

688621.SH

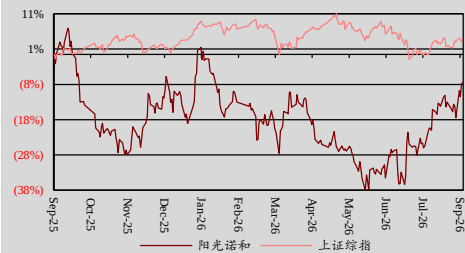
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 70.56

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	7.3	17.5	30.7	(8.1)
相对上证综指	9.3	14.1	34.1	(11.5)

发行股数 (百万)	112.00
流通股 (百万)	112.00
总市值 (人民币 百万)	7,902.72
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	189.62
主要股东	
利度	22.59%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 9 月 3 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：医疗服务

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：苏雪儿

xueer.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030001

阳光诺和

创新转型稳步推进，加码 AI 打开成长空间

公司公布 2026 年半年报，2026H1 实现营业收入 4.26 亿元，同比下降 27.81%；归母净利润-0.24 亿元，同比下降 118.79%；扣非归母净利润-0.25 亿元，同比下降 120.95%；考虑到公司持续推进创新转型，核心品种进入收获期，在研管线储备丰富，随着后续临床推进以及相关 BD 合作落地，未来有望逐步转化贡献收入，公司业绩有望实现稳健增长。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩阶段性承压，股份支付及减值损失抬升费用。**2026H1 公司实现营业收入 4.26 亿元，同比下降 27.81%；归母净利润-0.24 亿元，同比下降 118.79%；扣非归母净利润-0.25 亿元，同比下降 120.95%。2026H1 毛利率为 49.19%，同比下降 2.44 个百分点；销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.00%、18.35%、20.54% 和 1.59%，同比分别提升 2.00、9.69、7.62 和 0.54 个百分点。收入下降叠加费用投入增加，导致当期盈利承压。单季度来看，2026Q2 实现营业收入 2.29 亿元，同比下降 36.28%；归母净利润-0.45 亿元，同比下降 144.92%；扣非归母净利润-0.44 亿元，同比下降 144.66%。2026Q2 毛利率为 49.06%，同比下降 5.82 个百分点；销售、管理、研发和财务费用率分别为 4.73%、16.35%、22.72% 和 1.57%，同比分别提升 2.08、8.89、12.00 和 0.51 个百分点。2026H1 公司确认股份支付费用 2,895.41 万元，管理费用同比增长 53.03%，主要受股权激励费用影响。此外，公司确认信用减值损失 3,841.49 万元、资产减值损失 2,663.71 万元，两项合计 6,505.21 万元，进一步拖累当期利润。
- **主动收缩剥离低效业务，BD 业务收益呈现阶段性波动。**分业务来看，药学研究服务、临床试验及生物分析服务、创新药及改良型新药研发服务分别实现收入 1.80 亿元、1.58 亿元和 0.82 亿元，权益分成收入 504.70 万元。传统 CRO 主业收入呈收缩态势，外部方面，随着国内药品集中采购政策常态化推进，医药行业市场竞争持续加剧；内部方面，公司基于中长期战略考量，持续优化整体业务结构，主动收缩、剥离低毛利、低效益业务及项目，药学业务订单量和收入同比下降。创新药业务方面，对外授权（BD）业务收益呈现阶段性波动，2025 年上半年公司大额创新药授权项目收益集中兑现，2026 年上半年受研发推进节奏及收益确认时点影响，未形成规模化授权合作收益入账。
- **核心创新药临床稳步推进，对外授权推动成果转化。**2026 年上半年公司已构建三十余项拥有完全自主知识产权的 1 类新药在研管线。临床进展方面，核心品种稳步推进，STC007 镇痛适应症 II 期临床已达成预期目标，III 期临床正在推进，瘙痒适应症处于 II 期临床；STC008 处于 I 期临床，STC009 临床试验申请已获批准。小核酸药物 ABA001 及与艺妙神州合作研发的 CAR-T 产品 ZM001 均处于 I 期临床，持续丰富管线布局。对外授权方面，研发管线临床价值逐步落地兑现，STC007 瘙痒适应症相关权益转让予信达，协议约定首付款及研发里程碑款合计最高不超过 1.25 亿元，销售里程碑款累计最高不超过 7.25 亿元。截至公司半年报披露日，STC007 镇痛及瘙痒适应症、STC008 均已完成对外授权，后续里程碑收益兑现仍取决于研发、获批及销售等条件，未来随着公司研发管线的阶段性突破，公司有望逐步兑现相关里程碑收入。
- **研发投入持续加码，AI 赋能构筑差异化壁垒。**2026H1 公司研发投入 8,752.89 万元，同比增长 14.76%，持续加大研发投入。AI 制药方面，公司已形成“自研平台+外部合作”的双轮驱动格局。自研方面，公司建立了融合计算机辅助药物发现（CADD）技术与 AI 分子发现能力的 iCVETide® 多肽新药发现平台，以及 BiMTide®PDC 开发平台，掌握多肽偶联药物的靶向多肽序列、连接子类别及连接位点等关键技术。iCVETide® 平台已实现智能分子设计、高效虚拟筛选与全链条开发的三大突破——可精准预测多肽二级构象与靶点结合效果，覆盖肿瘤、代谢疾病等七大治疗领域的十万级分子库，从立项至 PCC 周期大幅提效，目前已支撑 3 项临床阶段管线及 10 余项临床前项目。外部合作方面，公司持续推进 AI 药物研发及产学研合作，并与多方建立合作：一是公司与华为云共同开发基于盘古大模型的 AI 多肽分子发现平台，借助 AIDD 技术提升多肽分子发现与结构优化能力；二是公司与深药科技（苏州）有限公司达成合作，围绕纳米靶向抗体发现与改造、治疗及靶向环肽设计、RNA 靶向小分子化合物发现、多靶点小分子药物发现及递送系统等方面开展协同研发，合力推动 AI 药物研发由概念验证落地为实际管线产出，加速更多高成药性候选分子推进至临床阶段并实现商业化；三是与北京大学医学部共建“北大医学-阳光诺和创新药物联合实验室”，聚焦细胞治疗、基因治疗及人工智能技术挖掘临床数据等前沿方向。随着公司在 AI 制药领域布局持续完善，有望持续降低研发成本、缩短研发周期，加速创新管线的临床推进与对外授权转化。

投资建议

- 我们预计 2026-2028 年阳光诺和归母净利润分别为 2.21/2.58/2.96 亿元，P/E 分别为 35.7/30.6/26.7 倍。考虑到公司持续推进创新转型，核心品种进入收获期，在研管线储备丰富，随着后续临床推进以及相关 BD 合作落地，未来有望逐步转化贡献收入，公司业绩有望实现稳健增长。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 创新药研发及商业化不及预期风险、BD 里程碑收益兑现不及预期风险、临床 CRO 订单不及预期风险、行业政策变化及市场竞争风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,078	1,222	1,308	1,436	1,623
增长率(%)	15.7	13.3	7.0	9.7	13.0
EBITDA(人民币 百万)	241	272	349	439	705
归母净利润(人民币 百万)	177	204	221	258	296
增长率(%)	(4.0)	14.9	8.6	16.6	14.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.58	1.82	1.98	2.31	2.64
市盈率(倍)	44.5	38.8	35.7	30.6	26.7
市净率(倍)	7.2	6.5	5.6	3.7	2.0
EV/EBITDA(倍)	17.1	26.2	22.8	18.2	11.3
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

盈利预测与估值

我们分业务对公司 2026-2028 年经营情况进行预测，主要假设如下：

- 1) 药学研究服务：公司药学研究服务主要涵盖仿制药处方工艺开发、质量研究及一致性评价等。受仿制药研发需求承压、行业竞争加剧及公司主动调整业务结构影响，预计该业务收入规模继续收缩，2026-2028 年收入分别为 2.71/2.17/1.73 亿元，同比下降 20.00%/20.00%/20.00%。随着公司减少低效项目承接、优化项目结构及成本管理，预计毛利率稳中有降，后逐步企稳，2026-2028 年分别为 32.34%/31.84%/31.34%。
- 2) 临床试验及生物分析服务：公司临床试验及生物分析服务覆盖创新药临床研究、仿制药生物等效性试验及相关样本分析等环节。考虑到一体化研发服务带来的内部项目导流、长期客户合作及项目交付转化，预计该业务成为收入增长的主要支撑，2026-2028 年收入分别为 6.27/7.52/9.03 亿元，同比增长 20.00%/20.00%/20.00%；随着业务规模扩大及项目执行效率提升，预计毛利率稳步改善，2026-2028 年分别为 37.80%/37.90%/38.00%。
- 3) 创新药、改良型新药研发服务：该业务是公司创新转型的重要方向，主要通过自主研发项目对外转让及后续研发服务实现收入。随着在研管线推进、合作项目履约及研发成果转化，预计 2026-2028 年收入分别为 2.86/3.28/3.88 亿元，同比增长 15.00%/15.00%/18.00%。考虑到部分自主研发项目的前期投入已计入研发费用，成果转化环节结转的直接成本相对较低，预计 2026-2028 年毛利率分别为 94.87%/94.82%/94.77%。
- 4) 知识产权授权：公司依托自主研发管线，通过区域权益许可及合作开发等方式获取授权收入和里程碑收益。综合考虑管线研发进展、合作拓展及收入确认节奏，预计 2026-2028 年收入分别为 1.10/1.21/1.39 亿元，同比增长 10.00%/10.00%/15.00%。该业务收入具有波动性，业绩贡献取决于具体合作落地及履约节点。
- 5) 权益分成：公司在部分研发合作项目中保留产品上市后的销售收益分成权。随着合作品种商业化推进及销售规模扩大，预计权益分成收入持续增长，2026-2028 年分别为 0.13/0.14/0.17 亿元，同比均增长 15.00%/15.00%/15.00%。

图表 1. 阳光诺和盈利预测（单位：百万元）

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
药学研究服务	收入	558.68	338.48	270.79	216.63	173.30
	YoY()	(1.74)	(39.41)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
	毛利率()	61.37	32.84	32.34	31.84	31.34
临床试验和生物分析服务	收入	511.65	522.56	627.08	752.49	902.99
	YoY()	41.19	2.13	20.00	20.00	20.00
	毛利率()	37.17	37.70	37.80	37.90	38.00
创新药、改良型新药研发服务	收入		248.36	285.62	328.46	387.59
	YoY()			15.00	15.00	18.00
	毛利率()		96.87	94.87	94.82	94.77
知识产权授权	收入		100.00	110.00	121.00	139.15
	YoY()			10.00	10.00	15.00
权益分成	收入	6.53	10.94	12.58	14.47	16.64
	YoY()		67.44	15.00	15.00	15.00
其他	收入	1.61	1.90	2.18	2.51	2.89
	YoY()	41.20	18.25	15.00	15.00	15.00
	毛利率()	96.52	92.02	69.00	68.00	67.00
合计	收入	1,078.47	1,222.25	1,308.25	1,435.56	1,622.55
	YoY()	15.70	13.33	7.04	9.73	13.03
	毛利率()	50.18	54.12	55.01	55.92	56.85

资料来源：公司财报，中银证券

综合来看，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 13.08/14.36/16.23 亿元，同比增长 7.04%/9.73%/13.03%，综合毛利率分别为 55.01%/55.92%/56.85%。因传统仿制药 CRO 业务受集采和竞争加剧影响，公司传统业务有所承压，且公司 BD 收益呈阶段性波动，短期业绩有所承压。中长期看，公司持续推进创新转型，推进“CRO 服务+自主新药”双轮驱动战略，核心创新品种步入收获期，在研管线储备丰富，未来有望逐步转化贡献收入，公司业绩有望实现稳健增长。

可比公司层面，我们选取药明康德、诺思格和博济医药进行对比。药明康德作为 CXO 龙头企业，业务具有可比性；诺思格、博济医药在临床研发服务领域与公司具有一定可比性。我们预计 2026-2028 年阳光诺和归母净利润分别为 2.21/2.58/2.96 亿元，P/E 分别为 35.69/30.60/26.74 倍。考虑到公司持续推进创新转型，核心品种进入收获期，在研管线储备丰富，随着后续临床推进以及相关 BD 合作落地，未来有望逐步转化贡献收入，公司业绩有望实现稳健增长。首次覆盖，给予 **买入** 评级。

图表 2. 可比公司估值对比表

代码	公司	最新价格 2026/9/3	每股收益（元）				P/E（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603259	药明康德	156.63	6.42	7.30	8.86	10.53	24.40	21.59	17.78	14.96
301333	诺思格	52.80	1.42	1.58	1.84	1.85	37.25	33.44	28.73	28.49
300404	博济医药	12.61	0.08	0.14	0.19	0.25	159.42	90.08	65.73	50.67
	平均	104.72	2.64	3.01	3.63	4.21	73.69	48.37	37.41	31.37
688621	阳光诺和	70.56	1.82	1.98	2.31	2.64	38.76	35.69	30.60	26.74

资料来源：iFind，中银证券所

注：药明康德、诺思格和博济医药收入预测均来自 iFind 一致预期，日期截至 2026 年 9 月 3 日。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,078	1,222	1,308	1,436	1,623
营业收入	1,078	1,222	1,308	1,436	1,623
营业成本	537	561	589	633	700
营业税金及附加	2	3	21	17	19
销售费用	44	53	68	82	97
管理费用	106	141	196	215	243
研发费用	172	162	229	251	276
财务费用	10	14	8	3	4
其他收益	18	20	15	18	8
资产减值损失	0	(40)	0	0	0
信用减值损失	(44)	(64)	15	15	15
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	5	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	178	212	234	272	311
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	176	209	231	269	308
所得税	7	(2)	2	3	3
净利润	169	211	228	266	305
少数股东损益	(8)	7	7	8	9
归母净利润	177	204	221	258	296
EBITDA	241	272	349	439	705
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.58	1.82	1.98	2.31	2.64

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,514	1,741	1,276	1,592	1,590
货币资金	566	462	131	144	162
应收账款	442	582	514	688	671
应收票据	8	2	8	3	10
存货	15	14	16	16	20
预付账款	86	155	98	174	127
合同资产	312	336	344	387	422
其他流动资产	86	189	164	179	178
非流动资产	473	544	833	1,321	3,358
长期投资	106	159	159	159	159
固定资产	158	139	293	652	2,519
无形资产	5	5	62	125	188
其他长期资产	204	241	319	384	492
资产合计	1,987	2,285	2,110	2,913	4,948
流动负债	779	969	637	703	824
短期借款	309	499	116	147	181
应付账款	38	53	42	60	53
其他流动负债	431	417	479	495	590
非流动负债	106	83	34	34	34
长期借款	67	48	0	0	0
其他长期负债	39	35	34	34	34
负债合计	885	1,051	671	737	859
股本	112	112	112	112	112
少数股东权益	2	16	23	31	40
归属母公司股东权益	1,101	1,217	1,416	2,145	4,050
负债和股东权益合计	1,987	2,285	2,110	2,913	4,948

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	169	211	228	266	305
折旧摊销	68	72	128	186	404
营运资金变动	(213)	(277)	181	(267)	107
其他	7	88	39	(21)	8
经营活动现金流	32	93	576	165	823
资本支出	(30)	(42)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(5)	(99)	0	0	0
其他	(7)	(64)	6	6	6
投资活动现金流	(43)	(205)	(449)	(649)	(2,444)
银行借款	(7)	171	(431)	32	34
股权融资	(126)	(125)	(23)	470	1,609
其他	6	(27)	(4)	(5)	(3)
筹资活动现金流	(128)	19	(458)	497	1,640
净现金流	(138)	(93)	(331)	13	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.7	13.3	7.0	9.7	13.0
营业利润增长率(%)	(8.5)	19.2	10.3	16.4	14.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(4.0)	14.9	8.6	16.6	14.4
息税前利润增长率(%)	(9.2)	16.0	10.2	14.4	19.5
息税折旧前利润增长率(%)	(5.1)	12.7	28.4	25.8	60.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(4.0)	14.9	8.6	16.6	14.4
获利能力					
息税前利润率(%)	16.0	16.4	16.9	17.6	18.6
营业利润率(%)	16.5	17.3	17.9	19.0	19.2
毛利率(%)	50.2	54.1	55.0	55.9	56.9
归母净利润率(%)	16.5	16.7	16.9	18.0	18.2
ROE(%)	16.1	16.7	15.6	12.0	7.3
ROIC(%)	10.6	10.9	13.4	10.4	6.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2
净负债权益比	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.9	1.8	2.0	2.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4
应收账款周转率	2.9	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	22.8	27.0	27.6	28.1	28.7
费用率					
销售费用率(%)	4.1	4.3	5.2	5.7	6.0
管理费用率(%)	9.9	11.5	15.0	15.0	15.0
研发费用率(%)	15.9	13.2	17.5	17.5	17.0
财务费用率(%)	1.0	1.1	0.6	0.2	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	1.8	2.0	2.3	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.8	5.1	1.5	7.4
每股净资产(最新摊薄)	9.8	10.9	12.6	19.1	36.2
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	44.5	38.8	35.7	30.6	26.7
P/B(最新摊薄)	7.2	6.5	5.6	3.7	2.0
EV/EBITDA	17.1	26.2	22.8	18.2	11.3
价格/现金流(倍)	246.8	84.8	13.7	47.8	9.6

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 6-12 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任何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
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