



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4月6日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010021
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人, SAC 执业证书编号: S0080511030002
zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

恒瑞医药 (600276.SH)

走有中国特色的创新药研发、推广之路

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,029	3,744	4,656	5,838
(+/-)	26.6%	23.6%	24.4%	25.4%
营业利润	687	867	1,109	1,449
(+/-)	6.7%	26.3%	27.9%	30.7%
净利润	666	724	937	1,245
(+/-)	56.7%	8.8%	29.4%	32.8%
EPS (元)	0.89	0.97	1.26	1.67
P/E	50.8	46.7	36.1	27.2
P/B	12.7	9.7	7.8	6.2
EV/EBITDA	49.3	34.1	26.0	20.2
ROE	25.5%	21.4%	22.2%	23.3%
现金分红收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

股票信息

	A股
当前股价	人民币 46.01
股票代码	600276.CH
日成交量 (百万股)	2.02
52周最高价/最低价	人民币 64.28/34.91
总市值 (百万元)	34,272
发行股数 (百万股)	745
其中: 流通股 (百万股)	745
主要股东 (持股比例)	连云港天宇投资公司 (24.60%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[恒瑞医药]	-2.17	-12.55	-18.13	-22.05
[沪深300指数]	+1.59	+0.57	+7.00	+6.33
[沪深300医药]	-2.57	-6.13	-6.51	-6.91

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

公司近况:

“me-better”类创新药国内优势明显, 是未来国内抗肿瘤用药主要增长来源。国际抗肿瘤小分子新药普遍走美国FDA“罕见病”快速通道, 然后再扩大到其他适应症。国内据此开发的“me-better”类创新药安全性好, 将其扩大到国内主要适应症, 申报速度快, 通过概率高。并受国内临床医生青睐, 临床研究即是产品推广。阿帕替尼和法米替尼均是此类。

阿帕替尼适应症广, 潜在市场大。药品申报临床的适应症是胃癌、肺癌、肝癌和三阴性乳腺癌。胃癌和肝癌预计今年结束3期临床, 明年上半年可以拿到批文; 肺癌和乳腺癌有望今年进入3期临床, 预计2014年上市, 预计可取得5~10亿元规模。

舒尼替尼疗效显著, 推广难度小。适应症为肾癌, 今年已完成I期临床, 马上开始II期。因疗效显著, 走SFDA快速通道。从初步数据看: 与索坦疗效类似, 但副作用更小。预计2012~2013年可上市。国内肾癌患者数量多, 加上有辉瑞为索坦推广, 推广难度较小, 有可能成为国内“重磅炸弹”。

艾瑞昔布: 未来风湿类用药的主流品种。2010年11月份审批完毕, 今年1月份已经完成生产检查, 预计4季度可上市。作为第一个创新药, 公司计划新建团队走学术推广路线, 预计5年内达到5亿元的规模。

替吉奥疗效更好, 副作用更低, 有望成为晚期胃癌一线用药, 是重点推广品种。造影剂市场规模大, 竞争对手少, 依靠碘克沙醇和碘氟醇, 公司计划拓展制剂和原料药市场。电解质输液市场去年开始进入, 下半年加大推广力度, 效果明显, 销售逐月上升。伊立替康注射液通过美国FDA首次检查, 继续推进多西他赛、来曲唑、奥沙利铂等优势品种FDA制剂和原料药出口。

公司去年开始改革研发体系, 创新药、仿制药和生物药研发齐头并进; 销售体系将根据产品线 and 科室区分, 开展调整和转型。

估值与建议:

预计艾瑞昔布和阿帕替尼今明两年开始贡献业绩, 仿制药中替吉奥和造影剂有望成为今年新的增长点, 我们维持当前2011/2012年EPS预期, 分别是1.26、1.67元, 对应当前股价PE分别为36x、27x。今年以来, 因年报业绩低于市场预期, 公司股价调整幅度较大, 当前估值未体现公司创新药溢价, 具备长期投资价值, 维持公司“推荐”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

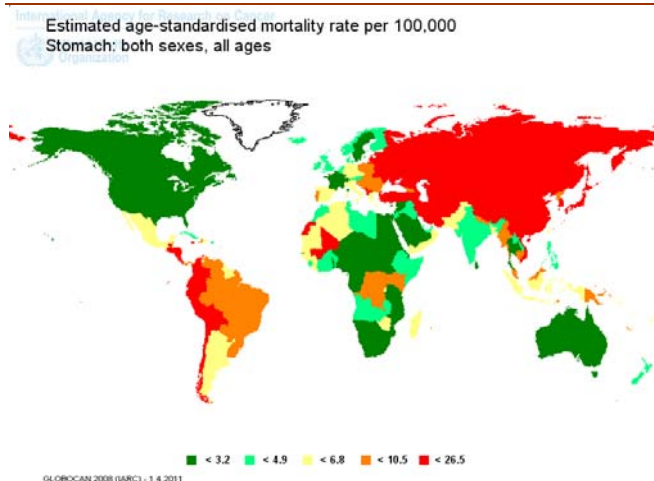
有中国特色的抗肿瘤创新药研发&推广之路！

“me-better”类创新药国内优势明显。当前抗肿瘤小分子类新药过美国 FDA 难度很高，罗氏等国际巨头申报新药一般先走“罕见病”快速通道过审批，然后再扩大到其他适应症。国内根据此类新分子开发的“me-better”类创新药在安全性上有美国 FDA 的背书，再扩大到其他适应症上时，申报速度快，通过概率高。

“me-better”类创新药国内市场潜力巨大。

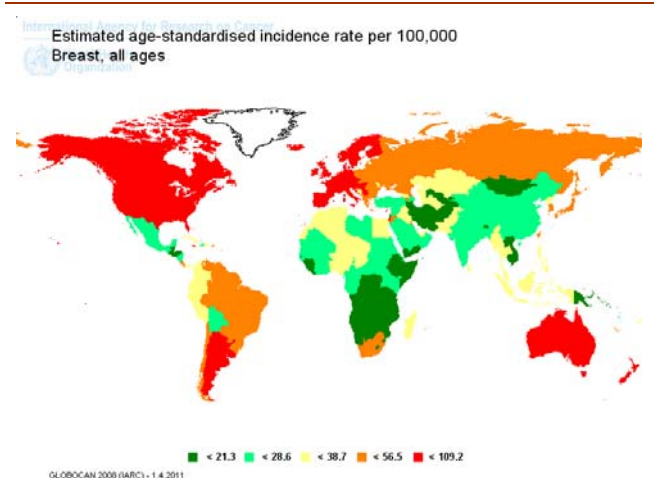
- 1) 中国患者数量大，肺癌、肝癌和胃癌是前 3 大品种。新药即使作为 3 线、4 线用药，规模也很容易做的很大，甚至超过海外市场。
- 2) 中国与欧美患病人数结构不同（见图表 1，2），很多新药在国外作为罕见病 1 线用药，市场狭窄；而国内患者数量庞大，市场潜力巨大。

图表 1：中国和美国癌症病人结构对比-胃癌发病率



资料来源：GLOBOCAN 2008，中金研究部

图表 2：中国和美国癌症病人结构对比-乳腺癌发病率



资料来源：GLOBOCAN 2008，中金研究部

“me-better”类创新药受临床医生青睐，推广顺利。国内新分子少，研发难度高，大医院和主流医生为了学术压力，也倾向与 me-better 类新药合作，临床试验的过程，也就是新药推广的过程。目前国内肿瘤治疗资源主要集中在都市大医院和主流医生，临床试验为公司未来推广节省了费用，提前进行市场覆盖。目前恒瑞进行的每期临床试验参与医院达 30 多家，涉及国内主要大医院和主流医生，为未来产品推广打下基础。

随着主流小分子抗肿瘤药专利全球即将到期，仿制药的出现推动价格下降，国内肿瘤药未来增长来源将从海外新药的引入转向 me-better 类新药和生物制品。恒瑞在这条未来之路上走得最快，最靠前，阿帕替尼和法米替尼将是验证此路径的最好样本。

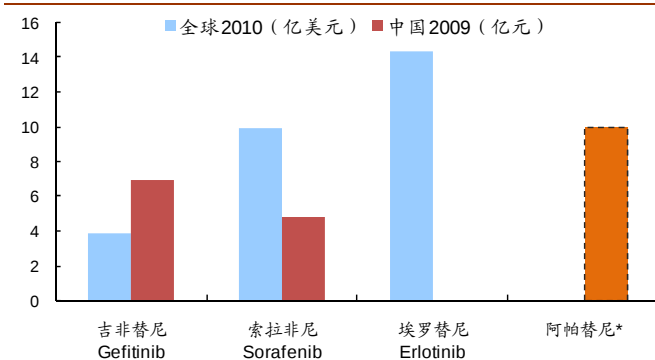
阿帕替尼：适应症广，潜在市场大

甲磺酸阿帕替尼是公司 2004 年开发，具备自主知识产权的小分子“me-better”类型抗肿瘤创新药，属于多靶点 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂，主要通过抑制血管生成治疗恶性肿瘤，延长患者的生存寿命。

目前公司申报临床的适应症是胃癌、肺癌、肝癌和三阴性乳腺癌。胃癌和肝癌 II 期临床效果较好，SFDA 给予加快审批，预计今年结束 3 期临床，明年上半年可以拿到批文；肺癌和乳腺癌有望今年能够进入 3 期临床，预计要 2014 年上市。

阿帕替尼定位在多个适应症的 3 线、4 线用药，多采取联合用药，与现有化疗药物不冲突；根据类似产品在相应适应症的规模，预计阿帕替尼上市后可取得 5~10 亿元收入，将成为未来国内“重磅炸弹”。类似产品有：

图表 3：主要类似产品全球和国内销售额



资料来源：南方医药研究所，公司年报，中金研究部

*阿帕替尼为预测值

吉非替尼 Gefitinib (阿斯利康，易瑞沙 Iressa)：主要针对化疗 2 期后的肺癌病人；2010 年全球销售 3.93 亿美元，国内 2009 年销售额达到 7 亿元

埃罗替尼 Erlotinib (罗氏，特罗凯 Tarceva)：主要针对化疗 2 期后的肺癌病人；目前正在美国申请将适应症扩大到胰腺癌病人。2010 年全球销售 14.35 亿美元。

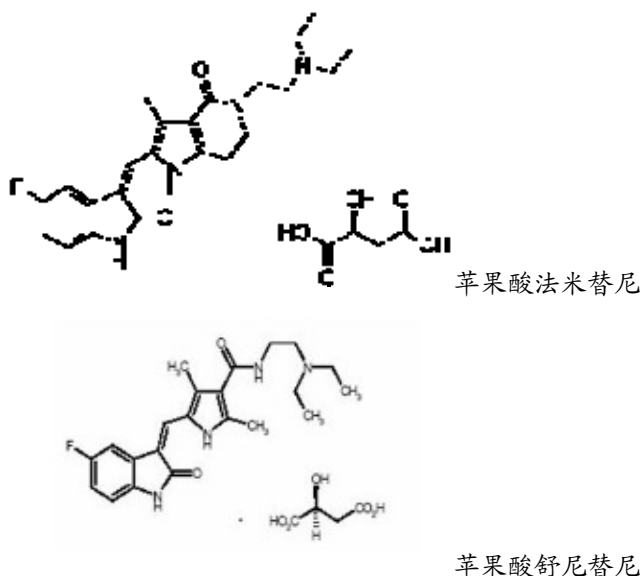
索拉非尼 Sorafenib (拜耳, 多吉美 Nexavar): 主要针对晚期肝癌和肾癌, 2010 年全球销售额 9.94 亿美元, 国内 2009 年销售额达到 4.86 亿元。每月疗程费用达 5 万元。

法米替尼: 疗效显著, 推广难度低

苹果酸法米替尼是公司开发, 具备自主知识产权的小分子“me-better”类型抗肿瘤创新药, 分子类似于辉瑞的舒尼替尼, 属于靶向性 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂, 主要通过抑制血管生成治疗恶性肿瘤, 延长患者的生存寿命。目前用于治疗晚期肝癌和肾癌, 属于国家 1 类新药。

舒尼替尼 Sunitinib (辉瑞, 索坦 Sutent): 是一类能够选择性地靶向针对多种受体酪氨酸激酶的新型药物中的第一个药物, 主要治疗胃肠道间质肿瘤 (GIST) 和晚期肾细胞瘤 (RCC)。在肾细胞治疗领域中, 索坦是唯一突破晚期肾癌 2 年生存期的治疗药物; 在 GIST 治疗领域, 索坦是唯一 SFDA 批准用于伊马替尼治疗失败或不能耐受的 GIST 药物。因为疗效显著, FDA 给予快速通道, 审批过程不到 6 个月! 2010 年全球销售额达 10.7 亿美元, 国内 2008 年上市后, 处于市场推广期。当前索坦在美国 FDA 胰腺癌临床研究方面进展较快, 预计 2011~2012 年可以得到批准。

图表 4: 法米替尼与索坦分子结构



资料来源: 互联网, 中金研究部

法米替尼适应症为肾癌, 今年已完成 I 期临床, 马上开始 II 期。因为疗效显著, 走 SFDA 快速通道。临床试验主要是比较与索坦的治疗效果。从初步数据看: 疗效类似, 但副作用更小。公司计划 II 期完成就申请注册, 预计 2012~2013 年可以上市。同时计划开展产品在间质瘤、胰腺癌、鼻咽癌和肺癌适应症方面的临床试验。

法米替尼疗效显著, 国内肾癌患者数量多, 加上同时有辉瑞为其索坦开展学术推广, 预计公司推广难度较小, 未来同样有可能成为国内“重磅炸弹”。

非洛他赛: 是公司 2008 年承担的国家一类新药开发项目, 主要针对癌症治疗 2 期后出现多西他赛耐药症患者, 目前 I 期已经完成, 计划今年计划完成 IIa, 明年上半年完成 2 期临床。

其他还有 2~3 个抗肿瘤品种已经申报, 计划今年进入临床。

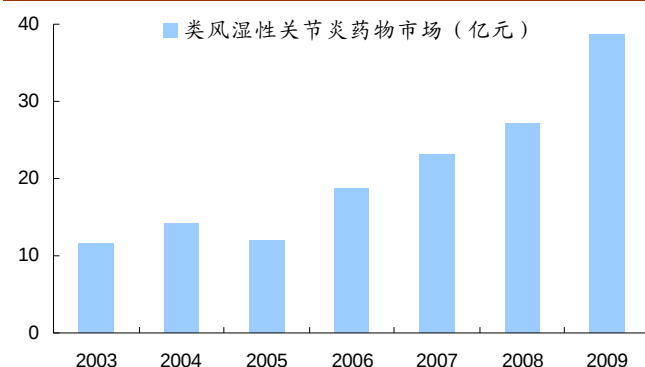
艾瑞昔布: 未来风湿类用药的主流品种

艾瑞昔布是恒瑞与中国医学科学院药物研究所合作研究的, 具备自主知识产权的国内第一个 COX-2 抑制剂。主治类风湿性关节炎, 消炎镇痛, 优点是对胃刺激小, 其主要竞争对手是辉瑞的“塞来昔布”, 2010 年全球销售额达 23.74 亿美元, 是全球抗风湿药处方药第一品牌。

2010 年 11 月份审批完毕, 今年 1 月份已完成了生产检查, 现在在补充材料, 按国家药监局 (SFDA) 正常进度, 预计今年 2-3 季度可以拿到最终批文, 4 季度可以销售。

目前国内风湿性关节炎用药市场 2009 年增长约 42%, 市场达到 38.6 亿元, 其中塞来昔布位居第 4, 2009 年市场份额约 8.33%, 销售额达 3.22 亿元。

图表 5: 2009 年国内风湿性关节炎药物销售额



资料来源: 南方医药研究所, 中金研究部

昔布类药物目前处于导入期, 成长空间大。昔布类药物与传统产品相比, 疗效领先, 自 04 年“万络”召回事件发生后, 经过研发改进, 新的帕瑞昔布 (默克) 和依托考昔布 (辉瑞) 在 2008 年全球上市, 证明了在医生规定使用下, 其安全性已得到美国 FDA 的认可。当前昔布类药物在几家巨头的大力推广下, 市场增长很快。

艾瑞昔布是公司成立以来第一个创新药, 同时也是公司第一次涉足风湿病用药市场, 公司相当重视。计划新建团队, 走学术推广路线, 同时也为公司未来如何推广创新药打下基础。我们认为当前有默克、辉瑞等国际巨头在大力推广昔布类新药, 加上公司此前有成功进入麻醉药物市场经验, 推广成功概率很大, 预计 5 年内可达到 5 亿元的规模。

瑞格列汀：国内肥胖和糖尿病 I 期临床已经完成，计划今年开展单独用药、与二甲双胍联合和吡格列酮联合用药的 II 期临床试验，计划明年进入 3 期试验。在美国 FDA 审批中，单剂量 I 期审批已通过，因为 II 期临床成本较高，预计至少需要 1000 万美元，因此公司计划先看国内进展数据，同时积极寻找合作伙伴，再开展申报工作。

创新药、仿制药和生物药研发齐头并进

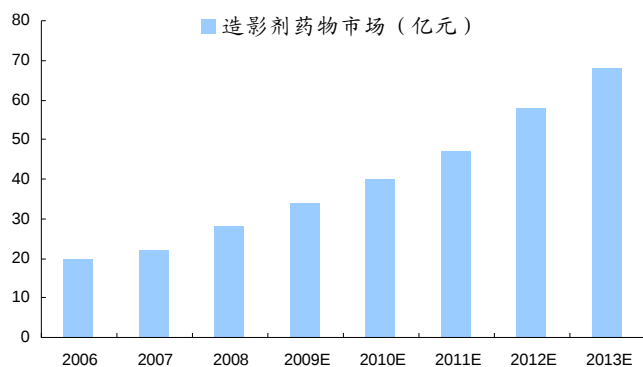
针对日益复杂的研究需求，公司对旗下研究体系、战略方向和进度开展调整。将原有的研究所一分为二：一个研究所从事创新药物研发，另一个研究所从事仿制药开发，2010 年 8 月份又成立了生物研究所，专门从事发酵、蛋白药物的开发。推行项目首席科学家制度，通过薪酬体系改革和股权激励计划，充分调动研究人员的积极性和创造性。

仿制药业务：替吉奥是当前重点

替吉奥充实产品梯队，未来推广重点。替吉奥是由替加氟、吉美嘧啶、奥替拉西钾组成的复方制剂，适应症为晚期胃癌，1999 年在日本首次上市，疗效更好，副作用更低，被认为是替加氟及优福定的升级换代产品，未来有望成为晚期胃癌一线用药。因为原研药厂商实力较弱，市场开发不好，目前国内市场不到 2 亿元。去年下半年产品进入国家医保目录乙类。2009 年 5 月，山东新时代的国产产品首次在国内上市。公司产品去年 12 月开始上市，价格略低。替吉奥的上市将充实公司的产品梯队，提高抗肿瘤药整体竞争力。替吉奥在日本适应症已经扩张到头颈部癌症、直肠癌和非小细胞肺癌，公司也计划同时推进。

造影剂：2010 年初公司取得碘克沙醇产品批文，产品为 X 线造影剂，主要用于心血管支架手术。国内造影剂用量大，对产品质量要求极高，当前主要由先灵、GE 等国际巨头主导。2009 年市场容量达 34 亿元，并随着心血管支架手术量快速增长。依靠碘克沙醇加上 07 年即取得的碘氟醇产品批文，今年公司计划同时拓展造影剂制剂和原料药市场。

图表 6: 2009 年国内对比剂市场销售额



资料来源：南方医药研究所，中金研究部

电解质平衡液产品：公司在 2010 年初取得钠钾葡萄糖注射液、小儿电解质补给注射液等产品批文，主要用于术后恢复，市场容量大，当前主要以日本大冢等外资企业为主。公司首次进入电解质输液市场，去年下半年加大推广力度，效果明显，销售逐月上升，是公司今年推广重点。

伊立替康注射液通过美国 FDA 首次检查，这是中国肿瘤注射液首次接受 FDA 检查，2010 年公司向美国 FDA 另外提交了 2 个制剂的 ANDA，4 个原料药的 DMF。主要包括多西他赛、来曲唑、奥沙利铂等公司优势品种。

公司战略和未来发展：

针对公司产品种类日益增加，创新药和仿制药陆续推出，公司未来销售体系也会转型，按产品线 and 科室进行区分，不断进行调整。

公司治理和盈利：

豪森制药去年收入达 30 亿元，与公司合并是大趋势，主要的知识产权的官司去年已基本结束了，现在主要问题是豪森制药的其他几个股东的问题如何解决，短期合并时点不确定。

估值与建议：

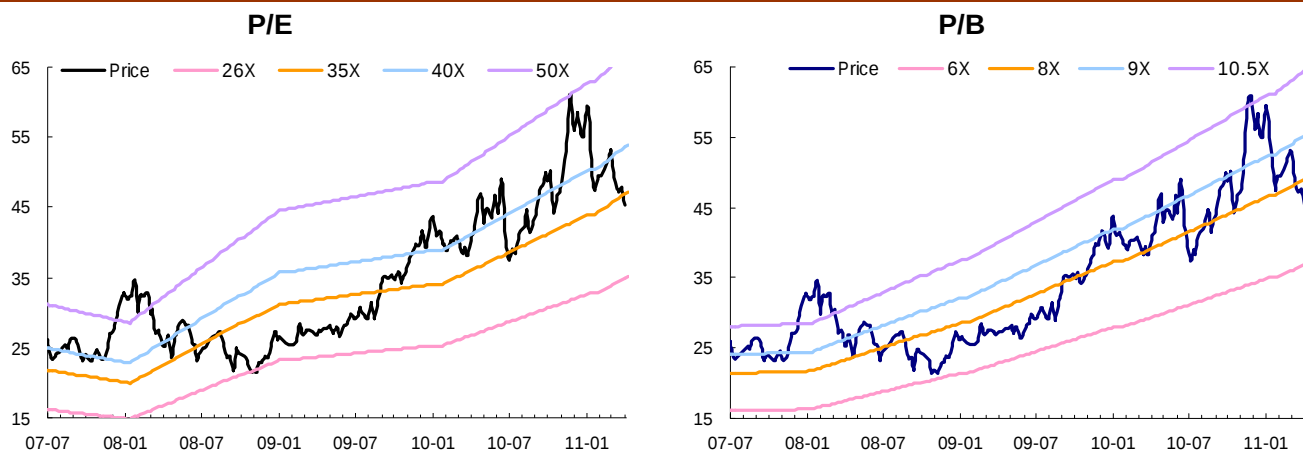
创新药中预计艾瑞昔布和阿帕替尼分别在今年和明年可以贡献业绩，仿制药中替吉奥和造影剂今年有望成为新的增长点，我们维持当前 2011/2012 年 EPS 预期，分别是 1.26、1.67 元，对应当前股价 PE 分别为 36x、27x。今年以来，因年报业绩低于市场预期，公司股价调整幅度较大，当前估值未体现公司创新药溢价，具备长期投资价值，维持公司“推荐”评级。

图表 7: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					成长性指标				
主营业务收入	3,029	3,744	4,656	5,838	主营业务收入增长 ²	27%	24%	24%	25%
主营业务成本	-524	-606	-766	-963	毛利率	81%	82%	82%	82%
主营业务利润	2,460	3,082	3,821	4,788	三项费用	59%	59%	58%	57%
营业费用	-1,346	-1,605	-1,972	-2,444	营业利润率	23%	23%	24%	25%
财务费用	8	11	9	13	税前利润率	26%	23%	24%	25%
营业利润	687	867	1,109	1,449	息税前利润率	23%	23%	24%	25%
税前利润	781	860	1,116	1,456	净利润率	22%	19%	20%	21%
净利润	666	724	937	1,245	收益率指标				
现金流量表					ROA	22%	19%	19%	20%
经营活动现金流	439	386	703	956	ROE	26%	21%	22%	23%
投资活动现金流	-75	-138	-256	-256	运营效率性指标				
资本支出	-141	-287	-256	-256	应收及其他帐款回 ¹	109	121	121	121
自由现金流	298	99	447	701	存货周转期(天)	122	105	121	122
融资活动现金流	-42	40	-96	-128	负债指标				
货币资金增加额	322	288	351	573	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债表					资产负债率	11%	11%	10%	10%
货币资金	707	995	1,346	1,919	流动比率	6.6	7.5	8.0	8.7
应收款项	915	1,255	1,561	1,958	速动比例	6.1	7.0	7.5	8.1
存货	177	176	257	326	估值指标				
固定资产	559	761	827	855	EPS (元)	0.89	0.97	1.26	1.67
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	0.59	0.52	0.94	1.28
应付款项	264	316	399	502	P/E	50.8	46.7	36.1	27.2
股东权益	2,609	3,389	4,225	5,341	P/B	12.7	9.7	7.8	6.2
总资产	2,999	3,896	4,849	6,099	EV/EBITDA	49	34	26	20
					现金分红收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 9: 可比公司估值 (2011-3-29)

公司名称	代码	收盘价 11-3-29	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
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		2009A	2010E	
海正药业	600267	34.10	17,896	0.52	0.75	0.99	1.33	66x	45x	34x	26x	8x	7	0.4%	14%	14%	6.2x
华海药业	600521	16.21	7,276	0.37	0.22	0.57	0.78	44x	74x	28x	21x	39x	26	0.6%	14%	5%	3.9x
海翔药业	002099	22.71	3,645	0.19	0.58	0.88	1.20	120x	39x	26x	19x	23x	18	0.4%	5%	15%	5.9x
华邦制药	002004	41.40	5,465	0.97	0.82	0.98	1.19	43x	50x	42x	35x			0.0%	16%	13%	5.9x
天药股份	600488	9.53	5,174	0.12	0.15	0.22	0.29	79x	62x	43x	33x	30x	23	0.3%	4%	5%	3.3x
浙江医药	600216	36.27	16,324	2.70	2.95	3.11	3.56	13x	12x	12x	10x	10x	10	2.2%	52%	36%	4.7x
新和成	002001	31.06	22,548	1.40	1.65	1.95	2.27	22x	19x	16x	14x			3.2%	44%	25%	5.2x
海普瑞	002399	129.60	51,853	2.02	3.39	4.49	6.14	64x	38x	29x	21x	31x	28	0.0%	118%	26%	6.7x
华北制药	600812	13.91	14,308	-0.37	0.35	0.63	0.98		39x	22x	14x	22x	15	0.0%	-34%	32%	14.4x
新华制药	000756	7.84	2,409	0.22	0.25	0.30	0.35	35x	32x	27x	22x			0.6%	7%	0%	2.2x
大宗原料药——中值			5,319					79x	48x	35x	26x	31x	23	0.2%	15%	10%	5.8x
品牌中药——中值			8,348					64x	41x	30x	23x	29x	19	0.6%	16%	12%	7.6x
现代中药——中值			5,101					57x	41x	31x	24x	30x	21	0.6%	16%	12%	5.5x
恒瑞医药	600276	45.43	34,047	0.89	0.97	1.26	1.67	51x	47x	36x	27x	10x	8	0.0%	29%	22%	10.3x
科伦药业	002422	132.79	31,870	1.78	2.76	4.29	5.54	74x	48x	31x	24x	33x	25	0.0%	27%	6%	4.7x
华东医药	000963	26.91	11,681	0.87	0.76	1.02	1.28	31x	35x	26x	21x	20x	16	1.2%	33%	26%	8.6x
康芝药业	300086	56.21	5,621	0.98	1.46	2.04	3.54	58x	39x	28x	16x	46x	33	0.0%	33%	26%	20.0x
仙琚制药	002332	16.76	5,722	0.26	0.40	0.55	0.70	64x	41x	30x	24x	27x	22	1.8%	12%	11%	5.4x
普华药业	002437	31.78	8,898	0.47	1.18	1.76	2.40	68x	27x	18x	13x	40x	29	0.0%	54%	11%	2.0x
信立泰	002294	63.13	14,331	0.95	1.54	2.08	2.71	66x	41x	30x	23x	35x	28	1.6%	23%	19%	8.1x
化学制剂药——中值			5,722					58x	42x	31x	24x	32x	23	0.0%	23%	15%	5.4x
生物制药——中值			8,014					57x	43x	32x	26x	28x	22	0.2%	19%	19%	9.7x
医疗服务——中值			6,103					116x	66x	48x	34x	43x	31	0.5%	12%	10%	9.6x
医疗器械——中值			3,877					83x	57x	40x	29x	43x	31	0.3%	15%	11%	4.8x
丽珠集团	000513	36.97	9,182	1.63	1.42	1.75	2.00	23x	26x	21x	18x	13x	11	0.0%	25%	16%	4.2x
哈药股份	600664	19.38	24,070	0.78	0.91	1.05	1.22	25x	21x	19x	16x	17x	15	2.5%	16%	17%	3.9x
复星医药	600196	12.08	23,005	1.31	0.58	0.64	0.83	9x	21x	19x	14x	18x		0.8%	48%	13%	2.9x
双鹤药业	600062	25.11	14,355	0.84	1.00	1.17	1.43	30x	25x	21x	18x	17x	16	0.9%	14%	14%	3.8x
三九医药	000999	21.28	20,831	0.72	0.87	1.05	1.29	29x	24x	20x	16x	18x	15	1.4%	21%	20%	5.2x
双鹤药业	600062	25.11	14,355	0.84	1.00	1.17	1.43	30x	25x	21x	18x	17x	16	0.9%	14%	14%	3.8x
综合性制药企业——中值			12,141					29x	24x	21x	18x	18x	16	0.5%	16%	15%	4.1x
医药商业——中值			5,286					69x	56x	40x	33x	34x	14	0.0%	11%	6%	5.9x
全行业——中值			6,440					63x	42x	32x	25x	29x	22	0.3%	16%	13%	5.5x

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