



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8月22日

医疗保健

研究部

孙亮¹

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

审慎推荐

云南白药 (000538.SZ)

业绩符合预期, 日化前景看好

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	7,172	10,075	11,729	13,953
(+/-)	25%	40%	16%	19%
主营业务利润	2,140	2,992	3,667	4,538
(+/-)	23%	40%	23%	24%
净利润	604	926	1,210	1,526
(+/-)	30%	53%	31%	26%
EPS (元)	0.87	1.33	1.74	2.20
P/E	72.9	47.5	36.4	28.9
ROE	16.9%	21.0%	22.2%	22.6%

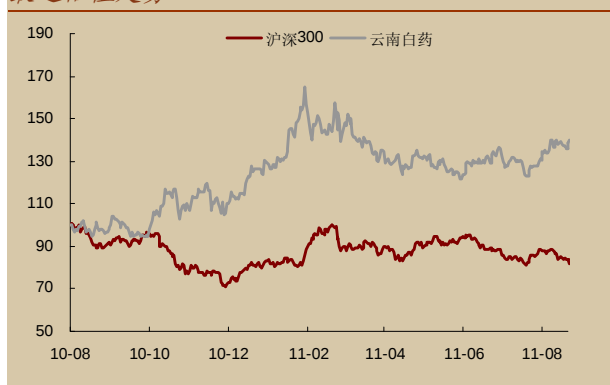
股票信息

2011-8-21	A股
当前股价	人民币 63.43
股票代码	538
日成交量 (万股)	93.00
52周最高价/最低价	74.56/53.91
总市值 (百万元)	44,038
发行股数 (百万股)	694
主要股东/持股比例	云南白药控股有限公司/41.52

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[云南白药]	-2.61	2.17	5.01	5.20
[沪深300指数]	-2.35	-8.22	-10.06	-10.25
[沪深300医药指数]	-2.91	-5.09	-4.10	-15.59

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

云南白药公告 2011 年半年度业绩情况。公司实现销售收入 50.74 亿元, 同比增长 12.7%; 实现净利润 5.64 亿元, 同比增长 30.8%; 符合我们预期。

评论:

工业增长迅速、商业有所放缓。2011 年上半年工业增长 20~30%; 商业增长下滑至个位数。白药牙膏继续维持高速增长, 上半年增速位于 30~40% 区间。我们预计公司全年收入仍维持 20% 左右的增速水平。

新厂搬迁顺利进行。公司前期已开始新厂搬迁工作。如果药监局新生产线认证工作不存在拖延情况, 搬迁工作对公司业绩不构成显著影响。同时公司销售收入的高速增长和费用的降低将有效抵消折旧带来的短期压力。

稳步推进日化产业发展。在预计白药牙膏 2011 年销售达 15 亿的基础上, 公司继续谋求洗发水“养元青”和药妆产品的新跨越, 为实现“百亿销售”之后的持续高增长奠定基础。今年是洗发水全国推广的第一年, 未来销售增长值得重点关注。

估值与建议:

公司坚持“新白药 大健康”的产业战略和“稳中央 突两翼”的产品战略。通过并购纳入新的传统药产品, 并介入上游药材生产, 控制原料和提高盈利能力; 有望借助基本药物目录机遇, 扩大核心产品和普药系列产品销售。在日化领域, 加大营销力度, 继续推动牙膏和透皮剂发展, 并推出药妆、洗发水和沐浴液等新产品, 做大日化事业。我们维持 2011 年和 2012 年 EPS 预期至 1.74 元和 2.20 元; 目前股价对应 PE 为 36 倍和 29 倍。公司管理能力优秀、执行力强, 维持“审慎推荐”评级。

¹ 报告贡献人: 强静 (qiangj@cicc.com.cn)

图表 1 业绩季度拆解分析

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010H	1-3Q2010	2010A	1Q2011	2Q2011	2011H	CICC Comments
(百万元)											
主营业务收入	2133.2	2368.9	2158.4	3414.9	4502.2	6660.6	10075.4	2457.3	2616.5	5073.8	上半年收入同比累计增长12.7%，其中二季度环比增加6.5%
同比增长率	40.1%	16.7%	22.8%	83.5%	26.7%	25.4%	40.5%	15.2%	10.5%	12.7%	
环比增长率	14.6%	11.0%	-8.9%	58.2%				-28.0%	6.5%		
主营业务成本	1546.3	1608.8	1508.0	2341.7	3155.1	4663.1	7004.8	1815.5	1641.0	3456.6	
成本率	72.5%	67.9%	69.9%	68.6%	70.1%	70.0%	69.5%	73.9%	62.7%	68.1%	
主营业务税金及附加	9.3	12.3	8.7	48.1	21.6	30.2	78.4	7.6	11.5	19.2	
占销售收入的 %	0.4%	0.5%	0.4%	1.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.3%	0.4%	0.4%	
主营业务利润	577.7	747.8	641.8	1025.1	1325.5	1967.2	2992.3	634.2	963.9	1598.1	上半年毛利率累计同比上升2.1p，2季度环比上升11.0pp
毛利率	27.1%	31.6%	29.7%	30.0%	29.4%	29.5%	29.7%	25.8%	36.8%	31.5%	
同比增长率	65.9%	9.3%	33.2%	63.8%	28.4%	29.9%	39.8%	9.8%	28.9%	20.6%	
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业费用	330.6	378.0	357.6	636.3	708.6	1066.2	1702.5	322.7	486.9	809.6	上半年营业费率累计同比上升0.3pp，2季度营业费率环比上升5.5pp。
占销售收入的 %	15.5%	16.0%	16.6%	18.6%	15.7%	16.0%	16.9%	13.1%	18.6%	16.0%	
管理费用	50.5	53.8	46.9	101.5	104.3	151.2	252.7	60.6	77.8	138.4	管理费率同比提高0.4pp，2季度管理费率环比上升0.5pp。
占销售收入的 %	2.4%	2.3%	2.2%	3.0%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	3.0%	2.7%	
财务费用	(5.1)	(5.8)	0.8	(4.4)	(10.9)	(10.2)	(14.6)	(4.6)	(6.2)	(10.8)	
营业利润	201.7	321.8	236.5	291.6	523.5	760.0	1051.6	255.5	390.3	645.8	上半年营业利润同比上升23.4%，营业利润率同比提高1.1pp。
营业利润率	9.5%	13.6%	11.0%	8.5%	11.6%	11.4%	10.4%	10.4%	14.9%	12.7%	
同比增长率	50.8%	67.0%	37.0%	49.8%	60.4%	52.3%	51.6%	26.6%	21.3%	23.4%	
环比增长率	3.6%	59.5%	-26.5%	23.3%				-12.4%	52.8%		
投资收益	2.8	(0.3)	1.8	3.8	2.4	4.2	8.0	9.8	(0.1)	9.7	
资产减值损失	0.0	17.9	0.0	(1.4)	17.9	17.9	16.5	0.0	15.1	15.1	
营业外收入	0.5	0.5	1.6	4.2	1.0	2.6	6.9	1.0	3.1	4.1	
营业外支出	2.0	4.1	1.2	3.0	6.1	7.3	10.2	0.5	0.4	0.9	
税前利润	203.0	300.0	238.7	298.1	503.0	741.7	1039.8	265.8	393.0	658.8	
税前利润率	9.5%	12.7%	11.1%	8.7%	11.2%	11.1%	10.3%	10.8%	15.0%	13.0%	
同比增长率	49.3%	70.5%	38.1%	35.0%	61.2%	53.0%	47.3%	31.0%	31.0%	31.0%	
所得税	33.6	38.1	15.5	26.2	71.7	87.2	113.4	40.4	54.3	94.7	有效税率同比下降0.2pp。
有效税率	16.5%	12.7%	6.5%	8.8%	14.2%	11.8%	10.9%	15.2%	13.8%	14.4%	
少数股东权益	2.0	(2.0)	(0.1)	0.2	0.1	(0.1)	0.2	0.0	(0.9)	(0.9)	
净利润	167.4	263.9	223.2	271.7	431.3	654.5	926.2	225.4	338.7	564.1	上半年净利润同比上升30.8%，净利润率同比上升1.5pp。
净利润率	7.8%	11.1%	10.3%	8.0%	9.6%	9.8%	9.2%	9.2%	12.9%	11.1%	
同比增长率	47.6%	72.6%	54.7%	40.7%	62.0%	59.4%	53.4%	34.7%	28.3%	30.8%	
环比增长率	-13.3%	57.7%	-15.4%	21.7%				-17.0%	50.2%		
每股收益 (元)	0.24	0.38	0.32	0.39	0.62	0.94	1.33	0.32	0.49	0.81	

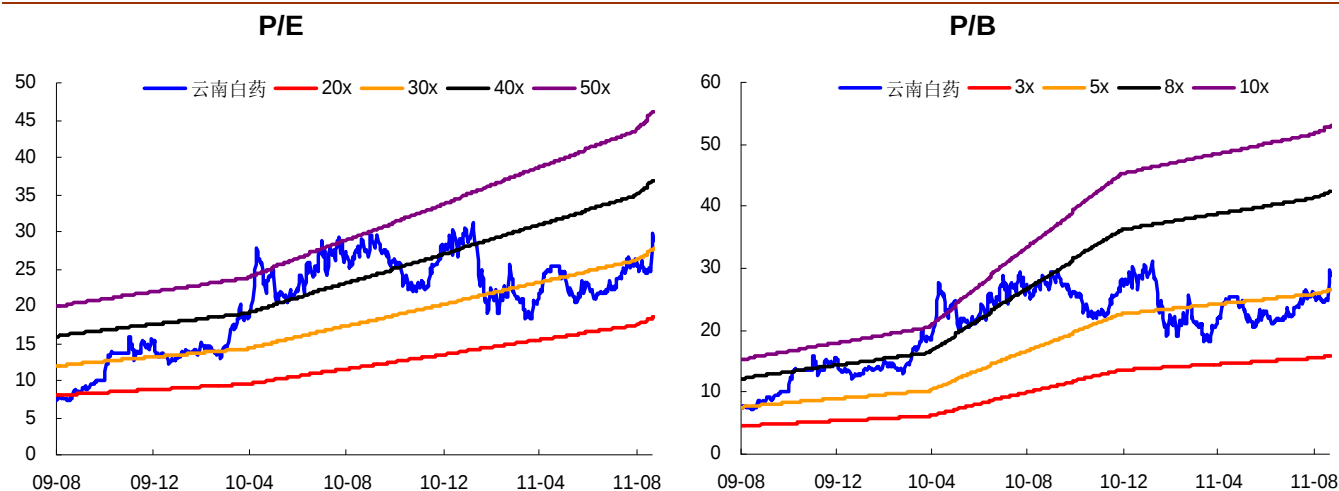
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2: 公司主要财务数据

	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
主营业务收入净额	7,172	10,075	11,729	13,953	净利润	604	926	1,210	1,526
(+/-%)	25.3%	40.5%	16.4%	19.0%	营运资本的增加	-99	-806	-381	-302
主营业务成本	-4,995	-7,005	-7,970	-9,307	经营活动现金流净额	461	432	850	1,255
主营业务税金及附加	-37	-78	-91	-109	投资活动现金流净额	-335	-611	-162	-167
主营业务利润	2,140	2,992	3,667	4,538	融资活动现金流净额	-178	-109	-63	-144
营业费用	-1,237	-1,703	-2,045	-2,517	货币资金增加额	-52	-289	625	944
管理费用	-239	-253	-293	-349	财务指标				
财务费用	30	15	24	28	毛利率	29.8%	29.7%	31.3%	32.5%
(+/-%)	1897%	-52%	68%	13%	息税前利润率	9.3%	10.3%	11.3%	12.0%
营业利润	688	1,035	1,346	1,689	净利润率	8.4%	9.2%	10.3%	10.9%
税前利润	706	1,040	1,350	1,694	净资产收益率	16.9%	21.0%	22.2%	22.6%
所得税	-96	-113	-141	-168	总资产收益率	11.0%	13.6%	14.4%	15.1%
有效税率	13.7%	10.9%	10.4%	9.9%	总资产负债率	39.6%	42.2%	40.3%	39.0%
少数股东权益	-5	-0	-0	-0	收入增速	25.3%	40.5%	16.4%	19.0%
净利润	604	926	1,210	1,526	营业利润增速	31.4%	50.5%	30.0%	25.5%
资产负债表 (百万元)					净利润增速	29.7%	53.4%	30.6%	26.1%
货币资金	2,284	1,995	2,620	3,564	流动比率	2.3	2.1	2.3	2.4
应收款项	765	1,244	1,404	1,670	速动比率	1.5	1.2	1.3	1.4
存货	1,649	2,729	3,275	3,825	应收帐款周转期	38.9	45.1	43.7	43.7
流动资产	5,009	6,367	7,740	9,559	存货周转期	120.5	142.2	150.0	150.0
固定资产	501	1,016	1,131	1,232	EPS	0.87	1.33	1.74	2.20
短期借款	10	10	20	33	P/E	72.9	47.5	36.4	28.9
流动负债	2,190	3,031	3,408	3,993	P/B	12.3	10.0	8.1	6.5
长期负债	185	188	272	316	EV/EBITDA	45.8	39.4	30.3	23.6
少数股东权益	49	1	1	1	现金分红收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%
股东权益	3,581	4,414	5,442	6,739					
总资产	6,005	7,633	9,123	11,050					

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

公司名称	代码	收盘价 2011-8-21	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率 2010A	净资产收益率		P/B		PEG 2011E	Growth 2010-2012E
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	2011E		LTM	2011E	LTM	2011E		
海正药业	600267	37.41	19,633	0.76	0.91	1.20	49x	41x	31x	29x	7x	0.4%	9.6%	15%	4.7x	6.0x	1.31	31%
华海药业	600521	15.87	8,548	0.31	0.50	0.75	52x	32x	21x	44x	31x	0.6%	12.2%	6.1%	6.3x	1.9x	0.29	108%
海翔药业	002099	23.60	3,788	0.61	0.88	1.20	39x	27x	20x	27x	20x	0.8%	15%	18%	5.6x	5.2x	0.53	50%
华邦制药	002004	46.50	6,138	1.10	0.98	1.19	42x	47x	39x	33x		0.0%	14%	14%	5.9x	5.4x	5.12	9%
浙江医药	600216	32.46	14,609	2.45	2.94	3.28	13x	11x	10x	10x	9x	2.2%	27%	27%	3.6x	3.0x	0.81	14%
新和成	002001	26.50	19,238	1.56	2.03	2.34	17x	13x	11x	13x	10x	1.9%	22%	25%	3.7x	3.2x	0.54	24%
海普瑞	002399	31.67	25,342	1.22	1.88	2.49	26x	17x	13x	18x	14x	6.3%	12%	11%	3.1x	1.4x	0.59	28%
化学原料药——中值			4,216				39x	32x	21x	29x	20	0.6%	7.9%	13%	4.7x	3.7	0.54	41%
品牌中药——中值			8,717				44x	30x	20x	39x	17	1.0%	11%	12%	5.2x	3.3	0.79	36%
天士力	600535	44.29	22,872	1.19	1.37	1.39	37x	32x	32x	33x	11	1.4%	17%	29%	6.4x	9.5	1.23	26%
康缘药业	600557	17.73	7,504	0.45	0.60	0.82	39x	30x	22x	32x	23	0.3%	15%	17%	5.8x	5.0	0.76	39%
武汉健民	600976	17.08	2,620	0.51	0.61	0.73	34x	28x	23x	27x	20	1.8%	9%	12%	3.0x	2.9	1.11	25%
昆明制药	600422	15.84	4,977	0.35	0.43	0.68	46x	37x	23x	32x	23	0.9%	13%	16%	5.9x	6.0	0.64	58%
上海凯宝	300039	25.90	6,813	0.59	0.69	0.93	44x	38x	28x	47x	31	1.5%	12%	13%	5.4x	4.5	0.92	41%
桂林三金	002275	14.70	8,676	0.46	0.50	0.60	32x	29x	24x	26x		1.5%	15%	15%	4.7x	4.3		
仁和药业	000650	15.89	10,015	0.38	0.50	0.64	42x	32x	25x	32x	23	0.3%	24%	26%	10.1x	5.4	0.89	36%
华神集团	000790	14.66	5,132	0.04	0.18	0.34		83x	43x	115x	42	0.2%	3%	13%	10.7x	8.1		
信邦制药	002390	14.96	2,597	0.22	0.33	0.51	68x	45x	29x	54x		2.0%	4%	24%	2.7x	4.5	0.85	53%
太安堂	002433	22.90	2,290	0.62	0.70	0.85	37x		27x	31x		2.2%	6%	7%	2.3x		-	23%
益盛药业	002566	36.54	4,031	0.86	1.02	1.30	43x	36x	28x	34x	24	0.0%	7%	8%	2.9x	2.5		
振东制药	300158	30.90	4,450	0.73	1.10	1.64	43x	28x	19x	32x		1.0%	6%	5%	2.5x		0.46	60%
佐力药业	300181	22.05	1,764	0.60	0.72	0.94	37x	31x	23x	30x	25	0.0%	7%	11%	2.8x	2.5	0.88	35%
吉林敖东	000623	27.99	19,258	1.61	1.54	1.89	17x	18x	15x	14x		0.1%	15%	13%	2.6x		7.51	2%
汉森制药	002412	22.36	3,309	0.43	0.59	0.72	53x		31x	46x		4.5%	7%	8%	3.6x	1.7	-	31%
紫光古汉	000590	13.09	2,658	0.37	0.41	0.54	35x	32x	24x	35x		0.0%	25%	24%	8.9x	7.7	0.62	52%
精华制药	002349	23.70	2,370	0.59	0.67	0.71	40x	35x	33x	41x	32	0.4%	11%	11%	4.2x	3.9	1.22	29%
千金药业	600479	13.88	4,231	0.24	0.40	0.52	58x	35x	27x	29x	22	1.8%	8%	12%	4.4x	4.2	0.98	35%
康恩贝	600572	11.69	8,225	0.38	0.26	0.47	31x	45x	25x	28x	25	0.9%	14%	14%	4.5x	2.3	1.33	34%
沃华医药	002107	12.81	2,101	-0.48	0.58	-						0.0%	-13%	0%	3.6x			
羚锐股份	600285	11.80	2,368	0.23	0.20	-	51x			34x		0.4%	7%	0%	3.4x			
益佰制药	600594	18.68	6,589	0.59	0.73	0.97	32x	25x	19x	25x	19	0.0%	23%	23%	7.3x	6.0	0.79	32%
亚宝药业	600351	6.67	4,222	0.14	0.26	0.33	48x	26x	20x	21x	16	0.7%	9%	13%	4.1x	3.8	1.32	19%
江中药业	600750	27.27	8,485	0.74	0.83	1.14	37x	33x	24x	23x		1.1%	13%	13%	4.6x	4.4	2.00	16%
现代中药——中值			4,340				40x	32x	25x	32x	23	0.8%	10%	13%	4.3x	4.4	0.89	34%
恒瑞医药	600276	31.35	35,242	0.71	0.84	1.11	44x	38x	28x	38x	8	0.3%	21%	15%	9.4x	5.6	1.20	31%
科伦药业	002422	66.62	31,978	1.49	4.29	5.54	45x	16x	12x	38x	26	0.8%	10%	10%	4.4x	2.2	0.15	101%
华东医药	000963	27.63	11,993	0.81	0.95	1.22	34x	29x	23x	23x	17	0.0%	25%	27%	8.7x	7.3	1.00	29%
康芝药业	300086	20.75	4,150	0.63	0.74	1.00	33x	28x	21x	27x	23	1.4%	6%	9%	2.1x	6.4	1.39	20%
仙琚制药	002332	13.49	4,605	0.36	0.47	0.70	37x	29x	19x	25x	18	2.6%	11%	14%	4.0x	4.0	0.70	41%
普药药业	002437	28.25	7,910	0.55	0.66	0.88	51x	43x	32x	40x	27	1.8%	7%	10%	2.3x	2.3	1.63	26%
信立泰	002294	34.45	12,512	1.03	1.30	1.74	34x	27x	20x	31x	23	1.7%	19%	21%	6.3x	3.3	0.80	33%
化学制剂药——中值			5,682				39x	32x	25x	33x	18	1.0%	11%	14%	4.2x	4.1	1.07	32%
生物制药——中值			6,432				36x	25x	21x	26x	23	0.6%	14%	18%	4.6x	4.7	0.97	24%
爱尔眼科	300015	37.85	10,106	0.55	0.67	1.01	68x	56x	38x	40x	32	0.4%	11%	12%	7.6x	7.0	1.14	50%
通策医疗	600763	19.55	3,134	0.31	0.45	0.63	63x	44x	31x	39x	32	0.0%	17%	21%	11.0x	9.5	1.03	43%
医疗服务——中值			6,620				66x	50x	34x	39x	32	0.2%	14%	17%	9.3x	8.2	1.08	46%
医疗器械——中值			3,829				50x	35x	26x	49x	32	0.7%	9%	12%	5.1x	4.4	0.86	38%
丽珠集团	000513	26.70	6,414	1.34	1.75	2.00	20x	15x	13x	10x	8	0.4%	14%	16%	2.8x	2.5	1.41	11%
哈药股份	600664	10.64	17,179	0.73	0.80	0.93	15x	13x	11x	11x	10	5.5%	17%	17%	2.5x	1.8	1.45	9%
复星医药	600196	10.47	19,939	0.41	0.68	0.72	25x	15x	15x	18x	11	1.0%	8%	15%	2.0x	2.0	0.60	26%
健康元	600380	8.22	10,829	0.54	0.68	0.84	15x	12x	10x	8x	8	0.0%	13%	19%	1.9x	2.0	0.55	22%
人福科技	600079	23.43	11,561	0.46	0.64	0.84	50x	37x	28x	28x	25	0.2%	9%	13%	4.7x	4.7	0.96	38%
三精制药	600829	11.81	6,848	0.61	0.68	0.79	19x	17x	15x	15x	13	4.1%	19%	21%	3.7x	2.4	1.01	17%
丰原药业	000153	8.65	2,249	0.16	0.23	0.31	54x	37x	28x	22x	20	0.0%	5%	8%	3.0x	2.9	0.96	39%
太极集团	600129	7.92	3,381	-0.32	0.22	0.29		36x	27x	43x	15	0.0%	-8%	7%	1.9x	2.6		
三九医药	000999	20.19	19,764	0.84	0.96	1.18	24x	21x	17x	17x	16	1.5%	18%	19%	4.2x	4.0	1.10	19%
双鹤药业	600062	24.32	13,904	0.94	1.16	1.43	26x	21x	17x	18x	16	0.9%	13%	15%	3.4x	3.1	0.69	30%
综合性制药企业——中值			10,829				22x	17x	15x	17x	13	0.4%	13%	16%	2.8x	2.5	0.99	21%
国药股份	600511	17.02	8,149	0.67	0.90	1.12	25x	19x	15x	20x	6	0.9%	23%	31%	5.8x	5.8	0.60	31%
上海医药	601607	14.69	29,272	0.96	0.92	1.12	15x	16x	13x	17x	4	1.0%	15%	16%	2.3x	2.6	0.57	28%
南京医药	600713	6.35	4,404	0.01	0.05	0.08		119x	77x	34x	48	0.6%	0%	3%	3.4x	2.1	0.81	147%
一致药业	000028	29.75	7,825	1.06	1.18	1.51	28x	25x	20x	21x	19	0.4%	25%	25%	7.0x	6.2	0.87	29%
医药商业——中值			4,404				43x	30x	24x	33x	8x	0.6%	7%	3%	4.5x	2.6	0.60	33%
全行业——中值			5,941				40x	32x	23x	32x	21x	0.6%	10%	13%	4.5x	3.9	0.86	33%

资料来源：Wind，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/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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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