



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月31日

家电

研究部

黄文倩

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010049
huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

推荐

青岛海尔 (600690.SH)

业绩略高于预期, 资产整合进展顺利

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	44,692	60,588	71,990	84,078	98,195
(+/-%)	47%	36%	19%	17%	17%
营业利润	2,258	2,987	4,561	6,503	7,750
(+/-%)	94%	32%	53%	43%	19%
净利润	1,383	2,035	2,725	3,513	4,188
(+/-%)	80%	47%	34%	29%	19%
每股收益 (元)	1.03	1.52	2.03	2.62	3.13
每股净资产 (元)	5.8	5.2	7.0	9.3	12.1
每股经营现金流 (元)	4.2	4.2	3.1	4.2	5.2
市盈率	27.8	18.9	14.1	10.9	9.2
市净率	4.9	5.5	4.1	3.1	2.4
股价/经营现金	6.9	6.9	9.4	6.8	5.5
EV/EBITA	11.7	7.9	5.5	3.9	2.7
净资产收益率	17.8%	29.0%	29.2%	28.2%	25.8%
投入资本回报率	13.0%	19.2%	19.5%	19.1%	17.6%
股息收益率	1.0%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%

股票信息

股票代码	A股 600690 CH Equity
当前股价 (人民币)	28.69
日成交量 (百万股)	4.92
52周最高价/最低价 (人民币)	31.63/16.1
总市值 (百万人民币)	38,444
发行股数 (百万股)	1,339
其中: 流通股 (百万股)	756
主要股东 (持股比例)	海尔集团公司 (44%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
青岛海尔	-4.8	-7.0	5.3	1.7
上证A指	0.3	1.7	7.1	5.3
家电行业指数	-0.9	0.0	11.4	11.4

最近估值走势



收入强劲增长, 业绩略高于预期 4%

公司全年实现营业收入 606 亿 (YoY36%), 实现净利润 20 亿 (YoY47%), 对应每股收益 1.52 元。首次全年并表港股和渠道业务, 对净利润增厚明显。

4Q 实现营业收入 152 亿 (YoY43%), 维持高速增长; 实现净利润 4.3 亿 (YoY36%)。

正面:

- **营业收入稳健增长。**公司主要产品冰箱、空调、洗衣机、热水器分别收入增长 21%、31%、26%和 33%。
- **2011 年关联采购代理费率再降低 0.5% 至 1.25%, 将增厚每股收益 0.13 元。**自行采购力度加大, 继续减少关联交易。
- **投资 10 亿元新增冰箱和冰柜产能各 200 万台, 夯实未来冰箱主业发展基础。**建成后海尔冰箱产能将达 1500 万台, 冷链行业龙头地位得到进一步巩固。

负面:

- **全年毛利率下滑 4.3%, 且呈现逐季下滑态势:** 1) 冰箱毛利率同比下滑 3.9%, 主要是美的系降价争夺市场份额和原材料成本上升挤压利润率; 2) 空调下滑 7.5%, 加回空调整能补贴实下降 3.7%; 3) 低毛利渠道分销业务大幅增长。

发展趋势:

公司有望继续受益于行业内生增长, 作为白电龙头家电产品销售收入将增速将高于行业平均。3/4 级市场渠道和物流网络加速拓展, 渠道综合服务收入占比将有明显提高。未来五年内集团通过资产注入、股权重组等多种方式将彻底解决同业竞争及关联交易问题。

估值与建议:

考虑到代理平台费下降 0.5%, 上调 2011-12 年盈利预测 6%和 11%。预计 2011-13 年每股收益为 2.03、2.62 和 3.13 元 (YoY34%、29%和 19%)。目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 14x 和 11x, 维持推荐。

风险: 原材料价格大幅上涨, 行业价格战。

图表 1：季度业绩拆分

		年度数据		季度数据							中金评论	
(人民币百万元)		2010A	2011E	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	
营业总收入		60588	81954	9179	12103	12812	10599	13313	16370	15747	15158	4Q收入在去年同期低基数影响下增速回升, 全年收入强劲增长, 符合预期, 各产品销售均录得可观增长。
营业收入		60588	81954	9179	12103	12812	10599	13313	16370	15747	15158	
YoY		36%	35%	11%	13%	81%	139%	45%	35%	23%	43%	
营业总成本		-57865	-79921	-8985	-11217	-12250	-10153	-12834	-15707	-15118	-14205	
其中 营业成本		-46420	-64472	-6635	-8623	-9100	-7940	-9619	-12307	-12192	-12303	
销售费用		-7815	-10995	-1541	-1828	-2196	-1577	-2298	-2294	-2095	-1128	费用率显著下降, 1) 收入增长带来规模效应, 2) 流程改造效果显现
管理费用		-3417	-4180	-713	-739	-911	-602	-845	-1019	-721	-832	
财务费用		-7	-65	-23	-12	0	19	-18	-41	-44	97	
其他经营收益		264	190	40	44	42	46	34	60	94	76	
营业利润		2987	2224	233	929	604	492	513	722	722	1029	
YoY		32%	-26%	3%	35%	80%	-702%	120%	-22%	20%	109%	
营业外利润		82	287	28	2	29	75	82	287	203	154	主要为本期收到空调节能补贴6.6亿
利润总额		3712	2788	261	931	632	567	595	1010	925	1182	
YoY		55%	-25%	8%	40%	100%	-771%	128%	8%	46%	0%	
所得税		-888	-845	-63	-195	-139	-116	-103	-145	-189	-450	
少数股东损益		-790	-343	-60	-163	-139	-134	-133	-143	-214	-300	
净利润		2035	1600	138	573	354	317	358	722	522	432	净利润大幅增长, 符合预期
YoY		47%	-21%	-20%	53%	75%	1730%	159%	26%	47%	36%	
每股收益		1.52	1.19	0.10	0.43	0.26	0.24	0.27	0.54	0.39	0.32	
财务比率												
毛利率		23.4%	21.3%	27.7%	28.8%	29.0%	25.1%	27.8%	24.8%	22.6%	18.8%	4Q毛利率环比同比均有下降, 全年下滑4.3%, 1) 冰箱毛利率下降4%, 2) 空调节能补贴计入营业外收入, 3) 日日顺分销业务占比提升, 拉低毛利率
销售费用率		12.9%	13.4%	16.8%	15.1%	17.1%	14.9%	17.3%	14.0%	13.3%	7.4%	
管理费用率		5.6%	5.1%	7.8%	6.1%	7.1%	5.7%	6.4%	6.2%	4.6%	5.5%	费用率显著下降, 1) 收入增长带来规模效应, 2) 流程改造效果显现
财务费用率		0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	-0.6%	
营业利润率		4.9%	2.7%	2.5%	7.7%	4.7%	4.6%	3.9%	4.4%	4.6%	6.8%	
剔除其他经营收益		3.6%	4.0%	2.1%	7.3%	4.4%	4.2%	3.6%	4.0%	4.0%	6.3%	
有效税率		23.9%	30.3%	24.1%	20.9%	22.0%	20.4%	17.4%	14.3%	20.5%	38.1%	
净利润率		3.4%	2.0%	1.5%	4.7%	2.8%	3.0%	2.7%	4.4%	3.3%	2.8%	毛利率降低导致4Q净利润率明显下滑, 全年盈利能力略有提升

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

(人民币百万元)	调整前			调整后			
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	60918	73825	86653	60588	71990	84078	98195
营业收入	60918	73825	86653	60588	71990	84078	98195
YoY	84.7%	21.2%	17.4%	35.6%	18.8%	16.8%	16.8%
营业总成本	-58496	-70319	-81814	-57865	-67696	-77882	-90798
其中 营业成本	-46089	-56770	-66590	-46420	-55222	-63613	-74679
销售费用	-8764	-10112	-11668	-7815	-8782	-10257	-11685
管理费用	-3306	-3155	-3261	-3417	-3400	-3688	-4064
财务费用	-106	-42	-23	-7	-62	-62	-62
其他经营收益	179	190	202	264	267	307	353
营业利润	2601	3696	5042	2987	4561	6503	7750
YoY	59%	42%	36%	32%	53%	43%	19%
营业外利润	671	564	0	726	483	0	0
利润总额	3272	4260	5042	3712	5044	6503	7750
YoY	88%	30%	18%	55%	36%	29%	19%
所得税	-653	-1213	-1454	-888	-1261	-1626	-1938
少数股东损益	-654	-484	-427	-790	-1058	-1364	-1625
净利润	1965	2563	3161	2035	2725	3513	4188
YoY	70.9%	30.4%	23.3%	47.1%	34.0%	28.9%	19.2%
每股收益	1.47	1.91	2.36	1.52	2.03	2.62	3.13
调整幅度					6%	11%	
财务比率							
毛利率	24.3%	23.1%	23.2%	23.4%	23.3%	24.3%	24.1%
销售费用率	14.4%	13.7%	13.5%	12.9%	12.2%	12.2%	11.9%
管理费用率	5.4%	4.3%	3.8%	5.6%	4.7%	4.4%	4.1%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润率	4.3%	5.0%	5.8%	4.9%	6.3%	7.7%	7.9%
剔除其他经营收益	5.1%	4.7%	5.6%	5.7%	6.0%	7.4%	7.5%
有效税率	20.0%	28.5%	28.8%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润率	3.2%	3.5%	3.6%	3.4%	3.8%	4.2%	4.3%
剔除海尔电器利润	2.5%	2.7%	2.8%	2.5%	2.7%	3.0%	2.9%
其他假设							
海尔电器净利润	738	1056	1378	839	1255	1587	2015
A股持有海尔电器股权	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
贡献A股利润	416	595	776	543	812	1027	1305
股权激励费用	60	60	40	60	60	40	40

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史及预测财务数据

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	44,692	60,588	71,990	84,078	98,195
(+/-%)	47%	36%	19%	17%	17%
营业总成本	-42,605	-57,865	-67,696	-77,882	-90,798
营业成本	-32,298	-46,420	-55,222	-63,613	-74,679
销售费用	-7,142	-7,815	-8,782	-10,257	-11,685
管理费用	-2,964	-3,417	-3,400	-3,688	-4,064
财务费用	-16	-7	-62	-62	-62
其他经营收益	172	264	267	307	353
营业利润	2,258	2,987	4,561	6,503	7,750
少数股东损益	-495	-790	-1,058	-1,364	-1,625
净利润	1,383	2,035	2,725	3,513	4,188
(+/-%)	80%	47%	34%	29%	19%
现金流量表					
经营活动现金流	5,561	5,584	4,097	5,633	6,940
投资活动现金流	-289	-3,530	-487	-447	-401
融资活动现金流	-624	-171	-464	-464	-464
货币资金增加额	4,648	1,818	3,146	4,722	6,075
资产负债表					
总资产	22,702	29,267	35,187	42,736	52,143
流动资产	17,910	23,571	29,225	36,543	45,762
货币资金	7,813	10,098	13,245	17,966	24,041
应收帐款	1,978	2,142	2,524	2,949	3,444
存货	2,132	3,557	4,231	4,874	5,722
非流动资产	4,793	5,696	5,962	6,192	6,381
长期股权投资	890	1,078	1,078	1,078	1,078
固定资产	3,104	3,172	3,238	3,350	3,472
总负债	12,989	19,778	22,317	25,391	29,387
流动负债	12,097	18,673	21,222	24,295	28,291
短期借款	0	861	861	861	861
应付款项	7,315	10,837	12,135	13,979	16,411
预收帐款	1,270	1,912	2,272	2,654	3,099
长期负债	892	1,105	1,096	1,096	1,096
股东权益	9,714	9,489	12,870	17,345	22,756
实收股本	1,339	1,340	1,340	1,340	1,340
少数股东权益	1,933	2,469	3,527	4,890	6,516
财务指标					
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
存货周转天数	24	28	28	28	28
应收款项周转天数	64	56	56	56	56
应付款项周转天数	93	97	92	92	92
营业周期	-5	-13	-8	-8	-8
毛利率	27.7%	23.4%	23.3%	24.3%	24.1%
营业利润率	5.1%	4.9%	6.3%	7.7%	7.9%
净利润率	3.1%	3.4%	3.8%	4.2%	4.3%
总资产报酬率	6.1%	7.0%	7.7%	8.2%	8.0%
净资产收益率	17.8%	29.0%	29.2%	28.2%	25.8%
投入资本回报率	13.0%	19.2%	19.5%	19.1%	17.6%
资产负债率	57.2%	67.6%	63.4%	59.4%	56.4%
全面摊薄每股收益	1.03	1.52	2.03	2.62	3.13
全面摊薄每股净资产	5.81	5.24	6.98	9.30	12.13
摊薄每股经营现金流	0.98	4.15	4.17	3.06	4.20
市盈率	27.8	18.9	14.1	10.9	9.2
市净率	4.9	5.5	4.1	3.1	2.4
股价/经营现金	6.9	6.9	9.4	6.8	5.5

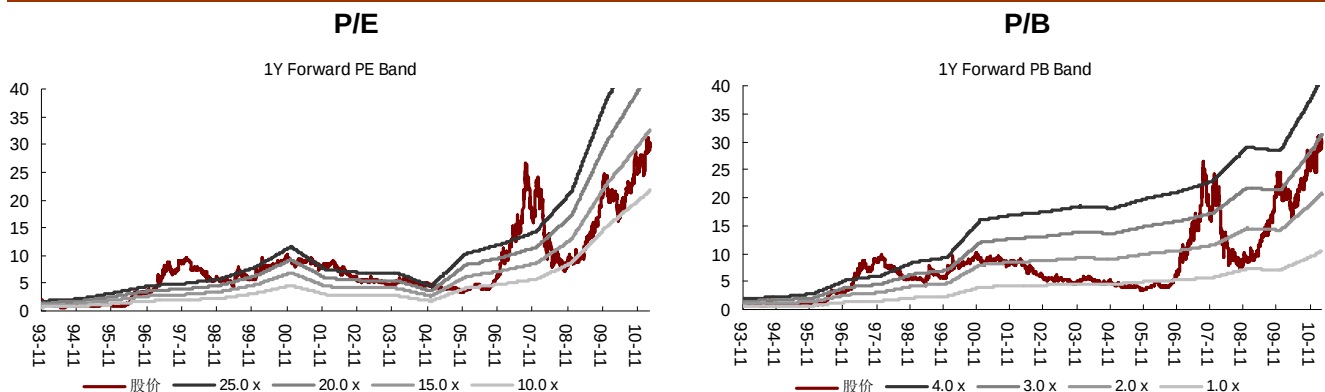
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
			本地货币	(百万元)	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
家电																			
A股 白电	000527.CH	美的电器	19.10	64,641	9,859	3,127	65%	4,156	33%	5,076	22%	0.92	1.23	1.50	20.7	15.6	12.7	27.4%	0.75
	000651.CH	格力电器	23.25	65,516	9,992	4,276	47%	5,294	24%	6,359	20%	1.43	1.77	2.13	16.3	13.1	10.9	22.0%	0.74
	600690.CH	青岛海尔	28.69	38,444	5,863	2,035	77%	2,725	34%	3,513	29%	1.52	2.03	2.62	18.9	14.1	10.9	31.4%	0.60
	600983.CH	合肥三洋	14.27	7,603	1,160	302	46%	384	27%	536	39%	0.57	0.72	1.01	25.2	19.8	14.2	33.2%	0.76
	000418.CH	小天鹅A	20.20	11,628	1,773	507	128%	722	42%	933	29%	0.80	1.14	1.48	25.2	17.7	13.7	35.7%	0.71
	000521.CH	美菱电器	11.80	5,735	875	332	10%	508	53%	793	56%	0.67	0.88	1.04	17.6	13.4	11.3	54.5%	0.32
	000521.CH	美菱电器 (经常性)	11.80	5,735	875	217	-26%	390	80%	609	56%	0.35	0.69	0.94	33.7	17.1	12.6	67.7%	0.50
	000921.CH	ST科龙 (经常性)	8.45	9,338	1,424	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	24.1	19.2	14.1	30.9%	0.78
	000921.CH	ST科龙	8.45	9,338	1,424	592	294%	665	12%	780	17%	0.44	0.49	0.58	19.3	17.2	14.7	14.8%	1.31
	A股平均														18.4	14.1	11.2		
黑电	000100.CH	TCL集团	4.66	19,750	3,012	435	-8%	787	81%	552	-30%	0.10	0.19	0.13	45.4	25.1	35.8	12.7%	3.57
	600839.CH	四川长虹	4.28	12,187	1,859	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	73.7	46.6	36.6	41.8%	1.76
	000016.CH	深康佳	5.03	5,071	773	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	56.2	37.3	23.0	56.1%	1.00
	600060.CH	海信电器	13.75	11,916	1,817	756	52%	945	25%	1,101	17%	0.87	1.09	1.27	15.8	12.6	10.8	20.7%	0.76
A股平均														33.4	22.7	21.8			
小家电	002242.CH	九阳股份	15.30	11,643	1,776	591	-3%	687	16%	822	20%	0.78	0.90	1.08	19.7	16.9	14.2	18.0%	1.10
	002403.CH	爱仕达	15.82	3,797	579	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	46.8	31.2	21.2	48.4%	0.97
	002032.CH	苏泊尔	23.43	13,525	2,063	404	30%	523	30%	681	30%	0.70	0.91	1.18	33.5	25.8	19.9	29.8%	1.12
	002035.CH	华帝股份	13.28	2,965	452	121	126%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	24.4	18.6	14.3	30.8%	0.79
	002035.CH	华帝股份 (经常性)	13.28	2,965	452	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	30.2	18.6	14.3	45.5%	0.66
	002508.CH	老板电器	32.03	5,125	782	125	53%	152	22%	188	23%	0.78	0.95	1.17	41.0	33.6	27.3	22.6%	1.81
	002543.CH	万和电气	32.03	5,125	782	186	48%	231	24%	295	28%	0.93	1.15	1.48	34.5	27.8	21.7	26.0%	1.33
	A股平均														32.0	22.9	18.6		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	8.80	19,566	2,513	964	115%	1,442	50%	1,824	27%	0.52	0.74	0.94	16.9	11.9	9.4	37.5%	0.45
	0921.HK	海信科龙	4.60	11,090	1,424	689	303%	811	18%	951	17%	0.51	0.60	0.70	9.0	7.7	6.5	17.5%	0.52
	0921.HK	海信科龙 (经常性)	4.60	11,090	1,424	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	11.5	9.2	6.8	30.4%	0.38
	0449.HK	志高控股	0.74	5,837	750	310	-2%	511	65%	598	17%	0.04	0.07	0.09	16.6	10.0	8.6	38.9%	0.43
	H股平均														13.5	9.7	7.8		
黑电	0751.HK	创维	4.26	11,049	1,419	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	11.8	9.6	8.8	16.1%	0.73
	1070.HK	TCL多媒体	2.25	2,445	314	-983	-348%	371	138%	564	52%	-0.91	0.34	0.52	n.a.	6.6	4.3	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.47	8,230	1,057	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	67.2	39.0	23.2	70.3%	0.96
H股平均														39.5	18.4	12.1			
美国	WHR.US	Whirlpool	82.13	6,245	6,245	619	89%	848	37%	708	-17%	8.14	11.16	9.30	10.1	7.4	8.8	6.9%	1.46
	UTX.US	United Technology	84.40	77,749	77,749	4,373	14%	4,865	11%	5,463	12%	4.75	5.28	5.93	17.8	16.0	14.2	11.8%	1.51
	GE.US	GE	19.99	212,264	212,264	11,644	6%	14,047	21%	16,943	21%	1.10	1.32	1.60	18.2	15.1	12.5	20.6%	0.88
欧洲															15.4	12.8	11.9		
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	163.50	51,048	8,051	3,997	53%	4,462	12%	5,055	13%	13.32	14.87	16.84	12.3	11.0	9.7	12.5%	0.99
	ARCLK.TI	Arcelik	7.22	4,879	3,134	517	7%	528	2%	593	12%	0.77	0.78	0.88	9.4	9.2	8.2	7.1%	1.33
	DLG.IM	De'Longhi	6.87	1,026	1,444	75	132%	98	31%	111	14%	0.50	0.66	0.74	13.7	10.5	9.2	21.9%	0.63
	SK.FP	SEB	69.79	3,486	4,905	220	51%	266	21%	289	9%	4.41	5.33	5.79	15.8	13.1	12.0	14.6%	1.08
	PHIA.NA	Philips	22.76	22,443	31,578	1,446	253%	1,738	20%	1,970	13%	1.47	1.76	2.00	15.5	12.9	11.4	16.7%	0.93
	日本														13.3	11.3	10.1		
日本	6502.JP	Toshiba	405	1,716,229	20,674	94,033	576%	145,239	54%	166,762	15%	22.19	34.27	39.35	18.3	11.8	10.3	33.2%	0.55
	6367.JP	Daikin Industries	2513	736,595	8,873	26,789	38%	50,150	87%	65,800	31%	91.40	171.09	224.49	27.5	14.7	11.2	56.7%	0.48
	6752.JP	Panasonic	1051	2,578,159	31,057	102,941	199%	113,099	10%	174,200	54%	41.96	46.11	71.01	25.0	22.8	14.8	30.1%	0.83
	6758.JP	Sony	2657	2,669,298	32,154	86,639	312%	153,854	78%	195,949	27%	86.24	153.14	195.05	30.8	17.3	13.6	50.4%	0.61
	6753.JP	Sharp	836	928,545	11,185	29,987	582%	24,328	-19%	43,203	78%	27.00	21.90	38.90	31.0	38.2	21.5	20.0%	1.55
韩国														26.5	21.0	14.3			
韩国	066570.KS	LG Electronics	108000	15,621,960	14,183	-635,874	-155%	1,071,224	-268%	2,330,547	118%	-4,396	7,406	16,112	-24.6	14.6	6.7	n.a.	n.a.
	005930.KS	Samsung Electronics	926000	136,399,200	123,837	13,236,460	37%	14,639,230	11%	17,563,500	20%	89,861	99,384	119,237	10.3	9.3	7.8	15.2%	0.68
国际平均															-7.1	12.0	7.2		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史 PE/PB 区间



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