

云南白药 (000538)

看好公司大健康战略布局

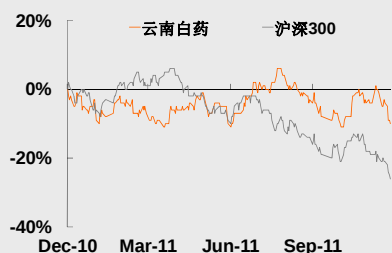
推荐 (首次)

现价: 49.78 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.yunnanbaiyao.com.cn
大股东/持股	云南白药控股有限公司 /41.52%
实际控制人/持股	云南省人民政府国有资产监督管理委员会 /41.52%
总股本(百万股)	694
流通 A 股(百万股)	629
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	368.23
流通 A 股市值(亿元)	341.87
每股净资产(元)	7.5
资产负债率(%)	43.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

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

投资要点

■ 白药系列保持 20%左右增长:

伤科止血圣药云南白药具有活血止痛、解毒消肿的功效,常用于治疗跌打损伤、瘀血肿痛、咳血便血及皮肤感染等病症,并已被制成散剂、胶囊、气雾剂、膏剂、酊水剂、创可贴等多种剂型,是国家一级保护品种、绝密配方之一。全部剂型都为基本药物目录独家品种。我们预计 2011 年云南白药系列剂型合计增长约 20%以上。随着 2012 年 10 多个省份基本药物的招标,我们认为 20%以上增长可持续。

■ 透皮系列呈现恢复性高增长, 预计增速为 40%:

公司透皮系列主要为云南白药膏、创可贴,以及新产品急救包系列。我们预计 2011 年透皮系列呈现 40%以上高增长,由于 2009 年透皮大幅提价导致 2010 年销量下降,2011 年恢复性增长的成份较大(公司于 2009 年 2 月及 10 月分别上调云南白药膏出厂价 80%及 30%;2009 年 10 月上调云南白药创可贴出厂价 30%)。

■ 健康事业部是公司未来战略重心:

2011 年公司提出了以“产业”为基础的“新白药、大健康”战略。公司健康事业部主要为牙膏、洗发系列和药妆系列产品。其中白药牙膏是健康产品收入和利润的主要构成部分,洗发系列和药妆系列是新产品。我们预计 2011 年保持 20%以上增长。新产品洗发系列和药妆系列都将协同利用白药牙膏的销售渠道和销售队伍,有望将成为健康事业部重要增长点。同时,基于公司大健康的战略布局,我们猜测公司未来有望向茶、酒,甚至医疗器械等领域发展。其中茶业已经在大股东旗下开始经营,成熟后有望注入上市公司。

■ 子公司收入利润口径将发生改变:

自 07 年以来,公司先后收购了兴中制药、健康产品、云健制药、紫云科技以及版纳制药等云南省国资委旗下医药公司。截止目前,云南白药基本已将云南省国资委旗下大部分医药资产整合完毕。我们预计公司 2011 年报子公司报表收入利润口径将有所调整。各子公司将实质上成为母公司的生产车间,产品由子公司销售给母公司,再经母公司出售。因此大部分利润将统一到母公司口径。

■ 首次给予“推荐”评级:

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.70、2.17、2.74 元,对应 2012 年 1 月 5 日收盘价 49.78 元,PE 分别为 29.28、22.94、18.17 倍。我们看好公司大健康战略,首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,172	10,075	10,712	13,201	14,129
YoY(%)	25.3	40.5	6.3	23.3	7.0
净利润(百万元)	604	926	1,185	1,512	1,905
YoY(%)	29.7	53.4	28.1	28.2	26.3
毛利率(%)	30.4	30.5	31.6	32.1	35.5
净利率(%)	8.4	9.2	11.1	11.4	13.5
ROE(%)	16.9	21.0	21.4	21.5	21.3
EPS(摊薄/元)	0.87	1.33	1.70	2.17	2.74
P/E(倍)	64.3	41.9	29.28	22.94	18.17
P/B(倍)	10.8	8.8	6.25	4.97	3.87

正文目录

一、药品系列、健康产品、透皮系列、医药商业是主要利润来源.....	4
1.1 市值最大的医药公司	4
1.2 药品系列、健康产品、透皮系列、医药商业是公司核心业务	4
二、药品系列将保持 20%左右的增长.....	5
2.1 药品系列将保持 20%左右的增长	5
2.2 透皮系列预计 2011 年达到 40%增长，主要为恢复性增长	6
2.3 透皮事业部将并入药品事业部	8
三、健康事业部——未来公司的发展重心	9
3.1 白药牙膏是健康事业部的主要品种	9
3.2 新白药——大健康.....	10
四、整体搬迁顺利，产能瓶颈得以解决	10
五、子公司收入和利润口径将发生改变	11
六、盈利预测和评级	11

图表目录

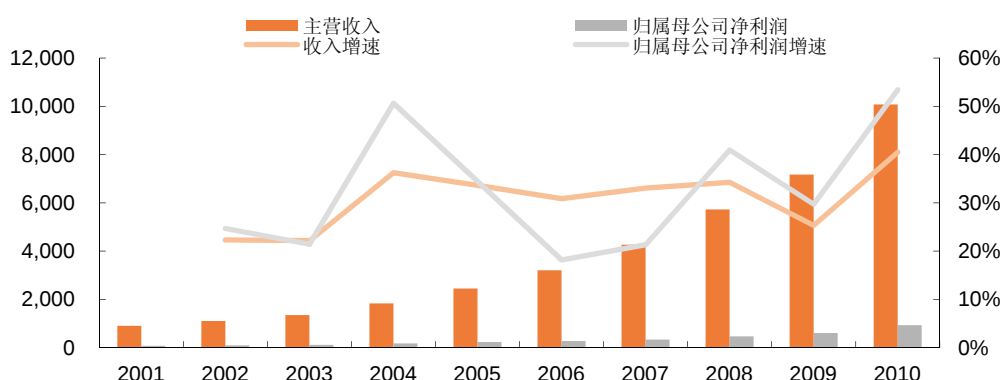
图表 1	云南白药过去 10 年收入和归属母公司净利润增速图（单位：百万元）	4
图表 2	医药股按市值和归属母公司净利润规模排名情况表	4
图表 3	云南白药 7 大事业部及职能	5
图表 4	七大会计部收入构成（2010）	5
图表 5	七大会计部净利润构成（2010）	5
图表 6	云南白药药品事业部中央产品核心品种	6
图表 7	云南白药药品事业部部分特色普药示意图	6
图表 8	透皮系列产品示意图	7
图表 9	云南白药急救包基本配置	7
图表 10	透皮系列收入增速图（单位：百万元）	8
图表 11	并入后事业部框架变化	8
图表 12	药品事业部收入增长示意图 -合并前（亿元）	8
图表 13	药品事业部收入增长示意图 合并后（亿元）	8
图表 14	健康产品事业部主要产品（2011）	9
图表 15	牙膏系列的收入增速图（单位：百万元）	9
图表 16	公司未来可能拓展的领域	10
图表 17	云南白药控股的红茶产品	10
图表 18	公司 2007 年以来收购的云南国资委医药资产	11
图表 19	盈利预测表（单位：百万元）	12
图表 20	分产品预测（单位：百万元）	12

一、药品系列、健康产品、透皮系列、医药商业是主要利润来源

1.1 市值最大的医药公司

过去 5 年，云南白药确定了“稳中央突两翼”的产品战略、“以全球资源聚焦中国市场”的研发战略以及“内生性增长与外延式扩张并举，技术创新与销售拉动同步”的发展策略。2010 年，公司实现营业收入 100.75 亿元，归属于上市公司股东的净利润 9.26 亿元，成为利润规模和市值最大的医药公司之一。

图表1 云南白药过去10年收入和归属母公司净利润增速图（单位：百万元）



资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

图表2 医药股按市值和归属母公司净利润规模排名情况表

排名	公司简称	总市值（百万元）	排名	公司简称	归属母公司净利润(百万元)
1	云南白药	36,796.12	1	上海医药	1,778.98
2	恒瑞医药	33,094.97	2	海普瑞	1,208.79
3	上海医药	29,793.13	3	新和成	1,158.21
4	东阿阿胶	28,090.23	4	浙江医药	1,143.60
5	康美药业	24,669.58	5	哈药股份	1,132.71
6	天士力	21,658.71	6	健康元	1,003.55
7	科伦药业	20,832.00	7	复星医药	1,000.34
8	海普瑞	19,764.94	8	云南白药	926.34
9	同仁堂	18,267.98	9	华润三九	859.10
10	华润三九	16,934.97	10	恒瑞医药	755.44

资料来源：WIND资讯，平安证券研究所；注：市值统计采用2011年12月30日收盘价，净利润采用2010年报

1.2 药品系列、健康产品、透皮系列、医药商业是公司核心业务

目前，公司已经形成省医药公司、药品事业部、健康事业部、透皮事业部、白药置业、原生药材事业部、海外事业部等 7 个事业部门，分管医药商业、白药及普药、牙膏及日化药妆、白药膏及创可贴、房地产、药材及保健品、海外销售等业务。

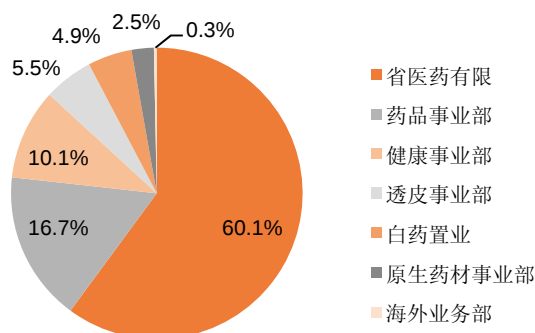
图表3 云南白药7大事业部及职能



资料来源：公司公告，平安证券研究所

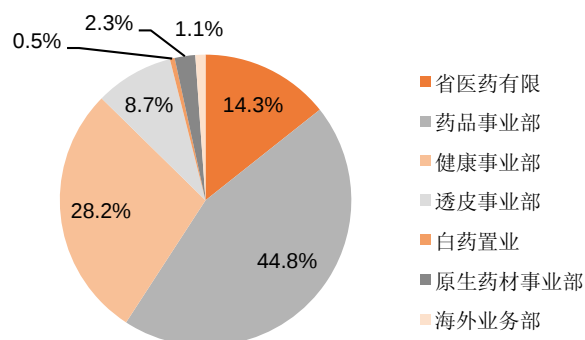
从收入和利润结构来看，药品（主要为云南白药的散剂、胶囊、气雾剂、汀剂以及妇科药宫血宁胶囊）系类、健康产品、透皮系列以及医药商业是公司主要利润来源。四者合计收入和净利润贡献分别为 92.4%和 96.1%。

图表4 七大事业部收入构成（2010）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 七大事业部净利润构成（2010）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

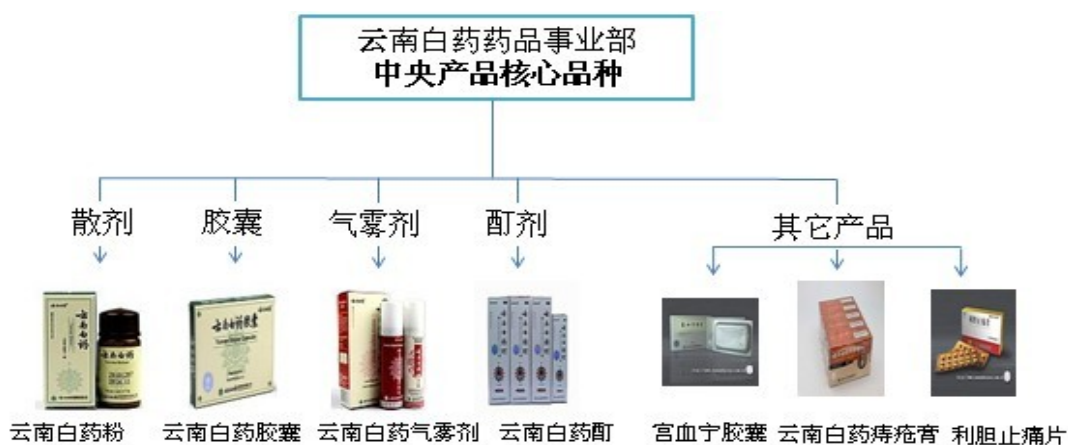
二、药品系列将保持 20%左右的增长

2.1 药品系列将保持 20%左右的增长

公司的药品系列主要报告中央产品和特色普药两个部分。中央产品主要为云南白药散剂、胶囊、气雾剂和酊剂，以及宫血宁、痔疮膏、利胆止痛片等产品。我们预计中央产品在药品事业部的

收入和净利润占比分别为 70%和 90%。因此，中央产品是拉动药品事业部收入和利润增长的核心部分。

图表6 云南白药药品事业部中央产品核心品种



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表7 云南白药药品事业部部分特色普药示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

云南白药具有活血止痛、解毒消肿的功效，常用于治疗跌打损伤、瘀血肿痛、咳血便血及皮肤感染等病症，并已被制成散剂、胶囊、气雾剂、膏剂、酏水剂、创可贴等多种剂型，是国家一级保护品种、绝密配方之一，是伤科止血圣药，全部剂型都为基本药物目录独家品种。我们预计 2011 年云南白药系列剂型合计增长约 20%以上。随着 2012 年 10 多个省份基本药物的招标，我们认为公司药品系列将维持 20%以上增长。

2.2 透皮系列预计 2011 年达到 40%增长，主要为恢复性增长

公司透皮系列主要包括云南白药膏、创可贴和急救包，我们测算三者之间的收入占比约为 5:4:1。其中，急救包属于公司推出的新产品，是以白药创可贴为中心设计的整合型产品。

图表8 透皮系列产品示意图



资料来源：公司网站、平安证券研究所

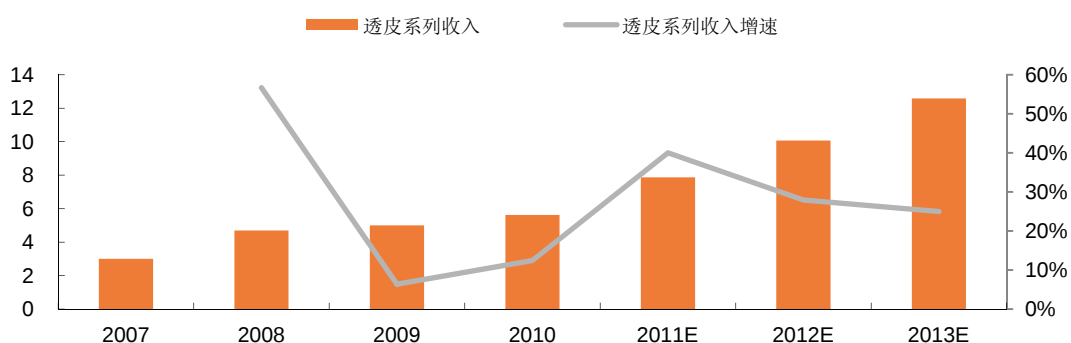
图表9 云南白药急救包基本配置

组件分类	组件名称	组件规格/尺寸	组件数量
清创消毒	洁尔灭棉棒	0.15ml,8 支/袋	1.00
	医用脱脂棉	25g	1.00
	云南白药创可贴	1.5cm × 2.3cm,4 片/袋	3.00
	云南白药创可贴	4.5cm × 6.0cm,1 片/袋	2.00
止血包扎敷料	外科纱布敷料		
	(纱布片, 灭菌级)	5cm × 7cm, 8 层,2 片/袋	3.00
	医用弹性绷带	7.5cm × 220cm	2.00
	压脉带	400mm × 25mm, 条	1.00
止血包扎固定绷带	弹力网帽	4.5cm	1.00
	医用透气胶带	1.25cm × 910cm	1.00
	安全剪刀	15cm	1.00
	醒脑快贴	5.0cm × 12.0cm, 2 片/袋	2.00
辅助	云南白药膏	6.5cm × 10cm,1 片/袋	2.00
	云南白药气雾剂	50g/60g	1.00
药品	手册	本	1.00
	外包	个	1.00

资料来源：公司网站、平安证券研究所

我们预计公司透皮系列增速达到 40%，主要因为 2010 年因提价引起的销量下滑，基数较低，因此属于恢复性增长（公司于 2009 年 2 月及 10 月分别上调云南白药膏出厂价 80%及 30%；2009 年 10 月上调云南白药创可贴出厂价 30%）。

图表10 透皮系列收入增速图（单位：百万元）

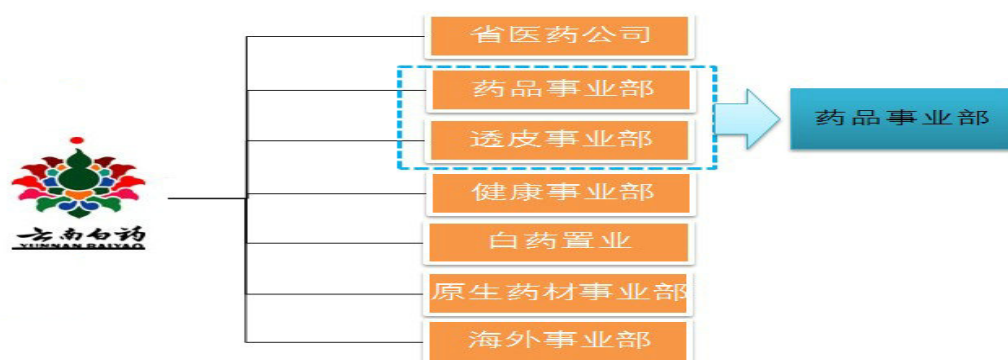


资料来源：平安证券研究所

2.3 透皮事业部将并入药品事业部

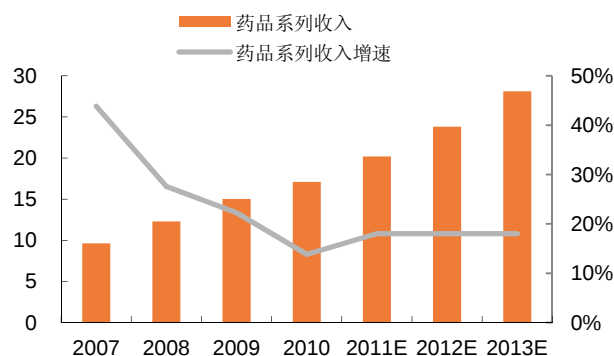
根据公司公告，云南白药透皮事业部将正式并入药品事业部。由于透皮白药膏和创可贴均是 OTC 药品，我们认为该合并将有利于公司管理资源进一步整合，管理效率提高。合并后，药品事业部将分成三个销售部分：销售一部负责中央药品销售，销售二部负责特色普药销售，销售三部负责原透皮系列销售。

图表11 并入后事业部框架变化



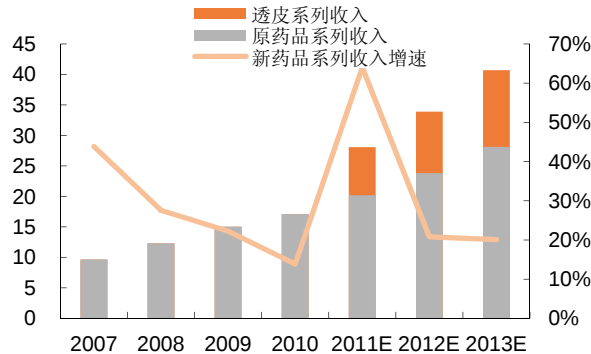
资料来源：平安证券研究所

图表12 药品事业部收入增长示意图-合并前（亿元）



资料来源：平安证券研究所

图表13 药品事业部收入增长示意图-合并后（亿元）



资料来源：平安证券研究所

三、健康事业部——未来公司的发展重心

3.1 白药牙膏是健康事业部的重点品种

目前，公司健康事业部的主要品种有牙膏、养元青洗发水、面膜以及千草堂止痒沐浴露等。其中牙膏的收入和利润占比超过 90%。

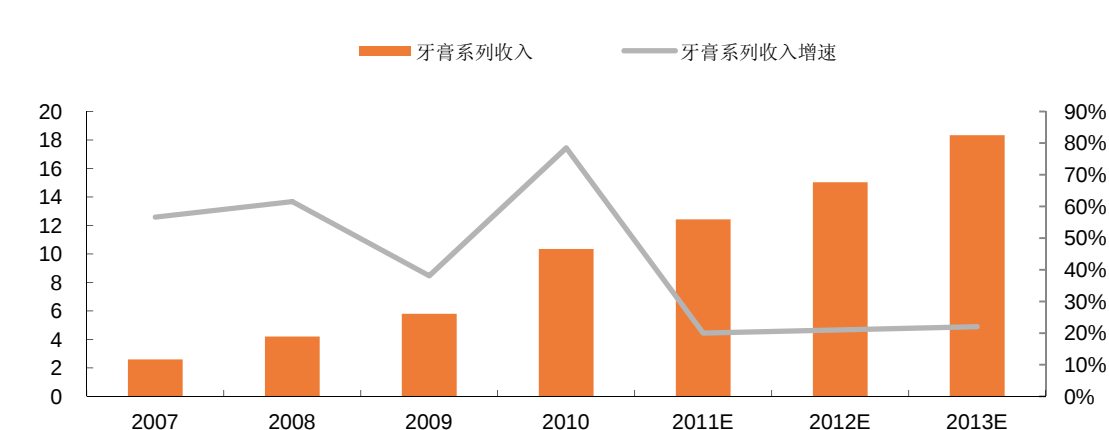
图表14 健康产品事业部主要产品（2011）



资料来源：平安证券研究所

2010 年白药牙膏在牙膏市场占有率约为 10%，占有率排名第六，已经是全国知名的牙膏品牌。我们认为牙膏仍将保持 20%以上的稳步增长。

图表15 牙膏系列的收入增速图（单位：百万元）

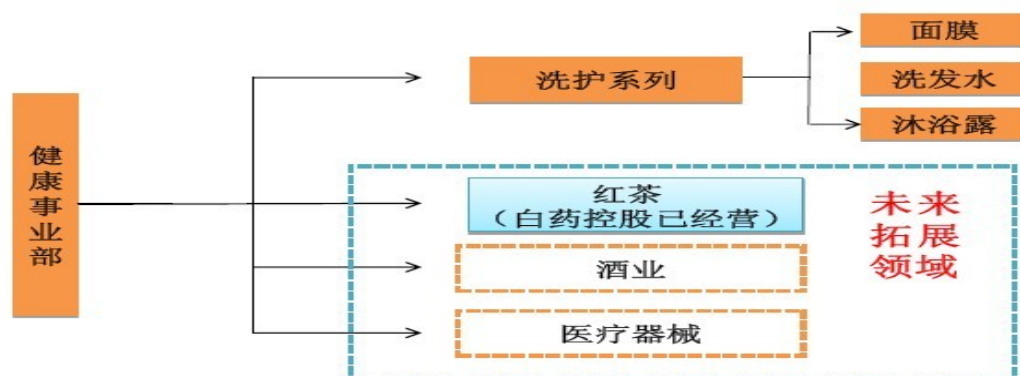


资料来源：平安证券研究所

3.2 新白药——大健康

2010年云南白药销售收入突破百亿大关，公司全面审视了自身的优势劣势，在评估自身资源和能力的基础上，进行了战略定位的全新调整，提出了以“产业”为基础的“新白药、大健康”战略。这意味着未来5年公司的战略重心为大健康领域的全面发展。

图表16 公司未来可能拓展的领域



资料来源：平安证券研究所

目前，公司健康领域主要为3.1所述的牙膏和洗护系列，我们预计未来公司健康领域将拓展至茶叶、酒业，甚至医疗器械、医疗服务等众多领域。目前，公司控股股东白药控股已经开始经营高端红茶，预计该产业成熟后将注入上市公司。

图表17 云南白药控股的红茶产品

茶系列	主要产品
天颐茶品	红瑞徕.百年红运 A、红瑞徕.百年红运 B、红瑞徕.百年红运 C 红瑞徕.传奇 1958、红瑞徕.传奇 1986 红瑞徕.福运满堂 A、红瑞徕.福运满堂 B 红瑞徕.共享红福、红瑞徕.盛世丰年、红瑞徕.开门得金

资料来源：公司网站、平安证券研究所

四、整体搬迁顺利，产能瓶颈得以解决

2011年11月25日，公司整体搬迁项目一期工程顺利完成，新的产业基地在昆明市呈贡区，该基地产能将能支撑未来120亿元的工业产值和120亿元的商业流通规模。

云南白药整体搬迁项目于2007年12月启动，项目占地1100亩，总体投资达到25亿元。其中，目前已完成的为一期项目，累计投资额15.97亿元，共有40余条现代化生产线，可进行包括胶囊剂、三级、气雾剂、片剂、颗粒剂等14个剂型的生产。

目前，公司颗粒剂、胶囊剂、散剂、气雾剂、酏剂以及医药商业物流的搬迁以及完成搬迁。整体搬迁的完成，标志着公司正式拥有国内一流的单体联合制剂厂房和最大的医药商业物流中心，从而形成医药产业集中度、聚焦化、柔性化发展趋势的核心竞争力。

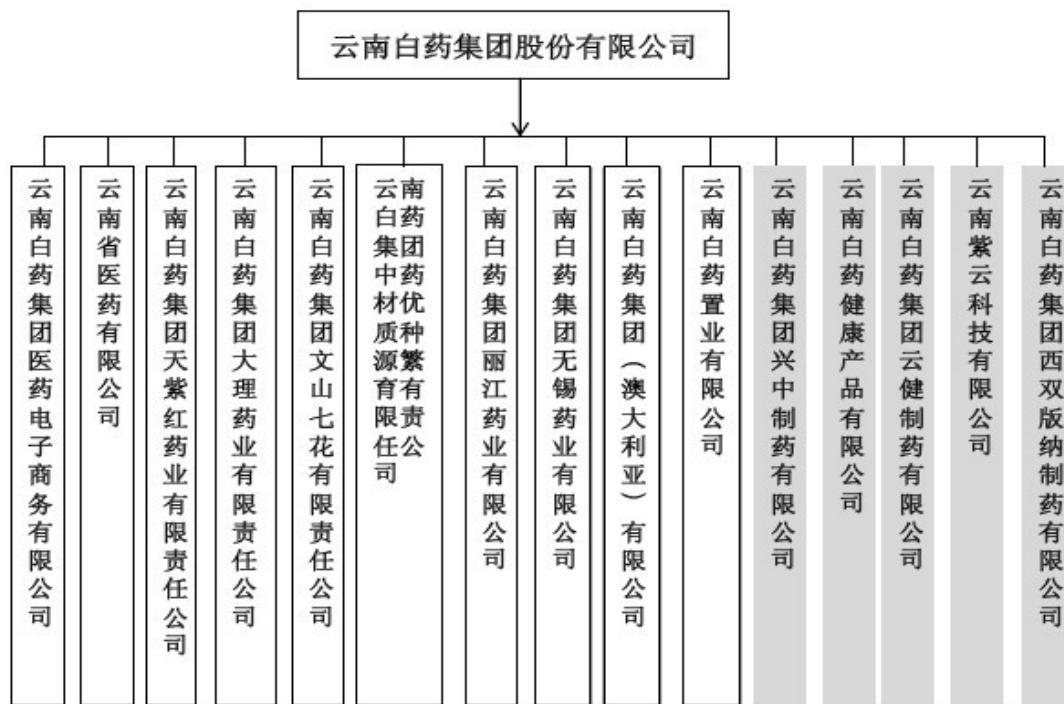
我们认为整体搬迁后，公司各项产品线不再存在产能瓶颈，有利于公司长期发展。不过有两点需要注意：

- 1、过去公司的产能已经通过统筹方式解决，因此不存在因产能扩张而呈现的爆发式增长。
- 2、2012年后新的生产基地将开始计提折旧，预计每年约4000万元。

五、子公司收入和利润口径将发生改变

至 2007 年以来，公司先后收购了兴中制药、健康产品、云健制药、紫云科技以及西双版纳制药等云南省国资委旗下医药公司。截止目前，云南白药基本已将云南省国资委旗下大部分医药资产整合完毕。我们预计公司 2011 年报子公司报表收入利润口径将有所调整。各子公司将实质上成为母公司的生产车间，产品由子公司销售给母公司，再经母公司出售。因此大部分利润将统一到母公司口径。

图表18 公司2007年以来收购的云南国资委医药资产



资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：灰色底纹公司为07年以来公司收购的云南国资委医药资产

六、盈利预测和评级

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.70、2.17、2.74 元，对应 2012 年 1 月 5 日收盘价 49.78 元，PE 分别为 29.28、22.94、18.17 倍。我们看好公司大健康战略，首次给予“推荐”评级。

图表19盈利预测表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	7,172	10,075	10,712	13,201	14,129
营业收入	7,172	10,075	10,712	13,201	14,129
营业总成本	6,484	9,040	9,269	11,975	11,568
营业成本	4,995	7,005	7,332	8,961	9,108
营业税金及附加	37	78	83	103	110
销售费用	1,237	1,703	1,741	2,165	2,402
管理费用	239	253	239	294	381
财务费用	-30	-15	-14	-20	-16
资产减值损失	6	17	20	14	17
营业利润	692	1,043	1,317	1,690	2,133
利润总额	706	1,040	1,330	1,697	2,138
减：所得税	96	113	145	185	233
净利润	609	926	1,185	1,512	1,905
减：少数股东损益	5	0	1	2	1
归属于母公司净利润	604	926	1,183	1,510	1,904
每股收益（元）	1.13	1.33	1.70	2.17	2.74

资料来源：平安证券研究所

图表20分产品预测（单位：百万元）

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工业产品-自制	2,583	3,618	4,165	5,178	6,213
中央产品	15	17	20	24	28
同比增速	22.26%	13.84%	18.00%	17.98%	18.01%
透皮系列	5	6	8	10	13
同比增速	6.38%	12.40%	40.00%	27.95%	25.02%
白药牙膏	6	10	12	15	18
同比增速	38.10%	78.45%	20.00%	21.01%	22.02%
批发零售-药品	4,578	5,924	6,517	7,169	7,885
同比增速	27.55%	29.41%	10.00%	10.00%	10.00%
地产	0	502	0	824	0
同比增速	-	-	--	--	-
酒店及其他	3	1	1	1	1
同比增速	-47.20%	-55.40%	-55.40%	0.00%	0.00%
主营收入合计	7,164	10,046	10,682	13,172	14,099
同比增速	-	40.23%	6.33%	23.30%	7.04%

资料来源：平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	6367	7825	9733	11744
现金	1995	2691	4003	6063
应收账款	461	531	605	611
其他应收款	85	104	115	116
预付账款	308	363	402	396
存货	2729	3181	3532	3482
其他流动资产	789	954	1076	1077
非流动资产	1266	1219	1174	1017
长期投资	35	36	36	36
固定资产	237	581	706	722
无形资产	120	138	163	92
其他非流动资产	875	464	269	168
资产总计	7633	9044	10907	12762
流动负债	3031	3357	3676	3617
短期借款	10	10	10	10
应付账款	1486	1753	1940	1909
其他流动负债	1534	1594	1726	1698
非流动负债	188	132	168	163
长期借款	7	7	7	7
其他非流动负债	181	125	162	156
负债合计	3218	3488	3845	3780
少数股东权益	1	2	4	6
股本	694	694	694	694
资本公积	1251	1251	1251	1251
留存收益	2469	3608	5113	7031
归属母公司股东权益	4414	5553	7058	8976
负债和股东权益	7633	9044	10907	12762

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	432	1,054	1,107	1,815
净利润	926	1,185	1,512	1,905
折旧摊销	38	54	80	93
财务费用	-15	-14	-20	-16
投资损失	-8	-6	-6	-7
营运资金变动	-516	-185	-509	-147
其他经营现金流	6	21	50	-14
投资活动现金流	-611	-31	-30	74
资本支出	578	0	0	0
长期投资	-4	1	0	0
其他投资现金流	-37	-31	-30	74
筹资活动现金流	-109	-54	19	16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	160	0	0	0
资本公积增加	-147	0	0	0
其他筹资现金流	-122	-54	19	16
现金净增加额	-289	968	1,096	1,905

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10075	10,712	13,201	14,129
营业成本	7005	7,332	8,961	9,108
营业税金及附加	78	83	103	110
营业费用	1703	1,741	2,165	2,402
管理费用	253	239	294	381
财务费用	-15	-14	-20	-16
资产减值损失	17	20	14	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	6	6	7
营业利润	1043	1,317	1,690	2,133
营业外收入	7	18	14	13
营业外支出	10	6	6	7
利润总额	1040	1,330	1,697	2,138
所得税	113	145	185	233
净利润	926	1,185	1,512	1,905
少数股东损益	0	1	2	1
归属母公司净利润	926	1,183	1,510	1,904
EBITDA	1066	1,357	1,750	2,209
EPS (元)	1.33	1.70	2.17	2.74

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.5%	6.3%	23.2%	7.0%
营业利润	50.8%	26.3%	28.3%	26.2%
归属于母公司净利润	53.4%	27.8%	27.6%	26.1%
获利能力				
毛利率(%)	30.5%	31.6%	32.1%	35.5%
净利率(%)	11.1%	9.2%	11.0%	11.4%
ROE(%)	21.0%	21.4%	22.5%	23.3%
ROIC(%)	20.1%	20.5%	21.2%	21.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.2%	36.7%	35.0%	29.9%
净负债比率(%)	0.52%	0.52%	0.44%	0.44%
流动比率	2.10	2.45	2.67	3.21
速动比率	1.19	1.50	1.69	2.23
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.31	1.35	1.20
应收账款周转率	26	20	22	21
应付账款周转率	6.21	4.82	5.18	4.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.33	1.70	2.17	2.74
每股经营现金流(摊薄)	0.62	1.52	1.59	2.61
每股净资产(最新摊薄)	6.36	7.96	10.14	12.88
估值比率				
P/E	41.92	29.28	22.94	18.17
P/B	8.80	6.25	4.97	3.87
EV/EBITDA	35	24	19	15

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