

# 垒知转债投资价值分析

垒知转债于 4 月 21 日进行网上申购：总发行规模为 3.96 亿元，若本期转债全部转股，股权稀释比例为 6.57%。垒知转债存续期为 6 年，联合评级 AA-/AA-，下修条款为 15/30,85%。按照 5 月 18 日中债 6 年 AA- 级企业债到期收益率 6.42% 计算，债底价值为 83.52 元。按照 5 月 19 日垒知集团的收盘价 6.50 元/股计算，初始平价为 83.12 元，平价溢价率为 20.31%。

本次募集资金 3.96 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：0.59 亿元用于重庆建研科之杰建材有限公司外加剂建设项目、1.02 亿元用于高性能混凝土添加剂生产基地项目（一期）、0.86 亿元用于高性能混凝土添加剂工程、0.40 亿元用于年产 12.9 万吨高效混凝土添加剂和 6 万吨泵送剂技改项目、1.09 亿元用于补充外加剂业务流动资金。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。

- **外加剂+工程检测双轮驱动，巩固行业龙头地位。**公司目前形成综合技术服务及外加剂新材料两大主营业务，着力建设旗下建研、科之杰两大主营品牌。公司凭借其市场认可度，充分发挥品牌效应，营业收入自 2016 年 13.85 亿元持续稳定增长至 2021 年的 49.18 亿元，CAGR 28.85%。2022Q1 受国内疫情反复影响，业绩较去年同期小幅下降，实现营业收入 8.83 亿元，同比下降 0.92%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比下降 23.16%。
- **基建带动下游需求增长，行业加速洗牌推动外加剂市场出清。**2022 年在基建稳增长的背景下，基建将带动外加剂行业需求加速增长。同时，在“退城入园”、下游客户集采、机制砂消费日趋增长趋势下，行业门槛大幅提升，叠加疫情影响加快中小企业退出市场，公司作为龙头企业有望顺势抢占市场，充分受益行业集中度提高。
- **自建外购双管齐下，率先实现全国性销售布局。**公司在减水剂行业综合排名中稳居第二位，2021 年外加剂业务营收增长至 30.68 亿元，同比增长 15.99%。公司通过项目自建+外购股权实现产能的快速扩张，在重庆、贵州、河南、浙江、湖南、江西等地完成股权收购，在建拟建项目包括浙江技改项目、重庆项目、四川项目等。科之杰新材料集团有限公司旗下控股 20 家子公司，产业群分布于 16 个省区、直辖市及马来西亚、菲律宾。
- **检验检测行业发展前景良好，公司立足工程检测，横向拓展凸显实力。**国内建筑市场规模的扩张带动了检验检测行业的快速发展，据中投顾问预测，预计 2019-2023 年间，我国检验检测行业年均复合增长率约为 16.24%。公司是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，同时也是福建省综合能力最强的工程检测机构，近年来立足建设工程检测业务，不断向电子电气、生态环保、桥隧交通、消防维保等新领域检测业务横向拓展，为业绩增长提供强力保障。
- **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：**行业竞争加剧；新冠疫情影响，需求不及预期。

## 相关研究报告

《固定收益研究报告：药石转债投资价值分析》20220429

《固定收益研究报告：山石转债投资价值分析》20220418

《固定收益研究报告：通 22 转债投资价值分析》20220407

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 正股分析 .....	6

## 图表目录

图表 1. 垒知转债发行认购时间表.....	4
图表 2. 垒知转债主要条款.....	5
图表 3. 债性、股性指标 .....	5
图表 4. 2016-2022Q1 公司营业收入及增速.....	6
图表 5. 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速.....	6
图表 6. 2016-2021 年公司营业收入构成.....	7
图表 7. 外加剂企业类型 .....	7
图表 8. 2009-2019 年我国机制砂消费量.....	7
图表 9. 行业龙头企业营收账款周转率 .....	7
图表 10. 2016-2021 年公司外加剂业务营业收入情况.....	8
图表 11 公司在建项目一览.....	8
图表 12 公司部分外加剂收购项目 .....	9
图表 13. 垒知集团销售网络.....	9
图表 14. 2016-2021 年公司营业收入地区构成.....	10
图表 15. 2016-2021 年公司营业收入地区占比.....	10
图表 16. 国内检测行业营业收入情况 .....	10
图表 17. 公司建设综合技术服务.....	11
图表 18. 公司工程检测业务营业收入情况.....	11

## 1 发行安排

图表 1. 垒知转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	4 月 19 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	4 月 20 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	4 月 21 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	4 月 22 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上发行摇号抽签
T+2 日	4 月 25 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	4 月 26 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	4 月 27 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、中银证券

截止 5 月 19 日，垒知转债已发布《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》、《网上中签率及优先配售结果》、《网上中签结果公告》《发行结果公告》，网上中签率为 0.0012%。

垒知集团目前总股本为 72023 万股，若本次发行的可转债全部如期转股，股权稀释比例为 6.57%，稀释程度一般。

## 2 发行转债主要条款

图表 2. 垒知转债主要条款

项目	内容
转债名称	垒知转债
债券代码	127062.SZ
主体及债项评级	AA-/AA-(联合评级)
发行规模	3.96 亿
存续期	6 年（2022 年 4 月 21 日至 2028 年 4 月 20 日）
票面利率	0.40%，0.60%，1.00%，1.50%，2.00%，3.00%
转股价格	7.82 元/股
转股期	2022 年 10 月 27 日起至 2028 年 4 月 20 日
向下修正条款	存续期内，15/30，85%
赎回条款	<p>(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。</p> <p>(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）</p>
回售条款	<p>(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。</p> <p>(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。</p>
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	83.52	平价	83.12
底价溢价率（以面值计算）(%)	19.73	平价溢价率（以面值计算）(%)	20.31

资料来源：万得，中银证券

垒知转债条款保持中规中矩。按照 5 月 18 日中债 6 年 AA-级企业债到期收益率 6.42% 计算，债底价值为 83.52 元。按照 5 月 19 日垒知集团的收盘价 6.50 元/股计算，初始平价为 83.12 元，平价溢价率为 20.31%。

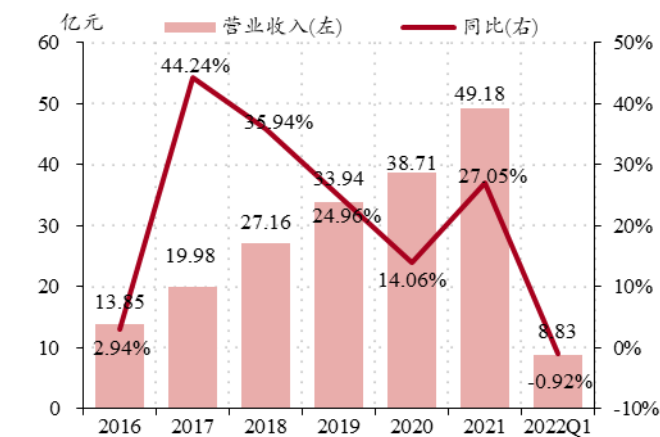
## 3 正股分析

垒知转债发行人垒知控股集团股份有限公司（以下简称“垒知集团”）前身系成立于1980年的原厦门市建筑科学研究所，公司于2004年完成整体改制工作，并于2010年5月在深圳证券交易所成功上市，成为国内首家整体上市的建筑科研机构。公司是一家集建设综合技术服务和新型建筑材料研发、生产、销售为一体的建筑类科技产业化集团公司。截止2022年一季报公布数据，公司前三大股东持股比例分别为总经理兼实际控制人蔡永太持有17.91%，中国建设银行股份有限公司-中欧价值发现股票型证券投资基金持有3.21%，李晓斌持有3.17%。

本次募集资金3.96亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：0.59亿元用于重庆建研科之杰建材有限公司外加剂建设项目、1.02亿元用于高性能混凝土添加剂生产基地项目（一期）、0.86亿元用于高性能混凝土添加剂工程、0.40亿元用于年产12.9万吨高效混凝土添加剂和6万吨泵送剂技改项目、1.09亿元用于补充外加剂业务流动资金。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。

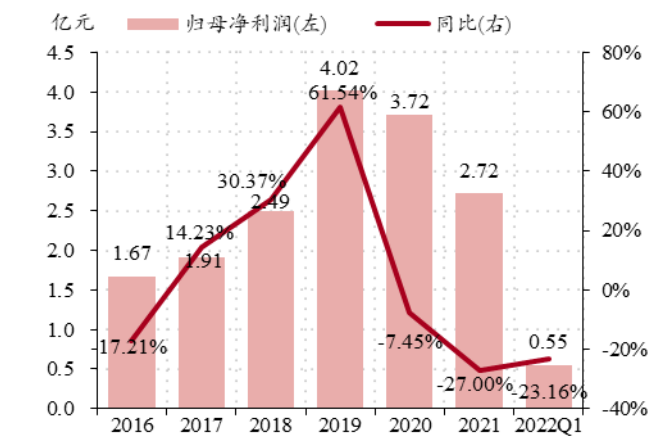
**外加剂+工程检测双轮驱动，巩固行业龙头地位。**公司目前已形成综合技术服务及外加剂新材料两大主营业务，着力建设旗下建研、科之杰两大主营产品，其中全资子公司建研检测集团是福建省规模最大的、资质最全的建设工程质量检测龙头企业，全资子公司科之杰新材料集团是中国外加剂新材料龙头企业，是混凝土外加剂产品生产与应用技术集成方案提供商。公司两大主营产品凭借其市场认可度，充分发挥品牌效应，为公司发展提供双引擎。公司营业收入自2016年13.85亿元增长至2021年的49.18亿元，CAGR 28.85%。2022Q1受国内疫情反复影响，公司业绩较同期小幅下降，实现营业收入8.83亿元，同比下降0.92%；实现归母净利润0.55亿元，同比下降23.16%。

图表 4. 2016-2022Q1 公司营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速

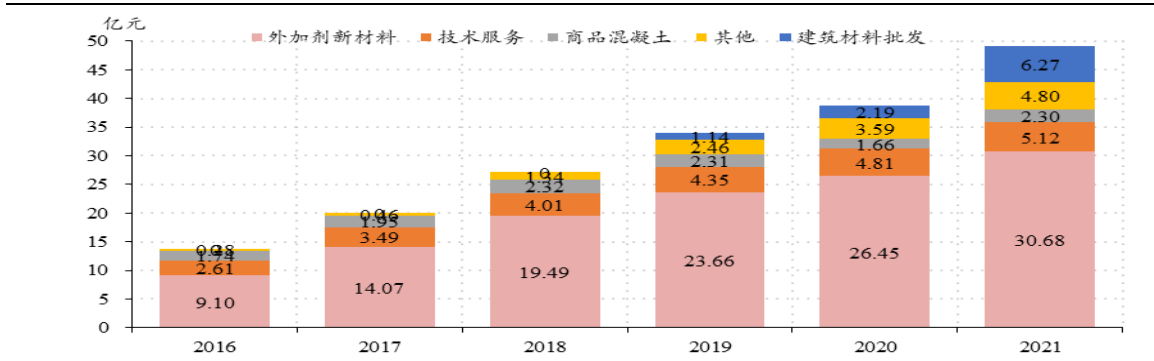


资料来源：万得，中银证券

**外加剂新材料业务为公司支柱性业务。**公司主营业务为外加剂新材料及技术服务业务，其中外加剂新材料2021年实现营业收入30.68亿元，占同期营业收入62.38%。建筑材料批发业务自2019年首次实现营业收入1.14亿元迅速增长至2021年的6.27亿元，有望成为公司未来业绩新的增长点。



图表 6. 2016-2021 年公司营业收入构成



资料来源：万得，中银证券

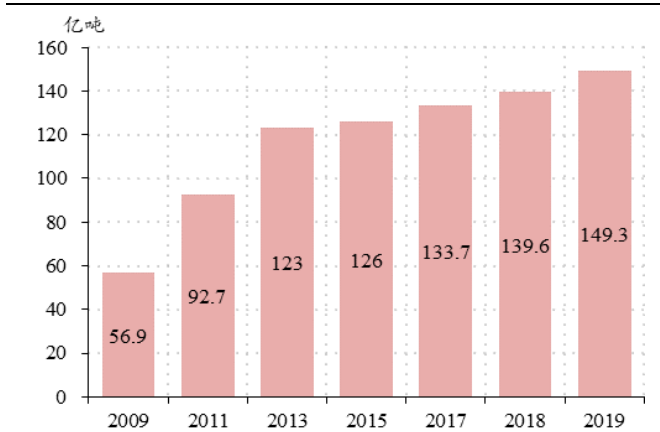
基建发展带动下下游需求增长，行业加速洗牌推动外加剂市场出清。外加剂下游客户为混凝土搅拌站、预制构件生产企业和大型基建工程的建筑施工企业。2022 年在基建稳增长的背景下，基建发展将带动外加剂行业需求加速增长。同时，在“退城入园”、下游客户集采、机制砂消费日趋增长趋势下，行业门槛大幅提升，叠加疫情影响加快中小企业退出市场，公司作为龙头企业有望顺势抢占市场，充分受益行业集中度提高。

图表 7. 外加剂企业类型

企业类型	定义	特点
合成型企业	一次性投资高、设备工艺相对复杂、需要多种配套设施，其产品为混凝土外加剂母液，基本为标准化产品，主要提供给复配型企业用作原材料或销售给预制件厂使用	合成工艺成熟稳定，但售后服务相对简单
复配型企业	一次性投资低、设备和工艺较为简单、仅需要很少的储罐设施，其产品是采用一定的配方将母液和其他特性的产品配比，已达到或满足使用者的需求	属于个性化或定制化产品，但由于下游客户众多，对复配后外加剂的适应性、配方的调整及时性、售后服务完备性等具有较高要求
合成复配全产业链型企业	初期投资较大、设备工艺复杂、需要完善的配套设施以及后续服务技术，企业通过合成母液后经过复配成产成品出售给最终客户	需要企业具有合成能力以及复杂的复配能力和完善的后续服务能力
由上游原材料合成能力延伸至终端产品复配的企业	投资较合成复配型企业更好，	可以在合成原材料阶段根据最终复配产品的需求进行定制化生产，也可以一定程度上摆脱对上游煤化工、石油化工行业的依赖，利润率处于行业领先水平

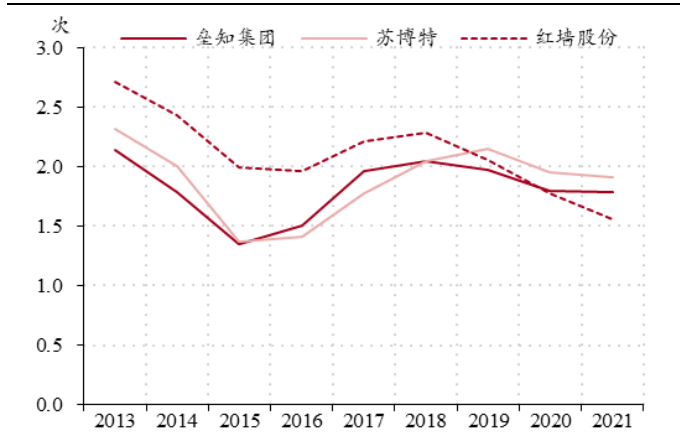
资料来源：红墙股份招股说明书，中银证券

图表 8. 2009-2019 年我国机制砂消费量



资料来源：中国砂石骨料数据网，中银证券

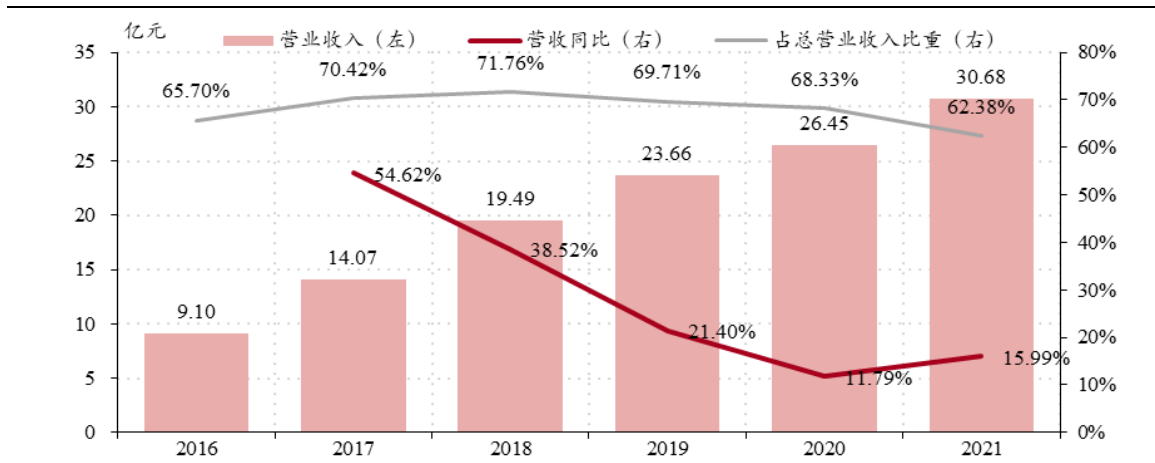
图表 9. 行业龙头企业营收账款周转率



资料来源：万得，中银证券

自建外购双管齐下，优化产能布局推动业绩增长。经过多年发展，公司综合实力快速提升，2021年公司外加剂营业收入增长至 30.68 亿元，同比增长 15.99%。公司通过项目自建+外购股权两种形式不断扩充生产线，实现产能的快速扩张。截止 2021 年底，公司在重庆、贵州、河南、浙江、湖南、江西等地完成股权收购，在建拟建项目包括浙江技改项目、重庆项目、四川项目等，伴随在建项目建成投产，公司产能建设有望迈上新台阶。

图表 10. 2016-2021 年公司外加剂业务营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

图表 11 公司在建项目一览

项目名称	工程进度
浙江科之杰混凝土添加剂技改项目	试生产
重庆建研科之杰外加剂建设项目	待验收后开始试生产
四川科之杰高性能混凝土添加剂生产基地项目	待验收后开始试生产
海南科之杰办公楼项目	已完工
云南科之杰高性能混凝土添加剂项目	建设施工工程
上海科创园	办理前期土地手续
垒知化学高性能烷氧基化衍生物产业化项目	办理前期土地手续
安徽科之杰年产 40 万吨高效混凝土减水剂项目	办理前期土地手续
深圳创新智慧港产业园办公楼项目	正在装修
重庆两江健康科技厂房项目	正在装修

资料来源：公司公告，中银证券



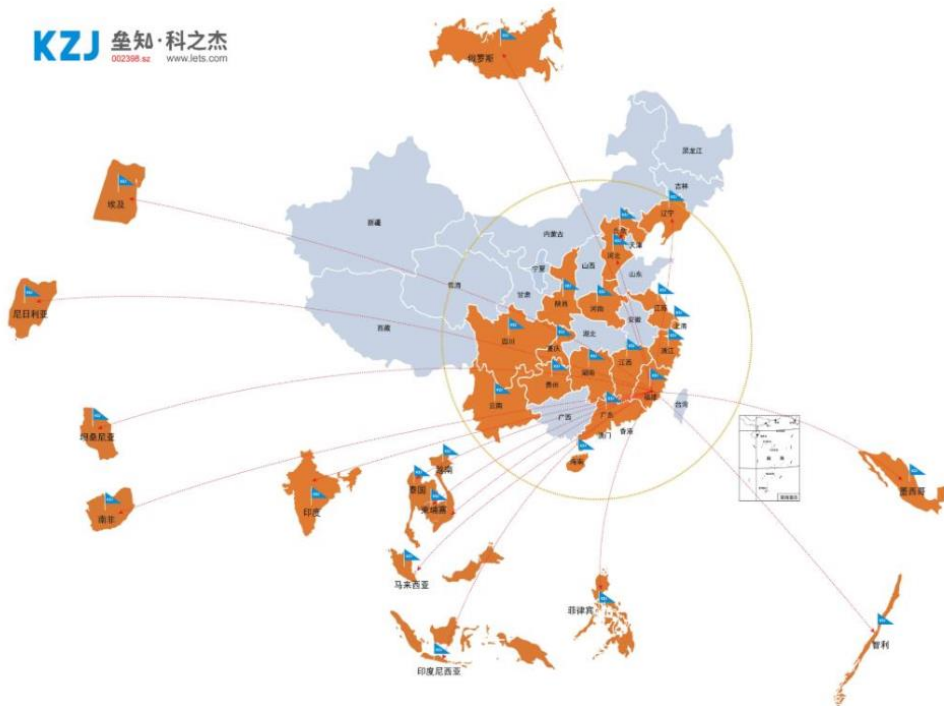
图表 12 公司部分外加剂收购项目

公告时间	收购公司名称	收购内容	收购金额 (万元)	主营业务或生产线情况
2010 年 1 月	贵州建工建材 有限责任公司	100%股权	300	混凝土外加剂系列、内外墙保温材料系列、预拌砂浆系列、防水材料系列的生产和销售
2010 年 6 月	重庆市建研科技 有限责任公司	76.23%股权	39303	混凝土外加剂产品的生产和销售，主要产品为萘系、脂肪族等相关外加剂产品
2011 年 1 月	厦门市常青树建材 开发有限公司	20%股权	494	加气混凝土砌块及配套产品
2012 年 1 月	河南银州砭材有限公司	生产性资产	2800	年产 20 万吨脂肪族减水剂生产线；以及年产 5 万吨甲醛、1.5 万吨葡萄糖酸钠、1.5 万吨亚硫酸盐等三套件材料生产线
2012 年 7 月	巴斯夫化学建材 (中国) 有限公司	资产、 专有技术、 客户资料	2000	年产合成 5 万吨，复配 15 万吨减水剂生产线
2012 年 1 月	嘉善县莱希化工有限公司、浙江百和混凝土外加剂有限公司、湖南新轩新材料有限公司、杭州华冠建材有限公司	100%股权	12000	年产 34000 吨萘系减水剂生产线、年产 10000 吨脂肪族减水剂生产线、年产 5000 吨羧酸系减水剂生产线及年产 500 吨泵送剂生产线
2014 年 5 月	南昌市吉龙实业有限公司	100%股权	2309.34	混凝土外加剂产品的研发和生产

资料来源：公司公告、中银证券

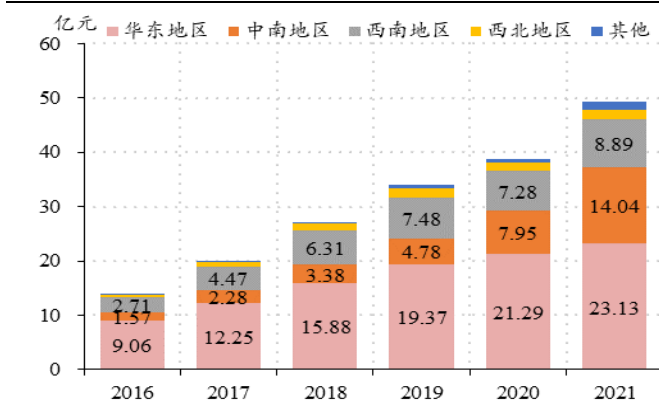
实现全国性销售布局，重点地区市占率名列前茅。公司外加剂新材料业务板块由科之杰新材料集团有限公司负责，其旗下控股 20 家子公司，产业群分布于福建、四川、重庆、贵州、河南、陕西、广东、浙江、湖南、江西、江苏、云南、海南、上海、广西、安徽等 16 个省区、直辖市及马来西亚、菲律宾。公司自福建厦门起家，华东地区、中南地区、西南地区成为公司营业收入主要来源地。

图表 13. 垒知集团销售网络



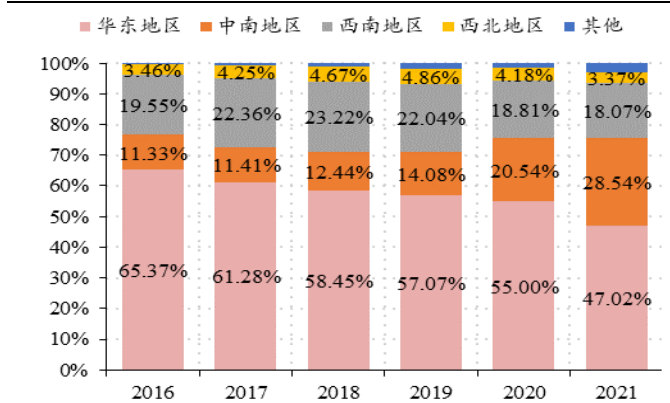
资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2016-2021 年公司营业收入地区构成



资料来源：万得，中银证券

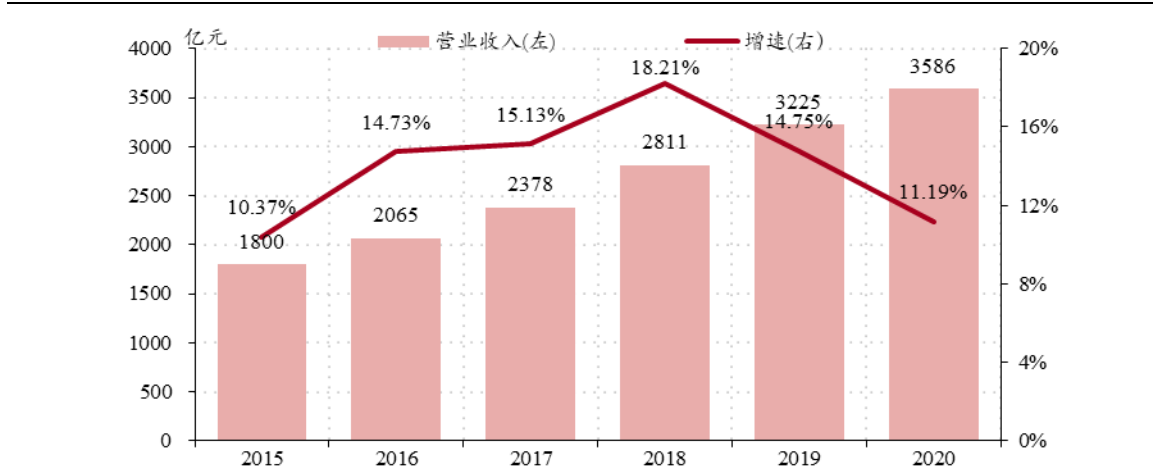
图表 15. 2016-2021 年公司营业收入地区占比



资料来源：万得，中银证券

**检验检测行业市场规模持续增长，行业发展前景良好。**检验检测技术下游主要为建筑业，国内建筑市场规模的扩张带动了检验检测行业的快速发展，除新增建设工程需要进行检测外，也存在较大规模的老旧建筑等存量建筑检测市场。2018-2020 年，我国检测行业营业收入分别为 2811 亿元、3225 亿元和 3586 亿元，同比增长 18.21%、14.75%、11.19%。据中投顾问预测，预计 2019-2023 年间，我国检验检测行业年均复合增长率约为 16.24%，2023 年行业营收规模将达到 5970 亿元，行业未来发展空间广阔。

图表 16. 国内检测行业营业收入情况



资料来源：《募集说明书》，中银证券

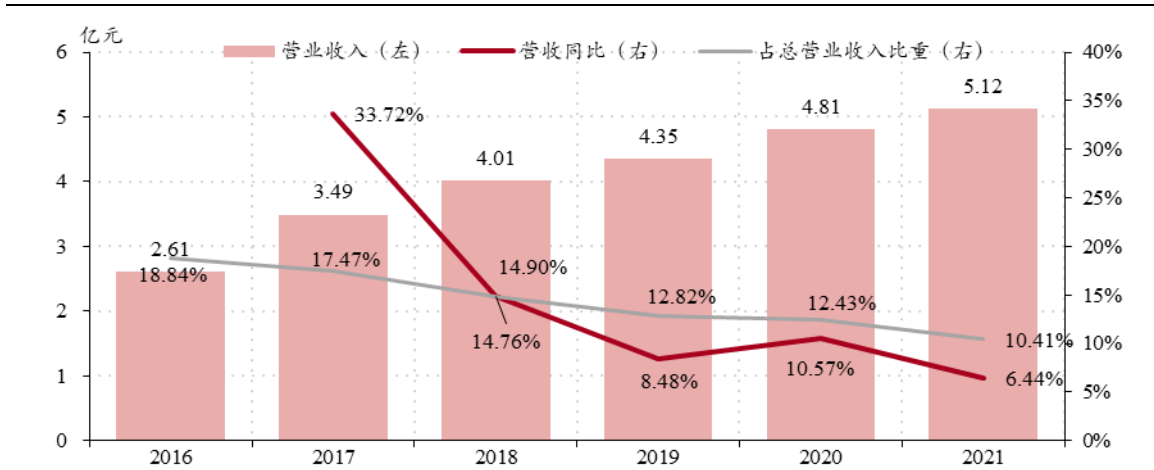
**立足工程检测业务，横向拓展凸显实力。**公司综合技术服务业务板块主要公司为建研检测集团，作为中国建设工程综合技术服务专家，其拥有多领域、全方位的检测与认证实力，具备高资质、高效率的技术服务平台，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，同时也是福建省综合能力最强的工程检测机构。公司立足建设工程检测业务，不断向电子电气、生态环保、桥隧交通、消防维保等新领域检测业务横向拓展，不断丰富建设综合技术服务矩阵，为公司业绩增长提供强力保障。

图表 17. 公司建设综合技术服务

按用途分类	资质/类别
建设工程检测	建筑地基基础工程检测、建筑主体结构工程现场检测、建筑幕墙工程检测、建筑钢结构工程检测、建筑工程材料检测、建筑工程室内环境检测、建筑智能化系统工程质量检测、建筑工地特种设备检测、市政工程材料检测、市政桥梁工程检测、建筑工程可靠性鉴定、建筑节能工程质量检测、建筑门窗检测、建筑安装设备检测、城市桥梁评估检测
公路水运工程检测	公路工程桥隧道工程专项、公路综合乙级、水运材料乙级、水运结构乙级
水利工程检测	混凝土工程类甲级、岩土工程类甲级
环境检测	环境检测与监测、环境保护验收
消防技术服务	消防工程检测
工程测量及不动产测绘	工程测量乙级、不动产测绘乙级
工程勘察	工程勘察专业岩土工程（物探测试检测监测甲级）
建筑能效测评	建筑能效测评
电子电气检测	电气安全、电磁兼容、耐燃与耐热、外壳防护 IP 与 IK 代码、环境可靠性

资料来源：《募集说明书》、中银证券

图表 18. 公司工程检测业务营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示：

1. 行业竞争加剧。行业进入者增加，竞争加剧。
2. 新冠疫情影响，需求不及预期。目前新冠疫情反复，对公司产品销售造成不利影响。

## 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