



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月25日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

王府井 (600859.SH)

2010 减轻包袱, 股价已低于增发成本价

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	10,174	11,099	13,946	17,193	21,214
(+/-%)	13.9%	9.1%	25.7%	23.3%	23.4%
净利润	344	384	376	707	931
(+/-%)	29.2%	11.7%	-2.1%	88.0%	31.6%
经营性净利润	385	360	430	707	931
(+/-%)	32.5%	-6.3%	19.4%	64.5%	31.6%
经营性每股收益-增发后	0.83	0.78	0.93	1.53	2.01
市盈率-增发后	49.8	53.2	44.5	27.1	20.6
市净率(倍)	9.33	6.76	5.44	3.27	2.99
股价/经营现金	23.12	16.39	12.02	9.96	10.58
净资产收益率(%)	13.4	15.7	11.8	15.1	15.2
投入资本回报率(%)	12.5	15.3	12.7	16.1	16.2
股息收益率(%)	0.4	0.6	0.7	1.2	1.9

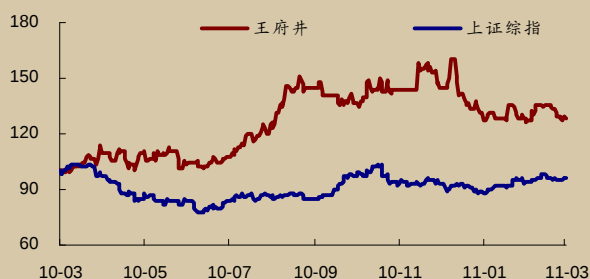
股票信息

当前股价	41.4
股票代码	600859.CH
日成交量(百万股)	1.1
52周最高价/最低价	51.99/31.2
增发后总股数(百万股)	462
增发后主要股东(持股比例)	北京王府井国际商业有限公司(47.17%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
王府井	-2.1	1.3	-11.7	-20.3
上证综指	1.7	2.4	3.9	4.9
零售指数	0.6	3.6	0.0	1.5

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩略低于预期:

公司实现营业收入 139 亿元, 同比增长 25.7%; 净利润 3.8 亿元, 剔除成都二店补偿金影响经营性净利润 4.3 亿元, 同比增长 19.4%, 低于我们预期约 4-5% (3000 万元), 主要原因在于财务费用增加 (多 1500 万元) 及高有效税率 (2010 年 29%, 部分费用未能税前抵扣至少影响 1500 万元以上), 这些因素在 2011 年随着增发完成和整体规模和效率提升有望逐步减弱。

- 收入增长快, 新店加密拓展, 规模扩张开始见效。公司同店增长约在 15% 左右, 新开北京大钟寺、大兴和湖南株洲共 3 家门店 (新增超过 10 万平米), 加密布点已进入市场。至 2010 年底公司已拥有 22 家百货门店, 今后随着重点区域多门店渗透以及持续扩张, 其全国性网络布局优势将会更加凸显。
- 门店翻修改造、新店扭亏、成都店少数股东权益收购将有效提升业绩增长潜力。1) 公司对北京百货大楼旗舰店南楼加固改造 (5 个月)、洛阳、长沙、双安商厦部分面积装修改造, 均有效提升了门店盈利能力。2) 长沙 (+73%)、西宁 (+33%)、兰州和太原等店均体现出快速提升态势。3) 去年 4 季度增资成都王府井新增股权 16.49%, 后续增发完成 (13.51%) 后将持股 100%, 成都店年销售额突破 30 亿元, 盈利能力强, 是公司业绩的坚实支柱。
- 利润率远低于行业平均水平, 盈利提升空间显著。2010 年净利率只有 2.7%, 而目前 A 股百货平均 4.5% 左右, 港股百盛等达到 7.0-10%, 公司盈利具备明显提升空间和弹性。2010 年经营现金流达到 15.9 亿元, 是净利润的 3.4 倍。

发展趋势和盈利预测:

整体来看, 2010 是公司减轻历史包袱的一年, 同时在经营拓展和潜在机制改善推进方面均有所突破: 全国性网络平台日益完善, 明确区域加快渗透和扩张策略 (3-5 家/年); 部分重点门店尤其旗舰店扩容翻修完成, 轻装上阵; 增发待证监会批复, 不仅增强盈利能力, 而且战投进入也有望为激励和盈利改善带来突破。

估值建议:

考虑增发后 2011 年市盈率为 27 倍, 公司品牌、跨区域网络价值支持拥有一定的溢价。看好王府井业绩释放空间和管理层激励最终得以落实的潜力, 业绩可持续增长是其未来股价的拉动力量。

短期非经营性因素带来的业绩波动可能对股价造成一定压力, 但不影响中长期投资价值。同时大股东现金增持的价格为 41.51 元, 提供安全边际, 若股价出现较大调整, 建议逢低介入。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：2010 业绩回顾

百万元	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010A	4Q10 YoY	2010 YoY	中金评论
营业收入	2,935	2,335	2,565	3,264	11,099	3813	2,928	3191	4015	13946	23.0%	25.7%	营业收入同比增长25.7%，同店增长约15%左右
营业成本	-2,373	-1,859	-2,075	-2,719	-9,026	-3115	-2,375	-2603	-3315	-11408	21.9%	26.4%	
毛利	562	476	491	545	2,073	698	553	588	700	2,538	28.5%	22.5%	销售管理费用同比增长18.1%，远低于收入增长，体现出良好的费用控制能力
营业税金及附加	-26	-22	-33	-40	-122	-36	-25	-34	-44	-139	9.7%	14.6%	
销售费用	-244	-232	-248	-265	-989	-279	-279	-309	-343	-1210	29.6%	22.4%	
管理费用	-124	-88	-97	-97	-407	-136	-75	-104	-123	-438	26.3%	7.7%	
财务费用	-21	-16	-20	-11	-68	-25	-20	-22	-27	-95	152.1%	39.3%	
资产减值损失	-	0	-	-7	-7	0	4	0	-4	0	-41.8%	-97.2%	
投资收益	7	22	-0	3	32	-2	-3	4	-1	-3	-124.0%	-107.9%	
公允价值变动净收益	5	1	1	-1	6	-0	0	-0	0	0			
营业利润	159	140	93	127	519	219	154	122	158	653	24.6%	25.9%	
营业外收入	0	1	4	5	10	2	0	1	12	15	116.2%	49.5%	
营业外支出	-1	-1	-1	-2	-5	0	-1	0	-53	-54	2249.5%	968.7%	主要受支付成都2店物业补偿金所致
税前利润	158	140	96	130	523	221	154	123	117	614	-10.2%	17.2%	剔除成都二店补偿金影响经营性净利润4.3亿元，同比增长19.4%，低于我们预期约5%
所得税	-40	-25	-24	-15	-104	-48	-44	-25	-58	-175	277.4%	69.0%	
有效税率	25%	18%	25%	12%	20%	22%	29%	20%	50%	29%	37.7%	8.8%	
少数股东权益	-18	-8	-6	-4	-35	-29	-9	-17	-7	-62	77.8%	75.5%	
净利润	101	107	65	111	384	143	100	80	52	376	-52.9%	-2.2%	
毛利率	19.1%	20.4%	19.1%	16.7%	18.7%	18.3%	18.9%	18.4%	17.4%	18.2%	0.7%	-0.5%	期间费用率下降0.7个百分点
销售费用率	8.3%	10.0%	9.7%	8.1%	8.9%	7.3%	9.5%	9.7%	8.5%	8.7%	0.4%	-0.2%	
管理费用率	4.2%	3.8%	3.8%	3.0%	3.7%	3.6%	2.6%	3.3%	3.1%	3.1%	0.1%	-0.5%	
营业利润率	5.4%	6.0%	3.6%	3.9%	4.7%	5.7%	5.3%	3.8%	3.9%	4.7%	0.1%	0.0%	
净利润率	3.4%	4.6%	2.6%	3.4%	3.5%	3.8%	3.4%	2.5%	1.3%	2.7%	-2.1%	-0.8%	
存货周转率（年化）	35.2	27.6	29.1	36.8	30.6	41.6	32.7	34.7	45.5	39.2	8.7	8.6	存货周转率进一步加快

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 2：增发对业绩影响

	净利润（亿元）	每股收益（元）	市盈率
2009	3.84	0.83	49.8
2010	4.30	0.93	44.5
2011E原有业务预测	5.90	1.41	29.3
增长率	37.2%		
百货大楼新增贡献	0.30		
财务费用降低	0.25		
不考虑上述两大因素后其他现有业务净利润	5.35		
增长率	24.4%		
增发合并表考虑成都店影响			
成都店2010年10月增厚股权16.49%	0.64		
成都店此次定向增发增厚13.51%	0.53		
2011新预测	7.07	1.53	27.1
增长率	64.5%		
原股本	4.18		
新增股本	0.45		
新总股本	4.62		
股价（元）	41.40		
增发价（元）	41.51		
成都王府井			
2009	32.9	1.12	
2010年1-10月	36.8	2.44	
2010	44.6	3.13	
2011E	52.6	3.91	
收购价（亿元）	6.2		
收购市盈率（2010）	14.7		

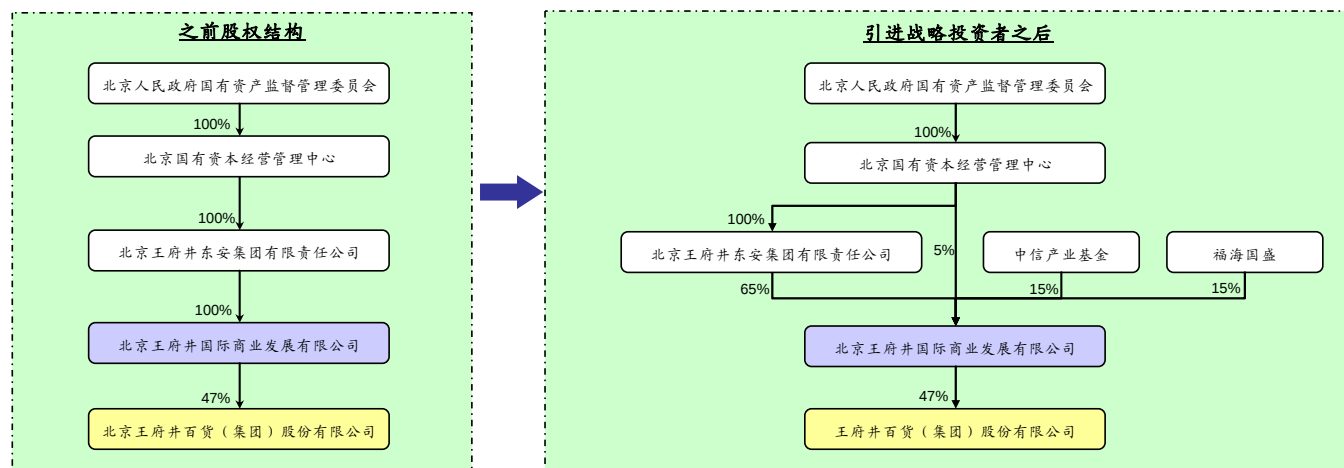
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：NAV 测算

物业价值+净现金+租赁经营商场目前盈利所能带来的市值		
自有物业市价假设：		
		元/平米
北京百货大楼	14.0	60,000
北京长安商场	3.2	50,000
北京双安商场	3.6	50,000
成都	13.5	25,000
武汉王府井	3.5	20,000
其它配套物业	27.8	
-北京	6.1	30,000
-宏业房地产开发	14.5	30,000
(1)自有物业商场价值：	亿元	221
(2)银行存款-银行负债：	亿元	29
租赁经营商场2010年净利润	亿元	0.8
(3)租赁商场2010年净利润*35倍市盈率	亿元	29
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	279
股价	元	41
股本	亿股	5
市值	亿元	191
NAV高出市值	-	46%
NAV对应每股	元	60.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：集团引入战略投资者的前后的股权结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：公司员工压力显著高于同业公司，但随着门店扩张稀释和体制改善，有望带来费用率下降

公司	员工人数	需承担费用的离退休员工人数	门店数量	单店员工数
王府井（2009）	10973	5224	19	578
王府井（2010）	11,081	5,618	22	504
金鹰商贸	3700	0	16	231
广州友谊	1374	13	4	344
东百集团	986	0	4	247
成商集团	1695	17	9	188
新华百货	594	0	5	119

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：其他公司数据均为 2009 年数据

图表 6：公司主要门店盈利分析

门店	开业时间	建筑面积 (万平米)	净利润(百万元)		
			2009	2010	YoY
成都店	1999-12	13.5 (百货6.3万)	111	202	81.2%
重庆1店	2003-12	4.9			
重庆2店	2006-1	3.9			
昆明店	2009-9	12 (百货3.4万)			
太原店	2009-5	8.4			
乌鲁木齐店	2007-3	3			
兰州店	2009-11	5.1			
长沙王府井	2004-12	7.2	27	47	72.7%
西宁王府井	2006-12	2.6	41	54	32.7%
广州王府井	1996-7	3.3	24	31	27.1%
北京长安商场	1990-5	3.2	24	27	11.3%
包头王府井	2002-12	2.9	58	62	7.4%
包头青山店	2008-4	3			
北京双安商场	1994-8	3.6	85	75	-12.3%
大钟寺店	2010-9	4			
火神庙店	2010-12	4.3			
洛阳王府井	2004-12	3.8	22	18	-20.0%

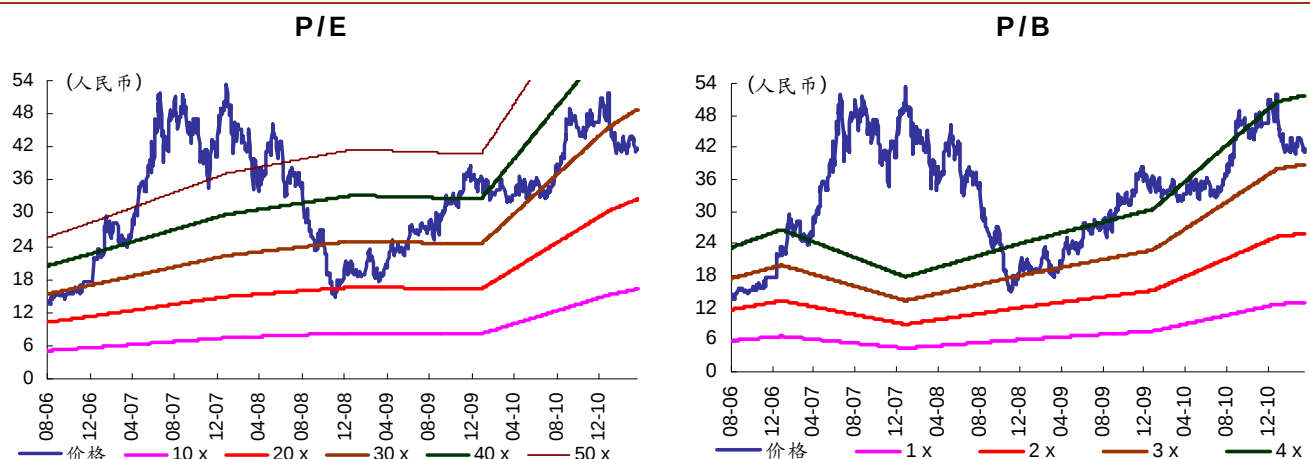
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	42.84	12,583	150	-	300	99.6%	501	67.0%	0.51	1.02	1.71	83.8	42.0	25.1	82.6%	0.5
	600859.CH	王府井 (经营性)	41.40	19,143	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	44.5	27.1	20.6	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	46.69	18,681	485	36.3%	655	35.1%	870	32.7%	1.21	1.64	2.17	38.5	28.5	21.5	33.9%	0.8
	3368.HK	百盛集团	10.94	30,747	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	26.7	23.1	19.4	13.1%	1.8
	825 .HK	香港新世界	5.48	9,240	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	16.0	13.5	11.3	19.0%	0.7
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	17.93	8,601	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	29.2	21.9	16.1	34.5%	0.6
	000501.CH	鄂武商	18.85	9,562	306	28.2%	390	27.5%	526	34.7%	0.60	0.77	1.04	31.2	24.5	18.2	31.1%	0.8
	600778.CH	友好集团	13.11	4,084	109	80.2%	156	43.3%	228	46.4%	0.35	0.50	0.73	37.5	26.2	17.9	44.8%	0.6
	600729.CH	重庆百货	40.99	15,293	527	30.5%	689	30.6%	918	33.4%	1.41	1.85	2.46	29.0	22.2	16.7	32.0%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	29.92	4,760	129	16.0%	161	25.0%	215	26.2%	0.81	1.01	1.35	36.9	29.5	22.1	29.1%	1.0
	600785.CH	新华百货	26.82	5,563	215	12.3%	259	20.2%	365	21.2%	1.04	1.25	1.76	25.8	21.5	15.2	30.3%	0.7
	002277.CH	友阿股份	24.39	8,517	217	45.0%	288	32.8%	418	45.1%	0.62	0.83	1.20	36.0	27.1	18.7	38.8%	0.7
	000419.CH	通程控股	10.09	3,542	94	65.0%	120	28.2%	149	24.1%	0.27	0.34	0.42	37.8	29.5	23.8	26.1%	1.1
	600858.CH	银座股份	21.72	6,276	111	-39.3%	205	85.0%	259	26.2%	0.38	0.71	0.90	56.6	30.6	24.2	52.8%	0.6
	600828.CH	成商集团	16.22	5,931	138	8.2%	215	55.2%	273	27.2%	0.38	0.59	0.75	42.9	27.6	21.7	40.5%	0.7
000564.CH	西安民生	8.43	2,565	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	43.2	32.8	25.2	31.0%	1.1	
长三角地区	600827.CH	百联股份 (合并后)	17.67	30,436	1082	30.9%	1371	26.6%	1721	25.6%	0.63	0.80	1.00	28.1	22.2	17.7	26.1%	0.9
	600628.CH	上海新世界	12.15	6,461	207	15.0%	232	12.0%	277	19.2%	0.39	0.44	0.52	31.1	27.8	23.3	15.5%	1.8
	600655.CH	豫园商城	12.56	18,053	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	26.8	22.2	18.5	20.5%	1.1
	1833.HK	银泰百货 (经营性)	10.92	20,858	530	60.0%	713	34.5%	943	32.3%	0.32	0.45	0.62	33.8	24.0	17.7	33.4%	0.7
	1833.HK	银泰百货 (收购信诚)	10.92	20,858	530	60.0%	785	48.1%	1,031	31.4%	0.32	0.50	0.67	33.8	21.8	16.2	39.5%	0.6
	3308.HK	金鹰商贸 (经营性)	17.76	34,507	1002	30.5%	1306	30.3%	1676	28.3%	0.60	0.82	1.08	29.6	21.7	16.5	29.3%	0.7
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	24.28	8,716	343	20.4%	447	30.2%	592	32.5%	0.96	1.25	1.65	25.4	19.5	14.7	31.3%	0.6
	600723.CH	西单商场	12.40	8,164	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	34.2	26.8	21.4	26.4%	1.0
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	13.22	9,003	261	22.3%	335	28.2%	436	30.3%	0.38	0.49	0.64	34.5	26.9	20.7	29.2%	0.9
	600361.CH	华联综超	10.43	6,944	93	53.0%	166	78.1%	249	50.3%	0.14	0.25	0.37	74.7	41.9	27.9	63.6%	0.7
	601933.CH	永辉超市	27.70	21,271	298	17.2%	458	53.7%	663	44.9%	0.39	0.60	0.86	71.4	46.5	32.1	49.2%	0.9
	002336.CH	人人乐	22.67	9,068	239	4.1%	299	25.2%	410	37.1%	0.60	0.75	1.03	37.9	30.3	22.1	31.0%	1.0
	002251.CH	步步高	24.96	6,748	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	39.5	31.6	25.0	25.7%	1.2
	002264.CH	新华都	24.31	3,897	77	26.0%	139	80.0%	173	24.2%	0.48	0.87	1.08	50.5	28.0	22.6	49.5%	0.6
	980.HK	联华超市	31.00	19,282	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	26.6	20.4	16.1	23.9%	0.9
	814.HK	京客隆	9.53	3,928	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	18.7	14.3	11.3	24.2%	0.6
	8277.HK	物美集团	15.72	19,184	530	21.0%	670	22.3%	842	24.2%	0.50	0.67	0.86	31.1	23.5	18.2	26.1%	0.9
	家电及电子消费品零售及分销公司																	
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.50	94,449	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	23.5	18.0	14.0	29.5%	0.6
	493.HK	国美电器	2.60	43,729	1,910	37.0%	2,346	22.8%	2,821	20.2%	0.12	0.16	0.20	21.1	16.4	13.3	21.5%	0.8
手机分销	000829.CH	天音控股	12.86	12,177	325	71.4%	430	32.4%	574	33.3%	0.34	0.45	0.61	37.5	28.3	21.2	32.9%	0.9
	002416.CH	爱施德	39.57	19,520	607	27.0%	718	18.2%	853	18.8%	1.23	1.46	1.73	32.1	27.2	22.9	18.5%	1.5
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	32.19	43,804	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	43.5	26.1	20.5	45.5%	0.6
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	8.29	6,171	50	-33.3%	120	140.8%	196	63.1%	0.07	0.16	0.27	122.5	50.9	31.2	98.2%	0.5

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表9：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,936	10,174	11,099	13,946	17,193	21,214
营业成本	-7,270	-8,248	-9,026	-11,408	-13,978	-17,226
营业费用	-756	-831	-989	-1,210	-1,487	-1,799
管理费用	-300	-403	-407	-438	-523	-635
财务费用	-24	-40	-68	-95	-48	-60
营业利润	524	550	519	653	982	1,281
税前利润	444	510	523	614	943	1,241
所得税	-166	-138	-104	-175	-236	-310
少数股东权益	-11	-28	-35	-62	0	0
净利润	266	344	384	376	707	931
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	782	828	1,168	1,592	1,922	1,810
投资活动现金流	-226	-1,369	-319	-325	-800	-1,000
融资活动现金流	-202	46	-101	-179	1,525	-372
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1,607	1,112	1,859	2,948	5,595	6,033
应收帐款	354	367	378	440	497	613
存货	294	286	305	277	340	419
流动资产	2,255	1,765	2,542	3,665	6,432	7,065
长期投资	474	87	117	114	114	114
固定资产净值	770	2,247	2,246	2,220	2,407	2,990
在建工程	97	103	30	74	360	450
总资产	6,502	6,187	7,413	8,314	11,614	12,980
短期借款	90	490	70	0	0	0
应付帐款	2,598	2,991	3,422	4,258	5,125	5,933
流动负债	2,836	3,962	3,631	4,485	5,553	6,361
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	524	85	838	99	0	0
总负债	3,359	4,047	4,469	4,585	5,553	6,361
少数股东权益	65	87	114	211	211	211
股东权益	3,142	2,140	2,944	3,729	6,061	6,619

资料来源：公司数据、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED