



603707.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 28.22

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 1. 公司 2019 年中报: 实现营业收入 11.77 亿元 (+38.44%); 归母净利润 2.89 亿元 (+27.34%); 扣非归母净利润 2.80 亿元 (+30.13%)。
- 2. 公司对 Meitheal 进行投资, 合计交易金额 9500 万美元, 交易完成后香港健友持有目标公司 83.33% 股权。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	90.6	(0.4)	7.2	54.2
相对上证指数	72.6	4.0	12.7	51.2

发行股数(百万)	718
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	19,722
3 个月日均交易额(人民币 百万)	83
净负债比率(%) (2019E)	11
主要股东(%)	
谢菊华	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 31 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: 化学制药

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

健友股份

肝素景气度持续高位, 注射剂国际化逐步落地

公司发布 2019 年半年度报告: 上半年实现营业收入 11.77 亿元 (+38.44%); 归母净利润 2.89 亿元 (+27.34%); 扣非归母净利润 2.80 亿元 (+30.13%)。EPS 0.4025 元/股。经营性净现金流-3.45 亿元。其中 Q2 单季实现营业收入 5.67 亿元 (+36.78%), 归母净利润 1.40 亿元 (+33.05%), 扣非归母净利润 0.97 亿元 (+35.74%)。业绩基本符合预期。公司肝素业务保持稳定高增长, 注射剂出口逐渐完善, 同时通过收购美国注射剂公司 Meitheal 加强美国落地能力, 公司综合竞争实力迈上新台阶。维持增持评级, 推荐重点关注。

支撑评级的要点

- 利润率逐季提升: Q2 单季毛利率 52.85%, 同比+2.33pp, 环比+5.35pp; 单季净利率 24.77%, 较 Q1 提升了 0.36pp, 但由于 19 年销售费用率整体提升, 因此净利率较去年 Q2 略有下降。
- 销售费用持续增长: 由于制剂销售加大推广, 人员团队及差旅费用等支出较多, 销售费用同比增长 87.66%。管理费用率和财务费用率均比上年同期略有下降, 整体期间费用率提高了 2.79 个百分点。
- 收购美国注射剂公司 Meitheal 83.33% 股权, 加快海外落地: Meitheal 具有丰富的注射剂产品线及美国注册、申报、销售的经验, 可与公司形成良好协同, 加速公司美国产品的研发申报以及市场开拓, 同时提高公司美国市场销售利润率。
- 肝素行业景气度有望继续提升: 非洲猪瘟疫情使肝素产业供给进一步趋紧, 预计三季度传导效应开始明显体现。公司原料药业务有望大幅受益。

估值

- 公司前瞻性扩大肝素粗品库存, 充分享受行业景气度上升利好; 同时公司作为较早进行海外注射剂布局的企业, 国际化开始进入收获期, 预期可对业绩带来较大弹性。预计 2019-2021 年公司实现净利润分别为 5.90、8.44、11.39 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82、1.17、1.59 元, 当前股价对应 PE 33/23/17 倍。维持增持评级, 继续重点推荐。

评级面临的主要风险

- 肝素行业景气度下降的风险; 制剂产品销售低于预期的风险; 收购整合不达预期的风险; 产品申报注册慢于预期的风险。

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)	1,113	1,700	2,456	3,511	4,607
变动(%)	91	53	44	43	31
净利润(人民币 百万)	314	425	590	844	1,139
全面摊薄每股收益(人民币)	0.437	0.591	0.821	1.174	1.585
变动(%)	22.2	35.1	39.0	43.0	35.0
先前预测每股收益(人民币)			0.809	1.165	1.582
调整幅度(%)			1.5	0.8	0.2
全面摊薄市盈率(倍)	62.8	46.5	33.4	23.4	17.3
价格/每股现金流量(倍)	(84.1)	316.2	(107.8)	54.2	21.2
每股现金流量(人民币)	(0.33)	0.09	(0.25)	0.51	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.2	39.9	29.1	20.1	14.6
每股股息(人民币)	0.088	0.115	0.164	0.235	0.317
股息率(%)	0.3	0.4	0.6	0.9	1.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

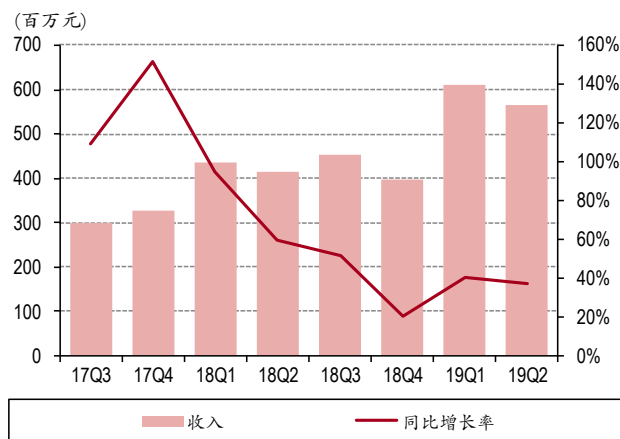
上半年业绩保持高增长，毛利率持续提升

收入端稳健增长，盈利能力继续提高

公司 2019 年上半年实现营业收入 11.77 亿元 (+38.44%)；归母净利润 2.89 亿元 (+27.34%)；扣非归母净利润 2.80 亿元 (+30.13%)，利润端增速低于收入端的主要原因是销售费用增加较多。毛利率 50.08%，净利润率 24.58%。总体上业绩基本符合预期，收入保持稳健增长，利润率同比及环比均有进一步提高。

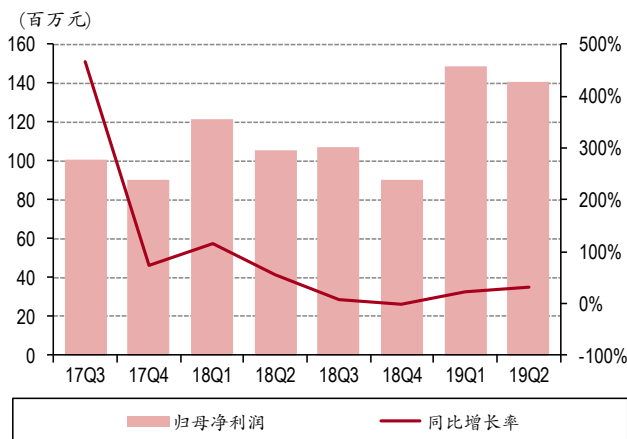
单季度来看：Q2 单季实现营业收入 5.67 亿元 (+36.78%)，保持 Q1 以来的较高增速。归母净利润 1.40 亿元 (+33.05%)，扣非归母净利润 0.97 亿元 (+35.74%)。

图表 1. 公司单季度收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 公司单季度净利润及同比增速

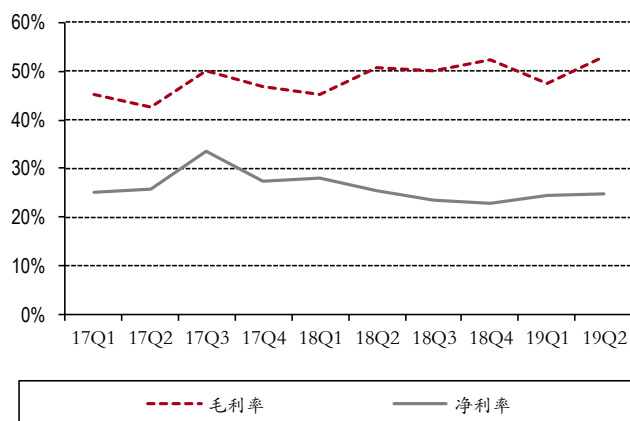


资料来源：公司公告，中银国际证券

利润率：盈利能力逐季提高。Q2 单季毛利率 52.85%，同比提高 2.33 个百分点，环比提高了 5.35 个百分点；单季净利率 24.77%，较 Q1 提升了 0.36 个百分点，但由于 19 年销售费用率整体提升，因此净利率较去年 Q2 略有下降。

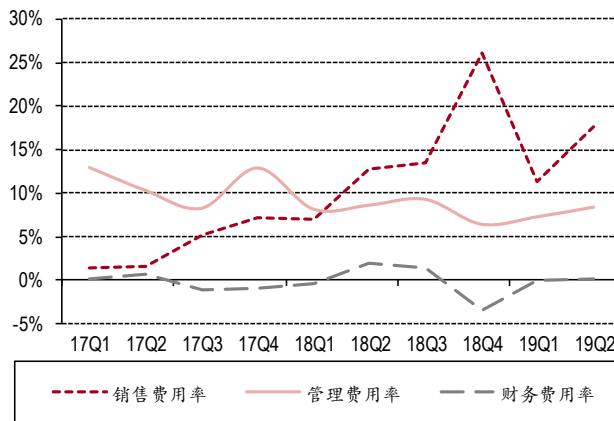
费用率：销售费用增长明显。销售费用由于制剂推广力度持续增大，人员团队及差旅费用等支出较多，绝对金额增长 87.66%，单季费用率同比提高 4.76 个百分点。管理费用率和财务费用率均比上年同期略有下降，整体期间费用率提高了 2.79 个百分点。

图表 3. 公司单季度利润率变化情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 公司单季度期间费用率变化情况

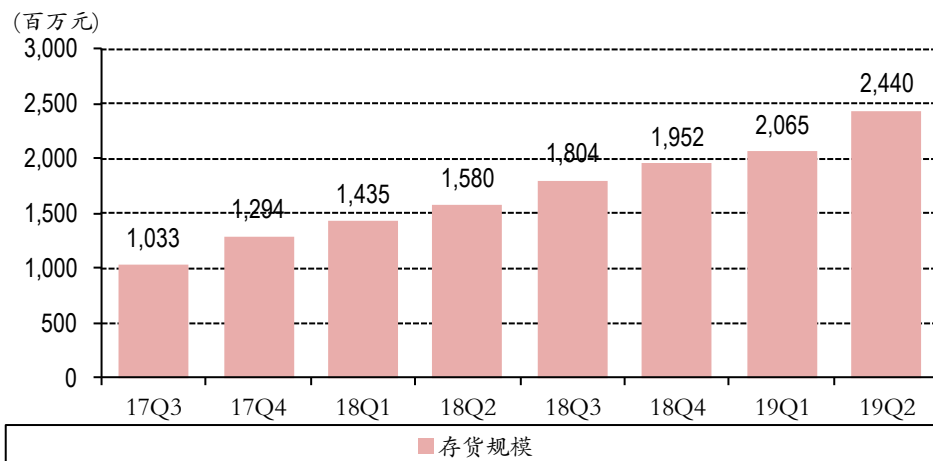


资料来源：公司公告，中银国际证券

分板块来看：肝素原料药收入约 8 亿元，同比增长 31.12%；国内低分子肝素制剂收入约 2.53 亿元，同比增长 59.17%，预计销售 800 余万支，保持良好增长态势。同时随着海外制剂及 CDMO 业务的不断发展，对公司增长贡献的比重将不断加大。

2019 年上半年经营性净现金流负 3.45 亿，主要是公司存货规模继续增长，年中较年初存货增加了 4.89 亿元，导致现金流转负。公司存货主要是肝素粗品的战略库存，存货中原材料占比超过七成。在短期行业供需格局维持偏紧状态，保证库存有利于提高公司议价能力以及自身生产的抗风险能力。

图表 5. 公司存货增长情况



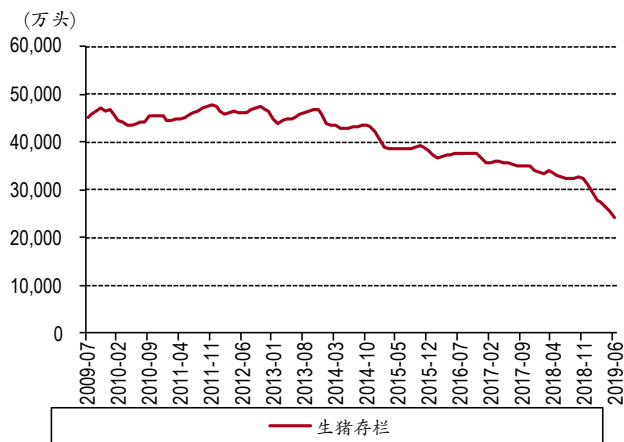
资料来源：公司公告，中银国际证券

肝素行业维持高景气度，非洲猪瘟将使供给缺口进一步加大

过去几年肝素行业持续升温，在环保压力下供给端进一步紧缩，集中屠宰率和小肠利用率基本没有再增长空间，而在需求稳定增长的情况下供需缺口持续承压。

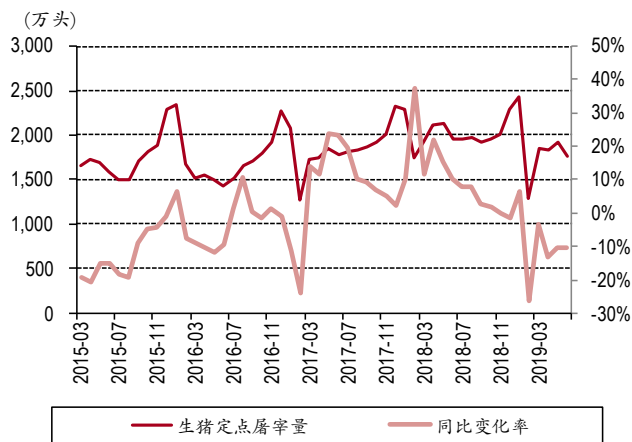
非洲猪瘟疫情从去年 8 月开始流行，预期到今年下半年会明显体现对供给端的影响。长期和短期效应叠加将使肝素行业向好，公司储备的大量库存价值也将继续提升。

图表 6. 生猪存栏量明显下滑



资料来源：农业部数据，中银国际证券

图表 7. 生猪定点屠宰量负增长



资料来源：商务部数据，中银国际证券

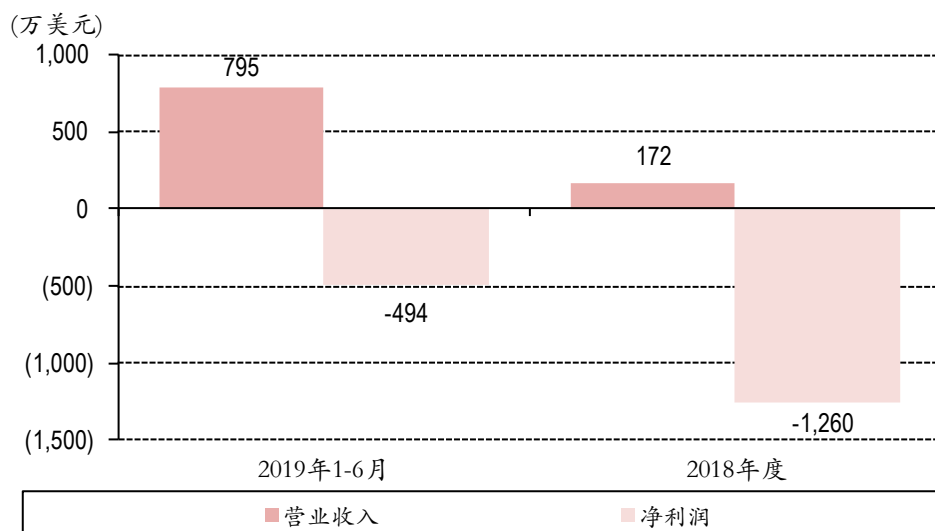
收购美国注射剂公司 Meitheal，加速海外布局落地

公司的全资子公司香港健友通过增资和债转股的方式认购 Meitheal 新发行股份，其中香港健友所持的 2,300 万美元债权将转换为 Meitheal 的普通股，同时以 5,600 万美元的无形资产和 1,600 万美元现金对 Meitheal 增资，交易完成后，公司将通过香港健友持有 83.33% 股权，交易金额总计 9,500 万美元。

Meitheal 作为一家专注于仿制药注射剂的美国公司，拥有丰富及全面的产品组合。至 2019 年 6 月末，Meitheal 有 9 款产品上市销售，分别为卡铂、奥沙利铂、阿曲库铵、博来霉素、阿糖胞苷、氨苄西林/舒巴坦、头孢吡肟、吉西他滨和美索巴莫。另外有 49 项产品处于研发阶段，24 项产品正在接受 FDA 审核，8 项产品计划于 2019 年推出。

同时 Meitheal 拥有专业且富有经验的销售团队，与 GPO 组织、分销商等建立了良好渠道，有利于加快公司产品在美国进行销售的推广进程，同时在研发及注册方面也能拥有更快的反应速度和更高效的审批效率，对于公司落地海外市场是重要一着。未来作为公司控股公司，销售分成的留存也将间接提高公司产品销售的利润率。

图表 8. Meitheal 财务情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

公司是国内较早开始布局注射剂国际化的企业之一，拥有三条 FDA 审核的无菌注射剂生产线，是国内首批注射剂出口企业。今年上半年依诺肝素已在英国获批，二季度苯磺顺阿曲库铵注射液及肝素钠注射液的新增 7 个规格在美国获批，预计下半年即可形成销售，明年开始明显放量。同时公司有 30 余个在研项目，预计每年可新增获批近 10 个，形成覆盖肝素、抗癌、心脑血管、麻醉等领域的全科产品线，19 年开始将会带来业绩爆发增长点。后续储备产品也将贡献源源不断的动力，有望成为国内注射剂出口领军企业。

风险提示

肝素行业景气度下降的风险：由于供给端紧张，肝素粗品和原料药价格目前均处于近年来较高位置，国内非洲猪瘟疫情更是加剧了供给缺口，后期不排除有供需格局变化带来了价格波动的可能。同时若粗品采购成本大幅上涨，短期内超过原料药价格涨幅时有毛利空间被压缩的风险。

制剂产品销售低于预期的风险：公司国内低分子肝素制剂处于放量期，同时海外出口制剂新产品将开始销售，有竞争加剧或渠道不畅而带来的销售低于预期的风险。

收购整合不达预期的风险：公司计划收购的 Meitheal 作为海外企业，有团队整合风险及业务协同不达预期的风险。

产品申报注册慢于预期的风险：公司已申报及在研产品线丰富，覆盖多个治疗领域，但受 FDA 及国内药审中心审批效率和各产品不同情况影响，存在获批进程慢于预期的风险。

盈利预测和估值

我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 5.90、8.44、11.39 亿元，EPS 分别为 0.82、1.17、1.59 元，当前股价对应 PE 33/23/17 倍。公司作为国内肝素原料药主要供应商之一，前瞻性扩大肝素粗品库存，充分享受行业景气度上升利好。同时公司较早进行海外注射剂布局，产品已开始陆续进入收获期，其中依诺肝素已公告在英国获批，逐步打开欧洲市场；美国标准肝素制剂共计已获批 8 个规格，预计可于年内形成销售，给业绩带来新的增长空间。看好公司成为肝素原料制剂一体化公司，同时注射剂逐步打开国际市场，成为国内高端注射剂出口龙头企业。维持**增持**评级，继续重点推荐。

附表 9. 2019 年半年度业绩摘要表

(人民币, 百万)	2018 年上半年	2019 年上半年	同比增长(%)
营业收入	849.82	1176.53	38.44
营业税及附加	1.93	1.96	1.64
净营业收入	847.89	1174.57	38.53
营业成本	443.01	587.35	32.58
销售费用	83.21	168.42	102.40
管理费用	71.11	91.77	29.05
财务费用	6.56	1.27	(80.68)
资产减值损失	(1.91)	0.00	(100.00)
营业利润	258.58	321.17	24.21
营业外收入	1.91	6.73	251.84
营业外支出	0.10	0.04	(60.28)
利润总额	260.39	327.86	25.91
所得税	33.28	38.66	16.17
少数股东损益	0.00	0.00	-
归属母公司股东净利润	227.12	289.20	27.34
扣除非经常性损益的净利润	215.13	279.94	30.13
每股收益(元)	0.3161	0.4025	27.34
扣非后每股收益(元)	0.2994	0.3896	30.13
毛利率(%)	47.87	50.08	增加 2.21 个百分点
净利率(%)	26.73	24.58	减少 2.14 个百分点
销售费用率(%)	9.79	14.31	增加 4.52 个百分点
管理费用率(%)	8.37	7.80	减少 0.57 个百分点
财务费用率(%)	0.77	0.11	减少 0.66 个百分点

资料来源：公司公告，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	1,113	1,700	2,456	3,511	4,607
销售成本	(600)	(863)	(1,230)	(1,759)	(2,291)
经营费用	(130)	(346)	(542)	(766)	(1,000)
息税折旧前利润	382	491	684	985	1,316
折旧及摊销	(41)	(40)	(48)	(55)	(64)
经营利润(息税前利润)	341	451	636	930	1,252
净利息收入/(费用)	4	0	(3)	(6)	2
其他收益/(损失)	11	16	30	25	25
税前利润	356	468	663	948	1,279
所得税	(42)	(43)	(73)	(104)	(141)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	314	425	590	844	1,139
核心净利润	315	425	592	845	1,140
每股收益(人民币)	0.437	0.591	0.821	1.174	1.585
核心每股收益(人民币)	0.438	0.592	0.824	1.177	1.587
每股股息(人民币)	0.088	0.115	0.164	0.235	0.317
收入增长(%)	91	53	44	43	31
息税前利润增长(%)	137	32	41	46	35
息税折旧前利润增长(%)	111	29	39	44	34
每股收益增长(%)	22	35	39	43	35
核心每股收益增长(%)	19	35	39	43	35

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	356	468	663	948	1,279
折旧与摊销	41	40	48	55	64
净利息费用	(4)	(0)	3	6	(2)
运营资本变动	42	255	167	759	525
税金	(42)	(43)	(73)	(104)	(141)
其他经营现金流	(627)	(657)	(991)	(1,301)	(793)
经营活动产生的现金流	(235)	62	(183)	364	932
购买固定资产净值	(1)	29	160	140	135
投资减少/增加	6	8	10	10	10
其他投资现金流	(599)	167	(320)	(280)	(270)
投资活动产生的现金流	(593)	204	(150)	(130)	(125)
净增权益	(64)	(83)	(118)	(169)	(228)
净增债务	203	(3)	327	152	(362)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	484	3	127	(109)	(219)
融资活动产生的现金流	624	(56)	389	(23)	(588)
现金变动	(204)	211	56	211	219
期初现金	266	73	435	491	702
公司自由现金流	(828)	267	(333)	234	807
权益自由现金流	(629)	263	(3)	392	442

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	639	581	736	1,021	1,158
应收帐款	246	255	367	442	520
库存	1,294	1,952	2,812	4,031	4,903
其他流动资产	13	51	17	83	59
流动资产总计	2,192	2,838	3,931	5,576	6,640
固定资产	403	471	575	652	715
无形资产	45	74	82	89	97
其他长期资产	53	17	32	35	29
长期资产总计	501	562	689	776	842
总资产	2,695	3,402	4,622	6,353	7,481
应付帐款	210	512	780	1,604	2,197
短期债务	323	320	647	799	437
其他流动负债	74	115	83	164	151
流动负债总计	607	947	1,511	2,567	2,785
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	36	34	35	35	35
股本	424	552	718	718	718
储备	1,628	1,885	2,357	3,032	3,943
股东权益	2,052	2,438	3,076	3,751	4,662
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,695	3,402	4,622	6,353	7,481
每股帐面价值(人民币)	2.86	3.39	4.28	5.22	6.49
每股有形资产(人民币)	4.74	4.28	4.17	5.10	6.35
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	(0.21)	0.22	0.14	(0.67)

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(%)	34.4	28.9	27.8	28.1	28.6
息税前利润率(%)	30.7	26.5	25.9	26.5	27.2
税前利润率(%)	32.0	27.5	27.0	27.0	27.8
净利率(%)	28.2	25.0	24.0	24.0	24.7
流动性					
流动比率(倍)	3.6	3.0	2.6	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	245.3	146.5	n.a.
净权益负债率(%)	12.2	净现金	5.1	2.6	净现金
速动比率(倍)	1.5	0.9	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	62.8	46.5	33.4	23.4	17.3
核心业务市盈率(倍)	62.7	46.4	33.3	23.3	17.3
市净率(倍)	9.6	8.1	6.4	5.3	4.2
价格/现金流(倍)	(84.1)	316.2	(107.8)	54.2	21.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.2	39.9	29.1	20.1	14.6
周转率					
存货周转天数	597.5	686.1	706.6	709.8	711.8
应收帐款周转天数	53.9	53.8	46.2	42.0	38.1
应付帐款周转天数	36.7	77.5	96.1	124.0	150.6
回报率					
股息支付率(%)	20.2	19.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	18.7	18.9	21.4	24.7	27.1
资产收益率(%)	14.3	13.4	14.1	15.1	16.1
已运用资本收益率(%)	4.1	4.1	4.6	5.1	5.9

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