



买入 **21% ↑**
目标价格: 人民币 40.00

000963.SZ 原目标价格: 人民币 31.90

股价: 人民币 33.28

目标价格基础: 35 倍左右 2012 年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 中美华东增长迅速, 百令胶囊和阿卡波糖是未来 2-3 年增长的核心动力
- 医药商业省内快速扩张, 增速快于行业均值, 竞争力不断增强

主要催化剂/事件

- 公司股改遗留问题今年有望得到解决

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30	2	19	19
相对新华富时 A50 指数	31	6	29	33

发行股数(百万)	434
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	6,723
3 个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%) (2012E)	36.5
主要股东(%)	
中国远大集团有限责任公司	35.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 17 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: 化学药

王军
(8621) 2032 8310
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*焦阳、寇嘉焯为本报告重大贡献者

华东医药

商业扩张提速, 百令和阿卡波糖带动工业增长

2012 年 1-6 月公司实现营收 70.46 亿元, 同比增长 34.96%, 其中医药商业同比增长 35.43%, 制药工业同比增长 33.44%; 净利润 2.54 亿元, 同比上升 31.05%, 扣非后上升 34.38%, 实现每股收益 0.58 元, 略超我们的预期。上半年公司经营现金流达到 5.02 亿元, 大幅高于当期净利润, 显示出医药商业占款现象有显著好转。公司上半年的财务费用大幅增长至 0.75 亿元, 我们估计下半年情况会有好转。公司医药商业的动力主要来自于省内扩张, 医药制造业增长的长期核心动力是百令胶囊和阿卡波糖, 我们估计未来这种状况仍将持续。我们上调公司 2012-2014 年盈利预测至 1.158、1.464、1.864 元, 并上调公司目标价至 40.00 元, 相当于 35 倍左右 2012 年市盈率, 维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- **医药商业增速提升:** 2012 年 1-6 月公司医药商业收入 57.87 亿元, 同比增长 35.43%, 毛利率略降 0.14 个百分点至 6.73%; 2011 年底收购的惠仁医药贡献了 5.94 亿元收入, 是增速提升的主要原因。
- **百令胶囊和阿卡波糖是制药工业增长的核心动力:** 公司制药工业收入 12.38 亿元, 同比增长 33.44%, 毛利率提升 2.92 个百分点至 81.75%。制药工业主要品种增速均较快, 其中百令胶囊和阿卡波糖是增长的核心动力, 并可在未来 2-3 年得以持续。
- **财务费用快速上升, 未来不会持续:** 报告期末公司各类贷款余额 18.1 亿元, 1-6 月财务费用 0.75 亿元, 同比增长 65.37%, 利息支出和贴现费用增长均较快, 但目前的银行资金、利率状况预示着该情况不会持续。

评级面临的主要风险

- 消化系统用药的降价和免疫抑制药品的降价预期会对 2013 年业绩造成负面影响。

估值

- 我们上调公司 2012-2014 年盈利预测至 1.158、1.464、1.864 元, 上调公司目标价至 40.00 元, 相当于 35 倍左右 2012 年市盈率, 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)	8,972	11,131	14,662	18,263	22,788
变动(%)	15	24	32	25	25
净利润(人民币 百万)	317	381	503	635	809
全面摊薄每股收益(人民币)	0.731	0.879	1.158	1.464	1.864
变动(%)	(16)	20	32	26	27
先前预测每股收益(人民币)			1.086	1.371	1.762
调整幅度(%)			7	7	6
全面摊薄市盈率(倍)	45.3	37.7	28.6	22.6	17.8
每股现金流量(人民币)	(0.064)	0.037	1.000	1.216	1.496
价格/每股现金流量(倍)	(513.5)	891.3	33.1	27.2	22.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	19.4	14.9	12.3	9.9
每股股息(人民币)	0.330	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-6 月收入增长 34.96%，净利润同比上升 31.05%

2012 年 1-6 月公司实现营收 70.46 亿元，同比增长 34.96%，其中医药商业收入 57.87 亿元，同比增长 35.43%，制药工业收入 12.38 亿元，同比增长 33.44%。公司实现净利润 2.54 亿元，同比上升 31.05%，扣非后的净利润达到 2.58 亿元，同比上升 34.38%，实现每股收益 0.58 元，略超我们的预期。

2012 年 1-6 月公司经营向现金流达到 5.02 亿元，大幅高于当期净利润，也明显好于 2011 年同期。经营性应收款项增幅的缩窄显示出医药商业占款现象有所好转，可能意味着医药商业最为困难的时期正在过去。

公司的销售费用率为 10.18%，比去年同期提高 0.56 个百分点，销售费用达到 71.7 亿元，同比增长 42.74%，其中市场推广、维护费用同比增长 57%是主要原因。考虑到上半年公司的医药商业收入增速很快，整体销售费用率的提高意味着公司在产品推广的有所加强。公司的管理费用率为 2.31%，较去年同期降低 0.37 个百分点，显示了良好的运营管理水平。

公司 1-6 月的财务费用达到 0.75 亿元，同比增长 65.37%，其中利息支出达到 0.65 亿元，同比增长 52%，贴现费用达到 0.10 亿元，同比增长 73%。截至 2012 年 6 月末，公司的贷款余额达到 18.1 亿元，我们估计较去年同期的平均贷款余额有 30%左右的上涨，公司第 2 季度的财务费用为 0.46 亿元，显著高于第 1 季度的 0.30 亿元，但同期公司贷款余额无显著增长，我们认为该情况可能不会持续。公司未来两年仍有很多项目在建，我们认为公司的贷款余额将会继续上升，但由于公司贷款利率上浮的情况可能逐渐消除，同时贷款基准利率下降的影响也将逐渐体现，我们预计公司财务费用快速上升的情况将不会持续。

医药商业增速提升，省内扩张是主要动力

公司 1-6 月医药商业收入 57.87 亿元，同比增长 35.43%，毛利率略降 0.14 个百分点至 6.73%。2011 年底收购的惠仁医药贡献了 5.94 亿元收入，扣除该影响医药商业增长 21.53%，与行业基本一致。

公司医药商业板块 2012 年的目标是在保持较高增长的基础上，通过降低费用、调整结构、增加代理品种等方式提高利润的增速，并注意控制风险。公司重点建立全省物流配送、全省销售、全省医院服务三大体系，并通过收购、股份制合作形式，建设全省网络，构建华东医药商业网络布局新模式。公司全资子公司华东医药供应链管理（杭州）有限公司医药商业现代物流中心项目一期改造顺利完成并正式投入运营，提升了公司医药商业药品配送的自动化、信息化、规模化和效益化水平。

公司省内扩张思路明确，步伐较快。继 2011 年底收购惠仁医药后，2012 年上半年公司新设成立了华东医药湖州有限公司，并基本完成了对绍兴国大医药（已更名为华东医药绍兴有限公司）的股权收购工作，并在 2012 年 7 月开始纳入公司合并报表。今后公司将借助上述地区子公司的业务平台，拓展绍兴和湖州地区的医药经销业务，加快当地基层医院市场的开发，进一步完善公司在浙江全省医药商业网络的布局，下半年公司还将积极开展浙江省内其它地区市场网络的建设和完善工作。

我们预计公司 2012 年医药商业的增速将在 30%以上，未来 2 年的增速也在 25%左右，医药商业的盈利水平也会逐步小幅提升。

工业主要产品全面发力，百令胶囊和阿卡波糖长期看好

2012年1-6月公司制药工业收入12.38亿元，同比增长33.44%，毛利率提升2.92个百分点至81.75%。

公司制药工业的核心中美华东继续保持高速增长，1-6月主营收入和净利润分别达到11.75亿元和2.42亿元，同比增长34.67%和41.99%。其中，百令胶囊系列同比增长51%，糖尿病药物同比增长33%，消化系统药物同比增长34%，器官移植免疫抑制剂药物同比增长25%。

我们认为，百令胶囊和阿卡波糖是公司制药工业长期增长的动力。百令胶囊的品牌效应越来越明显，随着相关研究论文在国际权威杂志发表，以及在免疫学大会作了相关专题报告，百令胶囊的学术推广工作正在持续加强。目前百令胶囊在器官移植领域已接近全覆盖，几乎所有的器官移植患者都服用百令胶囊，未来的增长将更多来自于其他科室的学术推广。百令胶囊的新规格的替换工作进展较为顺利，我们预计新规格占比超过60%，未来随着招标工作的进行，新规格比例还将有一定幅度的提升。公司积极进行内部产能的统筹规划，通过2011年3季度的第1期产能转移基本解决了2012年百令胶囊的产能瓶颈，并积极开展第2期产能转移以及新产能的建设保证未来百令胶囊的生产工作。我国糖尿病患者和潜在患者数量巨大，而阿卡波糖目前是国内糖尿病领域除胰岛素制剂外的第一大品种，长期发展看好。在阿卡波糖的销售方面，公司的主要竞争对手是拜耳医药，另一家竞争对手四川宝光很难对公司形成威胁。尽管未来2年可能会有其他公司的阿卡波糖获批上市，但公司也在通过推出新剂型、准备优质优价等措施加强自身的优势地位。我们认为未来2-3年公司在阿卡波糖这个品种的竞争优势将会延续，有望持续获得30%以上的增长。

其他品种方面，糖尿病领域的吡格列酮与其复方制剂未来2-3年增长前景较好，但武田原研产品专利到期后，产品的副作用对销售的影响可能会有所增强。泮托拉唑上半年增长迅速，但由于5月末遭到发改委降低最高零售价，其后12个月的增速可能将受到影响，但公司相对高端的定位以及产品良好的疗效可以保证长期不错的增速。免疫抑制剂上半年的快速增长主要来自于他克莫司和吗替麦考酚酯。他克莫司的放量较为正常，吗替麦考酚酯的增速提升很可能意味着公司的市场占有率正在缓慢提升，这意味着公司的学术推广能力和产品竞争力正在增强，因为公司的主要竞争对手罗氏制药在该领域实力很强，过去多年该市场的竞争格局基本稳定。不过，预期中的免疫抑制剂最高零售限价下调可能在年内出台，他克莫司和吗替麦考酚酯的中标价与最高零售价较为接近，很有可能受到降价影响，进而导致短期增速低于预期。

此外，近年上市的奥利司他和奥沙利铂将逐步为公司贡献业绩，来曲唑、阿那曲唑等几个在申报品种也将为公司的长期增长提供动力。

资金问题有所缓解，但仍需解决

公司面临的资金压力主要来自于两个方面，一是医药商业对资金的需求，二是产能建设所需资金。目前，第一个问题正在逐步缓解，从公司的应收款项来看，2012年1-6月应收款项的增量已显著降低，与之相应的是公司的经营性现金流大幅好转。考虑到公司同期医药商业的增速很快，我们估计医药商业的基本面可能正在好转，未来医药商业产生的资金压力有可能大幅减轻。然而，公司的产能瓶颈正在逐渐显现，公司在继续开展江苏九阳、西安博华的原料药基地改造建设的同时，也在着手正加快推进长远生产基地的选址、总体规划和建设事宜，这意味着产能建设需求产生的资金压力正在增强。短期来看，银行贷款可以解决部分问题，但需要承担一定的财务费用；长期来看，再融资对公司发展十分必要。

公司受困于股改承诺的遗留问题，一直无法在开启再融资。目前，大股东远大集团的循环持股问题已经解决，意味着阻碍再融资的一个重要障碍的消除。虽然股改承诺遗留问题的解决还需要一些创造性的方案，但我们认为解决该事件的主客观因素均已具备，年内出现积极进展的可能性很大。

风险因素

洋托拉唑受最高零售价下调影响，未来12个月增速可能下滑。

免疫抑制剂类产品可能受发改委降价因素影响。

上调盈利预测和目标价，维持买入评级

公司整体业务增长迅速，医药商业发展思路明确，制药工业核心品种增长确定，随短期可能受到药品降价的影响，但长期发展前景良好。我们上调公司2012-2014年盈利预测至1.158、1.464、1.864元，上调公司目标价至40.00元，相当于35倍左右2012年市盈率，维持**买入**评级不变。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业收入	5,220.7	7,046.1	35.0
营业成本	(4,193.6)	(5,634.5)	34.4
营业税	(23.7)	(31.7)	33.9
毛利润	1,003.4	1,379.9	37.5
销售费用	(502.4)	(717.1)	42.7
管理费用	(139.9)	(162.7)	16.3
营业利润	361.1	500.1	38.5
资产减值损失	(15.5)	(13.1)	(15.8)
投资收益	3.1	3.7	18.8
财务费用	(45.7)	(75.5)	65.4
营业外收入	10.5	14.2	34.8
营业外支出	(6.1)	(20.4)	236.7
税前利润	307.5	409.0	33.0
所得税	(58.7)	(79.7)	35.8
少数股东权益	(55.2)	(75.5)	37.0
归属上市公司股东净利润	193.6	253.8	31.1
主要比率(%)			
毛利率	19.7	20.0	
经营利润率	6.9	7.1	
净利率	4.8	4.7	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	8,972	11,131	14,662	18,263	22,788
销售成本	(7,289)	(8,947)	(11,772)	(14,696)	(18,353)
经营费用	(1,074)	(1,381)	(1,846)	(2,300)	(2,876)
经营利润(息税前利润)	610	804	1,045	1,267	1,558
折旧及摊销	(72)	(85)	(99)	(113)	(124)
息税折旧前利润	538	719	946	1,154	1,434
净利息收入/(费用)	(61)	(105)	(131)	(138)	(145)
其他收益/(损失)	19	(1)	(3)	8	9
税前利润	495	613	812	1,024	1,298
所得税	(100)	(127)	(168)	(212)	(269)
少数股东权益	(79)	(105)	(141)	(176)	(221)
净利润	317	381	503	635	809
核心净利润	289	374	512	637	811
每股收益(人民币)	0.73	0.88	1.16	1.46	1.86
核心每股收益(人民币)	0.67	0.86	1.18	1.47	1.87
每股股息(人民币)	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长(%)	15	24	32	25	25
息税前利润增长(%)	(12)	34	32	22	24
息税折旧前利润增长(%)	(9)	32	30	21	23
每股收益增长(%)	(16)	20	32	26	27
核心每股收益增长(%)	(20)	29	37	24	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	495	613	812	1,024	1,298
折旧与摊销	72	85	99	113	124
净利息费用	61	105	131	138	145
运营资本变动	(561)	(656)	(443)	(537)	(651)
税金	(100)	(127)	(168)	(212)	(269)
其他经营现金流	4	(3)	3	2	1
经营活动产生的现金流	(28)	16	434	528	649
购买固定资产净值	(171)	(224)	(180)	(160)	(110)
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	129	(42)	3	10	11
投资活动产生的现金流	(41)	(265)	(177)	(150)	(99)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	258	877	247	200	100
支付股息	0	(143)	0	0	0
其他融资现金流	(441)	(69)	(131)	(138)	(145)
融资活动产生的现金流	(183)	665	115	62	(45)
现金变动	(252)	416	372	440	506
期初现金	554	302	718	1,090	1,530
公司自由现金流	(64)	(240)	256	377	550
权益自由现金流	77	532	372	440	506

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	302	718	1,090	1,530	2,036
应收帐款	1,889	2,622	3,147	3,776	4,531
库存	993	1,104	1,214	1,336	1,469
其他流动资产	209	265	295	330	369
流动资产总计	3,394	4,709	5,746	6,971	8,405
固定资产	608	759	845	896	887
无形资产	173	270	260	243	225
其他长期资产	81	106	106	106	106
长期资产总计	862	1,134	1,210	1,244	1,218
总资产	4,256	5,844	6,956	8,216	9,623
应付帐款	1,960	2,109	2,325	2,566	2,837
短期债务	760	1,661	1,911	2,111	2,211
其他流动负债	181	203	205	211	217
流动负债总计	2,901	3,972	4,440	4,888	5,266
长期借款	0	70	70	70	70
其他长期负债	9	7	8	8	8
股本	434	434	434	434	434
储备	724	1,095	1,597	2,233	3,042
股东权益	1,159	1,529	2,031	2,667	3,476
少数股东权益	187	266	407	583	804
总负债及权益	4,256	5,844	6,956	8,216	9,623
每股帐面价值(人民币)	2.7	3.5	4.7	6.1	8.0
每股有形资产(人民币)	2.3	2.9	4.1	5.6	7.5
每股净负债/(现金)(人民币)	1.1	2.3	2.1	1.5	0.6

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(%)	6.8	7.2	7.1	6.9	6.8
息税前利润率(%)	6.0	6.5	6.5	6.3	6.3
税前利润率(%)	5.5	5.5	5.5	5.6	5.7
净利率(%)	3.5	3.4	3.4	3.5	3.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	8.0	6.3	6.8	7.9	9.4
净权益负债率(%)	36.3	56.6	36.5	20.0	5.7
速动比率(倍)	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	45.3	37.7	28.6	22.6	17.8
核心业务市盈率(倍)	49.7	38.4	28.1	22.6	17.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	60.0	46.4	33.9	27.2	21.4
市净率(倍)	12.4	9.4	7.1	5.4	4.1
价格/现金流(倍)	(513.5)	891.3	33.1	27.2	22.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	19.4	14.9	12.3	9.9
周转率					
存货周转天数	43.0	42.8	35.9	31.7	27.9
应收帐款周转天数	68.1	74.0	71.8	69.2	66.5
应付帐款周转天数	65.7	61.9	51.6	46.0	41.0
回报率					
股息支付率(%)	45.1	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	27.7	28.4	28.2	27.1	26.3
资产收益率(%)	10.1	9.6	10.1	10.7	11.5
已运用资本收益率(%)	27.4	25.7	24.0	23.6	24.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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