

瑞康医药 (002589)

取得山东基药配送先发优势，持续受益于政策支持

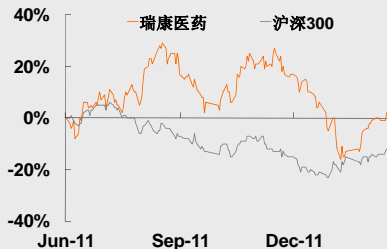
强烈推荐 (维持)

现价: 25.37 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.realcan.cn
大股东/持股	韩旭、张仁华/51.69%
实际控制人/持股	韩旭、张仁华/51.69%
总股本(百万股)	94
流通 A 股(百万股)	24
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	23.64
流通 A 股市值(亿元)	6.00
每股净资产(元)	8.38
资产负债率(%)	64.2

行情走势图



相关研究报告

《瑞康医药 (002589)2011 年半年报点评》—2011.8.22

证券分析师

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

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。

投资要点

■ 山东省的直销配送商龙头:

瑞康医药是山东省覆盖面最广的医药直销商，深耕山东省内市场，致力于成为走向全国的医药流通领域的直销商。目前，公司在山东省医药商业的市场份额仅约 6%，未来 3-5 年内精耕山东市场是瑞康医药的主要战略目标。根据中国医药商业协会排名，2009 年公司在山东省医药商业销售规模位列第三位，利税列第二位，在全国医药商业中可定位为中等规模的强势省域医药商业龙头企业。

■ 直销模式是医药商业发展趋势:

卫生部等部门发布的《医疗机构药品集中采购工作规范》要求减少药品流通环节，药品集中采购实行药品生产企业直接投标，由药品生产企业或委托药品经营企业配送，原则上每种药品只允许委托配送一次。国家正通过压缩医药商业的流通环节优化产业结构，鼓励以直销模式将药品供应至医院等医疗机构。在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式。公司的直销模式符合压缩医药流通环节的大趋势，在山东省内的终端覆盖能力、配送能力、与上游客户良好的合作关系、先进的现代物流能力和信息化管理水平及区域性布局等方面的优势有利于未来竞争，在行业整合的背景下，公司的上述优势将使得公司业务得到进一步的发展。

■ 基本药物配送取得先发优势:

2011 年 6 月，山东省正式开始基本药物招标采购工作。基本药物不仅对药品生产商形成了增量市场，同时也让药品配送商受益。集中的基本药物招标采购，加上对优质配送商的选择，使得基药配送份额向当地龙头企业集中。作为山东省医药商业龙头企业，我们预计瑞康医药 2011 年基药配送份额占山东全省大约在 10%左右，约 3 亿元左右。而在山东省药品采购中心的网站信息显示，截止 2011 年 8 月 31 日，瑞康医药在山东基本药物配送规模排名第一。

■ 维持“强烈推荐”评级

由于基药配送的费用相对较高，我们对公司业绩增速预测略有下调，预计 2011-13 年每股收益分别为 0.89、1.22 和 1.64 元，对应 3 月 1 日收盘价，PE 分别为 28.5、20.9 和 15.5 倍。我们认为公司将持续受益于政策对直销模式的支持和基本药物带来的市场增量，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,602	2,213	3,197	4,341	5,596
YoY(%)	39.6	38%	44%	36%	29%
净利润(百万元)	45	62	84	114	154
YoY(%)	53.4	39%	35%	36%	35%
毛利率(%)	8.6	8.3	8.2	8.2	8.1
净利率(%)	2.8	2.8	2.6	2.6	2.7
ROE(%)	19.1	21.0%	10.0%	12.0%	14.0%
EPS(摊薄/元)	0.48	0.66	0.89	1.22	1.64
P/E(倍)	53.17	38.31	28.46	20.87	15.48
P/B(倍)	10.17	8.04	2.86	2.51	2.16

正文目录

一、 公司简介.....	4
1.1 山东省的直销配送商龙头.....	4
1.2 规模以上医院收入占比 81%，烟台、青岛等地区是目前主要收入来源区.....	4
1.3 山东省实际排名第一.....	5
1.4 公司股东结构.....	5
二、 医药商业迎来大发展，直销模式是趋势.....	6
2.1 行业发展概况.....	6
2.2 政策有利于市场向优势企业集中.....	7
2.3 直销模式是医药商业发展趋势.....	7
三、 主营业务分析.....	8
3.1 销售网络完善，终端直接覆盖能力强.....	8
3.2 终端客户质量高，经销品规不断攀升.....	9
3.3 基本药物配送取得先发优势.....	10
四、 维持“强烈推荐”评级.....	11

图表目录

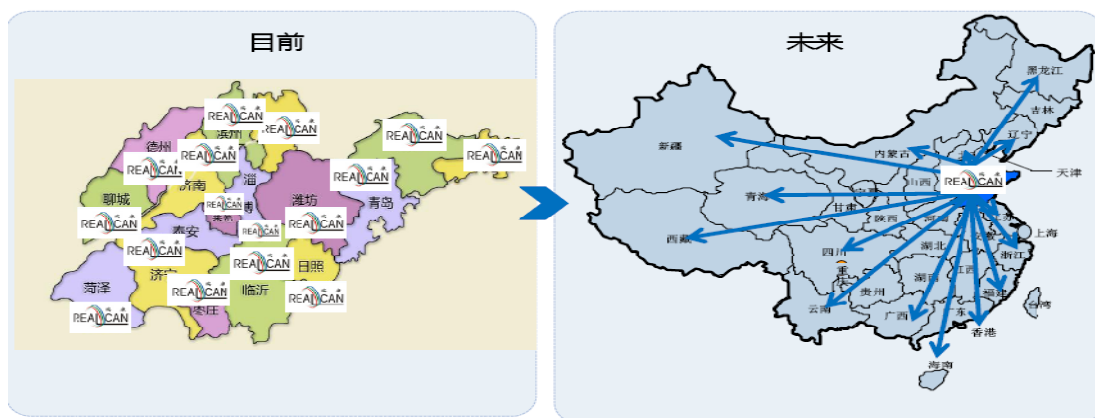
图表 1 瑞康医药目前医药直销业务目前经营区域和未来规划.....	4
图表 2 2010 年公司主营业务收入构成.....	4
图表 3 2009 年山东省医药商业排名.....	5
图表 4 公司股权结构.....	5
图表 5 2001-2010 年中国医药商业销售规模及增长.....	6
图表 6 山东省医药商业行业发展分析.....	6
图表 7 医药商业行业市场集中度对比.....	7
图表 8 直销模式和调拨模式示意图.....	8
图表 9 公司不同级别终端覆盖率.....	9
图表 10 2008-2010 年公司对规模医院覆盖率的质量（单位：家）.....	9
图表 11 2010 年公司重要医院客户经销品规数量变化情况（单位：种）.....	10
图表 12 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况（2011-8-31）.....	10
图表 13 医药商业上市公司相对估值表（采用 2012-3-1 收盘价）.....	11

一、 公司简介

1.1 山东省的直销配送商龙头

瑞康医药是山东省覆盖面最广的医药直销商，深耕山东省内市场，致力于成为走向全国的医药流通领域的直销商。目前，公司在山东省医药商业的市场份额仅约 6%，因此未来 3-5 年内精耕山东市场是瑞康医药的主要战略目标。

图表1 瑞康医药目前医药直销业务目前经营区域和未来规划

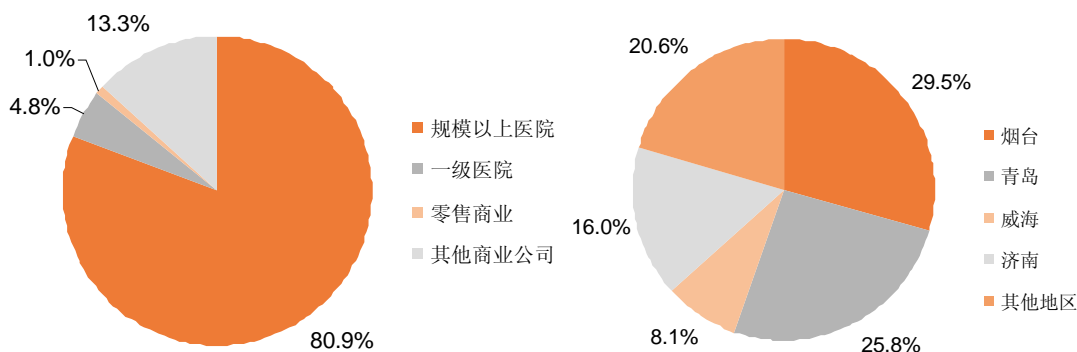


资料来源：平安证券研究所

1.2 规模以上医院收入占比 81%，烟台、青岛等地区是目前主要收入来源区

公司是一家高成长性的药品直销服务商，是以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务、商业分销为补充、具备药品现代物流资质和能力、可采用电子商务等现代化交易手段经营的医药商业企业。

图表2 2010年公司主营业务收入构成



资料来源：公司资料、平安证券研究所

- 所谓规模以上医院主要指三级和二级医院；
- 虽然目前公司收入主要来源烟台、青岛和威海等山东东部地区，但公司已覆盖以济南为中西的西部中部地区规模医院，鲁西和鲁中地区是公司业务未来主要增长区域。

1.3 山东省实际排名第一

山东省共有 845 家药品批发企业，集中度处于全国中等水平。根据中国医药商业协会排名，2009 年公司在山东省医药商业销售规模位列第三位，利税列第二位，在全国医药商业中可定位为中等规模的强势省域医药商业龙头企业。

图表2 2009年山东省医药商业排名

山东销售 总额排名	全国销售 总额排名	公司	销售总额 (万元)	利税总额 (万元)	山东利税 总额排名
1	30	山东海王银河医药有限公司	408,689	7,581	3
2	45	济南中信医药有限公司	310,000	13,153	1
3	59	山东瑞康医药股份有限公司	213,325	8,443	2
4	62	山东康惠医药有限公司	197,439	3,932	5
5	104	山东罗欣医药集团有限公司	117,534	2,737	6
6	113	山东康诺盛世医药有限公司	105,921	886	9
7	124	山东新华医药贸易有限公司	94,330	1,807	7
8	141	青岛百洋医药科技有限公司	82,897	4,271	4
9	157	青岛华氏国风医药有限责任公司	69,579	-	-
10	165	山东聊城利民药业集团	65,000	1,200	8

资料来源：公司资料、平安证券研究所

虽然根据全国医药商业协会数据，瑞康医药在山东省医药商业规模排名为第三。但根据调研，我们认为公司在山东医院配送规模为第一。海王生物 2009 年报披露的全国商业规模数据仅为 19 亿元，与医药商业协会数据差异较大，间接印证了我们的调研结果。

1.4 公司股东结构

公司控股股东及实际控制人为韩旭、张仁华夫妇，合计持有公司 48,486,239 股股份，占总股本的 51.69%，为公司的实际控制人。

图表4 公司股权结构

股东名称	持股量 (万股)	持股比例 (%)
张仁华	2,707.95	28.87%
韩旭	2,140.67	22.82%
TB Nature Limited	1,731.57	18.46%
青岛睿华方略	419.81	4.48%
社会公众股	2,380.00	25.37%
合计	9,380.00	100.00%

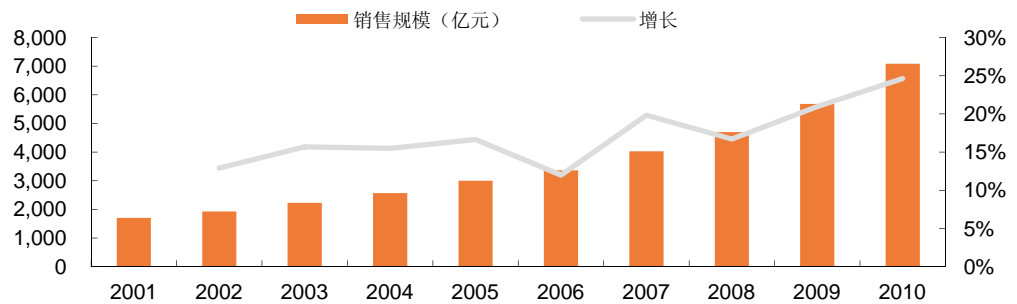
资料来源：公司资料、平安证券研究所

二、 医药商业迎来大发展，直销模式是趋势

2.1 行业发展概况

2000 年以来我国医药商业保持了较快的发展速度，市场规模由 2001 年的 1,700 亿增至 2010 年的 7084 亿，年均复合增长率达 17.15%，远高于同期 GDP 的增长率。未来，随着经济增长、人口老龄化，以及新医改背景下政府卫生投入的持续增加、医保覆盖面不断扩大、基础医疗市场不断扩容，医药商业将继续保持快速增长。

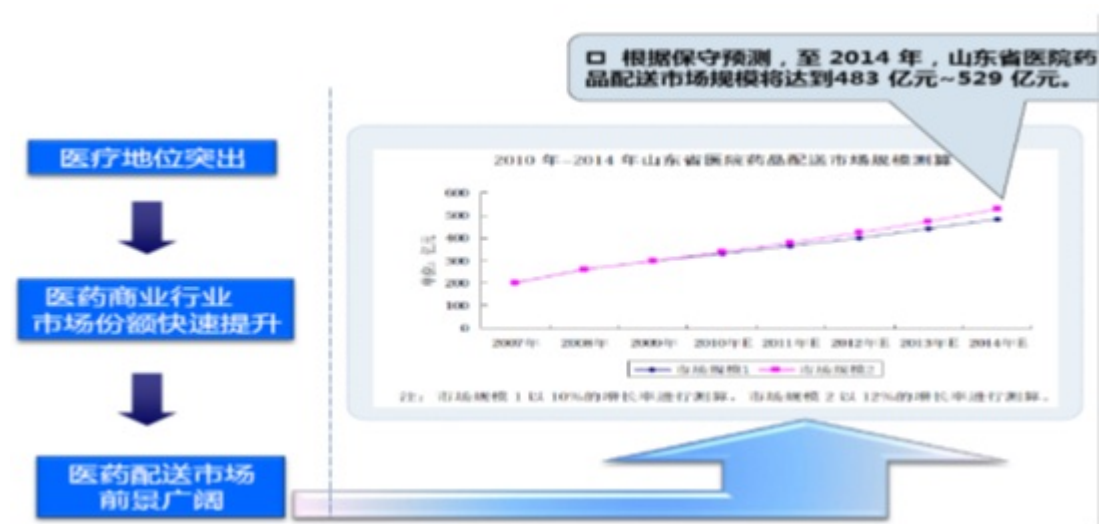
图表5 2001-2010年中国医药商业销售规模及增长 (亿元)



资料来源：公司资料，平安证券研究所

2010 年山东省医药商业规模约为 300 亿元，是全国第六大医药流通市场。根据商务部医药流通十二五规划和山东省十二五医药流通规划，预计 2015 年之前山东龙头医药流通企业收入将超过百亿。

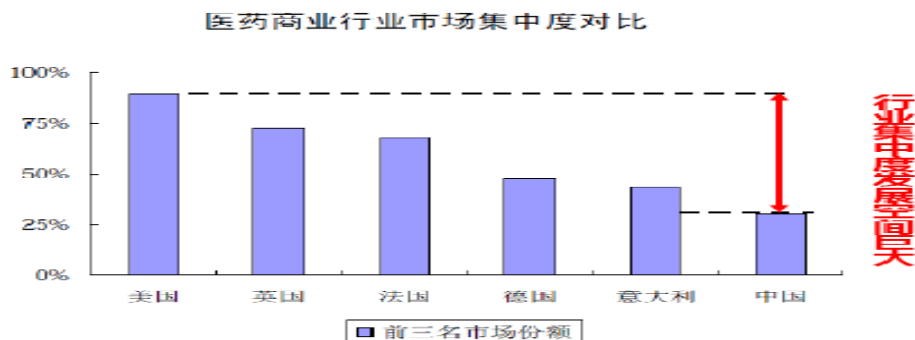
图表6 山东省医药商业行业发展分析



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

2.2 政策有利于市场向优势企业集中

图表7 医药商业行业市场集中度对比



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

■ 医改不断提升行业准入门槛

新医改明确要求严格市场准入和药品注册审批，大力规范和整顿生产流通秩序，将使得小型、不规范的医药商业企业将难以通过国家相关认证要求，从而逐步被市场淘汰，其数量将不断减少，该部分企业退出后，留下的市场份额将由瑞康医药这类实力强的企业去补充。自成立以来，公司即规范化发展，新医改后，医药商业企业的市场竞争环境优化，行业经营更加规范，有利于公司的发展。

■ 政府办医疗机构规范招标采购

2010年卫生部等七部委联合发布的《医疗机构药品集中采购工作规范》要求实行以政府主导、以省为单位的医疗机构网上药品集中采购工作。省统一招标，就要求中标企业具有全省配送的能力及很高的终端覆盖率。瑞康医药在山东省内终端医院覆盖范围较广，配送能力较强，省统一招标采购后，公司作为医药工业企业的配送商更加具备竞争优势。

■ 医改提出基本药物制度建设，推动基层医疗迅速规范化

新医改明确提出要建立国家基本药物制度，基本药物国家将采取统一配送的模式，县级以下基础医疗市场将由自然竞争状态走向集中招标采购状态，这必然深刻改变中国基础医疗市场完全市场化的竞争格局，有利于规范的、规模化的药品现代物流企业发展。基础药品的集中配送将导致过去由快批医药商业占据主导地位的基础医疗市场快速向大型规范医药商业企业重新分配。

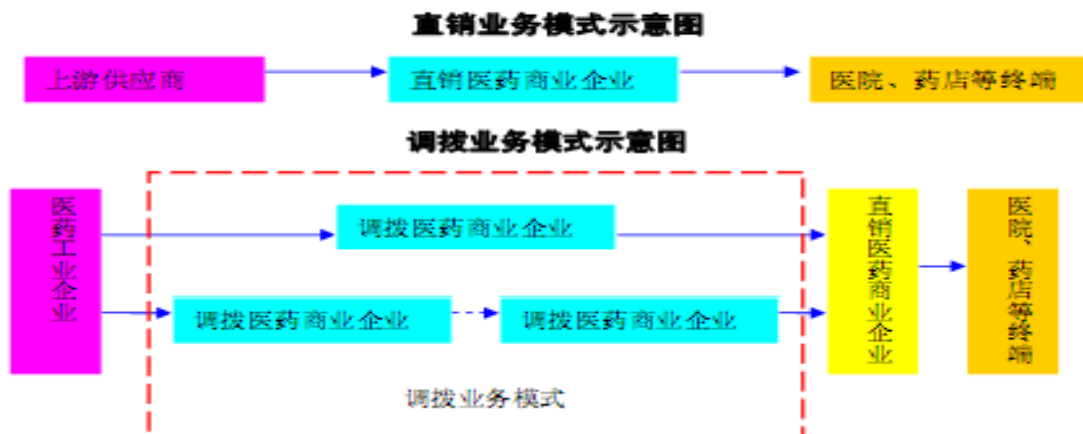
山东省药监局于2009年11月出台的《关于组织推荐药品现代物流试点企业的通知》，明确指定包括瑞康在内的山东省18家药品现代物流试点企业具有优先的基本药物配送资格。

2.3 直销模式是医药商业发展趋势

■ 直销模式简介

医药商业的业务模式主要包括：直销、分销、快批，代理和第三方物流业务模式。直销业务模式指药品由上游供应商供应至直销商，然后由直销商供应至医院或药店等终端，亦被称为直接配送模式。相较于其它模式，直销业务模式的毛利率水平较高，终端掌控能力强，对医药工业企业的价格谈判能力强，争取医药工业企业配送权占优势。

图表8 直销模式和调拨模式示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 医改要求减少药品流通环节，有利于直销模式

卫生部等发布的《医疗机构药品集中采购工作规范》要求减少药品流通环节，药品集中采购实行药品生产企业直接投标，由药品生产企业或委托药品经营企业配送，原则上每种药品只允许委托配送一次。国家正通过压缩医药商业的流通环节优化产业结构，鼓励以直销模式将药品供应至医院等医疗机构。在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式。

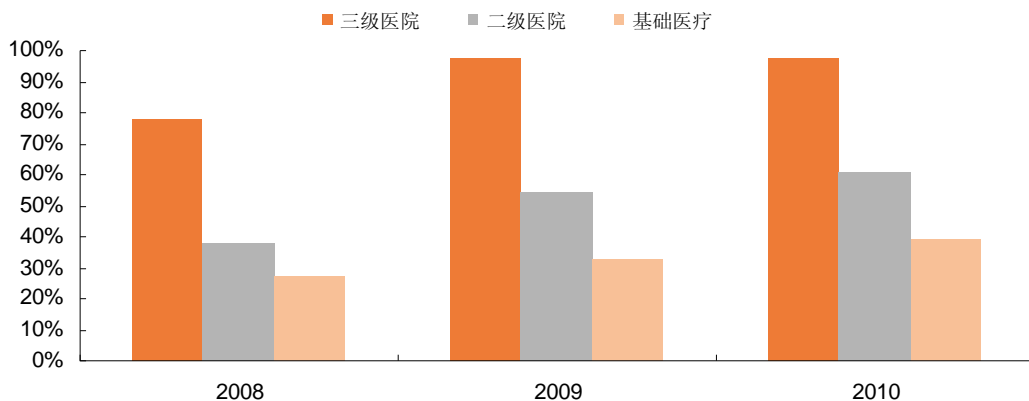
公司的直销模式符合压缩医药流通环节的大趋势，在山东省内的终端覆盖能力、配送能力、与上游客户良好的合作关系、先进的现代物流能力和信息化管理水平和区域性布局也有利于未来竞争，在行业整合的背景下，公司的上述优势将使得公司业务得到进一步的发展。

三、 主营业务分析

3.1 销售网络完善，终端直接覆盖能力强

销售网络完善、终端直接覆盖能力强是公司突出的核心竞争优势之一。公司不断开拓终端客户，各级别终端开户数量由2008年末的909家增加至2010年末的1,321家，下游客户数量的增加成为公司业务规模扩张、收入增加的坚实基础。经过多年持续的销售网络建设，至2010年末，公司通过直销模式对山东省84家三级医院、249家二级医院和988基础医疗单位达成覆盖，覆盖率分别为97.67%、60.58%和39.16%。此外，公司通过273家分销客户对全省未直接覆盖的医院及零售市场达成覆盖。

图表9 公司不同级别终端覆盖率



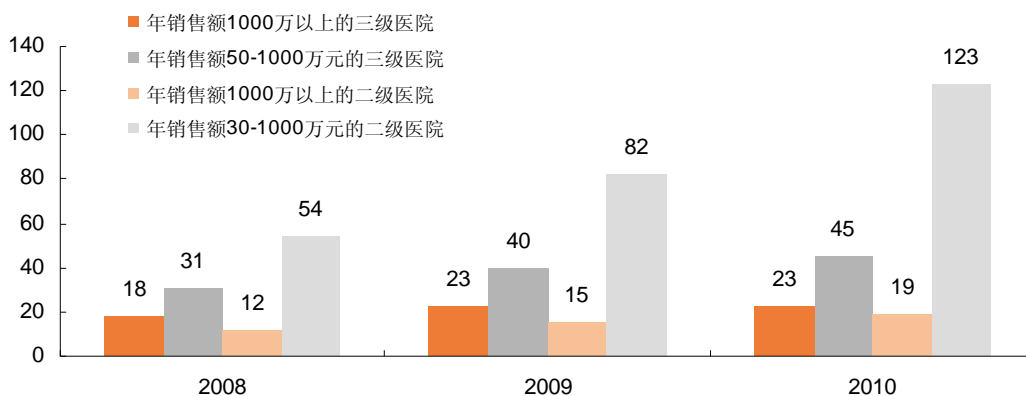
资料来源：公司资料、平安证券研究所

国家在医改中明确提出坚决压缩流通渠道环节，公司较高的终端直接覆盖能力意味着大部分业务模式为“医药工业—医药商业—需求终端”，符合国家的医改政策。另一方面，由于整个医药流通环节的毛利率相对稳定，流通环节越多则每个环节的利润水平越低，因此较强的终端覆盖能力意味着较高的毛利率水平。

3.2 终端客户质量高，经销品规不断攀升

公司在不同级别的医院均有较高覆盖率，且医院级别越高，公司的覆盖率越高，表明公司终端客户具有较高质量。公司在山东省内三级医院覆盖率由 2008 年的 77.91% 提升至 2010 年的 97.67%，即基本实现了三级医院的全覆盖。

图表10 2008-2010年公司覆盖规模医院的质量（单位：家）



资料来源：公司资料、平安证券研究所

高质量的终端客户具有如下几个特性：一是药品需求量大，采购金额较高；二是回款较有保障；三是具有医疗中心的地位，对市场影响力大。上述特性决定了为这些医疗单位配送的医药商业企业对医药工业企业的谈判能力强，且利于公司的回款，从而可以保证公司业务和利润的持续增长。

公司一直注重加强与医院的合作，经营重要医院产品的品规数量逐年增加，表明公司在与医院展开合作的基础上，能够不断增加公司产品在其采购中的份额，这成为公司收入增加的重要保证。

图表11 2010年公司重要医院客户经销品规数量变化情况（单位：种）

销量排名	医院名称	2008年经销品规	2009年经销品规	2010年经销品规
1	烟台毓璜顶医院	764	743	906
2	青岛大学医学院附属医院	403	394	449
3	青岛市立医院	284	256	333
4	烟台市中医医院	1,092	1,097	1,212
5	淄博市中心医院	1	159	334
6	乳山市人民医院	688	573	1,036
7	青岛市骨伤科医院	825	1,090	1,330
8	济南军区总医院	483	484	455
9	烟台市莱阳中心医院	615	709	778
10	莱州市人民医院	555	516	599

资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.3 基本药物配送取得先发优势

2011年6月,山东省正式开始基本药物招标采购配送工作。基本药物不仅对药品生产商形成了增量市场,同时也让药品配送商受益。集中的基本药物招标采购,加上对优质配送商的选择,使得基药配送份额向当地龙头企业集中。

作为山东省医药商业龙头企业,我们预计瑞康医药2011年基药配送份额占山东全省大约在10%左右,约3亿元左右。而在山东省药品采购中心的网站信息显示,截止2011年8月31日,瑞康医药在山东基本药物配送规模排名第一。

图表12 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况（2011-8-31）

山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况公示表			
注：本表数据为从实行网上采购交易以来，至2011年8月31日数据；按已覆盖县市区数量（含高新区、开发区等）由高到低排序。			
配送企业	已覆盖县市区数量（含高新区、开发区等）	已配送生产企业数量	已配送品规数量
山东瑞康医药股份有限公司	152	432	941
华润山东医药有限公司	121	367	781
山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	113	286	569
山东海王银河医药有限公司	80	381	823
山东天士力医药有限公司	71	144	345
山东鑫康弘医药有限公司	64	321	736
国药控股山东有限公司	61	105	195
济南药业集团有限责任公司	58	331	698
山东齐都药业有限公司	54	5	34
山东瑞康医药股份有限公司青岛分公司	46	266	489

资料来源：山东药品集中采购网

四、 维持“强烈推荐”评级

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.89、1.22 和 1.64 元，对应 3 月 1 日收盘价，PE 分别为 28.5、20.9 和 15.5 倍。我们认为公司将持续受益于政策对直销模式的支持和基本药物带来的市场增量，维持“强烈推荐”评级。

图表13 医药商业上市公司相对估值表（采用2012-3-1收盘价）

	每股收益/EPS				市盈率/PE			
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
国药股份	0.65	0.72	0.85	1.03	19.42	17.53	14.85	12.25
华东医药	0.73	0.92	1.17	1.47	33.32	26.43	20.79	16.54
上海医药	0.69	0.81	0.83	1.00	17.74	15.11	14.75	12.24
九州通	0.25	0.29	0.31	0.36	39.40	33.97	31.77	27.36
平均					27.47	23.26	20.54	17.10
瑞康医药	0.66	0.89	1.22	1.64	38.31	28.46	20.87	15.48

公司资料：wind、平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,386	1,926	2,615	3,371
现金	350	480	651	839
应收账款	790	1,106	1,501	1,936
其他应收款	2	0	0	0
预付账款	31	29	40	51
存货	192	279	379	489
其他流动资产	22	32	43	56
非流动资产	94	246	233	221
长期投资	0	0	0	0
固定资产	50	204	192	181
无形资产	40	38	36	34
其他非流动资产	4	4	5	6
资产总计	1,479	2,171	2,848	3,592
流动负债	1,183	1,338	1,900	2,491
短期借款	256	61	161	244
应付账款	565	822	1,116	1,440
其他流动负债	362	455	623	806
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1,183	1,338	1,900	2,491
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	94	94	94
资本公积	152	582	582	582
留存收益	74	158	272	425
归属母公司股东权益	296	833	947	1,101
负债和股东权益	1,479	2,171	2,848	3,592

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	71	55	104	154
净利润	62	84	114	154
折旧摊销	5	9	14	14
财务费用	19	24	33	49
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-14	-64	-60	-66
其他经营现金流	-1	3	3	4
投资活动现金流	-38	-160	0	0
资本支出	38	161	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他投资现金流	-1	1	0	0
筹资活动现金流	32	235	68	34
短期借款	76	-195	100	83
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	24	0	0
资本公积增加	0	430	0	0
其他筹资现金流	-44	-24	-33	-49
现金净增加额	65	130	172	188

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,213	3,197	4,341	5,596
营业成本	2,030	2,936	3,987	5,143
营业税金及附加	4	5	7	8
营业费用	40	70	83	93
管理费用	33	47	74	90
财务费用	19	24	33	49
资产减值损失	3	5	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	111	152	205
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	83	111	152	205
所得税	21	28	38	51
净利润	62	84	114	154
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	84	114	154
EBITDA	108	144	198	268
EPS (元)	0.66	0.89	1.22	1.64

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.2%	44.5%	35.8%	28.9%
营业利润	35.4%	30.9%	36.4%	34.8%
归属于母公司净利润	38.8%	34.6%	36.4%	34.8%
获利能力				
毛利率(%)	8.3%	8.2%	8.2%	8.1%
净利率(%)	11.1%	2.8%	2.6%	2.6%
ROE(%)	21.0%	10.0%	12.0%	14.0%
ROIC(%)	8.6%	7.6%	8.1%	9.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	80.0%	64.2%	66.7%	69.3%
净负债比率(%)	21.6%	4.5%	8.5%	9.8%
流动比率	1.17	1.44	1.38	1.35
速动比率	1.01	1.23	1.18	1.16
营运能力				
总资产周转率	1.76	1.75	1.73	1.74
应收账款周转率				
应付账款周转率	4.14	4.23	4.11	4.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.22	1.64
每股经营现金流(摊薄)	0.75	0.59	1.11	1.64
每股净资产(最新摊薄)	3.16	8.38	10.10	11.74
估值比率				
P/E	38.31	28.46	20.87	15.48
P/B	8.04	2.86	2.51	2.16
EV/EBITDA	22.71	17.09	12.41	9.19

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 2012 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