



未有评级

002462.SZ

价格: 人民币 8.88

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年	1	3	12
至今	个月	个月	个月	
绝对	14	(3)	(0.7)	-
相对新华富时 A50 指数	2	(2)	0.5	-

发行股数(百万)	240.00
流通股(%)	66.80
流通股市值(人民币 百万)	1,464
3个月日均交易额(人民币 百万)	12
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国青年实业发展总公司	17.45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月30日收市价为标准

嘉事堂

北京医改的确定受益者

嘉事堂主营医药批发、连锁零售以及医药第三方物流配送业务等医药商业。公司的医药商业依托于现代物流，专注于北京地区，在北京地区有较为明显的优势。得益于北京地区医改，公司的医院药品配送业务迅猛发展；公司的第三方物流配送业务发展迅速，市场空间巨大；公司的药品零售业务今后有望受益于公立医院“医药分开”。

主要发现

- 公司发展思路清晰，业务布局具有一定前瞻性，在北京地区医改过程中能够抓住先机获得跨越式发展。公司在北京地区的社区医院药品配送招标和二级以上医院药品配送招标中均取得突出成绩，使得医院配送业务获得迅猛发展，成为公司的核心业务。预计公司的医院配送业务仍将快速发展，其中社区医院配送业务将保持 25%左右的增速，二级以上医院纯销业务增速约 40%-50%。
- 医药物流仓储标准日趋严格，医药物流仓储的专业化、现代化和规模化趋势明确。公司拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的医药物流仓储中心，既是公司各项医药商业业务的主要物质保障，也是公司的竞争力重要组成部分，对公司的各项业务发展形成有力支撑。
- 公司通过对扩大二级以上的医院配送份额和向医院提供库房增值服务，为今后“医药分开”时进行药房托管奠定基础。同时，公司的连锁药店业务也是公司承接“医药分开”后医院药品销售份额流向零售市场的重要平台。公司拥有北京地区最大的直营药店网络。预计 2012 年公司的连锁药店将恢复增长。
- 公司的医药第三方物流配送业务增长迅速，市场潜力巨大，已成为公司重点发展业务和新的利润增长点。预计 2012 年公司第三方物流配送业务收入为 3,500-4,000 万元，增长 30%-40%。

初步结论

- 公司是北京医改的确定受益者。公司依托强大的现代物流仓储能力，在北京医改带来的药品商业领域变局中抓住机遇使得核心业务获得了迅猛发展，并为今后继续受益于医改奠定了坚实基础。我们认为公司的综合竞争实力已经获得大幅度提升，未来有望更大程度受益于北京地区医改，建议予以关注。

主要风险

- 北京医疗服务机构医院药品配送招标带来的不确定性。
- 公立医院“医药分开”的进程和力度具有不确定性。

投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(人民币 百万)	1,341.67	1,801.38	2,529.03	3,473.27	5,195.55
增长率(%)	18.36	34.26	40.39	37.34	49.59
归属母公司净利润(人民币 百万)	48.54	63.68	81.49	104.72	140.79
增长率(%)	14.44	31.19	27.96	28.51	34.44
每股收益(人民币)	0.30	0.27	0.34	0.44	0.59
市盈率(倍)	74.36	29.48	26.86	20.90	15.55
每股经营现金流量(人民币)	(0.31)	0.20	(0.11)	0.21	0.11

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药: 商业

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang_sh@bocigroup.com

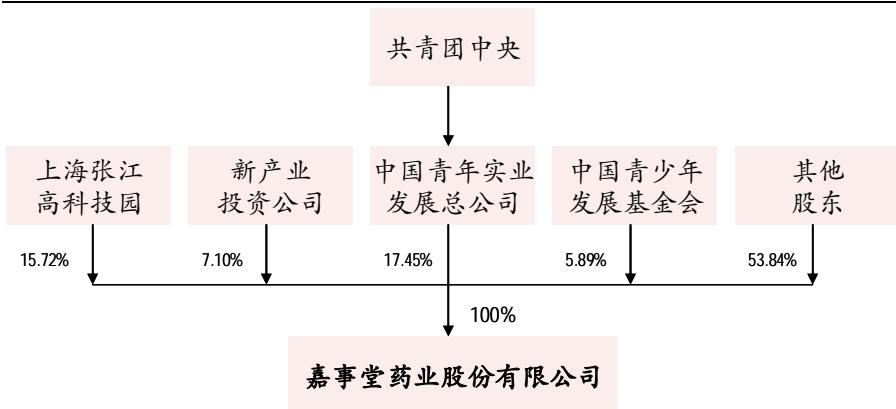
证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

公司简介

嘉事堂药业股份有限公司主营医药批发、连锁零售以及第三方物流配送业务等医药商业。公司的医药商业依托于现代物流，专注于北京地区，在北京地区有较为明显的竞争优势，拥有覆盖北京多数二三级医院的销售网络，是北京社区医院药品配送试点企业中的两者之一，拥有北京地区最大的直营连锁药店网络；公司的现代化医药物流仓储能力在华北地区居于首位。

公司第一大股东为中国青年实业发展总公司，持有股份占公司总股本的17.45%，公司的实际控制人是共青团中央。

图表 1. 股权结构

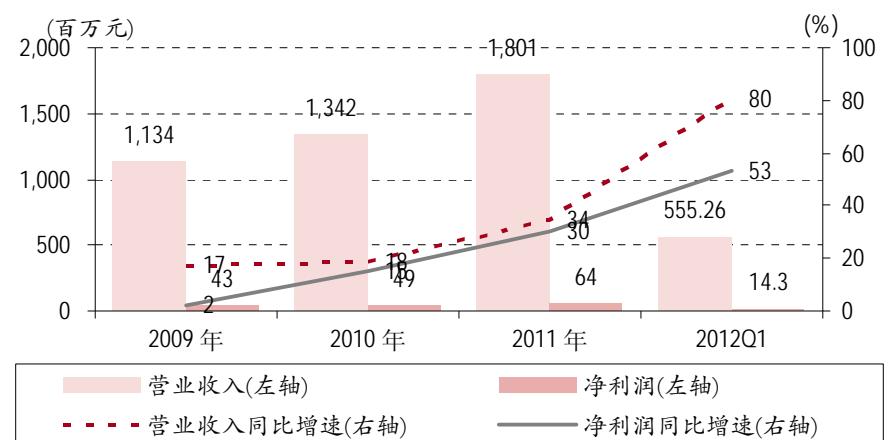


资料来源：公司资料，中银国际研究

公司于2010年8月18日登陆中小板，总股本为24,000万股，目前流通19,330.03万股，限售4,384万股为第一大股东中国青年实业发展总公司持有，解禁日为2013年8月19日。

2011年公司实现营业收入18.01亿，同比增长34.30%，净利润0.64亿，同比增长31.34%。2012年1季度公司营业收入5.55亿，同比增长80.37%，净利润0.14亿，同比增长53.08%，收入和利润增长主要来自于二级及上医院纯销业务的快速增长。

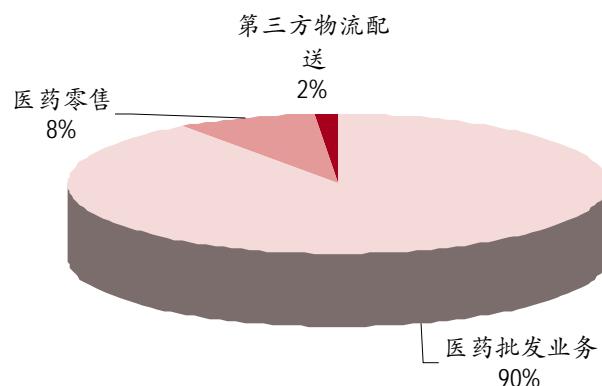
图表 2 公司各年营业收入和净利润情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

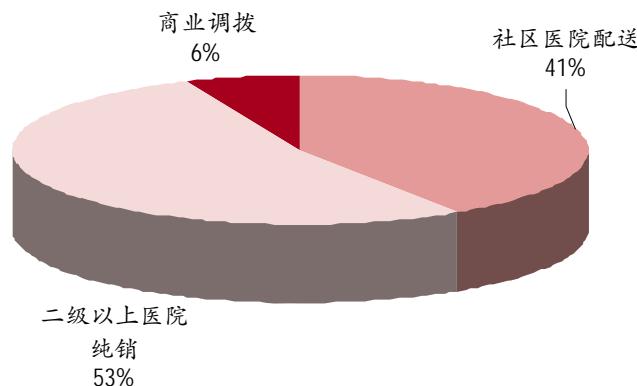
公司的主营业务全部集中在医药商业领域，包括药品批发、药品零售、仓储配送、医疗器械销售四个部分，其中药品批发是公司的核心业务，收入占比达到 90%，仓储配送业务发展最为迅速，2011 年的增速达到 106%，2008-2011 年的复合增速达到 99%。公司的批发业务包括社区医院配送业务、二级及以上医院纯销业务和商业调拨业务，其中社区医院配送业务壁垒高，二级及以上医院纯销业务发展快，商业调拨业务由于毛利率低、政策不鼓励等原因正在逐渐边缘化。2011 年，社区医院配送、二级及以上医院纯销和商业调拨销售额占批发业务分别为 41%、53% 和 6%。

图表 3. 公司 2011 年营业收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

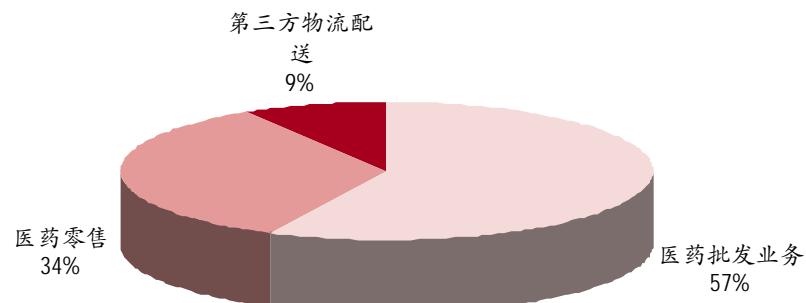
图表 4. 公司 2011 年批发业务收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

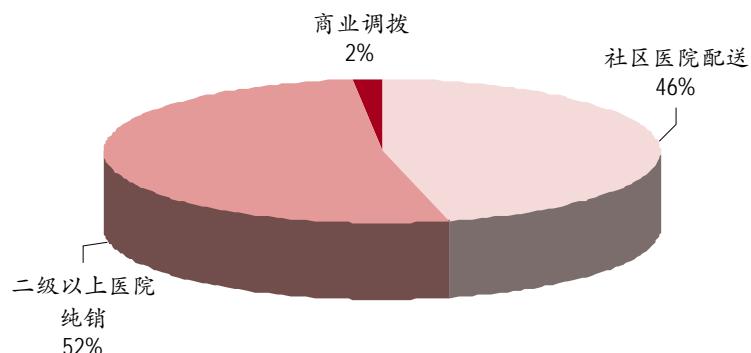
2011 年，公司批发业务毛利占比约 57%。由于社区医院配送、二级及以上医院纯销、商业调拨的毛利率分别在 6.5%、5.5%、1.5% 左右，我们估计公司 2011 年社区医院配送、二级及以上医院纯销、商业调拨的毛利占公司批发业务毛利之比约为 46%、52% 和 2%。

图表 5.公司 2011 年毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 6 公司 2011 年批发业务毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 7 公司医药商业盈利模式简介

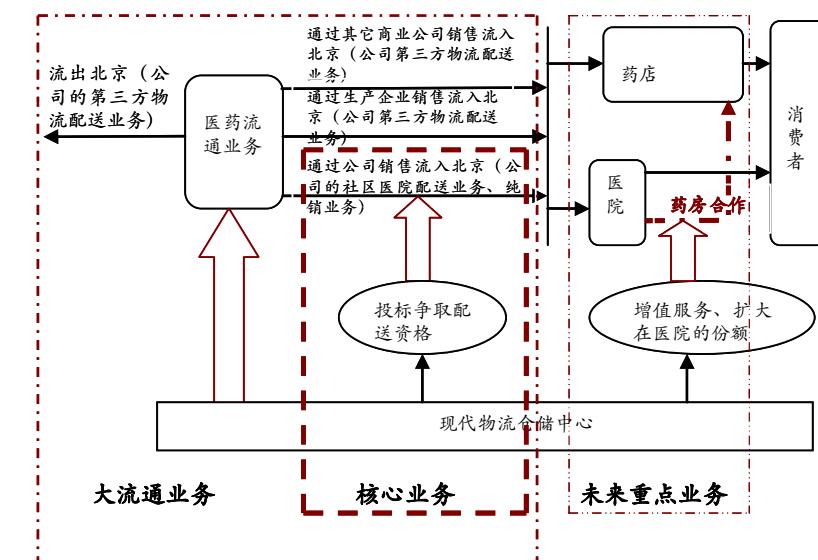
业务种类	利润来源
医药商业	社区配送 社区医院的药品进行集中招标。公司从中标制药企业采购，采购价格在招标时已确定。公司的利润来自配送费。制药企业以商业折扣的形式支付配送费，一般为销售额的 6-7%。
	纯销 公司从生产企业采购或从其他商业企业调拨药品然后批发给医院，利润来自进销差价，有时包括来自生产企业的促销返利；毛利率约 5-6%。
	商业调拨 公司从生产企业采购或从其他商业企业调拨药品然后批发给别的商业企业供其再次调拨或批发，公司的利润主要来自于制药企业的促销返利，少部分来自于进销差价。毛利率约 1-2%。
	医药零售 公司连锁零售业务的利润主要来自医药进销差价，少部分来自医药供应商支付的促销费；毛利率约为 36%。
第三方物流配送服务	公司为制药企业、其他医药商业企业、医院等提供仓库并进行仓储、分拣、搬运、运输及配送的服务，药品在各环节过程中所有权不发生转移，公司利润来自向客户收取的服务费；毛利率约为 53%。

资料来源：公司资料，中银国际研究

清晰的业务发展思路

公司的业务发展思路清晰。公司的核心业务是医院配送业务，包括社区医院配送和二级以上医院纯销。公司通过建设现代物流仓储中心增强公司在投标争取医院配送资格时的竞争实力，通过获得医院配送资格带动公司在医院的配送业务，通过医院配送业务和向医院提供药房增值服务，并为今后“医药分开”时和医院进行药房合作奠定基础。“医药分开”意味着目前的医院药品销售业务将被重新分配给医药商业企业。对医药商业企业来说，获得和医院的药房合作机会，意味着赢得分配目前医院药品销售业务的先机，对医药商业企业以后的发展具有决定意义。因此，和医院进行药房合作，积极承接医院药房分流的药品销售市场，是公司未来规划中的重点业务，而公司的连锁药店正是今后承接医院药房分流的药品销售市场的重要平台。另外，在满足公司自身业务需要的基础上，公司还将物流仓储能力用来发展第三方物流配送业务，从而将服务对方扩展到整个北京医药流通领域，拓宽了公司的利润来源，形成了大流通业务格局，提高了公司在北京医药流通市场的地位，有利于增强公司对上下游的影响力。

图表8 公司业务发展思路图示



资料来源：公司资料，中银国际研究

强大的现代化医药物流仓储能力

公司拥有华北地区规模最大的现代化医药物流仓储中心。自 2005 年至今，公司先后进行了三期物流工程建设，目前物流中心建筑面积 3 万平方米，储位 3.9 万个，年配送能力 120 亿元。公司物流仓储中心引进日本大福整套物流运营设备，配备 24 米高的自动化立体仓库，拥有 8 条自动传送巷道和 1.5 万个含电子标签的零拣选货位，日出入库数量超过 3 万箱，物流信息与上游供应商及下游客户共享，对药品的库存和流量情况实时动态监控；物流仓储中心可保持恒温恒湿，并拥有容量为 2,000 立方米的冷库。公司是北京市 5 家获得 GSP 认证的药品物流企业之一，另外 4 家分别国药集团医药物流有限公司、北京医药股份有限公司物流配送中心、北京九州通医药有限公司医药物流中心和北京金象大药房医药连锁有限责任公司物流配送中心；除金象大药房以外的 4 家企业都提供第三方药品配送服务。

图表 9 公司物流配送仓储中心建设情况

	建设时间	投资金额 (万元)	建筑面积 (平方米)	储位数量 (个)	年配送能力 (亿元)
一期工程	2005.2-2005.11	6,000	11,000	8,000	30
二期工程	2009.9-2010.10	11,000	17,000	21,000	60
三期工程(含一期改造)	2011.7-2012.2	6,000	10,000	10,000	10
合计		23,000	30,000	39,000	120

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 10. 华北主要物流仓储中心基本情况对比

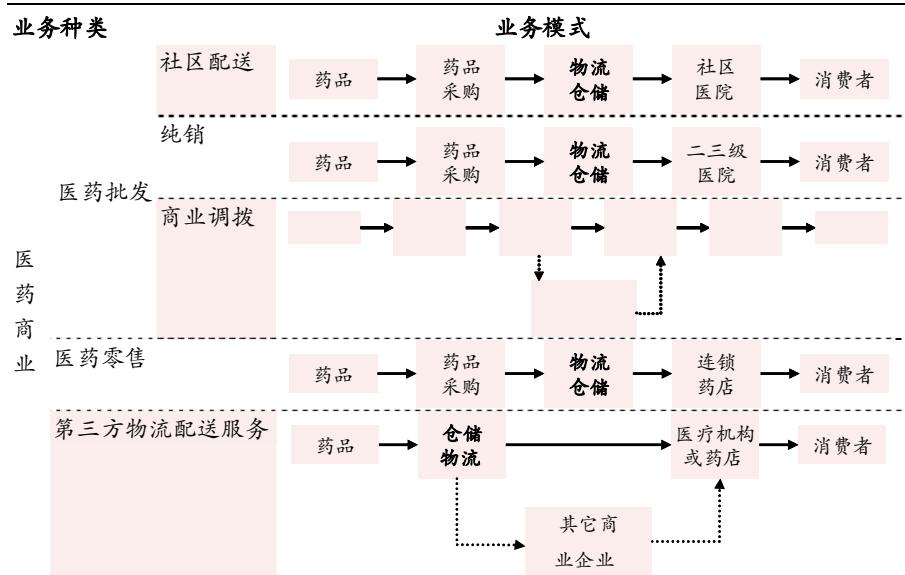
	建筑面积 (平方米)	储位数量 (个)	年配送能力 (亿元)	主要客户	位置及覆盖半径
国药物流	16,000	12,000	80	公司批发业务	大兴区，覆盖北京及周边 500 公里
北京医药	12,000	25,000	80	公司批发业务	宣武区
北京九州通	30,000	31,000	40	公司批零业务	大兴区，覆盖华北和第三方物流，中高端客户较少
嘉事堂	30,000	39,000	120	公司批零业务	通州区，覆盖北京和第三方物流，中高档客户多，包括拜耳、诺华等

资料来源：公司资料，中银国际研究

随着人们对药品质量安全的重视程度不断提高，医药物流仓储标准日趋严格，物流仓储的专业化、现代化和规模化是大势所趋。2009 年 1 月，卫生部、国家发改委、国家药监局等六部委联合发布卫《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》，明确了只有具备现代医药物流配送能力的医药商业企业才有资格作为配送商，为各医疗机构提供药品配送服务；2009 年国家药监局发布的《关于药品生产企业异地设立药品储存仓库试点的通知》规定，医药生产企业在异地销售本企业生产的药品时，必须将药品储存于经过 GSP 认证的合格医药仓库中。今年 4 月 25 日卫生部发布的《药品经营质量管理规范（修订草案）》征求意见稿，对药品在流通过程中的运输和存储环节的管理模式、技术应用和设备配备提出更具体和更严格的要求，突出现代医药物流的理念，推动我国医药流通行业向专业化、规模化和第三方物流方向发展。

物流仓储既是公司各项医药商业业务的重要环节，也是各项业务的物质保障，对医药业务的发展至关重要。现代化物流仓储能力已成为公司的重要竞争力，对公司的各项业务发展形成有力支撑。

图表 11. 公司医药商业业务模式简介



资料来源：公司资料，中银国际研究

社区医院配送业务

2006 年北京进行医改，对社区医院实行药品集中采购、统一配送、零差价销售模式。公司依托自身优秀的医药物流仓储平台，在参与竞争的 240 多家医药商业企业中脱颖而出，成为为北京市社区医院进行药品配送的两家商业企业之一，承担海淀、石景山、门头沟 3 个区的社区医院药品配送工作，另外一家是北京医药股份有限公司，承担剩余 15 个区的配送任务。北京市共有社区医院 2,600 家左右，2011 年统一配送药品的整体规模接近 20 亿元，年增速 20%-30%，公司负责配送的三个区有 400 余家社区医院，占 35% 的社区医院药品份额。社区医院配送已成为公司稳定的市场资源。通过社区医院配送业务，公司与众多药品生产企业建立了稳定的合作关系，并在政府医疗改革中赢得先机，有利于此后竞争二级以上医院药品配送业务资格。

2011 年，公司社区医院配送业务收入约为 6.5 亿元，其中 2009 年-2011 年间的复合增速约为 25%，我们预计 2012 年公司的社区配送业务收入约 8-9 亿元，同比增长 25%-35%。社区医院药品配送业务年内可能启动新一轮招标，由于过去几年在物流仓储等方面的发展取得了长足进展，公司在新一轮招标中有能力保住现有三个区，同时有希望新增 2-3 个区。如果新增 2-3 个区，公司 2013 年的社区医院配送业务将出现明显提升。

图表 12.2008-2011 年公司社区配送业务收入及增速



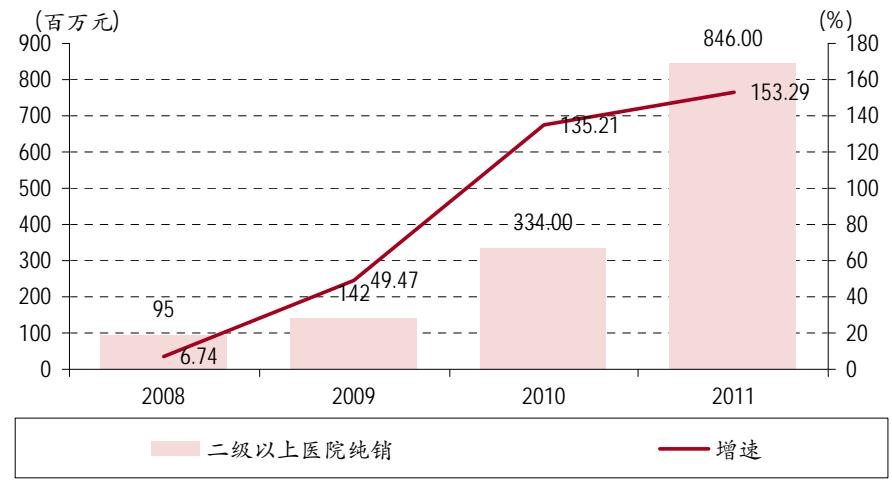
资料来源：公司资料，中银国际研究

药品纯销业务

公司在2010年北京市的二级以上医院药品配送招标中获得了7,472个品种的配送资格，在300多家竞争企业中排第二位，涉及1,500多家药品生产企业的产品。第一名北京医药股份有限公司获得配送资格的品种约12,000个，国药控股获得配送资格的品种约5,000个。目前公司已在北京地区120多家二级以上医院开户，开户率接近90%。

公司2011年纯销业务收入8.5亿元，约占北京市场份额的3%，居于前10位，与排在前两名的北医、国药存在较大差距（北医、国药在北京的年销售额均在30亿元以上），但公司依托强大的物流仓储能力和良好的政府关系等竞争实力，近年来纯销业务突飞猛进。2009年到2011年公司的药品纯销业务收入年复合增速140%以上，显著高于20%的市场平均增速。目前公司在二级以上医院的开户率接近90%，今明两年的主要任务是提高在开户医院的配送份额，争取在大部分开户医院的配送额进入前10名。我们预计2012年公司的纯销业务收入将超过12-13亿元，同比增长40%-50%。

图表 13.2008-2011 年公司二级以上医院纯销业务收入及增速



资料来源：公司资料，中银国际研究

商业调拨业务

2011年公司的商业调拨业务规模已降至1亿元左右，占公司营业收入的5.5%。由于商业调拨的毛利率低，加之政策鼓励减少药品流通环节的做法，因此公司逐步收缩商业调拨业务规模，预计未来收入维持在1亿元左右，在公司营业收入中的占比不断下降。

图表 14.2008-2011年公司商业调拨业务收入及增速



资料来源：公司资料，中银国际研究

医药零售业务

公司拥有170余家连锁药店，其中朝阳区和海淀区各有约50家门店，石景山、丰台、房山各约有近20家。公司的连锁药店均为直营店，毛利率35%以上，高于零售市场20%的平均毛利率。公司的连锁药店总门店数量在北京居第二位，直营店数量居第一位。目前北京地区有5,200多家药店，总药品销售额约120亿元，年增速约为15-20%。在北京地区，除公司之外，网点分布相对较广的药店连锁零售企业主要有北京金象大药房、北京医保全新大药房和同仁堂药店。上述三家医药零售企业采用直营店和加盟店并举的方式进行医药零售业务。公司自设立以来一直坚持发展直营门店的策略。与加盟店相比，直营店受公司直接控制，有利于监控药品质量，降低经营风险，提高经营效率和品牌形象。

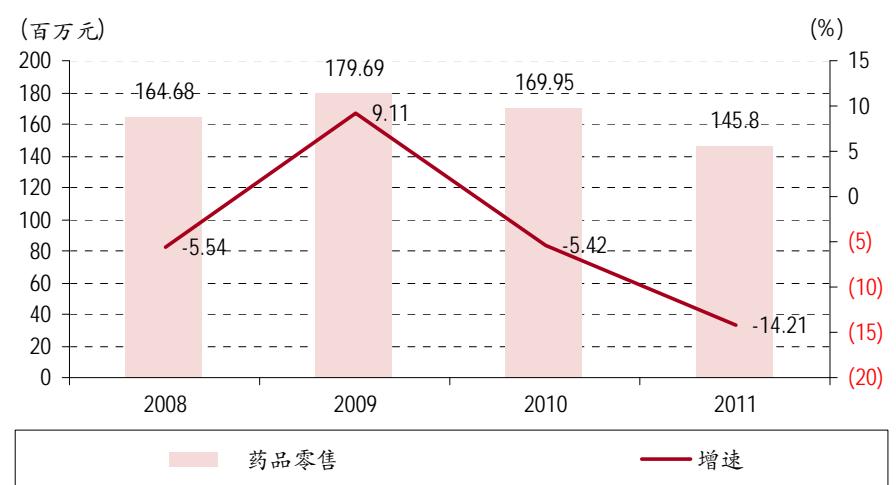
图表 15.北京地区主要连锁药店对比

企业名称	控股股东	北京直营店数量	医保定点药店数量	北京药店总数量	网上药店
北京金象大药房	复星医药股份有限公司	102	12	200+	有
嘉事堂连锁药店	嘉事堂	171	8	171	有
北京医保全新大药房	北京医药股份有限公司	31	2	127	无
同仁堂	北京同仁堂股份有限公司	63	18	109	无

资料来源：公司资料，中银国际研究

2011年公司的药品零售业务销售收入为1.46亿元，同比减少16.56%，主要原因是公司从2010年开始对药店内部陈列格局进行改造，以及调整商品种类增加高毛利率品种。2011年公司的零售业务毛利率同比提高2.61个百分点达到36.29%。我们预计2012年公司的零售业务将恢复增长，收入约1.60-1.70亿元，同比增长10%-15%。

图表 16.2008-2011 年公司零售业务收入及增速



资料来源：公司资料，中银国际研究

第三方物流配送服务

2005 年公司一期物流工程建成，在满足自身批零业务需求基础上，公司开始发展第三方药品物流配送业务，为药品生产企业、其他医药商业企业、医院提供仓储、分拣、搬运、运输及配送服务，物品对象包括外地销往北京的药品、北京销往外地的药品、以及在北京中转的药品。公司是北京市具有第三方药品配送资质的 4 家医药物流企业之一，主要第三方客户拜耳医药、天士力 (600535.SS/人民币 38.19, 买入)、珠海联邦、贵州同济堂等众多中高端客户。

第三方物流业务符合医药物流专业化的趋势，契合了新医改以来监管部门对医药物流的要求，公司的第三方物流配送业务近年来发展迅速。2009 年 1 月卫生部、国家发改委、国家药监局等六部委联合发布《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》，明确了只有具备现代医药物流配送能力的医药商业企业才有资格作为配送商，为各医疗机构提供药品配送服务；2009 年国家药监局发布的《关于药品生产企业异地设立药品储存仓库试点的通知》也规定，医药生产企业在异地销售本企业生产的药品时，必须将药品储存于经过 GSP 认证的合格医药仓库中。医药物流标准从严要求有利于公司这样的国内高端药品物流企业。北京的第三方药品物流市场巨大，仅外地每年销往北京数百亿元的药品中，就有大量药品没有按规定储存在合格仓库中。公司的第三方物流配送业务近年来发展迅猛，2008-2011 年复合增速接近 100%，2011 年增长超 100%，达到 2,687 万元，毛利率持续稳定在 50% 以上。为了满足第三方物流配送业务发展需要，公司 2011 年下半年开始建设三期物流工程，建成后最终仓储能力为 120 亿元。我们预计，由于受到产能限制，2012 年公司第三方物流配送业务收入为 3,500-4,000 万元，增长 30%-40%，2012 年底物流仓储中心三期工程完全达产后，公司的第三方物流配送业务将重新恢复高增长。

图表 17.2008-2011 年公司第三方物流配送业务收入及增速



资料来源：公司资料，中银国际研究

医疗器械业务

公司 2011 年 11 月投资组建嘉事盛世医疗器械有限公司，主营业务为医疗器械类销售业务，2011 年收入 200 万，毛利率约 30%，主要代理强生电生理产品。公司计划以代理销售高端心脏介入类医疗器械为主要发展方向。

积极准备迎接“医药分开”大机遇

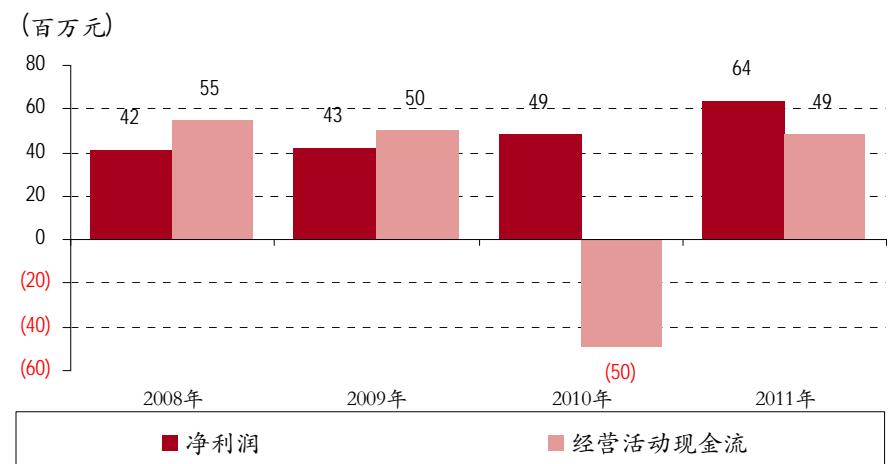
“医药分开”是本轮公立医院改革的重点内容。“医药分开”意味着目前的医院药品销售业务将被重新分配给医药商业企业，是医药商业企业发展的重大机遇。“医药分开”将会使公立医院逐步淡出医药销售环节，公立医院的大部分药品销售业务有望逐步向零售市场分流，从而大幅度提高药店销售在整个医药销售市场的份额。以北京市药品销售市场为例，2011 年北京二级以上医院年药品销售额为 315 亿元，如果实施“医药分开”，门诊病人需凭处方到社会零售药店去购药，而医院仅出售住院、手术、急救等急需和特需药品，预计目前医院药品销售额的 2/3 将流向零售市场，零售市场的药品销售额将扩容超过 1.5 倍。目前北京已初步确定了包括朝阳医院、友谊医院等 5 家三级医院作为公立医院改革试点医院，今后将逐步推广实行。

与医院进行药房合作，积极承接医院药房分流的药品销售市场，是公司未来规划中的重点业务。公司的连锁药店既有利于公司积累宝贵的药房经营管理经验，又是公司今后承接医院药房分流的药品销售市场的重要平台。公司还通过在开展纯销业务过程中向医院提供库房增值服务，为迎接“医药分开”做积极准备。公司向医院提供库房改造、库房外移等增值服务，对医院而言，通过库房改造或库房外移可以节约库房管理成本，如果一个年销售 3 亿元药品的医院将库房外移可以节约 300-500 万元。对公司而言，通过充分利用公司的物流仓储业务经验和仓储空间为医院提供库房增值服务，可以促进公司在该医院纯销业务的迅速提升。由于库房的前端是药房，公司对医院提供库房增值服务尤其是提供库房外移服务，以及扩大在医院的药品配送份额，对今后“医药分开”时公司进行该医院的药房托管具有重要意义。我们认为，公司作为北京当地的上市国有企业，具有畅通的融资渠道、良好的政府关系、强大的物流配送能力，以及丰富的上游药品生产企业资源关系和下游医院资源关系，有望成为为数不多的几家与医院进行药房合作的医药商业企业之一。

现金流情况

除 2010 年外，2008-2011 年公司经营活动现金流整体良好。2010 年公司为了保证快速扩张迅猛增长的纯销业务需要，增加了存货和对上游的预付款，导致当年经营活动现金流出现净流出，随着公司对纯销业务掌控能力增强，2011 年经营活动现金流恢复到正常水平。

图表 18.2008-2011 年公司经营活动现金流和净利润对比



资料来源：公司资料，中银国际研究

募集资金投向

公司于 2010 年 8 月末登陆中小板，募集资金净额 43,501.40 万元，其中超募资金 22,521.26 万元。募集资金的投向基本集中在物流仓储中心建设和批发业务。超募资金基本全部用于补充流动资金和归还银行贷款，其中 17,579.46 万元用来补充流动资金，5,000 万元归还银行贷款。募投项目一方面提高了公司的物流配送能力，另一方面为公司拓展医药批发业务提供了较为充裕的资金。截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有货币资金 5.1 亿元。

图表 19 公司募投项目

募投项目	投资额(万元)	截至 2011 年底进度	2011 年实现效益(万元)	预定项目达产日
医药物流二期建设项目	10,949.85	96.98%	550.49	2011.9.26
医药物流三期建设项目	6,030.29	47.19%		2012.12.1
医药批发业务扩展项目	4,000	100%	192	2010.12.1

资料来源：公司资料，中银国际研究

风险

北京医疗服务机构医院药品配送招标带来的不确定性。

公立医院“医药分开”的进程和力度的不确定性。

初步结论

公司是北京医改的确定受益者。公司依托强大的现代化物流仓储能力，在北京地区医改带来的药品商业领域变局中抓住机遇，核心业务取得了迅猛发展，并为今后继续受益于医改奠定了坚实基础。我们认为公司的综合竞争实力已经获得大幅度提升，未来有望更大程度受益于北京地区医改，建议予以关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371