



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10月20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

推荐

双鹭药业 (002038.SZ)

经营持续稳定增长

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	390	458	633	846
(+/-)	9%	17%	38%	34%
主营业务利润	318	346	488	658
(+/-)	5%	9%	41%	35%
净利润	244	273	562	516
(+/-)	12%	12%	106%	-8%
EPS (元)	0.64	0.72	1.48	1.36
P/E	51.0	45.7	22.2	24.1
P/B	12.9	10.5	7.4	5.9
EV/EBITDA	31.0	44.3	28.6	20.7

股票信息

2011-10-19	A股
当前股价	人民币 32.83
股票代码	002038
日成交量 (万股)	44.29
52周最高价/最低价	65.5/31.58
总市值 (百万元)	12,458
发行股数 (百万股)	379
主要股东	徐明波(22.51%)

最近估值走势

2011-10-19	Last week	1m	3m	YTD
双鹭药业	2.31	-3.72	-13.38	-16.15
[沪深300指数]	1.22	-5.52	-16.45	-17.43
[沪深300医药指数]	-0.16	-7.62	-16.92	-25.92

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:

2011 年前三季度公司共实现销售收入 4.36 亿元, 同比增长 38%; 实现净利润 4.40 亿元, 同比增长 124%, 符合市场和我们的预期。贝科能销售提速和二线品种保持高速增长是带动整体销售快速增长的主要原因。公司营业利润增长 32%, 略低于我们预期, 这主要是因为成本提升带动前三季度毛利率下滑 3.6pp。

评论:

贝科能销售增速提高, 医保放量值得期待。三季度贝科能实现 40% 的收入增长, 相比上半年 32% 的销售增速有所提高。进入北京市医保后, 由于北京市医院先招基药品种, 后招医保品种, 所以到目前为止, 北京市还未实现医保放量。2012 年医保放量值得期待。

二线品种继续维持高速增长。阿德福韦酯、胸腺五肽等产品继续维持 50% 以上的高速增长; 由于固体制剂检查, 三季度固体制剂产品出货耽误两个星期, 导致雷宁等产品销售增速下滑, 但前三季度仍维持 50% 以上增长。三氧化二砷代理还有一年半到期, 预计今年实现零增长。收回代理权后, 有望恢复快速增长。二线产品销售提速为公司持续稳定增长奠定了基础。

未来新品和产业布局。替莫唑胺、扶济复凝胶、吉西他滨在等产品处于等待生产批文阶段; 23 价肺炎疫苗进展顺利, 未来开发防龋齿疫苗; 治疗内风湿单抗已申报临床批文; 新乡医院筹备进展顺利; 星昊、麦迪、卡文迪许等子公司运转正常。

估值与建议:

我们预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.48 元和 1.36 元, 扣除普仁鸿转让一次性收益后 EPS 分别为 1.03 元和 1.36 元, 目前股价对应 PE 分别为 32X 和 24X。基于公司经营持续稳定增长, 我们维持“推荐”评级。

¹ 报告贡献人: 强静

图表 1 业绩季度拆解分析

	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010A	1Q2011	2Q2011	3Q2011	2011H	1-3Q2011	CICC Comments
(百万元)												
主营业务收入	390.0	89.7	126.7	100.3	141.2	457.8	127.0	152.5	156.6	279.5	436.2	1~3季度主营业务收入同比增长37.7%，其中三季度同比增长56.2%，
同比增长率	8.9%	18.5%	34.6%	-11.5%	32.1%	17.4%	41.6%	20.4%	56.2%	29.2%	37.7%	
环比增长率		-16.1%	41.2%	-20.8%	40.7%		-10.0%	20.1%	2.7%			
主营业务成本	67.0	12.1	26.9	23.6	44.1	106.7	29.2	35.7	37.3	64.9	102.1	前三季度毛利率同比下降3.6pp，其中第三季度同比下降0.2pp
成本率	17.2%	13.5%	21.2%	23.5%	31.3%	23.3%	23.0%	23.4%	23.8%	23.2%	23.4%	
主营业务税金及附加	4.7	1.1	1.5	1.1	1.8	5.5	1.4	1.7	1.6	3.1	4.7	
占销售收入的%	0.6%	1.2%	1.2%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	
主营业务利润	318.3	76.4	98.3	75.6	95.2	345.6	96.5	115.1	117.8	211.6	329.4	前三季度毛利率同比下降3.6pp，其中第三季度同比下降0.2pp
毛利率	81.6%	85.2%	77.6%	75.4%	67.4%	75.5%	75.9%	75.5%	75.2%	75.7%	75.5%	
同比增长率	4.5%	26.8%	20.4%	-16.3%	10.7%	8.6%	26.2%	17.1%	55.7%	21.1%	31.5%	
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	0.0	
营业费用	14.4	2.5	4.3	5.2	7.0	19.0	2.4	6.3	3.9	8.7	12.6	
占销售收入的%	3.7%	2.8%	3.4%	5.2%	5.0%	4.1%	1.9%	4.2%	2.5%	3.1%	2.9%	
管理费用	63.9	11.3	11.3	11.8	34.6	68.9	13.6	18.3	14.2	31.9	46.2	
占销售收入的%	16.4%	12.5%	8.9%	11.7%	24.5%	15.0%	10.7%	12.0%	9.1%	11.4%	10.6%	
财务费用	(6.8)	(1.0)	(2.9)	(1.6)	(1.9)	(7.2)	(1.5)	(0.1)	(3.7)	(1.6)	(5.3)	
营业利润	246.8	63.6	85.6	60.2	55.5	264.9	86.8	85.7	103.4	172.6	275.9	前三季度营业利润同比上升31.7%，营业利润率同比下降2.8pp；其中第3季度营业利润同比增长71.7%。
营业利润率	63.3%	70.9%	67.6%	60.0%	39.3%	57.9%	68.4%	56.2%	66.0%	61.7%	63.3%	
同比增长率	3.7%	29.8%	22.0%	-21.3%	8.5%	7.3%	36.5%	0.1%	71.7%	15.6%	31.7%	
环比增长率		24.4%	34.6%	-29.7%	-7.9%		56.6%	-1.3%	20.6%			
投资收益	10.7	2.1	5.3	11.2	7.8	26.3	5.2	225.6	4.0	230.7	234.7	
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.1	0.7	0.9	1.6	
营业外收入	10.2	0.7	4.2	1.9	31.2	38.0	0.0	0.1	0.5	0.1	0.6	
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.6	
税前利润	267.7	66.4	95.1	73.3	94.4	329.2	86.8	315.2	104.8	402.1	506.8	所得税率基本不变。
税前利润率	68.6%	74.0%	75.1%	73.1%	66.9%	71.9%	68.4%	206.7%	66.9%	143.8%	116.2%	
同比增长率	5.1%	30.0%	23.7%	-9.8%	61.3%	23.0%	30.8%	231.4%	43.0%	149.0%	115.9%	
所得税	29.3	9.0	12.5	9.1	12.6	43.2	11.8	40.4	15.0	52.2	67.2	
有效税率	10.9%	13.5%	13.2%	12.4%	13.3%	13.1%	13.5%	12.8%	14.3%	13.0%	13.3%	
少数股东权益	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	4.4	3.7	(0.1)	0.5	(0.5)	0.4	(0.1)	
净利润	244.1	56.2	78.6	61.3	76.7	272.7	75.2	274.3	90.3	349.5	439.8	前三季度净利润同比上升124.3%，净利润率同比上升38.9pp；其中第3季度净利润同比增长47.3%，净利润率维持在高水平。
净利润率	62.6%	62.6%	62.0%	61.1%	54.3%	59.6%	59.2%	179.9%	57.6%	125.0%	100.8%	
同比增长率	12.0%	20.2%	9.7%	-13.9%	40.7%	11.7%	33.8%	249.2%	47.3%	159.4%	124.3%	
环比增长率		3.0%	39.9%	-22.0%	25.1%		-2.0%	265.0%	-67.1%			
每股收益 (元)	0.64	0.15	0.21	0.16	0.20	0.72	0.30	0.62	0.24	0.92	1.16	

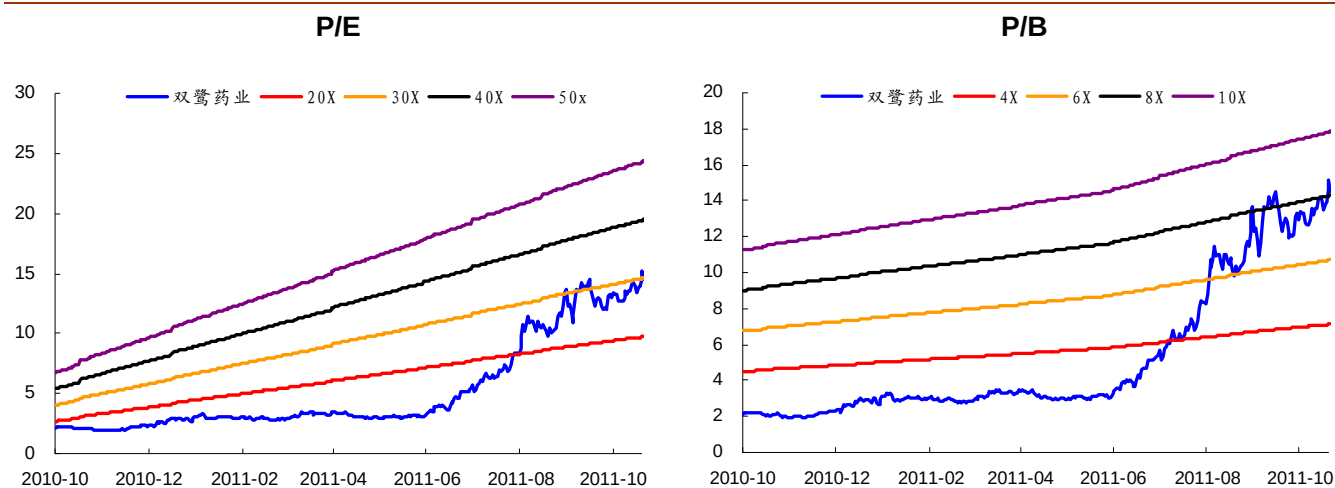
资料来源：Wind，中金公司研究部

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	390	458	633	846	净利润	244	273	562	516
(+/-%)	8.9%	17.4%	38.2%	33.7%	营运资本的增加	-119	26	-95	-93
主营业务利润	318	346	488	658	经营活动现金流净额	174	238	239	414
营业费用	-14	-19	-20	-26	投资活动现金流净额	-136	-164	102	-168
管理费用	-64	-69	-76	-100	融资活动现金流净额	-41	-46	-59	-57
财务费用	7	7	7	8	货币资金增加额	-3	28	282	189
(+/-%)	41%	6%	0%	7%	财务指标				
营业利润	241	264	399	540	毛利率	81.6%	75.5%	77.1%	77.8%
税前利润	262	329	639	587	息税前利润率	61.5%	56.3%	61.9%	62.9%
所得税	-29	-43	-77	-70	净利润率	62.6%	59.6%	88.9%	61.0%
少数股东权益	0	-4	-	-	净资产收益率	25.3%	22.9%	33.5%	24.4%
净利润	244	273	562	516	总资产收益率	27.0%	24.0%	37.7%	26.3%
资产负债表 (百万元)					总资产负债率	3.6%	3.0%	2.2%	2.6%
货币资金	418	446	728	917	收入增速	8.9%	17.4%	38.2%	33.7%
应收款项	116	140	194	259	营业利润增速	1.2%	9.8%	50.9%	35.3%
存货	24	30	45	58	净利润增速	12.0%	11.7%	106.2%	-8.1%
流动资产	759	765	1,133	1,423	流动比率	23.6	20.6	30.2	24.2
固定资产	102	182	301	471	速动比率	22.8	19.8	29.0	23.2
短期借款	-	-	10	23	应收帐款周转期	108.9	111.6	111.7	111.7
流动负债	32	37	38	59	存货周转期	132.9	100.9	120.0	120.0
长期负债	4	-	-	(2)	EPS	0.64	0.72	1.48	1.36
少数股东权益	18	21	21	21	P/E	51.0	45.7	22.2	24.1
股东权益	966	1,191	1,677	2,118	P/B	12.9	10.5	7.4	5.9
总资产	1,020	1,249	1,735	2,195	EV/EBITDA	31.0	44.3	28.6	20.7
					现金分红收益率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%

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 (2011-10-19)

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA	P/S	股息收益率	净资产收益率		P/B		PEG	Growth
		11-10-19	(百万元)	LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	LTM	2010A	LTM	2011E	LTM	2011E	2011E	2010-2012E
海正药业	600267	34.32	18,012	0.90	0.98	1.30	38x	35x	26x	27x	3.7x	0.4%	11.3%	16%	4.3x	5.5x	0.96	37%
华海药业	600521	14.42	7,767	0.31	0.50	0.75	47x	29x	19x	40x	5.2x	0.7%	12.2%	6.1%	5.7x	1.8x	0.27	108%
海翔药业	002099	19.89	3,211	0.59	0.79	1.10	34x	25x	18x	23x	2.6x	1.0%	14%	17%	4.8x	4.4x	0.57	44%
华邦制药	002004	41.00	5,412	1.10	1.59	2.09	37x	26x	20x	29x	9.4x	0.0%	14%	0%	5.2x	5.0x	0.58	45%
浙江医药	600216	25.03	11,265	2.58	2.89	3.23	10x	9x	8x	8x	2.4x	2.8%	29%	27%	2.8x	2.3x	0.68	13%
新和成	002001	20.75	15,063	1.63	1.94	2.23	13x	11x	9x	11x	3.9x	2.4%	23%	25%	2.9x	2.4x	0.50	21%
海普瑞	002399	28.47	22,782	1.22	1.21	1.21	23x	24x	24x	17x	6.3x	7.0%	12%	11%	2.8x	2.6x	2.24	-11%
华北制药	600812	8.53	8,774	0.05	0.58	0.89	15x	10x	10x	18x	0.6x	0.0%	5%	38%	7.3x	5.3x	0.16	94%
兄弟科技	002562	26.40	2,817	0.48	0.92	1.77	55x	29x	15x	30x	4.4x	0.0%	6.4%	11%	3.5x	3.2x	0.31	93%
东北制药	000597	9.83	3,281	-0.34	1.07	1.58		9x	6x	16x	0.8x	0.0%	-5.5%	17%	1.6x	1.3x		214%
化学原料药——中值			3,787				35x	29x	19x	27x	3.9x	0.5%	7.6%	9%	3.7x	3.0	0.38	43%
云南白药	000538	55.79	38,733	1.53	1.79	2.30	37x	31x	24x	37x	3.6x	0.2%	23%	23%	8.3x	7.1	0.99	31%
同仁堂	600085	13.85	18,034	0.31	0.31	0.38	45x	45x	37x	28x	4.2x	2.5%	9%	5%	4.1x	2.1	2.29	20%
广州药业	600332	11.65	6,885	0.34	0.43	0.53	34x	27x	22x	19x	1.4x	0.4%	7%	10%	2.5x	2.6	1.01	27%
东阿阿胶	000423	43.21	28,260	1.11	1.30	1.74	39x	33x	25x	39x	11.3x	0.7%	24%	38%	9.1x	12.7	0.84	40%
片仔癀	600436	67.15	9,401	1.55	1.62	2.05	43x	41x	33x	38x	10.0x	1.0%	19%	23%	8.3x	9.4	1.90	22%
康美药业	600518	13.97	30,716	0.34	0.55	0.81	41x	25x	17x	34x	6.6x	0.4%	9%	3%	3.6x	0.7	0.44	57%
贵州百灵	002424	16.46	7,743	0.34	0.96	1.32	49x	17x	12x	39x	7.8x	3.6%	8%	13%	4.1x	3.9	0.17	98%
武汉健民	600976	14.21	2,180	0.51	0.61	0.73	28x	23x	19x	22x	1.4x	2.1%	9%	12%	2.5x	2.4	0.93	25%
桂林三金	002275	13.94	8,227	0.46	0.51	0.64	30x	27x	22x	25x	7.8x	1.6%	15%	16%	4.5x	4.2		
汤臣倍健	300146	79.40	8,683	1.16	1.56	2.41	68x	51x	33x	77x	18.7x	1.3%	8%	9%	5.2x	4.5	0.73	69%
马应龙	600993	17.68	5,862	0.42	0.61	0.77	42x	29x	23x	36x	4.5x	0.3%	12%	17%	5.0x	3.9	0.66	44%
中新药业	600329	10.48	5,652	0.41	0.47	0.58	26x	22x	18x	15x	1.4x	1.9%	14%	17%	3.5x	3.8	1.07	21%
品牌中药——中值			7,511				39x	27x	22x	34x	5.8x	1.5%	10%	13%	4.3x	3.9	0.78	32%
天士力	600535	40.53	20,931	1.19	1.34	1.50	34x	30x	27x	31x	3.8x	1.5%	17%	29%	5.8x	8.7	0.97	31%
康缘药业	600557	13.56	5,739	0.44	0.57	0.73	31x	24x	19x	25x	3.9x	0.4%	14%	16%	4.5x	3.9	0.78	31%
武汉健民	600976	14.21	2,180	0.51	0.61	0.73	28x	23x	19x	22x	1.4x	2.1%	9%	12%	2.5x	2.4	0.93	25%
昆明制药	600422	14.33	4,502	0.35	0.43	0.68	41x	34x	21x	29x	2.2x	1.0%	13%	16%	5.4x	5.4	0.58	58%
中恒集团	600252	13.98	15,263	0.35	1.76	2.27	40x	8x	6x	31x	8.5x	0.5%	25%	41%	10.1x	7.3	0.05	149%
以岭药业	002603	36.70	15,598	0.91	1.04	1.35	41x	35x	27x	38x	8.3x	0.0%	35%	17%	14.3x	4.9	1.01	35%
上海凯宝	300039	21.88	5,755	0.59	0.69	0.96	37x	32x	23x	40x	7.5x	1.8%	12%	12%	4.5x	4.1	0.73	43%
江中药业	600750	24.99	7,776	0.74	0.82	1.14	34x	30x	22x	21x	3.2x	1.2%	13%	12%	4.2x	3.8	1.82	17%
现代中药——中值			3,992				36x	30x	22x	29x	6.3x	0.7%	10%	12%	4.0x	4.0	0.79	31%
恒瑞医药	600276	28.99	32,589	0.71	0.84	1.11	41x	35x	26x	35x	8.1x	0.3%	21%	15%	8.7x	5.1	1.11	31%
科伦药业	002422	51.20	24,576	1.69	2.14	2.77	30x	24x	18x	30x	5.4x	1.0%	11%	10%	3.4x	1.7	0.57	42%
华东医药	000963	26.45	11,481	0.81	0.95	1.22	33x	28x	22x	22x	1.2x	0.0%	25%	27%	8.3x	7.0	0.95	29%
康芝药业	300086	15.80	3,160	0.54	0.74	1.00	30x	21x	16x	20x	9.7x	1.9%	6%	5%	1.6x	4.8	1.06	20%
仙琚制药	002332	12.08	4,124	0.37	0.40	0.55	33x	30x	22x	23x	2.6x	2.9%	11%	12%	3.6x	3.6	1.21	25%
普华药业	002437	21.22	5,942	0.56	0.66	0.88	38x	32x	24x	30x	10.0x	2.4%	8%	9%	2.6x	2.6	1.23	26%
力生制药	002393	36.74	6,703	1.70	-	1.47	22x	25x	25x	25x	8.4x	2.4%	11%		2.4x	-	15%	
信立泰	002294	29.76	10,809	1.03	1.18	1.56	29x	25x	19x	27x	7.9x	2.0%	19%	19%	5.5x	4.5	0.95	26%
化学制剂药——中值			4,586				34x	31x	24x	27x	5.4x	1.0%	11%	11%	3.4x	3.8	1.10	26%
双鹭药业	002038	32.83	12,498	1.28	1.08	1.47	26x	30x	22x	38x	24.0x	0.8%	38%	16%	9.8x	5.0	0.70	43%
沃森生物	300142	53.15	7,973	1.21	1.65	2.48	44x	32x	21x	40x	19.3x	0.0%	7%	8%	3.1x	2.5	0.58	55%
天坛生物	600161	16.32	8,412	0.32	0.39	0.45	51x	41x	36x	26x	7.0x	0.6%	14%	18%	6.9x	6.7	2.63	16%
华兰生物	002007	23.01	13,258	0.90	1.04	1.05	25x	22x	22x	15x	11.9x	1.3%	20%	23%	5.2x	4.8	39.54	-1%
辽宁成大	600739	14.97	20,430	0.92	1.36	1.08	16x	11x	14x	14x	3.1x	0.7%	15%	0%	2.5x		1.31	8%
智飞生物	300122	28.56	11,424	0.56	0.70	1.00	51x	41x	28x	37x	15.9x	0.7%	11%	12%	5.5x	4.8	1.63	25%
生物制药——中值			5,592				33x	30x	22x	24x	7.1x	0.7%	14%	14%	4.3x	4.4	0.88	24%
爱尔眼科	300015	24.60	10,509	0.35	0.42	0.63	71x	58x	39x	41x	9.7x	0.6%	11%	13%	8.0x	7.3	1.18	49%
通策医疗	600763	20.11	3,224	0.31	0.46	0.64	65x	44x	31x	40x	11.8x	0.0%	17%	22%	11.3x	9.8	1.00	44%
医疗服务——中值			6,867				68x	51x	35x	41x	10.8x	0.3%	14%	17%	9.7x	8.5	1.09	47%
鱼跃医疗	002223	25.06	10,248	0.49	0.61	0.85	51x	41x	29x	50x	9.7x	0.0%	21%	23%	10.9x	8.6	0.88	47%
乐普医疗	300003	15.54	12,618	0.57	0.66	0.87	27x	23x	18x	27x	14.7x	1.6%	21%	22%	5.7x	5.3	0.76	31%
新华医疗	600587	27.99	3,762	0.63	0.80	1.23	45x	35x	23x	43x	2.1x	0.4%	10%	13%	4.7x	4.9	0.53	65%
山东药玻	600529	12.33	3,173	0.56	0.91	1.14	22x	14x	11x	12x	2.1x	0.8%	8%	9%	1.8x	1.7	0.44	31%
东富龙	300171	42.40	6,784	1.06	1.35	1.85	40x	31x	23x	39x	11.8x	1.9%	9%	16%	3.5x	3.7	0.71	44%
医疗器械——中值			3,072				43x	35x	24x	43x	8.0x	0.9%	9%	11%	4.0x	4.0	0.75	47%
丽珠集团	000513	21.99	5,325	1.34	1.28	1.42	16x	17x	15x	8x	1.9x	0.5%	14%	12%	2.3x	2.1	2.60	-7%
哈药股份	600664	8.91	14,386	0.75	0.97	1.09	12x	9x	8x	10x	1.1x	6.5%	18%	18%	2.1x	2.0	0.51	18%
复星医药	600196	9.55	18,187	0.62	0.65	0.71	15x	15x	13x	16x	3.3x	1.0%	12%	14%	1.8x	1.9	0.59	25%
三九医药	000999	18.66	18,266	0.84	0.92	1.14	22x	20x	16x	16x	3.8x	1.6%	18%	19%	3.9x	3.7	1.18	17%
双鹤药业	600062	18.23	10,422	0.92	1.04	1.30	20x	18x	14x	14x	1.8x	1.3%	13%	14%	2.5x			

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/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
上海市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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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