



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 5 月 6 日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010049
huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

需求仍在超预期, 毛利率或触底回升

一季度总结及二季度展望

一季度回顾:

1、一季度家电公司业绩靓丽, 符合我们一季报预览, 印证了我们年初以来推荐版块的两个逻辑: 1) 三四级市场需求超预期, 商品房交房和保障性住房或有惊喜, 空调尤其出彩; 2) 白电和小家电行业竞争格局良好, 可以通过提价、新产品消化成本上涨, 虽然个别产品和企业提价滞对 1Q 盈利能力有短期影响。

1) 从个股看, 一季报利润增速排序前三为海信 (92%)、海尔 (48%)、格力 (46%), 九阳、华帝、TCL 集团和四川长虹在去年低基数/微利情况下也有较高增长。收入增速排序前三为: 美的 (96%)、格力 (69%) 和小天鹅 (49%), 九阳在去年较低基数上也有 45% 的增长, 苏泊尔增长 36%。毛利率同比有增长的有彩电公司、九阳、华帝, 小家电毛利率下降幅度小于白电。

2) 分子行业看, 白电收入最快, 但由于提价滞后利润率同比下滑, 尤其空调; 彩电毛利率和利润大幅增长超预期, 主要原因在于彩电行业正处于普通背光 LCD 快速向 LED 背光转型、外资品牌价格竞争趋缓的阶段。

2、1Q 大家电出货量增速分别为: 空调 39%、洗衣机 21%、冰箱 12% 和彩电 1%。按季节比例倒推全年销售仍存超预期可能性。

3、市场份额竞争方面, 龙头企业 1) 内销: 美的系 (包括小天鹅) 持续强势增长势头, 海尔冰箱市场份额起稳回升, 其他龙头企业基本稳定。海信科龙的市场份额大幅提升。2) 出口: 格力、美的整合空调出口订单。

2 季度展望:

4 月至五一, 行业增长持续超预期: 1) 分市场层级看, 家电城镇零售增速反而较 1Q 有好转, 三四级市场增长持续高于城镇。2) 分品类看, 增速最高的仍然是空调, 其次分别为冰箱, 洗衣机和彩电。

预计 2Q 白电毛利率将有所回升, 体现提价和新品推出传导成本压力; 彩电 2Q 毛利率维持较好水平, 同比仍有提升, 但环比 1Q 恐有小幅回落。

投资建议:

前期股价从高点回落了 10% 左右, 市场已基本消化了对一季报利润的较高预期和对二季度销售增速趋势的担忧。我们仍然看好家电后续表现, 4 月至五一家电消费继续超预期, 有望使市场重新关注家电板块; 待 6-8 月旺季销售进一步确认行业趋势, 半年报稳固市场对家电盈利能力的信心。

二季度重点关注利润持续高增长的格力 (2011 年市盈率 12x)、海尔 (14x, 未考虑资产注入)、海信 (12x), 格力公开增发有望 2Q 内启动, 海尔资产整合顺利进展。美的 (15x)、苏泊尔 (25x)、华帝 (16x)、美菱 (12x) 目前股价也具中长期投资价值。四川长虹 (33x) 提示组织架构改革、盈利能力好转带来的交易性机会。

图表 1: 季度业绩分拆

公司名称		营业收入						净利润						1Q11 EPS		1Q11 EPS		差异
		1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010A	1Q11	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010A	1Q11	预测	实际			
白电																		
600690 CH Equity	青岛海尔	13,387	16,296	15,747	15,158	60,588	16,478	361	720	522	432	2,035	531	0.37	0.40	7%		
	YoY	46%	35%	23%	43%	36%	23%	161%	26%	47%	36%	47%	47%					
000527 CH Equity	美的电器	15,541	23,484	18,135	17,399	74,559	30,481	605	1,183	931	408	3,127	711	0.23	0.21	-8%		
	YoY	76%	46%	69%	50%	58%	96%	235%	23%	130%	38%	69%	18%					
000651 CH Equity	格力电器	10,227	14,919	19,152	16,510	60,807	17,274	639	934	1,317	1,386	4,276	935	0.33	0.33	1%		
	YoY	13%	36%	80%	38%	43%	69%	15%	38%	73%	50%	47%	46%					
小家电和厨电																		
002032 CH Equity	苏泊尔	1,410	1,228	1,494	1,490	5,622	1,917	106	73	109	116	404	142	0.24	0.25	1%		
	YoY	45%	51%	38%	20%	37%	36%	61%	27%	36%	8%	30%	34%					
002242 CH Equity	九阳股份	846	1,561	1,591	1,348	5,347	1,225	83	190	193	125	591	122	0.16	0.16	0%		
	YoY	-12%	28%	34%	6%	15%	45%	-35%	1%	24%	-9%	-3%	47%					
002403 CH Equity	爱仕达	489	496	498	568	2,050	519	21	13	18	11	62	25	0.09	0.10	17%		
	YoY	55%	43%	33%	3%	29%	6%	11%	-32%	0%	-63%	-26%	17%					
002035 CH Equity	华帝股份	344	423	417	452	1,636	409	12	22	20	67	121	17	0.06	0.08	29%		
	YoY	76%	16%	6%	4%	18%	19%	-156%	132%	27%	32%	122%	42%					
彩电																		
600060 CH Equity	海信电器	5,230	4,259	5,853	5,922	21,264	4,994	137	110	210	378	835	264	0.30	0.30	1%		
	YoY	51%	8%	4%	11%	16%	-5%	59%	36%	48%	100%	68%	92%					
000100 CH Equity	TCL 集团	11,916	11,250	13,054	15,649	51,870	13,374	65	93	38	237	433	223	0.05	0.05	2%		
	YoY	54%	15%	-1%	15%	17%	12%	332%	11%	-30%	-25%	-8%	245%					
1070 HK Equity	TCL多媒体	6,761	5,480	6,854	7,854	26,949	6,581	44	-378	-657	8	-983	34	0.06	0.03	-43%		
	YoY	35%	-14%	-29%	-15%	-11%	-3%	70%	-421%	-857%	-95%	-348%	-22%					
000016 CH Equity	深康佳 A	4,267	3,673	4,541	4,630	17,111	3,340	36	15	10	23	84	-77	-0.06	-0.06	10%		
	YoY	63%	43%	18%	9%	29%	-22%	-11%	-62%	-61%	-49%	-45%	-316%					
600839 CH Equity	四川长虹	8,821	9,791	10,695	12,405	41,712	10,538	6	35	53	198	292	103	0.04	0.04	3%		
	YoY	46%	36%	26%	28%	33%	19%	108%	28%	0%	461%	146%	1734%					
未覆盖已预增																		
000418 CH Equity	小天鹅	2,571	1,063	1,944	5,624	11,202	3,831	114	54	93	246	507	135	0.22	0.21	-4%		
	YoY	164%	14%	91%	46%	66%	49%	162%	128%	36%	66%	79%	19%					
000521 CH Equity	美菱电器	1,953	2,623	2,323	1,329	8,227	2,214	111	108	79	28	326	38	0.07	0.07	-2%		
	YoY	58%	22%	26%	23%	30%	13%	1764%	256%	-47%	-75%	8%	-66%					
000921 CH Equity	ST科龙	3,721	5,796	4,861	3,312	17,690	4,631	99	231	139	117	585	106	0.08	0.08	4%		
	YoY	107%	16%	33%	31%	36%	24%	1674%	-9%	1860%	-205%	274%	8%					

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 毛利率、净利润率同比变动

公司名称	毛利率			净利润率		
	1Q2010	1Q2011	变动	1Q2010	1Q2011	变动
白电						
600690 CH Equity 青岛海尔	27.8%	24.4%	-3.3%	2.7%	3.2%	0.5%
000527 CH Equity 美的电器	15.4%	14.7%	-0.6%	3.9%	2.3%	-1.6%
000651 CH Equity 格力电器	21.4%	16.5%	-5.0%	6.2%	5.4%	-0.8%
小家电和厨电						
002032 CH Equity 苏泊尔	29.5%	29.1%	-0.4%	7.5%	7.4%	-0.1%
002242 CH Equity 九阳股份	33.8%	34.5%	0.7%	9.8%	10.0%	0.2%
002403 CH Equity 爱仕达	29.3%	28.6%	-0.8%	4.3%	4.7%	0.4%
002035 CH Equity 华帝股份	32.6%	33.0%	0.4%	3.5%	4.2%	0.7%
彩电						
600060 CH Equity 海信电器	16.8%	21.4%	4.6%	2.6%	5.3%	2.7%
000100 CH Equity TCL 集团	14.0%	15.0%	1.0%	0.5%	1.7%	1.1%
1070 HK Equity TCL多媒体	16.2%	16.0%	-0.2%	0.6%	0.5%	-0.1%
000016 CH Equity 深康佳 A	14.9%	15.6%	0.7%	0.8%	-2.3%	-3.1%
600839 CH Equity 四川长虹	16.1%	13.9%	-2.2%	0.1%	1.0%	0.9%
未覆盖已预增						
000418 CH Equity 小天鹅	16.3%	16.2%	-0.1%	4.4%	3.5%	-0.9%
000521 CH Equity 美菱电器	25.7%	20.7%	-5.0%	5.7%	1.7%	-3.9%
000921 CH Equity ST科龙	13.3%	14.9%	1.5%	2.7%	2.3%	-0.4%

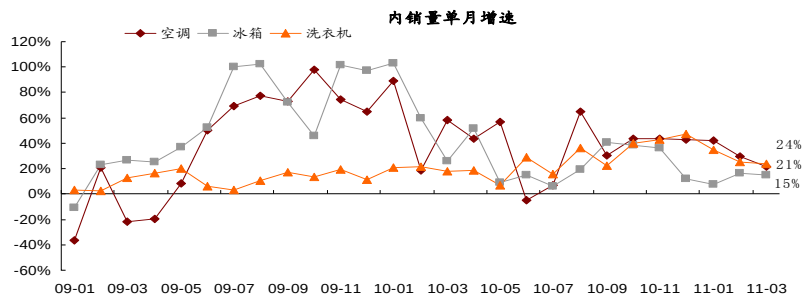
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

月度销量

内销出货：

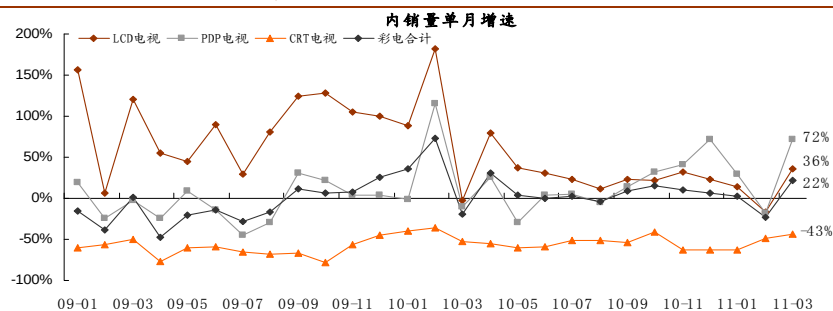
1 季度空调内销出货 1322 万台 (YoY29%)；冰箱 1467 万台 (YoY17%)；洗衣机 986 万台 (YoY28%)；LCD 彩电 943 万台 (YoY9%)。

图表 3：白电内销出货量 单月同比增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 4：彩电内销出货量 单月同比增速

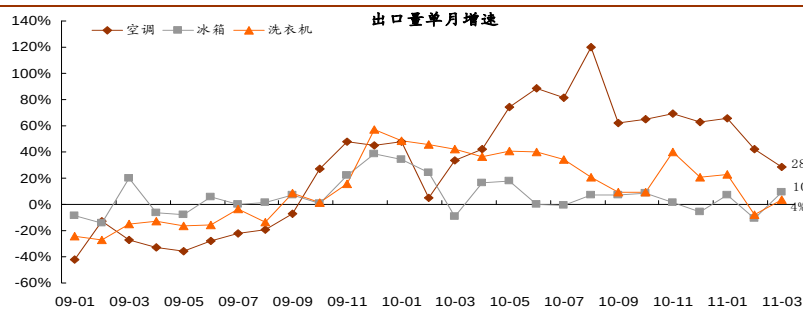


资料来源：产业在线，中金公司研究部

出口：

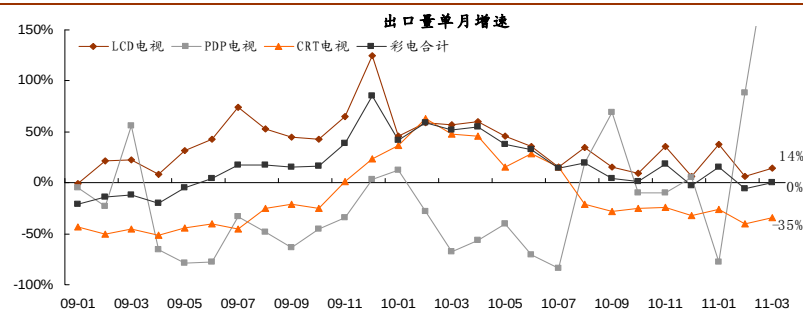
1 季度空调出口 1645 万台 (YoY46%)；冰箱 382 万台 (YoY3%)；洗衣机 407 万台 (YoY7%)；LCD 彩电 1021 万台 (YoY19%)。

图表 5：白电出口量 单月同比增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部测算

图表 6：彩电出口量 单月同比增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部

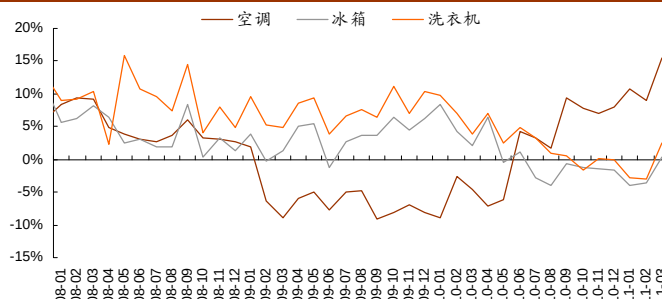
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

零售价格和产品结构

零售均价：

1 季度变频空调销售占比快速提升，带动销售均价大幅提高。冰箱和洗衣机 3 月价格反弹。

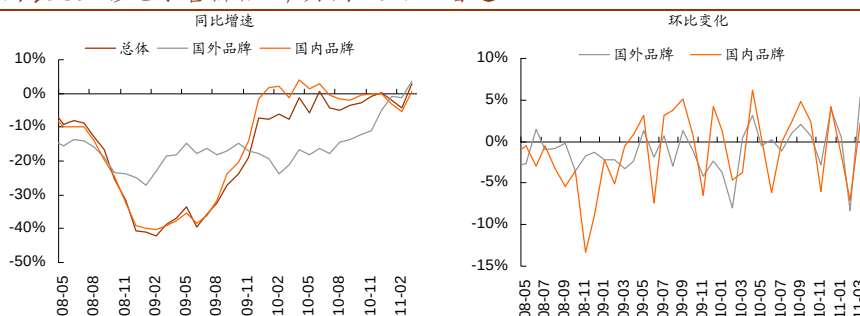
图表 7：白电零售价格 单月同比增速



资料来源：中怡康，中金公司研究部

彩电行业 1 季度均价基本同比持平，外资品牌价格战收敛，3 月价格有所反弹。

图表 8：彩电零售价格 单月同比/环比增速

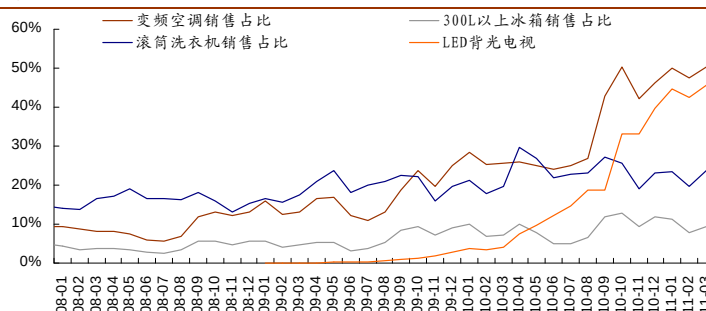


资料来源：中怡康，中金公司研究部

产品结构：

1 季度变频空调销售占比继续提高，3 月更达到 50%；冰箱和洗衣机产品结构整体维持向上趋势不变。

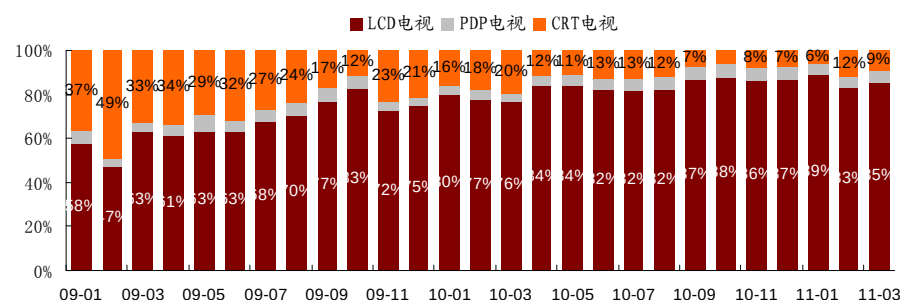
图表 9：产品结构变化



资料来源：中怡康，中金公司研究部

LCD 彩电销售占比保持在 80% 以，其中 LED 销售量占比快速提高，3 月达 46%。

图表 10：彩电产品结构变化



资料来源：产业在线，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

市场份额

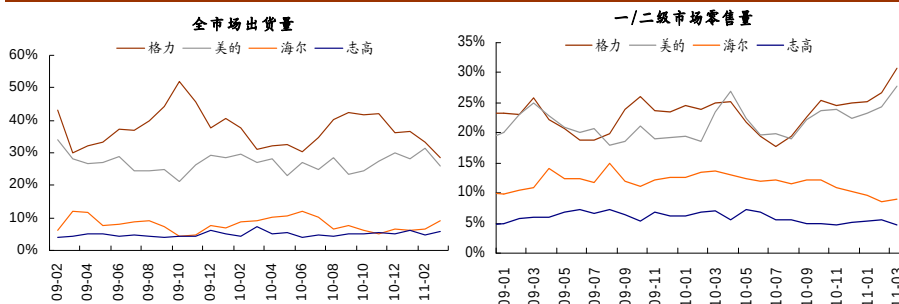
空调：

1 季度格力为保出口订单，内销市场份额下滑明显，美的基本稳定，月度有波动。1/2 线市场美的格力优势明显。

海尔空调全市场出货市场份额呈上升趋势。

志高整体出货市场份额稳定。

图表 11：空调内销市场份额变化

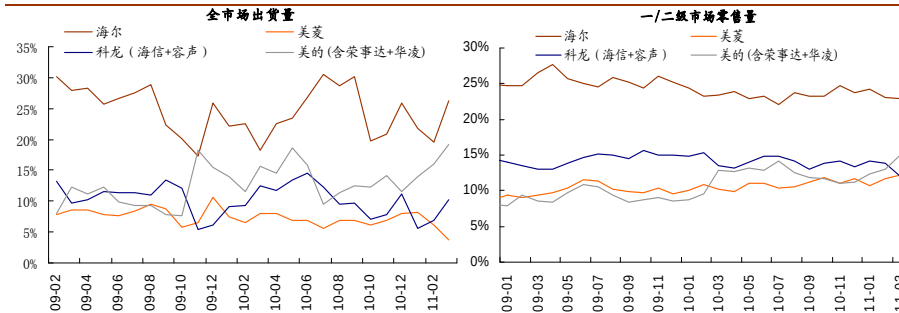


资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

冰箱：

1 季度海尔保持行业优势，但市场份额略有下滑，主要是美的系冰箱市场份额提高明显，其上规模、争夺市场份额策略效果明显。

图表 12：冰箱内销市场份额变化

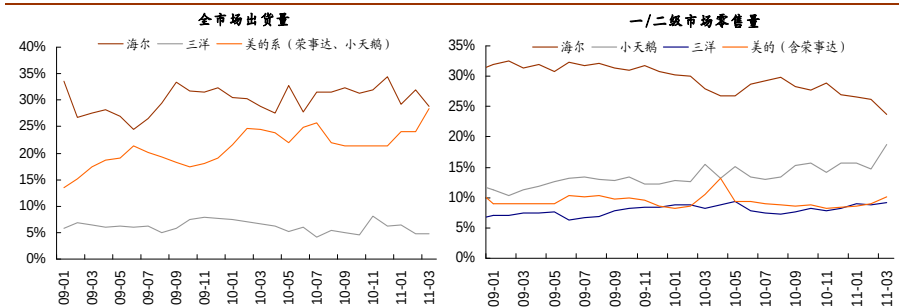


资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

洗衣机：

海尔洗衣机市场份额下滑，美的系份额明显提高。

图表 13：洗衣机内销市场份额变化

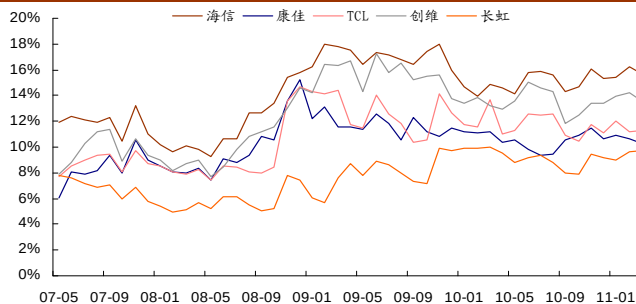


资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

彩电：

国内品牌 1 季度内销市场份额基本保持稳定，略有提高。

图表 14：LCD 彩电内销市场份额变化



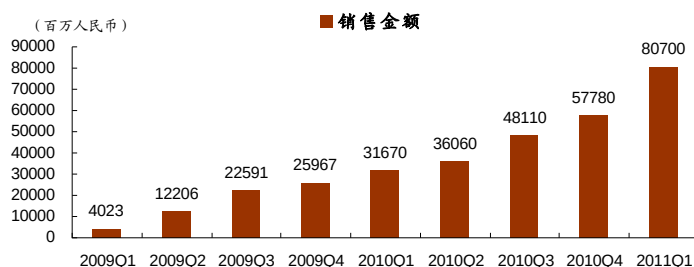
资料来源：中怡康，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

家电下乡和以旧换新热情不减

图表 15：家电下乡单季度销售金额

前 1 季度全国累计销售家电下乡产品 3407.5 万台,实现销售额 807 亿元,同比分别增长 0.9 倍和 2 倍。

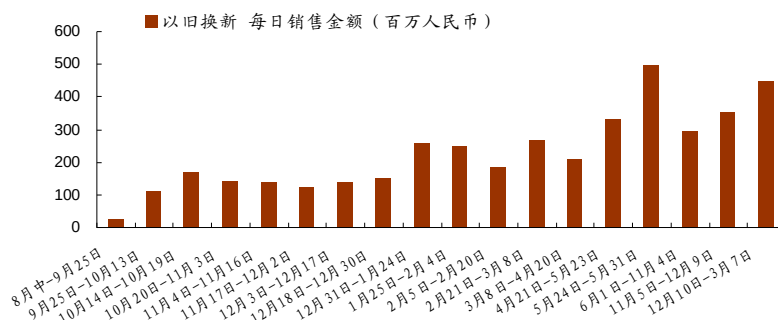


资料来源：商务部，中金公司研究部

截至 2011 年 3 月 7 日, 9 个试点省市以旧换新共销售新家电 4027 万台,直接拉动家电消费超过 1500 亿元。

2010 年 12 月至 3 月,日均销售金额接近 4.5 亿/天。

图表 16：以旧换新每日销售金额



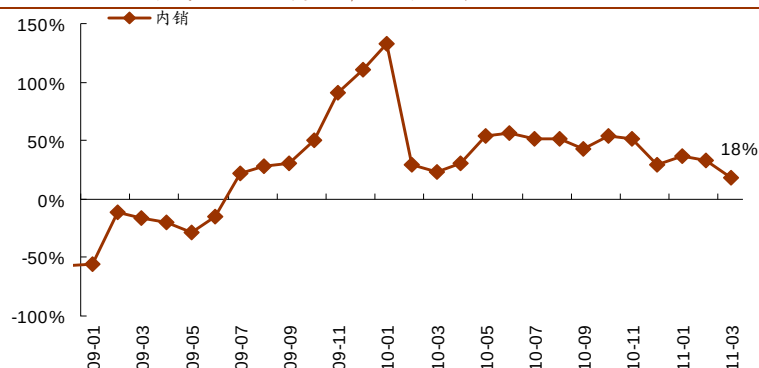
资料来源：以旧换新信息系统，中金公司研究部

上游压缩机出货

空调压缩机内销出货：

1 季度空调压缩机同比增速较 4 季度末有所放缓，1 季度空调旋转压缩机内销出货 3255 万台（YoY29%）。

图表 17：空调旋转式压缩机销量 单月同比增速

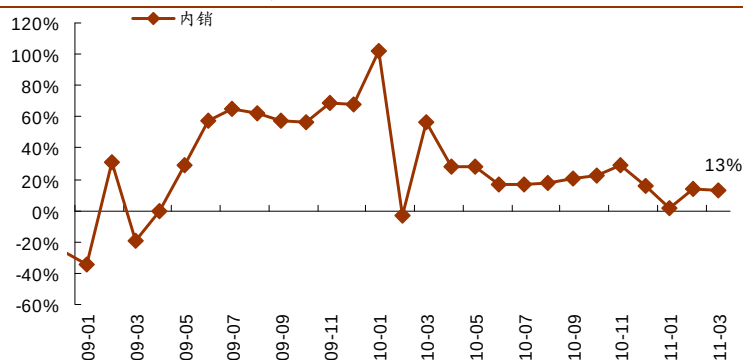


资料来源：产业在线，中金公司研究部

冰箱压缩机内销出货：

1 季度冰箱压缩机同比增速基本保持平稳。1 季度冰箱压缩机内销出货 2854 万台（YoY9%）。

图表 18：冰箱压缩机销量 单月同比增速

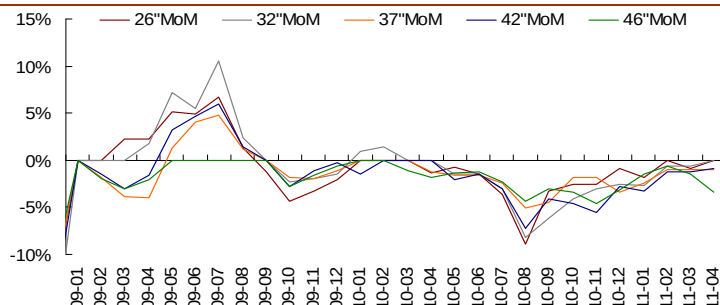


资料来源：产业在线，中金公司研究部

LCD 面板价格和出货量

1 季度 LCD 面板价格继续下跌，目前中小尺寸面板基本维稳，大尺寸面板近期跌幅较大。

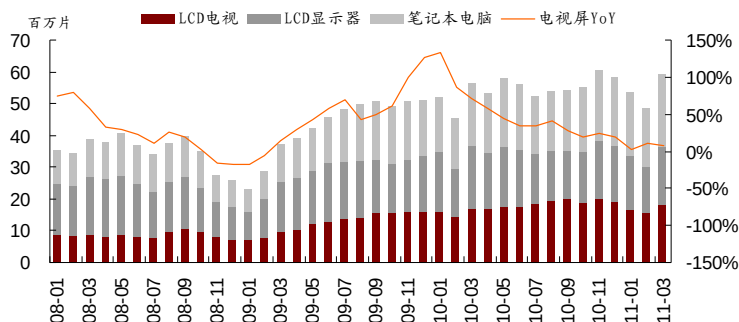
图表 19: LCD 电视面板价格



资料来源: DisplaySearch, 中金公司研究部

图表 20: LCD 面板全球出货量

随着面板价格大幅下降，主要厂商均采取限产措施，1 季度大尺寸液晶面板全球出货量回落至 1.61 亿片，同比增长 5%，增速较 4 季度 15% 明显回落。其中 LCD 电视用屏出货量达 5050 万片，同比增长 7%，较 4 季度 21% 回落。

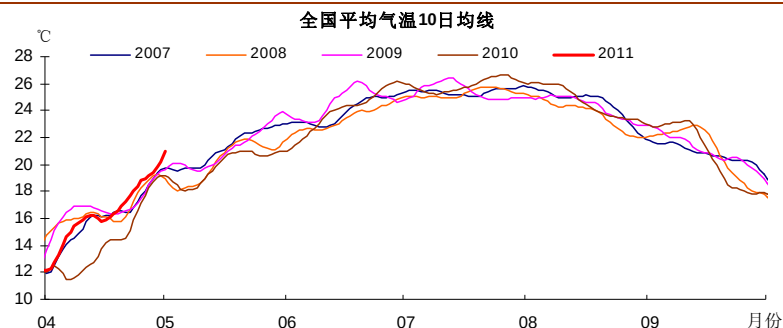


资料来源: DisplaySearch, 中金公司研究部

气温和房地产销售

进入 4 月以来，全国气温快速回升，4 月底气温高于过去几年平均，有利于 5 月和 6 月空调旺季销售。

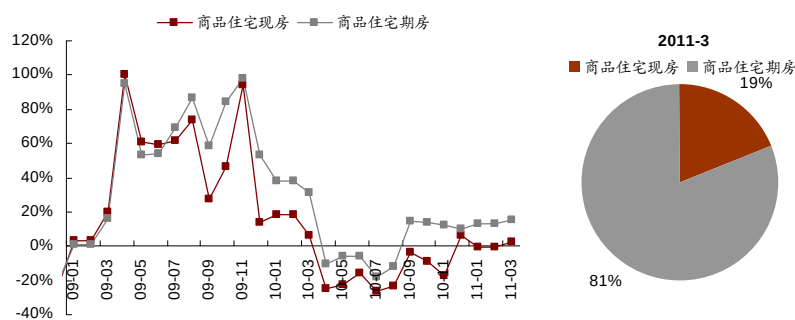
图表 21：全国平均气温 10 日均线



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

1 季度全国商品住宅房销售面积环比保持较低增长，房地产调控政策对成交量影响明显。

图表 22：全国商品房销售面积单月增速和结构



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 23: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR	
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	18.42	9,600	3,127	65%	4,125	32%	5,355	30%	0.92	1.22	1.58	19.9	15.1	11.6	30.9%	0.65
	000651.CH	格力电器	21.81	9,465	4,276	47%	5,376	26%	6,497	21%	1.43	1.80	2.18	15.2	12.1	10.0	23.3%	0.65
	600690.CH	青岛海尔	27.61	5,697	2,035	47%	2,725	34%	3,513	29%	1.52	2.03	2.62	18.2	13.6	10.5	31.4%	0.58
	600983.CH	合肥三洋	12.28	1,008	302	46%	387	28%	533	38%	0.57	0.73	1.00	21.7	16.9	12.3	32.8%	0.66
	000418.CH	小天鹅A	17.21	1,543	507	128%	644	27%	848	32%	0.80	1.02	1.34	21.5	16.9	12.8	29.3%	0.73
	000521.CH	美菱电器	10.74	782	326	8%	447	37%	581	30%	0.67	0.88	1.04	16.0	12.2	10.3	33.5%	0.48
	000521.CH	美菱电器 (经常性)	10.74	782	217	-26%	390	80%	609	56%	0.35	0.69	0.94	30.7	15.6	11.4	67.7%	0.45
	000921.CH	ST科龙 (经常性)	7.52	1,281	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	21.5	17.1	12.5	30.9%	0.69
	000921.CH	ST科龙	7.52	1,281	585	290%	665	14%	780	17%	0.43	0.49	0.58	17.4	15.3	13.1	15.5%	1.13
	A股平均													17.2	13.3	10.5		
黑电	000100.CH	TCL集团	5.66	3,694	433	-8%	787	82%	552	-30%	0.10	0.19	0.13	55.5	30.5	43.4	13.0%	4.27
	600839.CH	四川长虹	4.29	1,881	292	152%	371	27%	437	18%	0.10	0.13	0.15	41.8	32.9	28.0	22.3%	1.88
	000016.CH	深康佳	4.83	738	84	-44%	-38	-145%	65	-272%	0.07	-0.03	0.05	69.3	n.a.	89.3	-11.9%	-5.80
	600060.CH	海信电器	14.11	1,883	835	68%	1,010	21%	1,156	14%	0.96	1.17	1.33	14.6	12.1	10.6	17.7%	0.83
A股平均													32.4	25.0	24.1			
小家电	002242.CH	九阳股份	14.14	1,657	591	-3%	687	16%	822	20%	0.78	0.90	1.08	18.2	15.7	13.1	18.0%	1.01
	002403.CH	爱仕达	15.10	558	62	-26%	86	38%	123	44%	0.26	0.36	0.51	58.2	42.3	29.4	40.6%	1.43
	002032.CH	苏泊尔	22.96	2,041	404	30%	525	30%	688	31%	0.70	0.91	1.19	32.8	25.3	19.3	30.5%	1.08
	002035.CH	华帝股份	11.56	398	121	126%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	21.3	16.2	12.4	30.8%	0.69
	002035.CH	华帝股份 (经常性)	11.56	398	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	26.3	16.2	12.4	45.5%	0.58
	002508.CH	老板电器	28.87	711	134	64%	152	13%	188	23%	0.84	0.95	1.17	34.4	30.3	24.6	18.3%	1.88
	002543.CH	万和电气	25.04	771	186	48%	231	24%	295	28%	0.93	1.15	1.48	26.9	21.7	17.0	26.0%	1.04
	A股平均													26.5	22.0	17.2		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	9.26	2,687	964	115%	1,442	50%	1,824	27%	0.52	0.74	0.94	17.8	12.5	9.9	37.5%	0.47
	0921.HK	海信科龙	4.15	1,281	681	299%	811	19%	951	17%	0.50	0.60	0.70	8.3	6.9	5.9	18.2%	0.45
	0921.HK	海信科龙 (经常性)	4.15	1,281	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	10.4	8.3	6.1	30.4%	0.34
	0449.HK	志高控股	0.74	800	310	-2%	511	65%	598	17%	0.04	0.07	0.09	16.6	10.0	8.6	38.9%	0.43
	H股平均													13.2	9.4	7.6		
黑电	0751.HK	创维	4.96	1,656	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	13.8	11.2	10.2	16.1%	0.85
	1070.HK	TCL多媒体	3.14	439	-983	-348%	331	134%	516	56%	-0.91	0.30	0.47	n.a.	10.3	6.6	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.23	1,026	702	2950%	788	12%	948	20%	0.63	0.71	0.85	11.5	10.2	8.5	16.2%	0.71
H股平均													12.6	10.6	8.4			
美国																		
	WHR.US	Whirlpool	83.67	6,378	619	89%	826	33%	713	-14%	8.12	10.84	9.35	10.3	7.7	8.9	7.3%	1.41
	UTX.US	United Technology	88.81	81,811	4,373	14%	4,909	12%	5,537	13%	4.75	5.33	6.01	18.7	16.7	14.8	12.5%	1.49
	GE.US	GE	20.06	213,043	11,644	6%	14,317	23%	17,330	21%	1.10	1.35	1.63	18.3	14.9	12.3	22.0%	0.83
													15.8	13.1	12.0			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	153.70	7,738	3,997	53%	4,044	1%	4,893	21%	13.31	13.47	16.29	11.5	11.4	9.4	10.6%	1.09
	ARCLK.TI	Arcelik	8.04	3,513	517	7%	554	7%	617	11%	0.77	0.82	0.91	10.5	9.8	8.8	9.2%	1.14
	DLG.IM	De'Longhi	8.38	1,829	75	132%	98	31%	112	14%	0.50	0.66	0.75	16.7	12.8	11.2	22.0%	0.76
	SK.FP	SEB	73.45	5,360	220	51%	268	21%	291	9%	4.41	5.36	5.82	16.6	13.7	12.6	14.9%	1.12
	PHIA.NA	Philips	20.27	29,878	1,446	253%	1,523	5%	1,821	20%	1.43	1.51	1.80	14.1	13.4	11.2	12.2%	1.16
													13.9	12.2	10.7			
日本	6502.JP	Toshiba	440	23,318	109,220	653%	143,198	31%	166,762	16%	25.77	33.79	39.35	17.1	13.0	11.2	23.6%	0.72
	6367.JP	Daikin Industries	2631	9,644	24,530	27%	48,894	99%	65,000	33%	83.69	166.81	221.76	31.4	15.8	11.9	62.8%	0.50
	6752.JP	Panasonic	1026	31,476	74,323	0%	159,893	115%	181,831	14%	30.30	65.18	74.12	33.9	15.7	13.8	56.4%	0.60
	6758.JP	Sony	2268	28,495	79,127	294%	135,001	71%	191,800	42%	78.76	134.38	190.91	28.8	16.9	11.9	55.7%	0.52
	6753.JP	Sharp	757	10,515	15,302	21%	36,716	140%	50,600	38%	13.78	33.06	45.56	54.9	22.9	16.6	81.8%	0.67
													33.2	16.9	13.1			
韩国	066570.KS	LG Electronics	105500	1,410,971	-635,874	-155%	1,059,538	-267%	2,087,129	97%	-4,396	7,325	14,429	-24.0	14.4	7.3	n.a.	n.a.
	005930.KS	Samsung Electronics	915000	12,461,657	13,236,460	37%	14,293,757	8%	18,037,539	26%	89,861	97,039	122,455	10.2	9.4	7.5	16.7%	0.61
		国际平均											-6.9	11.9	7.4			

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

北京市朝阳区建外大街甲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

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

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



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