另外一家上市公司古越龙山半年报披露数据也可看到，由于黄酒行业复苏，市场转暖，古越龙山本期实现销售收入同比增长 54.9%，净利润同比增长达到 30% 以上。

黄酒行业利润总额增速回升

同行业收入增长情况类似,行业利润增长也有提升。1-5月份,行业 119 家统计企业实现利润总额 3.76 亿元(以此估计,金枫酒业利润总额占行业总体四分之一),同比增长 18.69%。

图表 8. 黄酒行业利润总额增速情况



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

区域增长差异促企业谋外埠发展

区域增长不平衡特征明显

近两年来，上市黄酒企业——古越龙山和金枫酒业的收入和利润增速不如全国整体水平，据我们持续观察，近两年来黄酒收入增长速度按高低排序为：其他地区—江苏—浙江—上海，但行业利润仍集中在上海和浙江两地。

图表 9. 黄酒行业区域增长示例--2008 年上半年

	企业数	收入 增长(%)	利润 增长(%)	毛利率 (%)	利润率 (%)	收入 (亿)	占比 (%)	利润 (亿)	占比 (%)
全国	99 个	28.3	47.8	28.7	10.5	35.4	100	3.7	100
浙江	47 个	20.4	72.0	26.3	8.3	18.3	52	15.3	41
上海	6 个	9.2	2.4	52.3	25.2	4.6	13	11.7	32
山东	4 个	73.1	(12.1)	24.4	3.2	2.3	7	0.7	2
江苏	7 个	56.0	216.9	33.4	19.8	2.2	6	4.4	12

资料来源：行业协会，中银国际研究

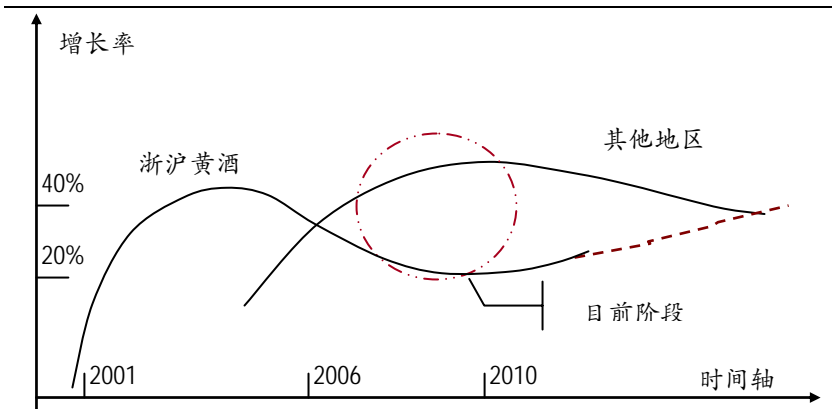
* 利润总额/收入

以 2008 年上半年数据为例，江浙沪地区贡献了 71% 的收入，但占据了 85% 的利润，这意味着，这一地区黄酒的整体档次要高，利润率水平高，尤以上海最为突出，13% 的收入对应 32% 的利润。

关于黄酒销售收入增长的地区差异，我们分析其主要原因在于：1) 创新以及产品结构调整步调有先后，产品周期不同；2) 市场以及品牌区隔；3) 金融危机的影响程度不同。

外埠省市的黄酒产品周期滞后于浙沪黄酒 2 年时间左右，这比较能够解释尤其是 2008 年以来外埠部分省市黄酒销售的增长远远超出浙沪地区。

图表 10. 浙沪黄酒同外埠黄酒的收入增长周期示意图



资料来源：中银证券研究

关于增长周期，需要指出的是，弄清楚浙沪以外其他地区黄酒销售收入的大幅增长更多的是由于价格提升还是由于消费人口的增加，这是非常关键的。我们分析，良性产品结构调整是主要原因，产销量的增长是次要原因。之所以判断是良性产品结构调整，是因为价量齐升的特征比较明显。

从市场和品牌区隔角度看，我们认为，虽然古越龙山拥有多个知名品牌，并且面向全国市场，但其总体销量仅占全国 4% 左右，金枫酒业虽然产量和销量居行业首位，其产品仍局限在上海本地，因此我们认为其他地区的黄酒消费仍然是由其他中小企业来满足，黄酒行业的市场和品牌区隔明显，因此增长会出现较大差异。

江浙沪地区金融以及服务业发达，同其他地区相比，产业结构存在较大差异，我们认为这种差异直接导致在国际金融危机以及国内经济增长趋缓的背景下，黄酒消费会受到相对更明显的冲击，当然这也同产品结构相关联，黄酒，尤其是高档黄酒的刚性消费比重较小，高档黄酒消费增长停滞或减少直接导致收入增速下滑。

从产品结构角度，江浙地区以外的市场，由于整体调整落后，高档酒比重更低，处在销量和均价齐升的良性阶段。

从跟踪观察的结果来看，2010 年增长不均的态势仍在延续。以金枫酒业为例，上半年实现销售收入增长 0.26%，其中外埠市场销售收入增长 17.2%，本地市场略降；反观市场覆盖相对更广的古越龙山，其上半年实现销售收入较大幅度增长。

其他地区黄酒销售快速发展导致行业集中度降低

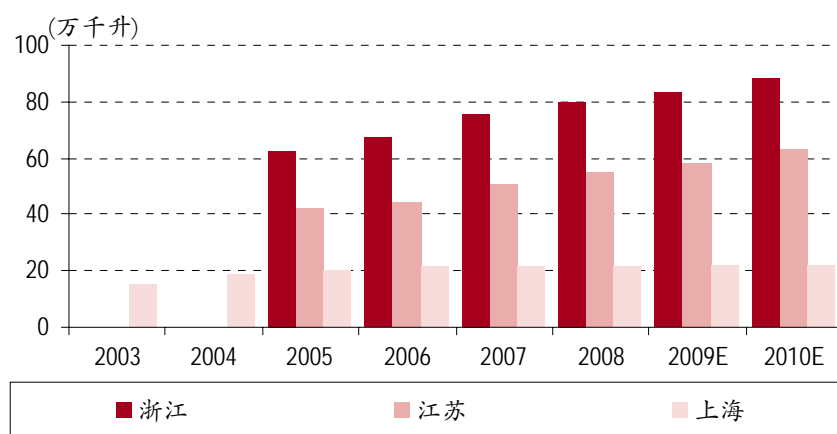
我国总体黄酒消费量的 70% 集中在中国人口比重 10.6% 的江浙沪地区，这一地区企业众多，规模以上企业数有限，产量过 5 万吨的企业不足 6 家，销售过亿元的企业有限。近年安徽、福建、山东、江西以及广东地区的黄酒产销情况也比较好，产生了一些当地比较有影响力的品牌，如海神、古南丰、即墨老酒等，但也存在规模小和市场局限的问题。

行业前 4 名企业（都在江浙沪地区）产量仅占全国黄酒产量的 15% 左右；销售收入方面，2004 年行业前三大企业销售收入占行业比重约为 45%，2006 年行业前 4 名企业销售收入约占行业销售收入的 36.6%，2007 年这一比例在 28% 左右，2008 年以来这一比例继续下降。

上海本地黄酒消费状况

上海本地市场近年来黄酒总消费量维持在 22 万吨小幅波动，市场总体接近饱和。从企业角度来看，金枫酒业年销量在 9.8 万吨左右，90%以上在上海市场，约占上海本地消费量的 45%，石库门系列自 2002 年推出以来，已有 8 年，产品生命周期老化，已经无法支持销量的较大幅度增长，虽然推出时间较短的“侬好”和“金色年华系列”最近两年增长态势较好，总体销售增长停滞。尤其高档酒销售的下降，使得公司毛利率也遭受较大压力。

图表 11.江浙沪地区黄酒消费量情况



资料来源：行业协会，中银国际研究

区域增长不平衡以及上海市场的疲软，使得“推出新品，加大外埠市场开拓”成为金枫酒业的当务之急。金枫最新发展战略提出保持上海本地市场份额稳定，积极开拓外埠市场，我们认为这一战略是方向正确的。

金枫酒业处于行业领先地位

金枫酒业是行业创新先行企业

我们对金枫酒业的判断是，金枫酒业是个成功的企业，其成功的根本是创新。通过生产工艺、产品口味、产品包装和营销渠道的创新，金枫有效提升了黄酒产品档次，重新定义了黄酒概念，也有效扩大了消费群体。金枫将生产型管理和营销型管理做到了成功的结合，使得企业进入一个良性发展阶段，竞争力提升迅速，金枫自身也从传统黄酒生产领域的追随者变成新型黄酒的集大成者。

图表 12.金枫创新示意

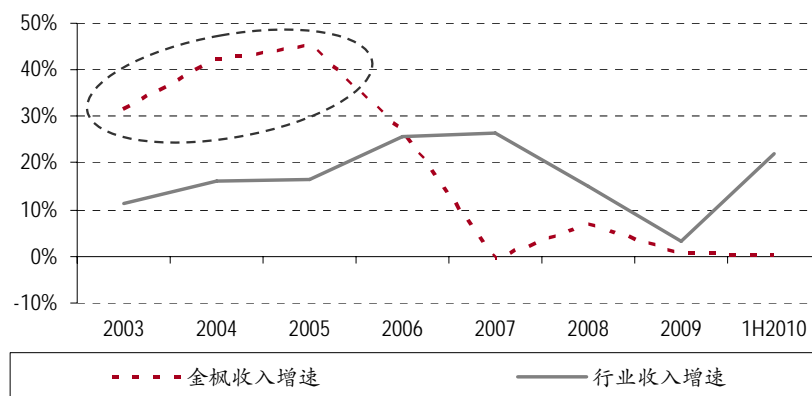
生产创新	<ul style="list-style-type: none">■ 机械化生产，全年酿造■ 产品合格率大幅提升■ 吨酒成本行业最低
工艺创新	<ul style="list-style-type: none">■ 口味创新，一改传统口感■ 改变传统饮用方式■ 引入时尚因素，吸引中青年饮用者
包装创新	<ul style="list-style-type: none">■ 引入时尚因素■ 传递品质，提升档次■ 扩大饮用场合、饮用人群
渠道创新	<ul style="list-style-type: none">■ 渠道革命，直接进入餐饮消费终端■ 以餐饮消费拉动商超销售■ 扩大商务、休闲等领域消费

资料来源：中银国际研究整理

金枫的成功包含独特的地理文化因素，这一点不容忽视。上海地区毗邻江浙，黄酒饮用基础好，消费者对口味的尝新接受能力更强，独特的海派文化更具包容和时尚，加之该地区经济发达，因此黄酒在该市场的创新更易成功。

我们认为金枫最初的创新着眼点放在上海本地市场，是取得成功的关键，但这也制约了其进一步对外围市场的扩张，为近期的增长停滞埋下伏笔。

图表 13. 金枫酒业以创新赢得高于行业整体增长



资料来源：中银国际研究；行业数据为10年1~5月数据

金枫酒业仍是行业领先企业

2007年以来，由于市场局限等原因，金枫酒业增长相对滞后，但金枫酒业作为黄酒行业创新的一面旗帜，其对黄酒行业转变思路、跨越发展的贡献不可磨灭，其本身从不起眼的上海国营小厂，发展成为让浙江黄酒企业不可忽视的竞争对手的过程就是一个弱小企业走向成功的典型案例。

此外，我们认为金枫酒业目前依然是行业最领先的企业，领先特质突出。金枫的领先不仅体现在产能、销售规模、利润规模、毛利率水平、成本优势方面，还体现在企业发展理念上，跳出传统黄酒生产经营模式的束缚，敢于突破，同其他黄酒企业相比，思维更活跃，理念更先进，创新更先行。

金枫酒业将以二次创新突破瓶颈

公司运营以稳健见长，同时也保持创新活力。金枫酒业是黄酒行业内多次第一个“吃螃蟹”的企业：一是在行业内首次突破传统黄酒酿制生产工艺，成为创新营养型黄酒的市场领导者，通过创新，有效扩大饮用人群，自身销售规模大幅增长的同时也为整个黄酒行业的发展有效助力；二是成为行业内率先实现两个知名企业和品牌的整合者。我们认为这两点在判断黄酒企业发展潜力和投资价值时具有十分重要的参考意义。

当然历史的成功不代表将来的成功，但是金枫酒业的创新积淀以及发展脉络的延续性是公司发展稳定性以及保持领先的重要保障。我们肯定金枫酒业的创新，目前金枫酒业整合和酒收官，将是二次创新的坚实开端，我们乐见其成。

采取积极营销策略谋求增长

中长期世博营销效果乐观

基于上海本地市场相对饱和，公司逐渐采取较为积极的市场开拓策略，我们认为公司的后续力度会不断加大，赞助世博只是一个开端。

本年度，公司借助世博这一全球盛会，加大品牌推广力度。公司细化世博市场营销、品牌宣传和渠道梳理方案，根据“海陆空，点线面”相结合的全媒体覆盖策略，与主流媒体合作提升品牌知名度。作为 2010 年上海世博会黄酒项目赞助商和特许产品供应商，公司开发了“一轴四馆”世博礼品酒及多款特许产品，同时也推出了适合夏季饮用的低度 9 度清爽型黄酒，产品创新又添新品种。不过，由于黄酒度数越低，其保质期越短，据我们了解，该低度品种是公司阶段性产品，随着世博结束，将逐步淡出市场。公司对推出新产品持非常慎重的态度，新品开发正以系统性工程的流程有条不紊进行，只待有利时机推出，我们预测今年年底或明年年初——消费旺季——推出的可能性非常大。

此外，公司以赞助世博为契机，专题研究，有序推进市外市场拓展工作，2010 上半年外埠市场取得了 17.2% 的同比增长。

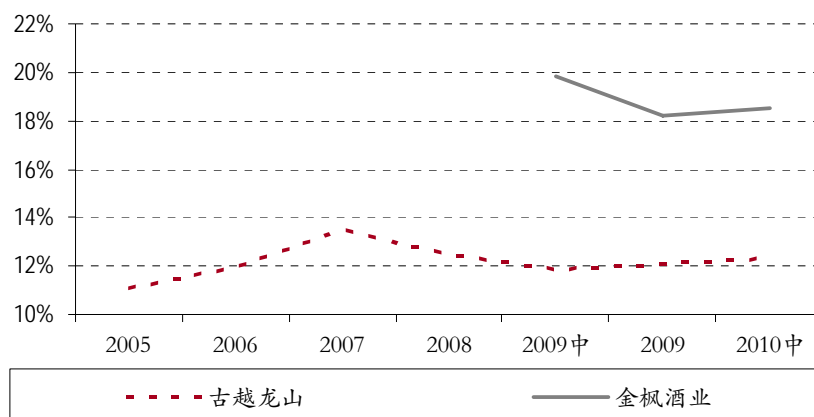
公司目前以划区销售为主，总体上，外围市场做不到像本地市场一样精耕。江苏市场是公司目前销售重点区域，外围市场销售基本来自江苏。

本次世博预计接待人数达到 7,000 万，对于金枫来讲，成为赞助商世博赞助商是一次非常实惠的品牌营销投入。虽然世博适逢黄酒消费淡季，但公司意在长远，为即将到来的旺季以及之后在外埠市场的开拓蓄势。

营销费用率稳定，较高毛利率能够支持较高市场开拓开支

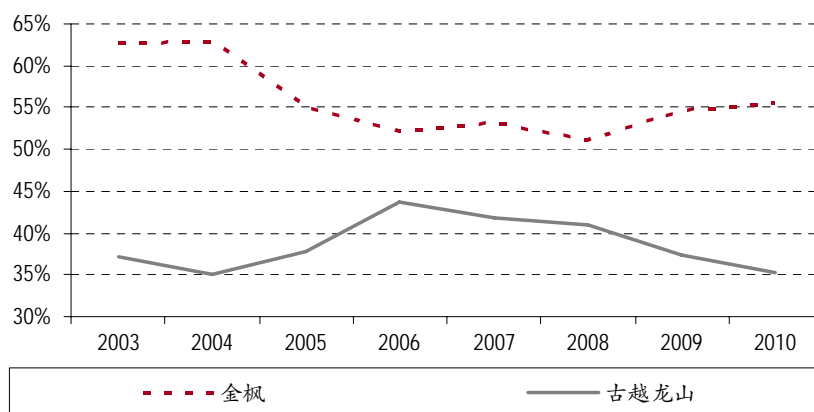
上半年销售费用 8,778 万，同比下降 6.7%，销售费用率为 18.48%，较上年同期略有下降。同古越龙山相比，公司费用率较高，但与此相对的是公司毛利率高出竞争对手约 20 个百分点。

图表 14. 金枫酒业及古越龙山近期销售费用率比较



资料来源：公司报告，中银国际研究

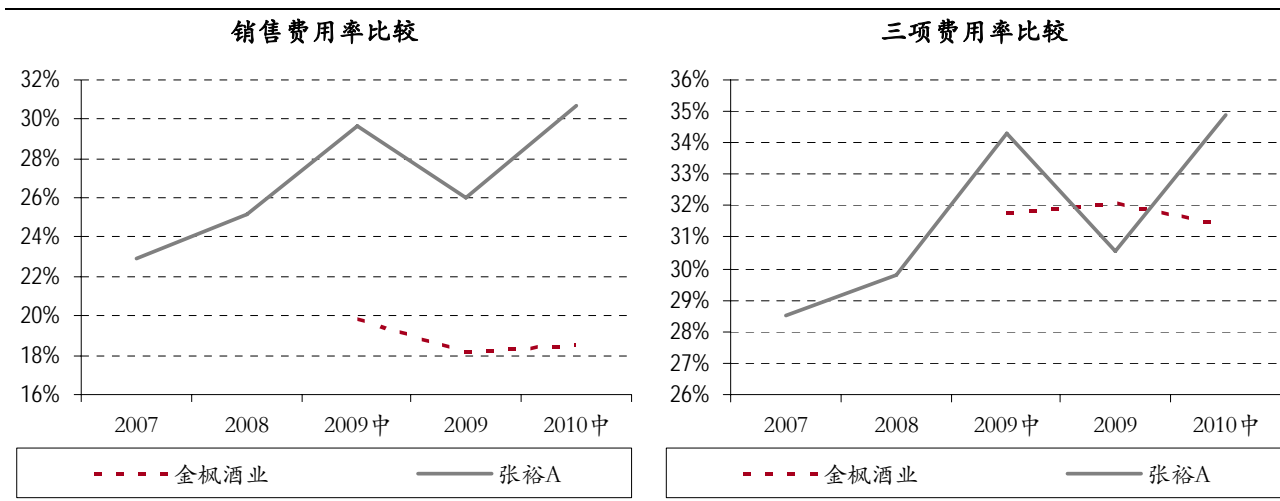
图表 15. 金枫酒业同古越龙山毛利率情况对比



资料来源：公司报告，中银国际研究

国内黄酒和葡萄酒的地位尚不能同白酒相提并论，我们选取葡萄酒龙头企业张裕A同金枫酒业就销售费用率和三项费用率进行横向比较。金枫酒业销售费用率大大低于同期张裕A的销售费用率，张裕A销售费用率高的原因是其采取较为激进的终端销售策略；由于金枫酒业管理费用率较张裕高，三项费用率方面两者较为接近，我们认为金枫管理集约化趋势会导致公司管理费用率有一定下降空间，公司销售费用率在一段时期内仍将保持平稳。

图表 16. 同张裕 A 销售费用率和三项费用率比较

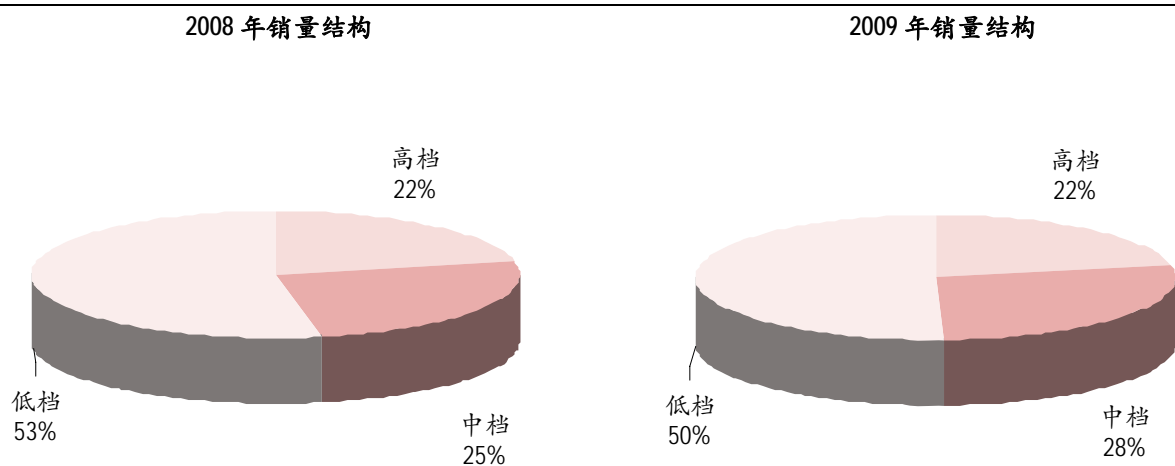


资料来源：万得资讯，中银国际研究

结构调整出效益——均价提升仍有空间

公司目前在上海市市场总体销量占到 50% 左右市场份额，高档酒市场份额更高，达到 60% 以上。

图表 17. 金枫酒业的产品销量结构



资料来源：中银国际研究

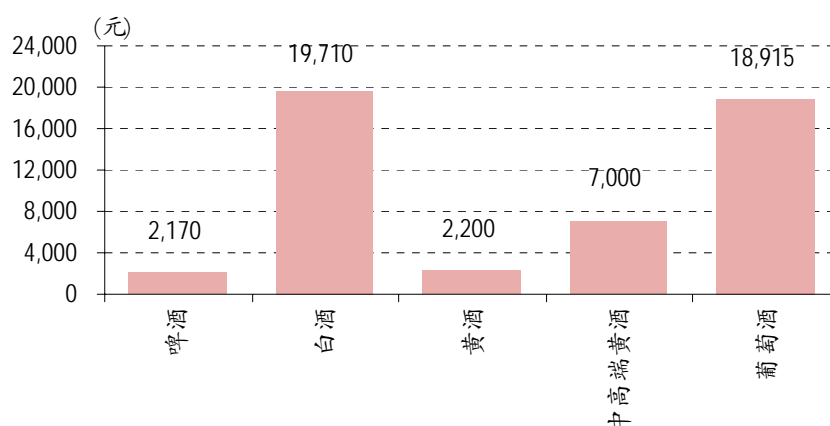
公司作为创新黄酒龙头企业，其产品结构仍有较大提升空间。2009 年公司高档黄酒销量比重为 22%，低档黄酒销量占比仍有 50%（约 50000 吨）。

图表 18. 金枫酒业销售情况分析

单位: 吨		2008	2009	增减(吨)	增减(%)
总销量		104,704	8,987	(5,717)	(5)
中高档	石库门	12,955	10,700	(2,255)	(17)
	金色年华	6,002	7,700	1,698	28
	五年陈和酒	2,696	2,100	(596)	(22)
	悦合		75	75	
中低档	三年陈和酒	21,146	21,120	(26)	(0)
	依好	3,583	4,000	417	12
	大开福	1,081	2,000	919	85
低档	其他产品	57,241	51,292	(5,949)	(10)

资料来源: 中银国际研究

公司目前年收入约 10 亿元, 平均吨酒销售价格约 10000 元/吨, 大致为白酒吨酒价格的一半。由于公司低档酒销量比重仍达到 50%, 公司中高档酒吨酒价格实际在 17000 元/吨以上, 据我们推算, 公司中高档酒毛利率在 70% 以上, 高档酒毛利率更高, 高档酒吨酒毛利可以达到 19000 元/吨左右, 1 万吨高档酒毛利即可达到 1.9 亿元。如果公司高档酒销量达到 3 万吨, 也即高档酒比重在总销量不变的基础上提升 8 个百分点至 30%, 其毛利就可达到 5.7 亿元, 高出目前公司整体毛利 15%。

图表 19. 各酒种吨酒价格比较


资料来源: wind, 中银国际分析

公司高档酒石库门系列销量在 2009 年不增反减, 是当年业绩显著下滑的主要原因。

我们认为未来公司产品结构调整仍有空间, 高档酒比重仍将提高, 由于其盈利能力强, 因此高档酒销量的恢复以及增长前景, 直接影响公司的盈利情况。公司已经意识到石库门系列产品周期问题, 短期内新品推出可期。

低档酒则基本微利状态。公司之所以维持较高的低档酒产量，是为了保证较全的产品组合，同时也对其他竞争者构成有力的阻吓。低档酒销量大，有其市场基础，而且低档酒当中仍然能够作结构调整文章，比如进一步细分，推出新品也是很好的手段。

金枫酒业提价分析

古越龙山于9月9日公告称，将自10月1日起上调八年陈以上高档酒产品(非礼盒装)的出厂价，提价幅度平均约为10%。调价是鉴于黄酒的市场状况和产品原辅材料价格上涨，此前古越龙山自2010年初起陆续提高了出厂价，5月27日起上调了坛装酒产品出厂价，提价幅度平均约为8%-9%；自6月1日起上调了清醇系列、普通瓶装酒产品出厂价，提价幅度平均约为6%-9%。

金枫酒业虽然同样受到原辅料价格上涨不利因素的影响，但由于其毛利率水平基数高，且内部整合效应贡献，承受力较古越龙山强，其依靠涨价转移成本压力的动机不强，但不排除金枫酒业以提价事件来进行品牌营销，传达其高档品牌定位；而且，据我们分析，金枫酒业新品推出已经提上日程，新品有系统的营销方案，价格上延续高档定位，目的是延长石库门品牌的产品周期，提价有极大可能同新品推出结合在一起。

我们认为金枫酒业业绩对提价具有较强敏感性，分析见下表：

图表 20.金枫酒业业绩价格敏感性分析

	均价提升 5%		均价提升 8%		均价提升 10%	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
销售收入（万元）	101,670	123,867	102,631	127,406	103,271	129,765
净利润（万元）	16,851	25,118	17,583	27,854	18,071	29,678
提价后每股收益（元）	0.38	0.57	0.40	0.63	0.41	0.68
提价前每股收益（元）	0.37	0.48	0.37	0.48	0.37	0.48
每股收益变动(%)	5.2	19.4	9.7	32.4	12.8	41.1

资料来源：中银国际研究

公司若在第四季度平均售价有所提升，则对2010年净利润产生积极影响，以提价5%计，公司2010和2011年预计每股收益为0.384和0.573元。

内部整合接近收官，为未来增长增力

自“大光明”成立以来，集团黄酒板块变化颇大，原“第一食品”通过业务梳理和资产置换，已转变为以黄酒为单一业务的上市公司，更名为金枫酒业；金枫酿酒总经理汪建华任上市公司总经理，原华光酿酒总经理董耀任上市公司副总经理；最近公司董事会通过汪建华任公司副董事长。

基酒共享是整合的一个重要方面，公司通过工艺探索，和酒三年陈等中低档产品的基酒已经完全自给，五年陈及以上在2010年底将达到完全自给，随着这一进程的不断深化，公司毛利率水平抵御住原材料价格上涨压力，做到了企稳略升。随着金枫酿酒对华光酿酒的吸收合并，其生产将合为一体，将带来较大集约效应。

公司并入和酒以来，其渠道等资源向和酒有相当程度的倾斜，造成和酒系列增长而石库门系列出现下降，虽然公司已经做到统一通过石库门贸易公司销售，但由于仍存在金枫酿酒和华光酿酒两个主体，这一问题没有很好解决。随着华光酿酒的注销，生产和销售都实现合并，这一问题应该得到了实质性解决，公司资源在品牌之间的分配会更合理，终端销售将会有积极反映，对此我们表示乐观。

公司整合期自2008年中合并和酒起，至今2年，按照一般规律，整合期2年不算长，且不乏失败案例。从金枫角度看，石库门同和酒原本为分属两大集团（冠生园和上海烟糖）的竞争品牌，同为中国驰名商标，如果不是大光明集团的成立，两者很难实现完全合并。我们认为公司的内部整合进展至此，已经很大程度反映公司管理层的经营管理能力，以及集团层面对公司的支持。

尤其在整合期间，公司整体经营平稳，本地市场份额保持稳定，领先地位没有受到实质威胁。

我们认为，公司“整合出效益”的目标已初步实现，如果没有整合，公司尚无法做到在面对原材料价格持续上涨以及销售方面的压力时保持毛利率稳中有升。

大光明集团核心主业之一，泛酒业平台 存想象空间

黄酒板块是光明食品集团成立之初即已确定的五大核心主业之一，当时公司尚未同和酒合并，销售规模 5 亿元左右，但集团非常看重其在黄酒行业当中利润份额的地位，在和酒并入后，公司销售规模和利润规模均占行业第一，随着 10 万吨新增产能的建设，公司未来产能亦跃居行业第一。

我们关注到，光明集团在其另一核心产业——糖业方面动作不断，2009 年上半年收购云南英茂糖业使得其糖产量达到 60-70 万吨规模，此后目标收购澳洲 CSR 糖业（澳大利亚第一大糖业集团，世界糖贸易主要参与者，原糖产量达 200 万吨），该项目于 2010 年 6 月宣告失败。我们预计光明集团近期在糖业收购上有可能转入国内广西周边地区糖业企业的收购上来，例如广东以及海南等地，且并购规模将大幅缩小；我们预计光明集团会加大在酒业方面的动作。

我们预计光明集团会加大酒业方面的动作。一方面，金枫酒业自身扩产能，加大市场投入；另一方面，集团已经形成了打造泛酒业经营平台的构想，这一构想的出台，一方面是由于对黄酒业务突破的谨慎考虑，另一方面是集团谋求酒业核心主业规模上的跃升，光明集团提出“3 年 1,000 亿”的目标，酒业也需要上规模。

我们预计集团扩张主要方向是白酒和红酒，黄酒业务将不依靠并购发展，金枫酒业作为集团旗下最主要的酒业经营实体，有望成为集团大力扶持的泛酒业经营平台，资产整合存在很大想象空间。

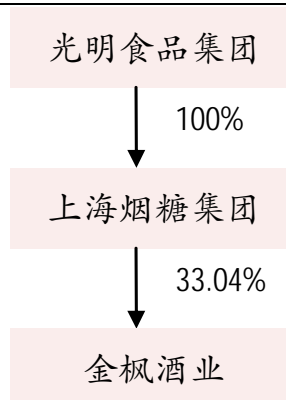
风险因素

宏观经济走势具有一定不确定性。酒类消费同宏观经济走势具有较强相关性，受其影响明显。目前中国宏观经济走势具有一定的不确定性，如果宏观经济增长继续放缓，将不利于黄酒行业的持续复苏。

销售低于预期的风险。黄酒仍然是区域性酒种，黄酒企业的销售主要集中于局部市场，全国市场开拓是长期过程。公司已经加大外埠市场的开拓力度，但具体效果仍需市场检验。另外，上海本地市场消费总量上基本饱和，金枫酒业中高档酒在本地市场具有最高市场份额，高档酒销售直接影响公司盈利水平，如果高档酒销售恢复低于预期，则公司收入和利润增长会达不到预测值。

附注：公司股东介绍

图表 21. 公司实际控制人情况



资料来源：中银国际分析

上海烟糖集团（全称为“上海市糖业烟酒（集团）有限公司”）是一家具有五十余年历史，以食品流通为主业的大型国有企业集团，是光明食品集团全资子公司。

上海烟糖集团目前已形成糖业产业，黄酒产业，食品代理业三大核心主业，食品原料和集成服务等五个培育性产业，2008年，集团销售规模达到 276 亿元，利润总额 4.51 亿元。上海烟糖集团目前是国内最大的糖酒食品批发分销商，是国内最大的食品品牌代理商之一，是国内最大的食糖产销一体化企业集团之一，拥有“石库门”、“和酒”、“金枫”、“玉棠白砂糖”等十余个自有知名品牌。

光明食品集团成立于 2006 年 8 月 8 日。由上海益民食品一厂（集团）有限公司、上海农工商（集团）有限公司、上海市糖业烟酒（集团）有限公司、锦江国际（集团）有限公司的相关资产集中组建而成，资产规模 458 亿元，2009 年规模销售收入 760 亿元。

光明食品集团是一家以食品产业链为核心的现代都市产业集团。集团核心业务主要由现代农业、食品制造业和连锁商贸业组成。集团的现代农业主要是奶牛、生猪、大米、蔬果和花卉。集团食品制造业主要是乳制品、糖、酒、休闲食品和罐头食品。集团拥有各类连锁销售网点 4000 多家，以及电子商务公司和品牌食品代理企业。集团的支撑业务是房地产业和出租汽车、物流业。骨干企业是农工商房地产集团和海博出租汽车公司。集团拥有光明乳业、金枫酒业、梅林股份和海博股份等上市公司。

光明食品集团拥有光明、大白兔、冠生园、梅林、正广和、一只鼎、海丰、爱森、大瀛、石库门、金枫、和酒、玉棠、天喔、佛手等众多中国驰名商标、中国名牌产品和上海市著名商标、上海市名牌产品。

光明食品集团业务网络覆盖全国，与 160 多个国家和地区的上万家客户建有稳定的贸易关系，并与可口可乐、百事可乐、雀巢、达能、三得利、麒麟、统一、谢赫、大金等国际著名公司开展了广泛的合资合作。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,651	945	1,001	1,180	1,356
销售成本	(3,828)	(470)	(487)	(562)	(651)
经营费用	(485)	(247)	(254)	(292)	(328)
息税折旧前利润	338	227	260	326	377
折旧及摊销	(91)	(55)	(58)	(62)	(67)
经营利润(息税前利润)	247	172	202	264	310
净利息收入/(费用)	(39)	(1)	2	2	3
其他收益/(损失)	47	12	5	8	7
税前利润	254	183	209	274	321
所得税	(57)	(37)	(48)	(63)	(74)
少数股东权益	11	0	(1)	0	0
净利润	208	146	160	210	246
核心净利润	210	148	161	212	247
每股收益(人民币)	0.473	0.332	0.365	0.480	0.562
核心每股收益(人民币)	0.479	0.337	0.367	0.482	0.564
每股股息(人民币)	0.18	0.000	0.167	0.158	0.185
收入增长(%)	(13)	(80)	6	18	15
息税前利润增长(%)	(25)	(30)	17	30	18
息税折旧前利润增长(%)	(32)	(33)	14	25	16
每股收益增长(%)	25	(30)	10	31	17
核心每股收益增长(%)	26	(30)	9	32	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	186	205	408	474	602
应收帐款	163	57	61	72	83
库存	422	438	427	492	570
其他流动资产	7	34	15	17	17
流动资产总计	777	734	911	1,055	1,272
固定资产	364	359	365	375	364
无形资产	18	17	15	14	13
其他长期资产	50	28	28	28	28
长期资产总计	432	404	409	417	405
总资产	1,209	1,138	1,320	1,473	1,677
应付帐款	141	134	140	161	199
短期债务	130	0	20	10	10
其他流动负债	31	30	25	25	25
流动负债总计	302	164	185	196	234
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	366	366	439	439	439
储备	537	608	696	837	1,002
股东权益	902	974	1,134	1,275	1,441
少数股东权益	5	0	1	1	1
总负债及权益	1,209	1,138	1,320	1,473	1,677
每股帐面价值(人民币)	2.06	2.22	2.59	2.91	3.28
每股有形资产(人民币)	2.02	2.18	2.55	2.88	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.13)	(0.48)	(0.87)	(1.05)	(1.34)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	254	183	209	274	321
折旧与摊销	91	55	58	62	67
净利息费用	39	1	(2)	(2)	(3)
运营资本变动	(863)	4	15	8	27
税金	(57)	(37)	(48)	(63)	(74)
其他经营现金流	709	(30)	(5)	(77)	(92)
经营活动产生的现金流	173	176	226	201	245
购买固定资产净值	(68)	(65)	(52)	(60)	(43)
投资减少/增加	(2)	0	2	3	3
其他投资现金流	(155)	113	0	0	0
投资活动产生的现金流	(225)	48	(50)	(58)	(40)
净增债务	(40)	(130)	20	(10)	0
支付股息	(73)	0	0	(69)	(81)
其他融资现金流	19	(76)	2	2	3
融资活动产生的现金流	(94)	(206)	22	(77)	(78)
现金变动	(146)	19	203	67	128
期初现金	330	186	205	408	474
公司自由现金流	(52)	224	181	144	205
权益自由现金流	(131)	94	203	136	209

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	24.1	26.0	27.6	27.8
息税前利润率(%)	5.3	18.2	20.2	22.4	22.9
税前利润率(%)	5.5	19.4	20.9	23.2	23.6
净利率(%)	4.5	15.4	16.0	17.8	18.2
流动性					
流动比率(倍)	2.6	4.5	4.9	5.4	5.4
利息覆盖率(倍)	6.3	214.7	n.a.	n.a.	n.a.
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)	1.2	1.8	2.6	2.9	3.0
估值					
市盈率(倍)	31.8	45.4	41.3	31.4	26.8
核心业务市盈率(倍)	31.4	44.8	41.1	31.2	26.7
目标价对应核心业务	33.4	47.5	43.6	33.2	28.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.3	6.8	5.8	5.2	4.6
价格/现金流(倍)	38.3	37.6	29.2	32.9	26.9
企业价值/息税折旧前	19.4	28.1	24.0	18.9	16.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	74.7	334.1	324.6	298.3	297.5
应收帐款周转天数	29.9	42.5	21.6	20.6	20.9
应付帐款周转天数	36.1	53.2	50.0	46.6	48.5
回报率					
股息支付率(%)	31.7	0.0	44.2	38.5	35.0
净资产收益率(%)	23.9	15.5	15.2	17.5	18.1
资产收益率(%)	9.1	11.7	12.7	14.5	15.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

金枫酒业 (600616.SS/人民币 15.07, 买入)
古越龙山 (600059.SS/人民币 14.30, 未有评级)
泸州老窖 (000568.SZ/人民币 37.23, 买入)
古井贡酒 (000596.SZ/人民币 56.85, 未有评级)
燕京啤酒 (000729.SZ/人民币 21.61, 买入)
酒鬼酒 (000799.SZ/人民币 16.47, 未有评级)
五粮液 (000858.SZ/人民币 33.89, 买入)
张裕 A (000869.SZ/人民币 99.20, 买入)
洋河股份 (002304.SZ/人民币 193.90, 未有评级)
ST 中葡 (600084.SS/人民币 8.13, 未有评级)
伊力特 (600197.SS/人民币 19.06, 未有评级)
金种子酒 (600199.SS/人民币 16.85, 未有评级)
贵州茅台 (600519.SS/人民币 169.49, 买入)
青岛啤酒 (600600.SS/人民币 37.02, 持有)
水井坊 (600779.SS/人民币 24.07, 持有)
山西汾酒 (600809.SS/人民币 58.82, 买入)
古井贡酒 (000596.SZ/人民币 55.99, 未有评级)

以 2010 年 9 月 10 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 10 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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