



买入 **19% ↑**

目标价格:人民币 26.00

000999.SZ

原目标价格:人民币 20.00

股价:人民币 21.80

目标价格基础: 25倍左右 2012年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- OTC 和处方药两大板块均保持高速增长
- 并购获得的产品高速增长可期

主要催化剂/事件

- 原材料价格回落导致毛利率提升
- 继续在优势领域开展并购活动

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35	6	29	16
相对新华富时 A50 指数	31	9	32	34

发行股数(百万)	979
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	7,770
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
华润医药控股有限公司	64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 7 月 9 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

(8621) 2032 8613

jun.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

* 焦阳为本报告重要贡献者

华润三九

收入利润增长提速, 毛利率提升可期

公司致力于成为 OTC 行业的引领者和中药处方药行业的创新者。2012 年 1 季度公司主营收入增长 32.5%, 净利润同比增长 36.9%, 其中 OTC 业务有所回暖, 处方药业务受益于低基数效应增长迅速。随着新收购品种逐渐纳入自身的销售体系, 同时原材料价格回落导致毛利率回升, 公司业绩将继续保持快速增长。预计公司上半年收入增速将在 25% 左右, 净利润增速也将达到 30% 以上。我们上调公司 2012-2014 年盈利预测至 1.046、1.315、1.666 元, 上调目标价格至 26.00 元, 相当于 25 倍左右 2012 年市盈率, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **新品快速成长促进 OTC 业务增长:** 在感冒灵、皮炎平等老品种稳步增长的基础上, 新品种小儿感冒系列和皮肤用药系列继续保持高速增长, 成为公司 OTC 板块的主要动力, 三九胃泰的基层放量以及止咳露的精确定位营销也为公司的 OTC 板块提供额外动力。
- **独家品种和基药品种放量推动处方药业务增长:** 独家品种新泰林和参附注射液将是公司处方药领域的长期核心产品, 有望长期快速增长; 参麦注射液也将继续在放量的基药市场中继续抢占份额, 短期高速增长可以持续。
- **并购新业务为公司成长提供额外动力:** 收购原北药下属 4 家公司和顺峰药业获得的新品将于近期完全纳入公司现有的销售渠道, 通过渠道和资源的整合, 并购业务有望取得超过公司原有业务的增速。
- **成本下降促进公司盈利状况改善:** 中药材和白糖价格已显著回落, 由于库存周期的影响, 预计将从第二季度开始对公司的盈利造成积极影响。

评级面临的主要风险

- 主要原材料价格继续上涨

估值

- 我们上调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 1.046、1.315、1.666 元。并将公司目标价由 20.00 元上调至 26.00 元, 维持买入评级不变。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,365	5,525	6,828	8,318	10,195
变动(%)	(10)	27	24	22	23
净利润(人民币 百万)	816	760	1,024	1,287	1,631
全面摊薄每股收益(人民币)	0.834	0.777	1.046	1.315	1.666
变动(%)	15	(7)	35	26	27
先前预测每股收益(人民币)			0.974	1.215	1.533
调整幅度(%)			7.4	8.2	8.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.2	28.1	20.8	16.6	13.1
每股现金流量(人民币)	0.867	0.975	1.260	1.355	1.731
价格/每股现金流量(倍)	25.2	22.3	17.3	16.1	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	18.7	14.1	10.8	8.1
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.314	0.394	0.500
股息率(%)	1.4	1.1	1.4	1.8	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

全年收入利润将保持高速增长，业绩拐点已经出现

公司 2012 年 1 季度收入达到 17.6 亿元，净利润达到 3.1 亿元，收入利润增速均超过 30%。我们认为这意味着公司业绩的长期拐点已经出现。

长期来看，公司的 OTC 业务发展思路明确，核心品类的一线产品保持稳定增长，二线品种正在逐渐成为核心品类增长的主要动力，并逐步形成面向不同层次细分市场的产品线系列，同时公司也在有计划有步骤的打造新的核心品类；处方药业务竞争力不断增强，核心品类的市场地位稳固，核心品种的学术推广队伍已经初具规模，能力正在不断增强，阶段性优势品种正在使用最优策略抢占市场，获取短期利润的同时也在为核心品种创造未来的增长空间。

短期来看，OTC 业务的回暖以及处方药业务的快速增长表明公司 2012 年的销售策略更为有效，基药放量也为公司的增长提供了有利条件，处方药的低基数效应更是推高了 1 季度的业绩增速。尽管第 1 季度公司面临的有利环境在第 2 季度正在消散，但“毒胶囊事件”促进非胶囊剂型销售、原材料价格下跌带来毛利率回升、新产品在公司原销售渠道整合等因素的影响将在第 2 季度后期逐渐显现。

我们估计公司上半年收入增速将在 25% 左右，净利润增速也将超过 30% 以上，下半年业绩增速有望略好于上半年。

OTC 业务优势明显，发展空间巨大

OTC 业务是公司的核心业务，公司一直致力成为国内 OTC 行业的引领者。作为国内最优秀的 OTC 企业之一，公司在整体规模、产品种类、营销策略、管理制度等方面综合优势明显，这些长期积累出的综合优势构建了公司的核心竞争力，也构成了公司行业壁垒。

尽管基层医疗和基药制度的推广对 OTC 市场造成了影响，但 OTC 市场仍有非常顽强的生命力。一方面自我医疗领域分流了大量的轻度症状患者，对缓解深灰医疗供给不足有着巨大的积极作用，另一方面市场经济规律的有效使得 OTC 行业的效率远高于医院系统，对整个社会而言具有很强的经济性。公司作为品牌影响力巨大的企业，虽然无法为下游零售药店带来高毛利的产品，但却为零售药店带来了大多数客流量，因此在产业链的博弈中必然处于优势地位。

公司在 OTC 领域的核心品类包括感冒治疗、皮肤病治疗和胃病治疗 3 大类。

在感冒治疗领域，公司的感冒灵在与感康、快克等品种的竞争中脱颖而出，已经连续多年占据市场占有率的第一名，2011 年销售额超 10 亿，并仍能够保持每年略有增长。以小儿感冒颗粒、小儿氨酚黄钠敏颗粒、复方氨酚烷胺等为代表的二线品种已占到感冒品类的 20% 以上，并保持 30% 以上的整体增长，成为感冒品类增长的主要动力。

皮肤药品类中，皮炎平 2011 年的销售额在 4 亿左右，增长基本已经停滞，但二线品种糠酸莫米松、优诺平等新产品也保持 30% 以上的增长。由于二线新品仅占整体皮肤药品类销售额的 10% 左右，目前对整个品类的拉动作用较小，但未来必将成为皮肤药品类的主要增长动力。公司 2012 年初收购了顺峰药业，补充了重要复方皮肤用药品种，扩大了现有产能，计划通过抢占二线产品市场来提高公司皮肤药品类的整体市场占有率。

胃病治疗领域中公司原本只有三九胃泰一个品种，2011年由于基药放量等因素销售额增长超过50%达到4亿左右，在收购了北药下属4家公司之后，新导入的温胃舒养胃舒、气滞胃痛颗粒等品种起到了扩充产品线的作用，未来三九胃泰将重点面向轻度胃炎，气滞胃痛颗粒将面向重度胃炎，温胃舒养胃舒则更多的倚仗渠道的拉动，4个产品在细分市场和渠道方面各有侧重，在胃病治疗领域形成立体而有层次的产品线。

止咳产品是公司重点打造的新的核心领域。由于念慈庵产品的市场占有率遥遥领先，而尾随其后的产品大多缺少准确定位以及强大的品牌支持，公司重点推广的强力枇杷露增长迅速，2011年已经过亿，增速更是超过50%。我们认为止咳产品市场空间广阔，竞争对手较弱，未来2-3年后有望成为公司新的核心领域。

从实践经验来看，打造一个核心品类需要很长的时间，中间还要经过激烈的竞争，并存在失败的风险。公司在核心品类打造的计划上非常谨慎。从公司拥有的正天丸、壮骨关节丸等产品情况来看，暂时无法依靠自身产品开辟一个新的核心品，因此我们认为公司通过并购获得新核心品类的可能性较大。由于公司在营销和渠道方面基础良好，规模效应显著，因此购买相应品类中市场占有率居前的品种通常是最优选择，在专业性较强领域的并购则会相对谨慎。

公司作为国内OTC行业的引领者，其32亿的OTC销售额相对全国1,200亿OTC市场仅仅是很小的一部分，而且OTC行业30多个品类中公司产品也仅仅涉及3个品类，因此未来公司的发展空间很大，在外延式扩张的过程中选择余地也很大。

处方药业务品种优秀，生逢其时

处方药业务也是公司的核心业务，公司致力成为处方药领域的创新者。公司的处方药包括抗生素、中药注射剂和中药配方颗粒三大品类。由于国内企业研发能力普遍欠缺，销售模式高度趋同，因此国内处方药领域的竞争主要是品种的竞争，且盈利能力主要取决于品种的竞争能力。公司拥有新泰林、参附注射液、华蟾素注射液三个独家品种，且中药配方颗粒业务也是国内仅有的六家生产企业之一，因此公司的处方药业务在品种方面属于国内的优秀水平。由于新泰林在限抗政策中所受影响较小，而参麦注射液近期得益于基药放量，公司的处方药业务在现阶段处于良好的发展期。

在抗生素领域，公司的新泰林具有很强的竞争力。新泰林是五水合头孢唑啉钠，属于半合成第一代头孢，在限抗的背景下属于非限制使用产品。由于品质和价格的优势，新泰林的实际终端销售额一直处于国内处方药行业的前列。由于2011年限抗、限大输液政策的实施，新泰林受到了一定影响，销售额出现了20%左右的下滑，全年销售额不到3亿，但由于原料药价格下降，净利润所受影响很小。随着抗生素行业新格局的逐渐形成，整体销售额也将恢复增长，我们认为新泰林在抗生素行业中的地位短期不会变化，因此2012年也将取得恢复性增长，未来将保持较为缓慢的增长。

在中药注射剂领域，参附注射液是公司中药处方药领域的核心产品，销售额占公司全部注射剂型的60%左右。参附注射液是独家品种，也是公司学术推广的重点。相对于其他非独家品种，在独家品种的学术推广上花费精力获益更加显著，也有利于形成品牌的附加值。09版医保目录限制参附注射液的报销范围为二级以上医院的急救抢救，这对其销售产生了一定负面影响。对此公司一方面做工作以在各省的医保目录中增加参附注射液的报销范围，一方面

也加强了参附注射液在急救抢救方面的学术推广，继 2011 年《参附注射液对复苏后心功能障碍的保护作用》在国际危重症领域中高级官方杂志《SHOCK》发表之后，公司在 2011 年 6 月启动了参附注射液心肺复苏大型临床项目，这使得参附注射液在急救抢救领域的认可度大为提升，增速也有所恢复。我们预计未来 2-3 年参附注射液将迎来快速发展期，增速有望提升至 25%-30%。

参麦注射液与参附注射液属于同类品种，但竞争格局和价格体系使得两种产品的定位完全不同，公司在销售策略上对两种产品也有很大差别。公司的参麦注射液竞争品种数量较多，不属于优质优价品种导致价格竞争力较弱，存量市场规模和市场占有率方面都属于偏低水平。着眼于新增基药市场，公司在参麦注射液的销售方面采取了较为激进的降价策略抢夺市场份额，收到了很好的效果。我们估计 2011 年参麦注射液销售额接近翻倍，2012 年也将保持 30%-50% 的增长。长期来看，由于在新的招标过程中存量地区的降价在所难免，2013 年以后参麦注射液的增长将会放缓，并很有可能从高等级医院市场逐渐退出，也将间接为参附注射液创造一定的市场空间。我们认为，参麦注射液的快速增长具有阶段性，公司抓住了基药市场扩容的机会取得快速增长，显示出了公司对市场、政策变化的敏锐嗅觉和良好的应对能力。

公司的中药配方颗粒一直保持高速增长，随着竞争对手天江药业和一方制药的合并，公司市场份额第二的位置逐渐稳固。近年来中药配方颗粒的业务增速逐渐放缓，从 2010 年的接近 40% 到 2011 年的 35% 左右，主要原因是公司在该业务投入过多的精力。一方面是过去两年公司的产能逐渐吃紧，新产能正在建设，短期不具备高速增长的条件；另一方面，过去两年中药材价格上涨迅速，公司经营较分散使得提价过程相对缓慢，配方颗粒业务的整体盈利状况逐年恶化，因此公司的营销投入相对受限。公司新产能即将释放将为配方颗粒业务打开空间，而中药材的价格的回落和产品提价的逐步实施将显著改善配方颗粒业务的盈利能力，我们预计未来 3 年中药配方颗粒业务将会继续保持 35% 左右的增长。

公司处方药的其他品种包括华蟾素和舒血宁，两个品种的销售额都在亿元左右。华蟾素是公司长期看好的品种，但由于公司在肿瘤科室的推广相对较弱，且销售体系发生了一些变化，短期内增长较为缓慢。我们认为 2012 年华蟾素仍会保持 20% 左右的稳定增长，未来随着公司在肿瘤科室学术推广能力的逐渐增强，华蟾素有望取得更高的增速。舒血宁产品由公司收购双鹤高科而来，原来的销售渠道是北京北贸。舒血宁是医保目录乙类产品，在部分地区进入了基药增补目录和新农合报销目录。公司的输血宁属于优质优价产品，有一定的竞争优势。相对于公司自有的销售渠道，北京北贸在大医院销售方面有一定优势，预计未来一段时期舒血宁仍将在北京北贸的渠道销售。我们认为舒血宁未来 3 年的增长空间较好，预计将维持 20-30% 的增长。

成本压力即将减轻

公司的成本中约有一半来自中药材和白糖，其中中药材约占 40%，白糖占 10%。公司的原材料周转天数约为 32 天，我们估计公司中药材和白糖的采购周期为 2 个月左右。参考成都中药材价格指数和南宁白糖价格走势，我们认为年初以来中药材整体价格下降对公司的毛利率的同比影响较为积极，但环比影响不大；白糖价格下滑对公司整体毛利率的积极影响可能要从 2 季度才开始显现。我们估计，若成都中药材指数全年能够稳定在 110-115 之间，白糖价格能够稳定在 6,000 元附近，公司全年原材料价格下降所带来的业绩增厚约为 4 分钱。

图表 1.中国成都中药材价格指数



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 2.南宁白糖现货价



资料来源：万得资讯及中银国际研究

外延式发展思路

目前 OTC 行业的增速约为 15%，公司的核心 OTC 产品系列一直保持 20% 以上的增幅，在业内属于非常优秀的水平。为了谋求更快的发展速度，公司必须通过外延式并购发展。

公司在 OTC 领域并购发展的主要优势有 4 点：

1. 品牌优势：在 OTC 的很多产品领域，999 的商标可以形成很好的附加值，通常并购的产品知名度越低，品牌协同性的效应就越大。2009 年购买南昌百安获得多个皮肤类品种属于此情况（当初南昌百安甚至未生产这些品种），2011 年收购顺峰药业的二线品种也会大幅度受益于品牌的协同效应，相对而言温胃舒养胃舒、气滞胃痛、顺峰康王等知名度较好产品在品牌的协同效应下受益较小。

2. 渠道优势:公司的销售渠道非常成熟,且与渠道的博弈中更容易获得优势。通常并购产品原来的渠道越差,公司的渠道优势就越明显。由于到目前为止公司的并购基本发生在原有的优势领域,因此并购产品与原有产品的差别化定位对公司更好地发挥渠道优势有较大影响。顺峰康王、康霜等产品属于复方制剂,定位于皮肤类的二线产品,与公司原有皮炎平系列能够形成很好的互补,因此能够最大限度地全面借助公司的渠道优势。温胃舒、养胃舒、气滞胃痛颗粒 3 个产品和公司原有三九胃泰适应症虽有较大差别,但定位区别不很明显,因此只能有针对性的借助部分渠道优势逐步推广。
3. 成本费用优势:并购后通常能节省部分生产、采购成本,并能够通过广告的集中采购大幅度降低销售费用,这对于 OTC 行业具有非常积极的意义。通常知名度较高的品牌在广告投入方面力度更强,这种收购的过程中公司的成本费用优势会得到更突出的体现;而相对较小的品牌通常在广告宣传方面投入较少,通常公司在收购后还需要加强广告投入,成本费用优势反而不明显。
4. 管理优势:OTC 产品细分市场定位的发掘和宣传策略的制定是销售工作的重点之一。公司在这些方面优势巨大,因此能够在收购后给予被并购品牌巨大的支持。

综上所述,由于公司近期的并购多发生在原有的优势领域,并购的对象体量较大,属于可以较好借助渠道优势和成本费用优势的并购,因此短期内对公司业绩的增厚作用会较为明显。未来如公司通过构并购进入一些新的产品领域,或并购对象规模较小或经营状况较差,则相关并购活动对公司业绩增厚所需的周期将会较长。

风险因素

中药材和白糖等原材料价格如继续上涨,公司的成本压力将持续。

上调盈利预测, 维持买入评级

公司是 OTC 龙头企业,在产品、销售、管理方面优势明显,处方药领域的业务也非常有竞争力,属于非常优秀的长期投资标的。我们上调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 1.046、1.315、1.666 元(原盈利预测为 0.974、1.215、1.533 元),并将公司目标价由 20.00 元上调至 26.00 元,相当于 25 倍左右 2012 年市盈率,维持**买入**评级不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,365	5,525	6,828	8,318	10,195
销售成本	(1,686)	(2,267)	(2,751)	(3,323)	(4,036)
经营费用	(1,644)	(2,203)	(2,686)	(3,252)	(3,968)
经营利润(息税前利润)	1,035	1,055	1,391	1,742	2,192
折旧及摊销	(118)	(135)	(143)	(169)	(196)
息税折旧前利润	917	921	1,248	1,573	1,996
净利息收入/(费用)	15	16	16	16	16
其他收益/(损失)	102	12	18	18	18
税前利润	1,034	948	1,281	1,607	2,030
所得税	(175)	(133)	(192)	(241)	(304)
少数股东权益	(43)	(55)	(66)	(79)	(94)
净利润	816	760	1,024	1,287	1,631
核心净利润	734	734	1,010	1,272	1,617
每股收益(人民币)	0.83	0.78	1.05	1.31	1.67
核心每股收益(人民币)	0.75	0.75	1.03	1.30	1.65
每股股息(人民币)	0.30	0.24	0.31	0.39	0.50
收入增长(%)	(10)	27	24	22	23
息税前利润增长(%)	2	0	36	26	27
息税折旧前利润增长(%)	3	2	32	25	26
每股收益增长(%)	15	(7)	35	26	27
核心每股收益增长(%)	40	(0)	38	26	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,034	948	1,281	1,607	2,030
折旧与摊销	118	135	143	169	196
净利息费用	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
运营资本变动	(37)	(17)	18	(192)	(210)
税金	(175)	(133)	(192)	(241)	(304)
其他经营现金流	(78)	38	(1)	(1)	(1)
经营活动产生的现金流	848	955	1,234	1,327	1,695
购买固定资产净值	(270)	(410)	(808)	(208)	(208)
投资减少/增加	184	12	0	0	0
其他投资现金流	18	13	(4)	(4)	(5)
投资活动产生的现金流	(68)	(385)	(812)	(212)	(213)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(6)	(29)	0	0	0
支付股息	(196)	(294)	(235)	(307)	(386)
其他融资现金流	(55)	(23)	16	16	16
融资活动产生的现金流	(257)	(345)	(219)	(291)	(370)
现金变动	524	225	203	823	1,111
期初现金	1,166	1,687	1,962	2,165	2,988
公司自由现金流	780	569	448	1,140	1,508
权益自由现金流	786	529	437	1,130	1,497

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,687	1,962	2,165	2,988	4,099
应收帐款	1,168	1,371	1,480	1,599	1,730
库存	490	684	752	827	910
其他流动资产	160	130	130	130	130
流动资产总计	3,505	4,146	4,527	5,544	6,868
固定资产	1,340	1,978	2,642	2,681	2,694
无形资产	1,141	1,288	1,288	1,288	1,288
其他长期资产	105	187	194	200	206
长期资产总计	2,586	3,453	4,124	4,168	4,187
总资产	6,091	7,599	8,651	9,713	11,055
应付帐款	816	2,010	2,131	2,131	2,131
短期债务	20	61	61	61	61
其他流动负债	737	564	632	635	638
流动负债总计	1,573	2,636	2,825	2,827	2,831
长期借款	3	4	4	4	4
其他长期负债	52	109	117	117	117
股本	979	979	979	979	979
储备	3,238	3,574	4,363	5,343	6,587
股东权益	4,213	4,545	5,334	6,314	7,559
少数股东权益	251	306	371	450	544
总负债及权益	6,091	7,599	8,651	9,713	11,055
每股帐面价值(人民币)	4.3	4.6	5.4	6.4	7.7
每股有形资产(人民币)	2.6	2.7	3.5	4.5	5.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.7)	(1.9)	(2.1)	(3.0)	(4.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.7	19.1	20.4	20.9	21.5
息税前利润率(%)	21.0	16.7	18.3	18.9	19.6
税前利润率(%)	23.7	17.2	18.8	19.3	19.9
净利率(%)	18.7	13.8	15.0	15.5	16.0
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.6	1.6	2.0	2.4
利息覆盖率(倍)	240.7	78.4	106.3	134.0	170.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	1.3	1.3	1.7	2.1
估值					
市盈率(倍)	26.2	28.1	20.8	16.6	13.1
核心业务市盈率(倍)	29.1	29.1	21.1	16.8	13.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.7	34.7	25.2	20.0	15.7
市净率(倍)	5.1	4.7	4.0	3.4	2.8
价格/现金流(倍)	25.2	22.3	17.3	16.1	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	18.7	14.1	10.8	8.1
周转率					
存货周转天数	98.4	94.5	95.2	86.7	78.5
应收帐款周转天数	101.8	83.8	76.2	67.6	59.6
应付帐款周转天数	71.6	93.4	110.7	93.5	76.3
回报率					
股息支付率(%)	36.0	30.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	20.7	17.4	20.7	22.1	23.5
资产收益率(%)	14.7	11.9	13.4	14.9	16.6
已运用资本收益率(%)	22.0	20.1	23.9	25.4	27.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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