

博 22 转债投资价值分析

博 22 转债正股基本面较好，上市后若价格合理，投资者可积极关注。

博 22 转债于 7 月 1 日进行网上申购：总发行规模为 8.0 亿元，股权稀释比例约为 7.00%。博 22 转债存续期为 6 年，联合评级 AA-/AA-，下修条款为 15/30，80%。按照 7 月 1 日中债 6 年 AA- 级企业债到期收益率 6.4624% 计算，债底价值为 88.27 元。按照 7 月 20 日苏博特的收盘价 21.22 元/股计算，平价为 83.16 元，平价溢价率为 20.25%。

上市价格预计在 104 元左右：估计博 22 转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。通过相对价值法得到的结果在 91.70 元到 116.95 元之间，我们预测其上市价格在 104 元左右。

本次募集资金 8.0 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：1.75 亿元用于年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目，1.9 亿元用于苏博特高性能土木工程新材料建设项目（一期），1.12 亿元用于高性能建筑高分子材料产业化基地项目（一期），0.85 亿元用于信息化系统建设项目，剩余 2.38 亿元用于补充流动资金。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。

- **公司聚焦混凝土外加剂及检验检测服务，营收自 2017 年上市以来快速增长。**公司聚焦混凝土外加剂领域中的高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料，并于 2019 年进军检测服务领域。公司营收自 2017 年上市以来快速增长，年复合增长率达 40.31%，2020 年受疫情影响增速下滑至 10.45%，公司 2021 年营收同比上升 23.81% 至 45.22 亿元。
- **混凝土商品化率提升，机制砂占比提高拉动减水剂需求。**使用预搅拌混凝土在运输过程中需添加更多减水剂以维稳，而使用机制砂则需要质量更好，数量更多的外加剂以达到天然河沙的坍塌度和扩展度。高环保要求与化工标准推动行业集中度持续提升。随着国家对环保及安全标准的逐步提高，一些未达标准、无力负担高昂环保成本以及复杂昂贵生产线的企业将逐步退出，苏博特作为龙头企业有望受益于行业集中度提升。
- **研发助力，构建技术壁垒。**苏博特近年来不断加大研发投入，2021 年研发费用达 2.2 亿元，研发人员 284 名，在行业内具备一定的研发优势。品牌溢价和服务溢价使得公司毛利率显著高于可比公司。公司的技术和品牌优势可享受更高的品牌溢价，高附加值的技术指导服务可享受服务溢价。此外，高性能减水剂的原材料由公司自产也可节约采购成本，增加毛利率。
- **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：**产品推广不及预期；下游需求不及预期。

相关研究报告

- 《固定收益研究报告：上能转债投资价值分析》20220608
- 《固定收益研究报告：杭氧转债投资价值分析》20220514
- 《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 上市价格预测.....	6
4 正股分析	7

图表目录

图表 1. 博 22 转债发行认购时间表	4
图表 2. 博 22 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 22 转债上市价格	6
图表 5. 公司股权分布	7
图表 6. 公司主营业务和主要产品	7
图表 7. 2017-2022Q1 公司营业收入及增速	8
图表 8. 2017-2022Q1 公司归母净利润及增速	8
图表 9. 2019-2021 公司主要业务营收	8
图表 10. 2019-2021 公司主要业务营业收入产品构成	8
图表 11. 2018 年部分国家混凝土预拌率	9
图表 12. 2016-2023E 我国混凝土预拌率不断上升	9
图表 13. 2005-2019 机制砂逐渐替代天然砂，占比显著提升	9
图表 14. 机制砂占比提升会增加减水剂使用占比	9
图表 15. 地产行业低迷	10
图表 16. 基建投资逐步回暖	10
图表 17. 本次募投资金投资项目及主要目的	10
图表 18. 公司研发投入及占比	11
图表 19. 公司研发人员数量及占比	11
图表 20. 公司营业收入按地区分布	11
图表 21. 行业内企业毛利率水平	11

1 发行安排

图表 1. 博 22 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	6 月 29 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	6 月 30 日	网上路演；原股东优先配售股权登记日
T 日	7 月 1 日	刊登《可转债发行提示性公告》；原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）；确定网上申购摇号中签率
T+1 日	7 月 4 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2 日	7 月 5 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
T+3 日	7 月 6 日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4 日	7 月 7 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、中银证券

截止 7 月 1 日，博 22 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》。

苏博特目前总股本为 42031 万股，若本次发行的可转债全部如期转股，股权稀释比例约为 7.00%，稀释程度一般。

2 发行转债主要条款

图表 2. 博 22 转债主要条款

项目	内容
转债名称	博 22 转债
债券代码	113650.SH
主体及债项评级	AA-/AA-
发行规模	8.0 亿
存续期	6 年（2022 年 7 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日）
票面利率	0.30%，0.50%，1.00%，1.50%，2.00%，3.00%
转股价格	23.95 元/股
转股期	2023 年 1 月 7 日起至 2028 年 6 月 30 日
向下修正条款	存续期内，15/30，80%
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%）；未转股余额不足 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公司。</p> <p>(2) 附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。</p>

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	83.16	平价	105.64
底价溢价率（以面值计算）(%)	20.25	平价溢价率（以面值计算）(%)	-5.34

资料来源：万得，中银证券

博 22 转债条款保持中规中矩。按照 7 月 1 日中债 6 年 A+ 级企业债到期收益率 6.4624% 计算，债底价值为 83.16 元，底价溢价率为 20.25%。按照 7 月 20 日苏博特的收盘价 21.22 元/股计算，初始平价为 88.60 元，平价溢价率为 12.87%。

3 上市价格预测

图表 4. 相对价值法下，预测博 22 转债上市价格

转股溢价率/正股价	15.00%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
19.10	91.70	92.70	93.70	94.69	95.69
20.16	96.80	97.85	98.90	99.95	101.01
21.22	101.89	103.00	104.11	105.21	106.32
22.28	106.99	108.15	109.31	110.47	111.64
23.34	112.08	113.30	114.52	115.74	116.95

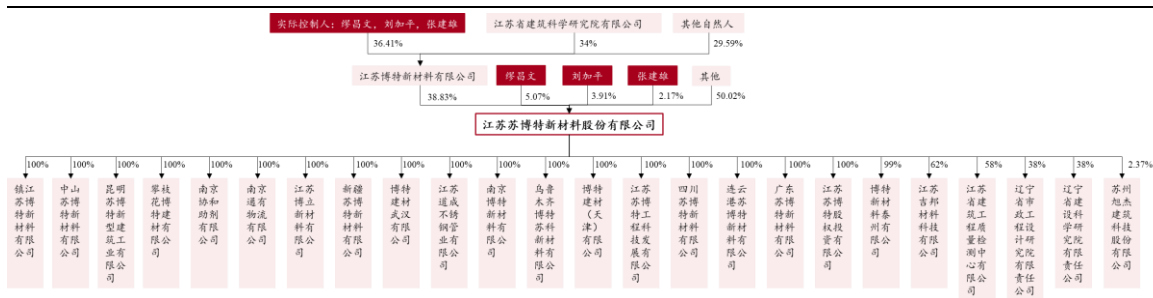
资料来源：万得、中银证券

根据 7 月 20 日的收盘价，博 22 转债初始平价为 88.60 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 22 转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。通过相对价值法得到的结果在 91.70 元到 116.95 元之间，我们预测其上市价格在 104 元左右。

4 正股分析

江苏苏博特新材料股份有限公司于 2004 年成立，2017 年在上海证券交易所上市，是一家专注于建筑新材料、金属材料以及相关技术服务与咨询的新型土木工程材料供应商。其主要产品为高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料，2019 年通过收购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司将业务拓展至检验检测服务领域。截至 2022 年 7 月 1 日，公司最大股东为江苏博特新材料有限公司，持股比例为 38.83%。董事长缪昌文直接持有公司股份的 5.07%，并通过江苏博特新材料有限公司等间接控制公司股份的 11.75%，合计持股 16.82%；董事刘加平直接持股 3.91%，副董事长张建雄直接持股 2.17%，以上三人为公司的实际控制人和一致行动人。截至 2021 年 12 月 31 日，公司有 56 家直接或间接控制的子公司及 4 家参股公司。

图表 5. 公司股权分布



资料来源：公司公告，中银证券

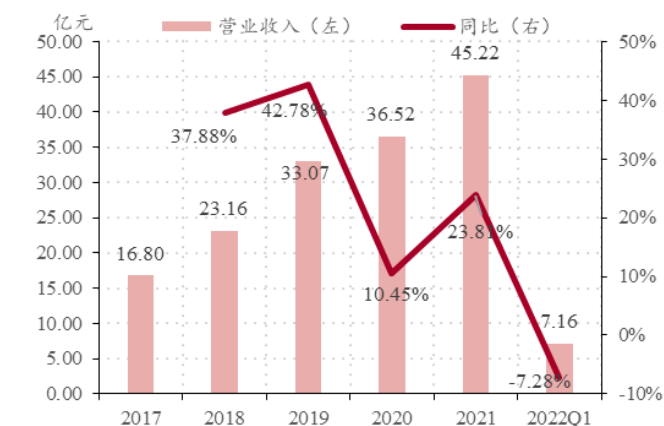
公司聚焦混凝土外加剂及检验检测服务，营收自 2017 年上市以来快速增长。公司聚焦混凝土外加剂领域中的高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料，并于 2019 年进军检测服务领域，开拓公司营收第二增长曲线。公司营业收入自 2017 年上市以来实现爆发式增长，从 16.80 亿元增长至 2019 年 33.07 亿元，年复合增长率达 40.31%；2020 年受疫情影响，增速下滑至 10.45%。随着疫情逐步缓和，销量回暖，以及公司在检验检测服务领域的前瞻布局，2021 年营收逐渐回暖，营收同比增长 23.81%至 45.22 亿元；2021 年归母净利润达 5.38 亿元，同比上升 22.04%。2022Q1 各地疫情复发，受疫情影响公司营收同比下滑 7.28%，归母净利润下滑 3.75%。

图表 6. 公司主营业务和主要产品

主营业务	主要产品	功能
高性能减水剂	聚羧酸系高性能减水剂	显著改善混凝土和易性，提高施工质量；提升混凝土强度和耐久性，延长构筑物服役寿命，节省水泥用量。广泛应用于核电、桥梁、高铁、隧道、高层建筑等领域
高效减水剂	萘系减水剂、脂肪族减水剂	有效降低水胶比，改善混凝土和易性，提高施工效率和施工质量；有效节省水泥用量，提高工业废渣利用率。主要用于配制中低强混凝土，应用于水电、市政、民用建筑、预制构件等领域
功能性材料	功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和工程纤维等	主要用于严酷环境下混凝土的制备，超高强、超高韧和高耐久性混凝土的制备，装配式建筑，以及快速修补等特殊需求
建筑材料、建筑装饰装修材料检验检测	材料及其构配件、原辅料的检验检测	是确保材料性能的重要手段，贯穿于基础研究、应用开发、加工生产、销售服务到终端消费的全过程

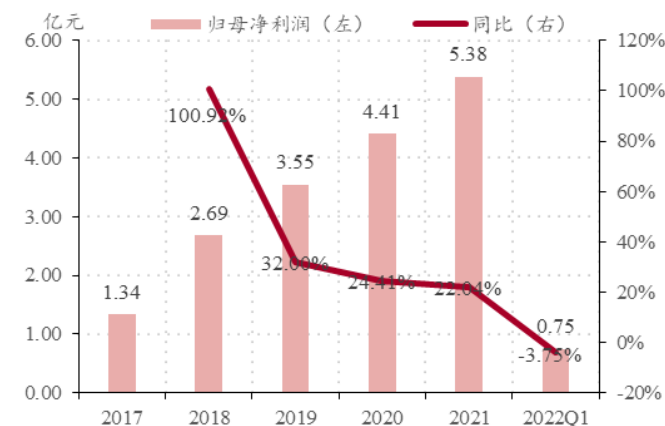
资料来源：公司公告、中银证券

图表 7. 2017-2022Q1 公司营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2017-2022Q1 公司归母净利润及增速



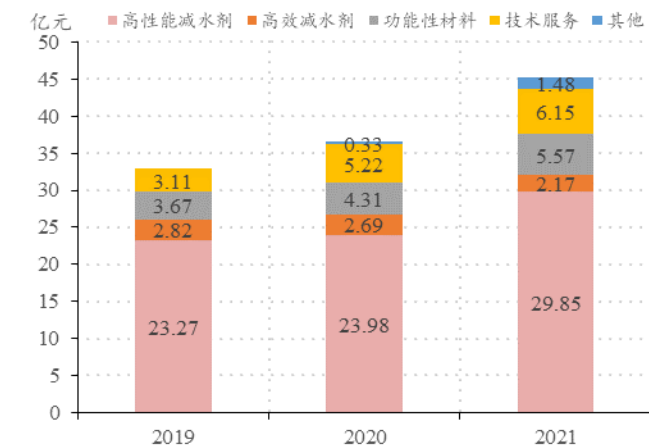
资料来源：万得，中银证券

减水剂是公司营收的主要来源，公司积极实施“减水剂民用化”战略。减水剂可分为普通减水剂，高效减水剂和高性能减水剂。相较于高效减水剂，高性能减水剂减水性更强，同时污染较小符合环保要求，受到行业青睐。目前高性能减水剂是公司营收的主要来源，营收占比维持在 65%以上，高效减水剂占比 2021 年下降至 4.80%。目前，公司正积极推行“减水剂民用化”战略，除铁路、公路等大型建设领域的客户之外，致力将高性能减水剂拓展至民用建筑领域，寻找新的增长点。

功能性材料是公司差异化竞争，实现多元化发展的重要突破点。功能性材料涉及诸多细分领域，对公司研发能力要求较高。公司 2021 年研发费用达 2.2 亿元，研发费用率为 4.9%，具备高于同行的研发投入。公司在功能性材料方面主要涵盖：①有机性功能材料、②交通工程材料、③水泥基功能材料三大业务板块。其中有机性功能材料覆盖包含增强剂、缓凝剂、引气剂、消泡剂以及增稠剂在内的大部分功能性外加剂，可通过产品组合的方式发挥协同效应。交通工程材料主要包括抗车辙材料、沥青再生材料、预防性养护材料等，发展前景较为乐观。水泥基功能材料主要包括 UHPC、灌浆料和掺合料等，广泛应用于桥梁工程、风电工程、建筑市政、维修加固等领域。功能性材料营收从 2019 年的 3.67 亿元上升至 2021 年的 5.57 亿元，营收占比达 12.31%，已逐渐成为推动公司营收增长的重要力量。

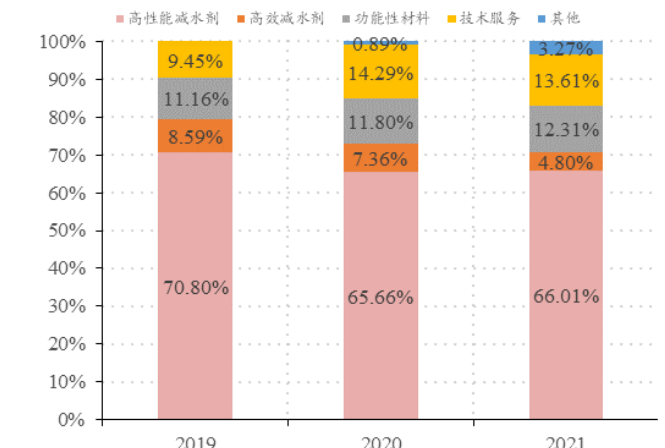
检测服务与产品研发具备协同效应。2021 年检测中心实现收入 6.3 亿元，同比增长 18.2%。检测服务能够获取应用数据，该数据可作为产品研发过程的反馈，进而优化产品研发。此外，检测服务也可与产品共享销售渠道，实现销售协同。

图表 9. 2019-2021 公司主要业务营收



资料来源：万得，中银证券

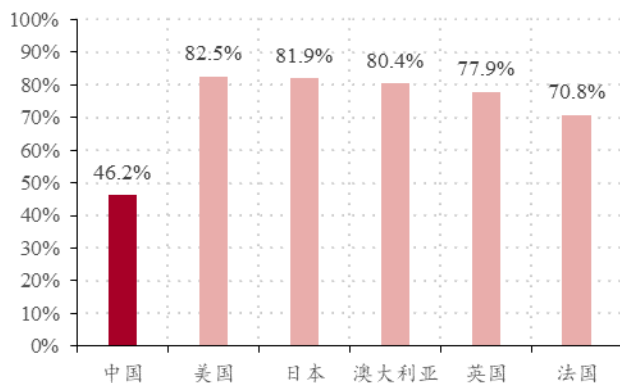
图表 10. 2019-2021 公司主要业务营业收入产品构成



资料来源：万得，中银证券

混凝土商品化率提升，机制砂占比提高拉动减水剂需求。2003 年 10 月，国家出台了关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知，我国混凝土步入商业化。2018 年我国混凝土预拌率为 46.2%，相较于美日澳等国超 80% 的渗透率仍有较大增长空间。相较于现场搅拌，使用预搅拌混凝土在运输过程中需添加更多减水剂，因此对减水剂的需求显著提升。此外机制砂替代天然砂将带动外加剂单位用量的上升。目前，我国机制砂使用率已从 2005 年的 21% 提升至 2019 年的 75%。为达到天然河沙的坍塌度和扩展度，机制砂需要质量更好，数量更多（从 6-7k/平方米翻倍至 12-13kg/平方米）的外加剂。在机制砂不断替代天然砂的大趋势下，外加剂的需求也将大大增加。

图表 11. 2018 年部分国家混凝土预拌率



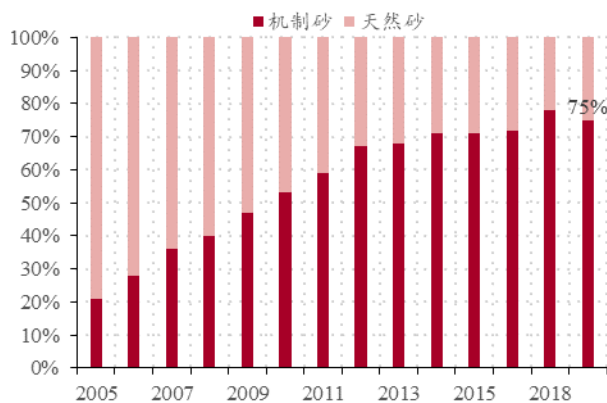
资料来源：云南建投招股说明书，中银证券

图表 12. 2016-2023E 我国混凝土预拌率不断上升



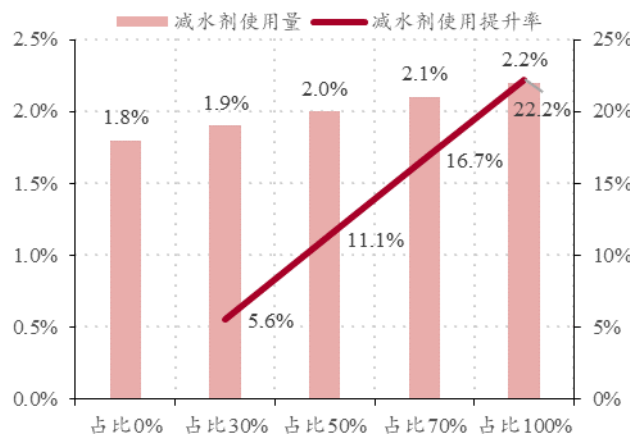
资料来源：云南建投招股说明书，中银证券

图表 13. 2005-2019 机制砂逐渐替代天然砂，占比显著提升



资料来源：产业信息网，中银证券

图表 14. 机制砂占比提升会增加减水剂使用占比

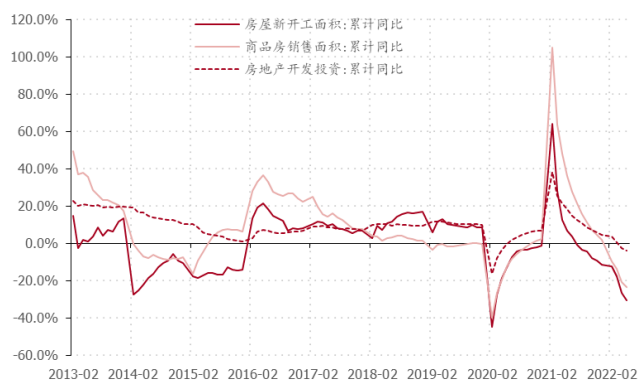


资料来源：《福建建材第八期》，中银证券

高环保要求与化工标准推动行业集中度持续提升。环保是制约化工供给端的重要因素，随着国家对环保、安全标准的逐步提高，一些未达标准、无力负担高昂环保成本以及复杂昂贵生产线的企业将逐渐退出，外加剂企业数量将进一步减少。行业内具备较强技术研发、生产和服务能力企业将有机会获得更大的发展空间，苏博特作为行业内的龙头企业有望受益于行业集中度的持续提升。

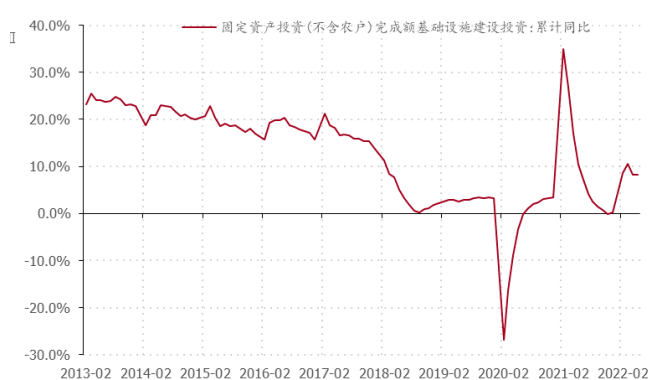
从数据来看，地产行业处于低迷状态，房屋新开工和房地产开发投资仍在恶化。基建投资增速有所扩大。整体看，下游开工需求仍有待观察。

图表 15. 地产行业低迷



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 基建投资逐步回暖



资料来源: 万得, 中银证券

按需扩产, 充分发挥技术优势是本次募资的主要目的。功能性材料方面, 随着各工程领域对优质材料需求的不断提升, 国家相关部门对环保安全问题的逐步重视, 辅以公司产品在性能、质量以及市场接纳度方面市场优势的充分积累, 近三年来公司功能性材料销售不断取得突破, 2019-2021 年销售金额达 3.67 亿元、4.31 亿元、5.57 亿元, 年复合增长率为 23.2%, 发展潜力较大。本次募资可帮助公司扩大产能, 发挥技术优势, 充分迎合未被满足的需求, 在功能性材料领域实现突破。混凝土外加剂方面, 本次募资可帮助公司提高生产力, 满足华南地区快速增长的业务需求, 把握华南市场发展机遇。高性能防水卷材方面, 本次募资可协助公司实现多元化业务协同发展, 实现高分子防水卷材产业化生产。

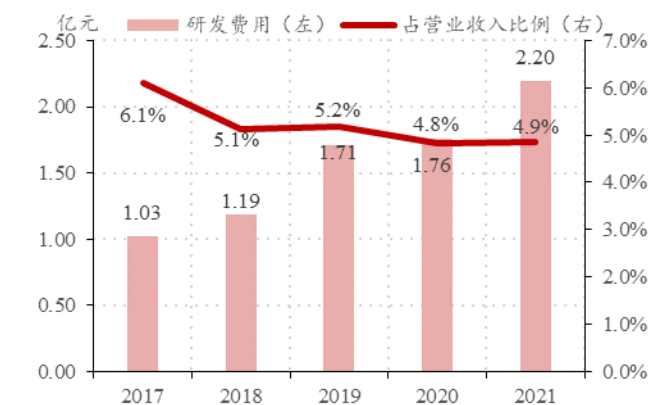
图表 17. 本次募投资金投资项目及主要目的

涉及领域	本次募集资金投资项目	实施主体	主要目的
功能性材料	年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目	镇江苏博特新材料有限公司	扩大公司功能性材料供给能力; 优化公司产品结构, 增强部分功能性材料的产业化生产能力; 巩固市场综合竞争力
混凝土外加剂	苏博特高性能土木工程新材料建设项目 (一期)	广东苏博特新材料有限公司	提高生产力; 满足华南地区快速增长的业务需求; 提升华南市场产品交付速度, 降低运输成本
高性能防水卷材	高性能建筑高分子材料产业化基地项目 (一期)	江苏苏博特新材料股份有限公司	研究防水材料领域可实现多元化业务协同发展; 顺应我国防水材料行业发展趋势; 实现高分子防水卷材产业化生产
公司信息化	信息化系统建设项目	江苏苏博特新材料股份有限公司	实现公司信息化发展战略; 增强公司管理能力, 提升一体化运营水平; 提高公司服务效率
公司财务	补充流动资金	江苏苏博特新材料股份有限公司	降低资产负债率, 改善公司财务结构; 增加营运资金, 提升公司行业竞争力

资料来源: 公司公告, 中银证券

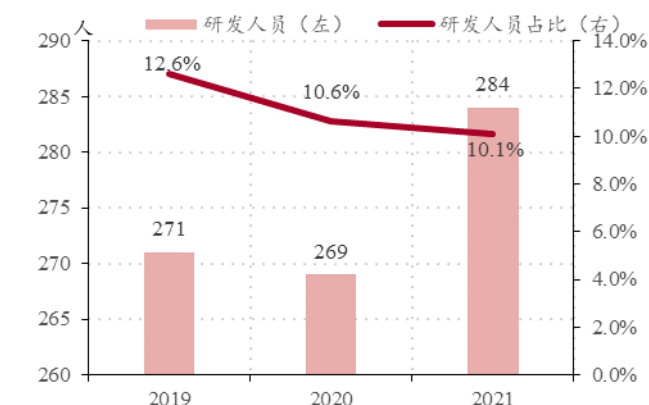
公司不断加大研发力度, 构建技术壁垒。苏博特近年来不断加大研发投入, 2021 年研发费用达 2.2 亿元, 研发人员 284 名, 其中中国工程院院士 2 人 (董事长缪昌文, 董事刘加平, 均为高性能土木工程材料国家重点实验室首席科学家), 国家杰出青年基金获得者 2 人, 在 2016 年度江苏工业企业人才竞争力 100 强榜单中排名前 10, 具备一定的人才优势。

图表 18. 公司研发投入及占比



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 公司研发人员数量及占比

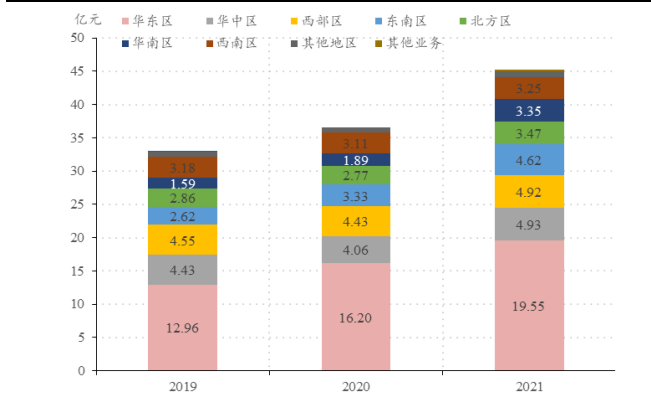


资料来源：万得，中银证券

公司营收在地理空间和产品种类上不断拓展，实现收入来源分散化。公司业务覆盖华东、华中、西部、东南、北方等各区域，其中以华东地区为主，2021 年营收占比 43.45%。随着公司在华南地区布局不断深入，华南地区营收占比也逐步提升至 7.45%。除此之外，公司在检测服务以及功能性材料各领域不断渗透，寻找新的增长点。

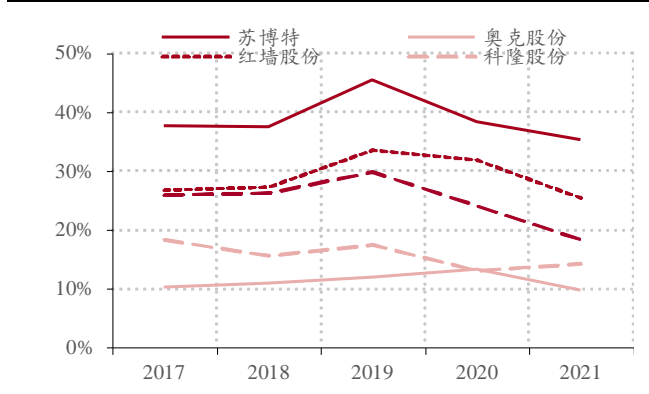
主营业务毛利率小幅下降，仍显著高于可比公司。由于 2019 年之后原材料价格波动较大，受主要产品高性能减水剂销售均价下降以及公司执行新收入准则（将运输费由销售费用转移至成本中）影响，公司主营业务毛利率小幅下降，但公司毛利率水平仍显著高于可比公司，这主要是因为：1) 公司具备技术和品牌优势，可享受更高的品牌溢价；2) 公司能够为客户提供高附加值的技术指导服务，可享受服务溢价；3) 公司高性能减水剂的原材料聚醚由公司自产，虽然在一定程度上给存货周转率施压，但可节约采购成本，提升毛利率。

图表 20. 公司营业收入按地区分布



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 行业内企业毛利率水平



资料来源：公司公告，中银证券

风险提示：

1. 产品推广不及预期。公司功能性材料开发及产品推广不及预期。
2. 下游需求不及预期。地产行业低迷，地产投资不足使得下游需求不及预期。

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