



**买入** **45% ↑**  
目标价格: 人民币 33.00  
原目标价格: 人民币 26.00

000999.CH

股价: 人民币 22.72

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 业务增速恢复
- 处方药业务在高基数下继续较快增长
- 公司整体毛利率稳步提升, 成本压力有所减轻

### 主要催化剂/事件

- 中药材、白糖等原材料价格高位回落
- 公司继续在重点关注品类中开展并购活动

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	40	(1)	9	19
相对新华富时 A50 指数	44	2	14	34

发行股数(百万)	979
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	8,097
3 个月日均交易额(人民币 百万)	62
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 10 月 29 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

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

## 华润三九

### OTC 业务增速恢复, 第四季度增速将提升

公司 2012 年 1-9 月实现营收 48.81 亿元, 净利润 7.41 亿元, 同比增幅分别为 23.59% 和 25.81% (剔除报表追溯调整影响后增速分别为 34.40% 和 29.76%), 实现每股收益 0.76 元, 符合我们的预期。公司 OTC 板块收入增速回升明显, 处方药业务在去年收入基数逐渐抬高的基础上仍保持较快增长, 发展十分健康。受主要原材料成本降低等因素的影响, 公司前三季度毛利率达到 59.86%, 较去年同期上升 0.71 个百分点, 较本年前两季度也上升 0.46 个百分点。我们维持公司 2012-2104 年 1.046、1.315、1.666 元的每股盈利预测以及买入评级, 考虑到估值切换时点的临近以及公司第四季度业绩很有可能超出预期, 我们上调目标价至 33.00 元, 相当于 25 倍左右 2013 年市盈率。

### 支撑评级的要点

- OTC 业务增速恢复, 第四季度有望继续好转: 我们估计公司 OTC 业务第三季度整体增速在 20% 左右, 较第二季度的 10% 有明显恢复。第四季度是感冒、止咳类品种的旺季, 温胃舒/养胃舒、气滞胃痛颗粒等品种也将发力, OTC 业务增速有望继续提升。
- 处方药业务基数逐季抬升, 增速仍然较快: 公司的中药注射剂、抗生素等业务去年同期基数较高, 但整体仍保持较快增长, 中药配方颗粒业务受限于产能不足, 收入、利润增速提升仍需时日。
- 外延式并购或将有新动作: 公司控股子公司金蟾生化少数股东持有股权挂牌转让正处于公告期, 如无意外公司将成为受让方。
- 第四季度业绩增速有望超预期: 受去年同期低基数影响, 公司第四季度业绩增速有望超预期。

### 评级面临的主要风险

- 主要原材料价格大幅上涨。

### 估值

- 我们维持公司 2012-2014 年 1.046、1.315、1.666 元的每股盈利预测, 将目标价由 26.00 元上调至 33.00 元, 相当于 25 倍左右 2013 年市盈率, 仍然维持买入评级。

### 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
全面摊薄市盈率(倍)	27.3	29.2	21.7	17.3	13.6
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)	26.2	23.3	18.0	16.8	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	19.6	14.7	11.3	8.5
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.314	0.394	0.500
股息率(%)	1.3	1.1	1.4	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 1-9 月实现营收同比增长 23.59%，净利润同比增长 25.81%

2012 年 1-9 月，公司实现营收 48.81 亿元，净利润 7.41 亿元，同比增幅分别为 23.59% 和 25.81%（剔除报表追溯调整影响后增速分别为 34.40% 和 29.76%），实现每股收益 0.76 元，符合我们的预期。其中第三季度，公司实现营收 15.76 亿元，净利润 2.25 亿元，同比增幅分别为 22.94% 和 23.48%（剔除报表追溯调整影响后增速分别为 33.65% 和 29.22%），每股收益 0.23 元。

公司应收款项控制良好，较去年同期仅有小幅上升，环比甚至有所下降，使得公司 1-9 月经营活动现金流达到 8.53 亿元，高于当期净利润，显示了良好的经营质量。

由于白糖价格下降明显，中药材价格指数相对平稳，公司前三季度毛利率达到 59.86%，较去年同期上升 0.71 个百分点，较本年前两季度也上升 0.46 个百分点。

公司 1-9 月销售费用率较去年同期下降 0.29 个百分点至 31.56%，管理费用率控制在 8.14% 的水平，仅比去年同期上升 0.1 个百分点，显示了良好的经营管理水平。

## OTC 业务增速正在恢复

我们估计第三季度公司原有 OTC 业务增速可能在 10-15% 之间，合并新产品及顺峰产品后增速可能在 20% 左右，较第二季度我们估计的 10% 有明显提升。我们认为北药 4 家公司带来的温胃舒/养胃舒、气滞胃痛颗粒等品种在纳入公司成熟渠道后增长可能非常迅速，皮肤药新品增速也较为可观，顺峰产品销售更是受渠道终端力量的增强有明显增长。这些因素共同促成了 OTC 业务增速的恢复。

我们预计第四季度公司的 OTC 业务增速将略快于三季度，这一方面是由于公司 OTC 板块的主打产品感冒灵系列将进入旺季，另一方面也是因为公司的新产品在渠道终端销售仍有改善空间。未来 3 年公司 OTC 板块将保持 20% 左右的增速。

## 处方药业务基数逐季抬升，增速仍然较快

我们估计第三季度公司处方药业务增速在 35% 左右，仍处于较快水平，但相比上半年 50% 的增速有较大回落。主要原因在于 2011 年参附注射液、新泰林等品种增速前低后高，造成今年处方药业务基数逐季抬高。同时，新产能尚未释放使得中药配方颗粒业务收入增速及盈利状况受到影响，也拖累了处方药整体增速。

长期来看，参附注射液仍将是公司处方药板块的核心品种，华蟾素是公司未来重点打造的品种，新泰林、舒血宁和参麦注射液是公司长期和短期的现金牛。而中药配方颗粒在产能释放之后将成为公司处方药业务未来很长时间的的核心增长动力。我们预计 2012 年公司的处方药整体增速将在 40% 左右，未来 2 年仍有望保持 30-35% 的增长。

## 外延式并购或将持续进行

外延式并购发展将长期是公司的重要发展方式之一。短期来看，我们估计金蟾生化少数股东权益的收回可能性较高。

2012年9月29日，安徽省产权交易中心挂牌公告安徽淮海实业发展集团有限公司拟以人民币5160万元的挂牌价格，将持有的安徽金蟾生化股份有限公司15.4524%股权悉数出售。挂牌公示期截至2012年11月2日。华润三九目前持有金蟾生化84.0038%的股权，为第一大股东，安徽淮海实业发展集团有限公司、中国中医科学院中药研究所和中国药科大学持有公司剩余股份，分别为公司第二、三、四大股东。公告同时提出，华润三九在同等条件下享有优先受让权。我们预计，按照挂牌者提出的相应条件，参考金蟾生化目前的股权结构，华润三九最后成功获得金蟾生化该部分股权的可能性最大。考虑到挂牌公示期的截止日期，我们认为相应收购在第四季度完成的可能性较高。

金蟾生化主打品种为华蟾素，分注射剂、片剂、口服液三种剂型，属于国家医保目录甲类品种2011年的销售额在1亿元左右。公司自获得该品种后对华蟾素作了深入的基础研究，目前华蟾素学术推广的基础已具备，公司在参附注射液方面积累的学术推广经验可以完整的平移到华蟾素的销售上。预计未来华蟾素有望成为公司中药注射液的第二大品种。

## 第四季度业绩可能超预期

2011年第四季度追溯调整后公司的单季度盈利在1.7亿元左右，从往年正常情况来看，公司今年第四季度的盈利至少有2.7亿元，这意味着季度收入增幅在50%以上，构成了超预期因素。受此影响，我们预计公司全年净利润在10.2亿元左右，同比增速约为35%，在公司历年增速中属于较高水平。

## 风险因素

中药材价格指数8月份有所反弹，未来可能会给公司的毛利率造成负面影响。

## 维持盈利预测，上调目标价，维持买入评级

公司在OTC领域实力超群，在处方药领域也非常有竞争力，从行业属性和业内地位来看，公司长期的估值应在25倍左右。

从公司OTC新品种快速放量以及处方药学术推广稳步发展的状况来看，公司长期保持较快增长的逻辑严密，基础扎实，我们预计公司未来业绩增速将保持在25%以上的水平。

我们维持公司2012-2014年至1.046、1.315、1.666元的每股盈利预测，对应增速为35%、26%、27%。公司目前的股价相对2012年每股收益不足22倍，已经明显低估。考虑到估值切换时点的临近以及公司第四季度业绩很有可能超出预期，我们上调目标价至33.00元，相当于25倍左右2013年市盈率，同时维持买入评级不变。

**图表 1. 1-3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年 1-9 月	2012 年 1-9 月	同比变动(%)
营业收入	3,948.9	4,880.5	23.6
营业成本	(1,613.3)	(1,959.0)	21.4
营业税	(49.0)	(62.7)	28.0
毛利润	2,286.7	2,858.9	25.0
销售费用	(1,257.5)	(1,540.1)	22.5
管理费用	(317.6)	(397.5)	25.1
营业利润	711.6	921.3	29.5
资产减值损失	(11.8)	(1.0)	(91.1)
投资收益	5.5	0.8	(84.9)
财务费用	14.1	6.1	(57.1)
营业外收入	32.4	14.6	(54.8)
营业外支出	(12.1)	(8.7)	(28.1)
税前利润	739.7	933.1	26.1
所得税	(108.5)	(146.4)	35.0
少数股东权益	(42.5)	(46.1)	8.4
归属上市公司股东净利润	588.8	740.7	25.8

**主要比率(%)**

毛利率	59.1	59.9
经营利润率	18.0	18.9
净利率	16.0	16.1

资料来源: 公司数据

**图表 2.3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年 7-9 月	2012 年 7-9 月	同比变动%
营业收入	1,281.6	1,575.6	22.9
营业成本	(539.6)	(617.3)	14.4
营业税	(18.1)	(22.0)	21.2
毛利润	723.9	936.3	29.3
销售费用	(398.2)	(505.4)	26.9
管理费用	(118.6)	(151.3)	27.5
营业利润	207.1	279.6	35.0
资产减值损失	(4.5)	1.1	(124.8)
投资收益	4.9	(0.1)	(101.8)
财务费用	6.6	(0.6)	(109.5)
营业外收入	17.3	4.5	(73.9)
营业外支出	(6.5)	(3.3)	(50.1)
税前利润	224.9	281.3	25.1
所得税	(34.4)	(38.8)	12.7
少数股东权益	(8.2)	(17.5)	113.6
归属上市公司股东净利润	182.3	225.0	23.5

**主要比率(%)**

毛利率	57.9	60.8
经营利润率	16.2	17.7
净利率	14.9	15.4

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	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)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>1,035</b>	<b>1,055</b>	<b>1,391</b>	<b>1,742</b>	<b>2,192</b>
折旧及摊销	(118)	(135)	(143)	(169)	(196)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>917</b>	<b>921</b>	<b>1,248</b>	<b>1,573</b>	<b>1,996</b>
净利息收入/(费用)	15	16	16	16	16
其他收益/(损失)	102	12	18	18	18
<b>税前利润</b>	<b>1,034</b>	<b>948</b>	<b>1,281</b>	<b>1,607</b>	<b>2,030</b>
所得税	(175)	(133)	(192)	(241)	(304)
少数股东权益	(43)	(55)	(66)	(79)	(94)
<b>净利润</b>	<b>816</b>	<b>760</b>	<b>1,024</b>	<b>1,287</b>	<b>1,631</b>
<b>核心净利润</b>	<b>734</b>	<b>734</b>	<b>1,010</b>	<b>1,272</b>	<b>1,617</b>
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)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>848</b>	<b>955</b>	<b>1,234</b>	<b>1,327</b>	<b>1,695</b>
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)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(68)</b>	<b>(385)</b>	<b>(812)</b>	<b>(212)</b>	<b>(213)</b>
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
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(345)</b>	<b>(219)</b>	<b>(291)</b>	<b>(370)</b>
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
<b>流动资产总计</b>	<b>3,505</b>	<b>4,146</b>	<b>4,527</b>	<b>5,544</b>	<b>6,868</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>2,586</b>	<b>3,453</b>	<b>4,124</b>	<b>4,168</b>	<b>4,187</b>
<b>总资产</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,651</b>	<b>9,713</b>	<b>11,055</b>
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
<b>流动负债总计</b>	<b>1,573</b>	<b>2,636</b>	<b>2,825</b>	<b>2,827</b>	<b>2,831</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>4,213</b>	<b>4,545</b>	<b>5,334</b>	<b>6,314</b>	<b>7,559</b>
少数股东权益	251	306	371	450	544
<b>总负债及权益</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,651</b>	<b>9,713</b>	<b>11,055</b>
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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	27.3	29.2	21.7	17.3	13.6
核心业务市盈率(倍)	30.3	30.3	22.0	17.5	13.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	44.0	44.0	32.0	25.4	20.0
市净率(倍)	5.3	4.9	4.2	3.5	2.9
价格/现金流(倍)	26.2	23.3	18.0	16.8	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	19.6	14.7	11.3	8.5
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## **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**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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