



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

首次覆盖

证券研究报告

2011 年 11 月 4 日

节能环保

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

陈舒薇

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511100001

shuwei.chen@cicc.com.cn

推荐

碧水源 (300070.SZ)

兼备技术和商业模式双优势

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	221	314	500	929	1,470	2,301
(+/- %)	7	42	60	86	58	57
毛利	92	146	236	426	707	1,105
(+/- %)	7	59	61	81	66	56
营业利润	81	124	209	368	608	946
(+/- %)	8	53	68	76	65	56
净利润	75	107	177	313	519	809
(+/- %)	6	43	65	77	66	56
每股盈利 (元)	0.68	0.97	1.20	0.97	1.61	2.50
(+/- %)	6	43	24	(20)	66	56
市盈率 (X)	65.3	45.6	36.9	45.9	27.7	17.8
市净率 (X)	22.3	15.2	2.2	4.5	4.0	3.4
ROE (%)	34	33	6	10	14	19
股息收益率 (%)	0.3	0.1	0.2	0.3	0.7	1.1

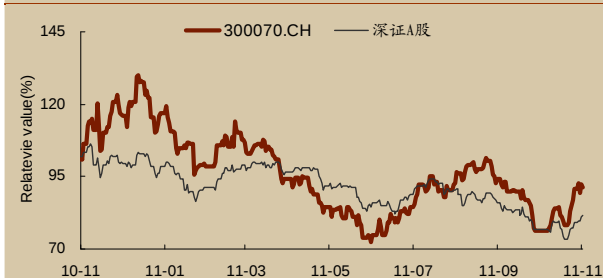
股票信息

	A-股
股票代码	300070.CH
当前股价	人民币44.44元
日成交量 (百万股)	3.56
52周最高价/最低价	人民币63.86/34.90元
总市值 (百万元)	14,354
发行股数 (百万股)	323
流通股数 (百万股)	119
主要股东 (持股比例)	文剑平 (25.44%)

相对走势

%	Last week	1m	3m	YTD
300070.CH	+15.43	+19.46	-4.76	-46.77
深证A股指数	+8.95	+5.92	-8.57	-17.44
电力板块指数	+7.00	-1.80	-5.20	-13.10

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

碧水源立足于 MBR 膜技术研发, 通过和地方国资企业创办合资公司为平台, 短期快速实现异地扩张, 中长期为自身的膜销售提供稳定市场, 分享各地方污水处理市场的稳步增长。

技术优势顺应十二五污水处理产业发展趋势。1) 十二五城镇污水处理厂排放标准将由二级提高到一级 B, 部分地区甚至需达到一级 A 以上; 北方等缺水城市再生水回用率需达到 40% 以上。2) 公司拥有 MBR 膜技术, 较传统污水处理出水水质高, 顺应十二五污水处理产业发展的需求。3) 我们预计这将带来 MBR 膜系统约 400 亿的市场空间。

拥有膜技术一体化产业链, 利润率优于同行。1) 公司通过上市融资建成年产 200 万平米的超微滤膜生产线, 不仅新增公司利润贡献点; 同时自产膜的低成本也提升了公司膜组器、污水处理整体解决方案等业务的毛利水平。2) 公司超募 18.79 亿元, 为后续持续扩张提供资金保障。

以合资公司为平台快速实现异地扩张。公司已在云南、江苏、湖南分别布点与地方政府合资成立地域型水务发展平台。考虑到公司仍有超募资金近 9 亿元尚未使用, 我们预计布点仍将继续。中长期内, 公司将通过自身的膜产品生产+分享合资公司盈利两方面来奠定长期增长空间。

财务预测:

预计 2011-13 年公司净利润复合增长率 66%, 净利润分别为 3.13 亿、5.19、8.09 亿元, 对应 EPS 为 0.97、1.61、2.5 元, 同比增长 77%、66%、56%。盈利主要源自于污水处理解决方案和膜生产业务。

估值与建议:

首次关注并给予“推荐”评级。当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为: 46x、28x、18x。短期内, 我们看好公司异地扩张带来的跳跃式增长, 中长期内, 看好其稳定增长前景。

风险:

异地扩张步伐低于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

公司简介.....	3
股权结构.....	3
业务结构.....	3
投资亮点.....	5
出水水质提标启动 MBR 膜处理市场.....	5
公司 MBR 膜处理市场龙头地位渐显.....	7
盈利预测与估值.....	10
风险.....	11

图表

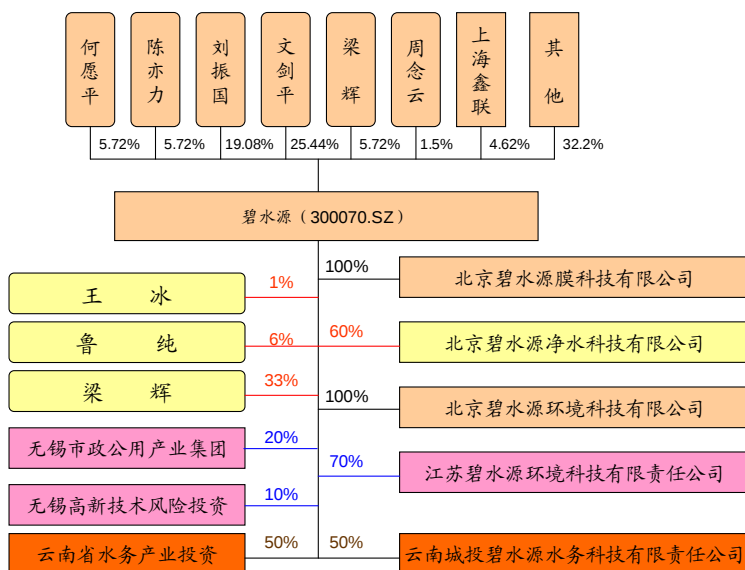
图表 1: 碧水源股权结构.....	3
图表 2: 公司主营业务收入、利润及同比增速.....	3
图表 3: 公司 2011H1 主营业务收入、利润结构.....	4
图表 4: 2011H1 公司各业务毛利率.....	4
图表 5: 十二五化学需氧量排放量降 8%.....	5
图表 6: 十二五氨氮排放量降 10%.....	5
图表 7: 城镇污水处理厂污染物排放标准（2002）.....	6
图表 8: MBR 工艺 vs 传统活性污泥法工艺.....	6
图表 9: 十二五 MBR 膜系统市场复合增长 32%至 400 亿元.....	6
图表 10: 碧水源成长路径——向上游、下游拓展产业链.....	7
图表 11: 碧水源在国内大中型 MBR 膜组器市场份额突出.....	7
图表 12: 国内超微率膜市场诸侯割据.....	7
图表 13: 碧水源自产 MBR 膜低于外购 63%.....	8
图表 14: 整体解决方案业务毛利逐年上升.....	8
图表 15: 污水处理行业集中度低.....	8
图表 16: 碧水源通过参控股公司快速全国布点.....	9
图表 17: 碧水源收入结构、EBIT 利润率.....	10
图表 18: 碧水源净利润及资产负债率.....	10
图表 19: 碧水源历史和预测的财务指标.....	12
图表 20: 环保行业可比公司估值表.....	13

公司简介

股权结构

碧水源创建于 2001 年 7 月，于 2010 年 4 月在深交所上市，是同时拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺技术自主知识产权的少数公司之一。公司控股股东和实际控制人均为文剑平先生。

图表 1：碧水源股权结构

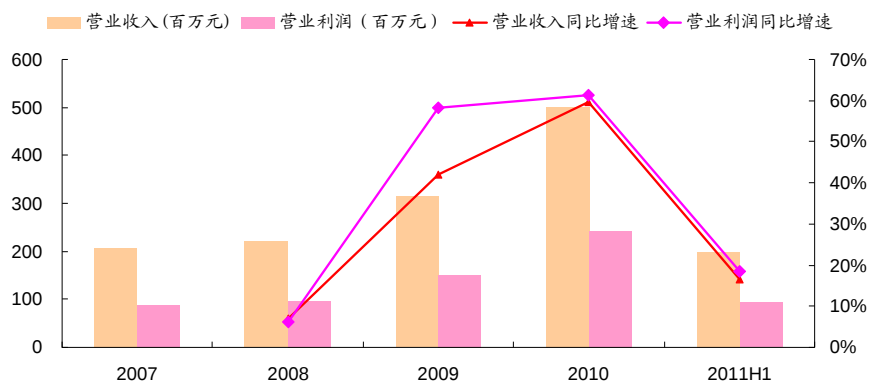


资料来源：公司公告，中金公司研究部

业务结构

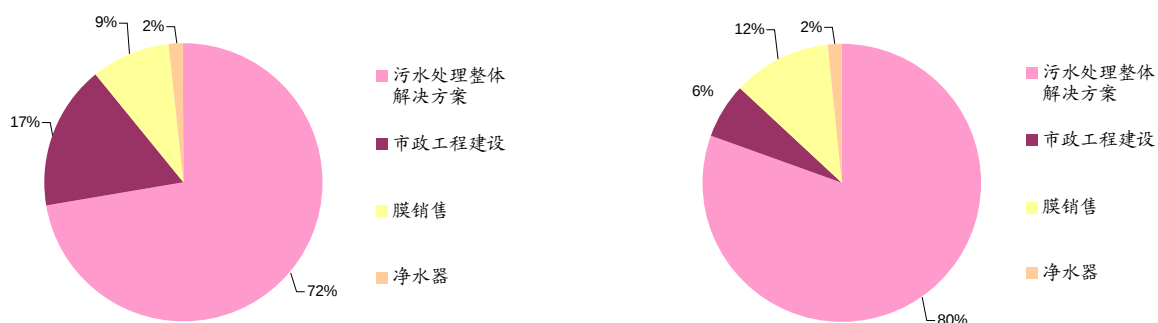
污水处理整体解决方案、膜销售为主，市政工程建设和净水器为辅。2010 年，污水处理整体解决方案业务收入占总收入的 94.2%，膜销售收入占 5.5%，随着 PVDF 中空超滤膜和超滤膜组件生产线投产，膜销售收入占比继续扩大至 2011 年上半年的 9.2%；2011 年上半年污水处理整体解决方案、膜销售毛利润占比分别为 80%、12%。

图表 2：公司主营业务收入、利润及同比增速



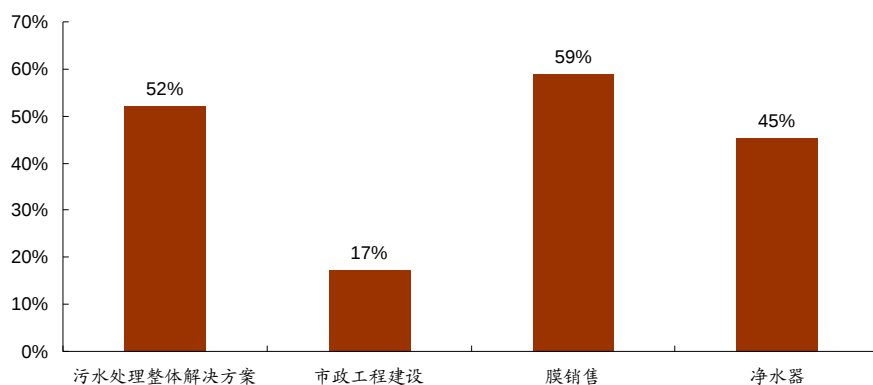
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：公司 2011H1 主营业务收入、利润结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：2011H1 公司各业务毛利率



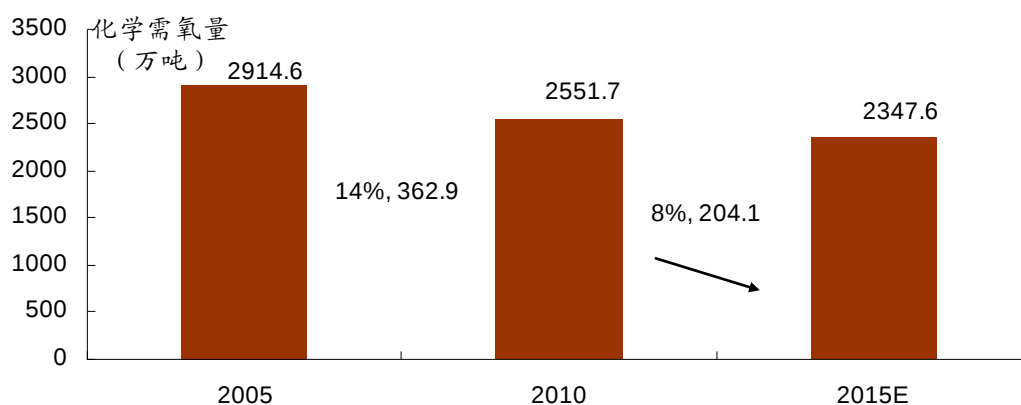
资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资亮点

出水水质提标启动 MBR 膜处理市场

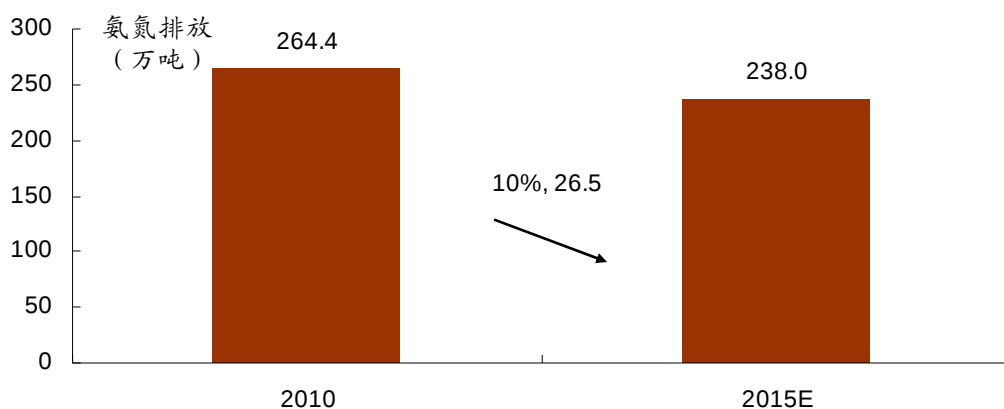
- 1) 出水水质提标升级：a) 污水处理厂：为达到化学需氧量、氨氮分别减排 8、10% 的目标，十二五出水水质全面提标升级，排放标准由二级提高到一级 B，部分地区甚至需达到一级 A 或更严。以一级 B 标准来算，全部升级达标后，仅生活污水化学需氧量排放量可减排 40%，氨氮排放量可减排 68%；b) 再生水厂：为缓解用水紧张，十二五各地推出分质用水、再生水回用，排放标准至少达到一级 A。据水利部数字，09 年全国再生水回用率仅 2%，按国家十二五规划，全国平均再生水回用率要达到 10% 以上。
- 2) MBR 膜处理将成主流技术：传统污水处理技术（活性污泥法）主要通过二沉池的重力沉降完成泥水分离，因而会有活性污泥的流失，降低降解污染物能力、出水标准不高；MBR 技术则以膜单元代替二沉池，以压力和膜的物理性能实现泥水分离，提高污水处理效率。
- 3) 催生 MBR 膜系统广阔市场空间：2015 年污水处理能力将达 1.67 亿吨/日，假设其中 30% 使用 MBR 工艺进行水处理，暂不考虑膜更换带来的支出，按照膜系统平均投资造价 800 元/吨水，十二五 MBR 膜系统或将有 400 亿的市场规模。

图表 5：十二五化学需氧量排放量降 8%



资料来源：国务院关于十二五节能减排综合性工作方案，中金公司研究部

图表 6：十二五氨氮排放量降 10%



资料来源：国务院关于十二五节能减排综合性工作方案，中金公司研究部

图表 7: 城镇污水处理厂污染物排放标准 (2002)

基本控制项目	污水排放标准		二级标准 (mg/L)	减排幅度
	A 标准(mg/L)	B 标准(mg/L)		
氨氮 (以N计)	5 (8)	8 (15)	25 (30)	-68%
总磷 (以P计) 2006 年1 月1 日起建设	0.5	1	3	-67%
总磷 (以P计) 2005 年12 月31 日前建设	1	1.5	3	-50%
阴离子表面活性剂	0.5	1	2	-50%
化学需氧量 (COD)	50	60	100	-40%
动植物油	1	3	5	-40%
石油类	1	3	5	-40%
生化需氧量 (BOD5)	10	20	30	-33%
悬浮物 (SS)	10	20	30	-33%
色度 (稀释倍数)	30	30	40	-25%
粪大肠菌群数 (个/L)	1000	10000	10000	0%
总氮 (以N计)	15	20	-	-
pH		6~9		-

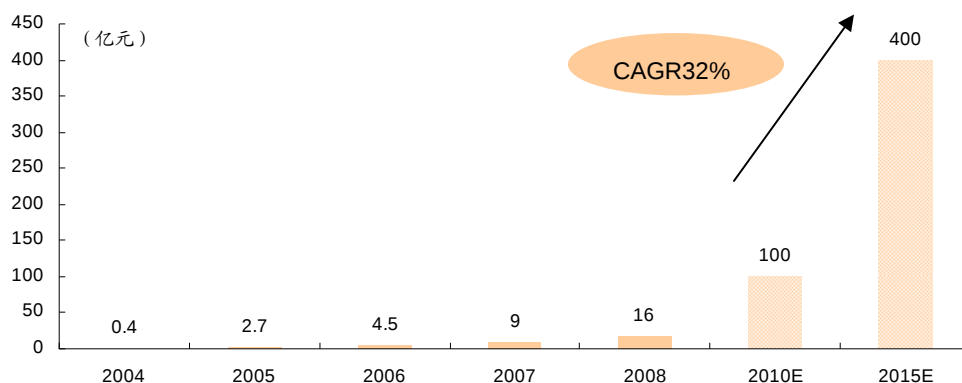
资料来源：环保部，中金公司研究部

图表 8: MBR 工艺 vs 传统活性污泥法工艺

比较项目	MBR	氧化沟法+深度处理	A2/O+深度处理	SBR+深度处理
工艺流程	短	长	长	较短
系统稳定性	高	高	一般	一般
出水水质	好	较好	较好	较好
除磷脱氮效果	好	较好	较好	一般
抗冲击负荷效果	强	强	强	一般
剩余污泥量	较少	较多	多	多
占地	较少	多	多	较多
自动化程度	高	一般	一般	较高

资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

图表 9: 十二五 MBR 膜系统市场复合增长 32%至 400 亿元



资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

公司 MBR 膜处理市场龙头地位渐显

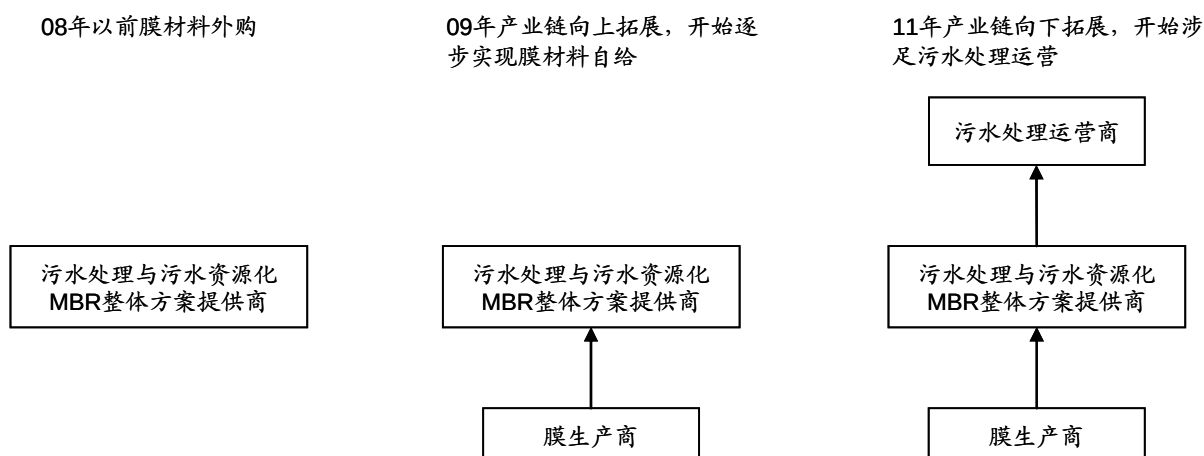
产业链向上拓展——初步实现膜的自给

MBR 膜处理主要由三块技术构成：膜材料、膜组器、MBR 工艺。08 年以前，公司集中发展膜组器和 MBR 工艺市场；09 年以后，公司开始进入上游的膜材料制造领域。分上下游来看竞争格局：

- 1) 上游膜材料：市场分割明显。应用于水处理的膜材料主要为超、微滤膜，以科氏为代表的国外知名品牌占据了国内高端市场，而中低端市场为国内众多厂家所瓜分，代表企业有招金膜天、海南立升、天津膜天膜、碧水源、大连欧科、汇通源泉等；
- 2) 下游膜组器及 MBR 工艺：大中型 MBR 项目垄断市场确立。目前，该领域内主要竞争企业包括本公司、GE、Siemens 和联合环保。公司作为国内 MBR 技术研发及工程应用的最早推动者之一，已承担了数百项从小规模（最小 2.5 吨/日）到大规模（最大 15 万吨/日）MBR 项目的技术和核心设备的提供以及运营服务工作，其中 5000 吨/日以上的中大型 MBR 市场垄断地位已然确立，2005-2008 年在国内的市场份额达到 60%。

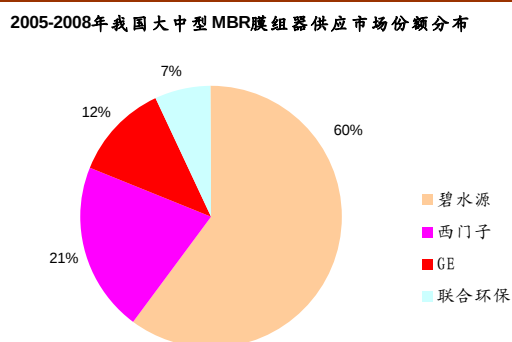
10 年碧水源上市融资后，膜材料制造实力大增，由 09 年 30 万 m² 上升至现在的 300 万 m²，且生产成本低于国外采购。产业链一体化后，公司凭借在大中型 MBR 市场的垄断地位，自然实现自产膜的市场份额，新增公司利润贡献点；同时自产膜的低成本也提升了公司膜组器、污水处理整体解决方案等业务的毛利水平。

图表 10：碧水源成长路径——向上游、下游拓展产业链



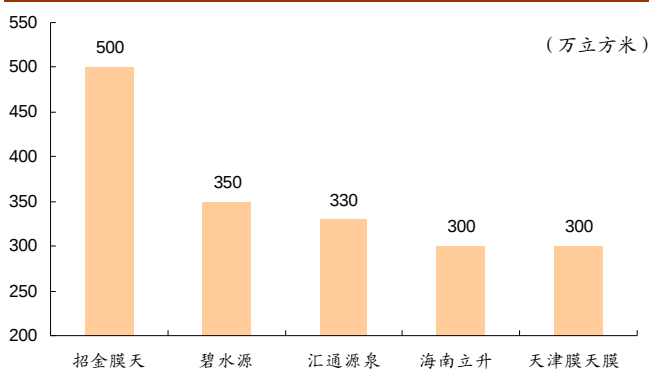
资料来源：中金公司研究部

图表 11：碧水源在国内大中型 MBR 膜组器市场份额突出



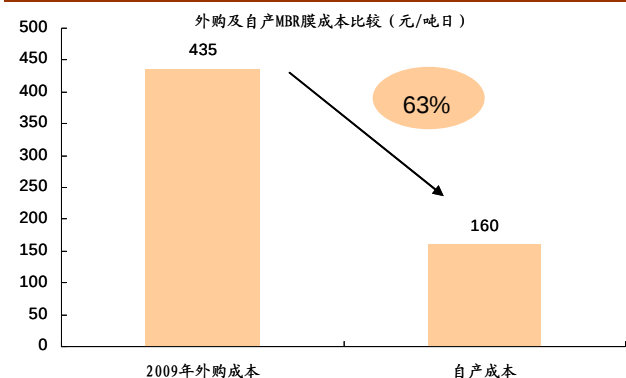
资料来源：全球膜生物反应器污水处理系统工程应用现状，中金公司研究部

图表 12：国内超微率膜市场诸侯割据



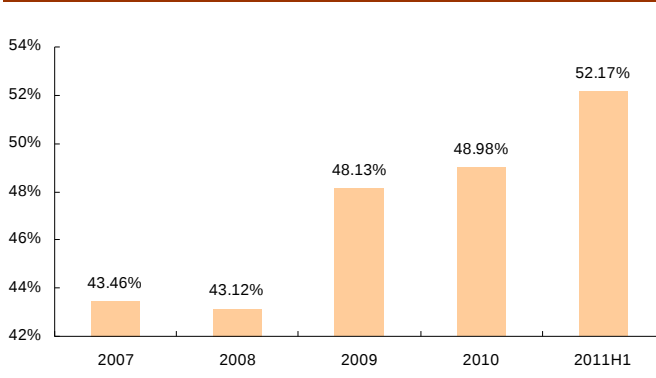
资料来源：相关公司网站，中金公司研究部

图表 13: 碧水源自产 MBR 膜低于外购 63%



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 14: 整体解决方案业务毛利逐年上升



资料来源：公司财报，中金公司研究部

产业链向下拓展——独特商业模式实现异地快速扩张

碧水源独特商业模式：通过和当地有政府背景的水务公司成立合营企业，绕过地域性进入壁垒，实现市场的快速进入。

1) 区域性壁垒明显，行业市场分散。污水处理行业新进入企业需要当地政府的允许和支持，而当地政府更偏向于支持本地的污水处理企业（通常为当地政府旗下的水务投资平台），形成一定的区域性壁垒。目前行业以中小企业为主，分散经营，主要满足当地的污水处理需求，企业规模普遍很小，行业整体集中度较低（2009 年前十名企业市场份额为 28.2%）。

2) 采取独特商业模式，以退为进。公司让出地方污水处理项目控股权，通过“退一步”和地方政府以参股的模式，成立合营或联营企业，做地方政府的水处理技术支持伙伴、设备提供商，以此“进一步”获得 MBR 膜处理整体解决方案的工程市场、碧水源自产膜的后续稳定更换市场以及污水处理运营市场。

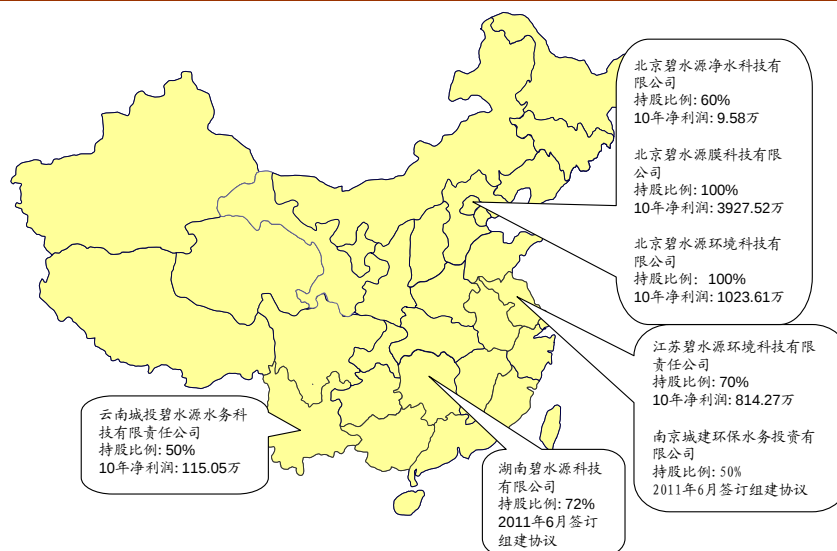
公司立足北京，目前已经成功在江苏、云南、湖南和地方政府或强势水务投资主体，借助合作方的政府职能与市场影响力，降低公司市场进入成本，缩短市场培育期，完善公司的全国战略布局，推动膜技术更广泛应用。未来公司将通过各地的水务合资公司平台，渗透到污水处理运营市场，实现产业链向下拓展，形成部分地域的市场垄断效应。

图表 15: 污水处理行业集中度低

企业规模	企业数 (个)	比重	平均主营业务收入 (万元)	比重
中型	6	2.4%	17.97	19.3%
小型	243	97.6%	75.19	80.7%
全部	249	100%	93.16	100%

资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 16：碧水源通过参控股公司快速全国布点



资料来源：公司公告、中金公司研究部

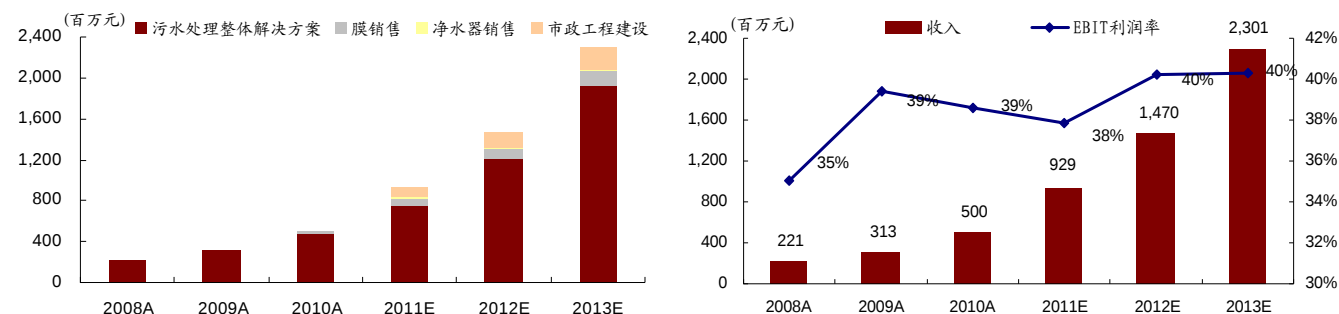
盈利预测与估值

我们预计 2011-2013 年公司收入为 9.29、14.7、23.01 亿元，净利润 3.13、5.19、8.09 亿元，对应每股收益 0.97、1.61、2.5 元。利润增长主要来自污水处理整体解决方案和膜制造业务。当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为 46x、28x、18x。看好公司凭借其膜产业链一体化及独特的扩张模式，在水务行业的发展前景。首次给予“推荐”评级。

主要预测如下：

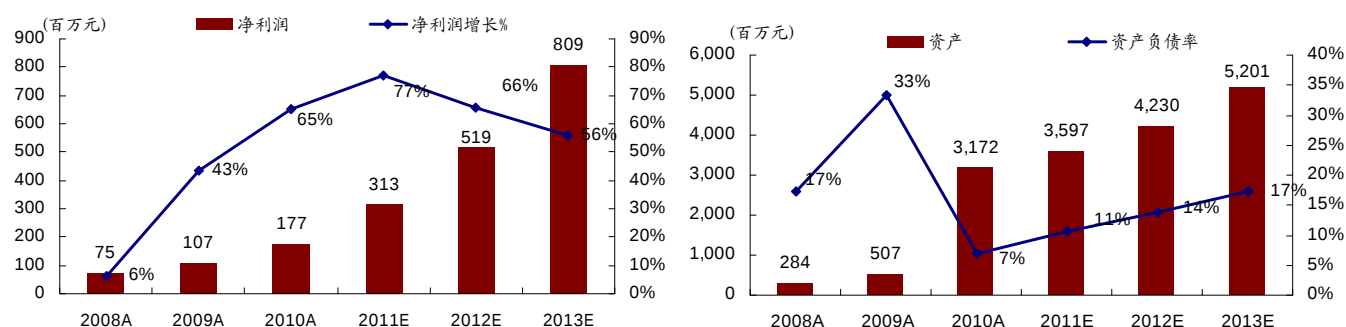
- 2011-2013 年营业收入增幅分别为：86%、58%、57%，主要来自污水处理整体解决方案和膜制造业务。我们看好公司独特的扩张模式，通过和地方政府参股成立合资公司来打破地方水务的区域壁垒，实现市场的快速进入；同时以此自然实现自产膜的下游需求市场。我们保守预计污水处理整体解决方案未来两年年均收入增速可达 60%；膜生产业务刚刚起步，年均收入增速 80%。
- 2011-2013 年毛利率分别为：47%、50%、50%。公司目前积极开展膜制造、水务工程建设，业务初期毛利水平尚不稳定，我们预计膜产能充分释放后，自产膜的低成本将逐步提升公司膜组器、污水处理整体解决方案等业务的毛利水平，长期毛利水平处于攀升趋势。

图表 17：碧水源收入结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 18：碧水源净利润及资产负债率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

风险

异地扩张步伐低于预期。公司目前战略清晰，采用和各地政府参股成立水务联营、合营企业的商业模式，快速进入地方市场，并以此为平台，发展当地水务市场。我们预计以下几方面因素会造成扩张步伐低于预期：1）资金紧缺。考虑到公司超募 18.79 亿元，以及 6.4% 的极低负债率，短期该风险成立可能性较小；2）地方水务企业的控股方地方政府污水处理积极性不高，导致项目拓展进度缓慢。预计此风险将在十二五环保年度问责考核机制下得以消除；3）公司管理层变更，发展战略转向。

图表 19：碧水源历史和预测的财务指标

(单位：百万元)

损益表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	221	314	500	929	1,470	2,301
营业成本	126	163	257	489	740	1,161
营业税金及附加	3	5	8	14	23	36
毛利润	92	146	236	426	707	1,105
减：营业费用	5	6	7	13	20	32
管理费用	8	16	31	57	91	142
财务费用	(4)	(1)	(16)	(16)	(17)	(18)
营业利润	81	124	209	368	608	946
利润总额	88	124	209	368	608	946
所得税	13	17	30	52	86	134
少数股东权益	(0)	0	2	2	2	2
净利润	75	107	177	313	519	809
每股盈利 (元)	0.68	0.97	1.20	0.97	1.61	2.50
每股股利 (元)	0.15	0.05	0.08	0.14	0.29	0.48
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	144	265	2,632	2,724	3,043	3,713
流动资产合计	220	401	2,813	3,068	3,590	4,565
长期投资	1	0	31	31	32	32
固定资产	36	60	198	381	496	496
资产合计	284	507	3,172	3,597	4,230	5,201
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付帐款	34	71	133	247	390	611
应交税金	14	11	35	65	103	162
一年内到期长期负债	0	0	0	0	0	0
流动负债合计	49	156	190	352	557	873
长期借款	0	0	0	0	0	0
负债合计	49	169	217	380	584	900
少数股东权益	15	17	20	22	25	27
股本	110	110	147	323	323	323
储备和未分配利润	109	212	2,779	2,871	3,297	3,950
股东权益合计	219	322	2,926	3,195	3,620	4,274
负债及股东权益合计	284	507	3,172	3,597	4,230	5,201
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量	105	135	178	328	553	885
投资活动产生的现金流量	(42)	(39)	(217)	(210)	(159)	(82)
筹资活动产生的现金流量	(25)	(3)	2438	(26)	(75)	(133)
主要财务比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
息税前利润率	35%	39%	39%	38%	40%	40%
税前利润率	40%	40%	42%	40%	41%	41%
净利润率	34%	34%	35%	34%	35%	35%
资产周转比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	0.78	0.62	0.16	0.26	0.35	0.44
固定资产周转率	6.19	5.24	2.52	2.44	2.96	4.64
流动性比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
速动比率	3.90	2.38	14.66	8.52	6.25	5.05
流动比率	4.45	2.57	14.82	8.71	6.44	5.23
杠杆比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净债务权益比率	(0.66)	(0.82)	(0.90)	(0.85)	(0.84)	(0.87)
资产负债率	0.17	0.33	0.07	0.11	0.14	0.17
息税前利润/净财务费用	(20.32)	(179.86)	(12.44)	(21.98)	(35.71)	(50.12)
杜邦分析	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润率	34%	34%	35%	34%	35%	35%
资产周转率	0.78	0.62	0.16	0.26	0.35	0.44
资产/股东权益	1.30	1.58	1.08	1.13	1.17	1.22
净资产回报率	34%	33%	6%	10%	14%	19%

资料来源：公司数据。中金公司研究部

图表 20: 环保行业可比公司估值表

		2011-11-3		总股本 流通股本 总市值			EPS				P/E(x)				P/B(x)			
		股价	投资建议	(百万股)	(百万股)	(十亿)	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
涉及领域	上市公司																	
废气治理	龙源技术	58	推荐	158	40	9	1.19	1.14	1.51	1.74	49	51	38	33	6.1	5.5	5.0	4.4
	国电清新	24.37	审慎推荐	296	76	7	0.59	0.40	0.85	1.26	41	62	29	19	7.3	6.4	5.3	4.4
	永清环保	50.5	审慎推荐	67	17	3	0.83	1.03	1.91	2.33	61	49	26	22	20.7	4.0	3.5	3.1
	九龙电力	14.54	中性	512	232	7	0.08	0.06	0.38	0.71	185	257	39	20	5.2	2.9	2.7	2.5
	燃控科技	28.18	中性	108	28	3	0.57	0.78	1.05	1.10	49	36	27	26	2.8	2.2	2.1	2.0
废水治理	碧水源	44.44	推荐	323	119	14	1.20	0.97	1.61	2.50	37	46	28	18	2.2	4.5	4.0	3.4
	首创股份	5.58	审慎推荐	2,200	2,200	12	0.22	0.27	0.31	0.34	25	21	18	16	2.4	2.2	2.1	2.0
	重庆水务	7.22	审慎推荐	4,800	500	35	0.27	0.29	0.34	0.39	27	25	21	19	3.2	3.0	2.9	2.8
	中电环保	26.54	审慎推荐	100	25	3	0.60	0.69	0.92	1.09	44	39	29	24	10.1	3.3	3.0	2.7
	维尔利	49.78	审慎推荐	53	13	3	1.14	1.11	1.64	2.11	44	45	30	24	16.7	2.8	2.6	2.4
余热利用	易世达	21.92	审慎推荐	118	30	3	1.12	0.50	0.73	0.99	20	44	30	22	1.3	2.4	2.3	2.1
环境监测	先河环保	20.72	中性	156	39	3	0.39	0.38	0.47	0.60	53	55	44	35	3.0	3.7	3.5	3.2
平均值											53	61	30	23	6.7	3.6	3.3	2.9
中间值											44	45	29	22	4.2	3.2	3.0	2.8

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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