



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5月9日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

推荐

格力电器 (000651.SZ)

内需持续超预期, 长期增长空间依然巨大

主要财务信息

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	42,637	60,807	77,776	92,789	109,740
(+/-%)	1%	43%	28%	19%	18%
营业利润	2,975	2,747	4,798	7,408	9,375
(+/-%)	27%	-8%	75%	54%	27%
净利润	2,913	4,276	5,376	6,497	7,918
(+/-%)	48%	47%	26%	21%	22%
每股收益 (元)	0.98	1.43	1.80	2.18	2.66
每股净资产 (元)	3.6	4.7	7.0	8.6	10.4
每股经营现金流 (元)	2.9	0.5	4.0	2.6	3.2
市盈率	22.3	15.2	12.1	10.0	8.2
市净率	6.1	4.6	3.1	2.5	2.1
股价/经营现金流	7.6	44.0	5.5	8.5	6.9
EV/EBITA	5.7	9.8	6.8	5.2	3.7
净资产收益率	29.2%	32.1%	26.5%	26.3%	26.2%
投入资本回报率	27.3%	26.8%	23.4%	23.6%	24.0%
股息收益率	2.3%	1.4%	2.6%	3.2%	3.9%

股票信息

股票代码	A股
000651 CH Equity	
当前股价 (人民币)	21.81
日成交量 (百万股)	15.41
52周最高价/最低价 (人民币)	24.4/11.747
总市值 (百万人民币)	61,458.18
发行股数 (百万股)	2,818
其中: 流通股 (百万股)	2,156
主要股东 (持股比例)	格力集团公司(19.45%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
格力电器	2.0	-3.2	28.0	20.3
深证A指	1.0	-5.3	-0.2	-7.4
家电行业指数	1.3	-4.5	14.2	8.4

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

公司调研更新:

上周我们参加了公司 2011 年股东大会, 公司高层就公司近况、未来发展和展望与投资者作了详尽沟通:

1、4 月至五一内需持续超预期, 2011 年面临的最大问题是产能不足。生产线自年初以来一直处于三班倒运转, 仍然不能满足市场需求, 目前渠道货源普遍紧张。郑州和武汉生产基地年内试产。

2、未来增长空间依然很大, 格力能够实现每年 20-30% 收入的可持续性增长。城镇化发展、保障性住房建设、农村市场需求启动都对空调需求有了极大拉动。另外未来三年商用空调增速能够达到 50-100%。

3、技术领先, 掌握变频核心技术和零配件供应。格力目前掌握高效定频和变频压缩机技术, 去年掌握高压电容生产。2011 年变频占比预计能够达到 40-50%, 2012 年达到 80%。

4、公开增发时间表晚于市场预期, 但没有变更,主要由于控股财务公司, 证监会对“制造+财务公司”的案例需经慎重讨论后才可上会。

盈利预测:

我们不改对公司的盈利预测, 根据我们预测公司 2013 年营业收入可达 1000 亿, 预计 2011-13 年公司每股收益为 1.80、2.18 元和 2.66 元。

我们预计 2Q 收入维持 1Q 高速增长, 在补贴正常入账、毛利率略有回升的情况下, 利润仍有望保持 40% 以上增速。

投资建议:

目前股价对应 2011-12 年市盈率为 12 和 10 倍, 公司未来几年业绩能够保持稳健增长, 且仍有继续超预期可能, 是我们投资组合的重点选股, 维持“推荐”评级。公司 2 季度末有望启动增发。

风险:

消费信心下降导致耐用消费品消费放缓; 凉夏。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

总述:

朱总:

格力作为一个国有企业,在竞争性行业能胜出很不容易。不能违规,有很多限制。但格力过去几年仍然给股东交出了满意业绩。

产能不足:

2011 年是格力最艰难的一年,不是需求问题,是产能不足。现在加班加点生产,五一只休息了一天,也不能满足市场需求。最近去渠道走访,货源普遍紧张。

1Q 利润增长低于收入增长:

1Q 利润增长 47% 低于收入增长 69%, 主要原因: 原材料价格一天一价, 压缩机每个月涨价, 电子元器件也是 (特别是日本地震后)

掌握核心技术, 从无到有, 从有到超越:**电容:**

变频空调模块、高压电容等都是日本生产的, 缺货; 幸好格力早有储备, 且自己能做高压电容 (去年下半年才研制出), 前 2-3 个月新进口的 20-30 条生产线投产, 现在大金也准备采购格力生产的高压电容。

压缩机:

压缩厂商产能过去几年没有增加, 去年格力合肥投 4 条生产线, 春节后试产, 精密制造一般需要 5 个月达产, 但格力昨天已经达产 (2 万台/天, 50-60 万台/月), 解燃眉之急。还有 3 条线在珠海龙山安装, 10 月投产。

格力从 2004 年收购凌达压缩机一条线 (100 万台) 到现在 2000 万台产能。攻克难题:

- 1) 高效变频压缩机, 能效比高于日式压缩机
- 2) 变频空调压缩机, 低频技术国际领先。格力第一代变频 40-60hz, 后来 10-80hz, 现在 1hx 运转只要 42kwh, 全球最低。
- 3) 双缸压缩机、涡旋压缩机、低温压缩机

利润率高于同行:

技术领先是原因之一。国有企业只能靠科技创新, 每年大量资源投入研发。竞争行业一直是供大于求, 指“一般产品”, 技术含量高的会供不应求, 例如在某卖场, 格力去年零售价格比主要竞争对手销售均价高 300 元, 今年五一高 800 元。变频占比 2010 年 10+%, 今年 40-50%, 明年 80%。

Q&A**成长空间和收入增长**

Q: 2 季度增长和今年目标?

A: 1Q 内销量增长 30%, 收入 50%; 出口增长快于内销。2Q 增长趋势仍然很好, 不会比 1Q 差到哪儿去。
(董: Q2 增速高于 Q1) 全年内销收入增长目标 30% 以上; 出口增速更快。

Q: 格力很优秀, 改善的空间? 长期增长空间?

A: 格力可以做 1000 亿, 长期 2000 亿, 但关键怎么做? 多品种 vs 单一品种。专业产品的技术和质量是根本。家庭制冷到社会制冷 (工业、汽车、特殊领域), 制冷原理是差不多的, 但应用等差异很大。例如, 我们开发的风柜, 去年年底中标中国铁路部所有高铁站风柜订单。

董: 格力增长的空间不会到天花板。未来每年保持 20-30% 的销售增长是没有问题的。

- 1) 需求: 城镇化发展; 以旧换新时代来临, 而且回头客会选择格力, 格力具有创新技术和质量优势。
- 2) 成本控制和管理制度提高效率。
- 3) 节能惠民补贴退出后, 格力市场份额优势和竞争力会更强。

Q: 空调市场空间到底有多大?

A: 说不清。例如郭书占 4 月 19-20 日销售 47 万台、10 多亿收入, 认为提前消费, 五一不行了。结果五一销售又破天荒的高。驱动因素: 城市化率接近 50%, 农村也要空调。保障性住房对需求的拉动会很强, 自住需求。两个刺激因素会拉动 2012 年 1000 万套的新需求。因此我们在郑州的基地会尽快投产, 10 月试产, 武汉年底试产。

Q: 中央空调市场增速似乎不大? 格力的增长来自于市场份额, 是否有天花板?

A: 每年 60-80% 甚至翻番的增长。中国中央空调增长慢, 主要是企业起步晚 (90 年代中后期), 竞争对手很强大。

Q: 专业制冷讲了很多年了，年报上没有体现？

A: 目前开始试销了，但具体什么品类不能说。先做好了再说。

发展战略

Q: 收购冰箱企业，是否有意于进入冰箱行业？

A: 坚持走专业化道路，制冷领域还大有可为：

- 1) 技术方面。例如 1hz 变频空调
- 2) 市场。家用到商用的拓展。还有更广泛的应用领域。未来三年商用空调增速 50-100%
冰箱是为了丰富渠道，技术和质量严格监控，才能进入格力渠道

Q: 管理制度和接班人，2012 年 5 月董事会换届？

A: 成也萧何，败也萧何。我们是高级打工，考虑接班人是越权的，应该市里安排任命，目前董事会里没国资委背景的人。但是为了企业成为百年老店，我们要考虑。格力 7 万人，要内部选拔，有长期锻炼和经验的。现在在做这个工作，但还不明确是谁。希望我们离开前能顺利接班。

Q: 中央空调市场格局，国内品牌和外资品牌报价差异？

A: 低价战是没有用的，坚持诚信。离心技术只有美国四大家有，一拖多是日本的，格力现在在离心机上可以省电 30%。

Q: 怎么看出出口主要为 OEM？

A: 大金提供的售后数据显示，格力做的比大金做的故障率更低。给知名品牌做 OEM 的好处是学习管理思维、效率作风、技术交流（例如和大金合作学习到如何检验漏氟）。出口利润肯定不是很高，除非自主品牌。但不能不做。

Q: 怎么和第二名拉开距离？如何建立更高的竞争壁

垒来杜绝新进入者？

A: 现在竞争环境是非常恶劣，包括广告招标、爆炸新闻（99 年至今 6 次爆炸，都和格力无关，没有受害者找过格力）。但我们坚信一点，用真诚的心对待客户，一定能胜利。05 年实施 6 年免费修理，今年变频 1 年包换。忽悠消费者是没有用的。关键不是看公司短期爆发性，而是看长期可持续性。不要被表面的数字迷惑。格力一定做到股东利益最大化。

Q: 和苏宁的合作？安徽苏宁没有格力的空调？

A: 去年和竞争对手销售差异 450-500 万台差距，今年差距会更大。安徽苏宁没有执行格力价格，当地经销商撤出。我们和国美合作得很好，短期的不合作不会影响公司发展。2Q 增长会比 1Q 更好，是否和大卖场合作没有关系。

Q: 电子商务等新兴渠道，对制造商的影响？

A: 不会影响专卖店建设，不冲击实体店价格。空调和小家电不同。网络有诚信问题，现在格力已有专人开发这个渠道。

其他

Q: 原材料成本上涨

A: 可以清理门户。小品牌不能再低价销售。

Q: 增发什么时候拿到批文？

A: 本来应该上会了，现在还没有上会的原因，不是格力的问题，去年格力前年收购控股了财务公司 89%，证监会第一次碰到制造+财务公司。证监会讨论了很久，比较慎重。要确保没有问题了才能上会。

Q: 年报人数从 2 万人增长到 6 万人？

A: 2009 年 2 万多是母公司，实际 4 万多。产能增长，增加了很多配套企业（压缩机、电机、电容）

图表 1: 历史及预测财务数据

(人民币百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	42,637	60,807	77,776	92,789	109,740
营业收入	42,458	60,432	77,467	92,398	109,272
(+/-%)	1.0%	42.6%	27.9%	19.3%	18.3%
利息和手续费收入	180	376	309	391	468
营业总成本	-39,672	-58,192	-72,978	-85,381	-100,365
营业成本	-31,956	-47,409	-60,887	-72,001	-84,891
销售费用	-5,798	-8,410	-9,232	-10,179	-11,929
管理费用	-1,567	-1,978	-2,381	-2,655	-2,921
财务费用	97	309	289	364	447
其他经营收益	9	131	0	0	0
营业利润	2,975	2,747	4,798	7,408	9,375
少数股东损益	-18	-27	-35	-42	-51
净利润	2,913	4,276	5,376	6,497	7,918
(+/-%)	48%	47%	26%	21%	22%
现金流量表					
经营活动现金流	9,450	616	8,982	6,465	8,373
剔除财务公司影响	8,532	1,478	11,909	7,638	9,463
投资活动现金流	-3,093	-1,887	-2,018	-1,718	-518
融资活动现金流	-81	-1,415	1,204	-1,342	-1,615
货币资金增加额	6,276	-2,686	8,168	3,404	6,240
资产负债表					
总资产	51,530	65,604	79,317	92,302	107,827
流动资产	42,611	54,533	63,809	74,508	89,093
货币资金	22,905	15,166	23,334	26,738	32,978
应收款项	11,909	23,567	21,664	25,833	30,551
存货	5,824	11,559	14,531	17,183	20,259
非流动资产	8,919	11,072	15,508	17,793	18,735
发放贷款及垫款	1,666	1,562	4,533	5,754	6,898
长期股权投资	7	22	22	22	22
固定资产	4,821	5,629	7,111	8,194	8,013
总负债	40,878	51,593	58,306	66,772	76,791
流动负债	40,839	49,675	56,364	64,806	74,801
短期借款	962	1,900	400	400	400
应付款项	20,950	23,730	28,691	33,928	40,002
预收帐款	8,872	12,006	13,796	16,201	19,160
长期负债	9	1,864	1,864	1,864	1,864
股东权益	10,653	14,012	21,011	25,530	31,036
实收股本	1,879	2,818	2,981	2,981	2,981
少数股东权益	683	709	744	785	836
财务指标					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	67	89	87	87	87
应收款项周转天数	125	123	118	118	118
应付款项周转天数	254	237	230	229	229
营业周期	-63	-25	-25	-24	-24
毛利率	24.7%	21.5%	21.4%	22.1%	22.3%
营业利润率	7.0%	4.5%	6.2%	8.0%	8.6%
净利润率	6.9%	7.1%	7.0%	7.0%	7.3%
总资产报酬率	5.7%	6.5%	6.8%	7.0%	7.3%
净资产收益率	29.2%	32.1%	26.5%	26.3%	26.2%
投入资本回报率	27.3%	26.8%	23.4%	23.6%	24.0%
资产负债率	79.3%	78.6%	73.5%	72.3%	71.2%
全面摊薄每股收益	0.98	1.43	1.80	2.18	2.66
全面摊薄每股净资产	3.57	4.70	7.05	8.56	10.41
摊薄每股经营现金流	2.86	0.50	4.00	2.56	3.17
市盈率	22.3	15.2	12.1	10.0	8.2
市净率	6.1	4.6	3.1	2.5	2.1
股价/经营现金	7.6	44.0	5.5	8.5	6.9

资料来源：公司资料，中金公司研究部

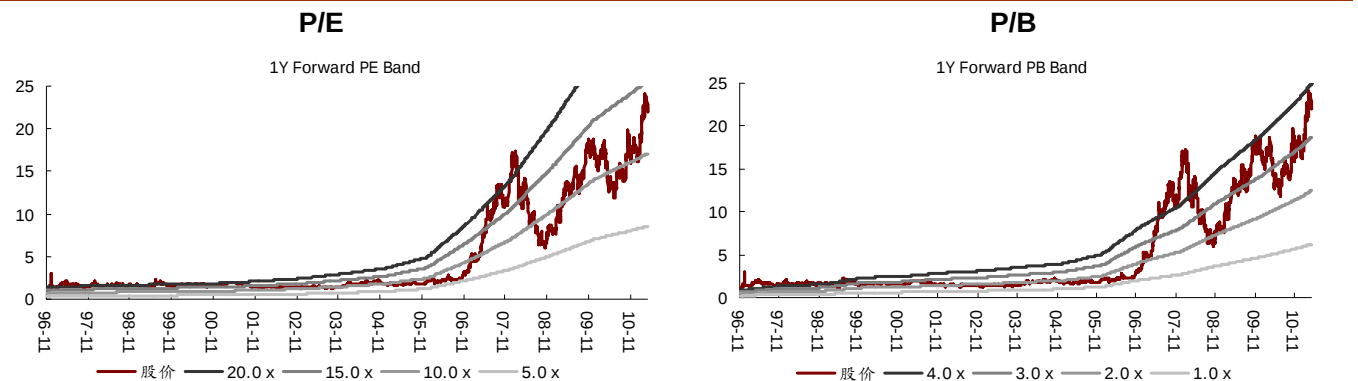
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 2：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG	
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR		
家电																			
A股 白电	000527.CH	美的电器	18.91	9,856	3,127	65%	4,125	32%	5,355	30%	0.92	1.22	1.58	20.5	15.5	12.0	30.9%	0.66	
	000651.CH	格力电器	21.81	9,465	4,276	47%	5,376	26%	6,497	21%	1.43	1.80	2.18	15.2	12.1	10.0	23.3%	0.65	
	600690.CH	青岛海尔	28.03	5,784	2,035	47%	2,725	34%	3,513	29%	1.52	2.03	2.62	18.5	13.8	10.7	31.4%	0.59	
	600983.CH	合肥三洋	12.36	1,014	302	46%	387	28%	533	38%	0.57	0.73	1.00	21.8	17.0	12.4	32.8%	0.66	
	000418.CH	小天鹅A	17.80	1,585	507	128%	644	27%	848	32%	0.80	1.02	1.34	22.2	17.5	13.3	29.3%	0.76	
	000521.CH	美菱电器	10.72	781	326	8%	447	37%	581	30%	0.67	0.88	1.04	16.0	12.2	10.3	33.5%	0.48	
	000521.CH	美菱电器 (经常性)	10.72	781	217	-26%	390	80%	609	56%	0.35	0.69	0.94	30.6	15.5	11.4	67.7%	0.45	
	000921.CH	ST科龙 (经常性)	7.53	1,287	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	21.5	17.1	12.6	30.9%	0.70	
	000921.CH	ST科龙	7.53	1,287	585	290%	665	14%	780	17%	0.43	0.49	0.58	17.4	15.3	13.1	15.5%	1.13	
	A股平均														17.5	13.5	10.6		
黑电	000100.CH	TCL集团	6.23	4,066	433	-8%	787	82%	552	-30%	0.10	0.19	0.13	61.0	33.6	47.8	13.0%	4.70	
	600839.CH	四川长虹	4.35	1,908	292	152%	371	27%	437	18%	0.10	0.13	0.15	42.4	33.4	28.3	22.3%	1.90	
	000016.CH	深康佳	4.79	730	84	-44%	-38	-145%	65	-272%	0.07	-0.03	0.05	68.7	n.a.	88.6	-11.9%	-5.75	
	600060.CH	海信电器	14.38	1,919	835	68%	1,010	21%	1,156	14%	0.96	1.17	1.33	14.9	12.3	10.8	17.7%	0.84	
	A股平均														34.1	26.3	25.3		
小家电	002242.CH	九阳股份	14.18	1,662	591	-3%	687	16%	822	20%	0.78	0.90	1.08	18.3	15.7	13.1	18.0%	1.02	
	002403.CH	爱仕达	15.10	558	62	-26%	86	38%	123	44%	0.26	0.36	0.51	58.2	42.3	29.4	40.6%	1.43	
	002032.CH	苏泊尔	23.14	2,057	404	30%	525	30%	688	31%	0.70	0.91	1.19	33.1	25.5	19.4	30.5%	1.08	
	002035.CH	华帝股份	11.70	402	121	126%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	21.5	16.4	12.6	30.8%	0.70	
	002035.CH	华帝股份 (经常性)	11.70	402	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	26.6	16.4	12.6	45.5%	0.59	
	002508.CH	老板电器	30.50	752	134	64%	152	13%	188	23%	0.84	0.95	1.17	36.3	32.0	26.0	18.3%	1.99	
	002543.CH	万和电气	25.27	778	186	48%	231	24%	295	28%	0.93	1.15	1.48	27.2	21.9	17.1	26.0%	1.05	
	A股平均														26.8	22.2	17.4		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	9.22	2,676	964	115%	1,442	50%	1,824	27%	0.52	0.74	0.94	17.7	12.4	9.8	37.5%	0.47	
	0921.HK	海信科龙	4.22	1,287	681	299%	811	19%	951	17%	0.50	0.60	0.70	8.4	7.0	6.0	18.2%	0.46	
	0921.HK	海信科龙 (经常性)	4.22	1,287	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	10.6	8.4	6.2	30.4%	0.35	
	0449.HK	志高控股	0.77	833	310	-2%	511	65%	598	17%	0.04	0.07	0.09	17.2	10.5	8.9	38.9%	0.44	
	H股平均														13.5	9.6	7.7		
黑电	0751.HK	创维	5.02	1,676	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	13.9	11.3	10.3	16.1%	0.87	
	1070.HK	TCL多媒体	3.17	443	-983	-348%	331	134%	516	56%	-0.91	0.30	0.47	n.a.	10.4	6.7	n.a.	n.a.	
	2618.HK	TCL通讯	7.15	1,015	702	2950%	788	12%	948	20%	0.63	0.71	0.85	11.4	10.1	8.4	16.2%	0.70	
H股平均														12.6	10.6	8.5			
美国	WHR.US	Whirlpool	83.89	6,394	619	89%	826	33%	713	-14%	8.12	10.84	9.35	10.3	7.7	9.0	7.3%	1.41	
	UTX.US	United Technology	88.53	81,553	4,373	14%	4,909	12%	5,537	13%	4.75	5.33	6.01	18.6	16.6	14.7	12.5%	1.49	
	GE.US	GE	19.90	211,308	11,644	6%	14,317	23%	17,330	21%	1.10	1.35	1.63	18.1	14.8	12.2	22.0%	0.83	
国际平均														15.7	13.0	12.0			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	159.00	7,972	3,997	53%	4,048	1%	4,891	21%	13.31	13.48	16.28	11.9	11.8	9.8	10.6%	1.12	
	ARCLK.TI	Arcelik	8.06	3,540	517	7%	554	7%	617	11%	0.77	0.82	0.91	10.5	9.8	8.8	9.2%	1.14	
	DLG.IM	De'Longhi	8.50	1,843	75	132%	98	31%	112	14%	0.50	0.66	0.75	17.0	13.0	11.4	22.0%	0.77	
	SK.FP	SEB	74.05	5,367	220	51%	268	21%	291	9%	4.41	5.36	5.82	16.8	13.8	12.7	14.9%	1.13	
	PHIA.NA	Philips	20.48	29,983	1,446	253%	1,523	5%	1,821	20%	1.43	1.51	1.80	14.3	13.6	11.3	12.2%	1.17	
国际平均														14.1	12.4	10.8			
日本	6502.JP	Toshiba	441	23,179	109,220	653%	143,198	31%	166,762	16%	25.77	33.79	39.35	17.1	13.1	11.2	23.6%	0.73	
	6367.JP	Daikin Industries	2610	9,489	24,530	27%	48,894	99%	65,000	33%	83.69	166.81	221.76	31.2	15.6	11.8	62.8%	0.50	
	6752.JP	Panasonic	1005	30,577	68,638	7%	161,027	135%	181,831	13%	27.98	65.64	74.12	35.9	15.3	13.6	62.8%	0.57	
	6758.JP	Sony	2262	28,186	79,127	294%	135,001	71%	191,800	42%	78.76	134.38	190.91	28.7	16.8	11.8	55.7%	0.52	
	6753.JP	Sharp	737	10,153	15,302	21%	36,716	140%	50,600	38%	13.78	33.06	45.56	53.5	22.3	16.2	81.8%	0.65	
国际平均														33.3	16.6	12.9			
韩国	066570.KS	LG Electronics	106500	1,428,659	-635,874	-155%	1,059,538	-267%	2,087,114	97%	-4,396	7,325	14,429	-24.2	14.5	7.4	n.a.	n.a.	
	005930.KS	Samsung Electronics	899000	12,280,826	13,236,460	37%	14,293,757	8%	18,018,115	26%	89,861	97,039	122,323	10.0	9.3	7.3	16.7%	0.60	
国际平均														-7.1	11.9	7.4			

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B 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/或机构投资者提供。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

