



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化:传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*梅林为本报告重要贡献者

道博股份:收购欧洲足球经纪公司 MBS46%股权, 聚合海外顶级资源

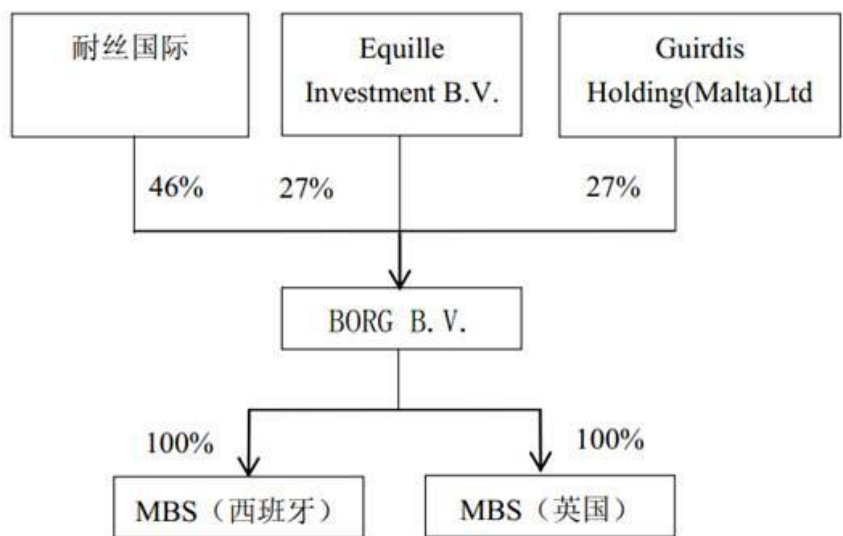
事件:

4月18日,道博股份(600136.CH/人民币 56.46,买入)发布公告,拟以3,950万欧元(折合人民币2.90亿元)收购上海耐丝持有的耐丝国际100%股权,耐丝国际持有BORG B.V.46%的股权,BORG B.V.公司作为一家控股性公司,持有MBS(西班牙)100%股权以及MBS(英国)100%股权。耐丝国际未来还将出资1,800万欧元收购上述两家公司所持的BORG B.V.部分股权,届时道博股份将持有BORG B.V.股权至70%,获得控股权。此外,双刃剑公布了2015年业绩,扣非后净利润5,713.94万元,超额完成5,200万元的业绩承诺。

点评:

1、MBS立足西班牙和英国,深耕足球运动员经纪业务。MBS的主营业务为职业球员和青年球员的经纪业务以及俱乐部的咨询服务,业务集中在西班牙和英国,签约球员包括苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈等知名球员,还常年服务于巴萨、拜仁、曼联等俱乐部,提供球探、转会、商业赛事组织等服务。MBS的主要收入来自于佣金,已经由传统代理球员商业广告合同、工资合同和转会谈判等业务成长为到集球员/教练/俱乐部高管权益代理、商业赛事组织、青训球员挖掘(球探)以及深度参与俱乐部运营等业务于一体的综合性资源整合平台。MBS核心成员是著名教练佩普·瓜迪奥拉的弟弟佩拉·瓜迪奥拉,也是欧洲资深足球业务人士。今年3月7日,双刃剑曾与MBS、意大利足球巨头波佐家族达成战略合作,成立“世界足球产业联盟”,深挖海内外足球产业资源。

2、收购对价估值相对较高,后续将进一步投资,达到控股并合并报表。此次收购的BORG B.V.公司(即MBS公司)2014年、2015年的营收分别为2503万元和4454万元(如未注明,单位均为人民币元),净利润为-67万元和1317万元,此次收购对价对应的MBS整体估值达到6.3亿元,对应2015年的PE高达48倍。未来道博股份还将出资1,800万欧元增持BORG B.V.股权至70%,获得控股权并合并其财务报表,并表后将增厚公司业绩水平。

图表 1. BORG B.V.的股权结构


资料来源：公司公告、中银证券

图表 2. BORG B.V.简要财务及经营数据 (单位：人民币元)

| 科目 | 2014 年 12 月 31 日 | 2015 年 12 月 31 日 |
|-------|------------------|------------------|
| 资产总额 | 14,358,561.16 | 51,460,413.55 |
| 负债总额 | 14,496,534.87 | 37,932,847.07 |
| 所有者权益 | (137,973.71) | 13,527,566.48 |
| 科目 | 2014 年 1-12 月 | 2015 年 1-12 月 |
| 营业收入 | 25,031,286.92 | 44,543,280.66 |
| 营业利润 | (1,548,334.87) | 20,231,526.89 |
| 净利润 | (668,044.67) | 13,172,157.32 |

资料来源：公司公告、中银证券

3、MBS 拥有欧洲足球圈顶级资源储备，将与中国足球产业形成显著的协同效应。MBS 拥有资源优势，签约多名明星球员和青训球员，服务顶级俱乐部和国际知名品牌商，累积了良好的行业口碑和稳定的业务合作关系，核心团队佩拉·瓜迪奥拉为欧洲足球圈资深的专业人士，同时 MBS 业务位于西班牙和英国，拥有全球最繁荣的足球联赛。公司收购 MBS 后，将通过“引进来”、“走出去”、“转型扩张”等方式获得持续发展，具体包括：

1) 通过“引进来”实现欧洲体育 IP 资源在中国市场的价值放大：为中超联赛引进优质外援；开发欧洲体育 IP 资源在中国的商业市场；引入欧洲先进青训模式培养本土球员；引进欧洲俱乐部先进的管理模式；引进欧洲体育运动周边产品。

2) 通过“走出去”将国内球员、品牌企业引入欧洲市场：帮助中国年轻球员进入欧洲知名俱乐部；帮助中国企业开拓欧洲体育营销市场。

3) 通过“转型扩张”开拓体育衍生业务版图：涉足体育影视拍摄足球教学片；打造全球化的青训生态系统；携手欧洲公司拓展体育传媒业务。

4、投资建议：此次收购 MBS 部分股权，是公司迈出海外并购的第一步，将获得西甲和英超两大顶级联赛的体育资源，迅速介入海外体育经纪、体育营销、赛事运营等核心环节，与双刃剑现有业务形成协同，并对接中国足球产业，大幅提升公司的产业价值和行业地位，在中国足球产业的诸多环节存在探索和想象空间。此外，双刃剑 2015 年超额完成业绩承诺，体现了持续较强的盈利能力。不考虑此次收购对公司的业绩增厚，预计公司 2016-2018 年每股收益 0.68、0.86、1.21 元，对应当前股价的市盈率为 83/66/47 倍，维持买入评级。

附录：MBS 运营情况及收购对上市公司的影响

MBS（西班牙）和 MBS（英国）运营情况

（一）主营业务发展概述

本次标的公司下属经营性资产的主营业务为职业球员和青年球员的经纪业务以及俱乐部的咨询服务，由 MBS（西班牙）和 MBS（英国）分别在西班牙境内和英国境内具体实施。具体业务范围涵盖球员转会咨询与谈判、知名运动员商业代言、运动员职业规划、运动员健康管理，以及运动员肖像权规划、运动员价值挖掘、球探服务、商业赛事组织等方面。

基于在体育产业的多年的资源积累，以及对足球市场的深刻认知，MBS（西班牙）和 MBS（英国）为职业球员和青年球员提供包括代理职业球员进行劳工合同谈判、球员转会谈判、商业活动和广告合同谈判、球员肖像权开发规划、球员职业生涯规划、法律咨询和纠纷调解、球员财务规划、球员个人健康管理以及个人生活助理等在内的整套经纪服务。在新规则的推动下，MBS（西班牙）和 MBS（英国）将有望为球员提供更为丰富创新的经纪服务内容。

依托于出色的资源整合能力，MBS（西班牙）和 MBS（英国）已为 Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）、Iniesta（伊涅斯塔）、Thiago Alcantara（蒂亚戈·阿尔坎塔拉）、Seung Woo Lee（李胜宇）等球员提供了定制化的个人经纪服务，为球员的职业发展和商业价值挖掘提供了广阔的平台，奠定了良好的基础。

此外，MBS（西班牙）和 MBS（英国）还常年服务于巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等俱乐部，提供俱乐部咨询服务，协助俱乐部完成买卖球员的转会谈判、开展球探工作以及商业赛事组织和协办，为俱乐部的发展壮大和宣传推广提供了有力的支持。

（二）主营业务模式

MBS（西班牙）和 MBS（英国）拥有成熟而清晰的商业和盈利模式，同时掌握各大顶级联赛球员、教练和俱乐部的核心渠道资源。经过多年发展，主营业务已经由传统代理球员商业广告合同、工资合同和转会谈判等业务成长为到集球员/教练/俱乐部高管权益代理、商业赛事组织、青训球员挖掘（球探）以及深度参与俱乐部运营等业务于一体的综合性资源整合平台。

同时，MBS（西班牙）和 MBS（英国）深入了解球员或其球员经纪公司的诉求，以优质的体育资源和广泛的品牌合作方为依托，为其量身定制整套经纪服务方案，深度挖掘球员价值。在获得球员或球员经纪公司授权的基础上，MBS 通过专业的球员评估系统，为球员进行职业规划，代表球员或其经纪公司与俱乐部进行接洽，深入参与到球员劳工合同谈判和球员转会谈判中，为球员寻求合适的个人成长平台，为俱乐部输送优秀球员和天才少年。MBS 为球员提供专业定制化个人肖像权益开发方案，通过社交媒体、公众活动、纸媒宣传等方式，增加球员的美誉度、扩大球员的影响力，帮助球员获得更多品牌代言和商业活动机会，实现球员商业价值的最大化。MBS 在俱乐部签约球员或品牌方与球员签订代言协议后，向俱乐部和品牌方收取相应佣金。

借助完善的球探系统、精准的评估体系、丰富的球员资源和出色的谈判手腕，MBS（西班牙）和 MBS（英国）帮助俱乐部挖掘潜力新星，协助俱乐部完成球员签约和转会；凭借良好的赛事运营能力和丰富的品牌推广经验，MBS 还协助俱乐部进行商业赛事的开发、组织和运营。经过多年积累，MBS 与欧洲众多俱乐部建立了良好的合作关系，通过为各大俱乐部提供专业服务，获取佣金收益。

（三）核心人员情况

佩拉·瓜迪奥拉（Pere Guardiola），欧洲资深足球业务人士，具有近 20 年的从业经验。佩拉·瓜迪奥拉先生曾于任职于耐克公司，主要从事耐克公司在欧洲地区的年轻球员挖掘、体育明星赞助、市场推广业务，与 Josep Guardiola（何塞普·瓜迪奥拉）、Figo（菲戈）、Roberto Carlos（罗伯托·卡洛斯）、Messi（梅西）、Iniesta（伊涅斯塔）、Piqué（皮克）、Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）等知名教练、球员以及巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等俱乐部建立了紧密的合作关系。2009 年 9 月，佩拉·瓜迪奥拉先生创立了 Media Base Sports，深耕足球经纪业务。

大卫·桑切斯·冈萨雷斯(David Sanchez Gonzalez)，资深足球业务律师、足球经纪人，具有 10 余年的从业经验。大卫·桑切斯·冈萨雷斯先生曾任职于下加里奎斯律师事务所、西班牙 Mediapro 传媒集团、西班牙 Imagina 传媒集团，主要从事资产收购、赛事运营、影视出版、版权传播等业务中的法律事务。2014 年起，大卫·桑切斯·冈萨雷斯先生任 MBS（西班牙）的法务总监

关于耐丝国际定价的合理性分析

截至本公告日，耐丝国际主要资产为其持有的 BORG B.V.46%股权，根据耐丝国际与 Equille Investment B.V.、Guirdis Holding(Malta)Ltd 于 2015 年 12 月签署的《关于 BORG 公司的股权买卖合同》，耐丝国际最终将持有 BORG B.V.70%股权。BORG B.V.公司作为一家控股性公司，主要经营资产为 MBS（西班牙）100%股权以及 MBS（英国）100%股权。

（一）MBS（西班牙）和 MBS（英国）具有以下核心竞争力：

（1）资源优势

MBS 致力于为玩家和俱乐部提供专业的、创新的服务，注重体育明星与俱乐部资源的开发。经过多年行业积累，MBS 与 Josep Guardiola（何塞普·瓜迪奥拉）、Figo（菲戈）、Roberto Carlos（罗伯托·卡洛斯）、Messi（梅西）、Iniesta（伊涅斯塔）、Piqué（皮克）、Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）等知名教练与球员，巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等俱乐部建立了紧密的合作关系，在掌握国际优质体育资源方面具有显著优势。在资源储备方面，MBS 凭借自身在行业中的口碑与影响力，先后签约了近 30 名 18 岁以下的年轻优秀球员，并同时与 30 多位青少年优秀球员保持着密切的联系。在经纪业务方面，MBS 与百事可乐、尼桑、雷诺、三星、高乐高、乌拉圭电信、西班牙锐高仕等一大批全球知名品牌开展合作，建立了深厚、多元的品牌资源基础。

（2）品牌优势

自成立以来，MBS 注重服务的专业性，强调各项资源的有效整合，先后成功运作了 Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）转会、韩国“小梅西”Seung Woo Lee（李胜宇）的发掘培养、Iniesta（伊涅斯塔）代言尼桑等一系列经典经纪案例，积累了丰富的行业经验。经过多年累积，MBS 凭借其专业优质的服务累积了良好的行业口碑和稳定的业务合作关系，并形成了无形的品牌优势。

（3）团队优势

MBS 具有稳定的核心团队。MBS 核心团队由以创始人佩拉·瓜迪奥拉（Pere Guardiola）为核心的资深体育人士构成，团队成员均为业内知名的专业体育人士；团队战略目标一致，长期精诚合作，市场经验丰富，职责分工明确，专业优势互补。积极进取的人才培养及引进战略和良好的长效激励机制优势，确保了 MBS 的核心竞争力得以更好地凝聚和发挥。

（4）地缘优势

西甲和英超是世界上发展最好的两大职业足球联赛，不但拥有曼联、利物浦、切尔西、阿森纳、皇马、巴塞罗那等世界顶级俱乐部，还拥有丰富的足球运动员资源，是全球足球市场最为活跃的两大群体。MBS 在西班牙和英国均设有公司，可以获得“第一手”的市场信息，具有明显的地缘优势。

（二）MBS 盈利能力分析

MBS 在欧洲经营多年，与苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈等球星签有经纪合约，能够分享运动员转会收益权；同时代理了苏亚雷斯、鲁迪·费尔南德斯等大量足球及篮球明星的部分肖像权，能够进行球员商业综合开发；拥有塞尔吉·桑佩尔、李胜宇、布拉伊姆等有潜力的年轻球员的肖像权代理及体育事业独家代理权；与巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等足球俱乐部建立了长期稳定的合作关系。

公司通过此次交易及后续交易，能够实现对 MBS 的实际控制，并能够通过“引进来”、“走出去”“转型扩张”等方式，实现 MBS 盈利能力的持续和发展，具体分析如下：

1、通过“引进来”实现欧洲体育 IP 资源在中国市场的价值放大

(1) 为中超联赛引进优质外援

随着中超联赛火热升温，越来越多资金关注并投入到足球赛事及俱乐部运营之中，随之而来的就是各俱乐部争相斥重金引进高水平外援。MBS 拥有前述顶级球星以及一大批潜力新星的经纪合约，通过代理、中介活动促成球员转会到中超俱乐部，能够获得高额中介收入（国际通行惯例，球员转会经纪费用约占转会费的 10%至 20%）。目前 MBS 有意向参与中超联赛今夏转会窗口的引援事宜。

(2) 开发欧洲体育 IP 资源在中国的商业市场

公司将通过运作球星来华参与访问交流、活动赛事及商业活动、广告代言等，能够迅速获得商业收益，并将吸引国内品牌企业持续参与商业开发活动。目前双刃剑与 MBS 已经促成了苏亚雷斯与国内运动饮料品牌能量王的商业代言合作。

鉴于 MBS 与多家欧洲知名足球俱乐部建立了良好的合作关系，且上述俱乐部也有开拓中国市场的意图，在双方协商一致的基础上，未来 MBS 将与上述俱乐部开展广泛合作，通过在中国运作商业比赛、访问活动、俱乐部整体商业开发合作等，扩大这些俱乐部在中国的商业价值效应，获得一定的收益。

上述商业开发计划，将借助公司旗下双刃剑在国内商业市场及体育营销领域的渠道优势与成熟网络，并与双刃剑形成协同效应。

(3) 引入欧洲先进青训模式培养本土球员

鉴于 MBS 与上述足球俱乐部所拥有的青训机构有着良好合作关系，在双方协商一致的基础上，未来不排除将欧洲俱乐部青训营的先进运营模式及优秀教练、管理人才引入国内。青少年足球培养机构不仅拥有培养中国本土足球英才的社会价值，也拥有自主盈利的商业价值。

(4) 引进欧洲俱乐部先进的管理模式

鉴于 MBS 与上述足球俱乐部建立了长期合作关系，并深度介入到俱乐部的引援、转会、商业开发及管理咨询服务之中，未来 MBS 有意向通过引入欧洲先进俱乐部运营管理经验，为中国足球俱乐部提供管理与运营咨询。

(5) 引进欧洲体育运动周边产品

以足球为例，球队的球衣、围巾、自有品牌服饰、箱包、床上用品、日用品等衍生产品的开发与销售，在欧洲市场已经非常成熟。而许多欧洲知名俱乐部，在中国拥有庞大的粉丝群体，相关商品在中国的销售也持续走热。未来，MBS 将开拓与多家俱乐部及体育用品商的合作，开发欧洲体育运动衍生产品在中国的销售市场。

目前，MBS 有意向为中国引进梅西自传电影等球星周边产品，开发中国的体育电影票房。

2、通过“走出去”将国内球员、品牌企业引入欧洲市场

MBS 与欧足联、西班牙足协等欧洲体育组织，巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等足球俱乐部，以及 NIKE 等国际体育公司等拥有良好合作关系，MBS 在将中国的球员及品牌企业引入到欧洲市场具有一定的资源优势。

(1) 帮助中国年轻球员进入欧洲知名俱乐部

2016年3月，双刃剑、MBS及意大利波佐家族建立了“desports世界足球产业联盟”，并成功运作王梓翔赴意大利乌迪内斯俱乐部试训一个月。未来MBS将运作更多国内球员，尤其是有潜力的年轻球员前往欧洲俱乐部训练或签约。在成功签约后，公司除了直接获得球员转会经纪收入之外，还能获得这些青年球员在国内的商业开发收益，以及与欧洲俱乐部合作开发球员的商业价值。

(2) 帮助中国企业开拓欧洲体育营销市场

公司旗下双刃剑曾成功策划鸿星尔克进军NBA赛场；运作361°成为2016里约奥运会官方合作伙伴；帮助PPTV成功获得2015-2020五年西甲联赛在中国大陆、澳门、台湾地区的全媒体版权。

鉴于MBS在欧洲体育领域尤其是体育营销方面，掌握着许多优质的赛事活动资源。双刃剑可以借助MBS，进一步拓展欧洲体育营销市场，帮助更对中国品牌企业与海外体育市场对接，实现赛事广告投放、商业合作开发等更多更丰富的运营模式，从而使得双刃剑原有业务模式更好地得到固化和提升，从而形成协同效应。

3、通过“转型扩张”开拓体育衍生业务版图

MBS的传统核心业务是球员经纪，借助公司的资本投入，MBS将在体育领域开拓更多衍生产业，实现自身的转型扩张发展。

(1) 涉足体育影视拍摄足球教学片

目前MBS(英国)与耐丝国际正筹备拍摄一部足球教学片，该教学片计划应用最先进的VR拍摄与呈现技术对足球技术进行示范、讲解，通过互动感十足的教学模式，让观众与球星零距离接触，体验足球训练的技巧与乐趣，强化观众体验。

该教学片拍摄由MBS(英国)负责，全球全媒体版权归属耐丝国际，计划在全球发行。以实现体育影视产品跨越文化和国籍的商业价值。

在体育影视领域，未来公司将促进MBS与双刃剑及强视传媒的长期合作，发挥公司各子公司之间资源共享、优势互补的协同效应。

(2) 打造全球化的青训生态系统

MBS的传统经纪业务，为其积累了成熟的球员经纪经验及规划开发模式，同时也与多家著名俱乐部建立了合作关系。未来，MBS将通过继续深耕青训领域，同时在公司资本支持下扩张青训网络，打造全球化的青训生态系统。

具体包括：在世界各地建立足球青训机构或与已有机构合作，输出欧洲最先进的青训模式；获得高潜力青年球员的经纪代理权及商业开发权；通过青训运营及青年球员转会获得直接佣金收益、部分所有权收益、未来转会收益；通过社交媒体、电子商务等渠道提高青年球员的知名度、美誉度与影响力，提高球员身价以及未来转会、综合商业开发的收益空间。

MBS与欧洲多家大型传媒集团建立了良好的关系，包括但不限于西班牙最大的传媒集团Mediapro等。未来，借助公司资金优势，MBS将进一步拓展与欧洲大型传媒集团在体育及衍生领域的合作，包括体育传媒、体育影视、广告推广、品牌运营等多个领域。

本次交易背景及目的和对上市公司的影响

（一）本次交易背景

在公司完成了对体育类资产的收购及配套资金的募集后，道博股份制定了“打造全球文化娱乐产业整合平台”的战略目标，并拟定了“平台化、规模化、国际化”的发展方针。基于上述战略目标和方针，公司加大了“文化、体育与娱乐”相关产业的投资步伐及力度，专注打造并延伸文化产业链和价值链。

（二）本次交易目的

本次交易前，公司体育经纪业务主要是由全资子公司苏州双刃剑通过“以销定产”的模式开展，即苏州双刃剑与品牌客户确定营销方案、销售意向或者合同后，向体育明星采购代言权益，最终由品牌客户向苏州双刃剑支付体育营销收入。

相对于苏州双刃剑现有的赞助体育明星业务，本次交易标的下属经营实体——MBS（西班牙）和 MBS（英国）的体育经纪业务具备以下优势：

（1）拥有众多球员 IP 资源。目前 MBS 已与苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈、鲁迪·费尔南德斯等球星签约，因此，未来能够在转会收益权、商业开发等多种渠道持续地获得相关收益。

（2）与众多俱乐部保持着长期、良好的合作关系。凭借与巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等众多足球俱乐部长期稳定的合作关系，未来在球员的引入、转会以及相关赛事资源获取等方面都存在一定的优势，同时也能依托该合作关系在青训领域积极培养和发掘更多的潜力球员。

（3）拥有广泛的球探网络及丰富的年轻球员储备。目前已拥有塞尔吉·桑佩尔、李胜宇、布拉伊姆等年轻球员的肖像权代理及体育事业独家代理权。这批年轻球员有望在成长之后实现身价及商业价值的提升。

因此，为构建国内外体育资源互动渠道，促进公司体育经纪业务的加速发展，打造自有的体育明星 IP，公司拟通过本次交易间接持股 MBS 公司后，积极推动苏州双刃剑与 MBS 公司的合作，构建国内外体育资源互动渠道，加速地取得国际顶级体育资源以加强现有的明星赞助代理业务，开拓国内外职业运动员转会及挖掘工作，满足国内体育产业对高水平运动员的引进及俱乐部职业化建设的需求，夯实未来通过持续海外收购快速做大做强体育经纪业务的基础，进而实现推进公司“体育营销生态圈”战略的实施。

（三）对公司未来经营成果的影响

本次交易完成后，一方面公司可以通过后续收购控制 MBS（西班牙）和 MBS（英国），并将其纳入合并报表范围内。另一方面，全资子公司苏州双刃剑也可以充分利用以佩拉·瓜迪奥拉先生为核心的经纪团队所拥有的顶级体育资源，迅速开展体育经纪业务、体育营销、赛事运营等核心业务，并使之与体育版权、体育旅游、体育视频、体育科技与体育大数据等业务产生协同效益。因此，本次交易作为公司“平台化、规模化、国际化”发展方针迈出海外并购的第一步，将有力促进公司及全资子公司双刃剑在体育产业上的战略布局，对公司今后的持续稳定发展和经营业绩的增长具有积极意义。

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，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8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371