

**000403.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 39.43

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	23.7	2.8	16.5	35.0
相对深证成指	24.9	(1.2)	18.1	25.8

发行股数(百万)	273
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	10,748
3个月日均交易额(人民币 百万)	129
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	27

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2020 年 4 月 29 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: 生物制品

**邓周宇**

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 双林生物

### 血液制品行业新龙头、新起点上路扬帆驶远航

公司公告 2019 年年报、2020 年 Q1 季报、资产重组预案、股权激励草案等。

**支撑评级的要点**

- 浙民投正式接手公司管理运营之后 (2019Q1), 公司业绩迅速提升, 单季度净利润和扣非净利润来看: 2019Q2 和 Q3 均实现了近年来的新高、2019Q4 达到次新高的水平, 基本可以确定 2019 年 Q1 前后为公司历史拐点。从增长的加速度来看, 2019Q4-2020Q1 看似有所下降, 但 2019 年 Q1 以来公司经营净现金流/净利润的指标一直很出色, 连续 4 个季度回款速度持续超过收入确认速度, 我们有理由预计 2020 年 Q2 开始收入和利润的确认会呈现更加积极的状态, 2020 年进阶再出击。
- 资产重组稳步推进, 行业新龙头出现。本次重组标的哈尔滨派斯菲科目前有 10 家浆站, 分布于黑龙江和四川, 合并后上市公司体系将有 23 家已获批的浆站。同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源, 中长期来看: 上市公司体系内有望突破 30 家浆站, 采浆量有望突破 1,000 吨, 从而进入行业第一梯队。从产品结构来看, 除了白蛋白和静丙等常规品种外, 双林生物在特免产品具备比较优势, 派斯菲科在人纤维蛋白原产品具备比较优势。派斯菲科的人纤维蛋白原生产技术行业领先, 其得率处于行业最高水平之一, 两者产品结构完美互补, 协同效应突出。
- 股权激励考核条件为纯内生, 彰显信心。本次股权激励范围为核心骨干 41 人, 采用限制性股票+股票期权的方式, 限制性股票和股票期权的总数量为 410 万份 (其中 205 万股为限制性股票, 205 万股为期权), 限制性股票首次授予的价格为 19.61 元/股, 授予的股票期权的首次行权价格为 39.22 元/份。业绩考核方面, 2020-2022 年触发授予条件的下限业绩为: 1.62 亿元、3.00 亿元、4 亿元; 2020-2022 年达到足额 100% 授予条件的业绩为: 2.00 亿元、3.70 亿元、5.00 亿元。本次业绩考核条件并不包含重组并购带来的并表收益, 完全来自内生增长。公司将占比一半的激励份额采用以现价期权授予的方式, 以及对于 2022 年较高的内生业绩考核要求充分体现了管理层对于未来长期的信心。

**估值**

- 预计 20-22 年 EPS0.83/1.36/1.74 (20-21 年原预测值为 1.01/1.36, 下调 20 年预测值原因是考虑疫情影响), 对应 PE47 倍/29 倍/23 倍, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 公司管理改善的进度、深度、持续性低于预期; 行业监管风险; 新产品获批速度低于预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	860	916	1,073	1,474	1,763
变动(%)	25	6	17	37	20
净利润(人民币 百万)	80	160	227	371	474
全面摊薄每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.832	1.359	1.738
变动(%)	270.3	100.6	41.4	63.4	27.9
先前预测每股收益(人民币)			1.014	1.359	-
调整幅度(%)			(17.9)	0.000	-
全面摊薄市盈率(倍)	134.4	67.0	47.4	29.0	22.7
价格/每股现金流量(倍)	92.1	56.3	13.2	(122.5)	14.1
每股现金流量(人民币)	0.43	0.70	3.00	(0.32)	2.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.5	40.7	25.7	18.4	14.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

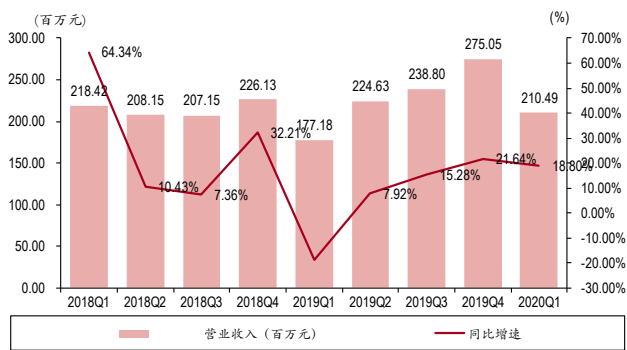
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 2019 年历史拐点确立，2020 年进阶出击

2019 年公司实现营业收入 9.15 亿元（同比+6.47%），实现归母净利润 1.60 亿元（同比+100.60%），扣非归母净利润 1.42 亿元（同比+104.84%），经营净现金流 1.90 亿元（同比+63.62%）。2020 年 Q1 实现营业收入 2.10 亿元（同比+18.80%），归母净利润 2,499 万元（同比+2.64%），扣非归母净利润（+71.59%），经营净现金流 4,747 万元（去年同期-1,686 万元）。

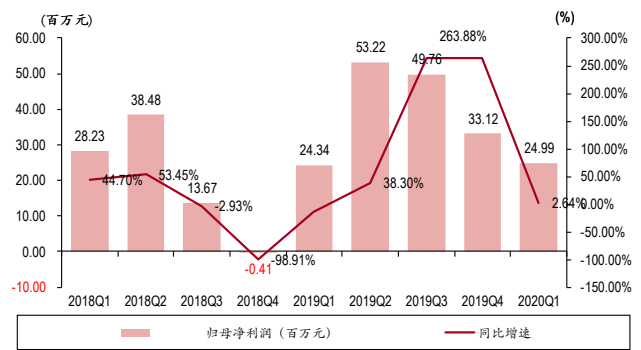
分季度来看，浙民投正式接手公司管理运营之后（2019Q1），公司业绩迅速提升，单季度净利润和扣非归母净利润来看：2019Q2 和 Q3 的实现近几年来的新高，2019Q4 达到次新高的水平，基本可以确定 2019 年 Q1 前后为公司历史拐点。从增长的加速度来看，2019Q4-2020Q1 看似有所下降，但 2019 年 Q1 以来公司经营净现金流/净利润的指标一直很出色，连续 4 个季度回款速度持续超过收入确认速度，我们预计 2020 年 Q2 开始收入和利润的确认会呈现更加积极的状态，2020 年进阶再出击。

图表 1. 公司单季度营业收入



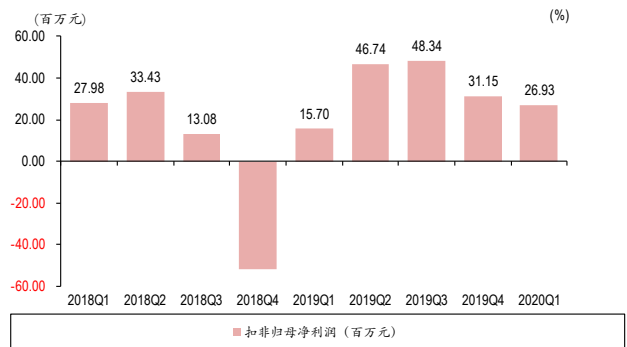
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 公司单季度归母净利润



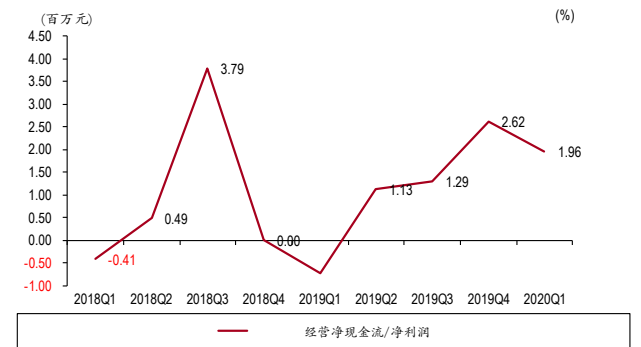
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 公司单季度扣非净利润



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 公司单季度经营净现金流情况



资料来源：万得，中银证券

2019 年公司采浆首次突破 400 吨，目前拥有 13 个单采血浆站，已在采 11 个，其中有 6 个系近 3 年开设的新浆站，新浆站采浆量在持续爬坡阶段。同时公司正在积极洽谈增设新浆站，预计公司未来几年血浆规模将较快提升。产品研发方面：公司同时拥有人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、人凝血酶原复合物临床试验批件，临床试验批件增至 4 个创历史新高。其中，人凝血因子 VIII 在 2019 年取得生产现场核查通知；人纤维蛋白原完成临床试验；人凝血酶原复合物处于临床试验阶段。此外，公司获得人纤维蛋白粘合剂临床试验批件。

销售方面，针对行业普遍薄弱的静丙终端推广环节，公司成立上海营销中心，针对江浙沪医药行业高价值市场开展静丙的学术推广工作。同时公司积极为现有的特免类产品和未来即将上市的小因子类产品的院内销售做好铺垫和准备工作，夯实长期可持续竞争能力。管理方面，2019年公司积极清理历史遗留问题，快速甩掉历史包袱；推动总部和子公司两级架构合并，精简组织架构，提高组织决策效率；强化精细化管理能力，杜绝跑冒滴漏。从更为长远的角度来看：管理精细化+工艺持续优化使得公司老产品（白蛋白、静丙、狂免、破免）生产得率持续提升，新产品逐步获批上市（凝血因子VIII、纤维蛋白原），公司吨浆利润水平将由2018年的32万/吨逐步提升到80万/吨。

行业方面，2020年Q1受新冠疫情影响，静丙发货量较同期有明显的增长，但由于各级医疗机构的停摆，白蛋白和特免等产品的需求受到短暂影响，供给方面采浆量亦有明显收缩。从Q2的情况来看，各地采浆逐步恢复正常，但全年全行业采浆收缩基本成为定局。根据前期与行业人士交流，预计今年整体采浆量下降5%-10%。即便考虑到各企业的存浆，今年的整体投浆量也是呈现收缩的局面。总体上，随着各级医疗机构的恢复诊疗，血制品的需求也会逐步恢复正常，总体上行业仍然呈现紧平衡的状态。

### 资产重组积极推进，派斯菲科与双林形成完美互补，行业新龙头出现

公司公告拟发行股份及支付现金购买哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司（以下简称“派斯菲科”）股权或其上层股东权益，并非公开发行股份募集配套资金。最终方案尚待进一步商讨确定。

国内血制品行业集中度相对偏低，目前呈现第一梯队千吨级血制品公司，第二梯队快速追赶的竞争格局。长远来看，参照国外成熟市场及中国疫苗行业发展，未来血制品行业将走上政府政策引导下的行业整合之路，行业集中度将明显提高，行业整合是必经之路，适时推动外延式并购及整合势在必行。

根据公司历史公告可知道，双林生物大股东浙民投目前已经参股派斯菲科。根据官网和天眼查数据，哈尔滨派斯菲科目前有10家浆站，分布于：内江、伊春、海伦、五常、鸡西、明水、宾县、肇州、望奎、勃利、兰西。对比双林生物13家浆站（2019年400吨采浆），两者体量相差不大，总体处于同一梯队。两者合并之后上市公司体系内将有23家已获批的浆站，同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源，中长期来看，上市公司体系内有望突破30家浆站，采浆量中长期有望突破1,000吨，从而进入行业第一梯队。

从产品结构来看，两者完美互补。双林的主要品种是白蛋白、静丙、狂免、破免、乙免，其中狂免、破免是双林的优势品种，在研产品线凝血因子VIII处于现场检查阶段、人纤维蛋白原完成临床试验。派斯菲科的主要品种是白蛋白、静丙、狂免、破免、乙免、人纤维蛋白原。其中人纤维蛋白原是派斯菲科的优势品种，而双林的纤维蛋白原尚未上市。根据前期与行业人士调研了解，派斯菲科的纤维蛋白原生产技术行业领先，其吨浆得率处于行业最高水平之一（高于第二梯队一倍以上）。从行业监管大趋势来看，原材料及半成品组分调拨壁垒有望在监管机构和各级政府的指导下有序、稳步放开，集团内血浆的综合利用率还将会进一步提升。

根据万得医药数据库，2019年派斯菲科和双林生物的批签发情况对比如下：白蛋白（折合10g）99.7万瓶、98.87万瓶；静丙（折合2.5g）43.85万瓶、47.8万瓶。此外双林2019年狂免批签发120.97万瓶（折合200IU），派斯菲科纤维蛋白原2019年批签发量达到3.85万瓶（折合0.5g）。

### 股权激励方案彰显信心、考核条件为纯内生增长。

本次股权激励范围为核心骨干41人，采用限制性股票+股票期权的方式，限制性股票和股票期权的总数量为410万份（其中205万股为限制性股票，205万股为期权），限制性股票首次授予的价格为19.61元/股，授予的股票期权的首次行权价格为39.22元/份。

业绩考核方面，2020-2022 年触发授予条件的下限业绩为：1.62 亿元、3.00 亿元、4 亿元；2022 年达到足额 100% 授予条件的业绩为：2.00 亿元、3.70 亿元、5.00 亿元。本次业绩考核条件并不包含重组并购带来的并表收益，完全来自内生增长。

公司将占比一半的激励份额采用以现价期权授予的方式，以及对于 2022 年较高的内生业绩考核要求充分体现了管理层对于未来长期的信心。

图表 5. 公司股权激励考核条件

业绩考核要求		
考核年度	触发值 (A) 亿元	目标值 (B) 亿元
2020	1.62	2.00
2021	3.00	3.70
2022	4.00	5.00

公司当年实际完成净利润 (X)	
各考核年度对应公司层面可解除限售比例 (M)	
当 $X < A$ 时	$M = 0\%$
当 $A \leq X < B$ 时	$M = (X - A) \div (B - A) \times 100\%$
当 $X \geq B$ 时	$M = 100\%$

资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与估值。

假设条件：

- 暂时不考虑重组派斯菲科带来的增量。
- 凝血因子 VIII 在 2020 年年内上市，2021 年开始贡献部分增量。
- 新冠疫情影响采浆和终端需求 1 个季度，从而影响 2020 年业绩

预计 2020-2021 年归母净利润：2.27 亿元、3.70 亿元、4.74 亿元（2020-2021 年原预测值为 2.76 亿、3.70 亿）。对应 2020-2022 年 EPS0.83、1.36、1.74 元，对应市盈率 47 倍/29 倍/23 倍，维持 **增持** 评级。

图表 6. 主要血液制品公司市盈率

公司名称	股票代码	2020 年市盈率 (E)	2021 年市盈率 (E)	2022 年市盈率 (E)
华兰生物	002007.SZ	43.66	37.23	31.97
天坛生物	600161.SH	48.96	40.86	33.31
博雅生物	300294.SZ	22.57	18.22	16.63
双林生物	000403.SZ	47.39	29.01	22.68
<b>平均值</b>		<b>40.64</b>	<b>31.33</b>	<b>26.15</b>

资料来源：万得、中银证券

备注：华兰、天坛、博雅市盈率预测值来自万得一致预期

## 评级面临的主要风险

公司管理改善的进度、深度、持续性低于预期；行业监管风险；新产品获批速度低于预期。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	860	916	1,073	1,474	1,763
销售成本	(408)	(444)	(487)	(635)	(737)
经营费用	(261)	(208)	(198)	(291)	(365)
息税折旧前利润	191	264	388	548	661
折旧及摊销	(49)	(46)	(91)	(92)	(94)
经营利润(息税前利润)	142	218	297	456	567
净利息收入/(费用)	(26)	(21)	(30)	(20)	(10)
其他收益/(损失)	6	16	0	0	0
税前利润	122	213	267	436	557
所得税	(23)	(31)	(40)	(65)	(84)
少数股东权益	(5)	(3)	0	0	0
净利润	80	160	227	371	474
核心净利润	95	186	227	371	474
每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.832	1.359	1.738
核心每股收益(人民币)	0.349	0.681	0.832	1.359	1.738
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	25	6	17	37	20
息税前利润增长(%)	33	54	36	54	24
息税折旧前利润增长(%)	23	39	47	41	21
每股收益增长(%)	270	101	41	63	28
核心每股收益增长(%)	(467)	95	22	63	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	122	213	267	436	557
折旧与摊销	49	46	91	92	94
净利息费用	26	21	30	20	10
运营资本变动	(39)	(29)	326	(477)	381
税金	(52)	(58)	(40)	(65)	(84)
其他经营现金流	11	(2)	143	(93)	(194)
经营活动产生的现金流	117	191	817	(88)	764
购买固定资产净值	(0)	3	16	17	17
投资减少/增加	2	7	0	0	0
其他投资现金流	(12)	(40)	(33)	(35)	(34)
投资活动产生的现金流	(10)	(30)	(16)	(17)	(17)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(44)	(70)	(42)	(5)	1
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(23)	(162)	(83)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	(67)	(205)	(72)	(25)	(9)
现金变动	39	(44)	728	(130)	738
期初现金	146	155	111	839	709
公司自由现金流	106	161	800	(105)	747
权益自由现金流	88	112	788	(90)	758

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	158	148	858	728	1,472
应收帐款	200	223	182	424	311
库存	390	405	568	632	761
其他流动资产	5	4	15	4	18
流动资产总计	753	779	1,624	1,788	2,562
固定资产	457	0	(75)	(150)	(227)
无形资产	70	73	72	73	73
其他长期资产	13	401	156	190	249
长期资产总计	540	474	154	113	95
总资产	1,318	1,272	1,787	1,899	2,648
应付帐款	43	32	72	51	91
短期债务	180	110	50	50	50
其他流动负债	444	298	580	354	588
流动负债总计	668	440	703	455	728
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	30	30	46	35	37
股本	273	273	273	273	273
储备	365	528	754	1,125	1,599
股东权益	638	2,905	1,027	1,398	1,871
少数股东权益	(18)	1	1	1	1
总负债及权益	1,318	1,272	1,787	1,899	2,648
每股帐面价值(人民币)	2.34	10.66	3.77	5.13	6.87
每股有形资产(人民币)	2.08	10.39	3.50	4.86	6.60
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	n.a.	(2.86)	(2.38)	(5.09)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.2	28.9	36.2	37.2	37.5
息税前利润率(%)	16.5	23.8	27.7	30.9	32.2
税前利润率(%)	14.2	23.2	24.9	29.6	31.6
净利率(%)	9.3	17.5	21.1	25.1	26.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.8	2.3	3.9	3.5
利息覆盖率(倍)	5.5	10.5	9.9	22.8	56.7
净权益负债率(%)	4.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.9	1.5	2.5	2.5
估值					
市盈率(倍)	134.4	67.0	47.4	29.0	22.7
核心业务市盈率(倍)	113.1	57.9	47.4	29.0	22.7
市净率(倍)	16.9	3.7	10.5	7.7	5.7
价格/现金流(倍)	92.1	56.3	13.2	(122.5)	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.5	40.7	25.7	18.4	14.2
周转率					
存货周转天数	343.9	326.9	364.9	344.7	345.0
应收帐款周转天数	71.9	84.4	68.9	75.0	76.1
应付帐款周转天数	17.5	15.0	17.7	15.3	14.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.4	9.1	11.5	30.6	29.0
资产收益率(%)	8.7	14.4	16.5	21.0	21.2
已运用资本收益率(%)	2.6	2.1	2.8	7.3	7.0

资料来源: 公司公告, 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，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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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