

2010 年 11 月 25 日

九安医疗

新概念健康电子产品的开拓者

A
买入

002432.SZ – 人民币 28.38

目标价格: 人民币 36.75

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	-	(2)	7	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	-	7	4	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	124
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万)	880
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	66
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
三和工业电器科技有限公司	51.60
HEDDINGTON LTD.	14.94
龙天集团有限公司	8.23
深圳市同盛卓越创业投资有限公司	0.23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 焦阳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

九安医疗是专业生产电子血压计、血糖仪等家用医疗健康电子产品的龙头企业。公司以 ODM 方式生产的电子血压计在欧洲市场占有率第一; 在美国市场也发展迅速, 有望再次击败台湾的竞争对手; 在国内市场厚积薄发, 正逐渐发展为民族品牌的领军者。新开发的血糖检测产品将为公司的高速发展增添新的助推力。我们预计, 与 APPLE 公司合作开发的新一代电子血压计将引领便携式健康医疗设备的革命, 在获取高额回报的同时也将使公司第一次以创新开拓者的身份登上全球健康电子产品的舞台。我们给予买入的首次评级, 目标价格 36.75 元。

支撑评级的要点

- 2010 年电子血压计业务受欧洲市场拖累小幅下滑, 未来 2 年随着欧洲市场的恢复以及美国和中国市场的快速增长, 电子血压计业务将重拾快速增长之路。
- 血糖检测产品将借助已经建立的渠道快速进入美国市场, 同时凭借价格优势在国内市场推广, 未来 2 年将呈现爆发性增长态势。
- 与 APPLE 公司合作开发的新一代电子血压计将引领便携式健康医疗设备的革命, 并获得丰厚的回报。

评级面临的主要风险

- 人民币升值会对公司的盈利产生负面影响; 欧美经济下滑将影响公司销售收入的增长。

估值

- 我们预计公司未来 2 年业绩增速分别为 150% 和 73%, 给予公司 2011 年 50 倍市盈率, 目标股价为 36.75 元。首次评级 买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	280	313	318	563	812
变动 (%)	29	12	1	77	44
净利润 (人民币 百万)	31	39	36	91	157
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.337	0.420	0.294	0.735	1.268
变动 (%)	(28.7)	24.7	(29.9)	149.9	72.5
全面摊薄市盈率 (倍)	84.3	67.6	96.5	38.6	22.4
每股现金流量 (人民币)	0.03	0.46	0.22	0.86	1.49
价格/每股现金流量 (倍)	1,041.4	61.8	127.3	33.1	19.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	71.0	53.3	62.7	25.0	14.0
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
估值.....	4
盈利前景.....	5
公司概况.....	10
主营业务状况分析	11
财务状况.....	25
风险因素.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司	28

投资摘要

公司的主营产品为电子血压计、低频治疗仪以及血糖检测产品，其中电子血压计为公司的主要产品，血糖检测产品业务为 2009 年新增业务。公司还在与 APPLE 公司合作开发新一代电子血压计，预计将在 2011 年正式销售。

公司的电子血压计业务 2010 年增长缓慢，主要是由于最大的市场德国因经济下滑导致市场萎缩。我们预计 2011 年血压计欧洲市场、美洲市场、国内市场分别增长 5%、30%、25%，整体血压计业务增速为 17%，2012 年业务增速约为 20%。

公司的血糖检测业务增长也非常迅速。我们预计，2010 年国内血糖检测业务收入将达 1,000 万元，2011 年血糖检测将进入美国市场，预计将销售 6,500 万片，连同国内业务 100% 的增长，整体血糖检测业务将实现收入 5,000 万元以上，2012 年将继续保持 70% 的增长。

公司与 APPLE 公司合作开发的新一代电子血压计将于 2011 年 1 月亮相 CES 国际消费电子展。参考 49 美元的 Apple 通用基座网上售价，我们预计该产品的终端零售价将在 80-100 美元之间，单台利润很有可能超过 20 美元，相当于每销售 10 万台增厚公司业绩约 0.08 元。考虑到美国市场超过 2,000 万的 iPhone、iPad 用户数量以及年销售 400 万台电子血压计的市场，我们认为新一代电子血压计 2011 年销售超 30 万台的概率较大，贡献每股收益约为 0.22 元。基于便携式健康医疗设备的技术共性，如果新一代电子血压计销量可观，相关设备增加血糖测量、体脂测量等新功能或向其他智能手机系统拓展将会非常容易。

估值

家用医疗健康电子产品是医疗器械行业中的一个新兴细分行业，目前暂无相同主业的 A 股上市公司。我们选取医疗器械行业的鱼跃医疗、阳普医疗、乐普医疗、新华医疗、万东医疗作为参照公司，基于行业平均 PE 水平，考虑到公司 2011 年开始的爆发性增长，给予公司 2011 年 50 倍市盈率，基于 2011 年 0.735 元的每股收益预测，得出目标股价为 36.75 元。因此，我们将评级定为**买入**。

图表 2. 医疗器械类上市公司估值比较

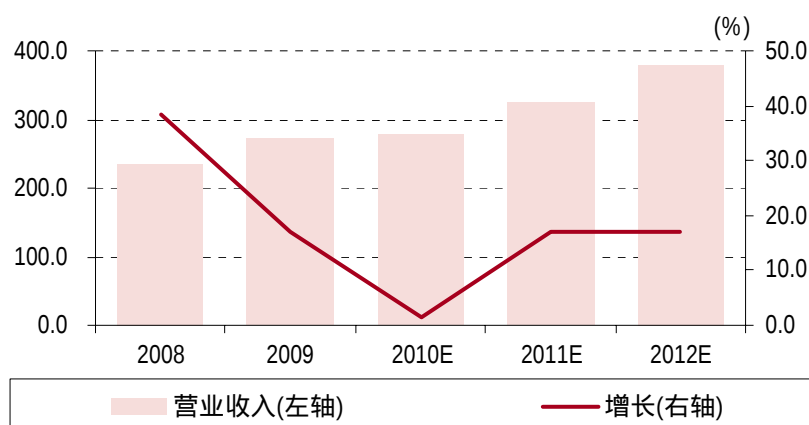
公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				每股收益 复合增长 (%)	净资产收益 (%)		
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
鱼跃医疗	002223.SZ	130.37	51.01	0.65	0.66	0.95	1.29	77.27	76.67	52.68	38.95	25.67	24.0	27.2	28.2
阳普医疗	300030.SZ	23.61	31.90	0.36	0.42	0.61	0.86	87.73	76.24	52.00	37.21	33.68	4.2	6.4	8.7
乐普医疗	300003.SZ	273.24	33.65	0.72	0.51	0.69	0.94	45.41	64.60	47.25	34.92	9.29	19.8	22.3	24.3
新华医疗	600587.SS	37.79	28.12	0.31	0.45	0.65	0.94	89.81	60.93	42.24	29.37	44.74	8.6	11.3	14.5
万东医疗	600055.SS	42.47	19.62	0.32	0.24	0.31	0.41	61.91	82.47	62.44	47.98	8.61	10.3	11.4	12.6
平均值		101.50		0.47	0.46	0.64	0.89	72.43	72.18	51.32	37.69	24.40	13.4	15.7	17.6
九安医疗	002432.SZ	35.19	28.38	0.42	0.29	0.74	1.27	67.6	96.5	38.6	22.4	44.61	7.6	11.0	16.5

资料来源：公司资料及中银国际研究

盈利前景

在电子血压计业务方面，2010年在欧洲的销售将下滑10%，但这只是暂时现象，2011-2012年德国市场将的恢复性增长以及其他欧洲国家市场份额的扩大将推动欧洲市场增长5%和10%；渠道的逐渐畅通将使得电子血压计在基数较低的美国市场以30%的速度快速增长；国内市场的品牌和渠道建设将逐渐有所收获，预计增速将超过25%。同时，市场的分散化以及国内销售比例的提高将小幅提升产品毛利，进而增强产品的盈利能力。

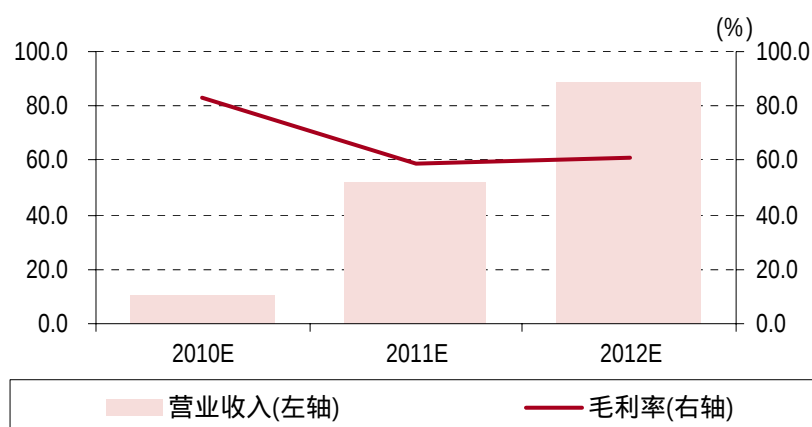
图表 3.电子血压计业务收入预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

在血糖检测业务方面，我们预计2010年销售额将达到1000万元；2011年血糖试纸美国市场的销售量将超过6500万片，国内市场增长约为100%；2012年两个市场的销售增速将达到70%。同时，产量增长对成本的摊薄将小幅提升产品的毛利率。

图表 4.血糖检测业务收入、毛利率预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

在与 APPLE 公司合作开发的新一代电子血压计方面，我们预计该产品的零售终端售价将在 80 美元左右。预计 2011-2012 年分别销售 30 万台和 60 万台。如果销售采用代销方式，参考电子血压计外销的毛利水平并考虑该产品的独特性，预计毛利率将达到 40%。

由于统计口径的原因，预计公司的低频治疗仪以及其他业务收入分别下降 20%和 30%，未来 2 年基本无增长。

图表 5.公司营业收入预测

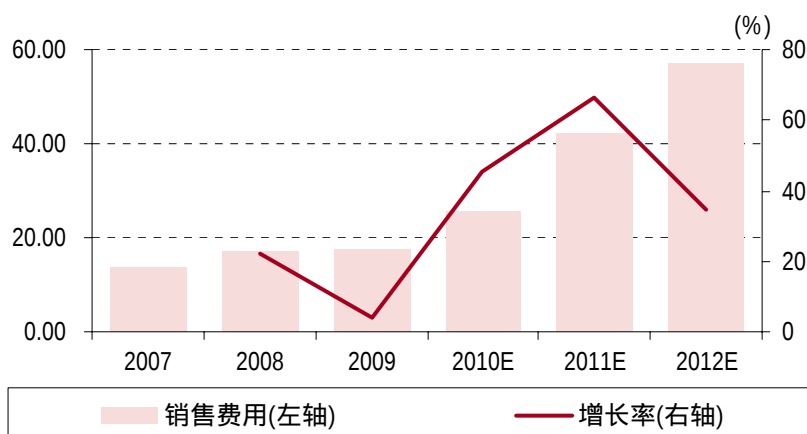
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电子血压计					
营业收入	233.3	273.1	277.0	324.2	380.0
增长	38.4	17.0	1.4	17.1	17.2
占比	83.5	87.2	87.2	57.6	46.8
毛利率	28.3	33.8	33.4	35.0	36.6
血糖检测产品					
营业收入			10.0	52.5	89.3
增长				425.0	70.0
占比			3.1	9.3	11.0
毛利率			83.0*	58.8	61.2
低频治疗仪					
营业收入	35.6	25.5	20.4	20.4	20.4
增长	(5.9)	(28.3)	(20.0)	0.0	0.0
占比	12.7	8.1	6.4	3.6	2.5
毛利率	42.7	43.9	30.0	33.0	36.0
新一代电子血压计					
营业收入				156.0	312.0
增长					100.0
占比				27.7	38.4
毛利率				40.0	40.0
其他					
营业收入	10.6	14.6	10.2	10.2	10.2
增长	0.7	37.8	(30.0)	0.0	0.0
占比	3.8	4.7	3.2	1.8	1.3
毛利率	30.7	13.9	14.0	14.0	14.0
总计					
营业收入	279.51	313.16	317.56	563.31	811.84
增长	28.84	12.04	1.41	77.39	44.12
毛利率	30.25	33.68	34.12	38.14	40.31

资料来源：公司资料及中银国际研究

*由于2010年仅在境内销售，因此毛利水平较高

公司国外业务的销售费用较少，在产品以外销为主的2007-2009年，公司的销售费用分别为0.14亿元、0.17亿元、0.18亿元。随着公司国内业务的深入开展以及新一代电子血压计的上市，预计2010-2012年公司的销售费用将快速增长45%、66%、35%，销售费用率将达到8%、7.5%、7%。

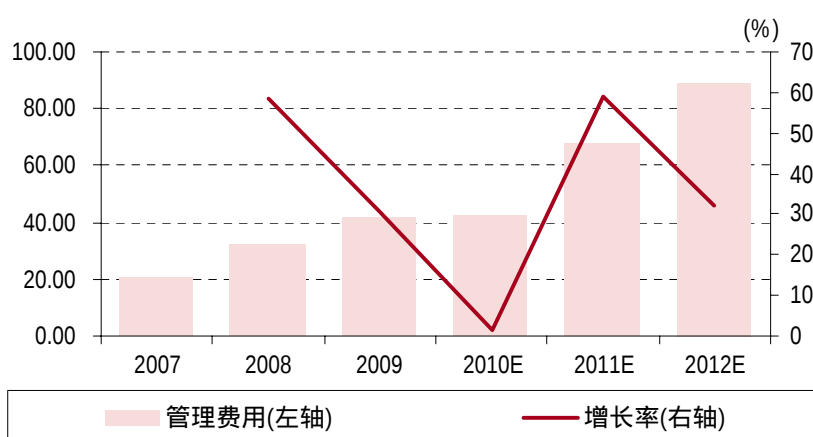
图表 6.公司销售费用预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

2007-2009 年，公司的管理费用分别为 0.20 亿元、0.32 亿元、0.42 亿元，管理费用的快速增长主要是公司研发队伍迅速扩充以及新产品研发的高投入所致。2010 年公司研发团队规模稳定，同时欧洲市场需求下滑，预计 2010 年管理费用将保持不变。随着公司大力开发新产品 开展新业务，预计 2011-2012 年公司的管理费用将快速增长 59%、32%，管理费用率达到 12%、11%。

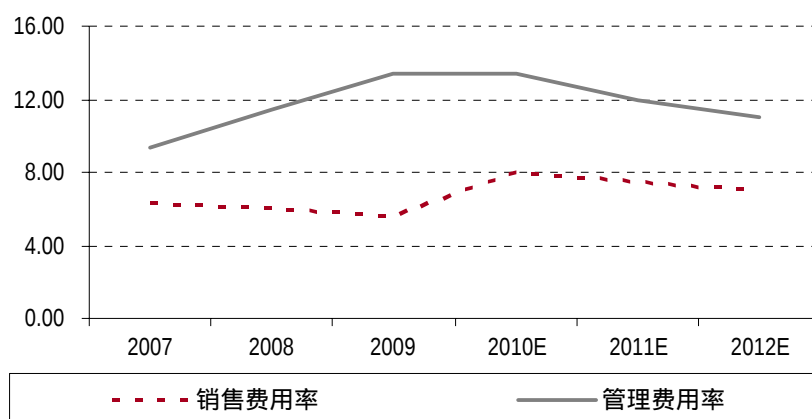
图表 7.公司管理费用预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司无借款，财务费用主要来自于汇兑损益和汇款、信用证结算产生的手续费。目前公司账面现金为 5.5 亿元，有一定的利息收入，预计 2010-2012 年公司的财务费用为 0。

图表 8.公司销售、管理费用率预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2007-2009 年的所得税率分别为 7.58%、11.98%、13.68%，逐渐上升的原因是 2008 年以前公司一直享受“两免三减”的优惠政策。公司于 2008 年 12 月获得了《高新技术企业证书》，目前所得税税率为 15%，我们预计未来这种状况将会持续，未来 3 年实际所得税率为 13.68%。

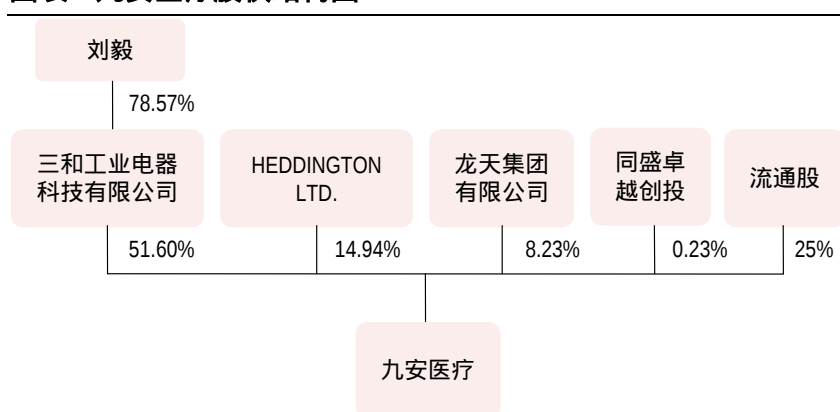
公司概况

九安医疗的前身为柯顿（天津）电工电器有限公司，成立于1995年8月22日。2007年12月27日，经商务部批准柯顿电器变更设立为天津九安医疗电子股份有限公司。2010年6月10日，九安医疗登陆深交所中小版。

九安医疗主要从事家用医疗健康电子产品生产和销售，致力于专业医疗检测家庭化和专业理疗家庭化，主要产品为电子血压计、血糖仪等家用生理参数测试仪器，低频治疗仪、多路低频治疗仪等家庭用保健器械。

目前，天津市三和工业电器科技有限公司、HEDDINGTON LTD.、龙天集团有限公司、深圳市同盛卓越创业投资有限公司分别持有公司 51.60%、14.94%、8.23%、0.23%的股份，为公司的限售股东，其余流通股东持股均未超过 5%。公司董事长刘毅先生持有三和公司 78.57%的股份，是公司的实际控制人。

图表 9.九安医疗股权结构图



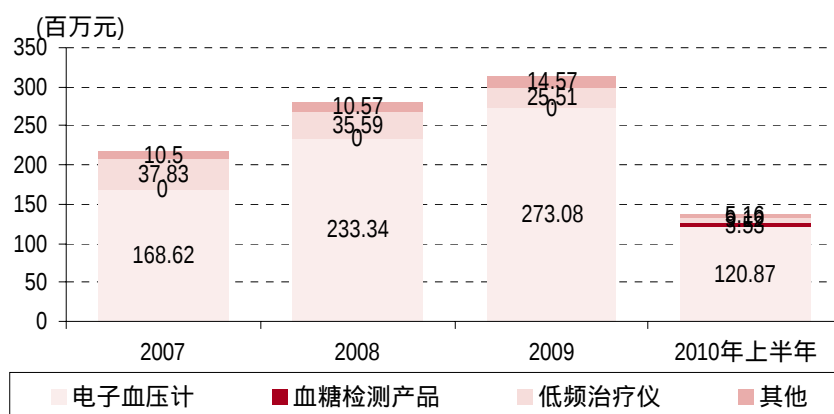
资料来源：公司资料及中银国际研究

主营业务状况分析

公司的主营产品为电子血压计、低频治疗仪以及血糖检测产品，其中电子血压计为公司的主要产品，血糖检测产品业务为 2009 年新增业务。

2007-2009 年期间，公司电子血压计及低频治疗仪的年销量从合计 267.95 万台增加至 393.16 万台，复合增长 21.1%；其中电子血压计销售量从 209.91 万台增加至 363.03 万台，年均复合增长 31.5%。同期公司营业收入复合增长率为 20.2%，其中电子血压计销售额的复合增长率为 27.4%。

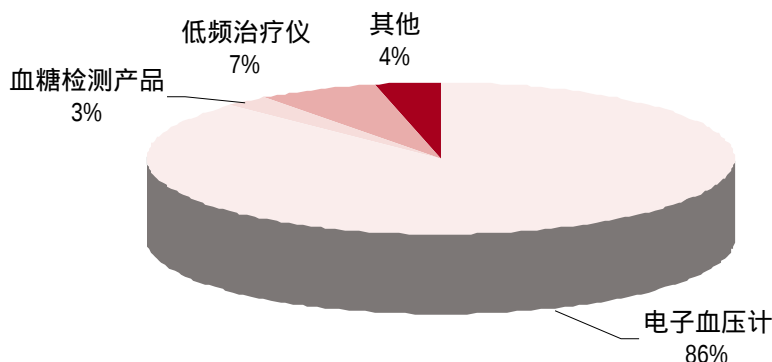
图表 10.九安医疗 2007-2010 上半年营业收入



资料来源：公司资料及中银国际研究

现阶段，公司以电子血压计为主要产品，2010 年上半年电子血压计销售额占营业收入的 87.2%，其中外销占比约为 80%，主要为 ODM 方式。

图表 11.2010 年上半年九安医疗营业收入构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

2009 年，公司立足已有的技术、品牌、渠道等优势，优化产品结构，推出了血糖检测产品。2010 年公司积极开展了血糖检测产品的销售，上半年实现销售收入 353 万元，预计全年销售额将达到 1,000 万元。我们预计血糖检测产品将在 2011 年在美国以 ODM 方式上市，同时国内销售也将保持 100%左右的增速，成为新的利润增长点。

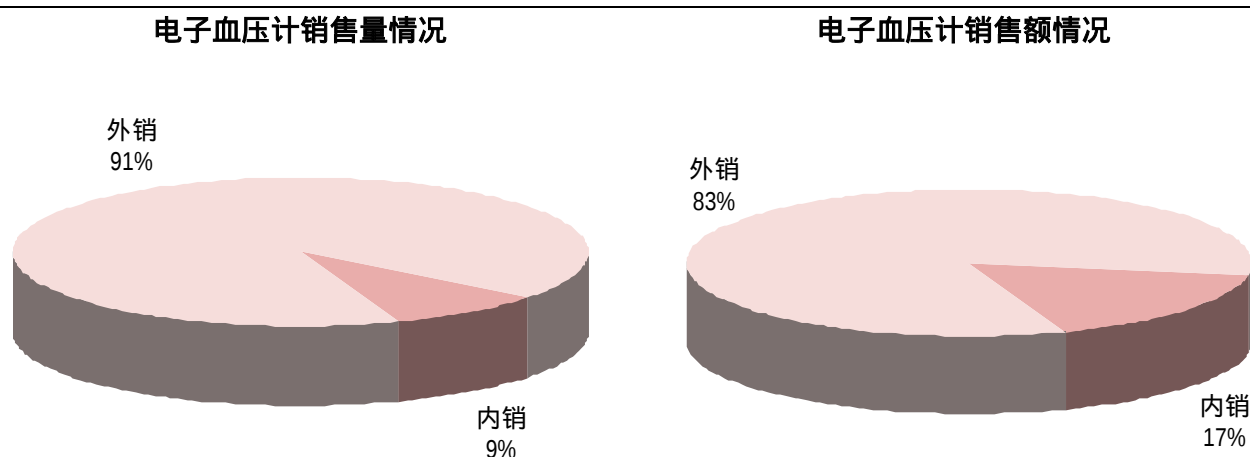
公司还开发了在苹果产品 iPhone、iPad 上应用的、集血压计与充电器为一体的血压新产品。该产品自带数据采集及控制芯片，通过装载于 iPhone、iPad 上的软件，借助 iPhone、iPad 的数据处理系统和显示界面进行血压的测量，可以储存、统计大量测量数据并以图表的形式显示，也可以将相关数据传送给医疗工作者并获得相关的建议。该产品的出现有效解决了传统电子血压计功能单一、界面不友好、数据共享困难等不足，代表了未来便携式健康医疗设备发展的一个重要方向。该产品已通过美国 FDA 认证，将于 2011 年 1 月在 CES 国际消费电子展上向全球发布。

公司上市募集资金用于建设“家用医疗健康电子产品研发生产基地”，项目建成后，公司将拥有 800 万台电子血压计、100 万台血糖仪、5,000 万片血糖试纸、200 万台低频治疗仪及其他家用医疗健康电子产品的生产能力，能够有效保证公司未来的发展。公司 2010 年电子血压计、低频治疗仪、血糖仪的产能利用率约为 90%，血糖试纸的产能利用率不到 20%，短期亦无产能瓶颈。

电子血压计

公司的电子血压计产品主要以 ODM 方式在国外销售,客户主要包括主营医疗渠道的客户、主营电子类产品和超市渠道的客户、以及主营电视直销及邮购和礼品、促销品渠道的客户等。2009 年电子血压计销售量为 363 万台,其中外销占 91.2%。2010 年由于国内市场的较快增长以及欧洲市场的短暂低迷,我们预计外销比例有所下降,但仍接近 90%。

图表 12.2009 年电子血压计销售量、销售额情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

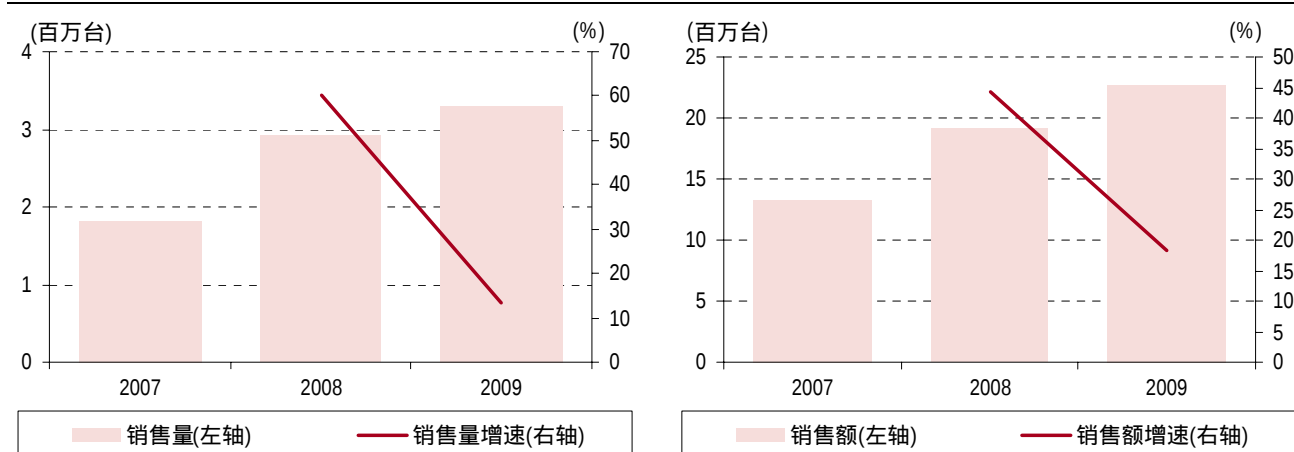
在电子血压计领域,公司在欧洲市场的主要竞争对手是台湾优盛与台湾合世,在美国市场的主要竞争对手是日本欧姆龙、台湾百略,在国内市场的主要竞争对手为日本欧姆龙及国内众多生产电子血压计产品的中小型厂商。

1) 日本欧姆龙是全球知名的自动化控制及电子设备制造厂商,世界第一大电子血压计生产企业,掌握着世界领先的传感与控制核心技术。自 1973 年开始销售第一台血压计起,欧姆龙累计生产销售家用电子血压计已超过 1 亿台,其中 2003 年至 2009 年即销售了 5,000 万台。目前,欧姆龙在全球电子血压计市场的占有率约为 55%。1991 年欧姆龙在大连设立了生产健康医疗设备的工厂,现在已成为欧姆龙的主体生产工厂,电子血压计及其他相关产品的产能约为 1,100 万台,产品销往世界各地。欧姆龙于 1994 年进入中国市场,最初的年销售额只有 20 万元,经历了 15 年的迅速发展,电子血压计的年销售量已达 180 万台,市场占有率约为 65%,预计 2010 年健康医疗事业的销售额将达到 6.2 亿元。

- 2) 日本爱安德于 1977 年在日本东京成立，是将示波原理应用于家用电子血压计的创始者。日本爱安德于 2002 年在深圳成立了独资的爱安德电子（深圳）有限公司，其电子血压计品牌为“爱安德”（A&D），产品销往世界各地。
- 3) 台湾合世主要以生产手腕式血压计为主，2006 年在苏州工业园区投资建设工厂，其电子血压计品牌为“瑞康”。
- 4) 台湾优盛是第一家生产手腕式电子血压计的非日本厂商。台湾优盛在大陆设有优盛医疗电子（上海）有限公司和上海健保医疗电子有限公司，基本为其全部产能。台湾优盛大部分产品以贴牌的形式销往欧洲，其在中国大陆的电子血压计品牌为“脉博士”。
- 5) 台湾百略的主要业务为医学测量产品与服务的研发、制造与营销。台湾百略在大陆设有鸿邦电子(深圳)和华略电子(深圳)两个独资公司，其生产的电子血压计多数销往美国，其国内品牌为“Microlife”（迈克大夫）。

2007 -2009 年，公司电子血压计外销数量复合增长率 34.8%，销售额复合增长率 30.6%，单台平均售价分别为 72.9 元、65.6 元、68.4 元。

图表 13.2009 年九安医疗电子血压计外销情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

欧洲是公司电子血压计外销的主要市场，来自欧洲的营业收入约占公司全部收入的 70%，其中德国是公司在欧洲的第一大市场，英国、意大利、法国、西班牙分列其后。欧洲市场电子血压计的主要销售渠道为连锁药店、连锁超市。欧洲市场上销售的电子血压计分为自由产品和贴牌产品两类，欧姆龙、A&D 两个品牌自己生产产品，并以自有品牌产品进行销售；以 Beurer、Medisana 为代表的品牌没有自己的工厂，而是通过向生产商采购产品，再以自有品牌进行销售。2008 年，欧姆龙和 A&D 的自有品牌产品约占 35% 市场，Beurer、Medisana 等 7 家主要销售贴牌电子血压计的品牌约占 49% 市场。贴牌电子血压计的生产商主要集中在台湾及大陆地区，经过多年发展，九安医疗已击败台湾的众多竞争者，成为欧洲最大的 ODM 贴牌生产商。2010 由于德国经济严重下滑导致德国市场显著萎缩，我们预计公司在欧洲的销售将出现约 10% 的负增长，2011-2012 年有望恢复至 5% 和 10% 的增速。

美国是全球最大的家用医疗健康电子产品市场，约占全球家用医疗健康电子产品市场份额的 30%。美国的电子血压计普及率显著低于德国和日本，未来还有很大的拓展空间。九安医疗 2009 年在以美国为主的美洲地区的销售额达到 3,383 万元，占公司营业收入的 10.80%，其中电子血压计销售约为 40 万台，销售模式仍然是以 ODM 方式生产贴牌产品。公司目前在美国市场所占份额仍然较低，未来几年公司在美国市场的销售增长主要来自市场份额的扩大，美国经济形势波动对市场的业务开拓影响微小，甚至有可能推动公司产品以较低的价格抢占市场。公司目前已经和 Mabis、CVS 和沃尔玛等主要渠道商建立了合作，2010-2012 年公司电子血压计在美国的销售有望获得 30% 以上的增长。

2010 年公司在欧洲市场的负增长以及美国市场的快速增长将导致电子血压计外销总体小幅下降。随着美国市场销售渠道的完善以及欧洲经济的逐步恢复，2011 年公司的血压计外销有望恢复至 15% 左右的增速。

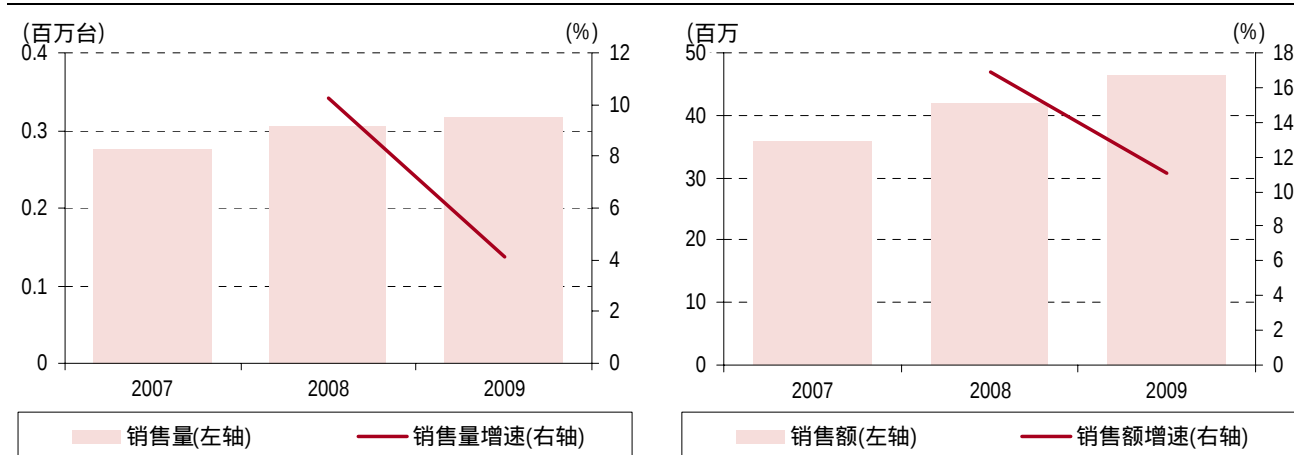
公司在国际市场销售主要采取 ODM 方式，根据客户的需求设计产品，根据客户的订单生产、销售。公司生产及研发能力较高，与主要客户的合作密切，已经完成了由为客户提供“有竞争力的价格”向“提供有吸引力的功能以及有市场前景的产品”的转变。

公司的核心竞争力体现为在家用医疗健康电子产品业务平台的基础上，形成“敏锐的迅速发现——低风险的迅速研发——低成本高品质大规模制造——迅速的全球供应”的良性循环，敏锐的市场嗅觉以及快速研发能力是整个循环过程的核心，大规模生产制造及品质控制能力是整个循环过程的基础。

公司 2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年上半年以外币为结算货币的出口销售收入分别占公司同期营业收入的 82.48%、83.29%、81.53%和 77.06%，均以美元计价，人民币相对于美元的汇率波动会对公司产生一定影响，尤其体现在汇率大幅波动的当年。2008 年人民币大幅升值，公司欧洲市场产品毛利率大幅下降达 11 个百分点。公司已在订单中加入汇率波动条款以降低汇率波动的影响，同时公司也大力开拓国内市场，降低销售对境外市场的依存度。

2007-2009 年，公司电子血压计内销数量复合增长率 7.1%，销售额复合增长率 14.0%。

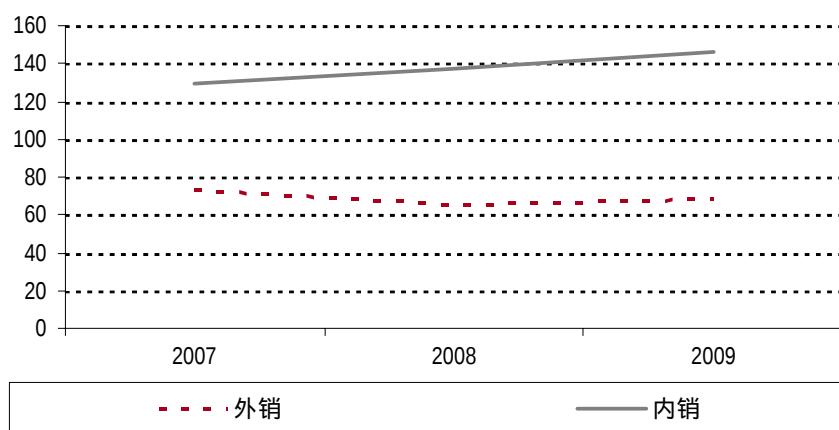
图表 14.2009 年九安医疗电子血压计内销情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

由于使用自有品牌进行销售，公司国内销售的单台售价和毛利率水平远高于外销，三年间单台平均售价分别为 129 元、137 元、146 元，呈持续上升态势。

图表 15.2007-2009 年九安医疗电子血压计单台平均售价

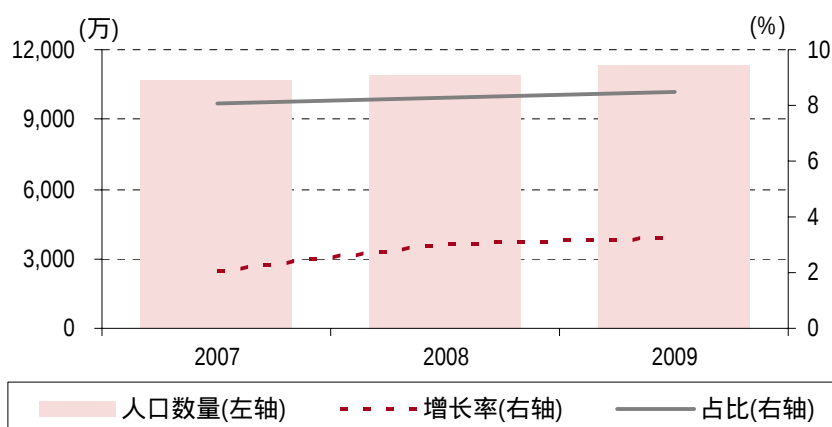


资料来源：公司资料及中银国际研究

与药品和普通医疗器械的销售不同，国内电子血压计的消费决策者和使用者通常为同一个体或具有一致的利益。购买者更为注重品牌、质量、价格、功能、外观及售后服务等多种因素，对于中低端产品，性价比是是非常重要的因素。同时，在决定购买后，购买者通常具有充裕的决策期，并有足够的资源在多种购买渠道间进行对比。此外，市场上众多品牌不同档次的产品也给消费者提供了多种选择。因此，电子血压计虽然在销售渠道方面与药品和医疗器械有很大重合，但在销售方式和侧重点上与药品和大多数医疗器械存在本质的差别。从消费行为方面来看，电子血压计与手机较为类似；从消费者群体来看，电子血压计与豆浆机具有较多的共同点，这些与药品和普通医疗器械存在较大差异。

电子血压计的消费群体主要是中老年人。中国的老龄化社会时代正在加速到来，截至 2009 年底，全国 65 岁及以上老年人口 11,309 万人，同比增长了 3.22%，占全国总人口的 8.5%。60 岁及以上老年人口 16,714 万人，同比增长了 4.53%，占全国总人口的 12.5%。同时，随着人们健康意识的增强以及高血压疾病的逐渐低龄化，消费群体中的中年人比例也正在提高。

图表 16.我国 65 岁以上老年人口情况



资料来源：中华人民共和国民政部

中国的血压计市场普及率较低且不均衡。北京、上海、广州的电子血压计保有率在 25% 左右，已基本接近日本的 30%，其他省会城市电子血压计的保有率约为 12%，广大二三线城市电子血压计的保有率不到 3%。随着全民健康意识提高，电子血压计市场有望进一步扩容，市场的重心向发达城市的中低端市场以及二三线城市转移将会成为一个重要的趋势。

目前中国电子血压计市场处于饱和的前夜，短期内各类品牌市场策略和产品定位高度类似使得各品牌在不同市场区域中共同发展，出现诸侯共存现象。在跨越品牌分散式发展阶段之后，中国电子血压计市场将进入品牌调整的优胜劣汰阶段，届时整个行业将向集中化发展，而九安医疗这种规模大、产品种类多、品质好的优势企业将无疑在这个过程中获益，有望成为民族品牌的领军者。

由于公司在国内的销售刚刚处于起步阶段，销售网络已基本建立。国内 CPI 维持高位对电子血压计这类非必需消费品短期有一定的抑制作用，预计 2010 年电子血压计国内销售增速约为 20%。未来 2 年，随着九安品牌知名度的提高，国内销售增速将超过 25%。

血糖检测产品

2009 年下半年以来，公司立足已建立的市场优势，积极优化产品结构，推出了血糖检测产品。公司目前血糖检测产品的销售策略是：充分发挥公司产品价格优势，巧妙利用正在逐步建立的美国销售渠道，做大国外市场，做好国内品牌，扎实发展。

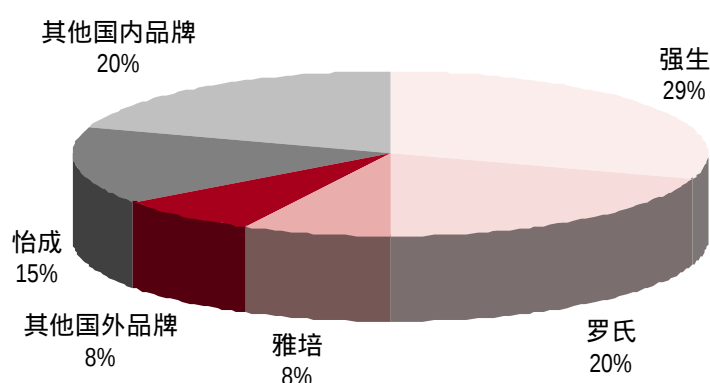
美国现在大约有 2,400 万成年人患有糖尿病，另有 5,700 万人处于罹患糖尿病的边缘，最为保守估计显示血糖试纸市场容量约为 20 亿美元，相当于 1/4 的患者按照要求测定血糖。血糖测试市场集中度较高，强生、罗氏、雅培、拜耳占据了大部分市场。

九安医疗的血糖检测产品预计将于 2011 年 1 月取得 FDA 认证，并于 3 月在美国上市。销售将采用与电子血压计相同的模式和渠道，不存在最终消费者认知的问题，因此市场导入期将会很短。我们预计公司 2011 年血糖试纸在美国的销售有望达到 6,500 万片，约占市场总量的 2-3%，2012 至 2013 年增速将在 35% 以上。

日前国外研究机构表示，中国有 9,200 万糖尿病患者以及 1.48 亿糖尿病前期患者。这类人群是血糖检测产品重要的目标和潜在客户。如果其中仅有 15% 的患者每年使用 100 片血糖试纸，则市场容量将达到 40 亿元。

中国市场上的血糖检测产品以国外品牌为主，其中罗氏公司的 Glucotrend 系列血糖仪产品、强生公司的 ONE TOUCH 血糖仪、拜耳公司的 Ascensia Contour 血糖仪、雅培（Abbott）公司的 Precision QID 等占据了 65% 的市场。国产血糖仪生产厂商有北京怡成、长沙三诺等国内品牌仅占市场的 35%。

图表 17. 中国市场血糖检测产品



资料来源：公司资料及中银国际研究

血糖检测产品的主要市场渠道有两个，分别是医院和药店，两种渠道各占约 50% 的市场。国内糖尿病患者及潜在患者的健康意识不强，约有 60% 对自身的情况并不知情或不了解血糖测试的重要性，因此医院及医生是血糖检测市场的重要推动力量。国外品牌通常实力雄厚，是国内市场的开拓者，扮演着将蛋糕做大的角色。他们市场规模大、产品线齐全，学术营销力度大，基本垄断了医院渠道的市场，具有很强的先发优势，通常是血糖检测消费者的首次使用品牌。国内品牌由于自身实力较为弱小，无力依靠自身力量将市场做大，更多采用的是提升自身产品市场份额的策略，通常以较为低廉的价格对国外品牌进行替代，采用广告营销、社区义诊等方式进行小范围推广。

按照疾病意识和经济承受能力等综合标准，中国现有（潜在）的血糖仪使用者可以分为五类。第一类是经济承受能力强，糖尿病知晓程度高，能够遵从医嘱使用；第二类是了解血糖检测的重要性，但因为费用限制而未使用；第三类是具备一定的经济承受能力，但不了解血糖检测的重要性而未使用；第四类是受到费用和知识的双重限制未使用血糖仪；第五类是贫穷，对治疗态度相当消极。现阶段前四类是血糖仪的目标客户。目前糖尿病患者以男性居多，50-80 岁的糖尿病患者占总数的 85.1%，他们文化程度一般、经济承受能力偏低、医疗花费大，绝大多数对血糖测试产品的价格敏感度很高，因此价格定位是影响产品销售表现的关键因素。

国内市场上国产血糖试纸价格为 2.5 元/片-2.9 元/片，而国外品牌血糖试纸的价格为 3.9 元/片-5.5 元/片，国产血糖仪价格通常为 300-700 元，较国外品牌血糖仪的价格低 25-50%。相对低廉的价格使得国产品牌能够对部分第一类人群使用的国外品牌进行替代，并开拓一定的第二、三、四类人群市场。随着消费者对国产品牌的认知度逐步提高，国产血糖检测产品的市场份额有望持续提高。

现阶段公司国内市场的血糖检测产品业务正处于培育期，2010 年销售收入我们预计将达到 1,000 万元，但考虑渠道、推广、品牌形象的建立等环节的投入，2010 年该业务将不会贡献利润。预计 2011 年血糖检测产品业务将取得 100% 的增长，可实现盈利，未来 2012 年将保持 50% 以上的增速。

低频治疗仪

公司的低频治疗仪以及胎心仪、好孕测试仪、早孕测试仪等产品主要用于外销，未来公司将利用家用医疗健康电子产品平台带动对低频治疗仪等综合医用电产品销售推广。预计该类业务未来将保持平稳发展，由于统计口径的原因，我们认为该业务未来 3 年基本不增长。

与 APPLE 公司合作开发生产健康检测系列产品

公司在半年报中提出，将积极推出在 APPLE 产品 iPhone、iPad 上应用的、集血压计与充电器为一体的血压新产品。从长远的角度来看，这很有可能将是电子血压计领域的一款革命性产品，也代表了未来便携式健康医疗设备发展的一个重要方向。

传统电子血压计的人机交流界面为数据显示屏和几个操作按钮，显示屏可以显示单次收缩压、舒张压、心率测量结果以及时间日期等信息，并可以储存约 100 次的历史记录，可以通过操作按钮查阅。由于硬件及操控按键的限制，传统电子血压计无法提供更多的功能。在 APPLE 产品上应用的新型血压计产品自带数据采集及控制芯片，通过装载于 iPhone、iPad 上的软件，借助 iPhone、iPad 的数据处理系统和显示界面进行血压的测量。借助于 iPhone、iPad 优异的显示界面和操控系统，新型血压计除具有传统电子血压计的一切功能外，还可以储存成百上千次历史测量结果，并以列表或图形的形式显示，也可以根据测量的结果给出具体的建议，甚至可以将相关传送给医疗工作者实行远程医疗。此外，这种新型血压计的软件系统还可以定时提醒使用者进行测量或定时服用药物。

这种新概念的产品并不是首次推出。早在 2008 年，英特尔就推出了新型居家健康设备 Intel Health Guide。这种设备尺寸约 28×9×27 厘米，净重约 3.82 公斤，配备 10.4 寸彩色触摸液晶屏，内部配备 Intel 处理器和主板、40GB 密码保护硬盘，提供 RJ-45 网络接口、四个 USB 2.0 接口并支持蓝牙 2.0 无线连接，集成麦克风、扬声器和摄像头。Intel Health Guide 可以通过外接的血压计或血糖仪等监测器收集病人的生命体征，并将收集到的信息会被发送给专业医疗人员。Intel Health Guide 还可用于提醒病人吃药看病，播放教学内容和鼓励讯息等方面。

2009 年 4 月，Intel 和 GE 成立了医疗保健联盟。2010 年 8 月 5 日，Intel 和 GE 联合宣布将共同出资成立一家新的医疗保健公司，新公司将由拥有 Intel Health Guide 等多个产品的数字保健事业部与拥有 QuietCare 系统 GE 医疗集团家庭保健部门合并组成，重点关注慢性病治疗、独立生活、辅助技术三大领域，Intel 和 GE 将各出资 50%。

图表 18. Intel Health Guide



资料来源：Inter 官方网站

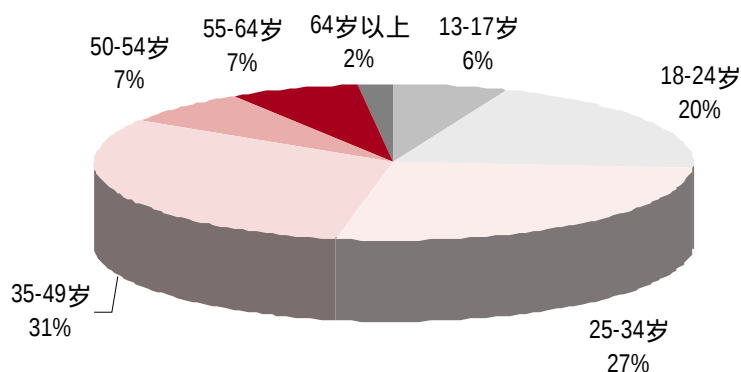
单从产品的硬件方面来讲，iPhone、iPad 等产品已经部分超越了 Intel Health Guide，在便携性方面更是远远胜出。九安医疗的这种新型血压计及相关软件很好的利用了 iPhone、iPad 的硬件功能，能够为使用者提供更多的服务，另一方面也能够帮助苹果公司打开通往便携式健康医疗设备领域的大门。从苹果公司的角度来看，能够借他人之力试水便携式健康医疗设备领域市场是个非常不错的选择，既没有风险，也避免了产品研发和申报的许多麻烦。从九安医疗的角度来看，开发此类产品的风险和占用公司的精力都不大，销售过程中还可以借助苹果公司的渠道，理论上公司的血糖产品低频治疗系列产品和其他产品都可以以相似的方式登录苹果产品以及其他系统的智能手机，如取得成功将极大的拓展产品市场。因此，在目前该产品尚未上市且未来市场预期不明确的情况下，九安医疗与苹果公司的合作态度都非常诚恳，合作基础非常稳固。未来如果产品销售进展良好，不排除苹果公司与九安医疗开展深度合作的可能。

这种新型血压计已通过美国 FDA 认证，初步定于 2011 年 1 月在 CES 国际消费电子展上向全球发布。预计这种产品将在 iPhone、iPad 占有率最高的美国市场率先上市，并于 1 年内在欧洲、亚洲等其他市场推出。

2010 年第三季度，iPhone 的销量为 1,410 万部，iPod 销售数量为 900 万台，iPad 销量为 419 万台。市场预计 2010 年 iPhone 在美国的销售将达到 1,500 万台，占全球销售的 1/3。苹果计划 2011 年全球销售 iPhone 约 1 亿台，同时市场预计 2011 年 iPad 销售将超过 2,100 万台。

一份美国 2009 年 1 至 5 月间 iPhone 用户的调查数据显示，31% 的 iPhone 用户为 35-49 岁，47% 的 iPhone 用户超过 35 岁，78% 的 iPhone 用户家庭年均收入在 25,000 美元以上，46% 的 iPhone 用户有子女。同时，还有调查研究显示，iPhone 在美国华盛顿 DC、新泽西、特拉华、马萨诸塞等较发达的州比较畅销，且 iPhone 用户大都集中在美国大城市。

图表 19. 美国 iPhone 用户年龄结构



资料来源：中银国际研究

相关数据表明，无论从年龄结构方面还是从收入水平方面来看，iPhone 的终端用户与新型血压计的匹配度均较好，上市销售结果值得期待。

由于缺乏类似的产品作为参照，目前暂无法估计此产品的终端售价，参考 49 美元的 Apple 通用基座网上售价，我们预计该产品的终端零售价将在 80-100 美元之间，单台利润很有可能超过 20 美元，相当于每销售 10 万台增厚公司业绩约 0.08 元。

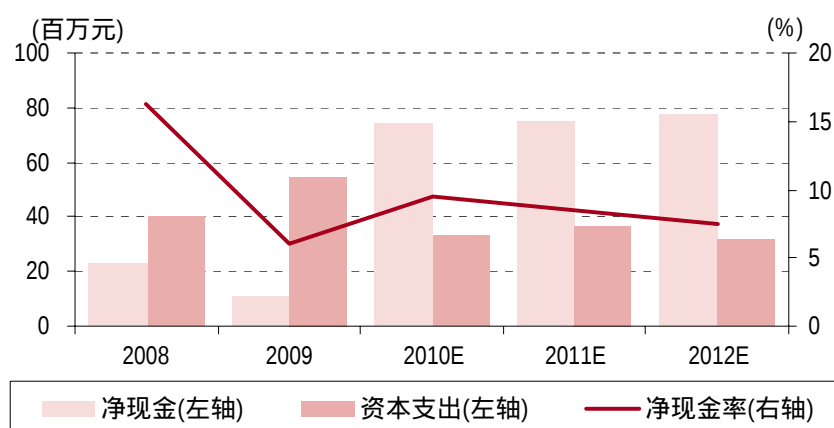
公司业务优势

1. 善于发现市场需求。公司的客户为全球范围内家用医疗健康电子产品的大型销售商，在公司销售产品及提供服务的过程中，双方建立了稳定的合作关系以及高度一致的利益关系。因此公司能够通过销售商持续、迅速的了解市场信息以及产品发展方向，把握家用医疗健康电子产品最新的需求趋势。
2. 研发水平高、速度快。在捕捉到市场的需求及变化后，公司能够依托高效的研发机制和高素质的研发队伍，够迅速推出适销对路的新产品。目前公司在现有技术平台上客户定制新功能的产品平均研发周期仅为 3 个月；对于带有新开发的基本技术模块的新产品，平均开发周期约为 6 个月；对于算法改进项目和全新产品的平均开发周期约 12 至 15 个月。2007 年、2008 年及 2009 年，公司分别推出了 33、30、27 种新产品、新型号，开发了带有语音、触摸屏等功能的新产品，取得了良好的销售业绩。快速研发也丰富了公司的新产品储备，增强了公司的发展后劲。
3. 产品生产上规模。公司多年专注于家用医疗健康电子产品的生产，已经形成了一套高效的生产体系，可在有效控制品质的前提下，实现低成本、大规模制造。公司 2009 年产能为 427 万台/年，募投项目建成后形成家用医疗健康电子产品 1,200 万台/年的产能，将超过欧姆龙的大连工厂。同时富有弹性的生产体系可以保证不同型号产品及时、有序的生产。
4. 拥有高效广阔的营销网络。公司熟悉海外市场的销售模式，单个客户或产品的成功销售模式可以迅速复制，产品覆盖国家稳步增加。公司第三大股东龙天集团有限公司的实际控制人之一 James Breyer 目前还担任沃尔玛公司战略及财务委员会主席，这对公司拓展美国的销售渠道有着很大的帮助。在国内市场方面，公司于 2003 年开始在国内的几十个城市开展销售，赢得了相当的市场份额。2008 年度，基于对国内市场重要性的判断，公司进一步加大了国内市场开拓力度，在加强直营网络建设的同时，完善了省会城市药店、超市和专卖店三种销售渠道，同时在全国地级市开展全面的招商工作，大力推进“九安专卖店”在全国市场的建立和普及。公司继续加强与超市和药店的紧密合作关系，并在全国各城市建立专门的售后服务中心以便提供长期健全的售后服务，有效的巩固了领先的市场地位。

财务状况

公司于 2010 年 6 月 10 日上市，募集资金 5.7 亿元，目前现金充足，财务状况良好。公司上市前固定资产开支较少，随着募投项目建设的开展，我们预计公司 2010-2012 年的资本支出分别为人民币 0.33 亿、0.37 亿和 0.32 亿元。

图表 20.净现金及资本开支



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司历年现金流波动较大，2007-2009 年经营现金流量分别为 0.37 亿、0.03 亿和 0.43 亿元，预计 2010 年将达到 0.28 亿元。

风险因素

汇率因素。公司约 80%的销售收入来自国外，以美元计价，人民币升值会对公司的长期盈利产生一定影响，短期大幅升值有可能严重影响当年盈利。

国外市场不景气的风险。欧洲是公司最主要的国外市场，2010 年欧洲经济下滑导致欧洲销售收入下降，2011 年上半年这种现象可能持续。

行业竞争加剧的风险。公司所处行业技术含量较低，同类生产企业较多，且不断有医疗器械生产厂商加入。目前由于市场规模的扩大，导致竞争程度较为缓和，当市场逐渐趋于饱和，则竞争将快速加剧，将对行业整体盈利状况产生不良影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	280	313	318	563	812
销售成本	(195)	(208)	(209)	(348)	(485)
经营费用	(48)	(56)	(61)	(100)	(133)
息税折旧前利润	37	49	47	115	194
折旧及摊销	(1)	(3)	(6)	(10)	(13)
经营利润(息税前利润)	36	46	40	105	181
净利息收入/(费用)	0	(1)	0	0	0
其他收益/(损失)	0	0	2	1	1
税前利润	36	45	42	106	182
所得税	(4)	(6)	(6)	(14)	(25)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	31	39	36	91	157
核心净利润	32	39	35	91	156
每股收益(人民币)	0.337	0.420	0.294	0.735	1.268
核心每股收益(人民币)	0.341	0.416	0.279	0.731	1.261
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	29	12	1	77	44
息税前利润增长(%)	(19)	29	(12)	160	73
息税折旧前利润增长(%)	(18)	34	(5)	144	69
每股收益增长(%)	(29)	25	(30)	150	73
核心每股收益增长(%)	(27)	22	(33)	162	73

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	32	19	582	652	804
应收帐款	35	72	75	81	88
库存	58	45	58	64	71
其他流动资产	3	3	3	3	3
流动资产总计	128	138	718	800	966
固定资产	41	63	88	114	131
无形资产	36	35	36	37	38
其他长期资产	0	2	2	2	2
长期资产总计	77	99	125	152	171
总资产	205	238	844	952	1,137
应付帐款	58	46	46	60	82
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	14	14	17	22
流动负债总计	66	59	60	77	105
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	93	93	124	124	124
储备	46	85	660	751	908
股东权益	139	178	784	875	1,032
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	205	238	844	952	1,137
每股帐面价值(人民币)	1.50	1.92	6.32	7.06	8.32
每股有形资产(人民币)	1.12	1.54	6.03	6.76	8.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	(0.21)	(4.70)	(5.26)	(6.49)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36	45	42	106	182
折旧与摊销	1	3	6	10	13
净利息费用	0	1	0	0	0
运营资本变动	(30)	0	(16)	5	14
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(4)	(6)	(5)	(14)	(24)
经营活动产生的现金流	3	43	28	106	184
购买固定资产净值	(40)	(54)	(33)	(37)	(32)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(42)	(54)	(33)	(37)	(32)
净增权益	0	0	569	0	0
净增债务	(2)	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(12)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(14)	0	568	0	0
现金变动	(53)	(12)	563	70	152
期初现金	85	32	19	582	652
公司自由现金流	(39)	(11)	(5)	70	152
权益自由现金流	(41)	(12)	(6)	70	152

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.1	15.7	14.8	20.3	23.9
息税前利润率(%)	12.8	14.7	12.7	18.6	22.3
税前利润率(%)	12.7	14.4	13.3	18.7	22.4
净利率(%)	11.2	12.5	11.5	16.2	19.4
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.3	12.0	10.3	9.2
利息覆盖率(倍)	1,782.0	38.7	101.1	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.6	11.0	9.5	8.6
估值					
市盈率(倍)	84.3	67.6	96.5	38.6	22.4
核心业务市盈率(倍)	83.1	68.2	101.8	38.8	22.5
目标价对应核心业务	107.6	88.3	131.8	50.3	29.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	18.9	14.8	4.5	4.0	3.4
价格/现金流(倍)	1,041.4	61.8	127.3	33.1	19.1
企业价值/息税折旧前	71.0	53.3	62.7	25.0	14.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	91.0	90.5	89.9	64.1	50.7
应收帐款周转天数	37.5	62.4	84.2	50.4	37.9
应付帐款周转天数	54.7	60.2	52.5	34.3	32.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	24.2	24.6	7.6	11.0	16.5
资产收益率(%)	17.6	17.9	6.5	10.1	15.0
已运用资本收益率(%)	27.6	29.0	8.4	12.7	19.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

九安医疗 (002432.SZ /人民币 28.39 , 买入)

鱼跃医疗 (002223.SZ /人民币 51.01 , 买入)

阳普医疗(300030.SZ /人民币 31.90 , 未有评级)

乐普医疗(300003.SZ /人民币 33.65 , 未有评级)

阳普医疗(600587.SZ /人民币 28.12 , 未有评级)

阳普医疗(600055.SZ /人民币 19.62 , 未有评级)

以2010年11月24日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 23 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371