



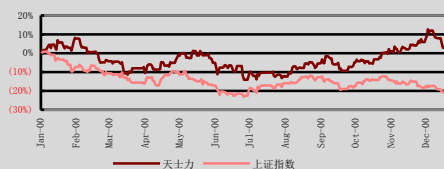
600535.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.78

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.7)	(21.9)	(31.2)	(23.7)
相对上证指数	2.6	(17.2)	(15.8)	(5.4)

发行股数(百万)	1,513
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	31,433
3个月日均交易额(人民币 百万)	297
净负债比率(%) (2018E)	6
主要股东(%)	
天士力控股集团有限公司	45

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年8月17日收市价为标准

相关研究报告

《天士力 2018 年 Q1 点评: 工商业齐头并进, 业绩上升趋势确定》 20180417

《天士力: 与礼来战略合作引进新型口服降糖药, 糖尿病管线再添重磅品种》 20180404

《天士力业绩符合预期, 进入三大药协同发展新时期》 20180327

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

张威亚

(8610)66229354  
weiyazhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

(0755)82560525  
zhouyu.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

柴博

(0755)82560525  
bo.chai@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514  
ruiting.gao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

# 天士力

## 2018H1 业绩稳健增长, 研发管线加速成长

公司公布 2018H1 业绩, 在报告期内, 公司实现营业收入 84.76 亿元, 增速 16.68%; 归母净利润 9.25 亿, 增速 22.32%; 扣非归母净利润 8.33 亿, 增速 12.39%。经营性净现金流 6.35 亿元, 同比增长 154%。2018 年 Q2 实现营业收入 45.24 亿, 同比增长 15.49%; 归母净利润 5.53 亿, 同比增长 26.34%; 扣非归母净利润 4.73 亿, 同比增长 10.06%。

### 支撑评级的要点

#### ■ 医药工业稳健增长, 研发投入再创新高

报告期内, 医药工业实现收入 32.88 亿元, 增速 13.84%; 毛利率 74.54%, 较去年同期提升 3.43pp。现代中药、化药稳健增长, 生物药板块大幅增长。我们认为, 公司主要的工业品种终端需求刚性, 其中, 收入占比较大的现代中药板块中产品多为独家品种, 降价压力小; 普佑克进医保后放量显著, 医药工业未来将保持 10-15% 常态化稳健增长。

2018 年中报显示, 公司研发投入 3.26 亿元。同比增长 46.6%, 研发投入占医药工业比例 9.92%, 较去年同比提升 2.22pp。"四位一体" 研发模式构筑领先研发管线, 持续高研发投入推动加速成长, 为公司持续发展提供动力。

#### ■ 医药商业融资能力提升, 慢病管理业务稳步增长

报告期内, 医药商业实现收入 51.49 亿元, 同比增长 18.85%, 毛利率 10.01%, 较去年同期提升 2.59pp。天士力营销挂牌新三板提高直接融资能力。公司慢病业务实现收入 1.99 亿元, 同比增长 40.4%, 慢病会员数量持续增长。公司加快了天津以外地区推广复制, 并完成慢病管理平台的迭代升级。

#### ■ 财务指标保持稳健, 经营性净现金流大幅改善

公司整体毛利率 35.11%, 较去年同期增长 2.19pp, 主要得益于工商业板块毛利率齐升。期间费用率 21.37%, 较去年同期提升 2.67pp, 其中销售费用率 12.89% 提升 1.47pp, 主要是公司加大市场投入, 加强市场网络建设及学术推广所致; 管理费用率 5.73%, 提升 0.26%, 主要是加大研发投入所致; 财务费用率 2.74%, 提升 0.92%, 主要是公司贷款规模增大且贷款利率提高导致利息支出增加所致。公司应收账款 84.22 亿元, 同比增长 37%, 应收款账龄健康, 其中账龄 1 年内占比 97.8%, 1 年以上计提严格; 经营活动净现金流 6.35 亿元, 同比增长 154%, 去年同期 -11.74 亿元, 主要系票据到期托收及票据贴现高于去年同期所致。

### 评级面临的主要风险

■ 产品销售不达预期; 丹滴海外补充三期试验进度慢于预期或失败。

### 估值

■ 我们预计 2018 年-2020 年公司实现收入分别为 187.9 亿元、213.28 亿元、245.47 亿元, 净利润 16.078 亿元、19.06 亿元、21.30 亿元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	13,945	16,094	18,709	21,328	24,547
变动(%)	5	15	16	14	15
净利润(人民币 百万)	1,176	1,377	1,606	1,906	2,130
全面摊薄每股收益(人民币)	1.089	1.274	1.062	1.260	1.408
变动(%)	(20.4)	17.0	(16.6)	18.7	11.7
全面摊薄市盈率(倍)	19.1	16.3	19.6	16.5	14.8
价格/每股现金流量(倍)	19.5	(27.3)	4.9	(8.7)	5.2
每股现金流量(人民币)	1.07	(0.76)	4.27	(2.40)	4.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	15.9	11.9	11.9	9.2
每股股息(人民币)	0.560	0.000	0.291	0.331	0.252
股息率(%)	2.7	n.a.	1.4	1.6	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 1. 医药工业稳健增长，研发投入再创新高。

报告期内，医药工业实现收入 32.88 亿元，增速 13.84%；毛利率 74.54%，较去年同期提升 3.43pp。现代中药板块实现收入 24.52 亿元，同比增长 11.28%，较 Q19% 增速继续提升；化药制剂板块实现收入 6.93 亿元，同比增长 10.83%；生物药板块普佑克实现收入 1.17 亿元（Q1 5,035 万元，Q2 6,747 万元），同比增长 215.91%，毛利率 66.69%，较去年同期提升 22.89pp。**我们认为，公司主要的工业品种终端需求刚性，其中，收入占比较大的现代中药板块中产品多为独家品种，降价压力小；普佑克进医保后放量显著，医药工业未来将保持 10-15% 常态化稳健增长。**

2018 年中报显示，公司研发投入 3.26 亿元。同比增长 46.6%，研发投入占医药工业比例 9.92%，较去年同比提升 2.22pp。**持续研发投入极大推动了公司研发管线成长：自主研发领域**，丹滴（T89）纺织机型高原综合征（AMS）获得 FDA 临床批件，进入 II 期临床；1 类化药创新药新型 PARP 抑制剂取得临床批件，标志着公司围绕靶向药物治疗肿瘤领域取得了积极成果；生物创新药普佑克脑梗适应症进入临床 III 期，加速实现新适应症上市进程；**合作研发领域**，PXT3003 进入优先评审并取得临床批件，“治疗用乙型肝炎腺病毒注射液”（T101）完成临床招募，I 期临床进展顺利；**产品引进方面**，公司先后引进了美国礼来公司的 GPR40 选择性激动剂、日本 EA 制药的钙感受体的变构调节剂 AJT240、Mesoblast 公司的两款干细胞治疗药品 MPC-150-IM 和 MPC-25-IC。**投资市场许可优先权**，健亚生物第三代胰岛素产品甘精胰岛素和赖脯胰岛素目前正在准备欧盟申报材料。派格生物目前长效 GLP-1 类似物正在进行中国和美国临床 II 期实验，GLP-1 Glucogan 双受体激动剂预计 2018 年完成 IND 申报。**“四位一体”研发模式构筑领先研发管线，持续高研发投入推动加速成长，为公司持续发展提供动力。**

### 2. 医药商业融资能力提升，慢病管理业务稳步增长

报告期内，医药商业实现收入 51.49 亿元，同比增长 18.85%，毛利率 10.01%，较去年同期提升 2.59pp。天士力营销 2018 年 4 月 13 日实现做市转让交易，2018 年 5 月 25 日入选 2018 年新三板创新层名单，大幅度提升了交易的活跃度，提高公司直接融资能力。同时，天士力营销拟通过发行应收账款资产支持专项计划融资不超过 17 亿，以提高资金使用效率，优化资产结构。

公司慢病业务实现收入 1.99 亿元，同比增长 40.4%，慢病会员数量持续增长。慢病管理业务推广方面，公司加快了天津以外地区推广复制，完成甘肃、本溪共建智慧慢病医疗保障服务平台战略合作签约，并启动广西、沈阳、广东、嘉兴、绍兴等 10 余个省市慢病服务异地拓展对接工作。慢病业务平台迭代升级方面，公司在“医疗+在线医保结算+送药+慢病管理”基础上升级为“智慧医疗+智慧医保+城市中心智慧药房+智慧健康管理”的智慧慢病医疗健康平台。

### 3. 财务指标保持稳健，经营性净现金流大幅改善

公司整体毛利率 35.11%，较去年同期增长 2.19pp，主要得益于工商业板块毛利率齐升。期间费用率 21.37%，较去年同期提升 2.67pp，其中销售费用率 12.89% 提升 1.47pp，主要是公司加大市场投入，加强市场网络建设及学术推广所致；管理费用率 5.73%，提升 0.26%，主要是加大研发投入所致；财务费用率 2.74%，提升 0.92%，主要是公司贷款规模增大且贷款利率提高导致利息支出增加所致。公司应收账款 84.22 亿元，同比增长 37%，应收款账龄健康，其中账龄 1 年内占比 97.8%，1 年以上计提严格；经营活动净现金流 6.35 亿元，同比增长 154%，去年同期 -11.74 亿元，主要系票据到期托收及票据贴现高于去年同期所致。

### 4. 拟实行 1-2 亿元股票回购，彰显对公司发展信心

公司在发布 2018 年半年报同时公告股票回购方案，拟通过集中竞价方式，以不高于 36.31 元/股价格，回购不低于 1 亿元，不高于 2 亿元总额公司股票。股票回购方案将在股东大会审议通过回购股份预案之日起 6 个月内实施。高价回购方案彰显了公司对发展前景的信心。

### 5. 天士力生物新一轮融资完成，估值 18.95 亿美元

公司之前公告子公司天士力生物完成新一轮融资，4 家境外机构和 1 家国际制药企业出资 1.33 亿美元认购其增发的 7,571 万股股份，合计占增资扩股后总股份的 6.99%，其中：汇桥资本 LB 等四家境外投资机构以现金出资 8450 万美元，占比 4.46%；Transgene SA 将以非货币方式（天士力创世杰的 50% 股权及“T101 专利”）出资 4,800 万美元，占比 2.53%。按照该协议，天士力生物扩股前估值 17.62 亿美元，增资扩股后估值 18.95 亿美元，成为目前国内估值首位的“独角兽”标的。我们认为，天士力生物港股上市后，能够形成其独立的融资能力，能够为后续生物药研发提供资金保障支持业务规模进一步扩大，其收入和利润将同步反映到公司财务报表，有助于提升公司财务表现；公司生物药板块实现了单独估值，有助于提升公司在创新药领域价值；借助香港公司规范化治理结构，进一步提升公司国际化治理水平，打造国际化视野的生物医药平台。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年上半年	2018 年上半年	同比(%)
营业收入	7,264.47	8,475.95	16.68
营业成本	4,873.19	5,500.41	12.87
毛利润	2,311.54	2,891.26	25.08
营业税金及附加	79.74	84.27	5.68
管理费用	397.54	485.72	22.18
销售费用	829.26	1,092.75	31.77
营业利润	912.55	1,148.08	25.81
资产减值	36.69	30.95	(15.64)
财务费用	(131.97)	(232.57)	(76.23)
投资收益	(3.54)	82.27	2424.01
营业外收入	18.07	2.94	(83.74)
营业外支出	5.50	0.86	(84.36)
利润总额	924.86	1,150.16	24.36
所得税	155.94	208.89	33.95
94 少数股东损益	12.69	16.27	28.21
归属于母公司的净利润	756.23	925.00	22.32
基本每股收益(元)	0.70	0.61	(12.86)
毛利率(%)	32.92	34.45	1.53 个百分点
净利率(%)	10.70	11.22	0.52 个百分点

资料来源：万得，中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	13,945	16,094	18,709	21,328	24,547
销售成本	(9,005)	(10,443)	(12,274)	(13,993)	(16,109)
经营费用	(2,928)	(3,283)	(3,776)	(4,266)	(5,012)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>2,013</b>	<b>2,369</b>	<b>2,659</b>	<b>3,069</b>	<b>3,427</b>
折旧及摊销	(309)	(342)	(385)	(421)	(443)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>1,704</b>	<b>2,026</b>	<b>2,274</b>	<b>2,647</b>	<b>2,983</b>
净利息收入/(费用)	(228)	(318)	(337)	(341)	(393)
其他收益/(损失)	20	(41)	11	5	(8)
<b>税前利润</b>	<b>1,496</b>	<b>1,668</b>	<b>1,948</b>	<b>2,311</b>	<b>2,582</b>
所得税	(277)	(334)	(312)	(370)	(413)
少数股东权益	43	26	30	35	39
<b>净利润</b>	<b>1,176</b>	<b>1,377</b>	<b>1,606</b>	<b>1,906</b>	<b>2,130</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1,268</b>	<b>1,306</b>	<b>1,610</b>	<b>1,910</b>	<b>2,132</b>
每股收益(人民币)	1.089	1.274	1.062	1.260	1.408
核心每股收益(人民币)	1.173	1.209	1.064	1.263	1.409
每股股息(人民币)	0.560	0.000	0.291	0.331	0.252
收入增长(%)	5	15	16	14	15
息税前利润增长(%)	(15)	19	12	16	13
息税折旧前利润增长(%)	(12)	18	12	15	12
每股收益增长(%)	(20)	17	(17)	19	12
核心每股收益增长(%)	(20)	3	(12)	19	12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,496	1,668	1,948	2,311	2,582
折旧与摊销	309	342	385	421	443
净利息费用	228	318	337	341	393
运营资本变动	(359)	(2,817)	3,749	(6,256)	3,900
税金	(234)	(240)	(312)	(370)	(413)
其他经营现金流	(286)	(94)	355	(80)	(849)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,154</b>	<b>(823)</b>	<b>6,462</b>	<b>(3,632)</b>	<b>6,056</b>
购买固定资产净值	100	107	251	245	218
投资减少/增加	(44)	(327)	(12)	(18)	(21)
其他投资现金流	(709)	(1,119)	(410)	(527)	(442)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(654)</b>	<b>(1,339)</b>	<b>(171)</b>	<b>(300)</b>	<b>(246)</b>
净增权益	(605)	0	(440)	(501)	(381)
净增债务	(197)	5,456	(4,951)	5,262	(4,519)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	570	(3,099)	355	(539)	(649)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(232)</b>	<b>2,384</b>	<b>(4,984)</b>	<b>4,325</b>	<b>(5,328)</b>
现金变动	268	222	1,307	393	483
期初现金	1,080	1,330	1,499	2,806	3,199
公司自由现金流	500	(2,162)	6,291	(3,932)	5,811
权益自由现金流	531	3,612	1,676	1,671	1,685

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,713	2,144	3,270	3,697	4,217
应收帐款	7,147	10,303	7,934	13,657	11,474
库存	2,012	2,231	2,761	2,998	3,578
其他流动资产	303	371	293	524	427
<b>流动资产总计</b>	<b>11,176</b>	<b>15,049</b>	<b>14,258</b>	<b>20,875</b>	<b>19,697</b>
固定资产	3,908	3,961	3,757	3,513	3,222
无形资产	940	1,046	1,116	1,185	1,250
其他长期资产	643	949	1,110	1,334	1,531
<b>长期资产总计</b>	<b>5,490</b>	<b>5,956</b>	<b>5,984</b>	<b>6,031</b>	<b>6,003</b>
<b>总资产</b>	<b>17,126</b>	<b>21,532</b>	<b>20,469</b>	<b>26,895</b>	<b>25,454</b>
应付帐款	2,893	2,828	4,388	3,696	5,505
短期债务	2,388	6,949	3,010	6,024	3,681
其他流动负债	2,877	1,563	1,798	2,392	1,903
<b>流动负债总计</b>	<b>8,159</b>	<b>11,340</b>	<b>9,197</b>	<b>12,112</b>	<b>11,089</b>
长期借款	400	892	409	2,439	232
其他长期负债	361	326	336	341	334
股本	1,080	1,080	1,513	1,513	1,513
储备	6,886	7,590	8,664	10,106	11,862
<b>股东权益</b>	<b>7,967</b>	<b>2,905</b>	<b>10,177</b>	<b>11,619</b>	<b>13,374</b>
少数股东权益	243	320	350	385	424
<b>总负债及权益</b>	<b>17,126</b>	<b>21,532</b>	<b>20,469</b>	<b>26,895</b>	<b>25,454</b>
每股帐面价值(人民币)	7.37	2.69	6.73	7.68	8.84
每股有形资产(人民币)	6.50	1.72	5.99	6.90	8.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	5.87	0.14	3.30	0.01

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.4	14.7	14.2	14.4	14.0
息税前利润率(%)	12.2	12.6	12.2	12.4	12.2
税前利润率(%)	10.7	10.4	10.4	10.8	10.5
净利率(%)	8.4	8.6	8.6	8.9	8.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.6	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	7.5	6.4	6.8	7.8	7.6
净权益负债率(%)	17.8	196.6	5.8	43.8	1.7
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.5	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.1	16.3	19.6	16.5	14.8
核心业务市盈率(倍)	17.7	17.2	19.5	16.5	14.7
市净率(倍)	2.8	7.7	3.1	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	19.5	(27.3)	4.9	(8.7)	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	15.9	11.9	11.9	9.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	76.5	74.2	74.2	75.1	74.5
应收帐款周转天数	178.5	197.9	177.9	184.7	186.8
应付帐款周转天数	70.1	64.9	70.4	69.2	68.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	51.4	0.0	27.4	26.3	17.9
净资产收益率(%)	15.2	25.3	24.6	17.5	17.0
资产收益率(%)	8.5	8.4	9.1	9.4	9.6
已运用资本收益率(%)	2.6	3.1	3.2	2.8	2.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来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