



**持有**

**6% ↑**

目标价格: 港币 16.00

原目标价格: 港币 17.70

0291.HK

价格: 港币 15.08

目标价格基础: 分部加总法

板块评级: 中立

# 华润创业

## 未来可能复苏, 但有待可见性的改善

华润创业 2014 年亏损高于预期, 主要是因为销售疲软的背景下门店可能关停造成零售业务产生大幅拨备亏损以及啤酒业务显著的经营去杠杆化。展望 2015 年, 我们预测由于 14 年 4 季度乐购中国亏损减少, 零售业务亏损将有所缩窄, 啤酒业务增速也将从低基数上回升。但是, 我们认为短期内复苏的可见性依然较低。维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- **2014 年亏损超预期。**营业收入 (同比增长 15%) 比我们的预测低 2%, 主要是因为受坏天气影响啤酒销售走软。核心净亏损 7.94 亿港元 (2013 年核心净利润 16.4 亿港元), 远远不及亏损 3.12 亿港元的预期。差距产生的主要原因是在销售疲软的背景下门店可能关停造成零售业务产生大幅拨备亏损以及啤酒业务显著的经营去杠杆化。
- **2015 年零售业务亏损将缩窄。**2014 年销售收入增长 15%, 主要是因为乐购中国整合, 以及 3.5% 的内生业务销售增长符合预期。2014 年核心净亏损 13.6 亿港元 (2013 年核心净利润 7.34 亿港元), 不及我们亏损 10.5 亿港元的预期。剔除乐购中国 9.06 亿港元的应占亏损以及 6.4 亿港元的门店关停拨备, 内生业务净利润也因为经营去杠杆而下降了 70%, 主要是因为同店销售增长为 -2.6% 以及华北地区亏损扩大。但是, 14 年 4 季度乐购中国亏损较 3 季度有所缩窄, 尽管同店销售增长为 -2%, 但 15 年 1-2 月并表净利润同比持平。
- **2015 年啤酒业务将在低基数上回升。**由于销量增长 1%、均价上升 4%, 啤酒业务收入增长 5%, 比我们的预测低 4%, 主要是因为受坏天气影响啤酒销量走软。毛利率也由 34% 小幅提高至 34-35%。净利润下滑 19%, 比我们的预测低 20%, 主要是因为销售疲软的背景下经营去杠杆化。展望 2015 年, 我们预测销量将在低基数上回升至 6% (15 年 1-2 月为 3-4%), 由于产品组合持续改善销售均价将上升 3-4%, 销售收入增长 10%。我们还预测由于成本压力减轻、效率提升, 利润率将有所改善。
- **盈利预测上调。**我们将 2015 年预测由核心净亏损调整为盈亏平衡, 并将 2016 年核心净利润预测上调 12%, 因为零售业务净亏损的潜在收窄抵消了我们对啤酒业务盈利预测的下调。我们将零售净亏损预测下调 32-34%, 以反映乐购中国业务更强劲的改善。我们也将啤酒业务盈利预测下调 16-18%, 以反映 2014 年业绩的走软。

### 评级面临的主要风险

- 经济前景存在不确定性; 管理执行。

### 估值

- 我们将分部加总目标价由 17.70 港币下调为 16.00 港币, 以反映盈利下降导致啤酒业务净资产的下降, 以及企业经营费用上升导致净资产折让提高至 15% (之前为 10%)。我们的新目标价对应 0.8 倍 2015 年预期市净率。维持持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (港币百万)	146,413	168,864	189,520	203,283	217,362
变动 (%)	16	15	12	7	7
核心净利润 (港币百万)	1,642	(422)	43	790	1,529
核心每股收益 (港币)	0.683	(0.175)	0.018	0.328	0.634
变动 (%)	7.4	n.a.	n.a.	1,725.0	93.4
原先预测摊薄每股收益 (港币)	-	-	0.138	0.294	-
调整幅度 (%)	-	-	n.a.	11.6	-
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.350	0.566	-
核心市盈率 (倍)	22.1	N/M	839.2	46.0	23.8
每股帐面价值 (港币)	18.33	20.22	19.97	20.03	20.35
市净率 (倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
每股股息 (港币)	0.270	0.271	0.271	0.271	0.317
股息率 (%)	1.8	1.8	1.8	1.8	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.1)	(8.3)	(1.8)	(23.7)
相对恒生中国企业指数	(10.4)	(6.4)	(7.3)	(38.8)

发行股数 (百万)	2,410
流通股 (%)	49
流通股市值 (港币百万)	36,347
3 个月日均交易额 (港币百万)	89
净负债比率 (%) (2015E)	净现金
主要股东 (%)	
中国华润总公司	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 3 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务

刘志成, CFA\*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\* 冯丹丹、陆远为本报告重要贡献者

**图表 1. 业绩要点**

(港币, 百万)	2013	2014	同比(%)	我们的预测	变动(%)
<b>营业收入</b>					
零售	95,174	109,500	15.1	110,783	(1)
啤酒	32,994	34,482	4.5	35,935	(4)
食品	12,069	16,486	36.6	16,897	(2)
饮料	7,305	9,891	35.4	10,308	(4)
分部交易	(1,129)	(1,495)	32.4	(1,331)	12
<b>合计</b>	<b>146,413</b>	<b>168,864</b>	<b>15.3</b>	<b>172,592</b>	<b>(2)</b>
<b>核心净利润</b>					
零售	734	(1,359)	(285.1)	(1,054)	29
啤酒	943	761	(19.3)	948	(20)
食品	53	(134)	(352.8)	(105)	28
饮料	106	237	123.6	148	61
净企业收益和费用	(194)	(299)	54.1	(249)	20
<b>合计</b>	<b>1,642</b>	<b>(794)</b>	<b>(148.4)</b>	<b>(312)</b>	<b>154</b>
<b>核心净利率</b>					
			同比(百分点)	我们的预测	差异(百分点)
零售	0.8	(1.2)	(2.0)	(1.0)	(0.3)
啤酒	2.9	2.2	(0.7)	2.6	(0.4)
食品	0.4	(0.8)	(1.3)	(0.6)	(0.2)
饮料	1.5	2.4	0.9	1.4	1.0
<b>合计</b>	<b>1.1</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.3)</b>

资料来源: 公司数据

**图表 2. 季度业绩要点**

(港币, 百万)	13年1季度	13年2季度	13年3季度	13年4季度	14年1季度	14年2季度	14年3季度	14年4季度预测
<b>营业收入</b>								
零售	25,923	21,984	23,920	23,347	28,081	24,508	29,582	27,329
啤酒	6,548	9,530	11,332	5,584	7,876	10,599	10,911	5,096
食品	2,433	2,571	3,171	3,894	3,942	4,093	4,334	4,117
饮料	1,453	1,922	2,494	1,436	2,259	2,798	3,162	1,672
抵扣	(204)	(303)	(334)	(288)	(346)	(304)	(438)	(407)
<b>增长 (%)</b>	<b>8.4</b>	<b>16.6</b>	<b>18.6</b>	<b>21.0</b>	<b>15.7</b>	<b>16.8</b>	<b>17.2</b>	<b>11.3</b>
零售	7.3	22.3	14.2	14.2	8.3	11.5	23.7	17.1
啤酒	13.3	7.6	23.8	30.5	20.3	11.2	(3.7)	(8.7)
食品	(5.7)	1.5	20.3	48.1	62.0	59.2	36.7	5.7
饮料	56.4	41.3	54.0	67.4	55.5	45.6	26.8	11.3
<b>核心净利润</b>								
零售	525	99	75	35	464	(25)	(732)	(1,066)
啤酒	(23)	381	749	(164)	6	411	625	(281)
食品	57	14	30	(48)	(50)	(22)	(19)	(43)
饮料	8	31	90	(23)	10	56	85	86
企业间接费用	(55)	(32)	(33)	(74)	(81)	(101)	(60)	(57)
<b>增长</b>	<b>(8.6)</b>	<b>(13.7)</b>	<b>36.4</b>	<b>0.7</b>	<b>(31.8)</b>	<b>(35.3)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
零售	(6.3)	10.0	(2.6)	n.a.	(11.6)	n.a.	n.a.	n.a.
啤酒	(30.3)	(6.6)	48.9	n.a.	n.a.	7.9	(16.6)	n.a.
食品	0.0	(83.9)	(55.9)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
饮料	33.3	29.2	55.2	n.a.	25.0	80.6	(5.6)	71.3
<b>核心净利率</b>								
零售	2.0	0.5	0.3	0.1	1.7	(0.1)	(2.5)	(3.9)
啤酒	(0.4)	4.0	6.6	(2.9)	0.1	3.9	5.7	(5.5)
食品	2.3	0.5	0.9	(1.2)	(1.3)	(0.5)	(0.4)	(1.0)
饮料	0.6	1.6	3.6	(1.6)	0.4	2.0	2.7	5.1

资料来源: 公司数据

**图表 3. 各项业务营业收入及核心净利润**

(港币, 百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>销售收入</b>					
零售	95,174	109,500	121,433	126,145	131,011
啤酒	32,994	34,482	37,978	41,466	44,847
饮料	7,305	9,891	12,611	15,436	18,106
食品	12,069	16,486	18,959	21,803	25,073
分部交易	(1,129)	(1,495)	(1,461)	(1,568)	(1,676)
<b>合计</b>	<b>146,413</b>	<b>168,864</b>	<b>189,520</b>	<b>203,283</b>	<b>217,362</b>
<b>核心净利润(%)</b>					
零售	734	(1,359)	(823)	(260)	249
啤酒	943	761	880	993	1,129
饮料	106	237	296	355	413
食品	53	(134)	(60)	(30)	25
净企业支出	(194)	(299)	(250)	(267)	(287)
<b>合计</b>	<b>1,642</b>	<b>(794)</b>	<b>43</b>	<b>790</b>	<b>1,529</b>
<b>营收增长(%)</b>					
零售	14	15	11	4	4
啤酒	18	5	10	9	8
饮料	53	35	28	22	17
食品	16	37	15	15	15
<b>合计</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>核心净利润增长(%)</b>					
零售	40	N/A	N/A	N/A	N/A
啤酒	15	(19)	16	13	14
饮料	23	124	25	20	16
食品	(80)	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>合计</b>	<b>8</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>1725</b>	<b>93</b>
<b>核心净利率(%)</b>					
零售	0.8	(1.2)	(0.7)	(0.2)	0.2
啤酒	2.9	2.2	2.3	2.4	2.5
饮料	1.5	2.4	2.3	2.3	2.3
食品	0.4	(0.8)	(0.3)	(0.1)	0.1
<b>合计</b>	<b>1.1</b>	<b>(0.5)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 4. 盈利预测调整**

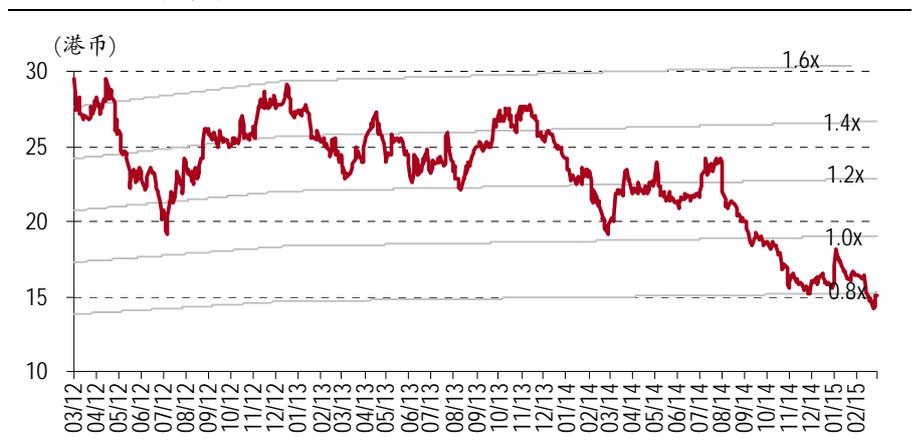
(港币, 百万)	调整后		调整前		调整幅度(%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
<b>销售收入</b>						
零售	121,433	126,145	128,669	135,826	(6)	(7)
啤酒	37,978	41,466	40,135	44,424	(5)	(7)
饮料	12,611	15,436	14,071	17,729	(10)	(13)
食品	18,959	21,803	19,431	22,346	(2)	(2)
分部交易	(1,461)	(1,568)	(1,548)	(1,686)	(6)	(7)
<b>合计</b>	<b>189,520</b>	<b>203,283</b>	<b>200,758</b>	<b>218,639</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>
<b>核心净利润</b>						
零售	(823)	(260)	(1,234)	(433)	(33)	(40)
啤酒	880	993	1,068	1,189	(18)	(16)
饮料	296	355	206	256	44	39
食品	(60)	(30)	0	0	N/A	N/A
净企业支出	(250)	(267)	(372)	(305)	(33)	(12)
<b>合计</b>	<b>43</b>	<b>790</b>	<b>(332)</b>	<b>707</b>	<b>N/A</b>	<b>11.8</b>
<b>核心净利率(%)</b>						
零售	(0.7)	(0.2)	(1.0)	(0.3)	0.3 个百分点	0.1 个百分点
啤酒	2.3	2.4	2.7	2.7	(0.3) 个百分点	(0.3) 个百分点
饮料	2.3	2.3	1.5	1.4	0.9 个百分点	0.9 个百分点
食品	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	(0.3) 个百分点	(0.1) 个百分点
<b>合计</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.3)</b>	<b>0.2 个百分点</b>	<b>0.1 个百分点</b>

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 5. 分部加总估值**

	估值基础	分部净资产	分部每股净资产	在净资产中
		(港币, 百万)	(港币)	的占比(%)
零售	0.5 倍 2015 年预期市净率	16,878	7.0	37.2
啤酒	22 倍 2015 年预期市盈率	19,357	8.0	42.6
饮料	22 倍 2015 年预期市盈率	6,512	2.7	14.3
食品	0.5 倍 2015 年预期市净率	2,642	1.1	5.8
<b>总计</b>		<b>45,389</b>	<b>18.8</b>	<b>100</b>

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 6. 远期市净率曲线**


资料来源: 彭博, 中银国际研究

**损益表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	146,413	168,864	189,520	203,283	217,362
销售成本	(109,040)	(126,419)	(140,300)	(149,760)	(159,622)
经营费用	(29,153)	(36,976)	(42,180)	(44,880)	(47,239)
息税折旧前利润	8,220	5,469	7,040	8,643	10,502
折旧及摊销	(3,889)	(4,528)	(5,042)	(5,403)	(5,667)
经营利润 (息税前利润)	4,331	941	1,997	3,239	4,835
净利息收入/(费用)	230	188	25	89	177
其他收益/(损失)	485	712	0	0	0
税前利润	5,046	1,841	2,022	3,329	5,012
所得税	(1,894)	(1,550)	(863)	(1,119)	(1,815)
少数股东权益	(1,244)	(452)	(1,116)	(1,419)	(1,668)
净利润	1,908	(161)	43	790	1,529
核心净利润	1,642	(422)	43	790	1,529
每股收益(港币)	1	(0)	0	0	1
核心每股收益(港币)	1	(0)	0	0	1
每股股息(港币)	0	0	0	0	0
收入增长(%)	16	15	12	7	7
息税前利润增长(%)	13	(78)	112	62	49
息税折旧前利润增长(%)	15	(33)	29	23	22
每股收益增长(%)	(52)	(108)	(127)	1,725	93
核心每股收益增长(%)	7	(126)	(110)	1,725	93

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	5,046	1,841	2,022	3,329	5,012
折旧与摊销	3,889	4,528	5,042	5,403	5,667
净利息费用	(230)	(188)	(25)	(89)	(177)
运营资本变动	4,850	4,147	3,916	2,609	2,669
税金	(2,047)	(1,636)	(863)	(1,119)	(1,815)
其他经营现金流	(728)	(7,333)	9,235	0	0
经营活动产生的现金流	10,780	1,359	19,328	10,133	11,356
购买固定资产净值	(7,095)	(7,900)	(8,443)	(8,707)	(8,918)
投资减少/增加	(4,359)	109	0	0	0
其他投资现金流	1,048	149	0	0	0
投资活动产生的现金流	(10,406)	(7,642)	(8,443)	(8,707)	(8,918)
净增权益	(433)	0	0	0	0
净增债务	4,685	6,194	1,104	736	752
支付股息	(797)	(652)	(652)	(652)	(764)
其他融资现金流	1,101	188	25	89	177
融资活动产生的现金流	4,556	5,730	477	173	165
现金变动	4,930	(553)	11,362	1,598	2,602
期初现金	16,005	21,200	20,647	32,008	33,607
公司自由现金流	939	(5,569)	11,510	2,134	3,249
权益自由现金流	5,290	99	12,014	2,250	3,367

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	14,071	18,256	20,647	32,008	33,607
应收帐款	16,428	16,555	18,580	19,929	21,310
库存	25,021	27,690	31,077	33,334	35,643
其他流动资产	280	309	309	309	309
流动资产总计	63,236	65,236	82,009	87,214	93,505
固定资产	69,117	88,060	83,276	86,616	89,903
无形资产	19,990	23,364	23,328	23,292	23,256
其他长期资产	2,946	4,704	3,690	3,690	3,690
长期资产总计	92,053	116,128	110,294	113,598	116,849
总资产	155,289	181,364	192,304	200,812	210,355
应付帐款	69,178	76,260	85,588	91,804	98,162
短期债务	3,357	9,025	10,129	10,865	11,617
其他流动负债	1,155	1,069	1,069	1,069	1,069
流动负债总计	73,690	86,354	96,786	103,737	110,848
长期借款	19,346	19,872	19,872	19,872	19,872
其他长期负债	2,642	5,515	5,515	5,515	5,515
股本	10,118	14,792	14,183	14,322	15,086
储备	33,955	33,955	33,955	33,955	33,955
股东权益	44,073	48,747	48,138	48,277	49,041
少数股东权益	15,538	20,876	21,992	23,411	25,079
总负债及权益	155,289	181,364	192,304	200,812	210,355
每股帐面价值(港币)	18.33	20.22	19.97	20.03	20.35
每股有形资产(港币)	10.02	10.53	10.29	10.37	10.70
每股净负债/(现金)(港币)	0.63	3.42	(0.83)	(1.19)	(1.96)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.6	3.2	3.7	4.3	4.8
息税前利润率(%)	3.0	0.6	1.1	1.6	2.2
税前利润率(%)	3.4	1.1	1.1	1.6	2.3
净利率(%)	1.3	(0.1)	0.0	0.4	0.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	14.2	1.8	3.3	5.2	7.6
净权益负债率(%)	3.4	16.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.0	NM	839.2	46.0	23.8
核心业务市盈率(倍)	22.1	NM	839.2	46.0	23.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	23.4	NM	890.4	48.8	25.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	3.4	26.7	1.9	3.6	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	11.7	7.9	6.5	5.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	77.4	76.1	76.4	78.5	78.9
应收帐款周转天数	37.6	35.6	33.8	34.6	34.6
应付帐款周转天数	152.4	157.2	155.9	159.3	159.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	39.6	n.a.	1,505.4	82.5	50.0
净资产收益率(%)	3.9	(0.9)	0.1	1.6	3.1
资产收益率(%)	1.9	0.1	0.6	1.1	1.5
已运用资本收益率(%)	6.3	1.8	2.6	3.9	5.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371