

证券研究报告

医药生物

强烈推荐 (维持)

证券分析师

凌军

投资咨询资格编号
S1060209110193
22624694
lingjun004@pingan.com.cn

片仔癀 (600436)

金糖宁获批中药保护品种，有利于华润合资公司做大做强

事项：

2012 年 1 月 6 日，公司公告金糖宁胶囊获批为国家中药保护品种。保护级别为：二级；保护期为七年，自 2011 年 12 月 19 日起至 2018 年 12 月 19 日止。

■ 金糖宁胶囊疗效不输拜耳制药拜糖苹

金糖宁胶囊是漳州片仔癀药业与中国医学科学院药物研究所共同研制的新中药制剂，目前国内降糖中成药市场上唯一一个作用机理明确，疗效显著的 2 型糖尿病用药。作为中药制剂，其作用机理与西药拜糖平一样，同为 α -葡萄糖苷酶抑制剂，同时又有相对西药毒副作用小，成本低等特点，故具有明显的市场及产品优势。根据我们查询到的数据，金糖宁胶囊在 2 型糖尿病上的疗效不输拜耳制药的拜糖苹。

■ 拜糖苹——2 型糖尿病口服药市场第一品牌

拜糖苹(Glucobay®)是拜耳制药在华增长最快的产品之一，2010 年全球销售金额为 3.58 亿欧元。2009 年在华销售额增长 28%达到 1.43 亿欧元，目前在中国口服降糖药市场占有率接近 40-50%，是不折不扣的口服降糖药第一品牌。

■ 中国已成糖尿病患者最多国家，2 型糖尿病患者占比超过 90%

卫生部最新一次对全国糖尿病患病情况调查的结果显示，全国糖尿病患者已有近 1 亿人。我国跃居为全球糖尿病患者人数最多的国家。2010 年我国口服糖尿病用药增长 17.2%，达到 3.8 亿美元；未来 5 年内，中国口服糖尿病用药的市场销售额将超过 6 亿美元，到 2018 年将达到 7 亿美元。在糖尿病患者中，2 型糖尿病所占的比例超过 90%。

■ 金糖宁是公司与华润合资的重要品种之一，有利于华润合资公司做大做强

根据公司 2011 年 11 月的公告，金糖宁是公司与华润合资的重要品种之一。片仔癀公司以 8 个品种与华润成立合资公司，作为启动华润收购片仔癀的先期合作行动。我们认为金糖宁中药保护品种的获取，有利于合资公司做大做强，早日启动战略收购谈判。

■ 维持“强烈推荐”评级

我们维持 2011-2013 年每股收益分别为 1.79、2.42 和 3.11 元的预测，对应 2012 年 1 月 5 日收盘价，PE 分别为 39.4、29.1、22.7 倍。我们看好公司与华润合作优势互补带来的价值提升，金糖宁中药保护品种获批使得两者股权收购谈判的日程表启动又迈进一步，维持“强烈推荐”评级。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、2 型糖尿病用药，疗效不输拜耳制药拜糖苹

1.1 疗效不输拜耳制药拜糖苹

金糖宁胶囊是漳州片仔癀药业与中国医学科学院药物研究所共同研制的新中药制剂，目前国内降糖中成药市场上唯一一个作用机理明确，疗效显著的 2 型糖尿病用药。作为中药制剂，其作用机理与西药拜糖平一样，同为 α -葡萄糖苷酶抑制剂，同时又有相对西药毒副作用小，成本低等特点，故具有明显的市场及产品优势。

金糖宁胶囊是我国第一个天然提取的复合糖苷酶抑制剂，是唯一疗效和机理明确的天然降糖药物。含有的脱氧野尻霉素等有效成分不仅可以抑制糖苷酶，还具有选择性抑制双糖酶的优点，从而减少了糖尿病患者使用阿卡波糖类化学降糖药物时出现的胃肠道紊乱等副作用。金糖宁中更多的黄酮类有效成分能降低血脂，保护血管壁，减少糖尿病的并发症。

根据我们查询到的数据，金糖宁胶囊在 2 型糖尿病上的疗效不输拜耳制药的拜糖苹。

图表1 对正常小鼠蔗糖负荷后血糖升高的影响

组 别	血糖峰值 (mmol/L)	峰值时间 (min.)	AUC (mmol/L .hr)
对照组	9.0 $\pm$ 1.6	30	12.9 $\pm$ 2.8
金糖宁胶囊 0.45	7.6 $\pm$ 0.6	60	12.2 $\pm$ 1.9
金糖宁胶囊 0.9	6.8 $\pm$ 1.9	60	10.6 $\pm$ 3.0
金糖宁胶囊 1.8	5.4 $\pm$ 1.3 **	60	9.2 $\pm$ 2.2 **
拜唐苹	5.0 $\pm$ 1.6 ***	120	9.2 $\pm$ 2.7 **

- AUC为血糖曲线下面积；与对照组比较* P<0.05,** P<0.01, *** p<0.001；金糖宁胶囊剂量为g/kg
- 实验表明，金糖宁胶囊能减少正常小鼠口服蔗糖后的血糖曲线下面积，使血糖峰值明显下降并后移，与拜唐苹的作用基本一致，且呈一定量效关系。

资料来源：平安证券研究所

图表2 对正常小鼠淀粉负荷后血糖升高的影响

组 别	血糖峰值 (mmol/L)	峰值时间 (min.)	AUC (mmol/L .hr)
对照组	9.4 $\pm$ 2.1	30	12.0 $\pm$ 2.6
金糖宁胶囊 0.45	6.8 $\pm$ 1.4 **	60	10.6 $\pm$ 1.6
金糖宁胶囊 0.9	6.2 $\pm$ 0.6 **	60	10.3 $\pm$ 1.6
金糖宁胶囊 1.8	4.4 $\pm$ 0.4 ***	120	8.3 $\pm$ 1.4 ***
拜唐苹	4.2 $\pm$ 0.5 ***	30	8.1 $\pm$ 1.1 ***

- AUC为血糖曲线下面积；与对照组比较 ** P<0.01, *** p<0.001；金糖宁胶囊剂量为g/kg
- 结果说明，金糖宁胶囊能使正常小鼠口服淀粉负荷后血糖峰值明显降低并后移，使血糖曲线下面积明显减少，呈一定量效关系。

资料来源：平安证券研究所

图表3 对正常小鼠葡萄糖负荷后血糖升高的影响

组 别	血糖峰值 (mmol/L)	峰值时间 (min.)	AUC (mmol/L .hr)
对照组	10.2 ± 1.9	30	14.6 ± 2.1
金糖宁胶囊 0.45	9.7 ± 1.3	30	14.2 ± 1.8
金糖宁胶囊 1.8	9.4 ± 1.9	30	14.8 ± 1.7
拜唐苹	10.7 ± 2.4	30	15.1 ± 2.6

- AUC为血糖曲线下面积；金糖宁胶囊剂量为g/kg
- 结果说明，金糖宁胶囊和拜唐苹类似，对正常小鼠口服葡萄糖负荷后的血糖升高无明显影响。说明该药物不直接影响葡萄糖自肠道的吸收。

资料来源：平安证券研究所

图表4 对四氧嘧啶高血糖小鼠蔗糖负荷后血糖升高的影响

组 别	血糖峰值 (mmol/L)	峰值时间 (min.)	AUC (mmol/L .hr)
对照组	22.6 ± 1.7	30	39.0 ± 4.2
金糖宁胶囊 0.6	19.3 ± 2.7 **	60	34.2 ± 4.8 *
金糖宁胶囊 1.2	17.1 ± 1.3 ***	60	30.8 ± 2.8 ***
金糖宁胶囊 1.8	14.8 ± 1.8 ***	60	28.2 ± 4.8 ***
拜唐苹	17.3 ± 2.6 ***	60	30.7 ± 4.3 ***

- AUC为血糖曲线下面积；与对照组比较 * P<0.05, ** P<0.01, *** p<0.001；金糖宁胶囊剂量为g/kg
- 实验表明，不同剂量的金糖宁胶囊，可明显减少四氧嘧啶高血糖小鼠口服蔗糖负荷后血糖的升高，明显减少血糖曲线下面积，使血糖峰值后移，其作用与拜唐苹类似。

资料来源：平安证券研究所

图表5 对四氧嘧啶高血糖小鼠淀粉负荷后血糖升高的影响

组 别	血糖峰值 (mmol/L)	峰值时间 (min.)	AUC (mmol/L .hr)
对照组	24.4 ± 1.3	30	40.6 ± 4.4
金糖宁胶囊 0.6	23.0 ± 2.9	60	36.6 ± 5.9
金糖宁胶囊 1.2	21.3 ± 3.1 **	60	35.9 ± 4.6 *
金糖宁胶囊 1.8	19.3 ± 2.2 ***	60	32.9 ± 3.9 ***
拜唐苹	17.0 ± 2.9 ***	60	31.3 ± 5.9 ***

- AUC为血糖曲线下面积；与对照组比较 * P<0.05, ** P<0.01, *** p<0.001；金糖宁胶囊剂量为g/kg
- 结果说明，不同剂量的金糖宁胶囊，能抑制四氧嘧啶高血糖小鼠口服淀粉负荷后血糖的升高，减少血糖曲线下面积，使血糖峰值后移。

资料来源：平安证券研究所

1.2 拜糖苹——2 型糖尿病口服药市场第一品牌

唐糖苹(Glucobay®)是拜耳制药在华增长最快的产品之一，2010 年全球销售金额为 3.58 亿欧元。2009 年在华销售额增长 28%达到 1.43 亿欧元，目前在中国口服降糖药市场占有率接近 40-50%，是不折不扣的口服降糖药第一品牌。

图表6 拜耳制药拜糖苹全球销售额（百万欧元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-9 月
全球	273	287	278	295	308	298	304	315	358	260
增速	-	5.1%	-3.1%	6.1%	4.4%	-3.2%	2.0%	3.6%	13.7%	2.3%

资料来源：平安证券研究所

临床上常用的五大类口服降糖药（二甲双胍类、磺脲类、噻唑烷二酮类、 α -葡萄糖苷酶抑制剂及格列奈类）均为处方药。如上所述，金糖宁和拜糖苹均属于 α -糖苷酶抑制剂类。

α -糖苷酶抑制剂是一类口服降糖药，其临床使用的制剂品种有阿卡波糖、伏格列波糖、米格列醇等，其中以阿卡波糖应用最广泛。该药几乎不被吸收入血，在肠道内发挥作用，其降糖机制是通过竞争性抑制小肠上段上皮细胞内的 α -糖苷酶，使双糖向单糖的转化减少，从而延缓碳水化合物的吸收，使餐后血糖曲线比较低平，长期应用可减轻葡萄糖毒性，减轻胰岛素 β 细胞的负荷及胰岛素抵抗。

天然 α -葡萄糖苷酶抑制剂（glucosidase inhibitor）主要源于动物、植物、微生物，目前已上市并在临床上应用的 α -葡萄糖苷酶抑制剂类降糖药主要有：拜糖平（阿卡波糖），每片 50 毫克（德国拜耳）；卡博平（阿卡波糖），每片 50 毫克（中美华东）；倍欣（伏格列波糖），每片 0.2 毫克（天津武田）；奥恬苹（米格列醇，miglitol），每片 50 毫克（四川维奥）。其中拜唐苹及卡博平为医保药物，倍欣与奥恬苹尚未进入国家医保目录。

图表7 2011年进行招标的 α -葡萄糖苷酶抑制剂用药（元）

通用名	商品名	剂型	规格	转换比	中标价	生产企业	省份
阿卡波糖片	拜唐苹	片剂	50mg	30	65.67	拜耳医药	贵州
阿卡波糖片	拜唐苹	片剂(素片)	50mg	30	67.06	拜耳医药	广西
阿卡波糖片	卡博平	片剂(素片)	50mg	30	46.94	中美华东	广西
阿卡波糖片	卡博平	片剂	50mg	30	43.46	中美华东	贵州
阿卡波糖片	卡博平	片剂	50mg	45	64.23	中美华东	贵州
阿卡波糖片	卡博平	片剂(素片)	50mg	30	46.94	中美华东	广西
伏格列波糖片	倍欣	片剂(素片)	0.2mg	30	57.13	天津武田	广西
米格列醇片	奥恬苹	片剂(素片)	50mg	30	59.47	四川维奥	广西

资料来源：南方医药研究所、平安证券研究所

二、中国已成糖尿病患者最多国家，2 型糖尿病患者占比超过 90%

卫生部最新一次对全国糖尿病患病情况调查的结果显示,全国糖尿病患者已有近 1 亿人,跃居为全球糖尿病患者人数最多的国家。根据中华医学会糖尿病学分会最新的流行病学调查数据,中国 2 型糖尿病患病率已经达到 9.7%,这个发展趋势将驱动中国对糖尿病治疗产品需求的不断增加。

据 IMS 数据显示,2009 年,中国口服糖尿病用药的市场销售额已达 3.24 亿美元;2010 年增长 17.2%,达到 3.8 亿美元;未来 5 年内,中国口服糖尿病用药的市场销售额将超过 6 亿美元,到 2018 年将达到 7 亿美元。

糖尿病(Diabetes)分 1 型糖尿病、2 型糖尿病、妊娠糖尿病及其他特殊类型的糖尿病。在糖尿病患者中,2 型糖尿病所占的比例约为 95%。

三、金糖宁是公司和华润合资的重要品种之一

根据公司 2011 年 11 月的公告,金糖宁是公司和华润合资的重要品种之一。片仔癀以 8 个品种与华润成立合资公司,作为启动华润收购片仔癀的先期合作行动。我们认为金糖宁中药保护品种的获取,有利于合资公司做大做强收入,早日启动战略收购谈判。

图表8 华润与片仔癀合资公司销售的8个品种

品种	成分	主治	备注
茵胆平肝胶囊	茵陈、龙胆、黄芩、猪胆粉、栀子、白芍(炒)、当归、甘草	急性黄疸型肝炎,以及慢性肝炎。	独家产品;中药保护品种
护肝片	柴胡、茵陈、板蓝根、五味子、猪胆粉、绿豆。	降低转氨酶,慢性肝炎及早期肝硬化等。	
心舒宝片	丹参、白芍、刺五加、郁金、山楂。	冠心病,气虚血瘀引起的胸闷,心绞痛,以及高血压、高血脂、动脉硬化等。	
金糖宁胶囊	蚕沙、甘草	2 型糖尿病属湿浊中阻兼血瘀证	纯中药制剂,与西药拜糖苹有相同的治疗机理
复方片仔癀含片	蟾蜍菊、肿节风、玄参、麦冬、甘草、片仔癀、薄荷脑。	风热上攻,肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎。	
复方片仔癀软膏	片仔癀粉、季德胜蛇药片。	带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮	国家二级中药保护品种
复方片仔癀痔疮软膏	片仔癀、珍珠粉、琥珀、冰片	内、外痔,混合痔。	
片仔癀润喉糖	糖、葡萄糖浆、水、天然植物、天然香料、薄荷。		

资料来源:公司资料、平安证券研究所

四、维持“强烈推荐”评级

我们维持 2011–2013 年每股收益分别为 1.79、2.42 和 3.11 元的预测，对应 2012 年 1 月 5 日收盘价，PE 分别为 39.4、29.1、22.7 倍。我们看好公司与华润合作优势互补带来的价值提升，金糖宁中药保护品种获批使得两者股权收购谈判的启动日程表又迈进一步，维持“强烈推荐”评级。

图表9 盈利预测表

百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	694.75	867.31	1018.41	1194.97	1391.20
营业成本	430.40	533.08	569.74	621.05	676.23
营业税金及附加	5.47	8.20	9.63	11.30	13.15
销售费用	51.03	59.50	82.49	101.57	118.25
销售费用率	7.34%	6.86%	8.10%	8.50%	8.50%
管理费用	54.79	64.46	75.69	88.81	103.40
管理费用率	7.89%	7.43%	7.43%	7.43%	7.43%
财务费用	6.10	6.33	3.75	-2.69	-12.31
利润总额	153.19	232.32	298.51	403.91	517.67
所得税	22.94	37.62	46.52	64.17	81.46
所得税率	14.97%	16.19%	15.58%	15.89%	15.74%
净利润	130.25	194.70	251.99	339.74	436.21
少数股东损益	0.59	0.57	0.73	0.99	1.27
归属于母公司所有者的净利润	129.66	194.13	251.26	338.75	434.95
每股收益(摊薄, 元)	0.93	1.39	1.79	2.42	3.11
同比(%)	-8%	50%	29%	35%	28%
PE			41.6	30.9	24.0

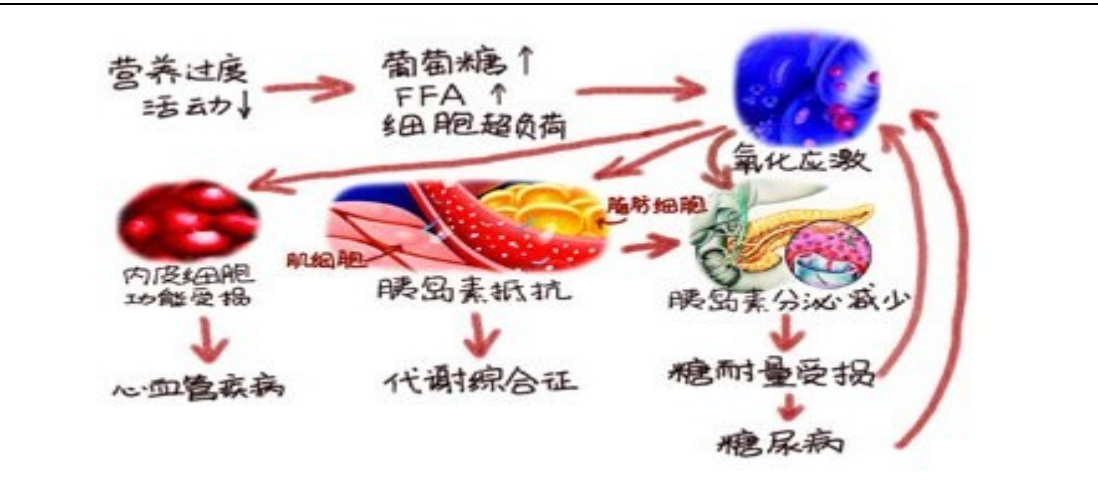
资料来源：公司资料、平安证券研究所

五、糖尿病知识简介

"糖尿病"是一种血液中的葡萄糖容易堆积过多的疾病。一旦患上“糖尿病”，人体的麻烦随之而至，因为免疫功能减弱，容易感染由感冒、肺炎、肺结核所引起的各种感染疾病，而且不易治愈。并且选择性地破坏细胞，吞噬细胞。抗癌细胞的防御机能会大大减弱，至使癌细胞活跃、聚集。难怪有这样的说法，一旦得了“糖尿病”，寿命减去十多年。

人体在高血糖和高游离脂肪酸（FFA）的刺激下，自由基大量生成,进而启动氧化应激。氧化应激信号通路的激活会导致胰岛素抵抗（IR）、胰岛素分泌受损和糖尿病血管病变。由此可见，氧化应激不仅参与了 2 型糖尿病的发病过程，也构成糖尿病晚期并发症的发病机制。

图表10 2型糖尿病发病机理



资料来源：平安证券研究所

图表11 糖尿病的并发症



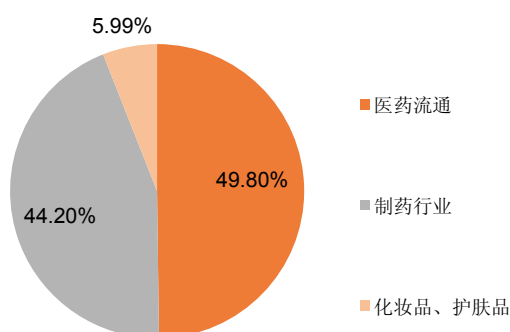
资料来源：平安证券研究所

六、核心信息附录

6.1 公司业务概要

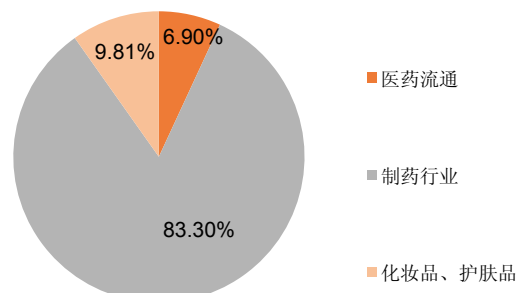
2010 年公司实现营业收入 8.67 亿元，比上年增长 24.84%。归属于母公司股东的净利润 1.94 亿元，比上年增长 49.72%。

图表12 2010年分行业收入占比



资料来源：平安证券研究所

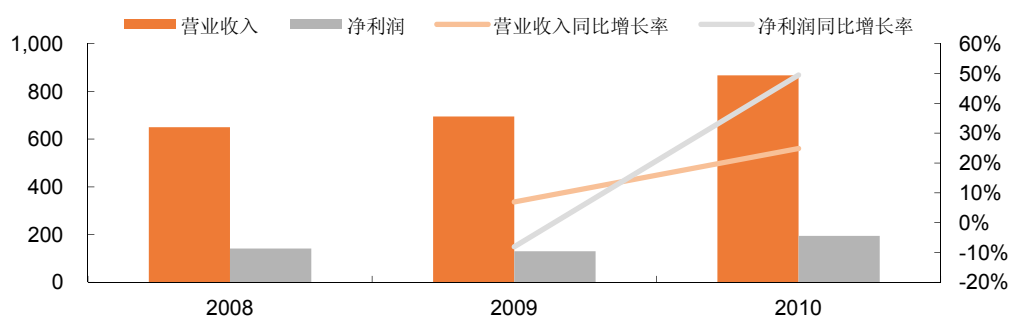
图表13 2010年分行业毛利占比



资料来源：平安证券研究所

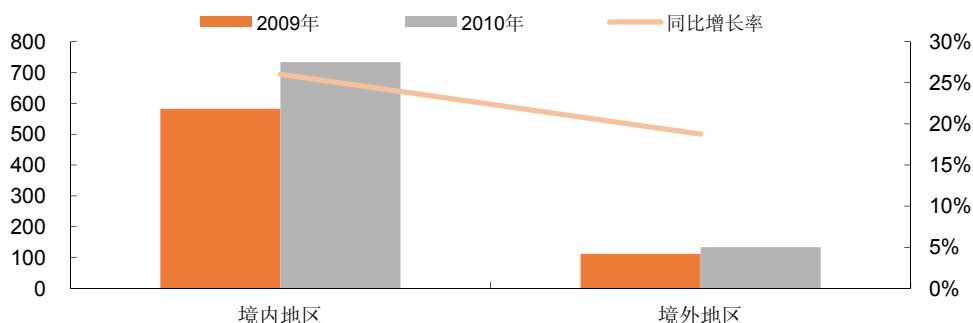
2008 年度、2009 年度和 2010 年度，公司营业收入分别为 649,74.35 万元、694,74.98 万元和 867,31.46 万元，2009 年度和 2010 年度营业收入较上年度分别同比增长 6.93%和 24.84%。

图表14 2008-2010年公司营业收入和净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

图表15 2009-2010年主营业务分地区情况（单位：百万元）

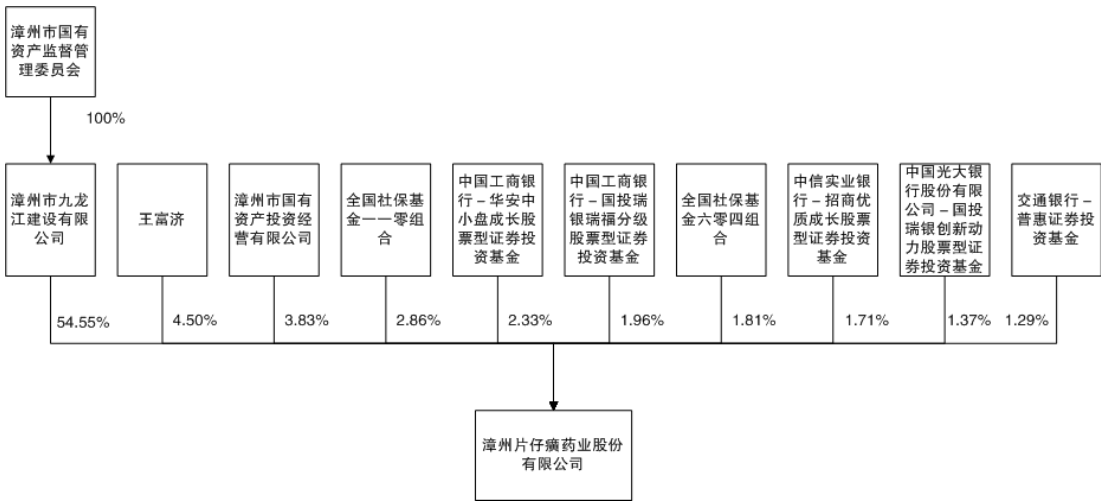


资料来源：平安证券研究所

6.2 股权结构

漳州九龙江建设有限公司成为本公司控股股东,持有本公司股份 7,636.80 万股,约占总股本 54.55%。
公司实际控制人为漳州市国有资产监督管理委员会。

图表16 公司股权结构



资料来源：平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	752	722	886	1192	营业收入	695	867	1018	1195
现金	240	228	268	545	营业成本	430	533	570	621
应收账款	121	121	160	178	营业税金及附加	5	8	10	11
其他应收款	13	3	12	9	营业费用	51	60	82	102
预付账款	35	24	36	33	管理费用	55	64	76	89
存货	333	336	400	414	财务费用	6	6	4	-3
其他流动资产	9	10	11	13	资产减值损失	0	-30	-15	-22
非流动资产	532	725	707	690	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	177	51	51	51	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	183	158	155	145	营业利润	153	231	298	403
无形资产	41	52	50	48	营业外收入	2	3	2	2
其他非流动资产	132	463	451	446	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1285	1447	1593	1881	利润总额	153	232	299	404
流动负债	352	249	253	192	所得税	23	38	47	64
短期借款	213	88	83	0	净利润	130	195	252	340
应付账款	62	87	88	99	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	77	75	82	93	归属母公司净利润	130	194	251	339
非流动负债	75	114	101	110	EBITDA	175	255	318	418
长期借款	20	30	30	30	EPS (元)	0.93	1.39	1.79	2.42
其他非流动负债	55	84	71	80					
负债合计	427	363	354	302	主要财务比率				
少数股东权益	33	34	35	36	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	367	467	467	467	营业收入	6.9%	24.8%	17.4%	17.3%
留存收益	320	445	598	937	营业利润	-9.2%	51.4%	28.8%	35.4%
归属母公司股东权	825	1050	1205	1543	归属于母公司净利润	-8.0%	49.7%	29.4%	34.8%
负债和股东权益	1285	1447	1593	1881	获利能力				
					毛利率(%)	38.0%	38.5%	44.1%	48.0%
					净利率(%)	18.7%	22.4%	24.7%	28.3%
					ROE(%)	15.7%	18.5%	20.9%	21.9%
					ROIC(%)	12.6%	16.9%	19.1%	21.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.3%	25.1%	22.2%	16.0%
					净负债比率(%)	54.43%	32.38%	31.83%	9.94%
					流动比率	2.14	2.90	3.51	6.22
					速动比率	1.19	1.55	1.93	4.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.69
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.53	7.14	6.52	6.67
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.39	1.79	2.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.47	1.01	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.50	8.60	11.02
					估值比率				
					P/E	74.78	49.95	38.59	28.62
					P/B	11.76	9.24	8.05	6.28
					EV/EBITDA	52	36	29	22

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	130	205	142	351
净利润	130	195	252	340
折旧摊销	16	18	17	18
财务费用	6	6	4	-3
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-19	21	-112	-5
其他经营现金流	2	-29	-14	7
投资活动现金流	-33	-25	3	7
资本支出	30	39	0	0
长期投资	-5	13	0	0
其他投资现金流	-8	27	3	7
筹资活动现金流	-20	-192	-105	-80
短期借款	43	-125	-5	-83
长期借款	20	10	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	45	100	0	0
其他筹资现金流	-127	-177	-100	3
现金净增加额	77	-12	40	278

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257