

买入 **11% ↑**

目标价格: 人民币 22.54

300015.SZ 原目标价格: 人民币 26.00

股价: 人民币 20.32

目标价格基础: 45 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 自4月以来准分子手术量单月同比下降幅度收窄，“封刀门”事件负面影响正逐渐减弱
- 白内障业务快速增长，未来毛利率将有所回升
- 公司长期成长逻辑不变

主要催化剂/事件

- 准分子手术量月度同比正增长

股价表现

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月20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: 医疗服务

王军

(8621) 2032 8310
jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*寇嘉烨、焦阳为本报告重大贡献者

爱尔眼科

持续成长，“封刀门”事件影响有待消化

2012年1-6月公司实现营收7.42亿元，同比增长27.25%，净利润0.92亿元，同比增长14.73%，实现每股收益0.21元，略低于我们的预期。受“封刀门”事件影响，报告期准分子手术业务营收同比增长6.72%，毛利率由2011年的63.11%下滑至58.02%，拖累了公司的业绩增速。我们判断“封刀门”事件的负面影响正逐渐减弱，自4月以来准分子手术量单月同比下降幅度收窄，预计年内可实现单月同比正增长，公司长期成长逻辑没有改变。我们下调公司2012-2014年盈利预测至0.501元、0.719元、1.041元，并下调公司目标价至22.54元，相当于45倍2012年市盈率，维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- “封刀门”事件负面影响正逐渐减弱：**受“封刀门”事件影响，报告期准分子手术业务营收同比增长6.72%，毛利率由2011年的63.11%下滑至58.02%，拖累了公司业绩。我们注意到报告期主要传统连锁医院受“封刀门”事件影响较小，同时自4月以来准分子手术量单月同比下降幅度收窄，预计年内可实现单月同比正增长。
- 白内障业务快速增长，未来毛利率将有所回升：**报告期公司白内障业务营收同比增长43.63%；公司开展了更多的相对低端白内障治疗业务，使得毛利率由2011年的39.15%下降至32.12%。我们预计随着公司业务结构的回复，白内障手术的单价和毛利率将有望回升。
- 公司长期成长逻辑不变：**内生外延双轮驱动，2012年新增门店陆续开始盈利，未来准分子手术量恢复后公司主业将持续量价齐升，此外视光业务的地位也逐渐上升，我们看好公司持续成长的确定性。

评级面临的主要风险

- 准分子手术业务恢复速度慢于预期。

估值

- 我们下调公司2012-2014年盈利预测至0.501、0.719、1.041元，将公司目标价由26.00元下调至22.54元，相当于45倍2012年市盈率，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) | 865 | 1,311 | 1,653 | 2,183 | 2,869 |
| 变动(%) | 43 | 52 | 26 | 32 | 31 |
| 净利润(人民币 百万) | 120 | 172 | 214 | 307 | 445 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.282 | 0.402 | 0.501 | 0.719 | 1.041 |
| 变动(%) | 30 | 43 | 24 | 44 | 45 |
| 先前预测每股收益(人民币) | | | 0.603 | 0.852 | 1.182 |
| 调整幅度(%) | | | (17) | (16) | (12) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 72.2 | 50.5 | 40.6 | 28.3 | 19.5 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.284 | 0.396 | 0.562 | 0.602 | 0.539 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 71.6 | 51.3 | 36.2 | 33.8 | 37.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 418.2 | 286.9 | 218.9 | 156.1 | 133.6 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.350 | 0.150 | 0.150 | 0.150 |
| 股息率(%) | 0.0 | 1.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-6月收入增长 27.25%，净利润同比上升 14.73%

2012年1-6月公司实现营收7.42亿元，同比增长27.25%；归属于母公司净利润0.92亿元，同比增长14.73%，实现每股收益0.21元，略低于我们的预期。公司的经营性现金流为1.11亿元，同比增长36.87%，高于当期净利润，显示了良好的经营质量。

第2季度，公司实现营收3.88亿元，同比增长20.15%；归属于母公司净利润0.44亿元，同比增长1.35%，实现每股收益0.11元。单季度增速不佳是公司上半年业绩低于预期的原因。

报告期，公司会计政策发生变更，将原计入管理费用的房租费装修费摊销分摊后计入主营成本，导致同期毛利率数据不可比。我们选择调整后的2011年数据进行比较，报告期公司整体毛利率为42.94%，较调整后的2011年毛利率下降4.89个百分点。我们认为，“封刀门”事件使得报告期公司准分子手术量增长停滞，消除了其对公司整体毛利率的拉升作用，是公司整体毛利率下降的主要原因。同时，在准分子业务量不饱和的情况下，公司加强了其他业务的营销工作，这些业务价格和毛利率相对较低，也拉低了公司的整体毛利率。

报告期公司销售费用率为11.53%，较去年同期下降0.13个百分点；管理费用率为16.84%，较去年全年会计调整后的数值下降0.54个百分点，显示了公司良好的运营管理能力。

受“封刀门”影响，准分子手术业务拖累业绩

2月14日发生的“封刀门”事件短期抑制了潜在消费群体的消费意向，影响了公司准分子手术业务增长。尽管公司准分子手术量在1-2月保持了同比的高速，但3月以来准分子手术一直处于负增长态势，导致1-6月准分子手术业务营收同比仅增长6.72%。我们判断自4月起，单月准分子手术量同比降幅正逐步收窄，最快到9-10月手术量可能实现单月同比正增长，“封刀门”事件的负面影响有望在未来12个月内逐步消除。我们估计，由于准分子手术量出现下降，公司的自主定价提升可能暂时停滞，飞秒激光的替代过程也有可能放缓，进一步降低准分子手术业务的营收增速。我们预计2012年全年公司准分子手术量同比增长约-5%至0%，同期公司准分子手术单价微升5%，准分子手术业务整体营收水平同比持平。

报告期公司准分子手术业务毛利率为58.02%，相对于会计政策调整后2011年毛利率下降5.09个百分点。我们认为，在准分子手术业务增长乏力的基础上，临床医疗科室应承担的房租费及摊销抑制了毛利率的提升空间。我们认为未来随着准分子手术业务量的回复，毛利率也会有所提升。

公司主要传统医院受“封刀门”事件影响较小

我们注意到，尽管“封刀门”事件压制了公司准分子业务的增长，但公司主要传统连锁医院受其影响不大。从净利率来看，与2011年相比，报告期成都爱尔、武汉爱尔、沈阳爱尔净利率微升，北京英智爱尔净利率基本持平，长沙爱尔、重庆爱尔净利率微降，这体现了眼科诊疗领域市场培育成熟度与品牌影响力对于医疗机构的重要作用。

图表 1.公司主要传统连锁医院净利率

| 连锁医院 | 成都爱尔 | 长沙爱尔 | 武汉爱尔 | 衡阳爱尔 | 株洲爱尔 | 重庆爱尔 | 沈阳爱尔 | 北京英智爱尔 |
|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 成立时间 | 2002年12月 | 2003年1月 | 2003年7月 | 2003年9月 | 2004年9月 | 2006年7月 | 2007年7月 | 2007年12月 |
| 2011年净利率(%) | 22 | 34 | 30 | 34 | 27 | 21 | 24 | 19 |
| 2012年1-6月净利率(%) | 27 | 32 | 32 | 26 | 24 | 20 | 25 | 19 |

资料来源：公司资料及中银国际研究

其他主要手术成长性良好

报告期公司白内障手术业务营收同比增长 43.63%，延续了 1 季度高增长的态势，符合我们预期。受准分子业务拖累公司整体业绩影响，公司在报告期开展了更多的面向相对贫困患者的应用相对低端的白内障治疗业务，使得该业务毛利率由 2011 年的 39.15% 下降至 32.12%。我们注意到卫生部与残联共同发起的“百万贫困白内障患者复明工程”已经重新启动，针对贫困白内障患者每位补贴 800 元，我们预计这将缓解低端白内障手术对于该业务毛利率的稀释作用。

报告期眼前段手术、眼后段手术营收同比增长 34.95%、22.39%，毛利率微降；视光业务营收同比增长 44.85%，表现出良好的成长性。

公司长期发展逻辑与成长性不变

公司长期发展逻辑不变，内生外延双轮驱动公司业绩成长，我们认为“封刀门”这一单一事件造成的负面影响不可持续。

外延成长方面，报告期公司新建了兰州爱尔、永州爱尔、宜昌爱尔、韶关爱尔，扩建了南充爱尔，收购了成都康桥和益阳新欧视。南充爱尔、韶关爱尔、兰州爱尔、宜昌爱尔、永州爱尔已于 7 月顺利开业。目前公司已营业的连锁医院网点达到 42 家，深圳爱尔正在筹建。我们预计下半年有望再新增网点 3-5 家，外延扩张速度基本符合预期。

2010 年是公司新增连锁医院的高峰期，按历史平均水平，公司新增 1 家二级连锁医院的盈利期约 2-3 个会计年度（并购获得的二级连锁医院的盈利期更短），因此 2012-2013 年正处于 2010 年新建二级连锁医院的盈利期。

2011-2012 年，公司二级连锁医院新建速度暂缓，并加大了对三级医院的投入力度。目前公司已拥有 19 家 3 级医院，基本完成了对湖南三级城市的战略布局。在连锁医院管理架构方面，公司已经在每个大区建立了管理团队和组织架构，基本形成了“权力下放、决策前移”的区域管理模式，提升了公司内部的管理效率与对市场终端的响应能力。我们预计，未来 3-4 年，公司一方面将在湖北与四川复制“湖南模式”，加速对区域内空白三级城市的三级连锁医院覆盖，另一方面将推行对浙江、福建、河南、新疆等剩余省区省会城市的二级连锁医院覆盖，并将逐步进入宁波、大连等经济相对发达的城市。

图表 2.爱尔眼科连锁医院数量（包括筹建中的深圳爱尔）

| 时间 | 一级连锁医院数量 | 二级连锁医院数量 | 三级连锁医院数量 |
|----------------|----------|-----------|-----------|
| 截至 2009 年底 | 1 | 11 | 10 |
| 2010 年新增 | | 8 | 2 |
| 2011 年新增 | | 2 | 4 |
| 2012 年 1-7 月新增 | | 2 | 3 |
| 合计 | 1 | 23 | 19 |

资料来源：公司资料及中银国际研究

内生增长方面，如果未来12个月内，“封刀门”事件负面影响逐步得以消除，准分子手术量得到恢复后，公司将重拾主要手术业务持续量价齐升的局面。无论是准分子手术，还是白内障手术，在单个区域内（无论是二级城市还是三级城市）距离天花板尚有较大的市场空间。而市场教育的持续加强、口碑相传的放大作用与白内障诊疗国家相关补贴的到位，将逐渐拓宽两大手术业务的市场空间，并将加速潜在消费者向现实消费者的转变。

同时我们注意到，公司视光业务将加速发展。公司在2011年引入视光领域的权威教授，作为公司视光学学术总监和视光学事务部总监，并不断加大投入，提升验光配镜及相关硬件服务的能力，积极与国外知名治疗机构洽谈组建屈光中心事宜。我们预计至2015年左右，视光业务可能超越白内障治疗成为公司第二大业务。

我们认为，未来三年，民营医疗机构在政策大力扶持下的快速发展，这将提升民营医疗机构在潜在消费者心中的认可度，提升抗击风险能力并使得其在与公立医院博弈中的相对弱势地位逐步得到改善。我们看好在这种大趋势下，公司这类在适宜民营机构运作的手术领域、拥有成熟的商业模式的龙头企业长期成长的确定性。

风险因素

准分子手术业务恢复速度慢于预期。

下调盈利预测和目标价，维持买入评级

我们下调公司2012-2014年盈利预测至0.501、0.719、1.041元，下调公司目标价至22.54元，相当于45倍2012年市盈率，约相当于31倍2013年市盈率。公司长期的发展逻辑与成长性并不会受到“封刀门”这一单一事件影响，其负面影响有望逐渐消化。我们认为内生与外延仍将双轮驱动公司业绩高速增长；尽管短期增长压力较大，但公司长期投资价值不变。维持买入评级。

图表3. 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 | 583.7 | 742.7 | 27.3 |
| 营业成本 | (258.8) | (412.7) | 59.5 |
| 营业税 | (0.4) | (0.7) | 80.6 |
| 毛利润 | 324.5 | 329.3 | 1.5 |
| 销售费用 | (67.7) | (85.6) | 26.4 |
| 管理费用 | (139.8) | (125.1) | (10.6) |
| 营业利润 | 113.9 | 117.2 | 2.9 |
| 资产减值损失 | (2.8) | (2.0) | (29.6) |
| 投资收益 | 0.0 | 0.0 | -- |
| 财务费用 | 0.2 | (0.6) | (395.8) |
| 营业外收入 | 2.9 | 3.0 | 2.9 |
| 营业外支出 | (3.6) | (2.9) | (19.7) |
| 税前利润 | 113.2 | 117.3 | 3.6 |
| 所得税 | (33.4) | (23.8) | (28.9) |
| 少数股东权益 | 0.1 | (1.9) | (3340.1) |
| 归属上市公司股东净利润 | 79.8 | 91.6 | 14.7 |

主要比率(%)

| | | |
|-------|------|------|
| 毛利率 | 55.7 | 44.4 |
| 经营利润率 | 19.5 | 15.8 |
| 净利率 | 13.7 | 12.3 |

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 | 865 | 1,311 | 1,653 | 2,183 | 2,869 |
| 销售成本 | (377) | (585) | (887) | (1,161) | (1,506) |
| 经营费用 | (265) | (412) | (400) | (516) | (666) |
| 经营利润(息税前利润) | 223 | 313 | 367 | 505 | 697 |
| 折旧及摊销 | (56) | (76) | (72) | (85) | (96) |
| 息税折旧前利润 | 166 | 237 | 295 | 420 | 601 |
| 净利润收入/(费用) | 6 | 11 | 6 | 5 | 5 |
| 其他收益/(损失) | 6 | (8) | (5) | (5) | (5) |
| 税前利润 | 179 | 240 | 296 | 420 | 601 |
| 所得税 | (55) | (68) | (82) | (113) | (156) |
| 少数股东权益 | (4) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 120 | 172 | 214 | 307 | 445 |
| 核心净利润 | 114 | 174 | 217 | 311 | 448 |
| 每股收益(人民币) | 0.28 | 0.40 | 0.50 | 0.72 | 1.04 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.27 | 0.41 | 0.51 | 0.73 | 1.05 |
| 每股股息(人民币) | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.22 | 0.31 |
| 收入增长(%) | 43 | 52 | 26 | 32 | 31 |
| 息税前利润增长(%) | 29 | 43 | 24 | 43 | 43 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 32 | 41 | 17 | 38 | 38 |
| 每股收益增长(%) | 30 | 43 | 24 | 44 | 45 |
| 核心每股收益增长(%) | 24 | 52 | 25 | 43 | 44 |

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 | 179 | 240 | 296 | 420 | 601 |
| 折旧与摊销 | 56 | 76 | 72 | 85 | 96 |
| 净利息费用 | (6) | (11) | (6) | (5) | (5) |
| 运营资本变动 | 53 | (12) | (53) | (47) | (39) |
| 税金 | (55) | (68) | (82) | (113) | (156) |
| 其他经营现金流 | 12 | 33 | 3 | 2 | 2 |
| 经营活动产生的现金流 | 240 | 257 | 230 | 343 | 499 |
| 购买固定资产净值 | (246) | (261) | (271) | (225) | (170) |
| 投资减少/增加 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (99) | (99) | (13) | (14) | (16) |
| 投资活动产生的现金流 | (345) | (359) | (284) | (239) | (186) |
| 净增权益 | 11 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (47) | (40) | (64) | (64) | (92) |
| 其他融资现金流 | (106) | (97) | (122) | (124) | (179) |
| 融资活动产生的现金流 | (49) | (50) | (58) | (59) | (87) |
| 现金变动 | (154) | (151) | (112) | 44 | 227 |
| 期初现金 | 922 | 768 | 617 | 505 | 550 |
| 公司自由现金流 | (105) | (101) | (44) | 113 | 323 |
| 权益自由现金流 | (109) | (105) | (48) | 109 | 319 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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 | 768 | 617 | 505 | 550 | 776 |
| 应收账款 | 81 | 71 | 103 | 146 | 205 |
| 库存 | 47 | 78 | 116 | 162 | 223 |
| 其他流动资产 | 84 | 106 | 125 | 150 | 187 |
| 流动资产总计 | 980 | 872 | 849 | 1,008 | 1,391 |
| 固定资产 | 402 | 518 | 705 | 839 | 911 |
| 无形资产 | 100 | 146 | 168 | 186 | 200 |
| 其他长期资产 | 131 | 186 | 209 | 229 | 252 |
| 长期资产总计 | 633 | 850 | 1,082 | 1,254 | 1,363 |
| 总资产 | 1,613 | 1,722 | 1,932 | 2,262 | 2,754 |
| 应付帐款 | 161 | 161 | 202 | 254 | 320 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 79 | 82 | 100 | 135 | 209 |
| 流动负债总计 | 240 | 242 | 302 | 390 | 529 |
| 长期借款 | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 其他长期负债 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 股本 | 267 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 储备 | 1,010 | 940 | 1,090 | 1,333 | 1,686 |
| 股东权益 | 1,277 | 1,368 | 1,518 | 1,760 | 2,113 |
| 少数股东权益 | 32 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 总负债及权益 | 1,613 | 1,722 | 1,932 | 2,262 | 2,754 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.8 | 3.2 | 3.6 | 4.1 | 4.9 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.4 | 2.9 | 3.2 | 3.7 | 4.5 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (2.6) | (1.3) | (1.0) | (1.1) | (1.7) |

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(%) | 25.8 | 23.9 | 22.2 | 23.2 | 24.3 |
| 息税前利润率(%) | 19.2 | 18.1 | 17.8 | 19.2 | 20.9 |
| 税前利润率(%) | 20.7 | 18.3 | 17.9 | 19.2 | 21.0 |
| 净利率(%) | 13.9 | 13.1 | 12.9 | 14.1 | 15.5 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 4.1 | 3.6 | 2.8 | 2.6 | 2.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 33.5 | 39.8 | 49.4 | 66.4 | 89.3 |
| 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) | 3.9 | 3.3 | 2.4 | 2.2 | 2.2 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 72.2 | 50.5 | 40.6 | 28.3 | 19.5 |
| 核心业务市盈率(倍) | 76.1 | 49.9 | 39.9 | 27.9 | 19.4 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 84.4 | 55.4 | 44.3 | 31.0 | 21.5 |
| 市净率(倍) | 4.2 | 6.3 | 5.7 | 4.9 | 4.1 |
| 价格/现金流(倍) | 36.2 | 33.8 | 37.7 | 25.3 | 17.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润率(倍) | 218.9 | 156.1 | 133.6 | 96.9 | 69.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 36.5 | 39.0 | 40.0 | 43.7 | 46.7 |
| 应收帐款周转天数 | 24.4 | 21.1 | 19.2 | 20.9 | 22.4 |
| 应付帐款周转天数 | 49.3 | 42.5 | 39.8 | 37.8 | 36.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 33.3 | 37.3 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 9.7 | 13.0 | 14.83 | 18.74 | 22.97 |
| 资产收益率(%) | 8.2 | 10.3 | 11.7 | 14.6 | 17.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 13.3 | 17.8 | 19.7 | 24.6 | 30.0 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，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

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