



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

公司动态
证券研究报告

2011年5月19日

零售

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

IPO 投资价值分析

文峰股份 (601010.SH)

致力于二、三线城市购物中心经营

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,598	4,881	5,590	7,100	8,607
(+/-%)		6.1%	14.5%	27.0%	21.2%
净利润	269	293	353	455	561
(+/-%)		8.8%	20.4%	29.1%	23.3%
零售业务	254	271	313	395	491
(+/-%)			15.8%	26.1%	24.3%
商业配套出售			24	60	70
其他	15	22	16	0	0
每股收益(元)	0.55	0.59	0.72	0.92	1.14
零售业务			0.64	0.80	1.00
商业配套出售			0.05	0.12	0.14
每股经营现金流(元)	0.91	1.11	1.34	1.51	1.75
净资产收益率(%)	34.8%	33.7%	34.5%	24.2%	28.1%

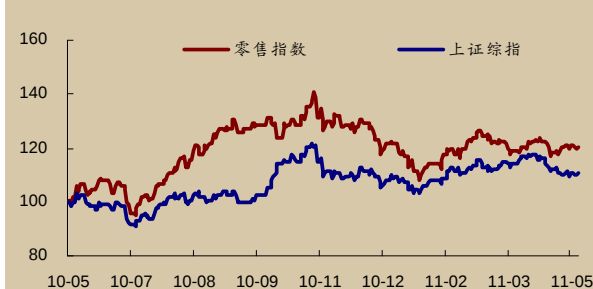
股票信息

股票代码	601010.CH
发行前总股本(百万)	383
发行股本(百万)	110
发行后总股本(百万)	493
主要股东(发行后, 含间接持股比例)	文峰集团(75%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
上证综指	-0.4	-6.0	-0.9	2.3
零售指数	-1.1	-1.8	-0.1	-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

投资亮点:

1) **南通市最大零售商, 具备区域经营优势, 自有物业比例较高。**公司综合经营百货、超市、家电, 在南通市市场份额超过 40%。2010 年销售和净利润 56 亿元和 3.53 亿元, 净利润率达到 6.3%, 处于行业较高水平。目前公司共拥有直营门店 32 家 (百货 10、电器 20、超市 2), 合计经营面积 36 万平米 (不含加盟), 自有物业比例 63.4%。

2) **主要定位于二、三线城市购物中心经营, 有望受益低层级市场消费的快速增长。**经营模式上将依托集团和自身优势, 采取综合开发即购物中心+商业配套模式, 前期将通过商业街等商业配套的出售或出租在一定程度上弥补购物中心培育期亏损。

3) **门店扩容和相关商业配套滚动开发出售是公司业绩增长的主要看点。**公司计划发行 1.1 亿股, 拟募集 7.67 亿元用于如东文峰、如皋文峰、启东文峰和海安文峰四家门店扩建项目。此外, 主力店南通南大街店也有望新增面积。未来三年公司计划新增 10 家以上购物中心 (含扩建), 并会进行相关商业配套滚动开发。

4) **管理层激励通过持股集团已体现, 后续上市公司层面新的激励也有望推出。**

财务预测:

公司今后盈利主要来自零售经营和商业配套出售收益。预计 2011-2012 年净利润增速分别为 29.1%和 23.3%, 对应每股收益 0.92 元和 1.14 元, 其中零售业务分别为 0.80 元 (+26%) 和 1.00 元 (+24%), 商业配套出售 0.12 元和 0.14 元 (如皋+南通二店)。

行业比较与建议:

公司具备基本面特色和优势, 但市场地位略逊于其他区域型零售龙头。公司历史扩张不快, 毛利率处于行业居中水平, 但得益于期间费用率的有效控制实现了高净利率。预计今后两年公司发展和业绩增长将较往年加快, 零售净利率可能因新店略有压力, 但配套物业开发将提供弥补。目前零售公司 2011 年市盈率在 25-30 倍, 可作公司定价参考。

风险:

1) 南通收入占比 70%以上, 跨区域拓展能力有待观察。2) 配套物业开发出售盈利确认有波动性; 南通二店注入时点。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

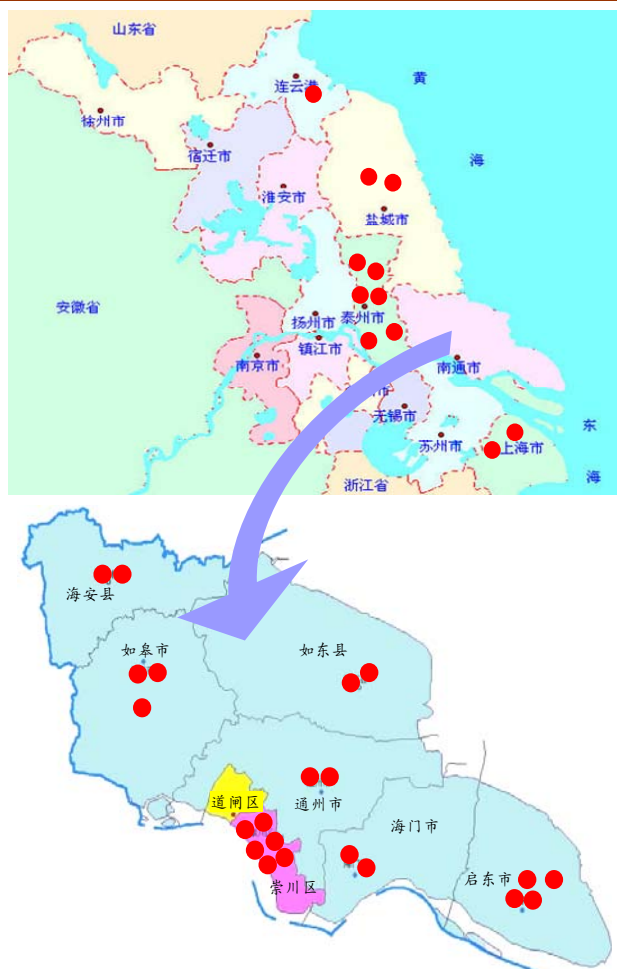
公司简介

公司是江苏省南通市最大的零售企业, 业务涉及百货、超市、电器连锁业务, 南通市区的市场份额超过 40%。公司共拥有直营店 32 家门店 (另有加盟店 682 家), 包括 10 家百货、2 家超市以及 20 家电器 (其中 10 家电器连锁位于百货门店当中), 经营面积约 36 万平方米, 其中 23 万平米为自有物业。门店主要分布在江苏和上海 (2 家, 含 1 家位于百货门店中的电器店), 其中南通地区达到 21 家, 占公司门店数量的 65.6%。

公司集团资源较为丰富, 业务涉及酒店、4S 店、控股地产、参股金融等, 客观上能够为其拓展提供一定帮助。

公司经营的百货、超市、电器连锁业务分别占到 2010 年收入的 56%、14% 和 29%, 百货、超市、电器业态 08~10 年复合增长率分别为 12.0%、1.3% 和 11.4%。

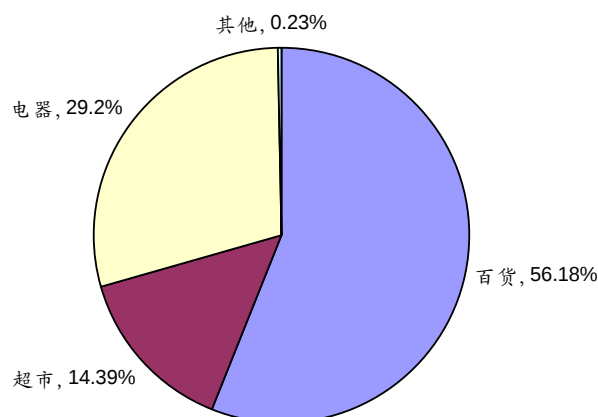
图表 1: 公司门店分布



城市	购物中心	电器店	综合超市	合计
南通市	7	12 (5家单店)	2	21
泰州市	2	4 (2家单店)		6
盐城市	0	2 (2家单店)		2
上海市	1	1 (位于百货店中)		2
连云港		1 (1家单店)		1
合计	10	20 (10家单店)	2	32

资料来源: 公司招股书

图表 2: 收入分拆 (2010)



资料来源: 公司招股书

发行概况

公司此次计划发行 1.1 亿股 A 股, 发行后总股本 49,280 万股, 发行股数占发行后总股本的 22.32%。

发行后, 公司控股股东文峰集团直接持有并通过其全资子公司南通新有斐大酒店有限公司间接持有公司的股份将由 96.66% 下降至 75.08%。董事长徐长江持有文峰集团 40% 的股权, 为文峰集团的单一最大股东, 处于相对控股地位, 为公司的实际控制人。

公司计划将此次募集的资金用于如东文峰、如皋文峰、启东文峰和海安文峰四家门店的扩建项目, 投资金额为 100,164 万元, 其中以募集资金投资金额为 76,703 万元。如有资金剩余, 将用于补充公司日常生产经营所需的流动资金; 如募集资金不足, 扩建项目所需资金则由公司自筹解决。

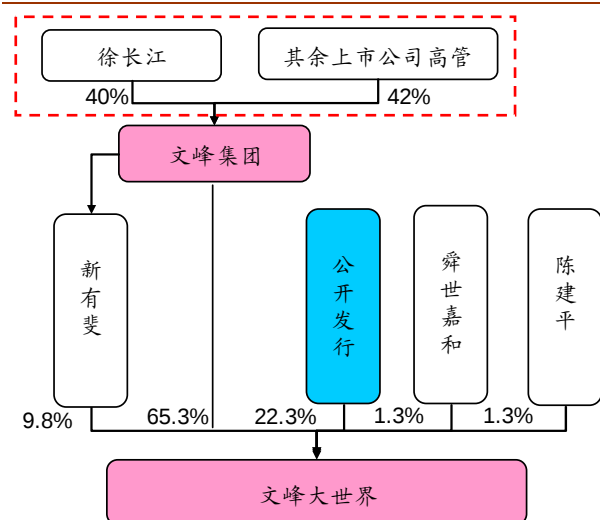
图表 3: 公司发行概况及募资用途

发行概况	
发行股数:	11,000 万股
发行后总股本:	49,280 万股
发行股数占发行后总股本的比例:	22.32%
发行方式:	采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式
初步询价推介日期:	2011 年 5 月 18 日 - 2011 年 5 月 20 日
网上申购时间:	2011 年 5 月 25 日
发行后主要股东及占比:	文峰集团 (75%)

项目	投资金额 (万元)	其中以募集资金投资金额 (万元)	建设期
扩建如东文峰门店项目	17,868	11,076	16 个月
扩建如皋文峰门店项目	26,742	20,273	16 个月
扩建启东文峰门店项目	30,491	20,291	20 个月
扩建海安文峰门店项目	25,063	25,063	16 个月
合计	100,164	76,703	

资料来源: 公司招股书, 中金公司研究部

图表4：公司股权结构图（发行完成后）



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

图表5：盈利预测主要假设

门店		经营面积（平方米）	物业	营业收入(百万元)											
序号	简称			开业时间	现有	扩容后	权属	2008	2009	YoY	2010	YoY	2011E	YoY	2012E
零售业务															
1	大世界南大街店	1996年1月	54,117		自有	1,417	1,481	4.6%	1,770	19.5%	2,036	15.0%	2,402	18.0%	
2	大世界如皋店	1197年2月	53,434	68,454	自有	266	282	6.2%	360	27.7%	486	35.0%	593	22.0%	
3	大世界海门店	1998年9月	15,554		租赁	296	306	3.6%	344	12.1%	378	10.0%	397	5.0%	
4	大世界如东店	1999年9月	29,438	36,798	自有	232	296	27.7%	371	25.3%	468	26.0%	548	17.0%	
5	大世界启东店	1999年12月	13,733	66,000	自有	272	287	5.7%	304	5.9%	389	28.0%	467	20.0%	
6	大世界海安店	2000年9月	15,961	55,679	租赁	159	169	5.7%	178	5.4%	217	22.0%	271	25.0%	
7	千家惠泰州店	2002年9月	25,743		租赁	253	243	-4.0%	264	8.5%	285	8.0%	313	10.0%	
8	大世界沪东店	2003年9月	28,891		租赁	413	577	39.9%	619	7.2%	712	15.0%	819	15.0%	
9	大世界通州店	2007年2月	29,063		自有	212	216	2.0%	275	26.9%	316	15.0%	354	12.0%	
10	大世界靖江店	2009年11月	31,229		自有		15		119	692.2%	137	15.0%	153	12.0%	
11	大世界宝应店	2011年5月	15,000		租赁						60		120		
12	大世界连云港店	2011年3Q	22,000		租赁						100		140		
13	大世界南通二店	2012年	45,000		集团控股51%								30		
14	大世界海门店（新）	2013年	60,000		-										
超市单体店（2家）						179	175	-2.5%	186	6.8%	208	11.4%	224	7.7%	
家电单体店(10家)						146	356	144.8%	441	23.8%	549	24.4%	630	14.9%	
合计						3,844	4,405	14.6%	5,231	18.8%	6,340	21.2%	7,461	17.7%	
商业配套															
商铺和公寓销售--如皋+南通二期（尚未注入，集团持股51%，承诺上市后注入）											383		750		
合计						3,844	4,405	14.6%	5,231	18.8%	6,723	28.5%	8,211	22.1%	
其他/抵消						754	476	-	359	-	377	5%	396	5%	
收入总计						4,598	4,881	6.1%	5,590	14.5%	7,100	27.0%	8,607	21.2%	
净利润总计						269	293	8.8%	353	20.4%	455	29.1%	561	23.3%	
零售业务									313		395	26.1%	491	24.3%	
商业配套									24		60		70		
其他（非经常性）									16		0		0		
每股收益									0.72		0.92		1.14		
零售业务											0.80		1.00		
商业配套											0.12		0.14		

资料来源：公司招股书，中金公司研究部

发展规划和盈利预测

公司计划于今后三年新开 10 家以上门店（含扩建），主要位于江苏省内的二、三、四线城市，目前已具备较好项目储备。其中已确定的包括大世界宝应店、大世界连云港店，南通二店（项目集团持股 51%）、大世界海门店等。

我们预测 2011-2012 年净利润增速分别为 29.1%和 23.3%，对应每股收益 0.92 元和 1.14 元，其中零售业务分别为 0.80 元（+26%）和 1.00 元（+24%），商业配套出售分别为 0.12 元和 0.14 元（来自如皋项目和南通二店，其中预计上市后集团会将南通二店项目 51%注入上市公司，出售相关配套今明两年业绩确认约 20%和 30%。后续新项目的贡献尚未考虑）。

募投项目门店简介：

- ▶ **如东文峰门店：**原以经营百货为主，兼顾精品超市和电器销售；门店净营业面积为 6,580 平方米。扩建门店后经营面积增加至 36,798 平方米。目前项目已竣工，并于 2009 年 5 月起试营业。2009 年和 2010 年分别实现营业收入 2.96 亿元和 3.71 亿元，同比增长分别达到 27.7% 和 25.3%。门店部分用于出租面积可随时调整为自营，具备一定改善空间。
- ▶ **如皋文峰门店：**扩建前如皋店净营业面积 7,590 平方米，扩建完成后门店经营面积增加至 68,454 平方米，其中地上面积 60,738 平方米。项目已于 2010 年 11 月试营业，2010 年实现营业收入 3.6 亿元，同比增长 27.7%。
- ▶ **启东文峰门店：**公司在启东的门店净营业面积共 11,000 平方米。2008-2010 年，门店的总销售收入分别为 2.72 亿元、2.87 亿元和 3.04 亿元，复合增长率为 5.8%，计划扩建门店后经营面积增加至约 66,000 平方米。本项目计划分二期建设，一期工程计划 2011 年 9 月完工。
- ▶ **海安文峰门店：**海安店净营业面积为 5,430 平方米。2008-2010 年，海安店的总销售收入分别为 1.59 亿元、1.69 亿元以及 1.78 亿元，复合增长率为 5.6%。计划扩建门店后经营面积约为 55,679 平方米。项目预计 2011 年 9 月开业。

购物中心商业配套项目开发案例：

- ▶ **如皋店：**
 - 目前已开业，除购物中心 6 万平米之外，配套商业街面积 6600 平米左右，销售完成后收拢 1 个多亿的资金，收回成本（土地成本 1 个多亿）。实现净利润约 2400 万，2010 年已确认 1700 万，2011 年确认 700 万。
 - 如皋文峰城市酒店建在购物中心楼上，酒店 2、3 层的客房对外出售（约占整体客房的 70%），但实行统一经营。已于 2011 年 4 月完成销售，实现销售收入 5424 万元。
- ▶ **南通二店（目前尚未注入上市公司）：**
 - 由大股东文峰集团和外部股东合资经营，大股东控股 51%。项目购物中心面积约 4.5 万平米，附带 4 万平米的商业街，具备成为南通第二商圈的潜力。配套项目包括 4 万平米的写字楼和约 7 万平米的住宅，均可对外销售。
 - 保守估计商铺、写字楼、住宅等配套项目的出售可带来 5.3 亿的净利润，文峰集团权益净利润（51%）约 2.6-2.7 亿元左右。

类比估值

整体而言，我们认为公司在苏北市场具备优势地位，整体毛利率 17% 并不高，主要源自超市和家电的低毛利率，百货业务毛利率处于行业中高水平。净利润率达到 6.3%，高于很多在二三线城市市场运营的可比公司，体现出良好的业绩释放意愿和有效的经营管理，此外历史上扩张较慢也是一大原因。

相对而言，公司在销售和利润规模上仍处于区域类公司的较低水平，同时其区域市场的绝对优势地位并不如合肥百货、欧亚集团、友好集团等区域市场龙头公司。

图表 6：百货类公司比较（2010）

公司	营业收入 (百万元)	毛利率				营业费用率	管理费用率	营业利润率	所得税率	净利率
		整体	百货	超市	家电					
大商股份	24343	18.9%	17.0%	10.3%	3.6%	6.2%	9.6%	1.3%	67.1%	0.5%
重庆百货	21213	14.9%	16.4%	11.7%	6.6%	9.1%	2.3%	2.7%	14.7%	2.5%
王府井	13946	18.2%	15.5% (未含其他收入)		n.a.	8.7%	3.1%	4.7%	28.6%	2.7%
鄂武商A	10537	19.9%	21.1%	18.1%	n.a.	11.9%	1.7%	4.8%	28.1%	2.8%
天虹商场	10174	23.0%	21.8%	21.7%	n.a.	14.6%	1.9%	6.1%	24.3%	4.8%
合肥百货	7062	16.7%	17.0%	12.2%	n.a.	2.7%	6.6%	6.7%	23.4%	4.0%
文峰股份	5590	16.6%	18.3%	7.8%	10.9%	5.2%	2.5%	7.8%	26.1%	6.3%
欧亚集团	5228	14.9%	16.8%	n.a.	n.a.	2.7%	6.8%	4.2%	26.1%	2.5%
新华百货	3985	19.3%	16.7%	n.a.	n.a.	8.4%	3.0%	7.5%	20.3%	5.4%
友好集团	2917	21.4%	17.9%	n.a.	n.a.	4.8%	10.1%	4.3%	16.4%	3.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部（超市和家电可能由于统计口径不同毛利率出现一定差异）

图表 7：估值比较

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	44.00	12,924	122	-	335	175.2%	560	67.2%	0.41	1.14	1.91	106.1	38.6	23.1	114.5%	0.3
	600859.CH	王府井（经营性）	42.06	19,449	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	45.2	27.5	20.9	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	22.05	17,644	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	36.4	26.3	19.8	35.6%	0.7
	3368.HK	百盛集团	12.00	33,726	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	29.2	25.3	21.3	13.1%	1.9
	825 .HK	香港新世界	6.62	11,162	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	19.3	16.3	13.6	19.0%	0.9
中西部及东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	18.91	9,072	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	30.8	23.1	17.0	34.5%	0.7
	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%	0.8
	600778.CH	友好集团	13.70	4,267	105	73.9%	156	48.7%	228	45.7%	0.34	0.50	0.73	40.6	27.3	18.7	47.2%	0.6
	600729.CH	重庆百货	45.33	16,912	527	30.5%	707	34.2%	944	33.4%	1.41	1.90	2.53	32.1	23.9	17.9	33.8%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	29.78	4,738	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.9	28.7	22.0	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	28.98	6,011	215	12.3%	259	20.2%	365	21.2%	1.04	1.25	1.76	27.9	23.2	16.5	30.3%	0.8
	002277.CH	友阿股份	24.09	8,412	216	44.5%	287	32.8%	417	45.1%	0.62	0.82	1.19	35.7	26.9	18.5	38.8%	0.7
	600858.CH	银座股份	22.44	6,484	111	-39.3%	205	85.0%	259	26.2%	0.38	0.71	0.90	58.5	31.6	25.0	52.8%	0.6
	600828.CH	成商集团	13.14	5,766	138	8.2%	198	43.2%	252	27.2%	0.32	0.45	0.57	41.7	29.1	22.9	34.9%	0.8
	000564.CH	西安民生	8.08	2,459	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	41.4	31.4	24.1	31.0%	1.0
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	17.72	30,523	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	11.54	6,137	199	10.1%	222	12.0%	265	19.2%	0.37	0.42	0.50	30.9	27.6	23.2	15.5%	1.8
	600655.CH	豫园商城	11.92	17,133	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	25.5	21.1	17.5	20.5%	1.0
	1833.HK	银泰百货	13.20	25,244	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	42.3	29.5	22.1	33.4%	0.9
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	20.50	39,869	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	35.8	27.1	20.8	26.5%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	24.07	8,640	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	26.4	21.1	16.2	27.6%	0.8
	600723.CH	西单商场	13.33	8,777	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	36.7	28.8	23.0	26.4%	1.1
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	10.11	6,731	55	-9.4%	153	178.1%	230	50.3%	0.08	0.23	0.35	122.3	44.0	29.2	104.5%	0.4
	601933.CH	永辉超市	26.27	20,173	306	20.2%	480	57.1%	696	44.9%	0.40	0.63	0.91	66.0	42.0	29.0	50.9%	0.8
	002336.CH	人人乐	20.02	8,008	237	3.2%	285	20.2%	365	28.1%	0.59	0.71	0.91	33.8	28.1	21.9	24.1%	1.2
	002251.CH	步步高	23.59	6,378	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	37.3	29.9	23.6	25.7%	1.2
	002264.CH	新华都	26.50	4,248	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	62.5	32.9	26.1	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	33.15	20,619	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	28.5	21.9	17.3	23.9%	0.9
	814.HK	京客隆	10.24	4,221	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	20.1	15.3	12.1	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	12.87	90,041	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	22.4	17.1	13.4	29.5%	0.6
	493.HK	国美电器	2.75	46,277	1,962	40.7%	2,437	24.2%	2,965	21.7%	0.13	0.16	0.21	21.7	16.7	13.4	22.9%	0.7
	1280.HK	汇联家电	1.86	1,950	117	20.4%	153	30.1%	206	35.0%	0.13	0.18	0.25	14.3	10.5	7.6	32.5%	0.3
手机分销	000829.CH	天音控股	10.78	10,208	307	63.0%	267	-13.1%	365	36.7%	0.32	0.28	0.39	33.2	38.2	28.0	9.0%	4.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表8：主要财务指标概要

损益表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4598	4881	5590	7100	8607
营业成本	-3854	-4071	-4664	-5843	-7057
销售费用	-228	-251	-289	-383	-473
管理费用	-123	-132	-140	-192	-232
财务费用	-15	-11	-12	-8	-12
营业利润	349	366	434	602	745
税前利润	357	394	479	616	759
所得税	-86	-99	-125	-161	-198
净利润	269	293	353	455	561
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	450	548	659	744	863
投资活动现金流	-178	-414	-72	-500	-300
融资活动现金流	-326	-212	-199	398	-457
资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	547	469	857	1,499	1,605
应收款项	36	17	18	22	27
存货	288	309	307	368	445
固定资产	314	745	875	1,238	1,361
无形资产	200	199	251	243	235
总资产	1,857	2,252	2,720	3,820	4,146
短期借款	5	3	3	3	3
应付款项	391	457	512	672	812
长期借款	0	0	0	0	0
总负债	1,077	1,377	1,691	1,929	2,139
少数股东权益	6	6	7	7	7
股东权益	781	874	1,029	1,891	2,007

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/或机构投资者提供。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