



2009年3月19日

食品饮料

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

中性

古越龙山(600059.CH)

原酒销售压力已现

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009E	2010E
主营业务收入	732	815	748	895	915
(+/-%)	20.2	11.3	-8.2	19.7	2.2
主营业务利润	217	302	270	307	300
(+/-%)	25.4	39.1	-10.5	13.6	-2.2
净利润	32	89	98	111	103
(+/-%)	24.2	176.4	9.8	13.2	-6.9
每股收益(元)	0.14	0.38	0.26	0.30	0.28
(+/-%)	24.2	176.4	-31.3	13.2	-6.9
每股经营现金流(元)	0.45	0.30	0.56	0.16	0.15
市盈率(倍)	67.0	24.2	35.3	31.2	33.5
市净率(倍)	1.8	1.8	2.7	2.6	2.5
股价/经营现金流	20.6	30.5	16.7	59.5	61.4
EV/EBITDA(倍)	22.5	16.7	20.7	18.2	18.9
净资产收益率(%)	2.8	7.4	7.8	8.5	7.6
投入资本回报率(%)	4.0	8.3	7.8	8.1	7.3
股息收益率(%)	2.2	2.2	0.0	2.6	2.4

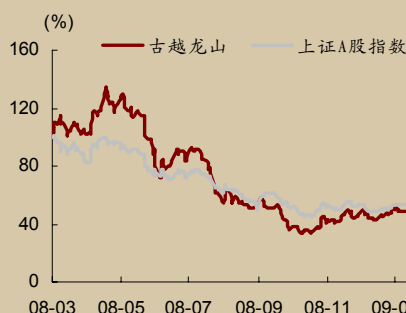
股票信息

A股	
股票代码	600059CH
当前股价	人民币 9.3
日成交量(百万股)	18
52周最高价/最低价	人民币 23.75/5.5
总市值(百万元)	3,464
发行股数(百万股)	372
其中: 流通股(百万股)	221
主要股东(持股比例)	中国绍兴黄酒集团有限公司 (40.55%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
古越龙山	12.0%	-0.3%	18.0%	30.8%
上证A股指数	4.5%	0.6%	10.3%	22.1%
中金食品饮料指数	4.1%	-2.4%	5.4%	15.6%

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08年业绩符合预期

08年公司实现销售收入 7.48 亿元, 同比下滑 8.2%, 其中黄酒销售收入同比增长 16.3%, 四季度黄酒销售同比下滑幅度超过 40%。公司 08 年实现净利润 9811 万元, 同比增长 9.8%, 对应每股收益 0.26 元, 与我们预期一致。

08年业绩亮点:

- **08年黄酒业务毛利率高于预期。**公司 08 年黄酒业务的毛利率达到 41.05%, 仅同比下降 0.78 个百分点, 低于我们此前预期的 1.78 个百分点。我们认为这主要由于公司四季度瓶装酒销售的下滑速度高于预期, 高毛利的原酒销售占比提升, 抬高公司整体毛利率。
- **08年没有现金分红, 每 10 股转增 5 股。**转增股本, 将带来除权、填权的炒作机会。

不足之处:

- **08年四季度瓶装酒销售同比大幅度下滑。**公司 08 年四季度公司瓶装酒销售同比下滑 40%, 09 年 1-2 月销售与去年同期基本持平, 2 月有所下滑。主要原因是: 第一, 公司黄酒销售外省市场占较高, 消费者忠诚度有限, 可替代性高。第二, 近期在我们调研中发现, 中低档酒销售压力初现。我们预期 3 月份后, 销售压力将有进一步的体现。
- **原酒销售的几乎停滞。**去年下半年至今, 原酒销售陷入了停滞状态。原酒销售占公司 08 年利润的 1/3, 其销售的停滞将使得 09 年业绩难有亮丽表现。

盈利预测调整:

我们下调 09-10 年公司原酒和瓶装酒销售增速, 下调 09-10 年的盈利预测-0.5%和 9.3%, 每股收益分别达到 0.3 元和 0.28 元。

业绩展望

公司瓶装酒销售的压力将逐步显现, 高利润占比的原酒销售将出现大幅度下滑, 虽然上市公司 09 年的收入增速目标为 11%, 但是我们认为若没有女儿红资产的注入, 公司恐难完成收入增长目标。

估值与评级

当前股价下, 公司今明两年预测市盈率分别为 31.2 倍和 33.5 倍, 处于可选消费中的高端, 我们维持“中性”评级。近期炒作 10 股转增 5 股, 是股价逢高减持的机会。

图表 1：08 年业绩分析

	1H2007	2H2007	1H2008	2H2008	2H2008 Yoy	2007年全年	2008年全年	全年同比变化	中金评论
营业收入	500.4	314.6	483.6	264.2	-16.0%	814.9	747.8	-8.2%	
酒类	301.1	322.0	457.6	267.0	-17.1%	623.1	724.6	16.3%	公司四季度黄酒销售呈现下滑态势。
玻璃瓶	3.5	2.3	3.7	2.2	-6.6%	5.8	5.9	0.6%	
氨纶	183.7					179.4			
营业成本	306.5	179.7	292.1	150.6	-16.2%	486.1	442.6	-8.9%	
酒类	174.7	187.6	269.0	158.2	-15.7%	362.3	427.2	17.9%	包装物等成本上涨
玻璃瓶	2.9	1.9	3.3	1.8	-3.9%	4.8	5.2	7.2%	
氨纶	117.6					115.6			
毛利润	193.9	134.9	191.5	113.7	-15.7%	328.8	305.2	-7.2%	
酒类	126.3	134.4	188.6	108.8	-19.0%	260.7	297.5	14.1%	酒类业务毛利率水平高于预期1个百分点
玻璃瓶	0.6	0.4	0.4	0.3	-19.1%	1.0	0.7	-30.7%	
氨纶	66.1					63.8			
毛利润率	38.8%	42.9%	39.6%	43.0%	0.1%	40.3%	40.8%	0.5%	08年氨纶业务剥离，提升毛利率水平。
酒类	42.0%	41.7%	41.2%	40.8%	-1.0%	41.8%	41.1%	-0.8%	主要源自主要原材料成本的上升
玻璃瓶	16.9%	18.1%	9.8%	15.7%	-2.4%	17.4%	12.0%	-5.4%	
氨纶	36.0%	n.m.				35.5%			
销售费用	52.0	58.2	41.0	52.4	-9.9%	110.2	93.4	-15.2%	
销售费用/销售收入	10.4%	18.5%	8.5%	19.8%	1.3%	13.5%	12.5%	-1.0%	费用率高于预期。
管理费用	25.5	18.1	20.3	25.2	39.8%	43.5	45.5	4.6%	
管理费用/销售收入	5.1%	5.7%	4.2%	9.5%	3.8%	5.3%	6.1%	0.7%	
营业利润	68.8	47.8	97.9	24.6	-48.7%	116.6	122.5	5.1%	
营业利润率	13.7%	15.2%	20.3%	9.3%	-5.9%	14.3%	16.4%	2.1%	
利润总额	68.8	48.7	97.6	25.2	-48.3%	117.5	122.8	4.4%	
利润总额	13.8%	15.5%	20.2%	9.5%	-6.0%	14.4%	16.4%	2.0%	08年氨纶业务剥离，提升利润水平。
所得税	10.4	4.4	21.5	1.0	-76.4%	14.7	22.6	53.1%	
所得税率	15.1%	8.9%	22.1%	4.1%	-4.9%	12.5%	18.4%	5.8%	
净利润	46.3	43.0	75.1	23.0	-46.5%	89.3	98.1	9.8%	
净利润率	9.3%	13.7%	15.5%	8.7%	-5.0%	11.0%	13.1%	2.2%	08年氨纶业务剥离，提升利润水平。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

08 年业绩符合预期

08 年公司实现销售收入 7.48 亿元，同比下滑 8.23%；实现净利润 9811 万元，同比增长 9.84%，对应每股收益 0.26 元。销售收入低于我们预期 4.7%，盈利与我们预期基本一致。其中，公司 08 年黄酒实现销售 7.25 亿元，同比增长 16.3%，其中下半年黄酒业务销售同比下滑 17.1%，四季度黄酒销售同比下滑 43.4%。我们认为公司黄酒业务销售大幅度的下滑主要由以下几个原因：

1. 08 年四季度浙江经济调整幅度较高，波及区域性品种的销售。
2. 古越龙山外地销售占比较高，消费者忠诚度有限，在经济调整过程中，被替代可能性更高。
3. 08 年四季度原酒销售基本停滞。

原酒销售清淡如期而至

09 年一季度原酒销售继续停滞。我们在首次关注报告以及 09 年 1 月 13 日的更新报告中，已多次强调，公司原酒销售存在着价格倒挂的情况，其投资品属性使其销售难以持续。而 09 年 1-2 月，公司原酒销售尚未开始销售，并计划到 3 月底开始启动，符合我们前期对于原酒销售转淡的预期。从公司公布的 09 年原酒供应信息来看，供应量同比下降 58%，与我们前期预期 50% 的销量下滑基本一致。我们下调公司 09-10 年原酒销量下滑速度至 58% 和 0%。但是由于公司将 08 年已售出的 1.35 亿元中的部分原酒销售收入计入 09 年，我们预计这一比例将达到 20%，扣除上市公司给予原酒销售公司 8% 的回购外，将为上市公司 09 年贡献 2490 万元的原酒销售收入，加上 09 年本身销售的 5175 万收入，09 年原酒销售收入总计 7251 万元，仅同比下降 27%。

原酒利润贡献高，09 年业绩难有亮丽表现。经过我们的测算，公司 08 年原酒销售利润占有全年净利润的比重高达 1/3。其中，08 年原酒销售主要计入上半年的报表，近期原酒销售的停滞，使得公司 09 年一季度业绩难有亮丽表现。我们预计，09 年原酒销售仍将为公司贡献 0.065 元的每股收益（按照转增前股本计算），同比下滑 32%。

09 年女儿红成功注入方能完成业绩目标

销售目标恐难完成。公司在 08 年的年报中披露，09 年黄酒销售规模预期是 8 亿元，同比增长 11%。但是，我们认为这个目标存在较高的难度。首先，从调研中感受到，中低档酒的销售压力在逐步体现。其次，公司黄酒销售外省市场占比较高，消费者忠诚度有限，在经济调整过程中，被替代性更高。09 年 1-2 月，公司瓶装酒销售基本与去年持平。其中 1 月呈现同比上升的态势，2 月销售收入有所下滑，一季度瓶装酒销售占全年的 40%。所以，公司若想维持黄酒 11% 的持续增长，只能期盼 09 年四季度实现 20% 以上的增长，而这是不大现实的。所以，公

司若要实现黄酒销售收入 11% 的增长，则仅能依靠女儿红的资产注入。

女儿红资产注入仍存变数。08 年由于国资委对女儿红审批手续的拖延，导致资产注入仍未完成。我们在模型中，仍然假设女儿红资产在 09 年完成注入。若没有女儿红的资产注入，公司 09 年净利润将出现同比下降 2.6%。

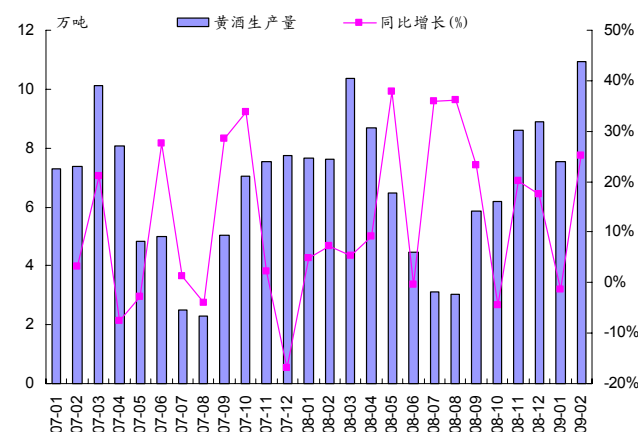
产能改造工程，难解销售之忧。公司公告 09 年划投资年产五万吨轻量薄壁玻璃瓶项目。我们认为此项议案旨在为女儿红和公司自身产能提升提供包装保证。由于瓶装酒销售突破仍是公司的主要问题，所以公司产能扩张不会其我们的盈利预测判断造成影响。

维持“中性”评级

下调盈利预测。我们将公司 09-10 年原酒销量增速，由 -50% 和 -10%，分别下调至 58% 和 0%；将 09-10 年瓶装酒销售收入增速，由 5% 和 7%，分别下调至 3% 和 5%。下调 09-10 年的盈利预测 0.5% 和 9.3%，每股收益分别达到 0.3 元和 0.28 元

维持“中性”评级。09 年公司原酒和瓶装酒销售增长乏力，若女儿红资产未能如期注入，将面临利润下滑的风险。目前公司对应 09-10 年的市盈率为 31.2 和 33.5 倍，处于行业高端，估值吸引力有限，我们维持“中性”评级。08 年分配方案为 10 股转增 5 股，若市场开始炒作转增，带来逢高减持的机会。

图表 2：全国黄酒产量及同比增速



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 3：公司利润拆分

各项业务分	净利润			每股收益		
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
瓶装黄酒销售	62.48	71.48	72.75	0.168	0.192	0.195
原酒销售	35.64	24.10	13.68	0.096	0.065	0.037
女儿红资产注入		15.48	16.98		0.042	0.046
总计	98.11	111.05	103.40	0.26	0.30	0.28

资料来源：中金公司研究部

图表 4：古越龙山 09 年原酒供应量下降 58%

名称	08年			09年			09年同比变化			备注
	销售价格 (元/KG)	供应量 (吨)	供应金额 (百万)	销售价格 (元/KG)	供应量 (吨)	供应金额 (百万)	销售价格 同比变化	供应量 同比变化	供应金额 变化	
1977年原酒	736	5	36.8	1977年原酒	1098	1.5	49.2%	-70.0%	-55.2%	09年供应方案：1977年、1987年和1997年的原酒限量供应，我们假设供应量同比减少70%。
1987年原酒	268	10	26.8	1987年原酒	378.8	3	41.3%	-70.0%	-57.6%	
1997年原酒	118.8	100	118.8	1997年原酒	136.2	30	14.6%	-70.0%	-65.6%	
1998年原酒	77.8	200	155.6	1998年原酒	88.8	50	14.1%	-75.0%	-71.5%	
1999年原酒	54	200	108	1999年原酒	59.8	50	10.7%	-75.0%	-72.3%	
2000年原酒	36.7	300	110.1	2000年原酒	42.2	100	15.0%	-66.7%	-61.7%	
2001年原酒	27.5	500	137.5	2001年原酒	31.6	100	14.9%	-80.0%	-77.0%	
2002年原酒	21.6	1000	216	2002年原酒	24.8	100	14.8%	-90.0%	-88.5%	
2003年原酒	17.5	1000	175	2003年原酒	20.2	200	15.4%	-80.0%	-76.9%	
2004年原酒	14.6	1000	146	2004年原酒	16.8	200	15.1%	-80.0%	-77.0%	
2005年原酒	12.4	3000	372	2005年原酒	14.2	500	14.5%	-83.3%	-80.9%	
2006年原酒	10.6	3000	318	2006年原酒	12.2	500	15.1%	-83.3%	-80.8%	
2007年原酒	9.2	6000	552	2007年原酒	10.6	1000	15.2%	-83.3%	-80.8%	
2008年原酒				2008年原酒	9.8	4000				
总计	151.6	16315	2472.6	总计	138.4	6835	-8.7%	-58.1%	-61.8%	
不含08年原酒	151.6	16315	2472.6	不含08年原酒	195.3	2835	28.9%	-82.6%	-77.6%	

资料来源：中国黄酒交易网，中金公司研究部

图表 5：盈利预测调整表

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	975	895	-8.2%	1010	915	-9.4%
毛利率	37.5%	37.8%	0.2%	37.2%	36.3%	-0.8%
主营业务税金	33	31	-5.4%	34	32	-6.0%
营销费用	111	104	-5.9%	114	106	-7.3%
营销费用/销售收入	11.3%	11.6%	0.3%	11.3%	11.6%	0.3%
管理费用	47	44	-7.5%	50	45	-9.0%
管理费用/销售收入	4.9%	4.9%	0.0%	5.0%	5.0%	0.0%
息税前利润	175	159	-9.2%	177	149	-15.9%
息税前利润率	17.9%	17.8%	-0.2%	17.5%	16.3%	-1.2%
所得税率	24.0%	24.0%	0.0%	24.0%	23.9%	-0.1%
净利润	113	111	-1.5%	114	103	-9.3%
净利润率	11.6%	12.4%	0.8%	11.3%	11.3%	0.0%
每股收益（人民币元）	0.30	0.30	-0.5%	0.31	0.28	-9.3%

资料来源：中金公司研究部

图表 6: 盈利预测及假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入						
黄酒销售						
黄酒销量 (吨)	53000	65000	69000	69000	70380	73195.2
(+/-%)		22.6%	6.2%	0.0%	2.0%	4.0%
黄酒销售单价 (万元/吨)	1.05	1.04	0.90	0.91	0.91	0.92
(+/-%)		-1.0%	-13.3%	0.3%	1.0%	1.0%
黄酒销售收入 (百万元)	557.09	676.45	622.93	625.05	643.93	676.38
(+/-%)		21.4%	-7.9%	0.3%	3.0%	5.0%
女儿红-假设09年纳入						
销量 (吨)			20000	21000	21630	22495.2
(+/-%)				5.0%	3.0%	4.0%
单位价格 (万元/吨)			0.75	0.78	0.80	0.82
(+/-%)				4.0%	2.0%	3.0%
女儿红收入 (百万元)			150.00	163.80	172.09	184.34
(+/-%)				9.2%	5.1%	7.1%
原酒						
原酒供应量 (吨)				1.63	0.68	0.68
(+/-%)					-58.1%	0.0%
单位价格 (万元/吨)				1.52	1.38	1.38
(+/-%)					-8.7%	0.0%
原酒销售收入 (百万元)				135	52	52
(+/-%)					-61.8%	0.0%
占公布供应的销售收入比重				54.7%	54.7%	54.7%
记入上市公司销售收入 (百万元)				100	73	48
(+/-%)					-27.2%	-34.3%
利润率						
黄酒销售	37.8%	36.0%	41.8%	39.3%	39.3%	38.1%
女儿红				29.5%	30.2%	30.2%
原酒				51.9%	47.1%	41.9%
黄酒吨酒成本						
黄酒销售 (万元/吨)	0.65	0.67	0.53	0.55	0.56	0.57
(+/-%)				4.7%	1.0%	3.0%
女儿红				0.55	0.56	0.57
(+/-%)					1.0%	3.0%
原酒				0.49	0.52	0.55
(+/-%)					5.0%	5.0%

注：上市公司的原酒交易以黄酒交易公司为平台进行，上市公司给予交易公司拥有8%的折让

假设上市公司原酒不含包装物吨酒生产升本比上市瓶装酒吨酒生产高50%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 主要财务指标和盈利预测

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	609	732	815	748	895	915
主营业务利润	173	217	302	270	307	300
营业费用	67	88	110	93	104	106
管理费用	37	43	44	46	44	45
营业利润	70	89	148	131	159	149
财务费用	37	45	47	21	16	16
税前利润	42	50	118	123	149	139
净利润	26	32	89	98	111	103
每股盈利 (元)	0.11	0.14	0.38	0.26	0.30	0.28
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	-	0.15	0.14
现金流量表						
经营活动现金流净额	136	105	71	207	58	56
投资活动现金流净额	-59	-33	183	-21	-150	-50
融资活动现金流净额	-62	-95	-247	-224	-21	-70
货币资金增加额	14	-23	7	-38	-113	-64
货币资金期初余额	216	229	205	212	174	62
货币资金期末余额	230	205	212	174	62	-2
资产负债表						
货币资金	229	205	212	174	62	-2
应收帐款	91	116	94	77	92	94
存货	890	891	917	904	1,044	1,164
长期投资合计	92	90	88	82	88	94
固定资产合计	823	1,011	420	410	451	509
无形资产及其他资产	2	3	123	125	122	120
资产合计	2,432	2,408	1,901	1,831	2,003	2,079
短期借款	700	647	430	260	260	260
应付帐款	110	142	146	177	223	233
应交税金	19	20	21	13	16	17
长期借款	110	50	-	5	5	5
股本	233	233	233	372	372	372
储备和未分配利润	946	930	972	884	939	992
负债和所有者权益合计	2,432	2,408	1,901	1,831	2,003	2,079

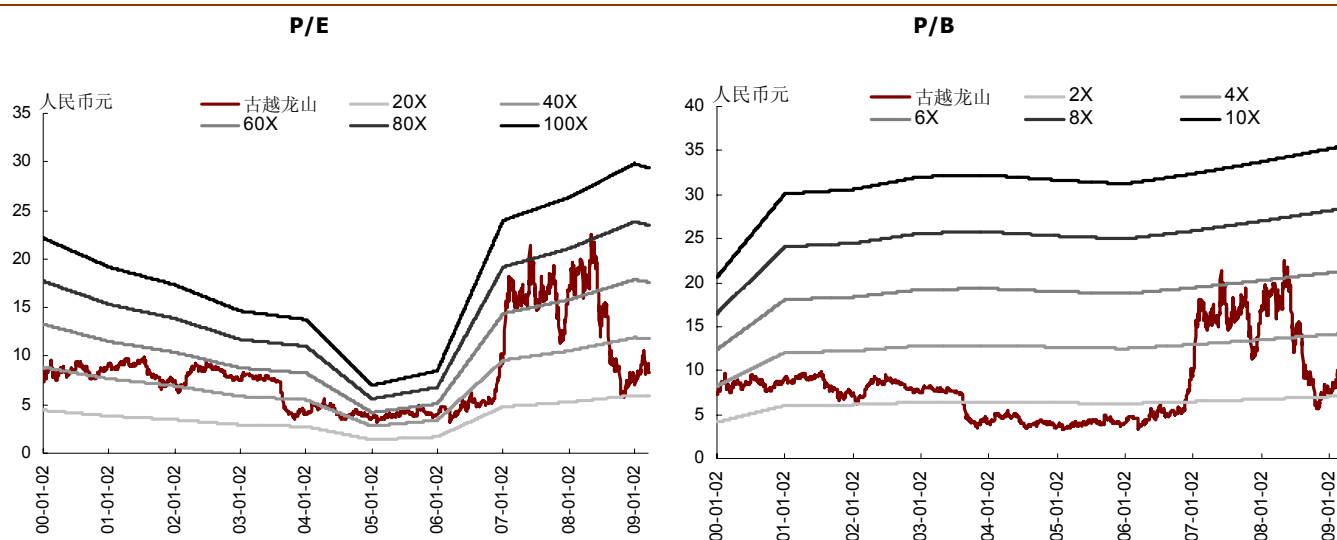
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 8: A 股覆盖食品饮料公司估值比较

公司 (收盘于2009-3-18)	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			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	审慎推荐	12.3%	13.5%	1.61	21.8	18.7	16.9	8.5	6.2	4.8	40.0	34.4	29.6	0.7	1.3	1.5	14.3	12.5	11.4
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	0.89	31.5	20.5	17.2	5.0	4.1	3.3	15.9	19.9	19.5	0.3	0.5	0.6	14.6	9.4	7.8
张裕A	000869.SZ	中性	9.7%	12.2%	2.17	26.4	23.1	21.0	9.2	8.5	8.0	35.0	37.0	38.1	3.5	4.0	4.3	18.4	15.9	14.5
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	1.6%	n.m.	20.5	21.4	19.9	4.7	4.1	3.6	23.0	19.4	18.3	1.7	1.7	1.7	15.3	15.4	14.1
古越龙山	600059.SH	中性	10.6%	2.7%	13.27	35.3	31.2	33.5	2.7	2.6	2.5	7.8	8.5	7.6	0.0	2.6	2.4	20.7	18.2	18.9
可选消费类平均			10.9%	13.1%	2.07	27.1	23.0	21.7	6.0	5.1	4.4	24.3	23.8	22.6	1.2	2.0	2.1	16.7	14.3	13.3
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.71	32.1	27.5	22.7	3.1	2.8	2.5	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	17.9	13.8	10.9
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.6%	32.7%	0.71	23.1	17.5	13.1	4.5	4.0	3.5	20.9	24.8	29.2	2.8	3.4	4.6	12.6	10.2	8.0
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.50	42.6	32.6	25.9	4.6	4.2	3.8	10.7	12.9	14.8	1.2	1.6	2.0	13.3	11.0	9.5
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.60	30.0	25.5	21.3	2.5	1.8	1.7	6.0	6.5	7.4	1.3	1.6	1.9	11.2	9.4	8.4
双汇发展	000895.SZ	中性	10.1%	18.5%	1.47	27.1	20.8	19.3	7.9	6.4	5.5	29.2	31.0	28.5	1.9	2.5	2.7	15.2	11.9	10.7
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	25.9	20.3	3.8	3.4	3.0	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.8	1.3	n.m.	9.0	7.5
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	71.7	47.4	3.0	2.9	2.8	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.3	0.8	n.m.	13.0	10.8
低价快消类平均			9.6%	23.4%	1.32	31.0	31.6	24.3	4.2	3.7	3.3	15.3	14.7	16.0	1.0	1.5	1.9	14.0	11.2	9.4
低价快消类平均 (剔除光明乳业)			11.2%	23.4%	1.32	31.0	25.0	20.4	4.4	3.8	3.3	15.3	16.4	17.6	1.2	1.7	2.1	14.0	10.9	9.2
A股覆盖总体平均			10.1%	18.2%	1.59	29.0	28.0	23.2	5.0	4.3	3.8	19.8	18.5	18.7	1.1	1.7	2.0	15.4	12.5	11.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 9: 历史市盈率市净率区间



资料来源：彭博资讯，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。