



买入

39% ↑

目标价格: 人民币 35.28

原目标价格: 人民币 25.57

600511 CH

价格: 人民币 25.44

目标价格基础: 28倍 2015年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 麻药产业链优势继续巩固, 进入医药电商和口腔诊疗领域两个新的蓝海。
- 我们的观点有何不同?
■ 公司具备打通处方药网售的各个关键环节的优势。
- 央企改革将为公司带来新的历史发展机遇。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29	6	29	-
相对新华富时A50指数	40	5	23	-

发行股数(百万)	478.80
流通股(%)	100.00
流通股市值(人民币 百万)	11917
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
国药控股股份有限公司	44.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月22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: 医药商业

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

国药股份

进取, 向新的蓝海

公司在麻药产业链的优势继续巩固, 2014年上半年麻药贡献公司净利润的六成以上。公司上半年实现营业收入55.84亿元, 同比增长15.34%; 归属于上市公司股东的净利润2.44亿元, 同比增长22.80%; 基本每股收益0.5096元。公司在继续做大做强麻药全产业链的同时, 以原有医药分销业务为基础, 发展医药电子商务业务, 形成B2B2C模式, 在处方药网售的大趋势下, 公司的国药电商城将大有可为; 公司以口腔诊疗产品领域的经验积累为基础, 开始介入发展空间广阔的口腔诊疗服务领域。长期看, 医药电子商务业务和口腔诊疗服务有望成为公司继麻药业务之后新的蓝海。我们维持对公司2014年-2015年每股收益分别为1.03元和1.26元的预测, 将目标价位由25.57元提高至35.28元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 麻醉药业务优势继续巩固。上半年, 公司的麻药批发业务估计收入增速20%, 高于医药行业增速, 参股公司青海制药受产品提价推动, 收入大幅度增长, 贡献投资收益增量。公司今后将通过多种方式进一步做大做强麻药产业链。
- 公司具备打通处方药网售各个环节的优势。1、公司在北京各大医院具有药品纯销基础, 有利于和这些医院及相关医师签约进行在线药事服务; 2、公司和许多跨国药企有产品代理合作关系, 可以给电商平台提供多种高毛利率的新特药; 3、公司的国药商城已经与全国402家连锁客户开展了业务合作, 基本建成全国零售直供网络; 国药商城通过线上、线下营销相结合, 吸引了3,000多家用户注册; 4、公司具备药品网上查询扫码系统, 有条件确保网售药品的安全。
- 介入口腔诊疗服务领域, 前景口腔的前景乐观。从口腔局麻产品, 到口腔益生菌产品, 再到口腔诊疗服务业务, 公司的前景口腔子公司趟出一条广阔的发展道路。
- 央企改革有望带来新的发展机遇。公司隶属中国医药集团。中国医药集团是六家央企改革试点集团之一, 主要在混合所有制和管理层激励方面进行试点。国药股份作为集团下属企业之一, 近年来经营积极稳健进取, 有望在改革试点中获得更大发展空间。

评级面临的主要风险

- 药品降价、新业务发展不顺、集团改革的不利影响。

估值

- 维持我们在深度报告《国药股份: 新业态, 超越竞争, 跨越发展》中, 对公司2014年-2015年净利润增速分别为20%、22%的预测和每股收益分别为1.03元和1.26元的预测, 同时鉴于公司进入医药电商和口腔诊疗服务领域两个新的蓝海, 以及国企改革带来的经营效率提升, 公司今后的长期发展空间将更为广阔。因此, 我们将目标价由25.57元上调为35.28元, 对应2015年28倍市盈率, 维持, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	8,592	10,081	12,239	14,755	17,857
增速(%)	22	17	21	21	21
净利润(人民币 百万)	336	412	494	601	736
增速(%)	24	23	20	22	22
全面摊薄每股收益(人民币)	0.701	0.859	1.033	1.256	1.537
全面摊薄市盈率(倍)	35.5	29.0	24.1	19.8	16.2
每股现金流量(人民币)	0.388	0.388	0.730	0.910	1.128
价格/每股现金流量(倍)	64.1	64.2	34.1	27.3	22.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.0	26.9	21.3	16.6	13.0
每股股息(人民币)	0.060	0.220	0.413	0.502	0.615
股息率(%)	0.2	0.9	1.7	2.0	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 国药股份 2014 年上半年业绩摘要

	2013 年上半年	2014 年上半年	同比 (%)	2013 年 2 季度	2014 年 2 季度	同比 (%)
<i>(人民币, 百万)</i>						
营业收入	4,841.12	5,583.64	15.34	2,462.98	2,878.75	16.88
营业成本	4,499.56	5,128.09	13.97	2,275.77	2,609.17	14.65
毛利	341.56	455.56	33.38	187.21	269.59	44.00
营业税金及附加	2.42	9.03	272.43	1.44	3.54	146.61
销售费用	87.32	103.18	18.15	48.42	57.23	18.20
管理费用	61.75	78.98	27.89	29.75	46.59	56.60
财务费用	11.25	20.26	80.16	5.13	8.09	57.72
资产减值损失	6.93	1.29	(81.43)	6.47	7.48	15.49
投资净收益	40.01	53.31	33.24	20.64	30.16	46.17
营业利润	211.89	296.13	39.76	116.63	176.82	51.60
营业外收入	48.16	21.20	(55.98)	33.97	11.07	(67.42)
营业外支出	0.08	0.15	84.39	0.02	0.13	628.18
利润总额	259.97	317.19	22.01	150.58	187.76	24.69
所得税	55.46	64.16	15.69	31.44	40.54	28.96
净利润	204.51	253.03	23.72	119.15	147.22	23.56
少数股东损益	5.80	9.02	55.34	1.47	5.22	255.16
归属于上市公司股东的净利润	198.71	244.01	22.80	116.10	141.99	22.31
主要比率(%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	7.06	8.16	1.10	7.60	9.36	1.76
营业利润率	4.38	5.30	0.93	4.74	6.14	1.41
净利率	4.22	4.53	0.31	4.84	5.11	0.28
销售费用率	1.80	1.85	0.04	1.97	1.99	0.02
管理费用率	1.28	1.41	0.14	1.21	1.62	0.41
所得税率	21.33	20.23	(1.10)	20.88	21.59	0.72

资料来源: 公司数据、中银国际研究

处方药网售，国药商城优势显著

今年 5 月底发布的《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》提出了执业药师在线药事服务制度，在线上药品经营者在建立执业药师在线药事制度后，即可从事线上处方药经营。除了放开线上处方药经营之外。对于行业的准入门槛也有所放宽。7 月 7 日，食药总局批准广东省食品药品监督管理局开展网络销售处方药的试点。中国药店医药电商研究中心的统计数据显示，2012 年，我国的医药 B2C 规模为 16 亿元，而 2013 年达到 42.6 亿元。一旦全面放开网购处方药，将给各个电商带来巨大商机。我国现在 OTC 市场规模约 2,000 亿元，而处方药市场规模近 3 万亿元，一旦处方药被允许网售，医药电商的市场空间将大开，其中慢性病用药和新特药等患者用药持续性强的优质品种更具网售优势。

公司具备打通处方药网售各个环节优势。1、公司在北京各大医院具有药品纯销基础，有利于和这些医院及相关医师签约进行在线药事服务；2、公司和许多跨国药企有产品代理合作关系，可以给电商平台提供多种高毛利率的新特药；3、公司的国药商城已经与全国 402 家连锁客户开展了业务合作，基本建成全国零售直供网络；国药商城通过线上、线下营销相结合，吸引了 3,000 多家用户注册，日浏览次数 6,000PV，通过品牌专区、广告资讯、学术交流等特色模块，进一步增加客户粘度，创新增值服务，建立标准化服务体系。4、公司具备药品网上查询扫码系统，有条件确保网售药品的安全。公司分销的万艾可扫码项目已经实现了客户上网查询扫码结果，完善增值服务的水平，同时不断推进新增客户使用扫码系统，增加终端市场的掌控力和占用率，扩大分销业态的市场份额。

进军口腔诊疗领域，拓展发展空间

公司的控股子公司前景口腔科技有限公司成立于2004年8月，专注于代理口腔专业药物，主要代理产品为口腔专用局部麻醉药品“必兰”（Articaine）和牙周炎局部治疗药物“派丽奥”（Periocline），前景口腔拥有全国范围的营销管理与服务团队，在国内口腔医疗市场已拥有近5,000家的终端客户及商业客户，并在终端客户中建立了良好的信誉，近期还代理了新品种—益生菌，预计今后还会增加代理种植牙、正畸治疗产品等，为公司发展注入活力。鉴于广阔的发展前景，公司将进入口腔诊疗领域，预计今年四季度正式运营一家口腔诊所，并以该诊所为试点，不断推广、扩大与口腔诊所的合作。

垄断麻醉药一级批发市场，雄踞上下游贯通的“要道”

公司的麻醉药全国性批发资格属于稀缺的政策资源，公司既拥有稀缺的政策资源又拥有突出的经营实力。麻醉药的产销资格受国家严格管控。我国2005年颁布的《麻醉药品和精神药品管理条例》对企业生产和经营麻醉药及精神药品的资格做出严格规定，实行定点生产和指定经营制度，将麻醉药和一类精神药品的经营商分为全国性批发企业和区域性批发企业，全国性批发企业向区域性批发企业或者医疗机构销售麻醉药和一类精神药品。公司是指定的3家全国性批发企业之一，其他两家是上海医药和重庆医药，公司占全国一级批发市场85%的份额，几乎垄断全国一级批发市场，在麻醉药从上游生产企业向下游的流通过程中处在非常重要的环节，是上下游企业积极寻求合作的对象。

公司深耕麻醉药市场多年，根基深厚，地位突出。公司前身中国医药公司自建国初期承担全国麻醉药品经营管理工作，几十年来积累了丰富的经营管理经验，为我国麻醉药品流通渠道的建立和管理体系的形成发挥了重要作用。公司在全国各地设有10个储存点，向下游近600家区域性批发企业提供充分的货源保证，满足各地麻醉药品的需求。公司以引导麻精用药的合理市场需求为基础，持续开展“特药培训项目”，共计培训42场次，覆盖39个地级市，培训医疗单位5483家，药师受训人数总计约1.24万余人；公司还积极配合国家卫生局全面推进电子印鉴卡网络管理项目，开发完成了《麻醉药品、第一类精神药品电子印鉴卡系统》，将逐步开展试点工作。公司在多年经营过程中与麻醉药上下游客户及政府监管部门建立了非常良好的关系。在我国麻醉药领域具有突出地位。

麻醉药市场空间大，增长快，利润率高。和医疗发达国家相比，我国麻醉药市场品种少、使用范围狭窄，仍有很大空间，目前市场规模不足百亿元，年均增速20%左右，快于医药行业整体增速，一级批发业务毛利率为12%-14%，远高于一般药品批发业务。公司的业务以医药流通为主，兼营医药工业。医药流通业务包括北京地区直销业务、全国调拨业务和麻醉药的全国性批发业务；医药工业规模较小，由参、控股公司经营，产品涉及麻醉药、心脑血管用药及抗生素领域。

2014年上半年公司投资的麻药生产企业带来的投资收益为5,307万元，同比增长26.49%，其中公司持股47.10%的青海制药上半年收入1.63亿元，同比增长77.94%，净利润1,327万元，同比增长110%，贡献投资收益448万元；公司持股20%的宜昌人福药业上半年收入9.07亿元，同比增长10.48%，净利润2.54亿元，同比增长7.17%，贡献投资收益4,859万元。

国瑞药业开始新一轮增长，大品种有望获批

公司的医药工业业务由控股子公司国瑞药业经营。国瑞药业注册地在淮南，注册资金3亿元，公司持股比例为98.31%。国瑞拥有的产品种类达160多种，多为低毛利率的化学普药，2008年国瑞推出心脑血管新药依达拉奉，推动业绩取得了阶段性较快增长，目前由于生产厂家较多，该产品的市场竞争加剧，价格在招标中压力；国瑞药业的另一主打产品克林霉素磷酸酯因为生产工艺较为严格、相应的定价相对较高、上半年其在部分省份的招标中失利，公司正在争取依达拉奉和克林霉素磷酸酯的优质优价资质，若能成功便能减轻招标价格压力。总体看，虽然国瑞的业绩短期受到影响，但公司已在营销、新产品储备等多方面做足准备迎接国瑞新一轮发展和业绩增长。

营销方面迈入新平台，公司已顺利将国瑞营销中心迁至北京，围绕搭建完整而坚强有力的营销架构，积极进行营销队伍的筹建工作，探索多模式营销及更适宜国瑞的营销管理模式，全面启动了出口业务、参与基药产品再上市、贴牌加工产品的销售工作。

“退城进园”项目结束。2013年上半年，国瑞的项目主要进行了土建工程、室外及净化安装工程施工、设备的安装调试以及GMP认证准备等各项工作，2014年初已投产。

重要新产品将获批。国瑞今年申报的首仿药无水乙醇，预计将于2014年底明年初获批，有望成为下一个推动业绩增长的潜力品种。无水乙醇主要用于肝肾囊肿的治疗，市场空间大，有望接力依达拉奉推动业绩增长。公司还与上医工院合作启动了“倍他司汀原料晶型研究”等三个项目，完成了富马酸替诺福韦二吡啶酯片项目、阿托伐他汀钙分散片项目、阿齐沙坦原料及其制剂项目等新项目的研发立项。

国瑞药业2014年上半年收入1.68亿元，同比增长38.84%，净利润2,159万元，同比增长23.37%。

大型现代化仓储物流中心的价值日益突出

公司拥有大型现代化仓储物流中心。公司的仓储物流业务由控股子公司国药物流公司（主要为医药专业第三方物流）和国药空港公司（主要为进口医药品种保税仓储）经营。国药物流在大兴区拥有大型仓储物流中心，建筑面积16,000平方米，储位数量12,000个，年配送能力近100亿元，物流覆盖北京及周边500公里范围，是华北地区最大的现代化医药仓储物流中心之一，获得了《药品经营质量管理规范》（GSP）认证。由于土地成本不断上升，新建成本越来越高，现有的大型仓储物流中心的价值日益突出，已成为衡量流通企业竞争力的重要指标。

拥有大型现代化仓储物流中心的企业将在新版GSP认证过程中受益。2012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，推动我国医药流通过行业向专业化、规模化和第三方物流方向发展。我们预计未来的新版GSP认证对仓储物流的条件要求显著提高，小型流通企业将难以承受其带来的成本上升压力，医药流通过行业将面临洗牌，拥有大型现代化仓储物流中心的企业将从中受益。

信息流助力仓储物流业务。公司与辉瑞共同推进的万艾可渠道追踪项目已全面上线，供应商可通过互联网时时监控药品流向，推进公司与供应商在信息领域深入合作。公司还以与辉瑞的合作为契机，创新经营模式，搭建了全国零售服务平台，为零售网络拓展和增加直销市场覆盖率打下了良好的基础。

仓储物流业务快速增长。公司的仓储物流中心不但为公司的业务提供保障，而且为大型药企提供第三方物流服务，近年来发展良好。预计未来在新版GSP认证的推动下小型流通企业对第三方物流的需求将提升，公司的第三方物流业务将获得快速发展。

2014年上半年国药物流收入7,126万元，同比增长31.87%，净利润1,180万元，同比增长57.75%。

央企改革带来新的发展机遇

公司的实际控制人中国医药集团总公司于2014年7月15日被国务院国资委宣布为6家央企改革试点之一。中国医药集团总公司为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一。此次高规格高起点改革，必将为公司带来历史性的发展机遇。

风险因素

政策因素：药品降价、医改推进等政策因素给公司发展带来的不确定。

整合因素：国药集团改革和业务整合的进展和方案给公司发展带来不确定。

并购因素：公司在新业态发展方面面临的不确定。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	8,592	10,081	12,239	14,755	17,857
销售成本	(8,024)	(9,335)	(11,352)	(13,668)	(16,516)
经营费用	(295)	(330)	(366)	(433)	(528)
息税折旧前利润	273	417	521	654	814
折旧及摊销	(23)	(24)	(25)	(28)	(30)
经营利润(息税前利润)	250	393	496	626	784
净利息收入/(费用)	(19)	(27)	(27)	(27)	(27)
其他收益/(损失)	193	162	157	161	171
税前利润	424	528	626	760	928
所得税	(80)	(104)	(118)	(143)	(175)
少数股东权益	(8)	(13)	(14)	(15)	(17)
净利润	336	412	494	601	736
核心净利润	329	397	437	544	678
每股收益(人民币)	0.70	0.86	1.03	1.26	1.54
核心每股收益(人民币)	0.69	0.83	0.91	1.14	1.42
每股股息(人民币)	0.06	0.22	0.41	0.50	0.61
收入增长(%)	22	17	21	21	21
息税前利润增长(%)	21	57	26	26	25
息税折旧前利润增长(%)	20	53	25	25	24
每股收益增长(%)	24	23	20	22	22
核心每股收益增长(%)	30	21	10	25	25

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	424	528	626	760	928
折旧与摊销	23	24	25	28	30
净利息费用	19	27	27	27	27
运营资本变动	(153)	(228)	(139)	(160)	(184)
税金	(80)	(104)	(118)	(143)	(175)
其他经营现金流	(48)	(61)	(72)	(76)	(86)
经营活动产生的现金流	186	186	349	436	540
购买固定资产净值	(170)	(122)	(175)	(75)	(35)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	128	8	5	89	99
投资活动产生的现金流	(41)	(114)	(170)	14	64
净增权益	3	0	0	0	0
净增债务	150	250	0	0	0
支付股息	(239)	(29)	(105)	(198)	(241)
其他融资现金流	36	(95)	(27)	(27)	(27)
融资活动产生的现金流	(50)	126	(132)	(225)	(268)
现金变动	95	198	47	225	336
期初现金	578	691	871	917	1,142
公司自由现金流	126	79	192	462	616
权益自由现金流	251	290	152	422	576

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	691	871	917	1,142	1,477
应收帐款	1,733	2,136	2,563	3,076	3,691
库存	1,079	964	1,109	1,275	1,466
其他流动资产	242	147	176	211	253
流动资产总计	3,745	4,117	4,765	5,703	6,887
固定资产	388	473	599	624	609
无形资产	67	64	74	82	89
其他长期资产	359	425	506	508	509
长期资产总计	814	962	1,179	1,214	1,207
总资产	4,559	5,079	5,944	6,917	8,094
应付帐款	2,219	2,181	2,617	3,141	3,769
短期债务	150	400	400	400	400
其他流动负债	142	139	165	196	232
流动负债总计	2,511	2,720	3,182	3,736	4,401
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	179	163	163	163	163
股本	479	479	479	479	479
储备	1,317	1,628	2,018	2,421	2,916
股东权益	1,796	2,107	2,496	2,900	3,395
少数股东权益	74	89	102	118	134
总负债及权益	4,559	5,079	5,944	6,917	8,094
每股帐面价值(人民币)	3.8	4.4	5.2	6.1	7.1
每股有形资产(人民币)	3.6	4.3	5.1	5.9	6.9
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.1)	(1.0)	(1.1)	(1.5)	(2.3)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.2	4.1	4.3	4.4	4.6
息税前利润率(%)	2.9	3.9	4.1	4.2	4.4
税前利润率(%)	5.0	5.2	5.1	5.2	5.2
净利率(%)	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	9.3	9.3	11.5	14.5	18.1
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)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	35.5	29.0	24.1	19.8	16.2
核心业务市盈率(倍)	36.2	30.0	27.3	21.9	17.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	45.7	37.8	34.4	27.7	22.2
市净率(倍)	6.6	5.7	4.8	4.1	3.5
价格/现金流(倍)	64.1	64.2	34.1	27.3	22.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.0	26.9	21.3	16.6	13.0
周转率					
存货周转天数	41.9	39.9	33.3	31.8	30.3
应收帐款周转天数	68.8	70.0	70.1	69.7	69.2
应付帐款周转天数	77.7	73.8	64.1	63.8	63.2
回报率					
股息支付率(%)	8.6	25.6	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	20.4	21.1	21.5	22.3	23.4
资产收益率(%)	8.5	8.8	9.2	9.6	10.0
已运用资本收益率(%)	14.5	17.7	18.3	20.0	21.8

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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
西单北大街 110 号 7 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