



300244.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.06

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.1	29.0	11.1	(17.7)
相对深证成指	10.9	28.6	12.1	(20.6)

发行股数(百万)	551
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	8,832
3个月日均交易额(人民币 百万)	173
净负债比率(%) (2018E)	33
主要股东(%)	
陈海斌	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

高睿婷

(8621)20328514

ruting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: s1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

迪安诊断

快速扩张期业绩承压 合作共建及渠道下沉开拓增量市场空间

公司2017年年报: 全年实现营业收入50.04亿元(+30.86%), 实现归母净利润3.50亿元(+33.05%), 实现扣非归母净利润2.20亿元(-10.46%); EPS 0.64元/股(+33.33%)。一季度业绩预告: 预计归母净利润6159.50-7279.41万元, 较上年同期同比增长10-30%。四季度扣非净利润下滑的主要原因是公司为推进博圣生物IPO而出让杭州意峰65%股权, 获得约9056.12万处置收益, 而公司在四季度市场开拓力度和费用支出加大, 且去年新建近10家实验室多于下半年开业, 对业绩造成较大拖累, 因此Q4单季表现欠佳。现在公司全国化布局已完成, 合作共建及渠道下沉已初见成效, 增量市场和特检放量提供增长动力, 未来随实验室扭亏和基层市场扩张, 盈利水平将逐渐回升, 定增项目也将增厚利润。看好公司第三方检验服务平台模式, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 全国化布局已完成, 区域中心有序下沉, 合作共建业务成为主力增长点
17年新建独立实验室近10家, 公司已拥有独立医学实验室达38家, 诊断服务的全国连锁化布局已完成。同时, 公司积极推进区域检验中心和精准诊疗中心的建设, 合作共建业务覆盖范围拓展到河南、江西等十几个新增省份, 目前合作共建的客户数量已超过300家, 覆盖30余个地区, 预计今年合作共建收入体量可继续翻倍增长, 为公司开拓更广阔空间。
- 布局高端精准诊断技术平台, 未来产业化放量可期
打造质谱和NGS两大测序平台, 成立了“凯莱谱”专业质谱子公司, 并建立了连锁化质谱应用实验室。去年11月与全球仪器巨头丹纳赫旗下公司SCIEX成立合资公司进行质谱仪配套的试剂盒的研发, 推动高端质谱技术在国内的产业化, 有望成为国内质谱技术龙头企业之一。
- 新建实验室处在亏损期, 市场开拓期费用加大拖累业绩
近3年的新建实验室基本尚未达到盈亏平衡, 加上基层跑马圈地市场开拓增加费用, 财务费用在定增完成前压力较大。现在省级实验室布局完成, 未来随实验室扭亏盈利水平将渐渐回升。现在的布局将为以后的长足发展奠定基础、抢占赛道。

评级面临的主要风险

- 检验产品和检验服务降价的风险; 市场开拓速度不达预期的风险; 并购标的业绩不达预期的风险

估值

- 公司已完成全国化布局, 合作共建及基层业务增长迅速, 未来随新建实验室逐渐扭亏盈利将逐渐回升。看好公司在第三方医学检验服务的平台化发展, 预期公司18-20年净利润为4.46/6.05/8.14亿元, EPS分别为0.81/1.10/1.48元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,824	5,004	6,610	8,680	11,331
变动(%)	106	31	32	31	31
净利润(人民币 百万)	263	350	446	605	814
全面摊薄每股收益(人民币)	0.477	0.634	0.809	1.098	1.477
变动(%)	(26.4)	33.0	27.5	35.8	34.5
全面摊薄市盈率(倍)	53.6	40.3	31.6	23.3	17.3
价格/每股现金流量(倍)	106.5	365.6	9.9	(23.7)	10.4
每股现金流量(人民币)	0.24	0.07	2.58	(1.08)	2.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.9	24.4	17.1	12.8	9.1
每股股息(人民币)	0.025	0.025	0.032	0.055	0.074
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

公司于3月30日晚发布2017年度年报：全年实现营业收入50.04亿元，同比增长30.86%；实现归母净利润3.50亿元，同比增长33.05%；实现扣非归母净利润2.20亿元，同比减少10.46%。EPS 0.64元/股，同比增长33.33%。

利润分配预案：以5.51亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.25元（含税），送红股0股，以资本公积金向全体股东每10股转增0股。

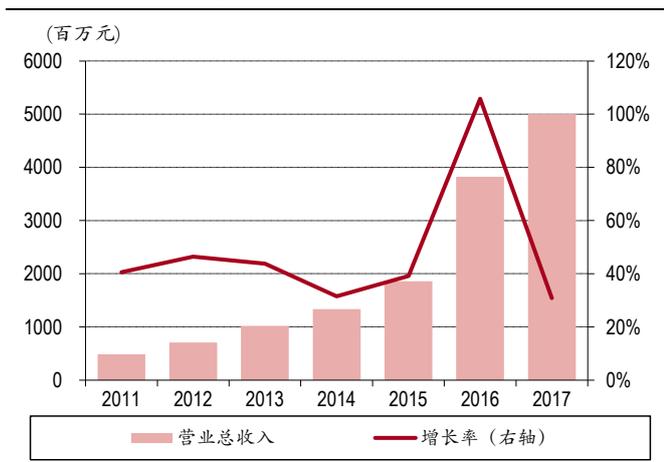
同时发布了一季度业绩预告：预计归母净利润6159.50-7279.41万元，较上年同期的5599.55万元同比增长10-30%。其中非经常性损益影响约为400-800万元，基本为政府补助。

收入端稳健增长，市场扩张期费用增大业绩承压

公司2017年度收入端保持30%以上稳健增长，全年实现营业收入50.04亿；净利润4.64亿，同比增长37.33%；归母净利润3.50亿，同比增长33.05%；扣非归母净利润2.20亿元，较去年同期下滑，同比减少10.46%。主要原因是公司为推进参股公司博圣生物IPO，而出让杭州意净65%股权，降低公司股权比例，获得约9056.12万处置收益，使得公司非经常性损益增加较多。

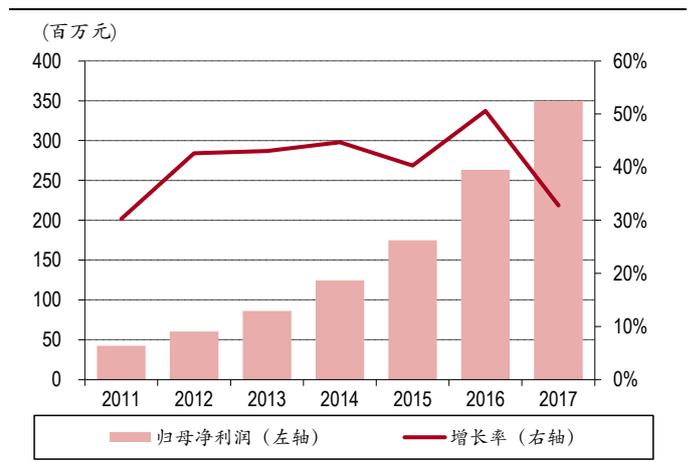
并且公司在去年新建近10家实验室，多于下半年开业，对业绩造成较大拖累。同时公司下半年加大了市场开拓力度，三项费用支出均有大幅增加：全年销售费用4.64亿，较上一年度增加42.03%，销售费用率9.3%，较16年提高了0.8个百分点；全年管理费用6.39亿，较上一年度增加41.49%，管理费用率12.8%，较16年提高了1.0个百分点；财务费用由于各项投入加大持续承压，全年财务费用1.12亿，较16年全年的3383.61万增长了229.85%，费用率提高1.3个百分点，预期18年下半年定增完成后财务费用压力可得到缓解。全年期间费用率24.3%，较16年的21.2%提高了3.1个百分点。这也是因为公司的第三方独立实验室、合作共建、区域检验中心、体检法检等业务均处于快速扩张跑马圈地的时期，市场开拓期投入较大，四季度的年末人员绩效等支出金额也较大。但对于公司长期发展战略而言，抢占赛道更为重要，基层检验中心和合作共建业务还处于初期发展时期，卡位优势可帮助公司占领市场、获得长期成长潜力，如果错过前期跑马圈地的时机，后面进入市场难度更大，且需付出更高的扩张成本。目前公司的一级实验室布局已经完成，随实验室逐渐扭亏对业绩的拖累也将慢慢减小；广州迪会信定增收购完成后公司对于渠道商的大规模收购和布局也已基本完善，未来资本支出需求也会逐渐减少，前期市场培育和投入在之后会渐渐进入收获期。

图表 1. 公司营业总收入及增长率变化

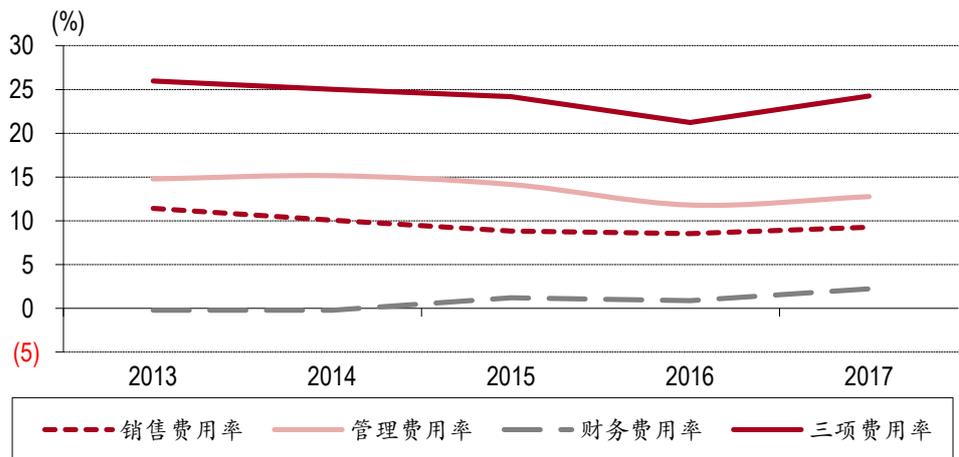


资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 公司归母净利润及增长率变化

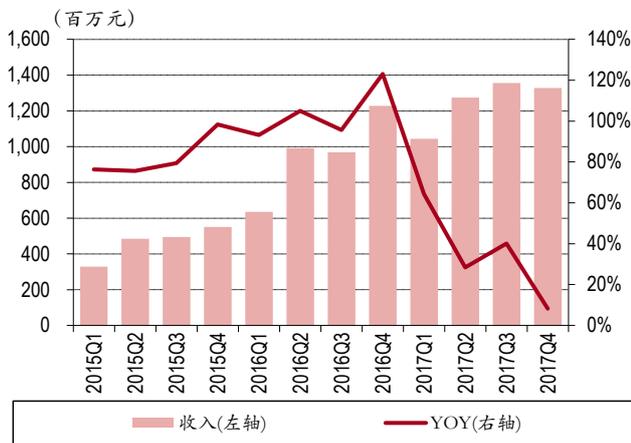


资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 三项费用率变化


资料来源：公司年报，中银证券

从季度数据来看，17年前三季度营业收入36.75亿元，同比增速41.6%；净利润3.40亿元，同比增长42.0%；归母净利润2.50亿元，同比增长32.8%。四季度收入利润增速下滑，单季度收入13.29亿，同比增长8.23%；归母净利润9969.95万元，同比增长33.59%。本期由于新疆元鼎和北京迪安开元业绩及业务拓展不及预期，公司计提了共计3776.80万元的商誉减值损失（其中新疆元鼎计提商誉减值金额为3431.48万元），若扣除处置收益和商誉减值的影响，公司四季度的归母净利润约4690万，同比降幅约37%。除新疆元鼎外其他并购渠道商的业绩承诺完成情况均较好，甚至有超额完成情况，如内蒙古丰信，17年营业收入3.08亿，净利润5317.28万元，同比增速分别为35.2%和26.7%，超额完成当年4500万的业绩承诺。

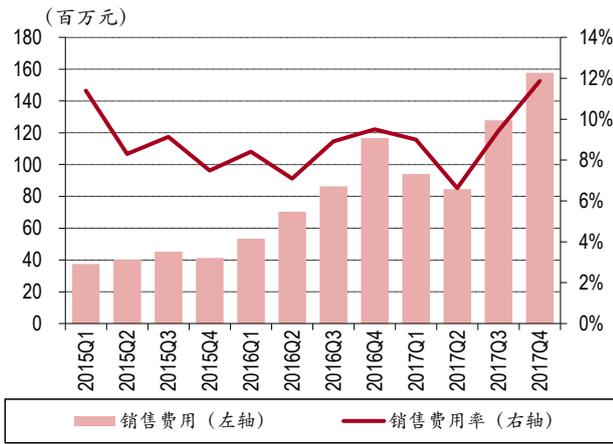
图表 4. 公司单季度收入及同比增速


资料来源：公司年报，中银证券

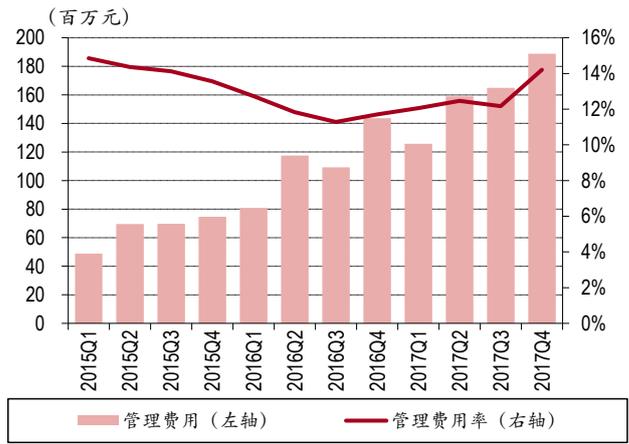
图表 5. 公司单季度净利润及同比增速


资料来源：公司年报，中银证券

三项费用：四季度单季销售费用率11.87%，较上年同期提高了2.36个百分点；管理费用率14.21%，较上年同期提高了2.50个百分点；财务费用率2.69%，较上年同期提高了1.52个百分点。单季期间费用率总计大28.77%，较16年同期增加了6.39个百分点，造成了四季度较大的费用压力。

图表 6. 单季销售费用及销售费用率


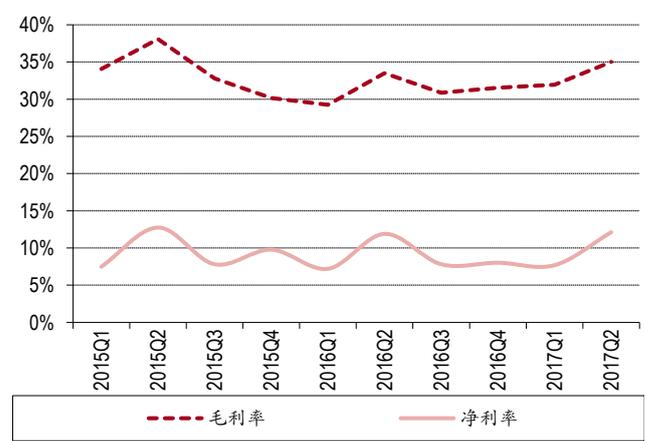
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 单季管理费用及管理费用率


资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 单季财务费用及财务费用率


资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 单季毛利率及净利率


资料来源：公司年报，中银证券

各业务板块发展情况：

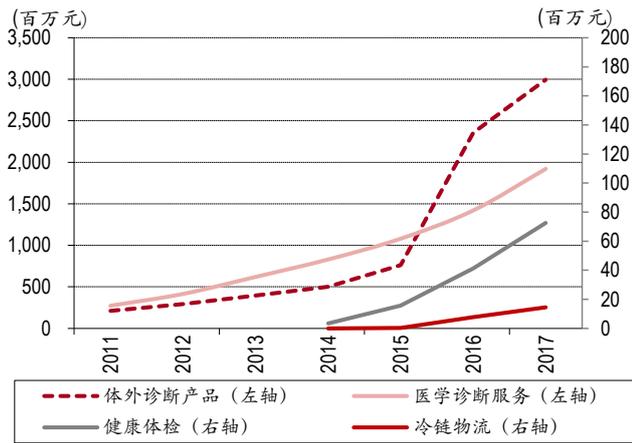
1、诊断服务及产品代理：ICL 全国化布局已完成，区域中心有序下沉，合作共建业务成为主力增长点

报告期内公司在青海、石家庄、广西、海南等地的最后一批省级实验室开业，诊断服务的全国连锁化布局已完成。17 年共新建独立实验室近 10 家，到 17 年末公司已拥有独立医学实验室共 38 家。在新建实验室的同时公司也在对成熟实验室进行升级改造，提高平台的综合服务能力，去年 3 月杭州总部中心实验室迁入新园区，南京、武汉、沈阳、重庆等也先后完成升级改造，实验室规模及实力进一步加强。迪安诊断与罗氏诊断联手打造罗氏亚太地区最大规模的 CCM 实验室整体解决方案，包括了 3 条全自动流水线、5 套前处理、32 个分析模块，前处理速度可达到每小时 7000 个样本，检测速度可达每小时 15000 个检测。

同时，公司积极推进区域检验中心和精准诊疗中心的建设，合作共建业务也取得较快增长，并将覆盖范围拓展到河南、江西等十几个新增省份，目前合作共建的客户数量已超过 300 家，覆盖 30 余个地区，预计今年合作共建收入体量可继续翻倍增长，为公司发展开拓更广阔空间。

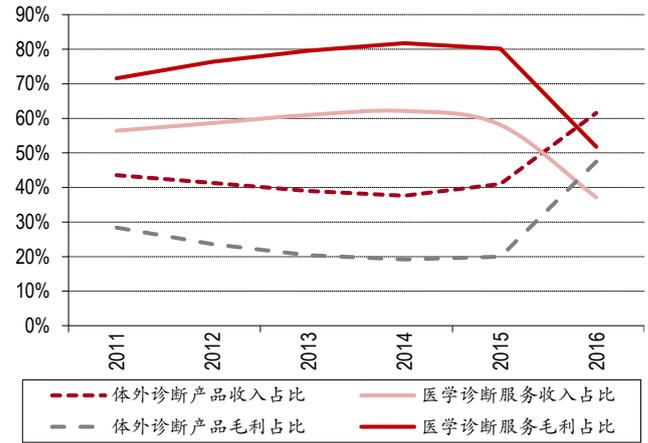
近两年，公司通过并购整合当地代理商完成了在北京、陕西、新疆、内蒙古、云南、广东等地的产品渠道建设，力求通过代理商在医院中的渠道加速自身网络铺设和服务渗透，开发集采、检验科管理咨询、合作共建等新服务模式，渠道商也可以借助迪安诊断在检验服务领域多年积淀切入实验室领域，使产品代理和实验室业务的价值形成 1+1>2 的效果，提高公司的综合竞争实力和整体业务承接能力。17 年度除新疆元鼎在当地两票制环境下未能及时调整策略，受到较大冲击造成 3431.48 万元的商誉减值，云南、内蒙古、陕西等地的渠道整合均较顺利，并在云南等地实现了产品和服务的一体化管理的模式升级。

图表 10. 四大业务收入变化



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 11. 诊断产品和服务收入和毛利占比



资料来源: 公司年报, 中银证券

2、“诊断+”生态圈：健检及司法鉴定服务快速增长，发挥产业链协同价值

目前公司已有 4 家体检中心开始运营，并有杭州健检和桐庐健检正在筹建。公司参与建设的全程国际 Medical Mall 已于去年 9 月启动试运营，已入驻邵逸夫国际医疗中心、张强医生集团、方回春堂、大学眼科等多家专业医疗机构和专家门诊。司法鉴定机构也已有 5 家建成，在三大类内鉴定业务基础上积极拓展鉴定项目，打造远程会鉴、虚拟解剖中心和法庭科学实验室中心等特色鉴定服务项目。另外专家平台上汇聚了国内资深专家团队近 200 人，未来将建成完善的线上线下相结合的司法鉴定培训、专业考试、行业发展报告发布、人力资源服务等为一体的专业服务平台。

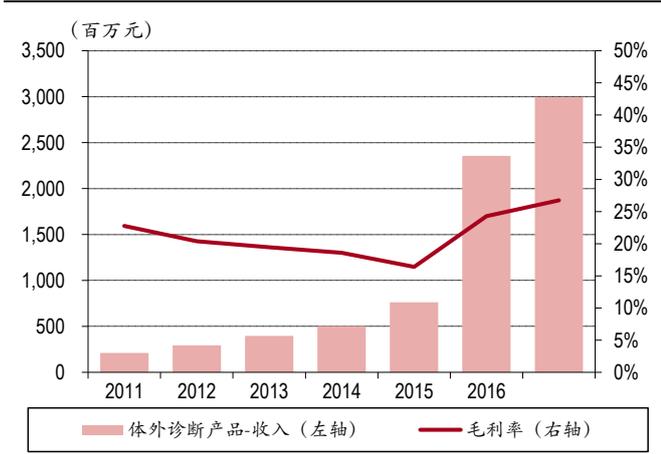
3、布局高端精准诊断技术平台，未来产业化放量可期

公司不断加大研发投入，积极布局精准诊断产业链，在上游产品产业化、高端技术平台建设等方面均有较大进步，目前拥有质谱和 NGS 两大核心技术平台，病理、分子诊断和质谱三大技术产品转化平台。目前已取得二类注册证 1 项，有 2 个三类诊断试剂产品进入注册程序，2 个三类产品进入临床试验阶段，备案产品增加到 18 个，自主产品的丰富对于公司未来拓展国内国产化高端诊断市场、形成技术竞争力奠定基础。

质谱平台：成立了“凯莱谱”专业质谱子公司，并建立了连锁化质谱应用实验室。去年 11 月与全球仪器巨头丹纳赫旗下公司 SCIEX 成立合资公司（迪安诊断控股 51%）进行质谱仪配套的试剂盒的研发，推动高端质谱技术在国内的产业化。

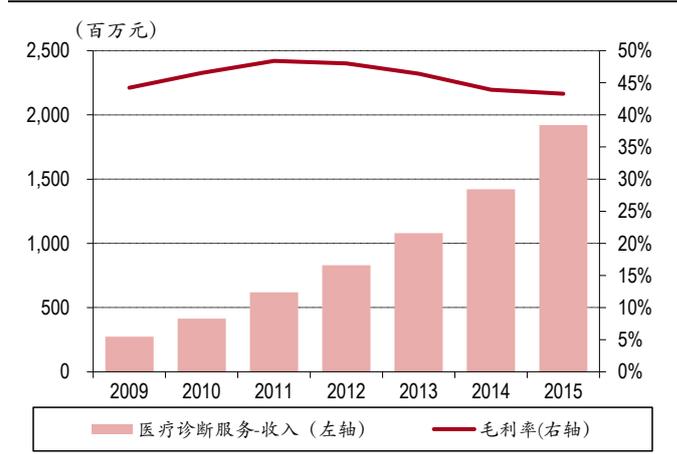
二代测序平台：可开展包括肿瘤组织突变基因检测、肿瘤 ctDNA 液态活检和遗传性基因相关检测的几百种检测项目，并已通过全国外周血胎儿染色体非整倍体高通量测序检测、全国肿瘤体细胞突变检测和全国肿瘤体细胞基因突变高通量测序检测生物信息学分析的室间质评。

图表 12. 诊断产品收入及毛利率



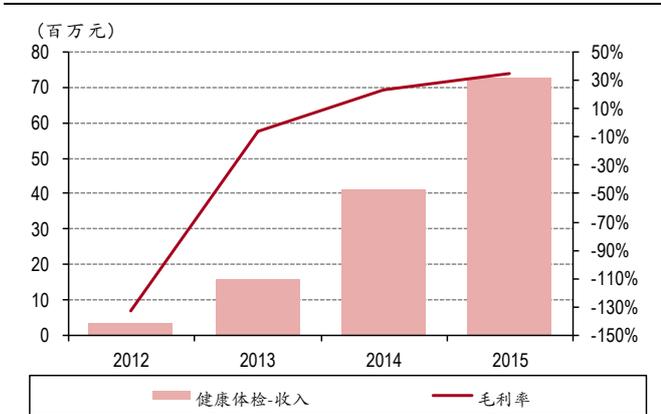
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 13. 诊断服务收入及毛利率



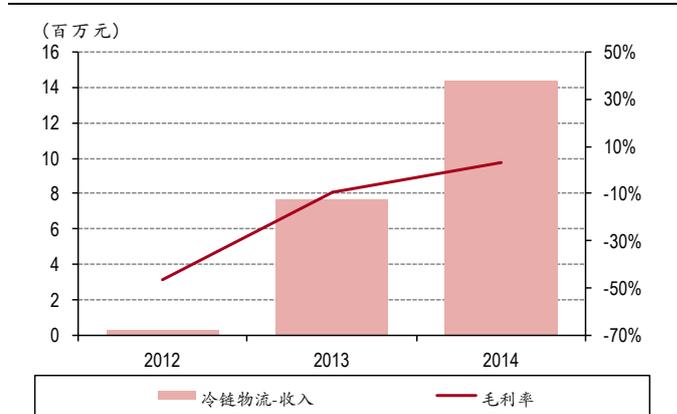
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 14. 健康体检业务收入及毛利率



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 15. 冷链物流业务收入及毛利率



资料来源: 公司年报, 中银证券

盈利预测

市场开拓时期投入较大, 但战略上抢占赛道更为重要, 否则将失去长期成长动力、付出更高扩张成本。定增完成后公司大规模收购和布局已基本完善, 未来资本支出需求也会逐渐减少, 随新建实验室逐渐止亏贡献利润, 布局业务体量增长, 定增项目完成后增厚利润, 公司盈利水平也会渐渐回升。预期公司 18-20 年净利润为 4.46/6.05/8.14 亿元, EPS 分别为 0.81/1.10/1.48 元/股, 维持买入评级。

风险提示

- 检验产品和检验服务降价的风险;
- 市场开拓速度不达预期的风险;
- 并购标的业绩不达预期的风险

附表 16. 2016-2017 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比增长(%)
营业收入	3,823.98	5,004.12	30.86
营业税及附加	11.25	18.89	67.89
净营业收入	3,812.73	4,985.23	30.75
营业成本	2,619.64	3,332.13	27.20
销售费用	326.83	464.18	42.03
管理费用	451.31	638.58	41.49
财务费用	33.84	111.61	229.85
资产减值损失	7.14	49.33	590.86
营业利润	415.85	592.90	42.58
营业外收入	24.30	41.65	71.35
营业外支出	5.80	5.06	(12.76)
利润总额	434.35	629.49	44.93
所得税	96.40	165.39	71.57
少数股东损益	75.19	114.50	52.28
归属母公司股东净利润	262.76	349.59	33.05
扣除非经常性损益的净利润	246.20	220.44	(10.46)
每股收益(元)	0.4769	0.6344	33.03
扣非后每股收益(元)	0.4468	0.4001	(10.46)
毛利率(%)	31.49	33.41	增加 1.92 个百分点
净利率(%)	8.84	9.27	增加 0.44 个百分点
销售费用率(%)	8.55	9.28	增加 0.73 个百分点
管理费用率(%)	11.80	12.76	增加 0.96 个百分点
财务费用率(%)	0.88	2.23	增加 1.35 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,824	5,004	6,610	8,680	11,331
销售成本	(2,631)	(3,351)	(4,448)	(5,813)	(7,549)
经营费用	(724)	(1,035)	(1,310)	(1,706)	(2,274)
息税折旧前利润	469	618	851	1,161	1,509
折旧及摊销	(61)	(117)	(124)	(155)	(177)
经营利润(息税前利润)	408	501	727	1,006	1,332
净利息收入/(费用)	(34)	(112)	(88)	(101)	(96)
其他收益/(损失)	60	234	112	135	155
税前利润	434	623	752	1,041	1,391
所得税	(96)	(165)	(173)	(250)	(334)
少数股东权益	75	114	133	186	243
净利润	263	350	446	605	814
核心净利润	267	353	457	619	831
每股收益(人民币)	0.477	0.634	0.809	1.098	1.477
核心每股收益(人民币)	0.484	0.641	0.829	1.123	1.508
每股股息(人民币)	0.025	0.025	0.032	0.055	0.074
收入增长(%)	106	31	32	31	31
息税前利润增长(%)	113	23	45	38	32
息税折旧前利润增长(%)	104	32	38	36	30
每股收益增长(%)	(26)	33	28	36	35
核心每股收益增长(%)	(26)	32	29	36	34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	434	623	752	1,041	1,391
折旧与摊销	61	117	124	155	177
净利息费用	34	112	88	101	96
运营资本变动	(180)	(350)	413	(1,018)	123
税金	(21)	(45)	(173)	(250)	(334)
其他经营现金流	(196)	(418)	219	(622)	(105)
经营活动产生的现金流	132	39	1,422	(594)	1,348
购买固定资产净值	2	9	147	185	136
投资减少/增加	(1,572)	(15)	65	78	86
其他投资现金流	(283)	(1,111)	(180)	(396)	(292)
投资活动产生的现金流	(1,853)	(1,117)	31	(133)	(70)
净增权益	(14)	(14)	(18)	(30)	(41)
净增债务	301	989	(451)	710	(797)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,741	288	(802)	254	(264)
融资活动产生的现金流	2,028	1,289	(1,218)	1,038	(881)
现金变动	307	210	236	311	398
期初现金	230	539	755	991	1,302
公司自由现金流	(1,721)	(1,079)	1,454	(727)	1,278
权益自由现金流	(1,386)	21	1,091	84	577

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	550	784	1,006	1,320	1,720
应收帐款	1,442	1,885	1,990	3,204	3,782
库存	464	679	550	1,137	1,147
其他流动资产	116	157	172	264	315
流动资产总计	2,572	3,506	3,719	5,925	6,964
固定资产	522	676	697	726	683
无形资产	14	23	23	25	27
其他长期资产	847	1,147	1,271	1,500	1,673
长期资产总计	1,382	1,846	1,992	2,251	2,383
总资产	5,718	7,390	7,358	9,618	10,619
应付帐款	649	662	1,131	1,119	1,833
短期债务	664	1,039	1,429	1,704	1,298
其他流动负债	566	741	639	975	1,045
流动负债总计	1,879	2,442	3,200	3,798	4,175
长期借款	1,076	1,920	663	1,299	914
其他长期负债	217	80	103	133	106
股本	551	551	551	551	551
储备	1,566	1,801	2,113	2,923	3,716
股东权益	2,117	2,352	2,664	3,474	4,267
少数股东权益	458	595	728	914	1,157
总负债及权益	5,718	7,390	7,358	9,618	10,619
每股帐面价值(人民币)	3.84	4.27	4.83	6.30	7.74
每股有形资产(人民币)	3.82	4.23	4.79	6.26	7.70
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	1.83	0.79	1.48	(0.73)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	12.3	12.9	13.4	13.3
息税前利润率(%)	10.7	10.0	11.0	11.6	11.8
税前利润率(%)	11.4	12.5	11.4	12.0	12.3
净利率(%)	6.9	6.9	6.7	7.0	7.2
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.2	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	12.1	4.5	8.3	10.0	13.9
净权益负债率(%)	46.6	74.8	32.4	38.8	9.4
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.0	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	53.6	40.3	31.6	23.3	17.3
核心业务市盈率(倍)	52.8	39.9	30.8	22.7	16.9
市净率(倍)	6.7	6.0	5.3	4.1	3.3
价格/现金流(倍)	106.5	365.6	9.9	(23.7)	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.9	24.4	17.1	12.8	9.1
周转率					
存货周转天数	46.2	62.3	50.5	53.0	55.2
应收帐款周转天数	99.3	121.3	107.0	109.2	112.5
应付帐款周转天数	47.1	47.8	49.5	47.3	47.5
回报率					
股息支付率(%)	5.2	4.0	4.0	5.0	5.0
净资产收益率(%)	17.3	15.4	17.8	19.7	21.0
资产收益率(%)	7.9	5.6	7.6	9.0	10.0
已运用资本收益率(%)	2.2	1.7	2.0	2.4	2.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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