



未有评级

002004.CH

价格: 人民币 16.90

板块评级: 中立

华邦制药

双轮驱动的快速成长企业

公司以皮肤病药起家, 经过多年发展, 在今年吸收合并了颖泰嘉和后成为一家集合农药、医药和旅游的综合型企业。公司目前是国内皮肤病药第二大生产企业以及一家快速成长的农药企业。我们预测在医药、农药双轮驱动下, 2011-2014年三年公司净利年均复合增长将达到22%。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	51	(2)	13	11
相对新华富时A50指数	51	1	20	23

发行股数(百万)	502.479
流通股(%)	62.06
流通股市值(人民币 百万)	5,020
3个月日均交易额(人民币 百万)	29
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
重庆汇邦旅业有限公司	13.61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年9月10日收市价为标准

主要发现

- **今年上半年公司净利润增长 290%。**公司上半年实现营业收入 18.11 亿元, 归属上市公司净利润 2.30 亿元, 扣非后净利润 1.53 亿元, 同比分别增长 520%、290%和 173%。公司上半年营业收入及其净利润大幅增长的主要原因为: 吸收合并了北京颖泰嘉和、今年上半年医药板块增速显著, 此外还有西部证券上市后带来的公允价值变动收益。
- **医药板块: 皮肤科用药的龙头企业。**公司是国内皮肤科用药的龙头企业, 产品种类全面, 涵盖了外用皮质激素药物、抗真菌药物和抗银屑病药物等用药规模大的品种。公司在皮肤科用药领域经营多年, 品牌和渠道优势突出, 随着以地奈德为代表的新产品的推出, 该板块将稳定增长。此外, 公司也注重新药的研发, 目前在开发的产品超过 30 个, 应用领域在皮肤科、肿瘤、功能抗剂、降血脂等, 其中大部分都为国内独家和首家创制。
- **农药板块: 颖泰嘉和。**该公司是一家仿制药的生产、出口型企业。在全球农业稳定发展, 产能逐步向中印转移的趋势下, 公司凭借优异的研发水平、丰富的海外合作经验, 通过收购产能提高自产产品的比例、向下游制剂领域发展、海外并购、收购未到期的保护药产品等多种方式, 保障公司快速发展。
- **旅游板块: 蓄势待发。**公司目前在重庆、丽江等地拥有优质的旅游资源, 并积极开拓和挖掘一些稀有的景区资源, 成为潜在增长点。

主要风险

- 同类产品大规模进入; 应收账款过高; 政府、业主对产品认知的偏差导致市场推广速度低于预期。

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)	541	638	3,260	3,866	4,414
变动(%)		17.9	410.8	18.6	14.2
净利润(人民币 百万)	132.0	305.3	384.2	450.2	557.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.26	0.61	0.66	0.78	0.96
变动(%)		131.2	9.4	17.2	23.8
市场预期每股收益(人民币)			0.62	0.76	0.93
全面摊薄市盈率(倍)	65.0	27.7	25.6	21.7	17.6
每股现金流量(人民币)	(0.27)	2.27	3.02	2.17	2.43
价格/每股现金流量(倍)	(60.4)	7.2	5.4	7.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.00	64.70	23.01	18.60	15.42
每股股息(人民币)	0.01	0.02	0.11	0.13	0.16
股息率(%)	0.1	0.1	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 精细化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

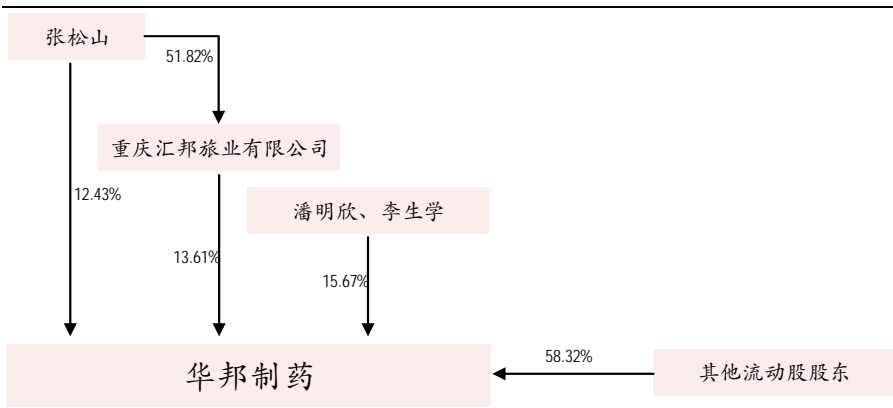
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

公司概况

华邦制药成立以来一直致力于皮肤病、结核病和肿瘤用药的研发、生产和销售，后进军旅游板块，先后参与投资重庆华邦酒店旅业公司、丽江解脱林旅游发展有限公司，间接参股部分丽江、武隆的旅游资源。吸收合并颖泰嘉和后，农药板块成为公司利润贡献最大的板块。

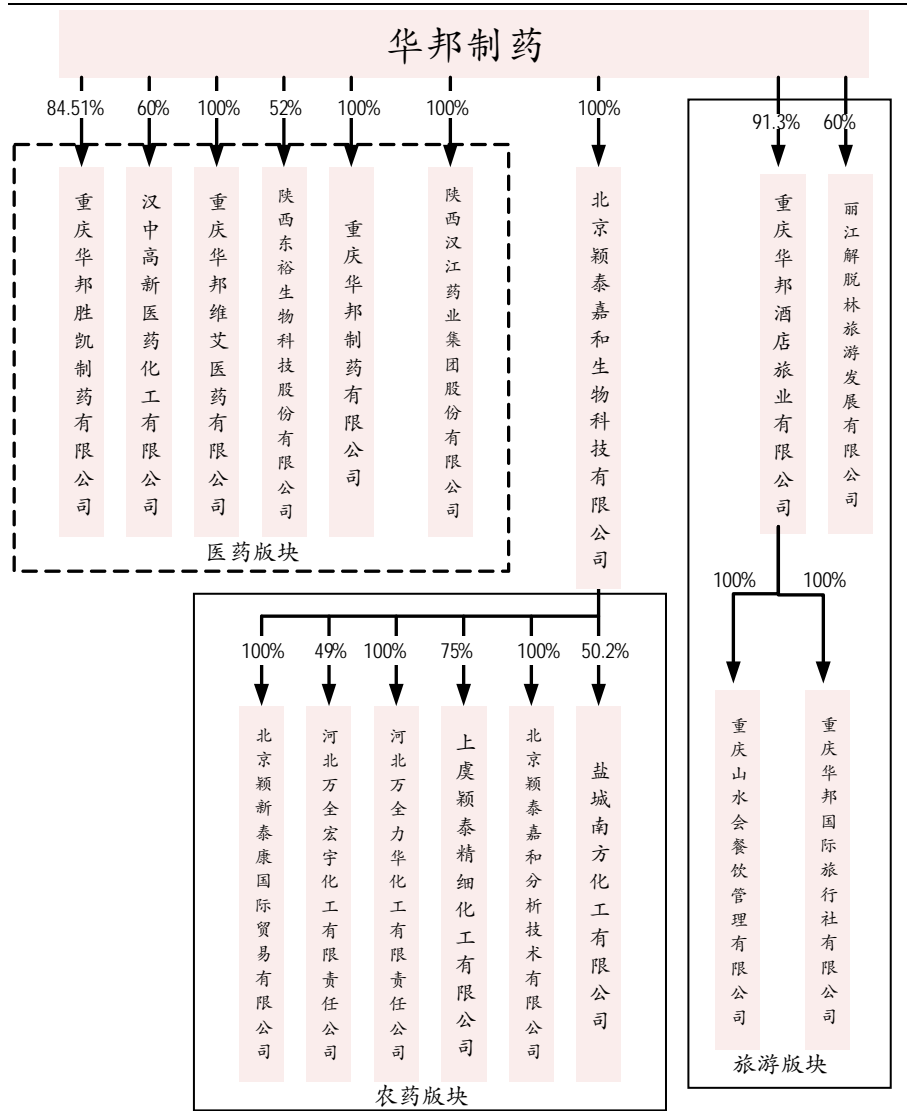
图表 1. 华邦制药股权结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

目前公司总股本 50,248 万股，流通股本为 31,182 万股，公司实际控制人张松山。张松山先生持有公司股份 20,815,411 股，占总股本的 12.43%，控制的重庆汇邦旅业有限公司持有公司股份 22,658,771 股，占总股本的 13.61%。张松山实际持有 19.48% 股权。

图表 2. 华邦制药产业结构示意图



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司今年上半年实现营业收入 18.11 亿元，归属上市公司净利润 2.30 亿元，扣非后净利润 1.53 亿元，同比分别增长 520%、290% 和 173%。公司上半年营业收入及其净利润大幅增长的主要原因为：

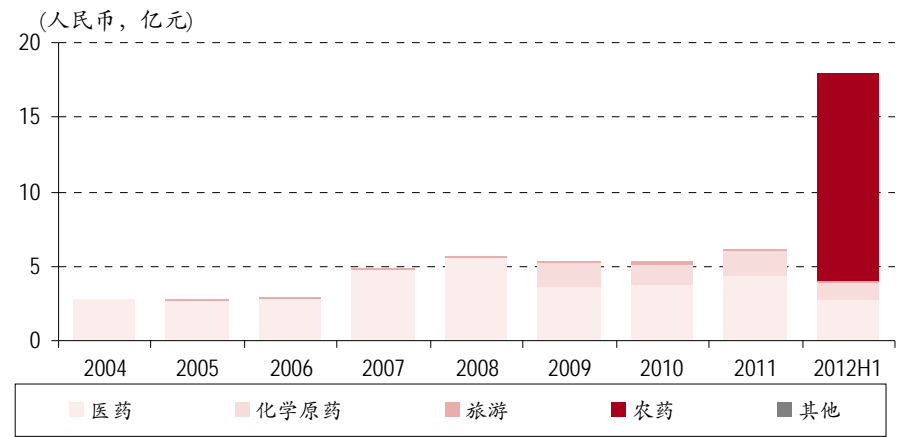
化学制剂收入比去年增加 7,154 万元，同比增长 34.95%，影响当期净利润同比增加 3,036 万元；

公司化学原料药收入比去年同期增加 3,264 万元，同比增加 40.62%，影响当期净利润同比增加 196 万元；

农药业务吸收合并了北京颖泰嘉和，实现营业收入 140,357.73 万元，净利润 7,800.14 万元，影响当期净利润同比增加 6,493 万元；

控股子公司汉江药业所持有的西部证券 600 万股股份上市后，按公允价值计量，该部分股权计入当期合并净利润为 6,849 万元。

图表 3. 公司营业收入变动情况

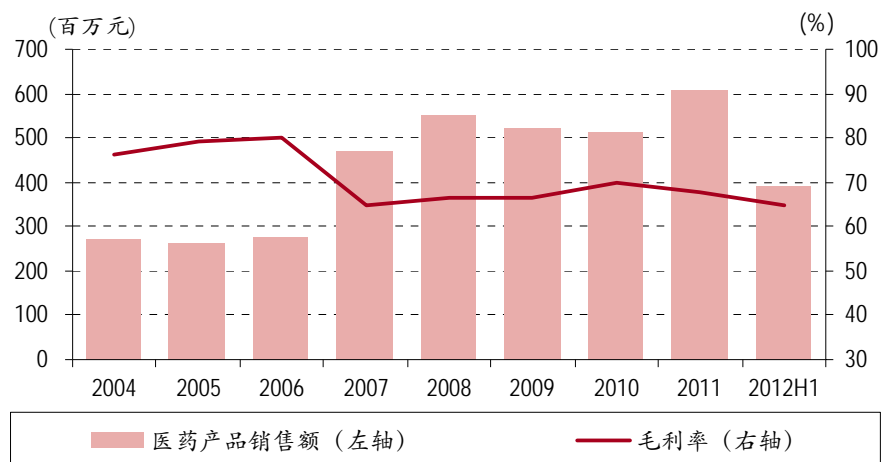


资料来源: 公司数据及中银国际研究

医药板块：皮肤科药的龙头企业

公司是从上世纪九十年代进入医药领域的，当时以地方文号为主，进入二十一世纪后，开始做国药体系产品。主要产品包括方希（通用名：阿维A）、复方氨肽素片、迪皿、地奈德等代表。公司注重新产品的开发，其中迪皿、地奈德均为国内首家拿到注册文号的药品，其中地奈德目前仍是公司的独家产品。公司2009年收购了汉江药业，增加了原料药出口业务。从2009年开始加强 OTC 板块业务，增加了市场销售的投入，从今年开始显现了较好的成效。12年上半年医药板块营业收入3.89亿元，占比总收入21.5%，同比增长36.5%。

图表 4. 公司医药板块销售额及毛利变化情况（含化学原料药）



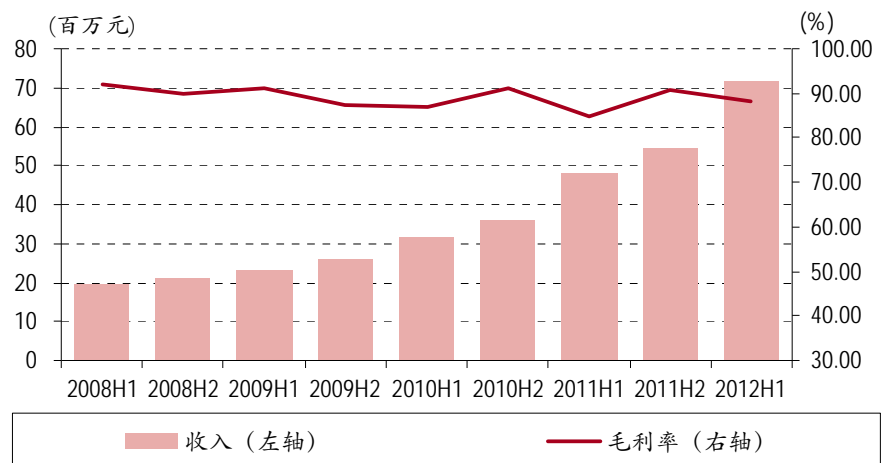
资料来源：公司数据及中银国际研究

公司是国内皮肤科用药的龙头企业，产品种类全面，涵盖了外用皮质激素药物、抗真菌药物和抗银屑病药物等用药规模大的品种。公司在皮肤科用药领域经营多年，品牌和渠道优势突出，随着以地奈德为代表的新产品的推出，公司该板块将稳定增长。

此外，公司也注重新药的研发，目前在开发的产品超过30个，应用领域在皮肤科、肿瘤、功能抗剂、降血脂等，其中大部分都为国内独家和首家。预计今年将有些产品拿到批文。

公司目前最大的产品是地奈德。地奈德乳膏为糖皮质激素类药物，为独家产品，且为国家医保目录品种。今年上半年销售7,183万元，预计全年销售收入将达到1.5亿元。该产品近几年增速稳定，毛利也稳定在85-90%的范围内。由于地奈德乳膏效果好、副作用小、适应症广，是公司最有希望开发为非处方药的产品，如获得通过，将在OTC市场拥有更大的空间。

图表 5. 公司地奈德产品销售情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司计划未来两三年内，进一步增强公司在医药市场领域的份额。近几年扩充销售人员队伍，目前医药板块的销售人员为 600-700 人，较以前 300 多人有很大的增长。

处方药领域：公司的皮肤科产品国内最全，但是受制于销售人员的数量，未能实现国内重点医院的全覆盖。公司进行了统一的规划，将销售部门分拆为 2 组，其中一个专做维胺脂、他扎罗汀定和方希等阿维 A 类产品，另外一个专做地奈德和迪皿。继续发展营销体系（处方-医院市场），力争 2-3 年内，完全覆盖皮肤科所有 30 人以上医院（全国预计 8,000 家，公司目前覆盖了 2,000 家）。

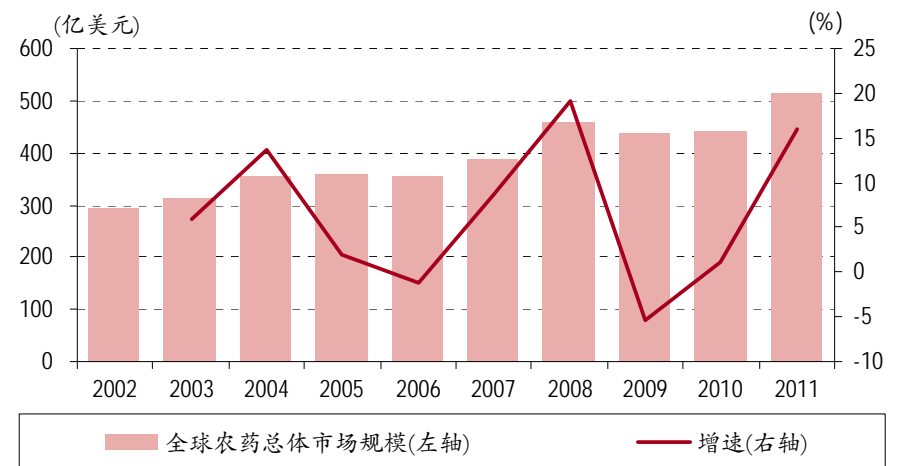
OTC 领域：公司的皮肤类产品非常适合 OTC 销售，目前的销售额中 OTC 占到三分之二左右。公司 09 年成立商务销售部（主要是针对 OTC），目前销售人员超过 100 人，计划明年扩张到 150 人，后年进一步扩张到 200 人。公司目标瞄准连锁、终端批发、零售商。与所有连锁 3A 企业合作（目前全国的 3A 企业有 600-700 家），与终端覆盖能力强的商业企业（社区医院和私人诊所）合作。

公司目标打造一体化的国内皮肤科第一品牌，可能通过收购同类企业增加市场份额、减少竞争对手。此外，公司中长期发展计划进一步延伸产业链，发展纯药以外的产品，如药妆护肤品、保健产品等。

农药板块：“研发+渠道”打造国际农化公司

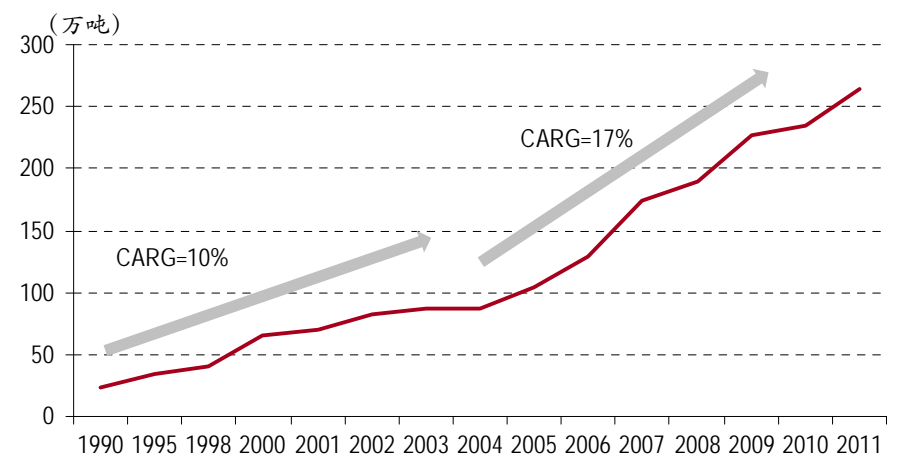
全球农化行业前景可观。随着全球人口的增长以及生物能源的发展，农产品从 2004 年进入牛市，带动了对农药的消费量。其中仿制农药快速发展，随着农药创制速度减缓，以及上世纪 80、90 年代创制高峰，预计仿制药的比重将进一步增长。中国、印度的企业将在此次产能转移中，凭借人力、成本、技术等优势得以迅速发展。

图表 6.全球农药增速



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 7.我国农药产量 (统计局数字)



资料来源：公司数据及中银国际研究

颖泰嘉和成立于 2003 年，其核心的高管层不仅具有较强的技术背景，拥有多个农药的前端合成和研发专利，并且高管曾有农化贸易领域的多年实践经验，这为公司的以研发带动市场、以市场带动销售、以销售带动生产、占据“研发+渠道”的发展模式奠定了基础。

公司的产品结构目前以原药为主、绝大多数产品出口，公司计划逐步提高制剂的比重，增强在国内市场的销售能力，提高国内市场的占有率。

公司目前的营业模式分为四大模块：即自主生产、专属生产、一般贸易业务以及技术服务。

自主生产。主要是通过下属子公司来完成。目前公司拥有三个生产企业：上虞颖泰（经过一年多的生产后，生产成本不断下降，毛利逐步改善）、万全力华（包括万全宏宇）、盐城南方。预计公司未来 1-2 年内仍将收购 1-2 家生产企业（公司已公告计划收购杭州庆丰），届时将拥有 4-5 个原药生产企业，自产产品的比例将由 2011 年上半年的 40% 左右提高到 60%。公司的原药产品有一定的储备，大部分为即将到期的专利药和刚过保护期的仿制药。

图表 8. 公司自主生产获得登记的产品

登记名称	总含量	剂型	有效起始日	有效截止日	
二吡·烯草酮	8%	可分散油悬浮剂	2012	2013	
吡唑草胺	98%	原药	2012	2013	
噻菌环胺	99%	原药	2012	2013	
二吡·烯·草灵	16%	可分散油悬浮剂	2012	2013	
乙氧氟草醚	97%	原药	2008	2013	
异丙甲草胺	97%	原药	2008	2013	
乙草胺	93%	原药	2008	2013	
戊唑醇	98%	原药	2008	2013	
乳氟禾草灵	85%	原药	2008	2013	
双甲脒	98.5%	原药	2008	2013	
甲哌鎓	98%	原药	2009	2014	
甲草胺	97%	原药	2009	2014	
氟磺胺草醚	95%	原药	2009	2014	上虞颖泰
三氟羧草醚	96%	原药	2009	2014	
甲霜灵	98%	原药	2009	2014	
噻菌灵	98.5%	原药	2009	2014	
双甲脒	200 克/升	乳油	2009	2014	
环嗪酮	98%	水剂	2010	2015	
氟磺胺草醚	250 克/升	原药	2010	2015	
丙环唑	98%	原药	2010	2015	
噻菌酯	98%	原药	2011	2016	
啶禾糠酯	95%	原药	2011	2016	
三氟羧草醚钠盐	40%	原药	2012	2017	
精异丙甲草胺	96%	原药	2012	2017	
丙炔氟草胺	99.2%	原药	2012	2017	
杀出畏	98%	原药	2012	2013	
氨基吡啶酸	95%	原药	2008	2013	
烯草酮	70%	母液	2008	2013	
烯草酮	120 克/升	乳油	2008	2013	
烯草酮	90%	原药	2008	2013	
三氯吡氧乙酸	99%	原药	2008	2013	
高效氟吡甲禾灵	95%	原药	2008	2013	
氯氟吡氧乙酸异辛酯	95%	原药	2008	2013	万全力华
烯禾啶	50%	母液	2008	2013	
烯禾啶	94%	原药	2008	2013	
氯氟吡氧乙酸	200 克/升	乳油	2008	2013	
烯禾啶	12.5%	乳油	2008	2013	
高效氟吡甲禾灵	108 克/升	乳油	2008	2013	
二氯吡啶酸	95%	原药	2010	2015	
氨基吡啶酸	21%	水剂	2011	2016	
烯草酮	90%	原药	2009	2014	
烯草酮	37%	母液	2009	2014	万全宏宇
茶啶草酮	98%	原药	2012	2017	
茶啶草酮	70%	水分散粒剂	2012	2017	
丁塞隆	97%	原药	2012	2013	
啶苯胺磺隆	98%	原药	2012	2013	
高效氯氟氰菊酯	95%	原药	2008	2013	
联苯菊酯	95%	原药	2008	2013	盐城南方
啶草酮	90%	原药	2009	2014	
噻嗪酮	95%	原药	2010	2015	
咪唑烟酸	98%	原药	2011	2016	

资料来源：中国农药登记信息网及中银国际研究

续...图表 8. 公司自主生产获得登记的产品

登记名称	总含量	剂型	有效起始日	有效截止日
高效氯氟菊酯	4.5%	乳油	2009	2014
丙草胺	95%	原药	2011	2016
异丙甲草胺	97%	原药	2011	2016
丙草胺	300 克/升	乳油	2012	2017
乙草胺	93%	原药	2012	2017
咪鲜胺	95%	原药	2012	2017
氯氟菊酯	95%	原药	2012	2017
异丙甲草胺	720 克/升	乳油	2007	2012
咪鲜胺锰盐	97%	原药	2008	2013
乙草胺	900 克/升	乳油	2008	2013
草甘膦	95%	原药	2008	2013
乙草胺	50%	乳油	2008	2013
甲草胺	95%	原药	2008	2013
咪鲜胺	25%	乳油	2008	2013
四螨· 哒螨灵	10%	悬浮剂	2008	2013
氰戊· 氧乐果	20%	乳油	2009	2014
乙草胺	40%	可湿性粉剂	2009	2014
异丙甲草胺	960 克/升	乳油	2009	2014
丙草胺	500 克/升	乳油	2009	2014
丁草胺	900 克/升	乳油	2009	2014
苜· 乙	25%	可湿性粉剂	2009	2014
乙草胺	50%	水乳剂	2011	2016
咪鲜胺	25%	水乳剂	2012	2017
氧乐果	40%	乳油	2009	2014
乐果	90%, 85%, 80%	原药	2010	2015
氧乐果	92%	原药	2010	2015
氰戊菊酯	20%	乳油	2010	2015
乙酰甲胺磷	40%	乳油	2011	2016
乙酰甲胺磷	95%	原药	2011	2016
乙酰甲胺磷	30%	乳油	2011	2016
氰戊菊酯	92%	原药	2009	2014
丁草胺	80%, 85%, 92%	原药	2009	2014
丁草胺	60%	乳油	2011	2016
丁草胺	50%	乳油	2011	2016
四螨嗪	20%	悬浮剂	2011	2016
四螨嗪	95%, 90%	原药	2011	2016
氰戊菊酯	20%	乳油	2009	2014

杭州庆丰

资料来源: 中国农药登记信息网及中银国际研究

专属生产。由于公司在手订单较多, 但受制于自主生产产能较小, 公司只得通过其他战略合作厂商来完成订单, 这就是其专属生产模式。公司根据市场需求和发展战略, 通过研发, 提供给战略合作生产工厂含生产技术、质量控制与质量保障标准和技术、安全环保和职业健康规范和技术、工程设计以及实施方案等综合性专有解决方案, 并在公司的指导下, 由生产企业投资建设和生产或改进, 生产的产品全部或者部分由颖泰嘉和收购和营销。公司与一些主要合作企业合作多年, 关系稳固。由于随着公司自主生产比例的提高, 专属生产的比例将有一定的下降, 预计到 2014 年, 公司专属生产的比例将由 2011 年上半年的 40% 下降到 30%。

图表 9. 公司专属生产的主要合作伙伴和产品

合作企业	采购产品
江苏辉丰农化股份有限公司	吡氟酰草胺原药、甲羧除草醚原药、咪鲜胺、咪鲜胺锰盐、氟环唑原药、抗倒酯
江苏丰山集团有限公司海洋分公司	烟嘧磺隆、氟乐灵、2,6-二氯喹啉
江苏丰登农药有限公司	丙环唑原药
陕西恒田化工有限公司	霜脲氰原药
江西禾益农化有限公司	异菌脲原药
英德广农康盛化工有限公司	土菌灵
江苏优士化学有限公司	吡虫啉原药
江苏扬农化工股份有限公司	联苯菊酯原药
新沂市永诚化工有限公司	5-乙基吡啶-2, 3-二羧酸二乙酯、丁酰胺、E,E-8,10-十二碳烯醇酯
江西禾益农化有限公司	脱叶磷、刺芒柄花素

资料来源：公司数据及中银国际研究

一般贸易。颖泰嘉和根据市场和客户需求，利用自身对国内供应商的信息优势和渠道优势为客户采购原药或中间体销售给客户，并按照国内外客户的标准为供应商提供质量保障和质量控制、安全环保职业健康的指导和服务。公司贸易业务分国际贸易和国内贸易两部分，目前通过颖新泰康开展。此外，通过参股巴西 CCAB，获得直接进入全球最大农药市场巴西的终端之际产品的销售路径。公司下一步可能继续进行海外收购扩大公司国际市场影响力。

技术服务。公司技术服务分为三种方式，一是提供生产技术和改进方案；二是提供质量控制和检测服务；三是利用 GLP 实验室提供国内、国外的登记注册服务。

公司拥有我国第一家获得 OECD 承认的 GLP 实验室，GLP 实验室是农药出口登记和注册必须通过其检测的重要环节，拥有 GLP 实验室，不仅可以实现公司自身产品在国外的登记注册，还有助于为客户提供在全球其他市场登记需要的资料，使客户产品很快取得国外注册。公司计划在在中关村生命科学园新“研发总部”将进一步加大 GLP 实验室的规模，扩大技术服务范围。2011 年公司 GLP 实现利润在 1,000 万元左右，其预计到 2015 年将实现 5,000 万元以上利润。

颖泰嘉和具有“研发+渠道”的独特发展模式，这在国内的农药公司中较为稀缺，其强大的前端合成优势可以实现农药重磅品种的快速产业化。公司的目标就是打造“中国最优秀的国际农化公司”。公司规划在未来的三年，进一步通过产品的市场布局、产品研发和供应布局，为未来成为国内优秀的农化公司和国际大型的农化公司做好基础。

凭借公司海外订单的增加、自主生产基地产品放量、产业链整合带来的效益提升，我们预计未来 2-3 年，公司农药板块净利的增速将超过 30%，公司农药板块的净利分别为 1.85 亿元、2.29 亿元和 3.15 亿元。

旅游板块：发展潜力巨大

公司目前通过控股重庆华邦酒店旅业公司，参与重庆武隆仙女山景区经营，在武隆仙女山申请世界遗产成功后，该旅游资源在国际国内都具备了品牌效应，也为公司积累了投资旅游的经验。公司控股的仙女山华邦酒店，目前已运行近十年，近期在改造，计划投资1个亿，改造成为五星标准。此外公司还间接控股武隆、丽江的一些旅游资源。下一阶段，公司规划在丽江及其他旅游景区通过收购或者参股的形势参与稀缺旅游资源的挖掘和开发。随着国内旅游产业的不断发展，公司凭借掌握的稀缺的旅游资源，拥有巨大的发展潜力。

我们预测公司 2012-2014 年的业绩为 0.66 元、0.78 元和 0.96 元（摊薄后），对应 9 月 10 日的收盘价 16.90 元，市盈率分别为 26、22 和 18 倍。在收购颖泰嘉和后，公司拥有了医药、农药两大板块齐头并进的良好发展格局，并且预计未来旅游资产也会带来惊喜，我们看好公司持续、谨慎收购增值资产的战略，建议投资者关注。

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

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