



300294.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.86

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.6	(3.2)	(8.9)	(15.0)
相对深证成指	(21.0)	(7.2)	(4.8)	(12.7)

发行股数(百万)	433
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	11,639
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市高特佳投资集团有限公司	31

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 6 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《博雅生物》 20190424

《博雅生物》 20181025

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: 生物制品

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

博雅生物

收购无锡罗益生物, 跨入疫苗业务新赛道

公司发布公告拟通过发行股份和可转换公司债券及支付现金方式收购疫苗生产企业罗益生物 60.55% 的股权, 并募集配套资金。另公司公布人凝血酶原复合物申报生产注册获得受理。

支撑评级的要点

- 本次交易方案为: 博雅生物以支付现金方式收购王勇和上海懿仁分别所持罗益生物 5.90% 和 5.78% 的股权, 并向江西百圣、高特佳睿宝、重庆高特佳、江西昌茂达、江西奥瑞发、上海懿仁等 11 名交易对方发行股份和可转债及支付现金收购罗益生物 48.87% 的股权。本次交易完成后, 博雅生物将持有罗益生物 60.55% 的股权。此外, 本次收购交易的同时, 博雅生物拟向不超过 5 名投资者非公开发行股份或可转债募集配套资金, 相应配套资金拟用于支付收购交易中的现金对价、中介机构费用及补充博雅生物和罗益生物的流动资金。禁售期方面, 通过发行股份方式获得博雅生物股权的交易对方如江西百圣分三年解禁 (40%、30%、30%), 其他交易方如江西昌茂达、江西奥瑞发等禁售期为一年 (若标的工商变更日前持续持有罗益生物股权不足 12 个月的, 禁售期延长为三年)。对于可转债, 重庆高特佳所持可转债禁售期为三年 (自可转债发行结束之日起算), 转股期为自发行结束起满 12 个月至债券到期日。本次方案中涉及的普通股发行价格和可转债初始转股价均为 25.00 元/股。
- 罗益生物在研品种后续进入临床阶段或招聘更多研发人员都需要较多资金支持, 对于疫苗企业而言目前品种的数量和进度都至关重要。尤其 2019 年以来, 疫苗行业重组整合逐渐成为国家鼓励的方向, 市场准入标准提高, 疫苗质量管理成为重中之重, 品种少、品种落后的产能和产品将逐步退出市场。因此借助上市公司的融资优势以及血制品稳定的现金流业务属性, 可以加快推进罗益新产品的研发, 促进未来持续快速发展。
- 预计 2019 年罗益生物 MCV2 的批签发量可以在 2018 年基础上增长 50%-70%, 即 528.41-598.86 万支, 按出厂价计算对应收入为 3.43-3.89 亿, 以平均数 3.66 亿收入、18% 的净利率计算 2019 年净利润约为 6588 万。根据敏感性分析, 博雅生物收购罗益生物给予的估值对价对 2019 年预期 EPS 的摊薄范围在 7.5%-8.1% 之间, 相应上市公司总体估值为 23 倍 PE。

估值

- 由于年初预计的调浆事项因行业监管原因进度低于预期, 预计年底该事项进展会比较明确; 同时泰邦生物的纤原从上半年批签发数据看增长较快, 担心会对公司的纤原造成影响, 谨慎起见我们略微下调公司的盈利预测, 在考虑上述因素的情况下, 目前公司的股价仍处于被低估的状态。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.50、6.99、9.00 亿, 对应 EPS 为 1.27、1.61、2.08 元, 对应 PE 分别为 21、17、13 倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 纤原竞争加剧风险, 业绩不达预期的风险, 罗益生物并购低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,461	2,451	3,221	3,944	4,792
变动(%)	54	68	31	22	22
净利润(人民币 百万)	357	469	550	699	900
全面摊薄每股收益(人民币)	0.823	1.083	1.270	1.614	2.078
变动(%)	(19.1)	31.6	17.3	27.1	28.8
原先预测每股收益(人民币)			1.363	1.811	2.395
变动(%)			(6.8)	(10.9)	(13.2)
全面摊薄市盈率(倍)	32.6	24.8	21.1	16.6	12.9
价格/每股现金流量(倍)	(488.7)	333.5	19.2	399.8	13.0
每股现金流量(人民币)	(0.05)	0.08	1.40	0.07	2.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.9	16.8	15.0	12.1	8.9
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.254	0.323	0.416
股息率(%)	0.6	0.6	0.9	1.2	1.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

本次交易拟采用支付现金+发行股份+发行可转债的组合方式完成

公司发布公告拟通过发行股份和可转换公司债券及支付现金方式收购疫苗生产企业罗益生物 60.55% 的股权，并募集配套资金。本次交易方案为：博雅生物以支付现金方式收购王勇和上海懿仁分别所持罗益生物 5.90% 和 5.78% 的股权，并向江西百圣、高特佳睿宝、重庆高特佳、江西昌茂达、江西奥瑞发、上海懿仁等 11 名交易对方发行股份和可转债及支付现金收购罗益生物 48.87% 的股权。本次交易完成后，博雅生物将持有罗益生物 60.55% 的股权。此外，本次收购交易的同时，博雅生物拟向不超过 5 名投资者非公开发行股份或可转债募集配套资金，相应配套资金拟用于支付收购交易中的现金对价、中介机构费用及补充博雅生物和罗益生物的流动资金。禁售期方面，通过发行股份方式获得博雅生物股权的交易对方如江西百圣分三年解禁（40%、30%、30%），其他交易方如江西昌茂达、江西奥瑞发等禁售期为一年（若标的工商变更前持续持有罗益生物股权不足 12 个月的，禁售期延长为三年）。

上述各交易对方中，上海懿仁的合伙人为王勇、梁立新、殷盛昌；江西百圣的实际控制人为罗益生物董事长、总经理杜林仔之配偶王建香；高特佳睿宝的合伙人为博雅生物制药集团等；重庆高特佳的合伙人为中信建投证券、宁波臻昊等；江西昌茂达的股东为成都昌茂达商务服务有限公司等；江西奥瑞发的股东为廖小兵等。

图表 1. 本次收购交易中各交易对方支付方式

交易对方	持股比例	本次出售比例	剩余比例	支付方式
上海懿仁	19.59%	13.81%	-*	支付现金
江西百圣	12.56%	12.56%	-	普通股及支付现金
高特佳睿宝	2.93%	2.93%	-	支付现金
重庆高特佳	5.57%	5.57%	-	可转换公司债券
江西昌茂达	5.00%	5.00%	-	普通股
江西奥瑞发	2.00%	2.00%	-	普通股
丁正良	1.46%	1.46%	-	普通股
戴金富	1.64%	1.64%	-	普通股
杨倩	2.00%	2.00%	-	普通股
章亚东	0.90%	0.90%	-	普通股
丁世伟	1.00%	1.00%	-	普通股
合计	54.65%	48.87%	-	-

*注：上海懿仁所持罗益生物其余 5.78% 的股权在前述“（一）支付现金购买资产”的交易中出售，本次交易全部实施完成后，上海懿仁将不再持有罗益生物的股权。

资料来源：公司公告，中银国际证券

对于本次交易中涉及的可转债，重庆高特佳所持可转债禁售期为三年（自可转债发行结束之日起算），转股期为自发行结束期满 12 个月至债券到期日。本次方案中涉及的普通股发行价格和可转债初始转股价均为 25.00 元/股。

- 期限：本次交易涉及的定向可转债期限为发行之日起 6 年，转股期为自发行结束之日起 12 个月至债券到期日止。
- 强制转股条款：在可转债存续期内满足解禁条件后，博雅生物股票连续 30 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130% 时（按初始转股价算为 32.5 元/股），董事会有权提出强制转股方案。
- 回售条款：在可转债最后两个计息年度，如博雅生物股票连续 30 个交易日收盘价均低于当期转股价格的 70%（按初始转股价算为 17.5 元/股），可转债持有人有权行使提前回售权，将可转债以面值加应计利息回售给博雅生物。

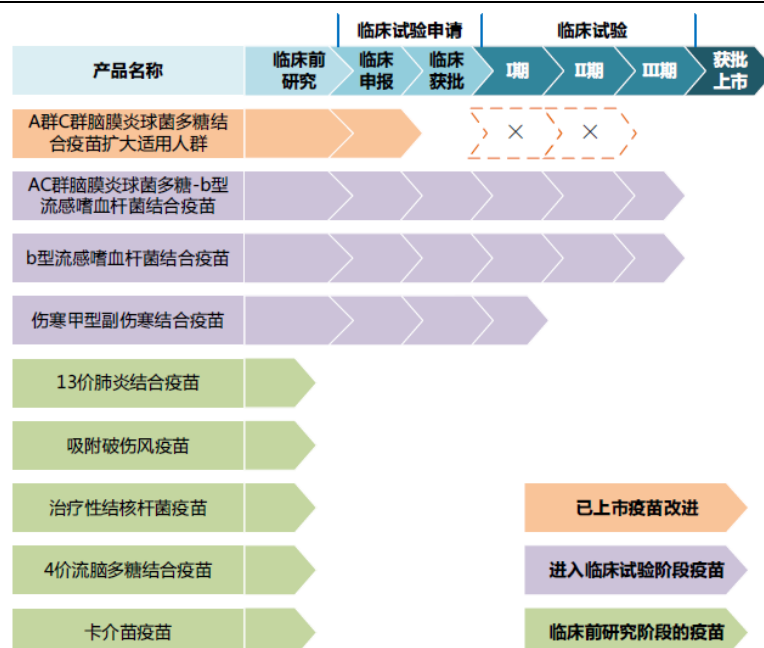
- 转股价修正条款: 当公司股权在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价低于当期转股价的 90% (按初始转股价算为 22.5 元/股), 公司董事会会有权提出向下修正转股价格。当可转债持有人提交转股申请日前二十日博雅生物股票交易均价不低于当期转股价格 200% 时 (按初始转股价算为 45.0 元/股), 则当次转股时应按照当期转股价的 130% 进行转股 (按初始转股价算为 32.5 元/股)。

罗益生物在脑膜炎疫苗市场具有明显竞争优势, 本次收购在管理和运营方面具有良好的协同作用

本次交易标的罗益生物, 主要产品为全国首家研制出适应 6 个月-2 周岁低龄儿童的 AC 群脑膜炎多糖结合疫苗 (MCV2), 及首家使用 Vero 细胞生产纯化双价肾综合征出血热灭活疫苗。MCV2 为冻干剂型, 不含防腐剂和佐剂, 与市场同类产品相比免疫针次少, 是国内唯一在 12 月龄基础免疫仅需 2 针的产品。截止目前, 除罗益生物具有 MCV2 外, 其他国内生产厂家还有智飞生物和沃森生物, 除此之外, 康希诺和欧林生物的 MCV2 也处于临床三期。根据疾控中心和中检院数据, 目前我国引起脑膜炎的主要类型为 A 群、B 群和 C 群脑膜炎球菌, 占有病例的 61% 以上。但由于技术难度 B 群疫苗目前无国产产品、仅在国外有上市, 因此 AC 群脑膜炎疫苗是国内市场的主流。其中又以 AC 群多糖疫苗 (MPSV2) 为主占比约 65%、AC 群多糖结合疫苗占比 27%、ACWY 群四价多糖疫苗占比约 7%。MPSV2 已经纳入国家免疫规划属于一类疫苗, MCV2 为二类苗。但由于 MPSV2 在 2 岁以下婴幼儿免疫原性较弱, 因此不能较好保护婴幼儿, 而 2 岁以下婴幼儿为脑膜炎高发人群, MCV2 对 MPSV2 的替代趋势非常明显。

罗益生物其他在研进度较快的产品包括 AC 群脑膜炎多糖-b 型流感嗜血杆菌结合疫苗 (AC-Hib 联合疫苗) 和 Hib 疫苗, 且均处于三期临床阶段。其中 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗扩大适用人群属于已上市产品扩大适用人群, 由现有 6 月龄-15 周岁扩大至 3 月龄-15 周岁, 仅需进行 III、IV 期临床。

图表 2. 罗益生物在研疫苗管线进度



资料来源: 公司公告, 中银国际证券



根据交易预案披露的信息，罗益生物 2017-2018 年收入分别为 2.14 亿和 2.38 亿，相应净利润为-1442 万和 1560 万，2018 年净利率为 6.55%，我们认为其原因因为固定资产导致的成本、折旧摊销较高导致整体毛利率和净利率较低，因此随着疫苗批签发和销售规模上升，疫苗业务的净利率 18%-20% 以上。根据中检院数据，2017-2018 年罗益生物 MCV2 批签发量为 329.97 万支和 352.27 万支，目前中标价格每支 115 元计算（根据批签发量和收入可知出厂价约为 65-67.5 元/支），2019 年 Q1 罗益生物的 MCV2 比 2018 年 Q1 同比增长了 225%，达到 334.36 万支。由于 2018 年行业龙头智飞生物 AC-Hib 的批签发量为 643.68 万支，我们认为即使罗益生物今年一季度批签发量大幅增长，也不会超过智飞生物 2018 年的水平。因此预计 2019 年罗益生物 MCV2 的批签发量可以在 2018 年基础上增长 50%-70%，即 528.41-598.86 万支，按出厂价计算对应收入为 3.43-3.89 亿，以平均数 3.66 亿收入、18% 的净利率计算 2019 年净利润约为 6588 万。根据我们的测算，博雅生物收购罗益生物给予估值对 2019 年预期 EPS 的摊薄范围在 7.5%-8.1% 之间，相应上市公司总体估值为 23 倍 PE（收购前按我们的估值模型测算目前股价对应 PE 为 21 倍）。

在收购的协同方面：罗益生物在研品种后续进入临床阶段或招聘更多研发人员都需要较多资金支持，对于疫苗企业而言目前品种的数量和进度都至关重要。尤其 2019 年以来，疫苗行业重组整合逐渐成为国家鼓励的方向，市场准入标准提高，疫苗质量管理成为重中之重，品种少、品种落后的产能和产品将逐步退出市场。因此借助上市公司的融资优势以及血制品稳定的现金流业务属性，可以加快推进罗益生物新产品的研发，促进未来持续快速发展。如博雅生物 2013、2015 年分别收购的天安和新百药业，虽然二者的品种在药品行业属于普药但在上市公司平台的支持下，天安药业净利润 2016-2018 年复合增长率为 14.86%、新百药业净利润 2016-2018 年复合增长率为 23.80%。另外，血液制品作为生物制品的大类之一，对于质量要求和生产过程的把控要求非常严格，因此二者在生产、经营和企业管理层面存在较高的一致性和良好的协同作用。

盈利预测与估值评级：由于年初预计的调浆事项因为行业监管问题进度低于预期，预计今年底该事项的进展会比较明确。对于调浆事项我们认为，目前生物制品监管趋严的情况下，出于谨慎考量丹霞调浆及 GMP 证书的批准进度低于预期，但该系列事项只会短期拖延不被否决。因为丹霞生物已经完成整改和处罚，而且该资产完全由博雅生物的控股股东高特佳控股，从法律和经营层面都合法合规。调浆事项虽然对今年业绩造成一定影响，但是不改我们对公司内生增速的判断和对目前股价低估的观点，预计调浆将会对明年及后年业绩产生积极的推动作用。另外，泰邦生物的竞品纤原从上半年批签发数据看增长较快，担心会对公司的纤原造成影响，谨慎起见我们略微下调公司的盈利预测。但我们认为今年公司仍然可以主导纤原市场并使该品种保持 45%-50% 的同比增速。因为在纤原市场公司的市占率超过了 50%，该品种的其他竞品为血浆冷沉淀和蛇毒凝血酶，在功效和价格方面都没有纤原有优势，纤原目前处于学术推广做大市场的阶段，而目前全市场只有博雅具备近 500 人的销售团队主要负责纤原的学术推广，在品牌和产品认知方面其他厂家不具备与博雅正面竞争的优势。在考虑上述因素的情况下，目前公司的股价仍处于被低估的状态。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.50、6.99、9.00 亿，对应 EPS 为 1.27、1.61、2.08 元，对应 PE 分别为 21、17、13 倍，维持买入评级。

风险提示：纤原竞争加剧风险，业绩不达预期的风险，罗益生物并购低于预期。

图表 3. 博雅生物收购标的给予对价估值对上市公司 EPS 摊薄及 PE 的敏感性分析

发行前总股本（百万股）	433.3										
2019E 博雅归母净利（亿）	5.5										
摊薄前 2019E EPS（元）	1.27										
收购对价估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析											
收购标的给予的估值 PE	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
对应市值（亿）	11.86	12.52	13.18	13.83	14.49	15.15	15.81	16.47	17.13	17.79	18.45
60.55%股权对应对价	7.18	7.58	7.98	8.38	8.78	9.17	9.57	9.97	10.37	10.77	11.17
发行股份（百万股）	28.72	30.32	31.91	33.51	35.10	36.70	38.29	39.89	41.49	43.08	44.68
发行后总股本（百万股）	462.02	463.62	465.21	466.81	468.40	470.00	471.59	473.19	474.79	476.38	477.98
摊薄后每股收益（元）	1.19	1.19	1.18	1.18	1.17	1.17	1.17	1.16	1.16	1.15	1.15
每股收益摊薄变化(%)	(6.22)	(6.54)	(6.86)	(7.18)	(7.49)	(7.81)	(8.12)	(8.43)	(8.74)	(9.04)	(9.35)
对应上市公司估值 PE	22.56	22.64	22.72	22.80	22.88	22.95	23.03	23.11	23.19	23.26	23.34

资料来源：万得，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,461	2,451	3,221	3,944	4,792
销售成本	(509)	(950)	(1,230)	(1,508)	(1,843)
经营费用	(502)	(847)	(1,291)	(1,557)	(1,832)
息税折旧前利润	449	654	701	880	1,118
折旧及摊销	(46)	(55)	(42)	(45)	(48)
经营利润(息税前利润)	404	599	659	834	1,070
净利息收入/(费用)	9	(8)	(6)	0	9
其他收益/(损失)	15	22	19	19	20
税前利润	428	614	672	853	1,098
所得税	(66)	(87)	(103)	(130)	(168)
少数股东权益	8	16	19	24	31
净利润	357	469	550	699	900
核心净利润	371	512	551	700	901
每股收益(人民币)	0.823	1.083	1.270	1.614	2.078
核心每股收益(人民币)	0.856	1.181	1.272	1.615	2.080
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.254	0.323	0.416
收入增长(%)	54	68	31	22	22
息税前利润增长(%)	28	48	10	27	28
息税折旧前利润增长(%)	25	46	7	26	27
每股收益增长(%)	(19)	32	17	27	29
核心每股收益增长(%)	(19)	38	8	27	29

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	428	614	672	853	1,098
折旧与摊销	46	55	42	45	48
净利息费用	(9)	8	6	(0)	(9)
运营资本变动	(306)	(457)	20	(404)	(67)
税金	(55)	(113)	(103)	(130)	(168)
其他经营现金流	(128)	(72)	(32)	(335)	(5)
经营活动产生的现金流	(24)	35	605	29	898
购买固定资产净值	45	78	61	70	66
投资减少/增加	(216)	19	14	14	14
其他投资现金流	(199)	(307)	(123)	(139)	(131)
投资活动产生的现金流	(370)	(210)	(47)	(55)	(51)
净增权益	(65)	(65)	(110)	(140)	(180)
净增债务	505	79	(79)	(31)	5
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	25	806	19	(92)	(230)
融资活动产生的现金流	465	847	(117)	(160)	(184)
现金变动	71	672	441	(186)	664
期初现金	422	502	1,193	1,634	1,448
公司自由现金流	(394)	(175)	558	(26)	847
权益自由现金流	102	(88)	485	(57)	844

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	516	1,212	1,652	1,466	2,130
应收帐款	583	907	1,149	1,443	1,801
库存	518	604	553	897	909
其他流动资产	137	324	271	460	433
流动资产总计	1,754	3,047	3,625	4,267	5,272
固定资产	728	855	821	785	748
无形资产	157	235	289	349	404
其他长期资产	300	216	250	254	240
长期资产总计	1,185	1,306	1,360	1,388	1,391
总资产	3,670	5,073	5,702	6,359	7,358
应付帐款	179	278	318	413	479
短期债务	55	95	50	10	10
其他流动负债	482	435	582	596	776
流动负债总计	716	807	949	1,020	1,265
长期借款	450	450	450	450	450
其他长期负债	19	46	27	30	34
股本	433	433	433	433	433
储备	2,025	3,317	3,758	4,317	5,037
股东权益	2,458	2,905	4,191	4,750	5,471
少数股东权益	59	66	85	108	139
总负债及权益	3,670	5,073	5,702	6,359	7,358
每股帐面价值(人民币)	5.67	6.70	9.67	10.96	12.63
每股有形资产(人民币)	5.31	6.16	9.01	10.16	11.69
每股净负债/(现金)(人民币)	0.01	(1.50)	(2.62)	(2.28)	(3.81)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.8	26.7	21.8	22.3	23.3
息税前利润率(%)	27.6	24.4	20.5	21.1	22.3
税前利润率(%)	29.3	25.0	20.9	21.6	22.9
净利率(%)	24.4	19.1	17.1	17.7	18.8
流动性					
流动比率(倍)	2.4	3.8	3.8	4.2	4.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	78.4	109.8	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	0.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	3.0	3.2	3.3	3.4
估值					
市盈率(倍)	32.6	24.8	21.1	16.6	12.9
核心业务市盈率(倍)	31.4	22.7	21.1	16.6	12.9
市净率(倍)	4.7	4.0	2.8	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	(488.7)	333.5	19.2	399.8	13.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.9	16.8	15.0	12.1	8.9
周转率					
存货周转天数	289.1	215.6	171.7	175.5	178.9
应收帐款周转天数	100.7	110.9	116.5	119.9	123.5
应付帐款周转天数	33.4	34.0	33.7	33.8	34.0
回报率					
股息支付率(%)	18.2	13.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	15.7	17.5	15.5	15.6	17.6
资产收益率(%)	11.2	11.8	10.4	11.7	13.2
已运用资本收益率(%)	3.4	3.6	3.3	3.5	4.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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得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