



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8月22日

零售

研究部

郭海燕¹

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：
S0080511080004
qianbing@cicc.com.cn

明星店：城市核心商业的名片

投资要点：

7月份以来，我们对零售商有别于其它消费公司的盈利模式和投资吸引力做出系列分析，继“消费市场的基金经理”，“消费板块的资源股”，“区域经济腾飞的最佳投资标的”后，我们提出了第四个经典概括：“明星店是城市核心商业的名片”，拥有大量明星店的百货零售商具备更扎实的客户忠诚度、更高的盈利能力、更富足的现金流、更扎实的新店扩张基础，其内在价值被低估、市盈率水平有提升空间。

主要依据：

1) 明星店是资源积累和管理能力的综合体现，也是店网扩张的基石。

——明星店与普通店之间的巨大盈利差异是百货业态的核心特征。明星店在消费者心目中有很深的烙印，拥有稳固的“追星”客户群体，其顾客并不会因为周边其它门店的增加而分流，这与超市和家电容易用新开店抢占市场份额大不相同。

——明星店“黄金数据3个10”：收入上10个亿，同店增长超越10%，净利润率高于10%。由于费用大多是固定的，往往10%的同店增长就可以带来20%的利润增长，且很多门店甚至可保持20%以上的同店增速。明星店的出色业绩也保证了公司整体良好的增速。

——地处核心商圈，集聚各项资源：上游的招商资源、下游的客户资源，以及自身管理资源和商圈优势的集中体现。

——在区域内具备“消费心理垄断”，为公司其它门店起示范效应。消费者会有“路径依赖”，明星店成为消费者购物的第一选择，对消费者的购物心理产生“垄断”。同时，也为公司其他门店起广告效应。

2) 我们重点推荐的百货商均拥有地段良好、业绩优异的明星店。百联拥有上海销售前20强中的一半以上门店，重庆的前5、乌鲁木齐的前3都在重百和友好集团旗下，合肥百货、银泰、鄂武商和广州友谊也在当地拥有多家翘楚门店，跨区域布局的王府井和大商已实现在多个地区拥有明星店。

3) 我们以DCF对明星店进行估值，分别假设净利润分阶段的增速、折旧以及贴现率，使得明星店的巨大商业价值显而易见。由此测算的明星店DCF对应的合理估值都应在2011年35倍市盈率以上。其中，百联第一八佰伴、银泰武林店和王府井成都店都在36x左右，合肥百货鼓楼店39x，友好集团的3家明星店更是应该在43x。仅以友好集团3家明星店来计算，价值已超目前市值29%。

投资建议：具备显著区域优势和众多明星店的百货零售商应给予更高估值溢价

零售商区域优势的来源之一就是在该区域拥有多家明星店，这意味着更快的同店增长，更高的规模效益，为竞争对手的进入设置了非常高的壁垒。**A股重点关注：**

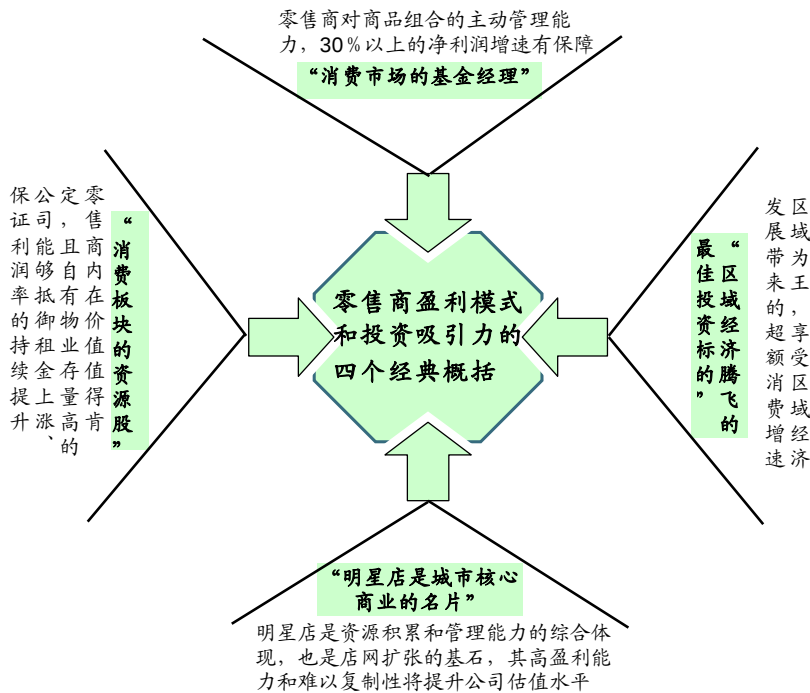
1) “中西部五朵金花”：合肥百货（2011年市盈率27x，上半年增长44%，同店增长20%以上）；友好集团（24x，上半年零售主业增长87%，同店增长40%以上）；鄂武商（26x，国资委和银泰增持奠定安全边际、利于业绩改善）；重庆百货（26x，重组整合提升业绩）；王府井（29x，立足北京，致力于中西部发展）。

2) 商业物业富裕、业绩释放意愿增强的：新百联（23x，自有物业120万平米，每股NAV可达到24元，资产价值和市盈率双低估）；大商股份（33x，P/S只有0.4倍）。

海外投资者可配置：银泰百货（27x，业绩增速远超同业，是港股最好的百货公司）；友谊B（15x，低市盈率投资于中国最大百货零售商）。

¹ 报告贡献人：朱宝国(zhubg@cicc.com.cn)

图表 1：对零售商有别于其它消费公司的盈利模式和投资吸引力的四个经典概括



资料来源：中金公司研究部

【专题分析 1】明星店是资源积累和管理能力的综合体现

- ▶ **明星店与普通店之间的巨大盈利差异是百货业的核心特征。**明星店在消费者心目中有很深的烙印，拥有稳固的“追星”客户群体，其顾客并不会因为周边其它门店的增加而分流，这与超市和家电易开新店抢占份额不同。
- ▶ **明星店“黄金数据 3 个 10”：**收入上 10 个亿，**同店增长超越 10%，净利润率高于 10%。**由于明星店往往已经有较长的经营时间，管理体系已经成熟，可以以较少的经营成本撬动较大的利润空间。并且，由于费用大多是固定的，往往 10%的同店增长就可以带来 20%的利润增长。明星店的出色业绩也保证了公司整体良好的增速。
- ▶ **地处核心地段，尽享销售快速增长和物业升值。**明星店的形成往往是地理先天优势加上自身管理经营的努力，并且能带动周边配套设施的完善和物业的升值，其物业也大多都是自有的。比如，百联从最开始在青浦建奥特莱斯至今，如今物业升值已超过 10 倍，并且这地段还只是在郊区。
- ▶ **明星店集聚各项资源：**上游的招商资源、下游的客户资源，以及自身的**管理资源和商圈优势**。明星店是品牌商争相想进入的地方，明星店掌握的客户资源也为公司新开门店的招商打下基础。王府井成都店的成功使得成都二店的招商变得更为简单，而百联青浦奥特莱斯掌握的客户资源也使得杭州下沙奥特莱斯可以在短时间内完成招商。
- ▶ **消费者的“路径依赖”与明星店的“消费心理垄断”：**正如在上海提起百货就想到八佰伴和东方商厦、在成都就想起王府井，明星店凭借品牌形象，成为消费者购物的“条件反射”和“第一选择”，对消费者的购物心理产生“垄断”。
- ▶ **节假日消费的焦点往往都是各地的明星店。**节假日，各明星店客流拥挤，“排队结账”现象严重，增速也往往再创佳绩！

图表2: 2010年全国单体百货销售额前15名

企业	店名	销售额(亿元, 含税)	面积(万平米)	商圈	开业时间
杭州大厦	杭州大厦	53	GFA=18, OFA=10	武林	1988
北京新光天地	北京新光天地	48.29	GFA=18, OFA=12	CBD	2007.04
金鹰商贸集团	南京店	39.9	GFA=3.3, OFA=2.5	新街口	1996.04
上海第一八佰伴	第一八佰伴(新世纪商厦)	39.21	GFA=14.4, OFA=10.8	八佰伴	1995.12
王府井百货	成都王府井百货	30	GFA=13.5, OFA=6.3	春熙路	1999.12
长春卓展百货	长春卓展百货	30	GFA=13.3, OFA=7	重庆路	1999.09
上海新世界	新世界城	29.72	GFA=21, OFA=7.4	南京路	1995.12
银泰百货	银泰武林店	26.26	GFA=4.2, OFA=3.3	武林	1998.11
久光百货	上海店	21.5	GFA=9.2	南京路	2004.09
山东银座商城	银座商城店	20	GFA=6	泉城广场	1996.06
重庆新世纪	新都店	20	GFA=6.3, OFA=4.2	观音桥	2001.04
金鹰商贸集团	徐州店	19.8	GFA=6.0	彭城广场	2003.12
金鹰商贸集团	扬州店	16.9	GFA=4.1	文昌	2001.10
海信广场	青岛海信广场	13.5	GFA=6.3	东部	2008.06
华地国际	无锡八佰伴	12.7	GFA=7.5	中山路	1994.03

资料来源: 中国企业家网, 中金公司研究部

图表3: 重点覆盖百货商的明星店 (因中西部消费水平差异, 中西部零售商中收入高于7个亿的门店也是非常好的明星店、净利润率也具备更大的提升空间)

企业	店名	面积(万平米)	商圈	物业	开业时间	收入2010 (税后, 百万)	净利润2010 (百万)
百联	第一八佰伴(新世纪商厦)	13	八佰伴	自有	1995-12	3176	348
	东方商厦(徐汇店)	3.2	徐家汇	租赁	1993-01	1475	110
	第一百货店	4.2	南京东路	自有	1949-10	1184	
	东方商厦南京东路店	5.45	南京东路	自有	2005-01	649	
	永安百货	3.4	南京东路	自有	2005年4月翻新	702	41
合肥百货	青浦奥特莱斯名品折扣店	12	青浦	自有	2006-04	1529	110
	鼓楼商场	OFA=3	步行街	自有	1996-12	1164	59
友好集团	合肥百货大楼	OFA=2.2	步行街	自有	1959-08	801	50
	天山百货	3	人民路	自有	1994-12-28重开	940	80
	友好商场	3	友好	自有	1958开业, 陆续扩容	769	
	友好百盛	4	友好百盛	自有	2002	719	53
大商集团	大连商场	5	青泥洼桥	租赁	2001		
	麦凯乐大连总店	5.5	青泥洼桥	自有	1998-09		
	抚顺百货大楼	2.8	南站	自有	1998		
	新玛特青泥店	16.8	花园路	自有	2001-09		
	大庆新玛特	6.9	新玛特	自有	2001-12		
	新玛特开发区店	6.8	铁西广场	租赁	2002-07		
	大庆百货大楼	6.8	会战大街	自有	2002-11		
	郑州新玛特金博大店	6.6	二七	租赁	2006		
王府井百货	麦凯乐青岛店	11	香港中路	自有	2006		
	成都王府井	13.5	春熙路	自有	1999-12	2651	313
	北京百货大楼	14	王府井	自有	1955-09	1571	47
	北京长安商场	3.2	长安街沿线	自有	1990-05	745	27
	北京双安商场	3.6	中关村	自有	1994-08	1398	75
重百	长沙王府井	7.2	五一	租赁	2004-12	985	47
	解放碑商都	OFA=1.6	解放碑	租赁	1995-02		
	世纪新都	OFA=4.2	观音桥	自有	2001-04	1709	
	凯瑞商都	OFA=2.3	沙坪坝	自有0.9	2002-11		
	江南商都	OFA=1.7	南坪	自有1.3	2002-01		
	瑞成商都	OFA=2.6	杨家坪	自有	2005-04		
鄂武商	重百大楼	OFA=2.6	解放碑	自有	2001-11		
	武汉广场	7.35		自有	1996-09	2073	178
	武汉世贸广场	8	武广	自有	1999-09	861	64
	武汉国际广场	5.5		自有	2007-09	746	51
广州友谊	环市东店	OFA=4.2	环市东	自有	1959	2182	182
	正佳店	OFA=3.8	天河	租赁	2005-01	713	40
银泰百货	杭州武林店	4.2	武林	自有	1998-11	2230	
	宁波天一店	2.3	天一	租赁	2005-04	799	
	宁波东门店	4.6		租赁	2005-11	797	
	温州世贸店	3.3	大南	租赁	2007-02	872	
	杭州西湖店	8	吴山	自有	2008-04	767	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部估测

图表 4：主要百货及相关公司持有物业情况

公司	百货门店数量	进入省份	自有物业面积(万平米)	租赁面积	总面积
A股					
大商股份	79	5	150	168	318
新百联	34	3	120	37	157
欧亚集团	14	2	86(部分门店处于非核心商圈或为新开店)	0	86
小商品城	3	1	77(经营面积)	0	77(经营面积)
重庆百货	46	3	46	51	97
银座股份	46	2	45	85	130
王府井	22	13	38	77	114
合肥百货	16	1	19	12	31
友好集团	8 (含1家托管店)	1	12	15	27
华联股份	15	7	24	33	57
鄂武商	9 (含收购十堰人商3家综合商场)	1	22	12	34
上海新世界	1 (新世界城, 含丽笙大酒店)	1	21	0	21
益民商业	陕西南路、淮海路等出租物业	1	16	0	16
广百股份	25	3	14	37	50
豫园商城	豫园	1	13 (房地产3)	0	16
友阿股份	7	1	9	11	19
天虹商场	40	7	7	91	97
港股					
金鹰商贸	19 (另有管理门店1家)	5	45	22	68
银泰百货	22 (另有管理门店1家)	4	35	52	87
香港新世界	28 (另有管理门店8家)	17	13	80	93
百盛集团	39 (另有管理门店7家)	22	8	81	90
春天百货	9 (另有管理门店8家)	8	5	14	19

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：明星店节假日的火爆场景



资料来源：公开数据，中金公司研究部

【专题分析2】明星店的价值量化分析

我们以 DCF 对明星店进行估值，分别假设净利润的分阶段增速、折旧以及贴现率得出结论，保守之处尚未考虑摊销、运营现金流入等因素。结果如下：

- **明星店的合理价值都应当在 2011 年市盈率的 35 倍以上。**其中，第一八佰伴、银泰武林店和王府井成都店都在 36x，合百鼓楼店 39x，友好的 3 家明星店更是应该在 43x。而且，我们的假设有一定的保守性，反映在：1) 对增长率的假设，比如友好 3 家明星店前 5 年的利润假设增长为 25%，低于目前实际经营水平；2) 永续增长率为 6%，而七月 CPI 已达 6.5%。
- **仅以友好 3 家明星店来计算，价值已超目前市值 29%。**若加上土地价值等，升值空间达 66%。明星店的潜在价值提升公司估值水平。

图表 6: 第一八佰伴的 DCF 估值

上海第一八佰伴		
2010年净利润（百万）		348
2010年净利润率		9.9%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额（百万）	60
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	15,054
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 7: 友好明星店的 DCF 估值

天山百货和友好商场			友好百盛		
2010年净利润（百万）		80(含总部费用)	2010年净利润（百万）		53
2010年净利润率		4.7%	2010年净利润率		7.3%
假设			假设		
净利润假设			净利润假设		
	前5年增长率	25%		前5年增长率	25%
	5-10年增长率	12%		5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%		永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额（百万）	40	折旧假设	每年折旧额（百万）	25
贴现率	WACC	12%	贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	4,322		百货店价值(百万元)	2,847
	对应2011年PE	43		对应2011年PE	43
	对应2012年PE	35		对应2012年PE	35
3家明星店价值（友好百盛为49%股权）			5717		
目前市值			4,445		
3家明星店对目前总市值溢价			29%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 8: 合肥百货鼓楼店的 DCF 估值

合肥百货鼓楼店		
2009年净利润 (百万)		68
2009年净利润率		7.0%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	22%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额 (百万)	35
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	4,009
	对应2011年PE	39
	对应2012年PE	32

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测 注：由于合肥百货鼓楼店 2010 年有调整，故用 2009 年净利润数据。

图表 9: 银泰武林店 DCF 估值

银泰武林店		
2010年净利润 (百万)		245
2010年净利润率		11.0%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额 (百万)	40
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	10,587
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 10: 王府井成都店 DCF 估值

王府井成都店		
2010年净利润 (百万)		313
2010年净利润率		11.8%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额 (百万)	45
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	13,474
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 11：零售公司估值表

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	47.00	13,805	122	-	420	245.3%	661	57.2%	0.41	1.43	2.25	113.4	32.8	20.9	133.0%	0.2
	600859.CH	王府井（经营性）	43.99	20,341	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	47.3	28.8	21.9	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	25.51	20,413	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	42.1	30.5	22.9	35.6%	0.9
	3368.HK	百盛集团	8.96	25,182	992	8.9%	1132	14.1%	1,338	18.2%	0.41	0.49	0.60	21.8	18.2	15.1	16.2%	1.1
	825 .HK	香港新世界	5.43	9,156	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	15.9	13.4	11.2	19.0%	0.7
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	22.16	11,528	316	46.3%	432	36.7%	586	35.7%	0.61	0.83	1.13	36.5	26.7	19.7	36.2%	0.7
	600778.CH	友好集团	14.27	4,445	105	73.9%	184	74.8%	274	49.0%	0.34	0.59	0.88	42.3	24.2	16.2	61.4%	0.4
	000501.CH	鄂武商	19.35	9,815	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	33.4	26.2	19.5	31.0%	0.8
	600729.CH	重庆百货	48.01	17,912	527	30.5%	701	33.0%	936	33.4%	1.41	1.88	2.51	34.0	25.5	19.1	33.2%	0.8
	600697.CH	欧亚集团	29.00	4,614	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.0	28.0	21.4	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	28.13	5,835	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	27.1	22.6	18.6	20.7%	1.1
	002277.CH	友阿股份	23.62	8,248	216	44.5%	301	39.2%	408	35.6%	0.62	0.86	1.17	38.2	27.4	20.2	37.4%	0.7
	600858.CH	银座股份	23.39	6,758	111	-39.3%	216	95.0%	273	26.2%	0.38	0.75	0.94	60.9	31.2	24.8	56.9%	0.5
	600828.CH	成商集团	12.94	5,678	138	8.2%	208	50.2%	264	27.2%	0.32	0.47	0.60	41.1	27.3	21.5	38.2%	0.7
	000564.CH	西安民生	6.77	2,060	59	21.8%	72	21.2%	91	26.1%	0.20	0.24	0.30	34.7	28.6	22.7	23.6%	1.2
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	18.82	32,417	1082	30.9%	1385	28.0%	1804	30.2%	0.63	0.80	1.05	30.0	23.4	18.0	29.1%	0.8
	600628.CH	上海新世界	8.81	4,685	199	10.1%	219	10.0%	256	17.2%	0.37	0.41	0.48	23.6	21.4	18.3	13.5%	1.6
	600655.CH	豫园商城	12.36	17,765	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	26.4	21.9	18.2	20.5%	1.1
	1833.HK	银泰百货	11.90	22,806	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	43.5	26.6	20.0	33.4%	0.8
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	18.04	35,087	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	31.5	23.8	18.3	26.5%	0.9
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	22.80	8,184	327	14.7%	410	25.1%	534	30.5%	0.91	1.14	1.49	25.0	20.0	15.3	27.8%	0.7
	600723.CH	西单商场	14.48	9,534	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	39.9	31.3	25.0	26.4%	1.2
超市类公司																		
	000759.CH	中百集团	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	8.39	5,586	55	-9.4%	123	123.4%	185	50.3%	0.08	0.18	0.28	101.5	45.4	30.2	83.3%	0.5
	601933.CH	永辉超市	30.02	23,052	306	20.2%	535	75.3%	762	42.2%	0.40	0.70	0.99	75.4	43.1	30.3	57.9%	0.7
	002336.CH	人人乐	17.90	7,160	237	3.2%	280	18.1%	348	24.4%	0.59	0.70	0.87	30.2	25.6	20.6	21.2%	1.2
	002251.CH	步步高	27.05	7,313	171	3.4%	233	36.2%	310	33.1%	0.63	0.86	1.15	42.8	31.4	23.6	34.6%	0.9
	002264.CH	新华都	27.57	4,420	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	65.0	34.2	27.2	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	13.12	14,689	623	22.8%	767	23.2%	948	23.6%	0.65	0.84	1.06	20.3	15.7	12.4	23.4%	0.7
	6808.HK	高鑫零售	9.22	87,956	1,031	27.1%	1,527	48.1%	2,228	45.9%	0.13	0.20	0.29	73.4	47.2	31.6	47.0%	1.0
	6808.HK	高鑫零售（经营性）	9.22	87,956	1,376	27.1%	1,727	25.5%	2,228	29.0%	0.17	0.22	0.29	55.0	41.8	31.6	27.2%	1.5
	814.HK	京客隆	8.70	3,586	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	17.1	13.0	10.3	24.1%	0.5
	1025.HK	物美集团	18.50	23,704	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.48	0.62	0.79	38.5	30.0	23.6	23.2%	1.3
	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	12.05	84,304	4012	38.8%	5103	27.2%	6505	27.5%	0.54	0.69	0.87	22.4	17.6	13.8	27.3%	0.6
	493.HK	国美电器	3.34	56,375	1,962	40.7%	2,485	26.7%	3,024	21.7%	0.13	0.17	0.21	26.4	19.8	15.9	24.1%	0.8
	1280.HK	汇银家电	1.09	1,143	117	20.4%	150	27.5%	190	26.9%	0.13	0.17	0.23	8.4	6.3	4.8	27.2%	0.2
手机分销	000829.CH	天音控股	7.75	7,338	307	63.0%	189	-38.6%	258	36.7%	0.32	0.20	0.27	23.9	38.9	28.5	-8.4%	-4.6
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	11.42	31,081	809	-11.6%	1230	52.1%	1,569	27.5%	0.30	0.45	0.58	38.4	25.3	19.8	39.3%	0.6
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	5.89	5,262	49	-34.2%	119	140.8%	194	63.1%	0.06	0.13	0.22	106.7	44.3	27.2	98.2%	0.5

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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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