



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2月23日

医药

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080208020078
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

华海药业 (600521.CH)

沙坦市场迎来爆发, 推动业绩反转

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	928	1,031	1,476	2,023
(+/- %)	15.8%	11.1%	43.1%	37.0%
主营业务利润	378	430	637	886
(+/- %)	3.5%	13.6%	48.3%	39.0%
营业利润	170	127	269	374
(+/- %)	1.2%	-25.2%	111.3%	38.9%
归属于母公司的净利润	165	109	248	336
(+/- %)	10.1%	-33.7%	126.4%	35.5%
每股收益 (元)	0.37	0.24	0.55	0.75
P/E(x)	40.9	61.6	27.2	20.1
P/B(x)	3.8	3.6	1.9	1.7
ROE	13.6%	8.4%	10.1%	12.5%
现金分红收益率	0.7%	0.4%	1.0%	1.4%

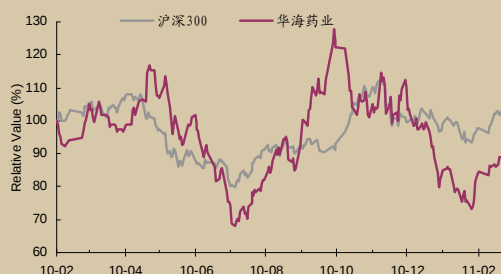
股票信息

	A股
股票代码	600521.CH
当前股价	人民币 15.03
日成交量 (百万股)	4.0
52周最高价/最低价	人民币 23.16/11.92
发行股数 (百万股)	449
总市值 (百万元)	6,746
其中: 流通股 (百万股)	449
主要股东 (持股比例)	陈保华、周明华 (分别为26.1%、22.3%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[华海药业]	-3.09	+11.00	-17.33	+0.87
[沪深300指数]	-1.73	+6.04	-0.48	+3.25
[沪深300医药指数]	-2.08	+4.52	-11.00	-4.78

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

近来事件

3/29/2011 披露 2010 年年报

公司近况:

沙坦类药物欧美市场专利在 2010~2012 陆续到期, 对原料药的需求迅速增加。其中最重要的 5 个品种 09 年销售额超过 160 亿元。国际主要仿制药企业均积极准备, 势必带动相应原料药的需求。公司在沙坦类原料药和制剂出口市场经营多年, 主要品种均获得 FDA 和 COS 认证, 产能在国际上也具备影响力, 仍在继续扩张, 未来销量有望快速增长。

缬沙坦原料药是公司重点品种, 迎来价量齐升形势。缬沙坦是沙坦类明星品种, 近两年全球销售额均超过 60 亿美元, 专利在 2012 年 9 月到期, 预计将成为仿制药的最大品种。未来几年将是缬沙坦仿制药的快速发展期, 供求压力有望将会推动产品量价齐升。公司积极准备多年, 在 2007 年即取得 FDA 的 DMF 认证, 产能大, 与国际仿制药知名企业山德士和 Teva 均建立良好的合作关系, 未来将是公司业绩反转的重要力量。

国际合作步入良性发展, 制剂出口 2011 年有望收获。近两年公司积极开展与国际仿制药企业合作, 出口原料药和制剂到规范市场, 可以提高产品的毛利率, 降低盈利的波动。同时公司积极收购和自主申报 ANDA 文号, 积极与欧美药店或仿制药商开展合作, 2011 年有望在美国开始销售普利类制剂, 实现关键突破。

经营努力, 资金需求压力较大。国内制剂销售发展迅速, 将会继续投入建立销售队伍。股权激励在 2010 年摊销约 4000 万元, 作为激励高管的手段, 将积极争取未来 2 期可以行权。普利类价格止跌, 销量平稳, 预计不再拖累业绩。地产业务有望今年结算, 未来不再开发。新产能建设顺利, 资金压力较大, 存在融资需求。

估值与建议:

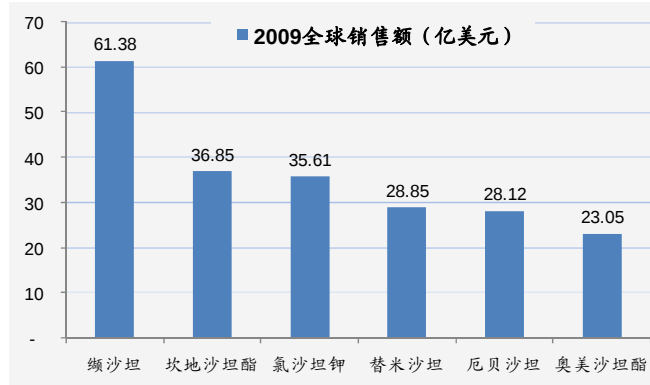
维持“审慎推荐”, 关注沙坦发展趋势。根据公司最新经营业绩和市场形势, 我们调整了未来的盈利预期。下调了 2010 年的 EPS 至 0.24 元, 上调 2011、2012 盈利预测至 0.55 和 0.75 元, 提升 17%。扣除房地产业务等非经常性损益, 公司的营业利润 2011 和 2012 年增速分别是 111%和 39%; 对应 PE 分别为 62x、27x 和 20x, 低于特色原料药行业平均估值, 维持“审慎推荐”评级, 提醒投资者密切跟踪沙坦市场发展趋势。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

专利陆续到期，沙坦类药物市场爆发在即

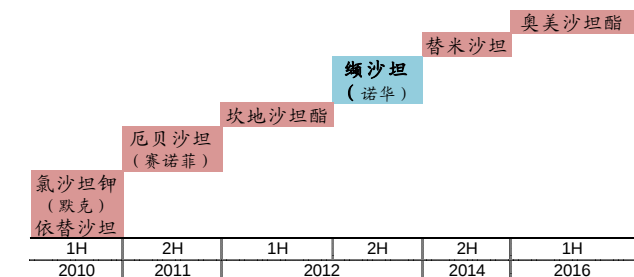
主要沙坦类原研药将在未来2年内专利到期。沙坦类制剂是目前全球高血压类主流产品，2009年全球年销售额达214亿美元，占全部高血压用药市场份额超过60%。其中最重要的5个产品将会在2010~2012年到期（详细日程参见图表2）。这些产品均是近年来医药领域的重磅药物，合计销售额突破160亿美元（明细见图表1），其中缬沙坦类销售额近两年均超过60亿美元。

图表 1: 2009 年全球主要沙坦类药物全球销售额



资料来源：IMS Health，中金研究部

图表 2: 主要沙坦产品在欧美市场专利到期时间



资料来源：IMS Health，中金研究部

规范市场沙坦类原料药需求未来会猛增。基于专利药巨大的市场容量，国际仿制药巨头和印度仿制药企业均做好充分准备。以2010年2月专利刚刚到期的氯沙坦钾（默克）为例，4月6日就有Teva、Mylan、Roxane和Torrent厂家的5种规格仿制药获得FDA批准，等到了10月初的时候，陆续有Lupin、山德士、Zydus、Aurobindo、Apotex、Actavis、Alembic、Watson Labs等加入。几乎国际仿制药一线和二线城市品牌已全部进入。规范市场仿制药的强势发展势必带动相应原料药的需求。

缬沙坦预计量价齐升，公司受益明显

市场供需紧张，原料药有望迎来量价齐升。欧美沙坦类仿制药市场未来几年将迅速扩大。预计短期内市场供需紧张，沙坦类原料药和中间体价格普遍回升，提升公司盈利能力。

欧盟新标准实施提高公司产品定价能力。欧盟在2010年推动新的仿制药标准，对仿制药的原料药和中间体质量要求大幅提升。公司原料药均获得FDA和COS认证，产能国内领先，新标准的实施提高了公司相应产品定价能力。

缬沙坦是公司中短期重点品种。缬沙坦产能在近年来多次扩张后。其规模目前在全球也具备很大影响力。主要源于2点：1，缬沙坦治疗效果优于其他产品，仿制药市场预计规模最大；2，仿制药参与者需在专利到期前5~6年积极准备相关工艺、原料药来源和申报。公司准备充分，主要沙坦类原料药产品3年前均已通过FDA和欧美COS认证（参见图表3），预计未来产能仍会继续扩张，具备规模优势。

图表 3: 公司取得FDA认证的沙坦类DMF详细

DMF #	状态	TYPE	申报日期	SUBJECT	补充
20716	I	II	2007-04-25	LOSARTAN POTASSIUM, USP	氯沙坦钾
20939	A	II	2007-09-24	VALSARTAN DRUG SUBSTANCE	缬沙坦
21466	A	II	2007-07-18	TELMISARTAN	替米沙坦
21754	A	II	2008-06-27	IRBESARTAN	依贝沙坦
21780	A	II	2008-05-28	IRBESARTAN	依贝沙坦
22073	A	II	2008-08-05	LOSARTAN POTASSIUM (SYNTHESIS II)	氯沙坦钾
23491	A	II	2010-01-22	VALSARTAN USP (PROCESS II)	缬沙坦

资料来源：FDA，中金研究部

沙坦类专利到期后前2年，价高量升，是发展的关键期。按照仿制药的发展趋势：专利到期后的1年内，仿制药价格相当于此前原研药的40%上下，到期后2年内，价格会下降到20%上下，销量同时会猛增；之后价格会逐步降低，销量增速也会下降。这2年是仿制药商获得高盈利和规模扩张的关键时期。因此2011~2014预计公司将迎来大发展，效益有望快速提升。

国际合作步入良性发展，制剂2011年有望收获

欧美市场扩张迅速，可以提高产品售价，提高毛利率。公司原料药和制剂出口主要有3种销售方式：

- 1，出口制剂至亚非拉等非规范市场，量小价低；
- 2，以原料药或中间体出口至印度企业，由印度企业出口至规范市场，量大价低；
- 3，与规范市场仿制药商合作，以制剂或原料药出口至欧美等规范市场，量大价高。

这其中第三种方式盈利最好，价格波动也最低，对技术和市场认证相关要求也最高。公司从2002年就开始提供沙坦类原料药出口。近年来陆续与国际仿制药龙头山德士、Teva等开展合作，建立了良好的信誉。

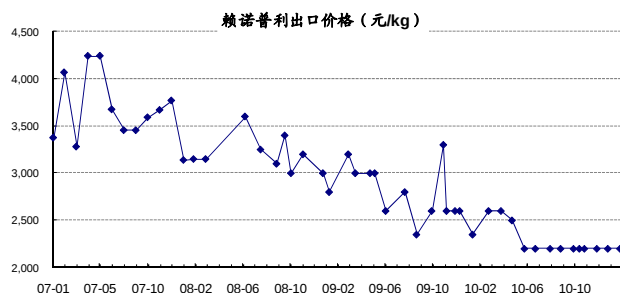
普利制剂美国销售 2011 有望突破。自公司 2010 年 9 月通过 FDA 现场检查后，在 FDA 最新一期的《Orange Book Cumulative Supplement 12 December 2010》上，华海美国公司可以正式在美国销售卡托普利、赖诺普利、盐酸贝那普利和赖诺普利+二氢氯噻嗪复方制剂。因为产品较老，在美国市场，单个产品只有 4~5 家参与。公司将采取与药店或美国本土仿制药商合作，贴牌销售，有望获得一定市场，长期为公司拓展欧美市场打开第一步。

与国际巨头合作增加，提高公司技术水平和产品毛利率，降低价格波动风险。公司国际化合作在国内较为领先，在长期的发展中公司与全球原研药巨头建立了良好的合作关系，并在 2010 年初和今年初分别发布公告，与默克和诺华开展合作关系。这代表公司生产和管理水准获得合作方的认可。公司将积极推动定制化生产和生产转移业务，提高公司毛利率，同时降低产品价格波动风险。根据合作进展，预计会在 2012 年有业绩贡献。

普利平稳，内销继续发力，经营管理不放松

普利类价格止跌，销量平稳，将不再拖累公司业绩。公司普利类药物产能全球第一。近两年受非规范市场沙坦类药物增长，加上国内小厂竞争，普利类产品价格下降明显，拖累了公司业绩表现。从去年 4 季度以来，受欧盟新标准和其他国内厂商退出影响，普利类产品报价保持平稳。预计未来公司更多采取出口制剂，持续降低成本，普利类产品有望平稳增长。

图表 4：赖诺普利出口报价



资料来源：健康网，中金研究部

国内制剂销售发展迅速，将会继续投入。国内制剂销售是公司当前发展的重点之一。2010 年销售收入增长预计达到 50%，但收入绝对规模仍比较小。未来公司将会继续扩大销售团队规模，建立自己的学术推广队伍。国内销售的扩大可以发挥公司的研发实力，并利用自身在出口的竞争力取得国内招标中的“优质优价”，同时也可以降低出口价格带来的波动。

研发投入不放松，国际国内两头抓。公司将继续投入较多资源在 DMF、ANDA 和 COS 的文号获取方面，采用自主申报和收购相结合的方法。同时公司积极在国内申报产品文号，年申报数十个，尽管会带来较高管理费用，但可以保证公司的长期发展潜力。

产能扩张顺利，资金压力加大

“制剂研发大楼”2010 年已建设完毕，开始使用；“年产 100 亿片出口制剂工程项目”土地平整工作已经完成，预计估计今年 6 月份车间有望建成。第一期产能为 33 亿片，估计 2011 年底可以投产；未来有计划建设符合 FDA 标准的水针、粉剂，注射剂等生产厂房，对资金需求压力预计较大，存在融资需求。

股权激励在 2010 年摊销约 4000 万元。由于公司在 2010 年的经营业绩预计达不到股权激励第一期的标准，因此相应地在 2010 年的摊销金额预计只有 4000 万元左右，低于市场预期。作为激励公司高管的一个手段，公司未来会努力发展，争取在第二期积极争取行权，激励高管。

房地产业务有望今年结算，未来预计不再开发。公司下属“银通置业”开发房地产项目此前已交房，有望在今年完成结算。作为公司非核心业务，预计未来将不再开发新项目。

上调 2011、2012 盈利预期，维持“推荐”

根据公司最新经营业绩和市场形势，我们调整了未来的盈利预期。下调了 2010 年的 EPS 至 0.24 元，上调 2011、2012 盈利预测至 0.55 和 0.75 元，提升幅度为 17%。如果扣除房地产业务等非经常性损益，公司的营业利润 2011 和 2012 年增长幅度分别是 111% 和 39%；当前对应 PE 分别为 62x、27x 和 20x，低于原料药行业估值平均水平，维持“审慎推荐”评级，建议投资者密切跟踪沙坦的发展情况。

图表 5：盈利预测调整明细

		综合盈利预测调整			
		2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	928	1,101	1,348	2,023
	调整后	928	1,031	1,476	2,023
	(+/-%)	0	(6)	10	-
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	541	629	762	1,121
	调整后	541	594	827	1,121
	(+/-%)	0	(6)	9	-
净利润 (人民币 百万)	调整前	165	136	212	336
	调整后	165	109	248	336
	(+/-%)	0	(20)	17	-
总股本 (人民币)	调整前	449	449	449	449
	调整后	449	449	449	449
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.37	0.30	0.47	0.75
	调整后	0.37	0.24	0.55	0.75
	(+/-%)	0	(19)	17	-

资料来源：Wind，中金研究部

风险

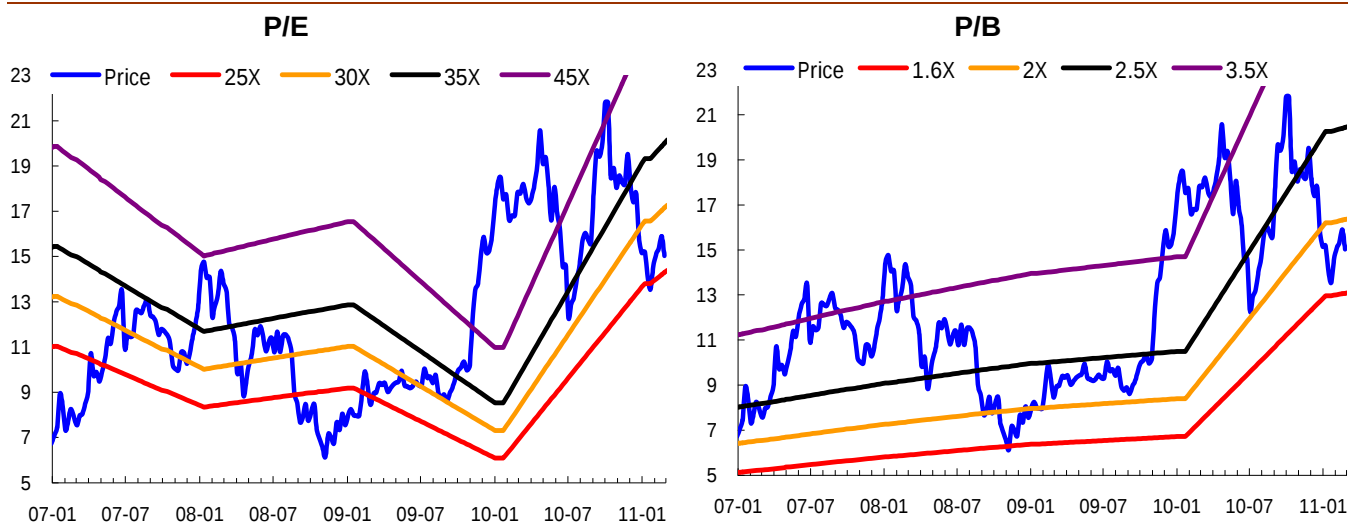
经营风险：产品的价格波动风险；FDA 审批文号的不确定性；国内药品审批文号的不确定性。

图表 6: 历史和预测的财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					财务指标				
主营业务收入	928	1,031	1,476	2,023	成长性指标				
主营业务成本	-541	-594	-827	-1,121	主营业务收入增长率	15.8%	11.1%	43.1%	37.0%
主营业务利润	378	430	637	886	主营业务利润增长率	3.5%	13.6%	48.3%	39.0%
营业费用	-27	-46	-65	-89	净利润增长率	10.1%	-33.7%	126.4%	35.5%
管理费用	-167	-251	-343	-404	盈利性指标				
财务费用	-9	-9	-15	-18	毛利率	40.8%	41.6%	43.2%	43.8%
营业利润	170	127	269	374	三项费用	21.8%	25.9%	24.9%	23.8%
税前利润	195	154	295	400	息税前利润率	18.4%	13.3%	18.9%	19.0%
净利润	165	109	248	336	净利率	17.8%	10.6%	16.8%	16.6%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	317	274	21	460	资产收益率	9.5%	5.4%	8.2%	8.5%
营运资本的增加	82	92	-304	21	净资产收益率	13.6%	8.4%	10.1%	12.5%
投资活动现金流	-87	-210	-810	-810	营运效率性指标				
资本支出	-89	-200	-800	-800	应收和其他应收帐款回收期	81	80	74	69
自由现金流	229	74	-779	-340	存货周转期(天)	328	330	300	351
融资活动现金流	-96	-15	956	-73	负债指标				
货币资金增加额	131	49	166	-423	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	6.0%
资产负债表					资产负债率	30.1%	34.4%	16.6%	29.5%
货币资金	283	331	497	74	流动比率	2.85	2.28	4.66	1.67
应收款项	208	228	302	386	速动比例	1.44	1.18	2.79	0.53
存货	492	544	559	1,093	估值指标				
固定资产	621	772	1,499	2,199	摊薄每股收益(元)	0.37	0.24	0.55	0.75
短期借款	-	10	20	30	每股经营现金流(元)	1.06	0.61	0.05	1.02
应付款项	157	190	264	358	市盈率	40.9	61.6	27.2	20.1
股东权益	1,193	1,256	2,424	2,643	市净率	3.8	3.6	1.9	1.7
总资产	1,735	2,028	3,025	3,938	EV/ EBITDA	19.3	36.3	19.1	14.2
					现金分红收益率	0.7%	0.4%	1.0%	1.4%

资料来源: Wind, 中金研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 中金研究部

图表 8: 可比公司估值 (2011-2-22)

公司名称	代码	收盘价 11-2-22	总市值 (百万元)	每股收益(元)				P/E				EV/EBITDA		股息收益率 2009A	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2010E
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E		2009A	2010E		
海正药业	600267	36.48	17,648	0.56	0.74	0.99	1.33	65x	49x	37x	27x	8x	7x	0.3%	14%	13%	6.6x	1.49
华海药业	600521	15.03	6,746	0.37	0.24	0.55	0.75	41x	62x	27x	20x	30x	36x	0.7%	14%	6%	3.6x	2.30
海翔药业	002099	25.15	4,037	0.19	0.58	0.88	1.20	133x	43x	28x	21x	47x	26x	0.4%	5%	15%	6.5x	0.51
华邦制药	002004	44.68	5,898	0.97	0.82	0.98	1.19	46x	54x	45x	37x	31x		0.0%	16%	13%	6.4x	7.49
天药股份	600488	9.63	5,228	0.12	0.15	0.22	0.29	80x	62x	43x	33x	38x	30x	0.3%	4%	5%	3.4x	1.84
浙江医药	600216	32.28	14,528	2.70	2.95	3.39	3.84	12x	11x	10x	8x	9x	9x	2.5%	52%	36%	4.1x	0.88
新和成	002001	25.58	18,570	1.40	1.65	1.95	2.27	18x	15x	13x	11x	14x		3.9%	44%	25%	4.3x	0.89
西南合成	000788	15.02	6,252	0.16	0.31	0.41	0.53	96x	48x	37x	28x	44x		0.0%	16%	16%	10.7x	0.97
海普瑞	002399	128.30	51,333	2.02	3.39	4.89	6.76	63x	38x	26x	19x	52x	31x	0.0%	118%	26%	6.6x	0.76
华北制药	600812	14.67	15,089	-0.37	0.35	0.63	0.98		42x	23x	15x	99x	23x	0.0%	-34%	32%	15.2x	
鑫富药业	002019	15.10	3,328	0.14	-0.16	0.38	0.59	110x		40x	25x	47x		0.7%	4%	0%	3.8x	-
九九久	002411	37.70	4,863	0.31	0.36	0.52	0.77	121x	105x	72x	49x	63x		0.0%	31%	6%	6.9x	3.00
天马精化	002453	37.29	4,475	0.39	0.58	0.97	1.35	97x	65x	38x	28x	57x	40x	0.0%	23%	10%	6.1x	1.25
建新股份	300107	65.70	4,395	0.63	0.88	1.34	1.98	105x	75x	49x	33x	71x	53x	0.0%	35%	11%	5.8x	1.60
联化科技	002250	37.16	9,118	0.53	0.87	1.23	1.66	70x	43x	30x	22x	43x	28x	0.9%	19%	23%	11.2x	0.92
美罗药业	600297	10.18	3,563	0.04	0.51	0.51	0.43	254x	20x	20x	24x	54x	53x	0.0%	2%	14%	4.6x	0.17
永太科技	002326	55.30	7,383	0.43	0.62	1.26	2.00	129x	89x	44x	28x	70x	80x	0.5%	11%	11%	8.5x	1.32
新开源	300109	60.75	2,187	0.51	0.72	0.91	1.52	120x	85x	67x	40x	83x	72x	0.0%	34%	11%	6.7x	1.91
海南医药	000566	27.79	5,915	0.31	0.25	0.59	0.79	90x	112x	47x	35x	53x	68x	0.0%	18%	9%	13.8x	3.05
联环药业	600513	19.43	2,273	0.15								79x		0.3%	6%	0%	7.5x	
鲁抗医药	600789	8.38	4,874	0.06	0.33	0.44	0.55		25x	19x	15x	24x	16x	0.0%	3%	11%	3.0x	0.24
普洛股份	000739	8.70	2,234	0.13		0.29	0.38	66x		31x	23x	20x		0.2%	5%	0%	2.9x	-
东北制药	000597	18.13	6,052	1.43		1.95	-	13x		9x		10x		0.7%	27%	0%	2.8x	
新华制药	000756	7.56	2,323	0.22	0.25	0.30	0.35	34x	31x	26x	21x	14x		0.7%	7%	0%	2.1x	1.85
大宗原料药——中值			5,563					80x	49x	31x	25x	46x	31x	0.2%	15%	11%	6.2x	1.25
品牌中药——中值			8,871					67x	44x	31x	25x	33x	31x	0.7%	16%	12%	7.5x	1.31
现代中药——中值			4,980					59x	43x	31x	23x	37x	29x	0.6%	16%	12%	5.7x	1.32
恒瑞医药	600276	51.34	38,476	0.89	1.04	1.40	1.75	58x	50x	37x	29x	15x	12x	0.0%	29%	24%	11.7x	1.95
科伦药业	002422	155.02	37,205	1.78	2.73	4.01	5.19	87x	57x	39x	30x	60x	39x	0.0%	27%	6%	5.5x	1.14
华东医药	000963	29.90	12,978	0.87	0.80	1.02	1.28	34x	37x	29x	23x	22x	22x	1.1%	33%	26%	9.6x	4.65
康芝药业	300086	57.72	5,772	0.98	1.54	2.41	3.54	59x	37x	24x	16x	47x	47x	0.0%	33%	26%	20.5x	0.65
仙琚制药	002332	17.05	5,821	0.26	0.40	0.55	0.80	66x	42x	31x	21x	34x	28x	1.8%	12%	11%	5.5x	0.92
誉衡药业	002437	74.60	10,444	0.93	1.18	1.76	2.40	80x	63x	42x	31x	62x	49x	0.0%	54%	18%	5.1x	1.68
信立泰	002294	63.05	14,312	0.95	1.54	2.09	2.76	66x	41x	30x	23x	55x	35x	1.6%	23%	19%	8.1x	0.85
化学制剂药——中值			5,821					59x	44x	32x	24x	37x	33x	0.0%	23%	16%	5.5x	1.19
生物制剂——中值			8,454					54x	46x	33x	26x	31x	28x	0.2%	19%	19%	9.8x	1.35
医疗服务——中值			6,405					119x	69x	49x	35x	60x	43x	0.5%	12%	10%	9.8x	1.40
医疗器械——中值			3,961					88x	65x	43x	31x	68x	48x	0.3%	15%	11%	4.8x	1.54
综合性制药企业——中值			13,140					32x	26x	21x	18x	20x	19x	0.5%	16%	16%	4.2x	1.21
医药商业——中值			4,449					70x	58x	41x	33x	30x	32x	0.0%	11%	6%	5.3x	0.90
全行业——中值			6,495					63x	45x	32x	24x	36x	30x	0.2%	16%	13%	5.7x	1.28

资料来源：Wind，中金研究部

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