



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

## 首次关注

证券研究报告

2011年11月28日

医疗保健

研究部

**孙亮**

分析师，  
SAC 执业证书编号：  
S0080511010021  
[sunl@cicc.com.cn](mailto:sunl@cicc.com.cn)

**周峰**

联系人，  
SAC 执业证书编号：  
S0080511030002  
[zhoupeak@cicc.com.cn](mailto:zhoupeak@cicc.com.cn)

推荐

华海药业 (600521.SH)

### 融资助推公司早日实现“十二五”规划

#### 主要财务信息

| (百万元)   | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E |
|---------|-------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入  | 928   | 1,023  | 1,783 | 2,334 |
| (+/- %) | 15.8% | 10.2%  | 74.3% | 30.9% |
| 主营业务利润  | 378   | 422    | 699   | 971   |
| (+/- %) | 3.5%  | 11.5%  | 65.8% | 38.9% |
| 净利润     | 165   | 94     | 270   | 402   |
| (+/- %) | 10.1% | -43.3% | 189%  | 48.5% |
| EPS (元) | 0.31  | 0.17   | 0.50  | 0.75  |
| P/E(x)  | 46.3  | 81.7   | 28.3  | 19.0  |
| P/B(x)  | 3.6   | 3.3    | 1.6   | 1.5   |
| ROE     | 13.6% | 7.1%   | 10.3% | 14.2% |
| 现金分红收益率 | 0.7%  | 0.7%   | 2.0%  | 3.0%  |

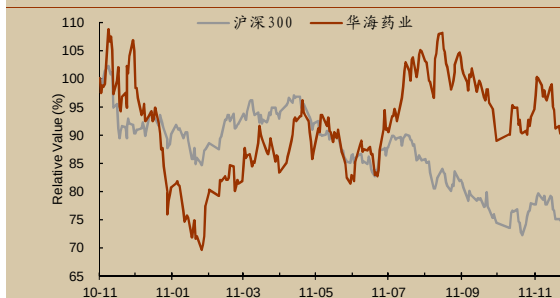
#### 股票信息

|              |                       |
|--------------|-----------------------|
| 2011-11-25   | A股                    |
| 股票代码         | 600521.CH             |
| 当前股价         | 人民币 14.19             |
| 日成交量 (百万股)   | 1.11                  |
| 52周最高价/最低价   | 人民币 21.20/12.45       |
| 发行股数 (百万股)   | 539                   |
| 其中：流通股 (百万股) | 539                   |
| 主要股东 (持股比例)  | 陈保华、周明华 (26.1%、22.3%) |

#### 最近估值走势

|           | Last week | 1m    | 3m    | YTD    |
|-----------|-----------|-------|-------|--------|
| [华海药业]    | -3.34     | +0.50 | -8.57 | +14.91 |
| [沪深300指数] | -3.46     | -0.26 | -8.54 | -16.13 |
| [沪深300医药] | -2.30     | +5.57 | -8.39 | -21.82 |

#### 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

#### 近来事件

12/22/2011 在临海召开临时股东大会

#### 公开增发 1 亿股融资 13.32 亿元

公司公告：公开增发不超过 1 亿股，融资净额不超过 13.32 亿元。融资项目 1) 投产缙沙坦原料药产能 120 吨和厄贝沙坦原料药产能 120 吨；2) 投产年产 200 亿片出口固体制剂建设项目。

#### 评论：

**融资时间点和金额符合预期。**随着沙坦类药物专利陆续到期，公司近年来持续扩大沙坦类原料药的产能，对资金需求量比较大，因此一直融资预期，当前方案推出的时点和金额符合市场预期。

公司将公开增发不超过 1 亿股，拟融资 13.32 亿元，增发的发行价格按公告需大于 14.87 元（20 日均价）或大于 14.19 元（2011-11-25 日）。按增发 1 亿股本假设，总股本将由 5.386 亿股扩张到 6.386 亿股，参与配售前，大股东和二股东的持股比例将由 26.1%和 22.3%分别稀释到 22%和 18.8%。

**沙坦原料药产能扩张是当前主要任务。**关于新型抗高血压沙坦类原料药建设项目，具体是新增缙沙坦产能 120 吨和厄贝沙坦产能 120 吨，计划投资 2.12 亿元。相关川南基地厂房基建早已建好，此次扩产主要是购买设备和安装，投产时间较快。公司沙坦产能扩建计划进度与我们预期相符。充分实践了公司近两年“紧紧抓住沙坦类原料药专利陆续到期需求放量的良好机遇”的运营方向。预计未来仍会继续扩产，最终产能约在 1000 吨~1500 吨。

**融资 2 投于年产 200 亿片出口固体制剂建设项目，计划投资 13.16 亿元。**此项目是公司在 2009 年 1 月底提出的“年产 100 亿片出口制剂产业化项目”的扩大和补充。当前制剂出口业务已有实质性进展；与国外制药大厂合作改造多年，委托生产和定制加工业务大规模发展时机成熟；同时这个项目也是公司实现“十二五”规划（2015 年收入达到 50 亿元）的切实支撑。

#### 估值与建议：

维持盈利预测和“推荐”评级。维持当前 2011 年和 2012 年 0.50 元和 0.75 元，对应当前 PE 分别为 28x 和 19x。公司紧抓沙坦市场爆发机遇，2014 年之前保持高速增长确定性高，维持公司“推荐”评级。

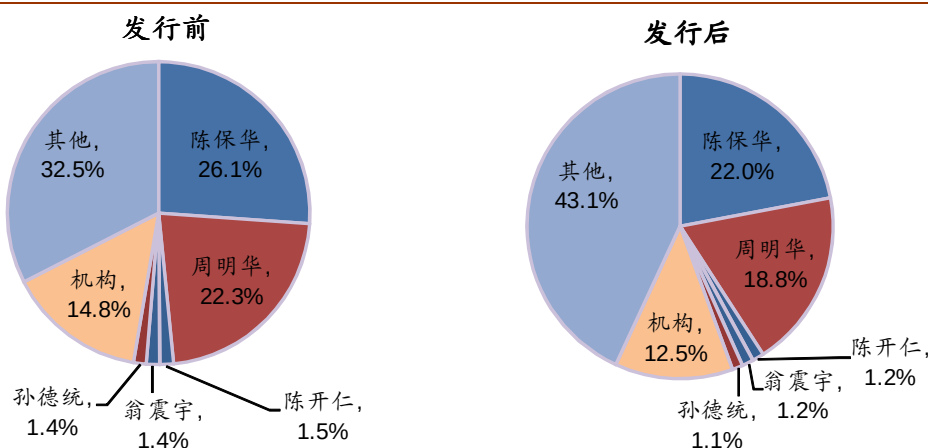
#### 风险：

原料药出口订单和价格波动风险；融资推进进度。

公司公告将公开增发不超过 1 亿股，拟融资 13.32 亿元，增发的发行价格“不低于公告招股意向书前二十个交易日公司 A 股股票均价或前一个交易日的均价”，即需大于 14.87 元（20 日均价）或大于 14.19 元（2011-11-25 日）。

按增发 1 亿股假设，总股本将由 5.386 亿股扩张到 6.386 亿股，在主要股东参与配售前，大股东和二股东的持股比例将由 26.1% 和 22.3% 分别稀释到 22.0% 和 18.8%。值得注意的是：公司公告披露：在持股前 5 名个人中，大股东与翁震宇和陈开仁（图表中深蓝色板块）是“一致行动人”，稀释后合计持有 24.4% 的股权；而二股东与孙德统（图表中红色板块）也是“一致行动人”，合计持有 20%。

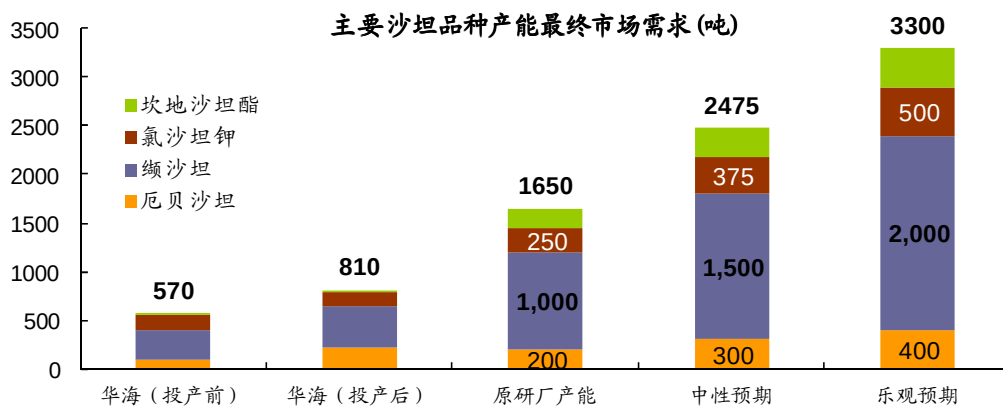
图表 1：假设发行 1 亿股后，主要持股机构个人均不参加配售后稀释的股权结构（机构持股截止 2011-9-30 日）



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

**沙坦原料药产能扩张是当前主要任务。**融资 1 主要投于新型抗高血压沙坦类原料药建设项目，具体是新增缬沙坦产能 120 吨和厄贝沙坦产能 120 吨，计划投资 2.12 亿元。相关川南基地厂房基建早已建好，此次扩产主要是购买设备和安装，投产时间较快。公司沙坦产能扩建计划进度与我们预期相符。充分实践了公司近两年“紧紧抓住沙坦类原料药专利陆续到期需求放量的良好机遇”的运营方向。预计未来仍会继续扩产，最终产能约在 1000 吨~1500 吨。

图表 2：主要沙坦品种产能投产前后和未来市场容量需求



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

**融资 2 投于年产 200 亿片出口固体制剂建设项目，计划投资 13.16 亿元。**此项目是公司在 2009 年 1 月底提出的“年产 100 亿片出口制剂产业化项目”的扩大和补充。按当时计划，2012 年要达产 30%，2013 年达产 65%，第 5 年达产 100%。截止 2011 年中报，此项工程已完成第一期 33 亿片工程，完成进度为 23.54%。进展符合预期。

此次规划扩张到 200 亿片基于以下背景。

- 1) 公司制剂出口业务已有实质性进展。尤其是公司在 2011 年取得氯沙坦钾和多奈哌齐大品种 FDA 制剂批文。在美国销售渠道已拓展多年，未来有望迎来收获时期。

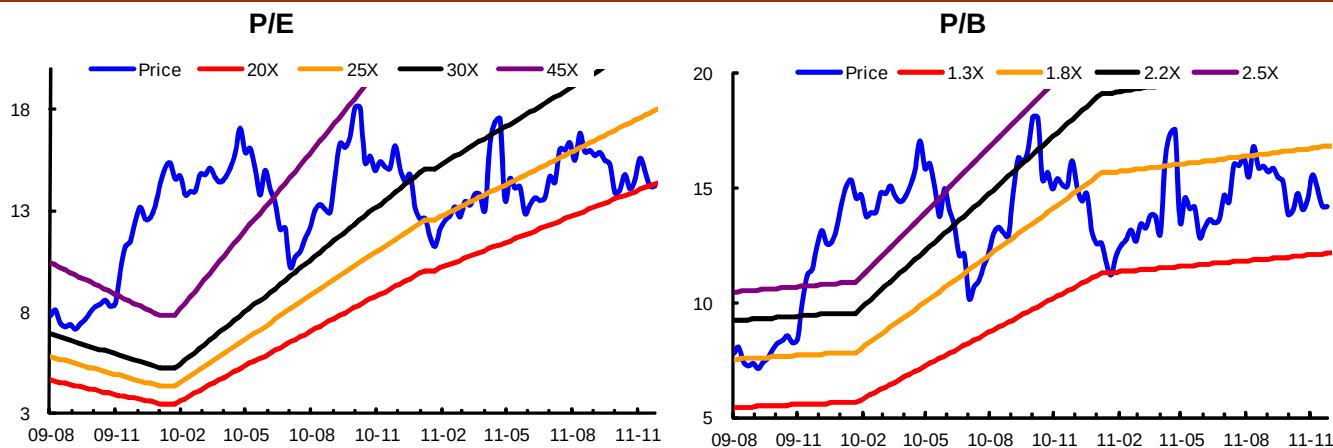
- 2) 与国外制药大厂合作时机成熟。2008 年 7 月，公司与美国默克公司签订了多年期的制剂委托加工框架协议；2011 年 2 月，公司与诺华和旗下 Sandoz 签署战略协议，与诺华在原料药和中间体全面合作。协议签署后，相当长时间，公司按照合作方要求对生产线和生产流程进行 FDA 改造，并在 2010 年成功通过 FDA 复核。未来公司将紧紧抓住制药达产生转移机遇，在委托生产和定制加工业务实现规模化突破。将未来生产规划提高到 200 亿片，显示公司对未来获取订单的充足信心。
- 3) 200 亿片产能是公司实现“十二五”规划的切实支撑。公司 2010 年确定了未来 5 年的发展规划，计划到 2015 年公司在国内制剂、原料药和制剂出口并驾齐驱，合计公司收入 2015 年突破 50 亿元。当前公司每年取得 FDA 制剂文号 6~7 个，每年取得国内制剂文号达到 15 个。扩建制剂产能是未来销售突破的切实支撑。

图表 3: 公司财务数据

| 单位: 人民币百万元   | 2009A | 2010A | 2011E  | 2012E  |                 | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 2012E    |
|--------------|-------|-------|--------|--------|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>损益表</b>   |       |       |        |        | <b>财务指标</b>     |          |          |          |          |
| 主营业务收入       | 928   | 1,023 | 1,783  | 2,334  | <b>成长性指标</b>    |          |          |          |          |
| 主营业务成本       | -541  | -594  | -1,048 | -1,317 | 主营业务收入增长率       | 15.8%    | 10.2%    | 74.3%    | 30.9%    |
| 主营业务利润       | 378   | 422   | 699    | 971    | 主营业务利润增长率       | 3.5%     | 11.5%    | 65.8%    | 38.9%    |
| 营业费用         | -27   | -43   | -53    | -65    | 净利润增长率          | 10.1%    | -43.3%   | 189.0%   | 48.5%    |
| 管理费用         | -167  | -268  | -340   | -380   | <b>盈利性指标</b>    |          |          |          |          |
| 财务费用         | -9    | -7    | -26    | -33    | 毛利率             | 40.8%    | 41.2%    | 39.2%    | 41.6%    |
| 营业利润         | 170   | 97    | 340    | 503    | 三项费用            | 21.8%    | 31.0%    | 20.4%    | 19.2%    |
| 税前利润         | 195   | 128   | 337    | 501    | 息税前利润率          | 18.4%    | 9.5%     | 20.8%    | 23.9%    |
| 净利润          | 165   | 94    | 270    | 402    | 净利率             | 17.8%    | 9.1%     | 15.2%    | 17.2%    |
| <b>现金流量表</b> |       |       |        |        | <b>收益率指标</b>    |          |          |          |          |
| 经营活动现金流      | 317   | 299   | -91    | -11    | 资产收益率           | 9.5%     | 4.6%     | 7.0%     | 9.6%     |
| 营运资本的增加      | 82    | -8    | -432   | -503   | 净资产收益率          | 13.6%    | 7.1%     | 10.3%    | 14.2%    |
| 投资活动现金流      | -87   | -264  | -610   | -610   | <b>营运效率性指标</b>  |          |          |          |          |
| 资本支出         | -89   | -264  | -600   | -600   | 应收和其他应收帐款回收期(天) | 81       | 101      | 95       | 90       |
| 自由现金流        | 229   | 35    | -691   | -611   | 存货周转期(天)        | 328      | 354      | 300      | 351      |
| 融资活动现金流      | -96   | -90   | 1,623  | -233   | <b>负债指标</b>     |          |          |          |          |
| 货币资金增加额      | 131   | -61   | 922    | -853   | 净债务/所有者权益       | net cash | net cash | net cash | net cash |
| <b>资产负债表</b> |       |       |        |        | 资产负债率           | 30.1%    | 35.8%    | 32.5%    | 31.7%    |
| 货币资金         | 283   | 223   | 1,146  | 293    | 流动比率            | 2.85     | 1.62     | 1.91     | 1.66     |
| 应收款项         | 208   | 287   | 471    | 584    | 速动比例            | 1.44     | 0.78     | 1.31     | 0.69     |
| 存货           | 492   | 584   | 743    | 1,284  | <b>估值指标</b>     |          |          |          |          |
| 固定资产         | 621   | 797   | 1,328  | 1,840  | 摊薄每股收益(元)       | 0.31     | 0.17     | 0.50     | 0.75     |
| 短期借款         | -     | 40    | 840    | 750    | 每股经营现金流(元)      | 1.06     | 0.67     | -0.17    | -0.02    |
| 应付款项         | 157   | 220   | 388    | 488    | 市盈率             | 45.9     | 80.9     | 28.0     | 18.8     |
| 股东权益         | 1,193 | 1,299 | 2,602  | 2,819  | 市净率             | 3.5      | 3.2      | 1.6      | 1.5      |
| 总资产          | 1,735 | 2,054 | 3,853  | 4,179  | EV/EBITDA       | 18.0     | 39.4     | 17.3     | 12.5     |
|              |       |       |        |        | 现金分红收益率         | 0.7%     | 0.7%     | 2.1%     | 3.1%     |

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值 (2011-11-25)

| 公司名         | 代码     | 收盘价<br>2011-11-22 | 总市值<br>(百万元) | 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 |
|-------------|--------|-------------------|--------------|---------|-------|-------|-----|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|------|--------|
|             |        |                   |              | LTM     | 2011E | 2012E | LTM | 2011E | 2012E |           |       | LTM   | 2010A | LTM    | 2011E | LTM  | 2011E |      |        |
| 海正药业        | 600267 | 34.86             | 18,295       | 0.90    | 0.98  | 1.30  | 39x | 36x   | 27x   | 28x       | 3.7x  | 0.4%  |       | 10.9%  | 16%   | 4.2x | 5.6x  | 0.97 | 37%    |
| 华海药业        | 600521 | 14.25             | 7,675        | 0.37    | 0.50  | 0.75  | 39x | 29x   | 19x   | 40x       | 4.5x  | 0.7%  |       | 13.5%  | 6.1%  | 5.3x | 1.7x  | 0.27 | 108%   |
| 海翔药业        | 002099 | 22.45             | 3,625        | 0.55    | 0.79  | 1.09  | 41x | 29x   | 21x   | 26x       | 2.9x  | 0.9%  |       | 13%    | 16%   | 5.2x | 5.0x  | 0.65 | 44%    |
| 华邦制药        | 002004 | 43.24             | 5,708        | 1.15    | 1.25  | 1.53  | 38x | 35x   | 28x   | 31x       | 9.2x  | 0.0%  |       | 13%    | 0%    | 5.0x | 5.3x  | 1.45 | 24%    |
| 浙江医药        | 600216 | 25.03             | 11,265       | 2.41    | 2.80  | 3.12  | 10x | 9x    | 8x    | 8x        | 2.5x  | 2.8%  |       | 26%    | 26%   | 2.7x | 2.3x  | 0.83 | 11%    |
| 新和成         | 002001 | 22.37             | 16,239       | 1.71    | 1.90  | 2.17  | 13x | 12x   | 10x   | 11x       | 4.1x  | 2.2%  |       | 23%    | 24%   | 3.0x | 2.7x  | 0.60 | 20%    |
| 海南海药        | 000566 | 26.03             | 6,445        | 0.58    | 0.58  | 0.70  | 45x | 45x   | 37x   | 81x       | 9.4x  | 0.0%  |       | 10.0%  | 11%   | 4.5x | 4.6x  | 0.36 | 127%   |
| 联化科技        | 002250 | 22.20             | 8,813        | 0.67    | 0.73  | 1.01  | 33x | 30x   | 22x   | 30x       | 3.6x  | 0.9%  |       | 15%    | 18%   | 5.1x | 5.0x  | 0.74 | 41%    |
| 海普瑞         | 002399 | 33.50             | 26,807       | 0.96    | 1.21  | 1.21  | 35x | 28x   | 28x   | 20x       | 8.9x  | 6.0%  |       | 10%    | 11%   | 3.5x | 3.0x  | 2.63 | -11%   |
| 华北制药        | 600812 | 9.17              | 9,432        | 0.03    | 0.58  | 0.89  |     | 16x   | 10x   | 20x       | 0.7x  | 0.0%  |       | 2%     | 38%   | 7.8x | 5.7x  | 0.17 | 94%    |
| 兄弟科技        | 002562 | 30.04             | 3,205        | 0.48    | 0.86  | 1.77  | 62x | 35x   | 17x   | 33x       | 5.0x  | 0.0%  |       | 6.1%   | 10%   | 3.8x | 3.6x  | 0.37 | 93%    |
| 化学原料药——中值   |        |                   | 3,820        |         |       |       | 39x | 29x   | 21x   | 28x       | 4.3x  | 0.4%  |       | 7.7%   | 11%   | 3.8x | 3.3   | 0.53 | 39%    |
| 品牌中药——中值    |        |                   | 7,858        |         |       |       | 39x | 32x   | 25x   | 34x       | 6.1x  | 1.3%  |       | 12%    | 13%   | 4.4x | 4.0   | 1.09 | 31%    |
| 现代中药——中值    |        |                   | 4,245        |         |       |       | 37x | 33x   | 25x   | 31x       | 6.3x  | 0.7%  |       | 10%    | 12%   | 4.2x | 4.4   | 0.94 | 32%    |
| 恒瑞医药        | 600276 | 30.18             | 33,927       | 0.74    | 0.84  | 1.11  | 41x | 36x   | 27x   | 37x       | 8.0x  | 0.3%  |       | 20%    | 15%   | 8.2x | 5.4   | 1.16 | 31%    |
| 科伦药业        | 002422 | 52.00             | 24,960       | 1.87    | 2.00  | 2.65  | 28x | 26x   | 20x   | 31x       | 5.2x  | 1.0%  |       | 12%    | 10%   | 3.3x | 1.7   | 0.67 | 39%    |
| 华东医药        | 000963 | 27.70             | 12,023       | 0.86    | 0.93  | 1.18  | 32x | 30x   | 23x   | 23x       | 1.1x  | 0.0%  |       | 22%    | 27%   | 7.2x | 7.3   | 1.10 | 27%    |
| 康芝药业        | 300086 | 15.24             | 3,048        | 0.30    | 0.74  | 1.00  | 51x | 20x   | 15x   | 20x       | 10.0x | 2.0%  |       | 3%     | 3%    | 1.6x | 4.7   | 1.02 | 20%    |
| 仙琚制药        | 002332 | 12.92             | 4,411        | 0.39    | 0.40  | 0.55  | 34x | 32x   | 23x   | 25x       | 2.7x  | 2.7%  |       | 12%    | 12%   | 4.0x | 3.8   | 1.29 | 25%    |
| 誉衡药业        | 002437 | 21.15             | 5,922        | 0.47    | 0.66  | 0.88  | 45x | 32x   | 24x   | 30x       | 10.3x | 2.4%  |       | 6%     | 7%    | 2.7x | 2.7   | 1.22 | 26%    |
| 白云山A        | 000522 | 12.16             | 5,704        | 0.53    | 0.59  | 0.77  | 23x | 21x   | 16x   | 17x       | 1.6x  | 0.4%  |       | 18%    | 21%   | 4.2x | 4.3   | 0.63 | 33%    |
| 信立泰         | 002294 | 32.61             | 11,844       | 1.07    | 1.13  | 1.48  | 31x | 29x   | 22x   | 29x       | 8.4x  | 1.8%  |       | 19%    | 19%   | 5.9x | 5.1   | 1.27 | 23%    |
| 化学制剂药——中值   |        |                   | 4,617        |         |       |       | 39x | 34x   | 26x   | 27x       | 5.6x  | 0.9%  |       | 11%    | 12%   | 3.4x | 3.8   | 1.15 | 26%    |
| 生物制药——中值    |        |                   | 4,928        |         |       |       | 35x | 35x   | 29x   | 28x       | 8.2x  | 0.5%  |       | 12%    | 12%   | 4.5x | 4.9   | 1.26 | 25%    |
| 医疗服务——中值    |        |                   | 7,376        |         |       |       | 71x | 56x   | 39x   | 45x       | 11.0x | 0.3%  |       | 13%    | 17%   | 9.5x | 9.5   | 1.20 | 47%    |
| 医疗器械——中值    |        |                   | 3,312        |         |       |       | 45x | 39x   | 28x   | 48x       | 9.0x  | 0.5%  |       | 11%    | 13%   | 4.7x | 4.8   | 1.04 | 39%    |
| 丽珠集团        | 000513 | 22.48             | 5,600        | 1.25    | 1.28  | 1.42  | 18x | 18x   | 16x   | 9x        | 1.9x  | 0.4%  |       | 13%    | 12%   | 2.3x | 2.1   | 2.65 | -7%    |
| 哈药股份        | 600664 | 9.00              | 14,531       | 0.72    | 0.85  | 0.94  | 13x | 11x   | 10x   | 10x       | 1.1x  | 6.4%  |       | 17%    | 18%   | 2.2x | 2.0   | 1.06 | 10%    |
| 复星医药        | 600196 | 9.73              | 18,530       | 0.63    | 0.69  | 0.71  | 16x | 14x   | 14x   | 16x       | 3.2x  | 1.0%  |       | 11%    | 14%   | 1.7x | 1.9   | 0.57 | 25%    |
| 三九医药        | 000999 | 19.97             | 19,549       | 0.81    | 0.89  | 1.12  | 25x | 22x   | 18x   | 17x       | 3.9x  | 1.5%  |       | 17%    | 18%   | 4.1x | 4.0   | 1.42 | 16%    |
| 双鹤药业        | 600062 | 17.13             | 9,793        | 0.87    | 1.01  | 1.26  | 20x | 17x   | 14x   | 13x       | 1.7x  | 1.3%  |       | 12%    | 13%   | 2.3x | 2.3   | 0.76 | 22%    |
| 综合性制药企业——中值 |        |                   | 9,279        |         |       |       | 19x | 18x   | 16x   | 16x       | 1.9x  | 0.4%  |       | 11%    | 14%   | 2.3x | 2.5   | 0.88 | 21%    |
| 国药股份        | 600511 | 14.96             | 7,163        | 0.59    | 0.65  | 0.75  | 25x | 23x   | 20x   | 17x       | 1.1x  | 1.0%  |       | 19%    | 22%   | 4.8x | 5.1   | 2.90 | 8%     |
| 上海医药        | 601607 | 14.54             | 28,973       | 0.99    | 0.80  | 0.79  | 15x | 18x   | 18x   | 16x       | 0.6x  | 1.0%  |       | 8%     | 14%   | 1.1x | 2.6   | 2.50 | 7%     |
| 九州通         | 600998 | 11.93             | 16,947       | 0.25    | 0.30  | 0.38  | 47x | 39x   | 31x   | 31x       | 0.7x  | 0.8%  |       | 9%     | 10%   | 4.2x | 4.0   | 1.66 | 24%    |
| 南京医药        | 600713 | 5.46              | 3,787        | -0.03   | 0.06  | 0.09  |     | 97x   | 63x   | 30x       | 0.2x  | 0.7%  |       | -2%    | 3%    | 2.8x | 3.7   | 0.64 | 153%   |
| 一致药业        | 000028 | 27.63             | 7,160        | 1.12    | 1.19  | 1.50  | 25x | 23x   | 18x   | 19x       | 0.5x  | 0.4%  |       | 24%    | 25%   | 5.9x | 5.8   | 0.82 | 28%    |
| 医药商业——中值    |        |                   | 3,787        |         |       |       | 34x | 28x   | 26x   | 31x       | 0.9x  | 0.7%  |       | 8%     | 3%    | 3.5x | 4.2   | 0.74 | 31%    |
| 全行业——中值     |        |                   | 4,738        |         |       |       | 38x | 32x   | 25x   | 30x       | 5.4x  | 0.5%  |       | 10%    | 12%   | 4.0x | 4.1   | 0.97 | 31%    |

资料来源: WIND, 中金公司研究部

本行以下内容属于模板, 请勿删除或修改

---

## 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：分析师估测 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