

博瑞转债投资价值分析

博瑞转债于1月4日进行网上申购：总发行规模为4.65亿元，股权稀释比例为3.08%。博瑞转债存续期为6年，联合评级AA-/AA-，下修条款为15/30，85%。按照1月20日中债6年AA-级企业债到期收益率6.59%计算，债底价值为89.41元。按照1月20日的博瑞医药收盘价31.90元/股计算，初始平价为89.41元，平价溢价率为11.85%。

上市价格预计在110元左右：估计博瑞转债的转股溢价率在20%到25%之间。通过相对价值法得到的结果102.98元到116.17元之间，我们认为其上市价格在110元左右。

本次募集资金4.65亿元，扣除发行费用后的募集资金净额全部用于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

高壁垒仿制药企，业绩增长势头强劲。公司致力于研发和生产高端仿制药并由此逐步向原创性新药方向发展，是全球规范市场高端化学仿制药产业链中重要的市场竞争者，目前已实现“原料物起始物-cGMP高难度中心体-特色原料药-制剂产品”的全产业链覆盖。公司业绩增长势头强劲，2020年实现营业收入7.85亿元，同比增长56.09%，归母净利润为1.7亿元，同比增长52.93%；2021Q1-Q3实现营业收入7.48亿元，同比增长46.62%，归母净利润1.77亿元，超去年全年水平，同比增长45.30%。

全球API产能向国内转移，行业一致性评价叠加集采加速落后产能出清。国际市场上API产能从欧美向新兴市场转移，国内仿制药市场规模迅速增长，长期向上势头不改。仿制药一致性评价常态化，CDE对仿制药质量要求趋严，叠加医药集采，行业内落后产能加速出清，集中度有望实现快速提升，公司有望凭借强技术能力、高质量控制从中受益。

高难度核心技术平台，构筑高市场竞争壁垒。公司依靠多年技术累积，形成了发酵半合成平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联平台和非生物大分子平台。通过建立高难度的核心技术平台，公司树立起较高的市场竞争壁垒，为高附加值药品研发奠定坚实基础。

- 投资建议：公司基本面较好，上市后若价格合理，投资者可积极关注。
- 风险提示：核心产品销售不及预期；汇率波动风险。

相关研究报告

《固定收益周报：转债市场下降》20220116
 《固定收益周报：转债市场小幅下降》20220109
 《固定收益周报：转债市场上涨，全年表现亮眼》20220103

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：邹坤

(8621) 20328947

kun.zou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070001

目录

1 发行安排	4
2 发行转债主要条款	5
3 上市价格预测	6
4 正股分析	7

图表目录

图表 1. 博瑞转债发行认购时间表.....4

图表 2. 博瑞转债主要条款.....5

图表 3. 债性、股性指标.....5

图表 4. 相对价值法下，预测博瑞转债上市价格.....6

图表 5. 2016-2021Q3 公司营业收入及增速.....7

图表 6. 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速.....7

图表 7. 2018-2021Q3 公司营业收入业务构成.....8

图表 8. 2018-2021Q3 公司各业务营业收入占比.....8

图表 9. 覆盖全产业链的持续盈利模式.....8

图表 10. 2018-2021Q3 公司营业收入产品构成.....8

图表 11. 2018-2021Q3 公司产品营业收入占比.....8

图表 12. 公司主要产品商业化情况.....9

图表 13. 2016-2021Q3 公司营业收入地区构成.....9

图表 14. 2016-2021Q3 公司营业收入地区占比.....9

图表 15. 公司主要合作企业.....9

图表 16. 美国 DMF 持有人分布情况.....10

图表 17. 欧盟 API 认证分布情况.....10

图表 18. 我国仿制药市场规模及增速.....10

图表 19. 公司四大技术平台一览.....11

图表 20. 公司在研制剂品种情况.....11

图表 21. 2016-2021Q3 公司研发费用.....11

图表 22. 2016-2021Q3 公司研发投入占营业收入比重.....11

图表 23. 2018-2021Q3 公司主营业务毛利率.....12

图表 24. 2016-2021Q3 同行业公司毛利率.....12

图表 25. 公司已签订的产品分成合作协议情况.....12

1 发行安排

图表 1. 博瑞转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	12 月 30 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日	12 月 31 日	网上路演；原 A 股股东优先配售股权登记日；网下机构投资者在 17:00 前缴纳申购保证金，17:00 前提交《网下申购表》等相关文件
T 日	1 月 4 日	刊登《发行提示性公告》；原 A 股股东优先配售认购日（缴付足额资金）；网上申购（无需缴付申购资金）；确定网上申购中签率和网下申购初步配售结果
T+1 日	1 月 5 日	刊登《网上中签率及网下配售结果公告》；网上发行摇号抽签
T+2 日	1 月 6 日	刊登《网上中签结果公告》；网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金）；网下申购投资者根据配售金额缴款（如申报保证金低于配售金额）
T+3 日	1 月 7 日	保荐机构（主承销商）确定最终配售结果和包销金额
T+4 日	1 月 10 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、中银证券

截止 1 月 20 日，博瑞转债已发布《网上路演公告》、《发行公告》、《募集说明书摘要》、《募集说明书》、《信用评级报告》、《发行提示性公告》、《网上中签率及网下配售结果公告》、《网上中签结果公告》及《发行结果公告》，网上中签率为 0.0019%。

博瑞医药目前总股本为 41000 万股，若本次发行的可转债全部如期转股，股权稀释比例为 3.08%，稀释程度较低。

2 发行转债主要条款

图表 2. 博瑞转债主要条款

项目	内容
转债名称	博瑞转债
债券代码	118004.SH
主体及债项评级	AA-/AA-(联合评级)
发行规模	4.65 亿
存续期	6 年 (2022 年 1 月 4 日至 2028 年 1 月 3 日)
票面利率	0.40%, 0.60%, 1.00%, 1.50%, 2.50%, 3.00%
转股价格	35.68 元/股
转股期	2022 年 7 月 11 日起至 2028 年 1 月 3 日
向下修正条款	存续期内, 15/30, 85%
赎回条款	(1) 到期赎回: 在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内, 公司将按债券面值的 115% (含最后一期利息) 的价格赎回未转股的可转换公司债券。 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含 130%); 未转股余额少于 3000 万元 (含 3000 万元)
回售条款	(1) 有条件回售条款: 在最后两个计息年度, 若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%, 可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 (2) 法定回售条款: 若募集资金运用的实施情况与募集说明书中的承诺相比出现变化, 该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向本行回售本次发行的可转债的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源: 发行公告, 中银证券

图表 3. 债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	83.10	平价	89.41
底价溢价率 (以面值计算) (%)	20.33	平价溢价率 (以面值计算) (%)	11.85

资料来源: 万得, 中银证券

博瑞转债条款保持中规中矩。按照 1 月 20 日中债 6 年 AA-级企业债到期收益率 6.59% 计算, 债底价值为 89.41 元。按照 1 月 20 日的博瑞医药收盘价 31.90 元/股计算, 初始平价为 89.41 元, 平价溢价率为 11.85%。

3 上市价格预测

图表 4. 相对价值法下，预测博瑞转债上市价格

转股溢价率/正股价	20.00%	21.25%	22.50%	23.75%	25.00%
28.71	96.56	97.56	98.57	99.58	100.58
30.31	101.92	102.98	104.05	105.11	106.17
31.90	107.29	108.40	109.52	110.64	111.76
33.50	112.65	113.82	115.00	116.17	117.35
35.09	118.02	119.25	120.47	121.70	122.93

资料来源：万得、中银证券

根据 1 月 20 日的收盘价，博瑞转债初始平价为 89.41 元。综合考虑公司的基本面情况以及近期转债市场的行情，我们估计博瑞转债的转股溢价率在 20% 到 25% 之间。通过相对价值法得到的结果 102.98 元到 116.17 元之间，我们认为其上市价格在 110 元左右。

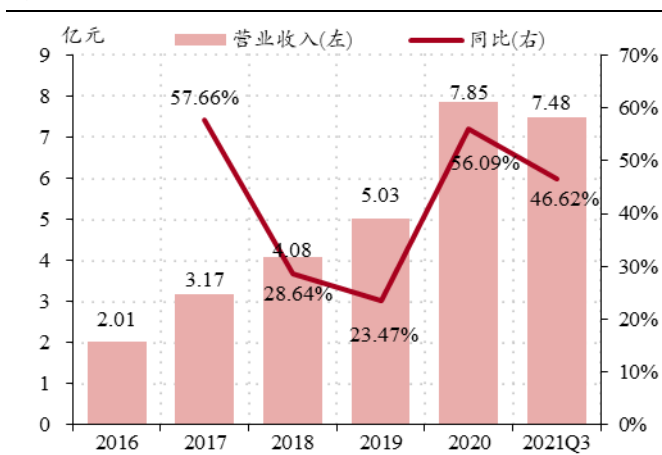
4 正股分析

博瑞转债发行人博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”）成立于2001年，公司是致力于研发和生产高端仿制药和原创性新药的高科技制药企业，主要从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务，是国内最具实力的化学药物合成与生产技术平台之一。截止2021年9月末，总经理袁建栋直接持有27.69%的股份为第一大股东，钟伟芳直接持有9.56%的股份，二人系母子关系，共同为公司实际控制人。

本次募集资金4.65亿元，扣除发行费用后的募集资金净额全部用于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

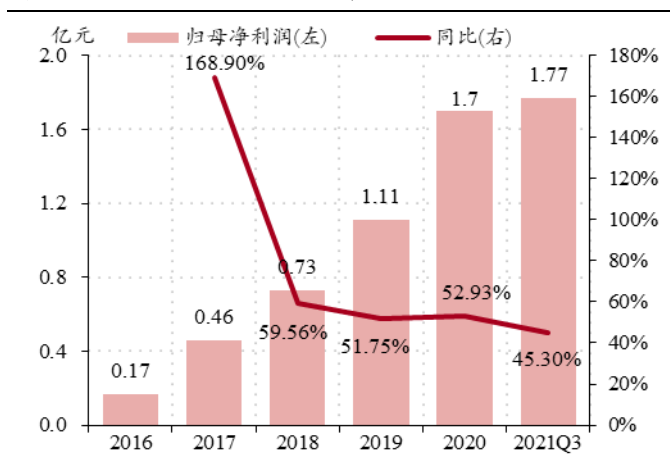
高壁垒仿制药企，业绩增长势头强劲。公司自成立以来深耕仿制药行业，致力于研发和生产高端仿制药并由此逐步向原创性新药方向发展，主要产品为抗体药物、疫苗、核酸药物和细胞治疗产品、产业化技术、重组蛋白质药物。公司在全球化学药物市场中竞争力凸显，是全球规范市场高端化学仿制药产业链中重要的市场竞争者，目前已实现“原料物起始物-cGMP高难度中心体-特色原料药-制剂产品”的全产业链覆盖。伴随业务类型日益丰富，公司业绩增长势头强劲，2020年公司实现营业收入7.85亿元，同比增长56.09%，归母净利润为1.7亿元，同比增长52.93%；2021Q1-Q3公司实现营业收入7.48亿元，同比增长46.62%，归母净利润1.77亿元，超去年全年水平，同比增长45.30%。

图表 5. 2016-2021Q3 公司营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

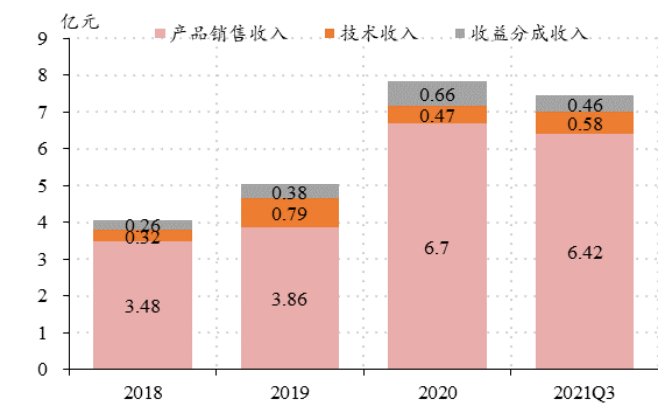
图表 6. 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：万得，中银证券

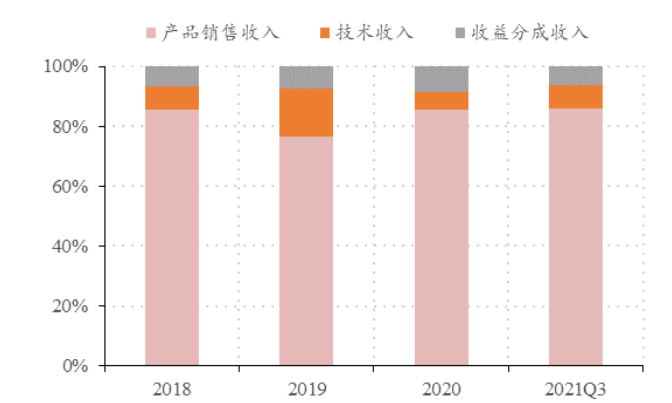
覆盖全产业链，盈利模式支撑业绩增长。与全产业链业务发展相适应，公司建立起覆盖全产业链的持续盈利模式，除通过传统产品销售盈利外，公司开拓出向下游客户转让技术、分享下游客户产品销售收益等多种途径。从营业收入业务构成来看，产品销售收入仍是公司营业收入的主要构成部分，2021Q1-Q3产品销售收入为6.42亿元，贡献了当期86.06%的收入，技术收入和收益分成收入分别为0.58亿元和0.46亿元，收入贡献程度较小。

图表 7. 2018-2021Q3 公司营业收入业务构成



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2018-2021Q3 公司各业务营业收入占比



资料来源：万得，中银证券

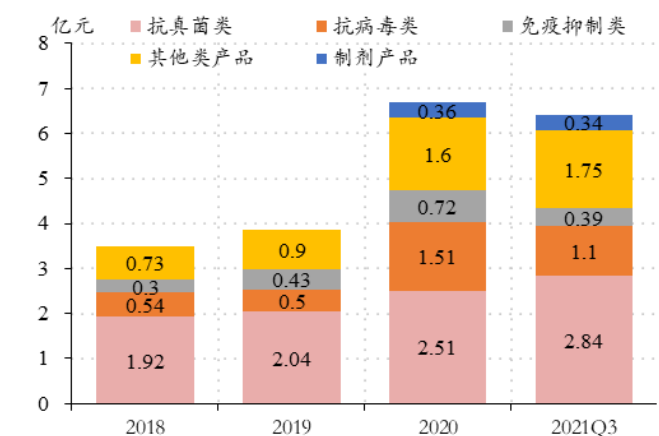
图表 9. 覆盖全产业链的持续盈利模式



资料来源：募集说明书，中银证券

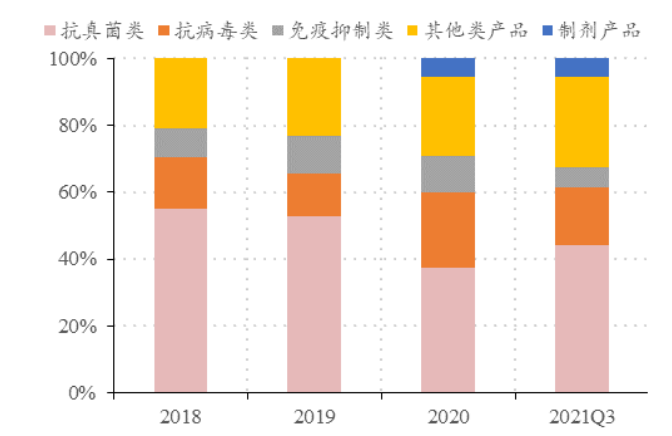
主要产品商业化进程加快，为业绩增长提供充足动力。公司产品矩阵日益丰富，从营业收入产品构成来看，公司业绩收入包括抗真菌类、抗病毒类、免疫抑制类、其他类四大类产品，此外，2020 年公司正式进军制剂产品市场，当年实现营业收入 0.36 亿元。公司抗病毒领域核心产品恩替卡韦，抗真菌领域核心产品卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、泊沙康唑等，抗凝血领域核心产品阿加曲班等及免疫类药物吡美莫司目前均已在部分市场中实现商业化，同时在其他市场进行注册，公司主要产品的市场化进程正逐步加快，注册中产品商业化将为公司业绩增长提供充足动力。

图表 10. 2018-2021Q3 公司营业收入产品构成



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2018-2021Q3 公司产品营业收入占比



资料来源：万得，中银证券

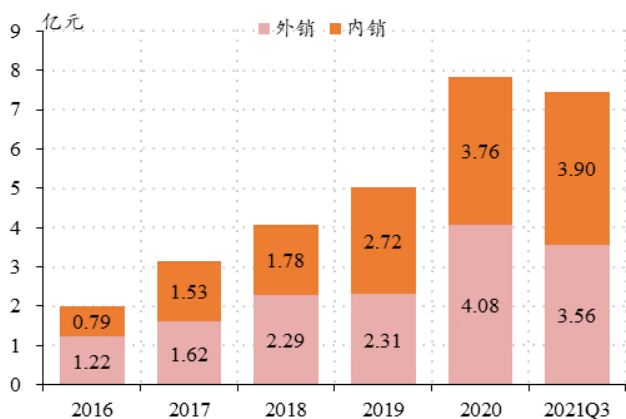
图表 12. 公司主要产品商业化情况

治疗领域	产品名称	所属技术平台	已商业化主要市场	注册中主要市场
抗病毒	恩替卡韦	多手性药物	美国、中国、欧洲	---
	卡泊芬净	发酵半合成	欧洲、韩国	美国、中国
抗真菌	米卡芬净	发酵半合成	中国、欧洲、韩国	美国、日本、加拿大
	阿尼芬净	发酵半合成	欧洲、韩国	美国
抗凝血	泊沙康唑	多手性药物	美国、中国、欧洲	中国
	阿加曲班	多手性药物	日本	中国
	黄达肝萘钠	多手性药物	印度、中国	欧洲、美国
免疫类	吡美莫司	发酵半合成	美国	---
抗肿瘤	依维莫司	发酵半合成	---	美国、日本、韩国
抗细菌	非达米星	发酵半合成	---	美国

资料来源：公司公告、中银证券

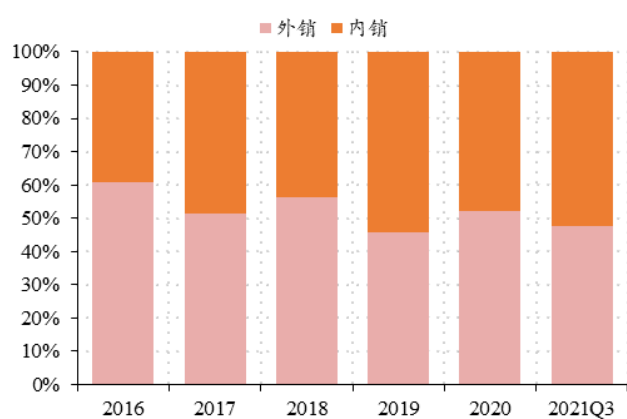
优质客户资源丰富，内外销均衡发展。公司凭借较强的行业竞争力和产品的高质量获得了客户的广泛认可，从而拓展和维护了丰富的优质客户资源。在国际上，公司与以色列梯瓦制药、美国迈兰、日本日医工、印度西普拉、韩国 Penmix、荷兰帝斯曼等众多全球知名原料巨头企业建立了良好的合作关系；在国内，公司与恒瑞医药、正大天晴、扬子江药业等大型药企均有商业合作。依托海内外丰富的客户资源，公司在海内外市场业绩实现均衡发展。2020 年公司实现内销收入 3.76 亿元，实现外销收入 4.08 亿元，内外销收入基本持平。

图表 13. 2016-2021Q3 公司营业收入地区构成



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2016-2021Q3 公司营业收入地区占比



资料来源：万得，中银证券

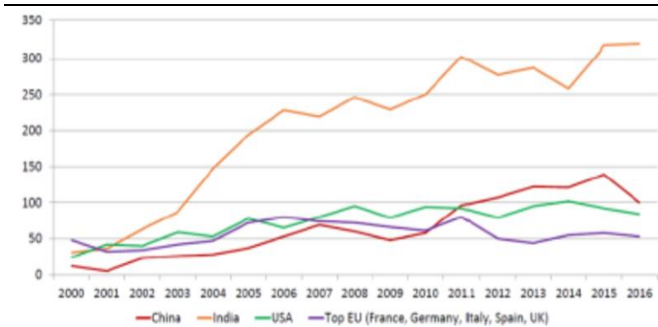
图表 15. 公司主要合作企业



资料来源：公司公告，中银证券

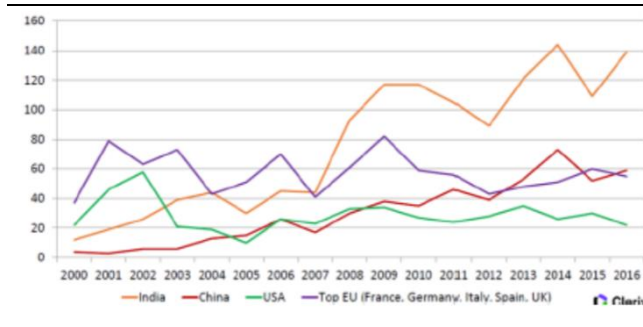
全球 API 产能向国内转移，行业一致性评价叠加集采加速落后产能出清。国际市场上 API 产能从欧美向新兴市场转移，印度是产能转移最大的受益者，但中国凭借在技术和产品质量方面的优势，与印度差距逐步缩小。从美国 DMF 持有人分布情况和欧盟 API 认证分布情况两方面来看，中国已超过欧美，成为仅次于印度的第二大国。从国内来看，我国仿制药市场规模迅速增长，虽然 2020 年受疫情不利影响有所收缩，但预计 2021 年将有所回升，长期向上趋势不改。与市场扩容相对应的是，仿制药一致性评价常态化，CDE 对仿制药质量要求趋严，同时叠加医药集采影响，行业内落后产能加速出清，集中度有望实现快速提高。在此情况下，技术能力、质量体系、成本控制将成为仿制药行业企业竞争的关键性因素，公司将充分获益行业规模扩张及行业集中度提高。

图表 16. 美国 DMF 持有人分布情况



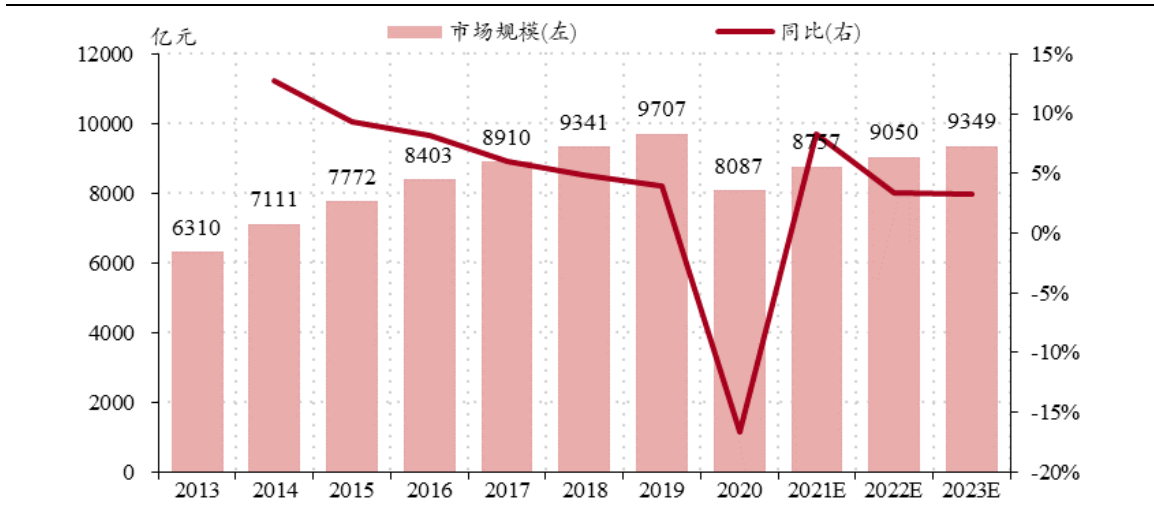
资料来源：募集说明书，中银证券

图表 17. 欧盟 API 认证分布情况



资料来源：募集说明书，中银证券

图表 18. 我国仿制药市场规模及增速



资料来源：《中国仿制药蓝皮书（2021）》，中银证券

高难度核心技术平台构筑高市场竞争壁垒。目前我国原料药行业与欧美发达市场仍存在一定差异性，技术壁垒较低的低端产品竞争激烈，公司凭借多年技术累积，形成了发酵半合成平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联平台和非生物大分子平台。这些技术平台所涉及的技术均为行业内公认的高难度、高门槛的领域，公司通过建立高难度的核心技术平台，树立起较高的市场竞争壁垒，为公司高附加值药品研发奠定坚实基础。

图表 19. 公司四大技术平台一览

平台名称	涉及技术	技术简介	主要产品
发酵半合成平台	菌种选育、发酵工艺选定、生物纯化、化学合成等	经微生物发酵、分离纯化获得中间产物，再通过化学合成获得最终产物的制药技术	卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、吡美莫司、依维莫司、曲贝替定和多拉菌素等
多手性药物技术平台	手性不对称合成、手性拆分、无效对映体转化、手性催化	通过综合应用技术手段合成含有多手性中心、结构复杂药物的技术	恩替卡韦、泊沙康唑、黄达肝
靶向高分子偶联平台	靶向高分子偶联技术	由疗效明确的药物与具有肿瘤靶向的高分子载体偶联而成	(新药:) BGC0222、BGC0228、BGC0705、BGC0902
非生物大分子平台	特殊制备工艺	以高分子化合物、多肽和无机金属氧化物为代表的一类复杂结构的药物	羧基麦芽糖铁、柠檬酸铁、焦磷酸铁钠、超顺磁纳米氧化铁

资料来源：公司公告、中银证券

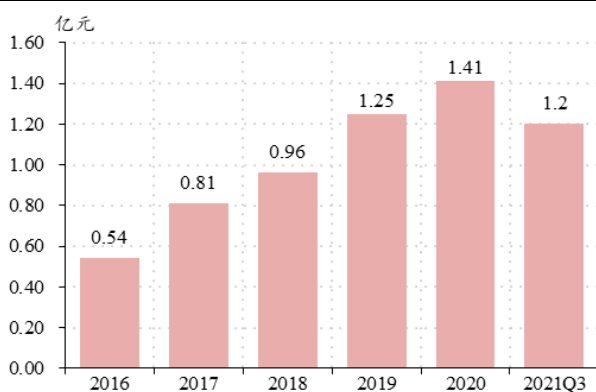
图表 20. 公司在研制剂品种情况

在研品种	研发状态	应用领域
创新药 BGC0228	获临床试验批准	抗肿瘤
磷酸奥司他韦干混悬剂	已申报	抗流感病毒
阿加曲班注射液	已申报	抗凝血
泊沙康唑制剂	小试阶段	抗真菌
甲磺酸艾日布林注射液	已申报	抗肿瘤
注射用曲贝替定	小试阶段	抗肿瘤
羧基麦芽糖铁注射液	中试阶段	治疗缺铁性贫血
蔗糖铁注射液	小试阶段	治疗慢性肾脏病相关贫血症
秋水仙碱贴剂	小试阶段	治疗痛风
沙美特罗替卡松粉吸入剂	小试阶段	哮喘、慢性阻塞性肺疾病
吸入用布地奈德混悬液	小试阶段	哮喘等
卡前列素氨丁三醇注射液	待申报	产后出血等
依维莫司制剂	中试阶段	抗肿瘤
辛酸拉尼米韦吸入剂	小试阶段	抗流感病毒
地诺孕素片	中试阶段	子宫内膜异位症
伏立康唑注射液	已申报	抗真菌
创新药 BGC1201	临床前研究	抗肿瘤

资料来源：公司公告、中银证券

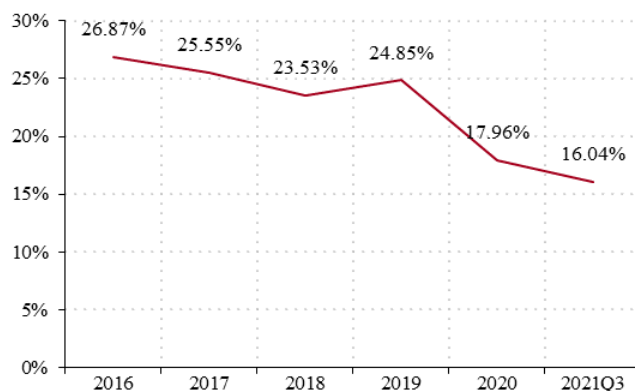
高研发投入提高公司核心竞争力。公司是研发驱动的创新性产品和技术平台企业，依靠多年研发投入积累的先进技术经验，公司成功设计恩替卡韦的全新合成路线，帮助正大天晴和 TEVA 在国内外首仿上市；在研艾立布林原料药已处于中试阶段，有望首仿攻克“化药合成界的珠穆朗玛峰”。持续的创新研发能力是公司的核心竞争力，是公司维持行业领先地位的重要因素，自 2016 年以来公司研发费用占营业收入比重维持在 15% 以上，研发投入不断加码，2020 年研发费用支出达 1.41 亿元，同比增长 12.8%。

图表 21. 2016-2021Q3 公司研发费用



资料来源：万得，中银证券

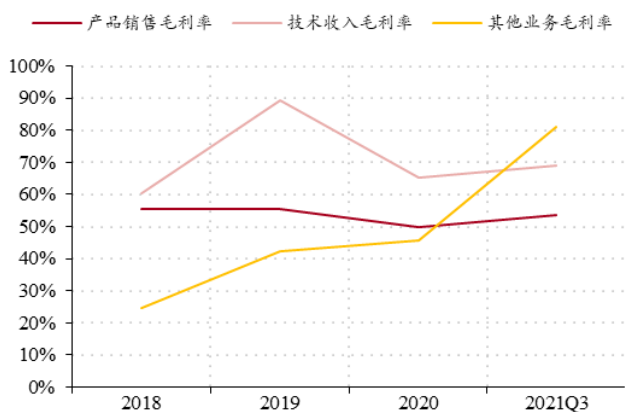
图表 22. 2016-2021Q3 公司研发投入占营业收入比重



资料来源：万得，中银证券

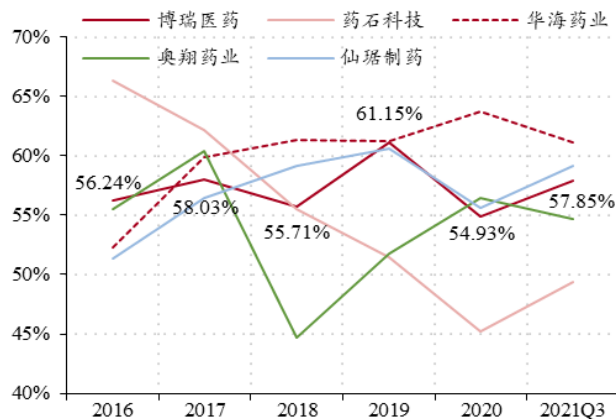
高议价权造就高毛利率，公司盈利能力行业领先。公司凭借较高的研发能力和行业领先的生产技术在产品利润分成中拥有较高的议价权，在已签订的产品分成合作协议中，公司与 selectchemie 合作开发的卡泊芬净产品在美国市场的销售公司可以获得产品净利润的 80%，其他合作产品分成多为净利润的 50%。公司的高议价权造就了公司整体高毛利率水平，公司盈利能力领先同行业竞争企业，2021Q1-Q3 公司毛利率为 57.85%，略低于华海药业，与仙琚制药基本持平。

图表 23. 2018-2021Q3 公司主营业务毛利率



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2016-2021Q3 同行业公司毛利率



资料来源：万得，中银证券（华海药业未公布三季报取半年报数据）

图表 25. 公司已签订的产品分成合作协议情况

产品名称	类别	合作开发方	所处阶段	权益分成比例
卡泊芬净	制剂	selectchemie	商业化销售	美国市场：公司获得产品净利润的 80%； 其他市场：公司获得产品净利润的 50%
阿尼芬净	制剂		商业化销售	
米卡芬净	制剂		开发阶段	
吡美莫司	原料药	Medichem.S.A	商业化销售	出于研发目的的销售：公司获得产品净利润额的 2/3，作为公司供应中间体的报酬（包含向公司采购中间体的对价）；处于商业目的的销售：公司获得产品净利润的 50%。
米卡芬净	原料药	RENAISSANCE PHARMA. INC	等待上市	产品销售毛利润的 15%
吡美莫司	制剂		开发阶段	
羧基麦芽糖铁	制剂	AZAD	开发阶段	产品净销售额的 45%（包含向公司采购原料药的对价）

资料来源：公司公告，中银证券

风险提示

核心产品销售不及预期：公司原料药品种销售有赖下游制剂需求的增长，若公司主要合作伙伴的产品制剂在国内外的销售增速不及预期，对公司收入可能会产生不利影响。

汇率波动风险：公司部分客户来自海外，人民币升值可能对公司利润产生负面影响，汇率变化对公司利润的影响很大程度上取决于公司套保政策。

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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，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