



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 5 月 3 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

百联股份 (600631.SH)

友谊股份 (600827.SH/900923.SH)

业绩超预期, 整合效应可期

主要财务信息

(百万元)新百联	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入-合并	31,364	37,540	39,646	43,896	50,922
		19.7%	5.6%	10.7%	16.0%
百联股份	8,429	9,177	10,459	12,844	15,460
(+/-%)	-3.7%	8.9%	14.0%	22.8%	20.4%
友谊股份	22,936	28,363	29,187	31,052	35,462
(+/-%)	8.3%	23.7%	2.9%	6.4%	14.2%
净利润-合并	661	505	827	1,082	1,371
		-23.7%	63.8%	30.9%	26.6%
百联股份	355	357	368	523	
(+/-%)	28.9%	0.5%	3.3%	41.9%	1051
友谊股份	306	148	188	298	
(+/-%)	148.1%	-51.7%	27.1%	58.4%	25.0%
增发少数股东权益			270	262	320
全面摊薄总股本	1722	1722	1722	1722	1722
摊薄每股收益	0.38	0.29	0.48	0.63	0.80
市盈率	46.1	60.5	36.9	28.2	22.3

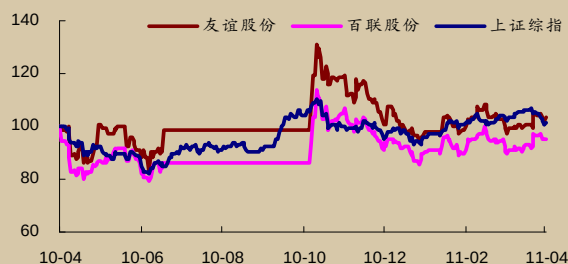
股票信息

百联当前股价	15.22
百联股票代码	600631.CH
百联总市值(百万)	16758
百联总股数 (百万股)	1101
友谊当前股价	17.71
友谊股票代码	600827.CH
友谊目前总股数 (百万股)	472
友谊总市值(百万)	8361
主要股东 (合并后持股比例)	百联集团 (43.50%-51.96%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
百联股份	-1.4	4.2	-4.9	1.1
友谊股份	-0.7	3.6	5.7	-3.9
上证综指	-3.3	-1.6	5.8	3.7
零售指数	-3.4	-2.6	3.9	-2.7

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

2011 年 1 季度业绩高增长:

百联股份和友谊股份分别实现净利润增长 165% (经营性 27%), 和 29%, 高于此前 20%-25% 的市场预期。还体现出了良好的百货店同店增长、期间费用率下降、利润率提升、存货周转速度加快、净资产回报率提升、现金管理效率增强的良好态势。

一季度两公司合计实现经营性净利润 3.16 亿元 (百联贡献 67%), 已达到我们全年预测值的 29%。加之八佰伴 36% 和联华 21% 股权的未来并表, 全年业绩有望超出我们合并后 0.80 元 (对应友谊股份股价, 百联股价对应 0.69 元) 的预测。

发展趋势:

百联股份和友谊股份的重组方案已于 4 月 6 日获得国家发改委批复, 目前等待中国证监会的最后核准。从季报中可以看到公司良好的业绩释放和通过整合降低费用、提高效率意愿的增强, 发展前景可期, 有望成为百货类上市公司中的白马领军公司。

我们重申看好新百联的三大理由:

- 1) 我国百货业旗舰、优质商业物业资源突出; 通胀环境下, 有望获得物业价值和净利润率双重提升。友谊和百联合计拥有 114 万平米商业物业、15 万平米的物流基地, 且大多在上海核心商圈, 持有联华超市的股权市值近 90 亿元, 账面现金过 130 亿元。
- 2) 整合将提升经营管理水平、减少期间费用。重组后新百联的规模处于行业领先地位, 通过统一采购、物流资源共享、管理成本降低差异化定位等措施, 有望提升盈利能力; 同时重组后发展战略和业态布局也将进一步明晰, 结合管理团队实力的增强, 未来的业绩释放和提升将更加明显。
- 3) 上海作为东亚门户的商业地位、消费能力和集客能力。一线城市居民消费力更强、外来人口的数量和购买力也在逐渐提高。新百联还有机会在世博及迪斯尼商圈开店。

盈利预测和估值建议:

即便在目前较为保守的盈利预测下, 按合并摊薄后 0.8 元每股收益测算, 2011 年市盈率仅为 22 倍。

重申对新百联的“推荐”评级 (友谊股份 AB 股、百联股份, 两公司市盈率一致、股价联动)。每股合理 NAV 应为: 友谊股份 25 元、百联股份 21.1 元, 具备 38% 的提升空间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

百联股份：同店增长良好、利润率提升。

一季度实现净利润 4.46 亿元，同比增长 164.5%，剔除出售上海建配龙 51%股权的收益，经营性净利润高达 2.13 亿，同比增长 26.9%。

收入同比增长 18.9%，我们预计其中同店增长 15%，实现了高基数下的高增长。

销售和管理费用同比增长 10%，显著低于收入增速，体现出良好的费用控制能力。

剔除投资收益的影响，净利润同比增长 26.9%。

经营活动产生的现金流同比显著增长 61%；扣除非经常性收益的净资产收益率、存货周转率均获得提升。

图表 1：百联股份 2011 年 1 季度业绩回顾

百万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009A	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	2010 +/-	1Q11 +/-	中金评论
营业收入	3,153	2,293	2,203	2,810	10,459	3,929	2,683	2,700	3,532	12,844	4,674	22.8%	18.9%	营业收入同比增长18.9%，估计同店增长约15%左右
营业成本	-2,358	-1,667	-1,607	-2,099	-7,731	-2,995	-1,950	-1,994	-2,667	-9,606	-3,597	24.3%	20.1%	
营业税金及附加	-40	-22	-25	-50	-137	-49	-36	-30	-46	-160	-75	17.0%	54.6%	营业和管理费用同比增长10%，显著低于收入增速，体现出良好的费用控制能力
销售费用	-206	-176	-191	-308	-880	-258	-273	-241	-319	-1,091	-329	23.9%	27.4%	
管理费用	-269	-243	-254	-209	-975	-301	-217	-248	-287	-1,053	-287	8.0%	-4.6%	
财务费用	-57	-51	-45	-34	-188	-38	-43	-39	-36	-155	-40	-17.3%	6.0%	
资产减值损失	1	2	0	-9	-5	1	-2	2	4	5	2	-195.7%	66.5%	处置建配龙房地产有限公司51%股权
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.00	2.00	
投资净收益	0	2	78	5	85	1	48	123	0	172	310	102.4%	36575.9%	剔除投资收益变化，营业利润同比增长20%
营业利润	225	137	160	106	628	291	210	273	182	956	656	52.3%	125.9%	处置非流动资产损失所致
加：营业外收入	0	6	13	18	37	2	17	15	10	43	1	16.2%	-26.7%	
减：营业外支出	-0	-0	-0	-9	-9	-0	-0	-1	-2	-3	-0	-69.6%	155.2%	剔除投资收益影响，净利润同比增长26.9%
利润总额	225	143	172	116	656	292	227	287	191	997	658	52.0%	125.0%	
减：所得税	-51	-41	-30	-15	-138	-70	-48	-68	-26	-212	-156	54.1%	123.4%	部分受新店及促销影响
有效税率	22.7%	28.7%	17.5%	13.4%	21.0%	23.8%	21.3%	23.8%	13.6%	21.3%	23.7%	0.3%	-0.2%	
少数股东损益	37	25	27	14	103	54	29	39	48	170	56	65.7%	3.9%	销售管理费用率同比下降1个百分点
净利润	137	77	115	86	416	168	150	180	-53	615	446	7.2%	164.5%	剔除投资收益影响，净利润率提升0.3个百分点
毛利率	25.2%	27.3%	27.1%	25.3%	26.1%	23.8%	27.3%	26.1%	24.5%	25.2%	23.0%	-0.9%	-0.7%	
销售费用率	6.5%	7.7%	8.7%	10.9%	8.4%	6.6%	10.2%	8.9%	9.0%	8.5%	7.0%	0.1%	0.5%	存货周转率进一步提升
管理费用率	8.5%	10.6%	11.5%	7.4%	9.3%	7.7%	8.1%	9.2%	8.1%	8.2%	6.1%	-1.1%	-1.5%	
营业利润率	7.1%	6.0%	7.3%	3.8%	6.0%	7.4%	7.8%	10.1%	5.2%	7.4%	14.0%	1.4%	6.6%	
净利润率	4.3%	3.4%	5.2%	3.1%	4.0%	4.3%	5.6%	6.7%	-1.5%	4.8%	9.5%	0.8%	5.2%	
存货周转率(全年化)	71	50	47	58	53	81	53	52	67	61	87	7.1	5.8	

资料来源：公司数据 中金公司研究部

友谊股份：联华超市以外业务利润增长迅速

下属公司联华超市一季度实现收入 85.85 亿，同比增长 8.7%，净利润 1.65 亿（贡献净利润 5400 万元，占友谊股份净利润的 53%），同比增长 16.9%。

剔除联华超市的贡献，友谊股份直接经营的百货等其它业务合计实现净利润 4900 万元，同比增长 48%。

公司总体毛利率提升 0.2 个百分点。受益于现金充足和资金管理效率的提升，利息收入大幅增加。剔除利息收益上升的影响，营业利润增长 10%。

公司总体实现净利润 1.03 亿元，同比增长 29.3%，体现出良好的业绩释放意愿。

图表 2：友谊股份 2011 年 1 季度业绩回顾

百万元	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q10	2010	1Q11	2010YOY	1Q11YOY	中金评论
营业收入	7,834	6,986	6,959	7,408	29,187	8,492	7,065	7,714	7,782	31,052	9,159	6.4%	7.9%	营业收入同比增长7.9%，快于去年全年6.4%的增速
营业成本	-6,318	-5,539	-5,470	-5,708	-23,035	-6,764	-5,523	-5,992	-5,977	-24,256	-7,278	5.3%	7.6%	
毛利	1516	1,447	1,488	1,701	6152	1728	1541	1722	1805	6796	1881	10.5%	8.9%	毛利额同比增长8.9%
营业税金及附加	-44	-41	-43	-70	-198	-63	-35	-59	-54	-212	-68	6.8%	7.3%	
销售费用	-1,189	-1,087	-1,192	-1,270	-4,737	-1,261	-1,151	-1,302	-1,402	-5,116	-1,389	8.0%	10.1%	销售管理费用略快于收入增速
管理费用	-155	-165	-163	-191	-674	-209	-172	-200	-205	-786	-211	16.6%	0.7%	
财务费用	10	77	30	31	148	28	47	18	57	151	59	2.6%	110.6%	利息收入增加
资产减值损失	0	1	6	-15	-8	-0	-1	0	-30	-31	0	-	-	
投资收益	50	69	74	80	273	45	87	55	116	303	49	-	-	
营业利润	188	301	200	266	956	267	316	235	287	1,106	323	15.7%	20.8%	
营业外收入	11	10	6	31	58	11	23	15	47	95	20	64.5%	85.9%	
营业外支出	-9	-9	-43	-72	-133	-7	-15	-8	-44	-74	-12	-44.4%	68.3%	
税前利润	190	302	163	225	880	271	324	241	291	1,127	330	28.1%	22.1%	
所得税	-36	-82	-57	-93	-268	-66	-74	-75	-82	-298	-83	11.3%	25.7%	
有效税率	19%	27%	35%	41%	30%	25%	23%	31%	28%	26%	25%	-4.0%	0.7%	
少数股东权益	-95	-130	-72	-128	-424	-125	-150	-110	-147	-531	-144	-	-	
净利润	60	90	34	4	188	79	100	56	62	298	103	58.4%	29.3%	净利润同比增长29.3%，符合预期
摊薄每股收益	0.18	0.26	0.10	0.01	0.40	0.17	0.21	0.12	0.13	0.63	0.22	58.4%	29.3%	
毛利率	19.4%	20.7%	21.4%	23.0%	21.1%	20.3%	21.8%	22.3%	23.2%	21.9%	20.5%	0.8%	0.2%	毛利率提升0.2个百分点
销售费用率	15.2%	15.6%	17.1%	17.1%	16.2%	14.9%	16.3%	16.9%	18.0%	16.5%	15.2%	0.2%	0.3%	
管理费用率	2.0%	2.4%	2.3%	2.6%	2.3%	2.5%	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%	2.3%	0.2%	-0.2%	管理费用率下降0.2个百分点
营业利润率	2.4%	4.3%	2.9%	3.6%	3.3%	3.1%	4.5%	3.0%	3.7%	3.6%	3.5%	0.3%	0.4%	
净利润率	0.8%	1.3%	0.5%	0.1%	0.6%	0.9%	1.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	0.3%	0.2%	净利润率提升0.2个百分点
存货周转率（年化）	11	10	9	9	9	11	9	10	9	9	11	0.27	-0.03	存货周转速度稳定

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 3：NAV 测算

新百联资产价值测算	单价(万/平米)	面积(万平米)	资产价值
自有商业物业价值			298.3
原友谊股份百货店和购物中心		18.7	46.7
百联股份百货店和购物中心	2.5	90.0	224.9
新增八佰伴股权面积		4.7	11.7
物流基地	1.0	15.0	15.0
持有股票市值：			120
联华超市(55.2%)			90
其它(海通证券等)			30
非上市公司投资			0
银行负债			36
银行存款			40
NAV合计			422
每股NAV			25
目前市值			305
NAV高出市值			38%

资料来源：公司数据 中金公司研究部（目前市值按现价和扩张后股本计算）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4：新百联情景分析及估值区间测算

盈利情景分析	2010年		2011年重组后假设				
	净利润 (百联+友谊)	20%	25%	30%	35%	40%	
	百联股份	523	1,010	1,051	1,092	1,133	1,174
	友谊股份	298					
	八佰伴（36%）	125	150	20%			
	联华超市（21.17%）	136	169	24%			
	合计	1,082	1,330	1,371	1,412	1,453	1,494
	每股收益	0.63	0.77	0.80	0.82	0.84	0.87
增长率		22.8%	26.6%	30.4%	34.2%	38.0%	
重组后2011年市盈率假设及对应股价							
25	合并后		19.3	19.9	20.5	21.1	21.7
	百联股份		16.6	17.1	17.6	18.2	18.7
	友谊股份		19.3	19.9	20.5	21.1	21.7
30	合并后		23.2	23.9	24.6	25.3	26.0
	百联股份		19.9	20.6	21.2	21.8	22.4
	友谊股份		23.2	23.9	24.6	25.3	26.0
35	合并后		27.0	27.8	28.7	29.5	30.3
	百联股份		23.3	24.0	24.7	25.4	26.1
	友谊股份		27.0	27.8	28.7	29.5	30.3

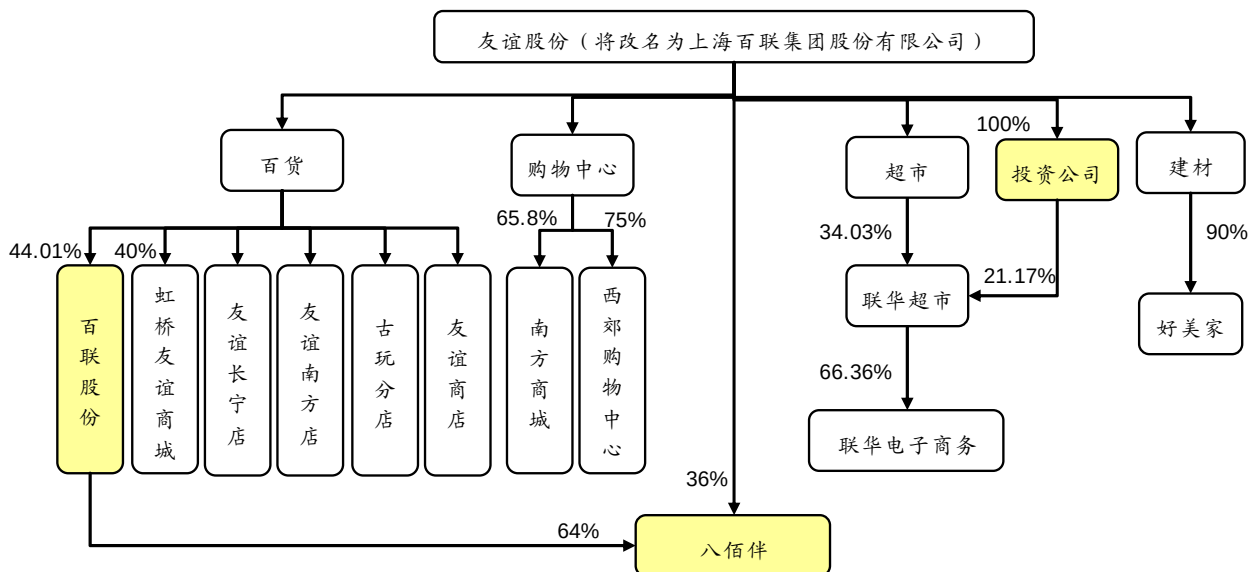
资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 5：重组后规模比较：新百联成为行业龙头

百万元	营业收入	净利润	门店数量	毛利率	期间费用率	净利润率
新百联 (合并后, 含联华)	43,896	1,082	5290 (超市5172, 百货34, 其他84)	-	-	2.5%
大商股份	24,343	122	172 (百货73)	18.9%	16.4%	0.5%
重庆百货(含新世纪)	21,213	527	117 (223) (百货32 (45))	14.9%	11.5%	2.5%
王府井	13,946	376	22	18.2%	12.5%	2.7%
天虹商场	10,174	485	40	23.0%	16.4%	4.8%

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 6：新百联股权关系图



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
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	44.48	13,065	122	-	335	175.2%	560	67.2%	0.41	1.14	1.91	107.3	39.0	23.3	114.5%	0.3
	600859.CH	王府井 (经营性)	40.52	18,736	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	43.6	26.5	20.1	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	21.53	17,228	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	35.5	25.7	19.3	35.6%	0.7
	3368.HK	百盛集团	11.92	33,501	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	29.0	25.2	21.1	13.1%	1.9
	825 .HK	香港新世界	6.78	11,432	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	19.8	16.7	14.0	19.0%	0.9
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	19.00	9,115	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	31.0	23.2	17.1	34.5%	0.8
	000501.CH	鄂武商	19.24	9,759	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	33.3	26.1	19.4	31.0%	0.7
	600778.CH	友好集团	12.41	3,866	105	73.9%	156	48.7%	228	45.7%	0.34	0.50	0.73	36.8	24.7	17.0	47.2%	0.5
	600729.CH	重庆百货	43.49	16,226	527	30.5%	707	34.2%	944	33.4%	1.41	1.90	2.53	30.8	22.9	17.2	33.8%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	29.43	4,682	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.5	28.4	21.8	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	27.34	5,671	215	12.3%	259	20.2%	365	21.2%	1.04	1.25	1.76	26.4	21.9	15.5	30.3%	0.7
	002277.CH	友阿股份	23.46	8,192	216	44.5%	287	32.8%	417	45.1%	0.62	0.82	1.19	34.7	26.1	18.0	38.8%	0.7
	600858.CH	银座股份	20.90	6,039	111	-39.3%	205	85.0%	259	26.2%	0.38	0.71	0.90	54.4	29.4	23.3	52.8%	0.6
	600828.CH	成商集团	15.72	5,748	138	8.2%	198	43.2%	252	27.2%	0.38	0.54	0.69	41.6	29.0	22.8	34.9%	0.8
	000564.CH	西安民生	8.24	2,508	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	42.2	32.0	24.6	31.0%	1.0
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	17.71	30,505	1082	30.9%	1371	26.6%	1721	25.6%	0.63	0.80	1.00	28.2	22.3	17.7	26.1%	0.9
	600628.CH	上海新世界	11.23	5,972	199	10.1%	222	12.0%	265	19.2%	0.37	0.42	0.50	30.1	26.9	22.5	15.5%	1.7
	600655.CH	豫园商城	13.39	19,246	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	28.6	23.7	19.7	20.5%	1.2
	1833.HK	银泰百货	12.12	23,162	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	38.8	27.1	20.3	33.4%	0.8
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	20.35	39,562	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	35.5	26.8	20.6	26.5%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	23.15	8,310	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	25.4	20.3	15.6	27.6%	0.7
	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	12.32	8,390	251	17.6%	301	20.1%	386	28.2%	0.37	0.44	0.57	33.4	27.8	21.7	24.1%	1.2
	600361.CH	华联综超	10.25	6,825	55	-9.4%	153	178.1%	230	50.3%	0.08	0.23	0.35	124.0	44.6	29.7	104.5%	0.4
	601933.CH	永辉超市	26.97	20,710	306	20.2%	480	57.1%	696	44.9%	0.40	0.63	0.91	67.8	43.1	29.8	50.9%	0.8
	002336.CH	人人乐	20.26	8,104	237	3.2%	285	20.2%	365	28.1%	0.59	0.71	0.91	34.2	28.4	22.2	24.1%	1.2
	002251.CH	步步高	24.13	6,524	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	38.2	30.5	24.1	25.7%	1.2
	002264.CH	新华都	24.80	3,976	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	58.5	30.8	24.4	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	31.60	19,655	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	27.2	20.8	16.5	23.9%	0.9
	814.HK	京客隆	10.00	4,122	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	19.6	15.0	11.8	24.2%	0.6
	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	13.04	91,231	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	22.7	17.3	13.6	29.5%
493.HK		国美电器	2.79	46,934	1,962	40.7%	2,437	24.2%	2,965	21.7%	0.13	0.16	0.21	22.0	16.9	13.6	22.9%	0.7
手机分销	000829.CH	天音控股	10.79	10,217	307	63.0%	267	-13.1%	365	36.7%	0.32	0.28	0.39	33.3	38.3	28.0	9.0%	4.2

资料来源：彭博资讯，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