

金达威 (002626)

推荐

行业：化学原料药

Q10 量价齐升，保健品业务提升盈利能力

金达威为全球最大的辅酶 Q10 生产商，在我国市占率平均可达 50%以上，此外公司亦拥有维生素 A、维生素 D3、微藻 DHA、植物性 ARA 等四大系列产品，产品销售至全球数十个国家和地区。公司于 2015 年开始积极布局下游保健品行业以及细分市场运动营养品，先后收购了多家保健品企业全部或部分股权，实现从原料生产到终端消费品的延伸。

投资要点：

✧ **辅酶 Q10 价格上涨，业务有望量价齐升。** 公司为辅酶 Q10 生产龙头企业，年产能超过 400 吨，在我国的市占率平均达 50%以上。辅酶 Q10 原料价格从年初开始已大幅上涨，同时公司表示今年将加强辅酶 Q10 产品在中国市场的推广力度，我们认为公司今年辅酶 Q10 业务有望量价齐升，预计辅酶 Q10 今年可为公司贡献 5.04 亿元收入，同比增长 43%。

✧ **布局保健品业务，提升盈利能力。** 我国保健品市场 2005-2015 年年均增速为 13%，全球居首，罗兰贝格预测 2015-2020 年的年均增速将约为 8%，仍高于 GDP 增速。公司通过外延并购积极布局下游保健品市场。由于保健品相较于上游原料药不具备明显的周期性，因此开拓保健品市场有助于提高公司自身长期的盈利能力。得益于跨境电商的高速发展，我们预计公司今年保健品业务将同比增长 26%至 7.9 亿元。

✧ **运动营养品高速发展，战略布局提升综合实力。** 目前中国消费者对于保健品功能需求呈现出细分化的趋势，在保健品行业所有细分领域中，运动营养品有望成为发展最快的细分领域。目前公司通过子公司先后与 Labrada 和 Prosupps 两个美国运动营养品展开合作，在细分市场布局有助提升公司保健品业务的综合实力。

✧ **“推荐”评级，目标价 16.5 元。** 基于公司今年辅酶 Q10 原料药以及保健品销量有望提升，我们预计公司 2017-2019 年传统原料药业务收入分别为 11.22/ 12.45/ 13.2 亿元，保健品业务收入分别为 7.97/ 9.37/ 10.84 亿元。根据各业务加总，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 19.19/ 21.82/ 24.04 亿元，毛利率分别为 40.9%/ 42.1%/ 42.3%，3 年对应每股收益为 0.55/ 0.66/ 0.73 元。考虑到公司保健品业务正有序推进，今明两年有望贡献较大增量，我们给予公司 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 16.5 元。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

✧ **风险提示：** 保健品推广不达预期，维 A 价格下降超出预期。

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘思远

S0960115120047

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 16.5

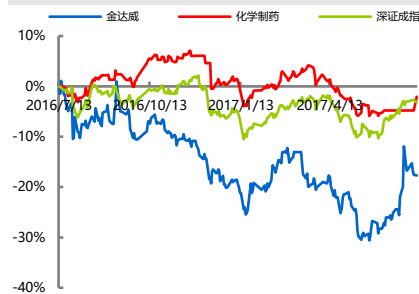
当前股价： 13.81

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	616
流通股本(百万股)	576
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	80
成交量(百万股)	3.29
成交额(百万元)	45.82

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1663	1919	2182	2404
收入同比(%)	38%	15%	14%	10%
归属母公司净利润	300	338	405	453
净利润同比(%)	166%	13%	20%	12%
毛利率(%)	41.0%	40.9%	42.1%	42.3%
ROE(%)	13.8%	14.2%	15.2%	15.3%
每股收益(元)	0.49	0.55	0.66	0.73
P/E	27.48	24.39	20.31	18.20
P/B	3.80	3.46	3.09	2.78
EV/EBITDA	18	17	14	13

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、 全球著名营养强化剂生产企业	4
1. 主要产品一：维生素 A	4
2. 主要产品二：辅酶 Q10	5
二 B2B 至 B2C，向下游保健品产业布局	6
1. 第一步：进入下游保健品市场	6
2. 第二步：进入保健品细分市场	8
三 盈利预测与估值	9
1. 盈利预测	9
2. 估值	10
四 风险提示	10

图目录

图 1 公司各业务收入占比	4
图 2 公司各业务毛利占比	4
图 3 维生素 A 市场报价	5
图 4 维 A 价格与公司维 A 收入关系图	5
图 5 全球辅酶 Q10 产量市场率	5
图 6 中国保健品市场规模（亿元）	6
图 7 全球规模前 20 名的保健品市场容量及增速	6
图 8 DRB 产品在 AMAZON 平台销售情况	7
图 9 DRB 产品在 IHERB 平台销售情况	7
图 10 DRB 营业收入情况（亿元）	7
图 11 DRB 净利润情况（万元）	7
图 12 各细分市场规模（亿元）	8
图 13 各细分市场复合增长率	8
图 14 LABRADA 天猫旗舰店	9
图 15 LABRADA 京东旗舰店	9
图 16 金达威 PE BAND	10

表目录

表 1 公司业绩预测表（百万元）	9
------------------------	---

一、全球著名营养强化剂生产企业

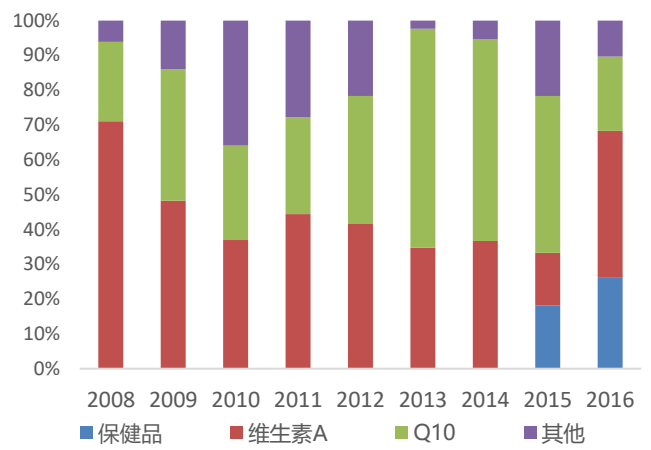
金达威成立于1997年，是国内知名的食品营养强化剂、饲料添加剂生产厂家之一，主要生产和销售辅酶 Q10、VA、VD3、微藻 DHA、植物性 ARA 等五大产品，产品广泛应用于食品、饲料、保健品、医药和化妆品等行业。VA 和 Q10 为公司在原料药方面生产规模最大的两项产品，2016 年收入占比分别为 26.75%和 21.22%。公司近两年亦积极布局下游保健品业务，2016 年保健品收入占比为 38%，毛利占比为 26.09%。中国保健品市场潜力巨大，渗透率低，未来保健品业务占比有望进一步提升。

图 1 公司各业务收入占比



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 2 公司各业务毛利占比



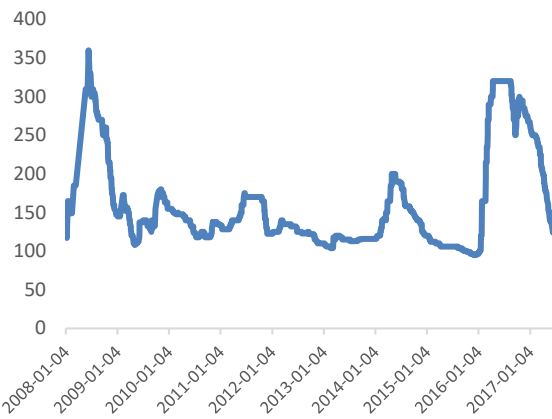
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

1. 主要产品一：维生素 A

VA 对机体生长发育有促进作用，可广泛应用于保健品、食品、化妆品等，同时 VA 又可有效提高繁殖力，促进动物生长，增强免疫力等，因此亦可用作饲料添加剂。由于 VA 市场供给端已经过较长时间的充分竞争，且需求端相对刚性，因此目前产业格局较为稳定，产品价格受供需关系影响明显，具有较强的周期性。如果 VA 成本上升或供给不足，国际市场 VA 价格短时间内将有较大幅度的上涨。

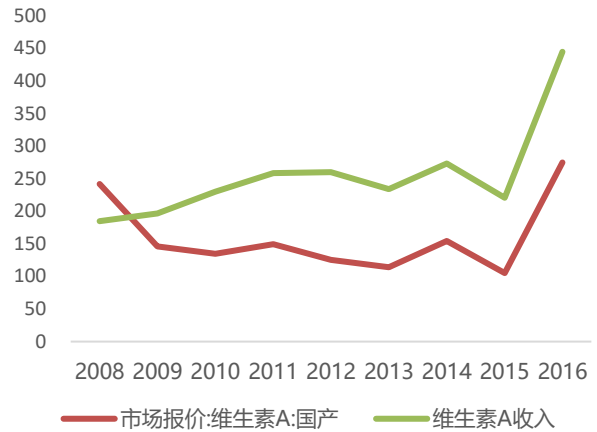
VA 价格在 2016 年达到峰值后今年有所下降，目前 VA 售价在 140 元/千克，已接近历史相对低位，我们预计未来下降空间不大。公司作为全球六家主要的 VA 生产厂家之一，目前 VA 年产能为 2500 吨（按 50 万单位的粉换算）。作为 VA 市场价格的跟随者，公司 VA 收入与 VA 价格呈正相关性。我们预计今年 VA 平均价格相较于去年将下降 20%，因此公司今年 VA 业务盈利能力或将受到一定程度的影响。

图 3 维生素 A 市场报价



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 4 维 A 价格与公司维 A 收入关系图



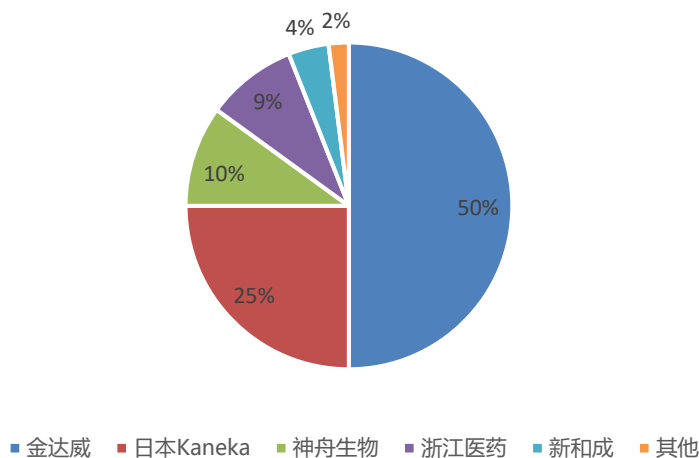
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2. 主要产品二：辅酶 Q10

公司另一重要的以及未来将持续大力推广的产品为辅酶 Q10。辅酶 Q10 具有清除自由基、提高免疫力等药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能，因此被广泛用作抗氧化和免疫调节类药物以及食品、保健品添加剂。Grand View 此前发布调查报告显示，2015 年 Q10 的全球供应量达到 752 吨，预计 2024 年将达到 1695 吨，复合增长率为 9.5%。辅酶 Q10 协会会长斯科特表示，辅酶 Q10 的零售额应远高于这个数字，他表示当前的辅酶 Q10 成分市场规模约 2.5 亿美元，2024 年辅酶 Q10 的零售额有望达到 10 亿美元。

目前为止，中国是全球最主要的辅酶 Q10 供应国，同时公司为全球最大的辅酶 Q10 生产厂家，也是国内最大的辅酶出口企业。公司目前辅酶 Q10 年产能超过 400 吨，在我国市占率平均达 50%以上。

图 5 全球辅酶 Q10 产量市场率



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

辅酶 Q10 价格在继 2016 年下降后呈现反弹，已从年初低点 150 美元/kg 上涨至超过 250 美元/kg。公司表示今年将增强辅酶 Q10 产品在中国市场的推广力度，伴随 Q10 市场价格的上漲，我们认为公司今年辅酶 Q10 业务有望量价齐升，一定程度上缓解了 VA 价格下降所带来的压力。

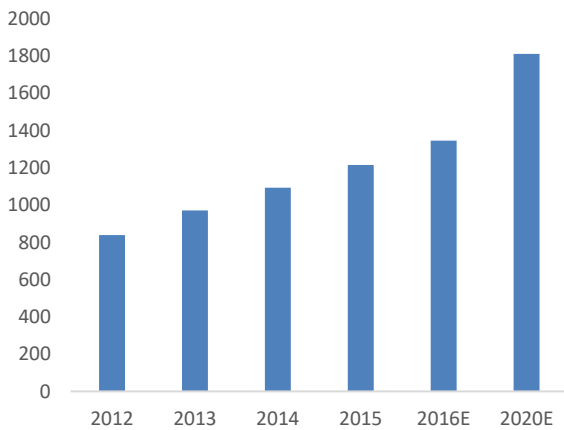
二、B2B 至 B2C，向下游保健品产业布局

1. 第一步：进入下游保健品市场

人均生活水平逐步提高推动了人们对健康生活意识的加强，根据罗兰贝格数据显示，2005 年至 2015 年中国保健品市场发展年平均增速为 13%，全球居首，美国市场规模虽排名第一，但增速仅为 6%。罗兰贝格预测未来中国保健品市场仍将以高于中国 GDP 的速度增长，2015-2020 年的年均增速将约为 8%，至 2020 年市场规模预计约为 1800 亿元。

由于目前我国保健品人均消费量相较于欧美等国仍然为低，公司看好国内保健品市场未来的成长前景，因此在维持营养强化剂业务稳定增长的同时，公司通过外延并购的形式积极布局下游营养保健消费品，实现从原料生产到终端消费品的延伸。

图 6 中国保健品市场规模（亿元）



资料来源：罗兰贝格、中国中投证券财富研究部

图 7 全球规模前 20 名的保健品市场容量及增速



资料来源：罗兰贝格

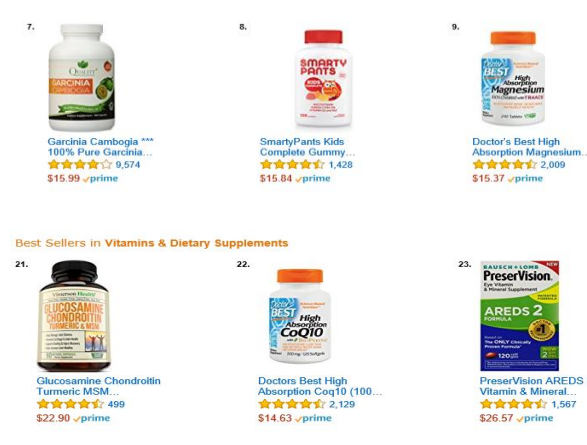
公司于 2015 年先后收购了美国保健品代工生产公司 Vitatech 与美国知名保健品公司 Doctor' s Best Inc. (DRB)。Vitatech 为北美地区著名保健品制造企业之一，主要生产营养保健品，可为品牌保健公司生产定制产品。Vitatech 拥有高水平的保健产品整体方案解决能力，同时 Vitatech 优异的生产表现使其具有可生产最复杂产品配方的能力，因此许多客户依赖于 Vitatech 为他们提供服务。收购 Vitatech 可助公司完善符合国际标准的保健品生产业务线，使公司完成从原材料生产供应，到保健品生产，再到终端产品销售的产业链布局。

Doctor' s best 此前主要向美国及全球消费者带来种类丰富的、高品质的、高附

加值的膳食营养补充剂。目前 DRB 销售的膳食营养补充剂已超 200 种，主要通过线上平台（如 iHerb 和 Amazon）以及线下高端零售店（如 Whole Foods 和 Sprouts）、护理人员、药店和小型的区域性商店在美国销售。我们从中国 iHerb 平台和美国亚马逊平台上看到 DRB 产品的销量及评价均排名前列。

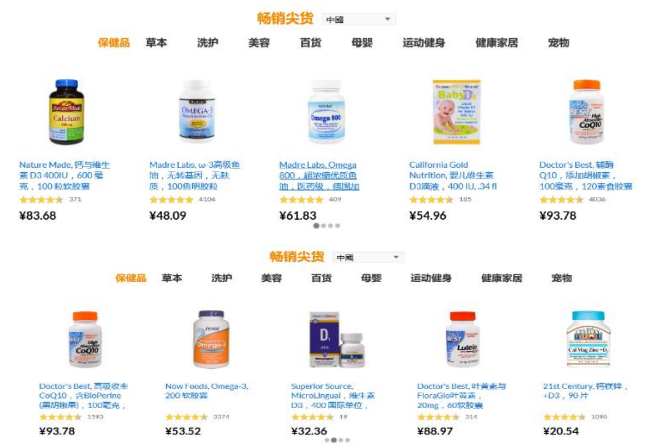
公司先于 2015 年收购了 DRB 51% 的股权，后于 2016 年 6 月将股权增持至 96.11%。完成收购后，公司将 DRB 在欧美地区销售靠前的产品引入国内，基于海外品牌为获取“蓝帽子”需为每个 SKU 支付 50 万-100 万元成本，审批时间较长，以及为达到国内药店销售标准，海外产品需一定程度上改变产品配方等问题，公司目前主要采取跨境电商的形式在天猫和京东等平台设立了 DRB 旗舰店，但此后公司仍会积极申请“蓝帽子”以避免未来跨境电商平台的监管风险。

图 8 DRB 产品在 Amazon 平台销售情况



资料来源：亚马逊、中国中投证券财富研究部

图 9 DRB 产品在 iHerb 平台销售情况



资料来源：iHerb、中国中投证券财富研究部

得益于 2016 年 DRB 大客户销量增加以及新客户的开发，DRB 业务量大幅增长，2016 年 DRB 收入同比增长 16.4% 至 3.93 亿元，并且实现扭亏为盈，贡献净利润 3562 万元。由于我国保健品市场渗透率仍然较低，我们参考 Blackmore's 和 Swisse 在国内的成功营销，认为 DRB 通过跨境电商平台的销售形式亦可迅速提升其在国内的知名度，获取保健品市场份额，我们预计 DRB 今年收入可同比增长 25%。由于保健品相较于上游原料药不具备明显的周期性，因此开拓保健品市场有助于提高公司自身长期的盈利能力。

图 10 DRB 营业收入情况（亿元）

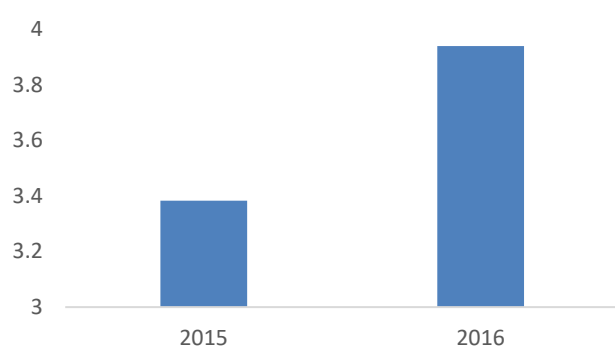
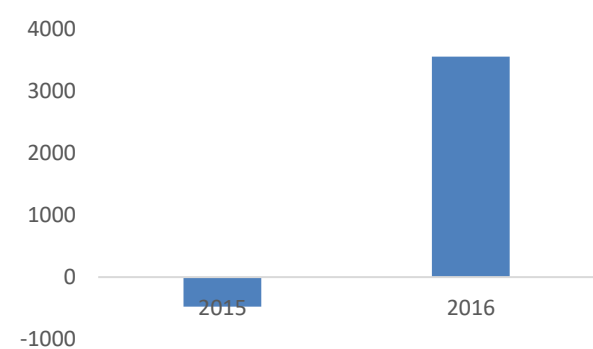


图 11 DRB 净利润情况（万元）



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 第二步：进入保健品细分市场

目前中国消费者对于保健品功能需求呈现出细分化的趋势。罗兰贝格在 2016 年消费者市场研究发现，女性更关注美容养颜、清肠减脂、孕期健康等功能，男性则对肝肾养护、运动营养等有更高的需求，婴童的需求多为益智类、骨骼类产品，老年人则关注助眠、心血管健康类的产品。各人群均对基础营养、免疫提升、抗疲劳减压类产品有所需求。不同细分市场的规模和增速存在较大差异，也为保健品企业带来了差异化的发展机遇。

在保健品行业所有细分领域中，运动营养品有望成为发展最快的细分领域，罗兰贝格预计我国运动营养品 2015-2020 年 5 年复合增长率可达 23%。我国已把全民健身上升为国家战略，同时人们健身意识亦在在逐步提高，越来越多人愿意走进健身房，参与到健身及户外运动中去。在此趋势下，健身人士以及体重管理人士注重在运动过程中选择使用蛋白、增肌、能量补充以及体型管理、代餐等营养品，以保证运动效果。

图 12 各细分市场规模 (亿元)

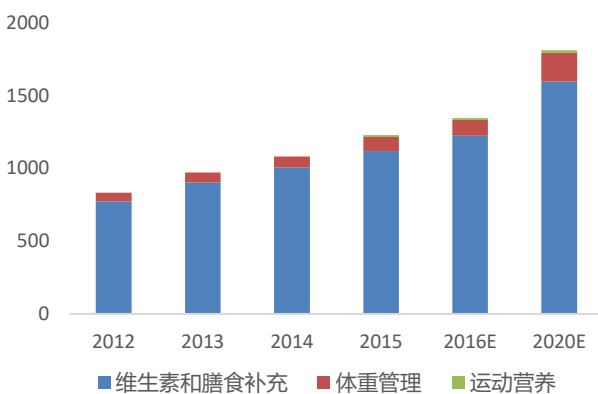


图 13 各细分市场复合增长率

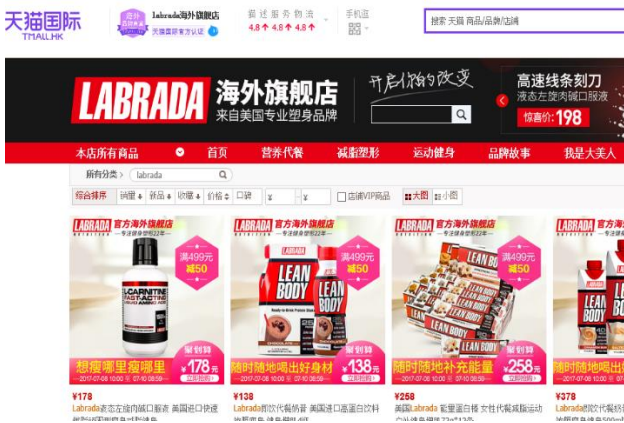
CAGR	2012-2015 年	2015-2020 年
运动营养	+22%	+23%
体重管理	+16%	+16%
维生素和膳食补充	+13%	+7%

资料来源：罗兰贝格、中国中投证券财富研究部

资料来源：罗兰贝格、中国中投证券财富研究部

公司于 2016 年通过子公司先后与 Labrada 和 Prosupps 两个美国运动营养品牌达成合作协议，积极布局运动营养品细分市场。目前公司全资子公司厦门金达威保健品持有 Labrada 30% 的股权。Labrada 主要针对健身爱好者及有体型管理需求的人群、注重饮食健康的白领等。Labrada 的主要产品线包括 Lean Body 系列，包含 1. 蛋白质 —— 即饮饮料、代餐、100%乳清蛋白、分离乳清蛋白、混合蛋白、增重粉；2. 运动表现 —— 运动前、减肥及能量、BCAA、肌肉增长及恢复；3. 女性补充剂 —— 蛋白质、运动前、减肥和健康生活；4. 健康 —— 天然减肥、关节恢复。Labrada 已是欧美各大健身房和超市所热卖的瘦身塑形营养品，目前在国内外天猫和京东平台拥有自己的跨境电商旗舰店。

图 14 Labrada 天猫旗舰店



资料来源：天猫商城、中国中投证券财富研究部

图 15 Labrada 京东旗舰店



资料来源：京东商城、中国中投证券财富研究部

此外，金达威与盈奥公司创始人张祥先生（在运动营养品牌策划、营销等领域积累了丰富的经验，此前曾在国内成功推广“肌肉科技”）合资成立了北京金达威健康食品有限公司（公司出资 70%），合资公司与美国运动营养品牌 Prosupps 签订了国内代理权的协议，成为 Prosupps 大中华区总代理，未来将在中国范围内推广 Prosupps 品牌。Prosupps 目标客户为热血年轻的健身专业人士，其爆款产品 Mr. Hyde 新系列为全球销量第一的训练前产品，My Bar 系列亦为大众化市场销量增长最快的蛋白棒，此外 2017 年新品 My Cookie 全球预售额已突破 500 万美元。由于健身产品在国内归为非药类保健品，因此可采取线下销售，未来公司将积极在线下健身房等场所推广 Prosupps 及 Labrada 的产品。公司在运动营养品市场上的布局有助提升公司保健品业务的综合实力。

三、盈利预测与估值

1. 盈利预测

我们假设今年维 A 价格将平均下降 20%，公司维 A 业务收入将受此影响同比下降 17%至 3.69 亿元。相反辅酶 Q10 价格呈上涨趋势，加之公司今年将加大 Q10 产品的市场推广力度，产销量有望随之增加，我们预计 Q10 业务收入今年将同比增长 43%至 5.04 亿元。保健品业务方面，公司今年将加大 DRB 在中国市场的销售推广力度以及目标提高 VB 的产能利用率，参考 Blackmore's、Swisse 等保健品在华的成功营销经验，我们认为在跨境电商高速发展的趋势下，公司今年保健品业务将同比增长 26%至 7.9 亿元。基于公司各业务收入加总，我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 19.19/ 21.82/ 24.04 亿元，毛利率分别为 40.58%/ 42.08%/ 42.30%，3 年对应每股收益为 0.55/0.66/0.73 元。

表 1 公司业绩预测表（百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
保健品	632.35	796.50	936.78	1084.25

请务必阅读正文之后的免责条款部分

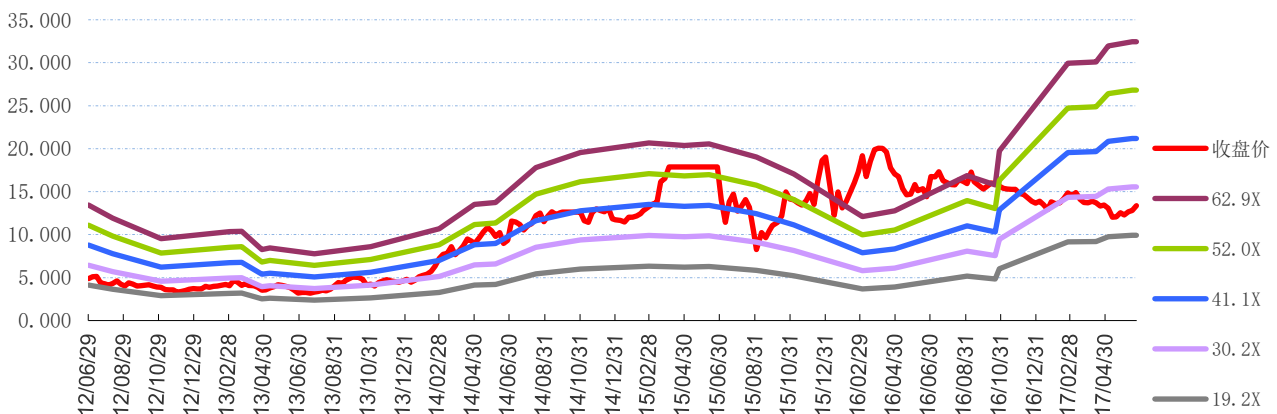
维生素 A	444.84	369.22	406.14	385.83
Q10	352.86	504.59	605.51	696.33
其他	232.70	248.99	258.95	266.72
总收入	1662.75	1919.30	2182.15	2404.12
增速	38.1%	15.43%	13.70%	10.17%
毛利率	41.0%	40.58%	42.08%	42.30%
EPS (元)	0.49	0.55	0.66	0.73

资料来源：中国中投证券财富研究部

2. 估值

公司是全球最大的辅酶 Q10 生产厂家，也是全球六家 VA 生产厂家之一。考虑到公司保健品业务正有序推进，今明两年有望贡献较大增量，我们给予公司 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 16.5 元，相较于现价还有 19% 的上升空间。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

图 16 金达威 PE band



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

四、风险提示

保健品推广不及预期。公司保健品业务仍处发展初期，国内保健品间竞争较大，因此保健产品的推广存有一定不确定性。

Q10 产品推广不及预期。Q10 在中国渗透率较低，公司在 Q10 市场推广上的投入与回报可能不匹配。

VA 价格降幅超过预期。今年维生素 A 价格呈下降趋势，价格向下的幅度存有不稳定性，可能超出预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1523	1821	2195	2591
现金	841	1040	1329	1647
应收账款	239	277	315	347
其它应收款	17	27	28	32
预付账款	34	39	44	48
存货	288	334	371	408
其他	104	104	108	110
非流动资产	1577	1501	1423	1346
长期投资	28	28	28	28
固定资产	533	482	428	373
无形资产	244	227	210	193
其他	773	764	757	752
资产总计	3101	3322	3618	3937
流动负债	482	496	508	520
短期借款	58	58	58	58
应付账款	87	101	112	123
其他	337	338	339	339
非流动负债	439	432	434	435
长期借款	380	380	380	380
其他	60	52	54	55
负债合计	921	928	942	955
少数股东权益	15	15	15	15
股本	616	616	616	616
资本公积	885	885	885	885
留存收益	628	878	1160	1465
归属母公司股东权益	2165	2379	2662	2967
负债和股东权益	3101	3322	3618	3937

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	374	329	416	460
净利润	300	338	405	453
折旧摊销	92	76	78	78
财务费用	2	8	1	-7
投资损失	2	-2	-1	-1
营运资金变动	-46	-83	-72	-66
其它	23	-7	5	4
投资活动现金流	-472	1	-3	-2
资本支出	21	0	0	0
长期投资	-412	0	0	0
其他	-863	1	-3	-2
筹资活动现金流	529	-131	-124	-139
短期借款	-648	0	0	0
长期借款	91	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	607	0	0	0
其他	439	-131	-124	-139
现金净增加额	436	199	289	318

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1663	1919	2182	2404
营业成本	980	1135	1264	1387
营业税金及附加	15	16	19	20
营业费用	98	115	136	156
管理费用	215	248	282	310
财务费用	2	8	1	-7
资产减值损失	-0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	2	1	1
营业利润	350	398	480	537
营业外收入	17	11	12	12
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	363	407	489	546
所得税	63	69	84	93
净利润	300	338	405	453
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	300	338	405	453
EBITDA	444	482	559	607
EPS (元)	0.49	0.55	0.66	0.73

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	38.1%	15.4%	13.7%	10.2%
营业利润	180.0%	13.8%	20.6%	11.8%
归属于母公司净利润	166.3%	12.6%	20.1%	11.6%
获利能力				
毛利率	41.0%	40.9%	42.1%	42.3%
净利率	18.0%	17.6%	18.6%	18.8%
ROE	13.8%	14.2%	15.2%	15.3%
ROIC	14.8%	17.1%	20.3%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	29.7%	27.9%	26.0%	24.3%
净负债比率	74.35%	73.80%	72.69%	71.72%
流动比率	3.16	3.67	4.32	4.98
速动比率	2.55	2.98	3.56	4.17
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.60	0.63	0.64
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	11.27	12.12	11.90	11.82
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.55	0.66	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.53	0.68	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.86	4.32	4.81
估值比率				
P/E	27.48	24.39	20.31	18.20
P/B	3.80	3.46	3.09	2.78
EV/EBITDA	18	17	14	13

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义**公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
刘思远,伦敦大学学院经济学学士,伦敦卡斯商学院投资管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434