



2009 年 2 月 18 日

审慎推荐

食品饮料

中金公司研究部

分析员：袁霏阳

yuanfy@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

五粮液 (000858/17.35 元)

08 年业绩回顾

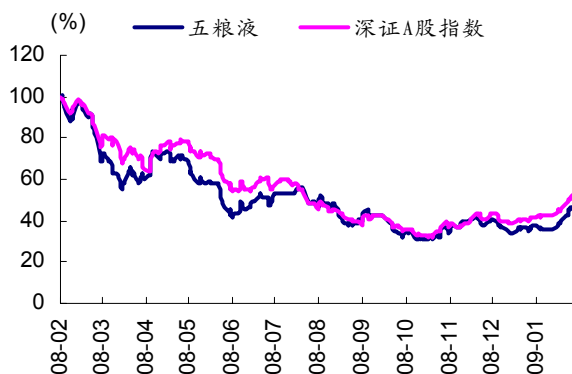
主要财务指标

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	7,386	7,329	7,933	9,016	9,798	9,776
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	13.6	8.7	-0.2
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	5,024	5,773	5,776
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	34.0	14.9	0.1
净利润	1,170	1,469	1,811	2,782	3,319	3,368
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	53.7	19.3	1.5
每股收益 (元)	0.43	0.39	0.48	0.73	0.87	0.89
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	53.7	19.3	1.5
每股经营现金流 (元)	0.49	0.44	0.52	0.90	1.04	1.06
市盈率 (倍)	40.2	44.8	36.4	23.7	19.8	19.6
市净率 (倍)	5.7	6.8	5.7	4.7	3.8	3.3
股价/经营现金	35.2	39.5	33.4	19.2	16.7	16.3
EV/EBITDA (倍)	20.8	17.9	16.9	10.8	9.0	9.0
净资产收益率 (%)	14.2	15.4	15.9	19.9	19.5	16.8
投入资本回报率 (%)	13.9	14.8	15.1	19.6	19.4	16.8
股息收益率 (%)	0.3	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5

A股

股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 17.35
日成交量 (百万股)	64.74
52周最高价/最低价	人民币 40.3/11.69
总市值 (百万元)	65,860
发行股数 (百万股)	3,796
其中：流通股 (百万股)	2,047
主要股东 (持股比例)	宜宾市国有资产经营有限公司 (56.07%)

近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

✚ **盈利与预期一致，高价酒销量未见回落：**08 年公司实现销售收入 79.33 亿元，同比增长 8.2%。其中高价酒销售同比增长 20.2%，收入占比由 07 年 67.4% 升至 74.8%，表明公司产品升级之路仍在继续。08 年公司录得净利润 18.11 亿元，约合每股收益 0.477 元，同比增长 23.3%，与早先预期一致。从全年高价酒销售增幅来看，其销量未见回落，原因可能在于公司高价酒产品结构更为丰富，使得新产品销量增幅足以抵消老产品销量下滑。

✚ **包装资产注入在即，内供货价提高依然可期：**包装类资产注入在即，而且收购价格大大低于早先 60 亿元传闻，仅按标的资产净资产面值收购，合计 38.2 亿元。市场更为关心的进出口公司供货价格调整仍无下文，但预计公司会兑现早先承诺，即提高供货价格 30-50 元/瓶，而且有可能按上限价格执行。

✚ **盈利大幅增长可期，维持“审慎推荐”：**09 年 0.733 元每股收益的预测高出市场平均近 5%，我们相信该预测并不突兀。预计 09 年公司将新增盈利 9.7 亿元，主要来自包装资产注入（贡献近 3 亿元盈利）、关联供货价提高（贡献近 5 亿元盈利）以及自身业务盈利增长预期（贡献近 2 亿元盈利）。公司估值虽高于可选消费股平均，但仍明显低于低价快消股均值。考虑到 09 年公司盈利大幅增长确定性较强，现有估值水平应有提升。此外，关联资产收购金额大幅减少以及市场利率水平降低使得基于 DCF 模型下的 09 年末目标股价升至 19.70 元，高出当前股价 13.5%，我们维持“审慎推荐”。

✚ **高价白酒板块最新投资观点：**节后经营风险主要来自消费需求，而非经销商存货压力。近期企业销售表现只能用差强人意来形容，即使是竞争力最强的茅台也需等到二季度才能确认其基本面是否值得乐观。板块在过去一个月内表现抢眼与风险预期转变无关，所以股价存在回调压力。但如果下半年因受政府投资刺激高价酒消费出现起色，并使企业摆脱盈利增长压力，那么高价酒板块估值将获提升，股价亦有大幅反弹机会，只是高价酒消费变化趋势无人能猜，所以只能逐月细心观察。

高价酒销量未见回落

08 年公司实现销售收入 79.33 亿元，同比增长 8.2%。其中高价酒销售同比增长 20.2%，收入占比由 07 年 67.4% 升至 74.8%，表明公司产品升级之路仍在继续。四季度公司销售增幅从前三季度 8.8% 下滑至 5.4% 可能与产品控量保价策略有关，但从全年高价酒销售增幅来看，其销量未见回落，原因可能在于：

1. 高价酒产品结构更为丰富，新产品销售增量抵消了老产品销量下滑。例如 07、08 两年供给进出口公司的货值均为 41.3 亿元，但 08 年两次产品提价以及 1618 等新产品（1618 由进出口公司代为销售）的推出不可能不推高该项交易金额，所以只能理解为是传统五粮液高价位酒销量出现同比下滑。

2. 公司自行对外销售的高价酒收入从 07 年 8 亿元猛增至 08 年 18 亿元，这一方面可能与五粮液老酒（该产品目前由公司自行对外销售）等产品旺销有关，另一方面也有可能是因为提价部分中价位酒现已被纳入高价酒统计范畴。

在两次提价基础上，高价酒毛利率同比仍有下滑可能与新增防伪包装投入较多有关，好在高价酒比重大幅提高使得综合毛利率同比仍有轻微增长。08 年公司录得净利润 18.11 亿元，约合每股收益 0.477 元，同比增长 23.3%，与我们早先预期一致，但低于市场预期近 10%。公司年末派息每 10 股 0.50 元（含税），而 07 年并未派息。

包装资产注入在即，进出口公司供货价格尚未更新

董事会公告显示，包装类资产注入在即，而且收购价格大大低于早先 60 亿元传闻，仅按标的资产净资产面值收购，合计 38.2 亿元。市场更为关心的进出口公司供货价格调整仍无下文，但我们预计公司会兑现早先承诺，即提高供货价格 30-50 元/瓶，而且有可能按上限价格执行。这是因为，数周前公司刚刚提高了高价酒中尚未通过进出口公司代销的产品（主要包括五粮液老酒和 45 度五粮液酒等）出厂价格 50 元/瓶，并且表示这些产品今后将按调整后价格交由进出口公司代销。这一举动被认为是在暗示原来代销部分产品也将按照 50 元/瓶标准上调供货价格。

09 年盈利预测并不突兀

目前，09 年 0.733 元每股收益的预测高出市场平均近 5%，我们相信该预测并不突兀。预计 09 年公司新增盈利 9.7 亿元，主要来自：

1. 包装类资产注入将在 4 月底完成，相关资产将从 5 月份起并表，估计可带来近 3 亿元收益；
2. 假设进出口公司供货价格提高 40 元/瓶，按照进出口公司消化 8000 吨酒计算，可带来近 5 亿元税后纯利；
3. 公司原有业务仍可在 09 年获得约 10% 盈利增长，即新增近 2 亿元利润。

维持“审慎推荐”评级

当前股价下，公司今明两年预测市盈率分别为 23.7 倍和 19.8 倍，虽接近我们所覆盖的可选消费股平均估值，但仍明显低于低价快消股估值平均。考虑到 09 年公司盈利大幅增长确定性较强，我们相信其现有估值水平应有提升机会。此外，关联资产收购金额大幅减少以及市场利率水平降低使得基于 DCF 模型下的 09 年末目标股价升至 19.70 元，高出当前股价 13.5%，我们维持“审慎推荐”评级。

公司主要风险在于：1) 关联资产收购时间可能晚于我们现有预期；2) 进出口公司供货价格提高幅度可能低于现有预期；3) 市场需求恶化导致原有业务盈利增长预期落空，并可能因为高价酒销量大幅滑坡而使进出口公司供货价格提高所带来的盈利增厚幅度低于现有预期。

表 1：08 年业绩及与去年同期的比较

（人民币：百万元）	2008 年	2007 年	同比变化
白酒销量（万吨）	7.6	9.8	-22.5%
销售收入	7933	7329	8.2%
高价酒	5936	4938	20.2%
中低价位酒	1880	2284	-17.7%
总体毛利率（消费税前）	54.4%	53.9%	0.5%
高价酒	66.7%	72.0%	-5.2%
中低价位酒	16.7%	16.5%	0.2%
吨酒销售价格（元）	104658	74934	39.7%
销售税金	566	583	-2.9%
吨酒销售税金（元）	7464	5957	25.3%
生产成本	3618	3378	7.1%
吨酒生产成本（元）	47732	34540	38.2%
营业费	891	783	13.8%
营业费/销售收入	11.2%	10.7%	0.5%
管理费	589	498	18.3%
管理费/销售收入	7.4%	6.8%	0.6%
营业利润	2431	2183	11.3%
营业利润率	30.6%	29.8%	0.9%
所得税率	23.7%	32.4%	-8.7%
净利润	1811	1468	23.3%
净利润率	22.8%	20.0%	2.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 2: 公司盈利预测主要假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E
销售收入	7,329	7,933	9,016	9,798
五粮液	4,938	5,936	6,670	7,475
中低价酒	2,284	1,880	2,239	2,216
销量(吨)	98,000	76,000	81,565	74,559
五粮液	n.a.	n.a.	11,500	11,500
中低价酒	n.a.	n.a.	70,065	63,059
平均单价(元/吨)	74,934	104,658	110,532	131,416
五粮液	n.a.	n.a.	580,000	650,000
中低价酒	n.a.	n.a.	31,950	35,145
毛利率	53.9%	54.4%	66.2%	69.3%
五粮液	72.0%	66.7%	75.0%	78.0%
中低价酒	16.5%	16.7%	20.0%	20.0%
营业费用	783	891	841	858
营业费用率	10.7%	11.2%	9.3%	8.8%
管理费用	498	589	534	555
管理费用率	6.8%	7.4%	5.9%	5.7%
税前利润	2,178	2,399	3,749	4,472
税前利润率	29.7%	30.2%	41.6%	45.6%
所得税率	32.4%	23.7%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	2,782	3,319
净利润率	20.0%	22.8%	30.9%	33.9%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 3: DCF 估值模型

人民币: 百万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
息税前利润	3,649	4,359	4,394	4,834	5,317	5,849	6,434	7,077	7,785	8,563
同比变化(%)		19.5%	0.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	-520	3,788	3,863	4,249	4,674	5,141	5,655	6,221	6,843	7,527
同比变化(%)		n.m.	2.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		10.0%								
税后债务成本率		3.6%								
股本成本率		10.0%								
无风险回报率		3.0%								
风险补偿率		7.0%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		0.0%								
自由现金流贴现值										28,461
期末价值折现金额										40,700
企业价值										69,161
净现金(债务)										5,635
权益价值										74,797
每股价值(元)										19.70

资料来源: 中金公司研究部

表 4: A 股食品公司估值表

公司 (截至2009-2-17)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率 2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	净资产收益率 2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	股息收益率 2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	EV/EBITDA 2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	审慎推荐	12.3%	13.5%	1.77	24.0	20.5	18.6	9.3	6.8	5.3	40.0	34.4	29.6	0.7	1.2	1.4	15.8	13.8	12.5
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	1.03	36.4	23.7	19.8	5.7	4.7	3.8	15.9	19.9	19.5	0.3	0.4	0.5	16.9	10.8	9.0
张裕A	000869.SZ	中性	12.2%	9.7%	2.45	29.8	28.1	23.7	10.4	9.7	9.0	35.0	37.0	38.1	3.1	3.5	3.8	20.9	18.1	16.5
金枫酒业	600616.SH	中性	9.7%	0.3%	n.m.	22.8	24.5	22.7	5.0	4.5	3.9	22.1	18.2	17.4	1.5	1.5	1.5	16.7	15.1	14.3
古越龙山	600059.SH	中性	13.4%	8.6%	4.41	37.9	32.5	32.2	2.9	2.7	2.6	7.7	8.6	8.3	2.1	2.5	2.5	15.0	13.3	13.1
可选消费类平均			11.6%	14.0%	2.16	30.2	25.5	23.4	6.7	5.7	4.9	24.1	23.6	22.6	1.5	1.8	1.9	17.1	14.2	13.1
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.89	35.4	30.4	25.1	3.4	3.1	2.7	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	19.7	15.3	12.0
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.6%	32.7%	0.82	26.9	20.4	15.3	5.2	4.7	4.1	20.9	24.8	29.2	2.4	2.9	3.9	14.7	11.9	9.3
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.58	44.9	34.3	27.2	4.8	4.4	4.0	10.7	12.9	14.8	1.1	1.5	1.9	14.0	11.6	10.1
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.76	32.9	28.0	23.3	2.7	2.0	1.8	6.0	6.5	7.4	1.2	1.4	1.7	12.2	10.2	9.1
双汇发展	000895.SZ	中性	8.8%	19.0%	1.62	30.9	23.5	21.8	9.0	7.9	7.4	29.0	33.8	33.9	2.8	3.7	4.0	17.7	13.6	12.5
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	24.0	18.8	3.5	3.2	2.8	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.9	1.4	n.m.	8.5	7.0
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	76.8	50.7	3.2	3.1	3.0	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.3	0.8	n.m.	13.9	11.6
低价快消类平均			11.0%	23.5%	1.46	34.2	33.9	26.1	4.6	4.1	3.7	15.3	15.0	16.7	1.1	1.5	1.9	15.7	12.1	10.2
A股食品类平均			10.3%	18.8%	1.72	32.2	30.4	24.9	5.4	4.7	4.2	19.7	18.6	19.2	1.3	1.7	1.9	16.4	13.0	11.4

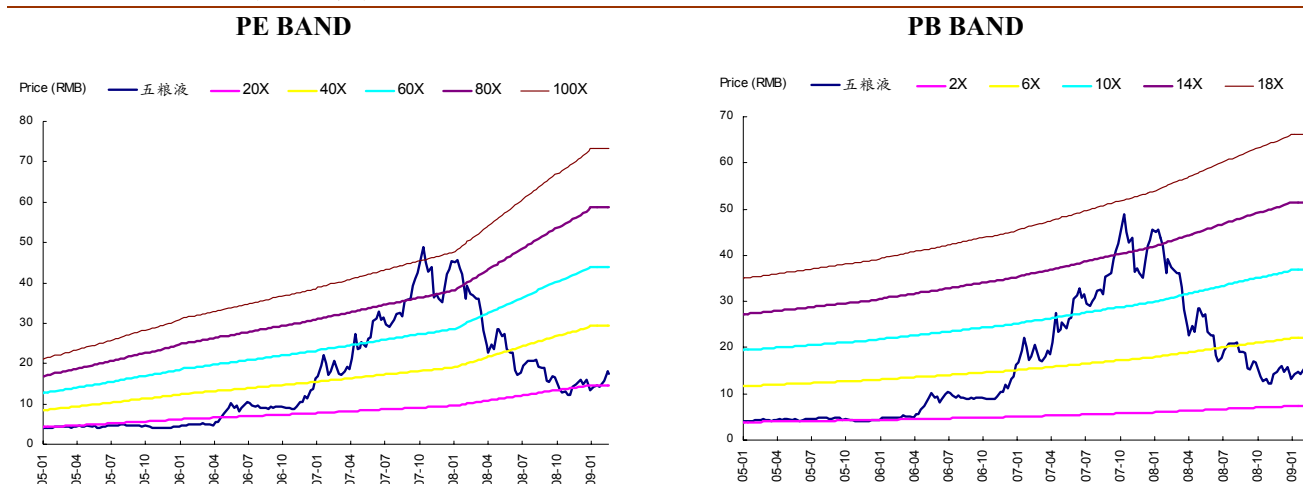
资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

表 5：公司盈利预测及主要财务指标

(单位：人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	7386	7329	7933	9016	9798	9776
主营业务利润	3213	3368	3749	5024	5773	5776
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(841)	(858)	(828)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(534)	(555)	(554)
营业利润	1739	2087	2269	3649	4359	4394
财务费用	50	92	160	100	113	143
税前利润	1786	2178	2399	3749	4472	4538
净利润	1,170	1,469	1,811	2,782	3,319	3,368
每股盈利 (元)	0.43	0.39	0.48	0.73	0.87	0.89
每股股利 (元)	0.06	-	0.05	0.08	0.09	0.09
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	3428	3936	4041
投资活动现金流净额	(250)	(243)	(106)	(3818)	0	0
融资活动现金流净额	(271)	(148)	(3)	(190)	(292)	(348)
货币资金增加额	815	1275	1865	(580)	3644	3693
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	5345	8989
货币资金期末余额	2786	4061	5925	5345	8989	12682
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	5345	8989	12682
应收款项	676	531	602	684	743	742
存货	1508	1806	2077	1753	1811	1883
长期投资合计	26	26	27	27	27	27
固定资产合计	5212	4994	4662	7916	7204	6493
无形资产及其他资产	65	62	61	59	58	56
资产合计	10,334	11,572	13,496	15,927	18,975	22,025
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付帐款	36	30	38	32	32	31
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1,211	942	828	828	828	828
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	2,711	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备和未分配利润	5,546	5,773	7,584	10,177	13,204	16,224
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	15,927	18,975	22,025

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 1：公司历史市盈率与市净率区间



资料来源：万德资讯、中金公司研究部

附录：高价酒经营风险远未消除

节后风险主要来自消费需求

高价酒销售压力初现于 08 年三季度，到了 10 月份长沙糖酒会时该风险已弥漫于厂商与经销商市场。厂商环节开始为保价（包括出厂价、各级批发价和终端零售价）而奔忙，主要措施包括渠道与终端促销以及发货量控制，这是因为价格对于高端白酒市场地位及其销售前景至关重要。经销商环节则改变进货思路，普遍采用步步为营的保守做法，而且在出货价格上较为松动。市场提前主动调整，使得春节前至少在经销商环节，高价白酒囤货压力较轻。受此影响，原本出现在节前两个月的旺销局面并没有在 08 年 12 月如期到来，而只是在 1 月上旬昙花一现，整个白酒行业在相对平稳的产销形势下度过节前高峰。我们由此判断，节后高价白酒产销压力将主要来自消费需求，原本担心的库存消化风险因全行业未雨绸缪而变得可控。

主要品牌近期销售表现

在产销环节步步为营的这几个月里，品牌竞争力可以解释企业间市场表现差异，这与我们早先预期一致，我们对现有四品牌竞争力排序结果依次为茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊。贵州茅台得益于最为宽厚的批零差价（该差价体现了品牌受市场欢迎程度），因此即使在过去几个月出现批发与终端零售价下滑，也没有损及公司增加销量和经销商相对积极的进货意愿，只不过 07 年四季度较高的基数使得去年四季度公司销售收入同比增幅十分轻微。但因 08 年 1 月恰逢雪灾封路影响货物外运，所以 09 年 1 月出现发货量同比大幅增长并不足为奇。而且我们相信 09 年一季度公司销售收入仍有可能保持 30% 以上同比增幅，但预计二季度销售同比会有大幅下滑。而且，批零价差收窄与公司上量决心使得年内产品提价预期基本落空，所以至少要等到二季度才可确认公司基本面无忧。五粮液早早于三季度末施行控量保价政策，以至于四季度高价酒销量同比下滑。尽管公司表示 1 月份高价酒销量同比有所增长，但节后形势不容乐观。泸州老窖 08 年 12 月销售收入同比下降（意味着销量亦同比下降），09 年 1 月销售收入同比个位数增长，但收入增长主要来自中低端酒，高价酒销量依然滞胀。水井坊 08 年 12 月销量同比下降 20%，销售收入同比下滑 10% 以上；09 年 1 月被动局面延续，销量继续同比下滑 20%，销售收入同比下滑 10% 以上，其中上海地区销售收入同比减半。

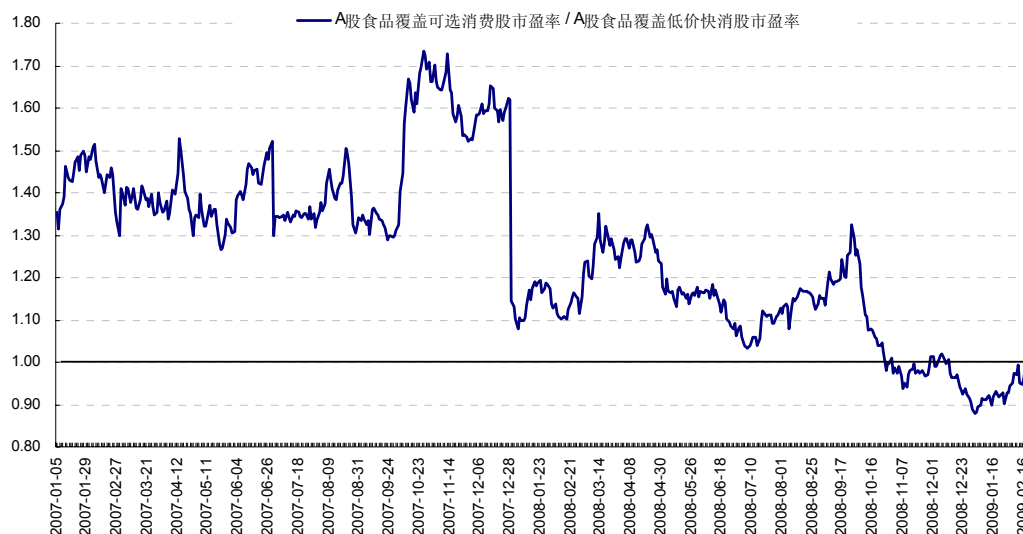
短期股价存在回调压力

高价白酒股股价难耐寂寞。指数监测结果表明，该板块只有在 08 年 12 月下旬至 09 年 1 月中旬约四周时间内跑输大盘，但是从 1 月中旬至今约 1 个月时间内再次跑盈大盘，而且是在大盘持续向上的背景下。个股跑盈大盘的幅度从高到低依次为泸州老窖 11.1 个百分点，水井坊 10.6 个百分点，贵州茅台 5.3 个百分点，五粮液 3.5 个百分点。我们认为最近这一轮上涨主要受到板块轮动以及轻工业振兴规划中的减税传闻影响，并不表明市场对行业经营风险的看法已发生转变。面对经营风险敞口高企的 2-6 月，如果行业基本面未有明显改观，高价白酒股股价存在回调压力。因此我们相信，至少在未来 4-5 个月中，高价白酒股仍只能用来防守，并无赚取绝对收益的价值。从个股防御能力（也就是个股股价波动风险）来看，我们依次选择五粮液、贵州茅台、泸州老窖和水井坊。五粮液排名居首是因为在包装类资产注入及高价酒关联转移价格提高基础上，公司盈利增长确定性较强，因此只要注资方案和关联转移价格提高幅度不逊于市场预期，公司股价应有较强防御能力。贵州茅台排名第二是考虑到公司较强的品牌竞争力使其销售和盈利下滑风险明显小于其他品牌。

未来或有反转机会

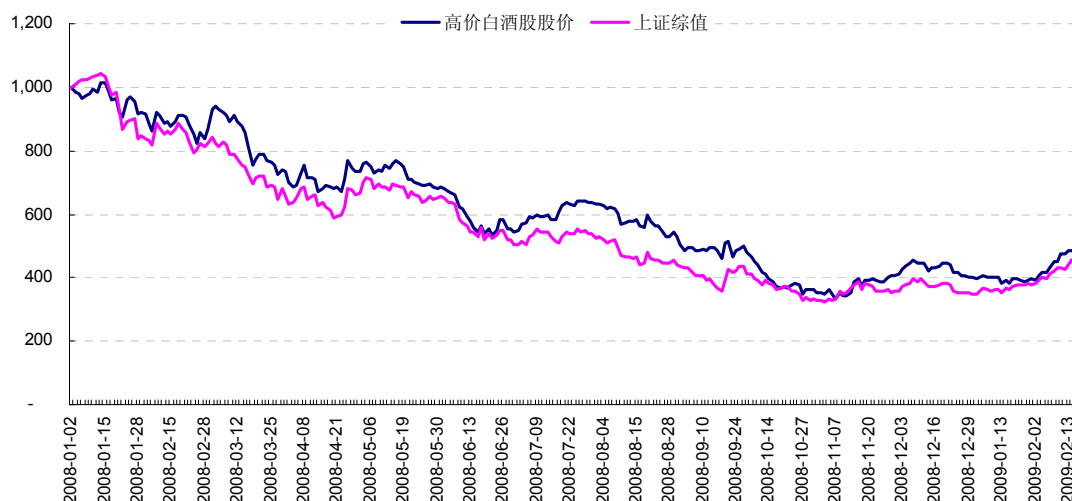
以高价白酒股为代表的可选消费股平均估值水平在 2007 及 2008 大部分时间内高于低价快消股估值，这是因为建立在产品加价基础之上的盈利增长前景较低价快消股更值得市场期待的缘故。但这一估值溢价已在最近 4-5 月内转为估值折扣，表明市场可能已悲观到不认为高价白酒企业盈利还会在经济下行周期中获得增长，尽管从市场一致预期结果来看，这些高价白酒股的未来盈利仍有持续增长。因此，如果在下半年因受政府投资刺激高价白酒消费出现起色，并使高价白酒股得以摆脱盈利增长压力，那么其估值至少应该回到与低价快消股同步的水平，显示未来股价或有反转机会。但目前，我们无法判断消费回暖预期是否真会到来，因为政府支出能否支撑高价白酒消费无法在其他发达国家经济发展史中找到相似例证。因此，我们只有潜心收集市场消费信息与公司经营数据，并且在逐月细微的行业变化中寻找反转机会是否存在及何时到来。

图 2：中金所覆盖的可选消费股与低价快消股估值比较



资料来源：万德资讯、中金公司研究部

图 3：高价白酒股股价与大盘指数表现



资料来源：万德资讯、中金公司研究部

表 6：高价白酒股盈利预测（中金公司 vs 市场一致预期）

公司	2008E (百万元)			2009E (百万元)			2010E (百万元)		
	市场预测	中金预测	差异	市场预测	中金预测	差异	市场预测	中金预测	差异
贵州茅台	4,479	4,969	10.9%	5,613	5,795	3.2%	6,754	6,407	-5.1%
五粮液	1,998	1,838	-8.0%	2,673	2,782	4.1%	3,208	3,319	3.5%
泸州老窖	1,425	尚未正式覆盖	n.m.	1,796	尚未正式覆盖	n.m.	2,209	尚未正式覆盖	n.m.
水井坊	353	尚未正式覆盖	n.m.	424	尚未正式覆盖	n.m.	501	尚未正式覆盖	n.m.

资料来源：万德资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。