

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

海隆软件

002195

推荐

对日软件外包提供安全边际

6-12 个月目标价: 25.20 元

当前股价: 17.33 元

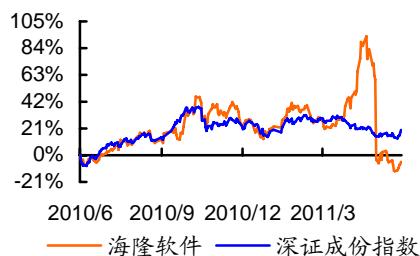
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12026.29
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	79
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	10.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海隆软件	-0.29	12.95	18.16
深证成份指数	4.64	-7.08	-2.25



主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	294	424	573	756
同比(%)	52%	44%	35%	32%
归属母公司净利润(百万元)	45	71	97	130
同比(%)	123%	56%	38%	34%
毛利率(%)	40.3%	40.3%	40.0%	40.0%
ROE(%)	14.8%	18.9%	20.7%	21.7%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.84	1.12
P/E	44.65	28.60	20.71	15.48
P/B	6.60	5.40	4.29	3.36
EV/EBITDA	34	24	17	13

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：主营对日软件外包	4
二、中国对日软件外包市场将稳定增长	6
2.1 日本离岸软件外包市场潜力巨大	6
2.2 中国优势仍然明显	6
三、对日外包业务为长期投资公司提供安全边际	8
3.1 公司大客户模式下的成长路径	8
3.2 调查显示日本大客户离岸开发有望加速	10
3.3 数据显示公司与大客户关系更加密切	11
四、对美软件外包与国内业务	13
4.1 对美软件外包有望较快发展	13
4.2 国内业务或将提升估值	14
五、盈利预测与投资建议	15
六、风险提示	15

图表目录

图 1: 10 年收入分布 (按区域)	4
图 2: 来源于日本的收入占比	4
图 3: 日本各行业 IT 服务投资分布	4
图 4: 公司 10 年收入分布 (按行业)	5
图 5: 公司 10 年收入分布 (按客户)	5
图 6: 近年来日本 IT 业和整体薪酬变化	6
图 7: 日本 IT 人才状况	6
图 8: 日本发包方选择接包方的关键点	7
图 9: 日本企业对承接离岸软件外包国家的评价	7
图 10: 近年野村对中国及公司发包量 (单位: 亿日元)	9
图 11: 近年来野村毛利率与发到中国的外包量成本占比	9
图 12: 近年来 MTI 收入 (单位: 百万日元)	10
图 13: 公司来源于 MTI 的收入 (单位: 百万元)	10
图 14: 已开展离岸外包企业今后开展离岸外包意向	10
图 15: 不同规模企业对“技术人员的质和量”关注度	11
图 16: 不同规模企业对“CMM、ISO 认证及管理体制”关注度	11
图 17: 人均收入比较 (美元/人/年)	11
图 18: 应收账款周转天数比较 (单位: 天)	12
图 19: 10 年全球 IT 服务市场份额	13
图 20: 美国软件外包市场竞争格局	13
表 1: 日本软件外包主要总包商一览	5
表 2: 近年来主要行业及典型客户收入明细 (单位: 百万元)	8
表 3: 对日外包软件发展四个阶段	8
表 4: 收入及毛利率预测	15

一、公司简介：主营对日软件外包

公司主营面向海外的软件外包服务，以对日外包为主。为了分散单一海外市场风险，公司 09 年并表上海华钟以提高国内业务规模，同时积极拓展美国市场，目前已取得初步的成效。

图 1：10 年收入分布（按区域）

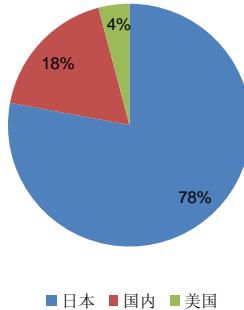
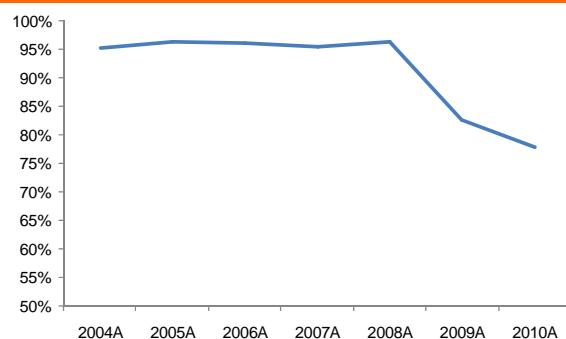


图 2：来源于日本的收入占比

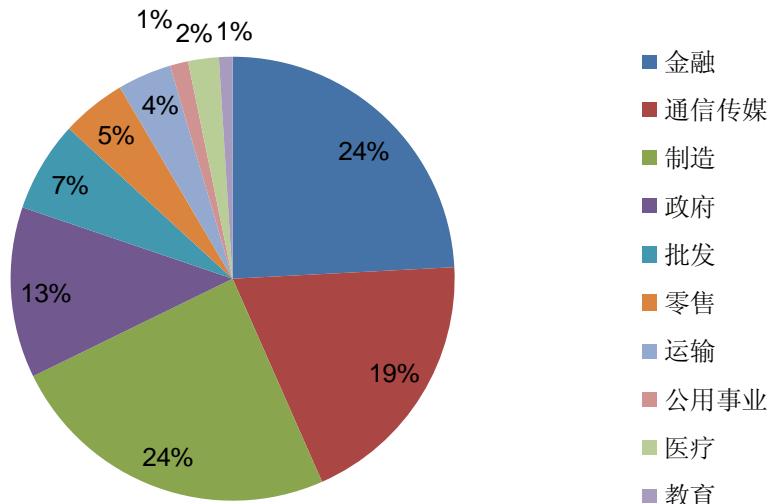


资料来源：公司资料，中投证券研究所

金融、制造、通信传媒和政府等行业是日本 IT 服务投资的重点。日本软件外包市场主要的总包商在 20-30 家，市场集中度相对较高。

因此作为典型的对日软件外包企业，公司收入主要集中于金融（包括证券、银行、保险）、制造（嵌入式软件）、通信传媒（手机内容服务及相关软件）等行业；同时公司以服务大客户为主，近几年来源于前五名客户的收入保持在 60% 左右。

图 3：10 年日本各行业 IT 服务投资占比



资料来源：GARTNER，中投证券研究所

表 1：日本软件外包主要总包商一览

Large Market Share and Presence (Revenue Between ¥300 Billion and ¥675 Billion)

Fujitsu (日本企业)

IBM

NTT Data (日本企业)

Midsize Market Share and Presence (Revenue Between ¥100 Billion and ¥250 Billion)

NEC (日本企业)

Hitachi (日本企业)

IT Holdings (日本企业)

NTT Communications (日本企业)

Small Market Share and Presence (Revenue Between ¥20 Billion and ¥80 Billion)

Canon Marketing Japan (日本企业)

CSK Holdings (日本企业)

Fuji soft CSK Holdings (日本企业)

HP CSK Holdings

IT Frontier (日本企业)

Itochu Techno-Solutions (日本企业)

Mitsubishi Electric (日本企业)

Mizuho Information & Research Institute (日本企业), 即瑞穗总研

Nihon Unisys (日本企业)

Nomura Research (日本企业), 即野村综研

NS Solutions (日本企业)

Oki (日本企业)

Osaka (日本企业)

Sumisho Computer Systems (SACS) (日本企业)

Toshiba (日本企业)

资料来源：GARTNER, 中投证券研究所

图 4：公司 10 年收入分布（按行业）

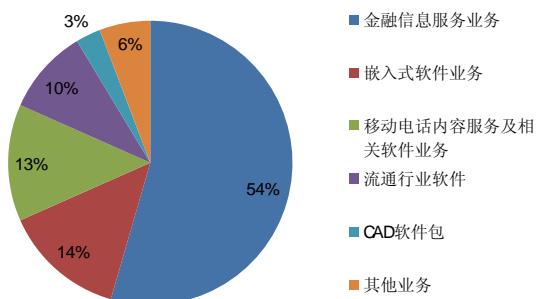
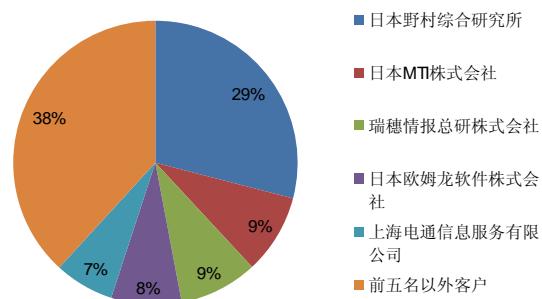


图 5：公司 10 年收入分布（按客户）



资料来源：公司资料，中投证券研究所

二、中国对日软件外包市场将稳定增长

2.1 日本离岸软件外包市场潜力巨大

日本离岸软件外包的总规模仅为 IT 服务市场的 1%左右：日本情报处理推进机构 IPA《IT 人才白皮书 2010》数据显示，目前日本离岸软件外包规模在 1000 亿日元左右，而根据 IDC 和 GARTNER 的统计，目前日本国内 IT 服务市场规模在 100000 亿日元以上，离岸软件外包占比约 1%，潜力巨大。

成本和人力资源压力推动离岸软件外包持续扩大：近年来日本信息技术行业的人力成本压力相对较高，09 年金融危机时人均工资仍逆势增长，10 年经济复苏过程中涨幅也超过整体水平，受本次地震的影响，从事信息服务业的外国人士纷纷回国，进一步加剧了薪酬压力。就人力资源而言，日本社会“少子化”和“高龄化”的问题使 IT 人才面临断档，根据日本信息系统用户协会 JSUA 调查，近年来超过 7 成的企业 IT 人才不足。

图 6：近年来日本 IT 业和整体薪酬变化

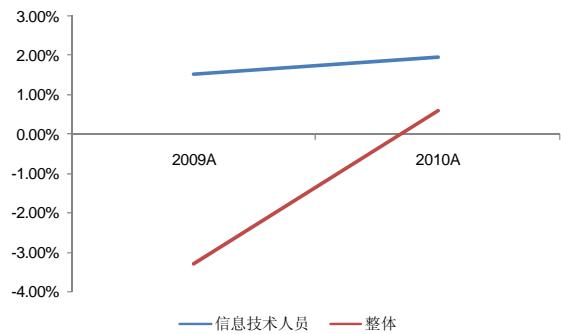
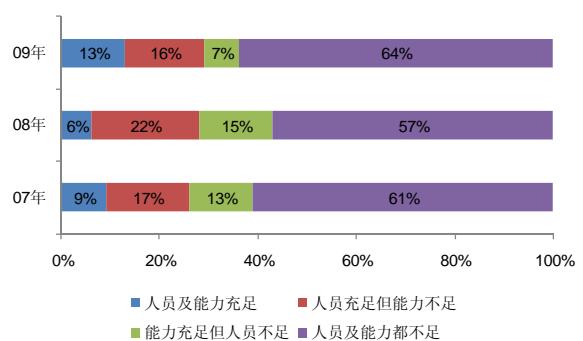


图 7：日本业 IT 人才状况



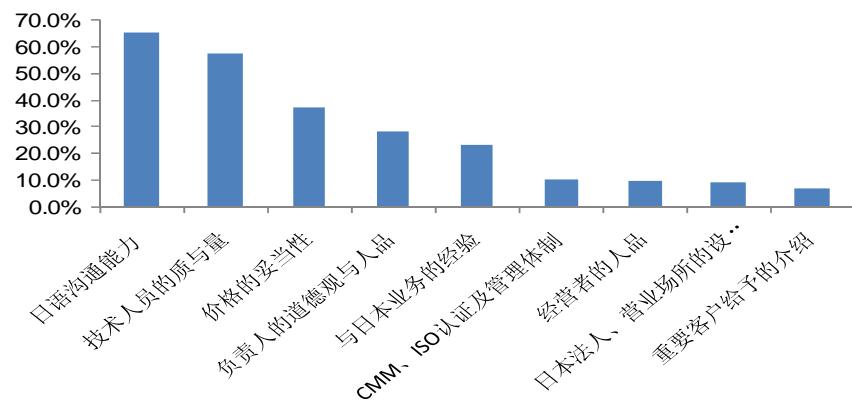
资料来源：厚生劳动省，日本信息产业协会，日本信息系统用户协会，中投证券研究所

日本情报处理推进机构 IPA 调查显示，在实施离岸外包开发的日本 IT 企业中，有 75% 的企业有意愿进一步扩大离岸外包，有 95% 的企业表示保持离岸外包开发的意愿。

2.2 中国优势仍然明显

日本 IT 企业选择离岸开发对象时主要注重“日语的沟通能力”、“技术人员的质量”、“价格的妥当性”和“与日本企业的业务经验”等因素。

图 8：日本发包方选择接包方的关键点

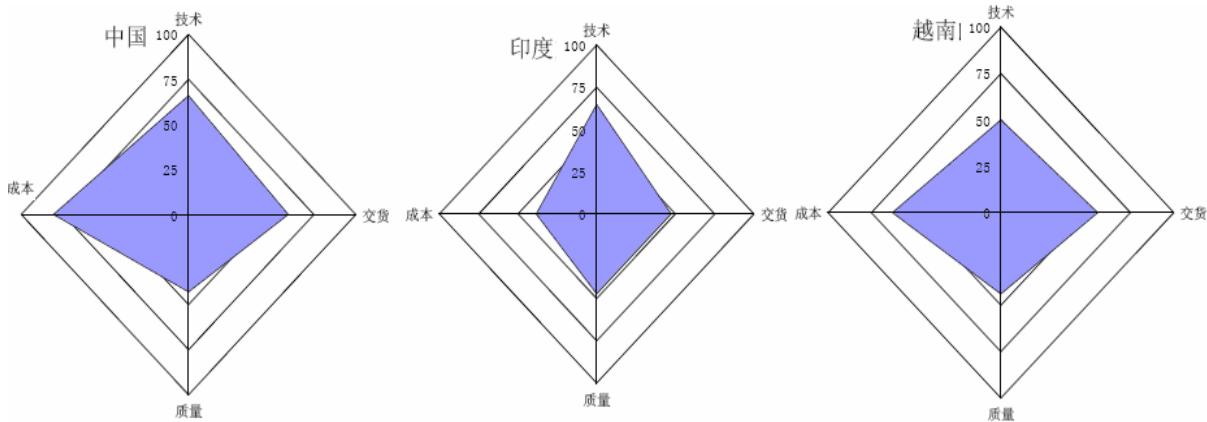


资料来源：日本情报处理推进机构，中投证券研究所

与主要竞争对手相比，中国拥有大量的人才可以用日语进行软件开发；中央和地方政府实施各种支持政策使 IT 技术人员的质和量上都迅速增加；是软件外包成本优势最为明显的国家之一；已经积累了对日软件外包的丰富经验。

从日本企业对承接离岸软件外包国家的评价来看，中国在成本上优于主要竞争对手印度，技术上优于越南等东南亚国家，我们认为中国在日本离岸软件外包市场优势仍然明显。

图 9：日本企业对承接离岸软件外包国家的评价



资料来源：日本情报处理推进机构，中投证券研究所

日本地震短期对中国外包企业有一定影响：这种影响主要是对于那些承接低端、非核心 IT 外包业务的企业，地震使其业务量受到很大冲击。我们认为，中国对日软件外包市场将稳定增长，那些渗透到客户的核心业务层面，与客户的黏着度较高的企业有望持续成长。

三、对日外包业务为长期投资公司提供安全边际

3.1 公司大客户模式下的成长路径

公司坚持大客户模式，通常一个细分行业只选择一家优质客户进行长期合作，这种模式下的成长路径包括扩大在成熟客户中的市场份额（例如野村综研），获取有释放大量IT需求的潜力客户（例如瑞穗总研）以及与新兴客户一同成长（例如MTI株式会社），目前来看公司无疑是成功的。

表 2：近年来主要行业及典型客户收入明细（单位：百万元）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
金融业（证券、银行、保险）	21.62	22.65	39.34	48.56	60.41	78.27	160.32
典型客户：野村综研	13.58	14.29	30.94			54.90	85.64
典型客户：瑞穗总研							26.36
制造业（嵌入式软件）	11.45	20.62	29.63	38.88	55.92	41.42	40.87
典型客户：欧姆龙软件	11.45	19.40	17.84	21.67	23.41	12.90	23.62
手机内容服务及相关软件	12.22	9.32	17.34	24.63	25.17	26.54	39.08
典型客户：MTI株式会社	11.26	8.72	15.94			22.28	26.71

资料来源：公司资料，中投证券研究所

扩大在成熟客户中的市场份额：在与成熟客户的合作中，公司已处于对日软件外包的第三阶段，在这一阶段中，公司与日本总包商共同进行客户需求分析和系统设计，基于客户的核心业务进行软件开发。

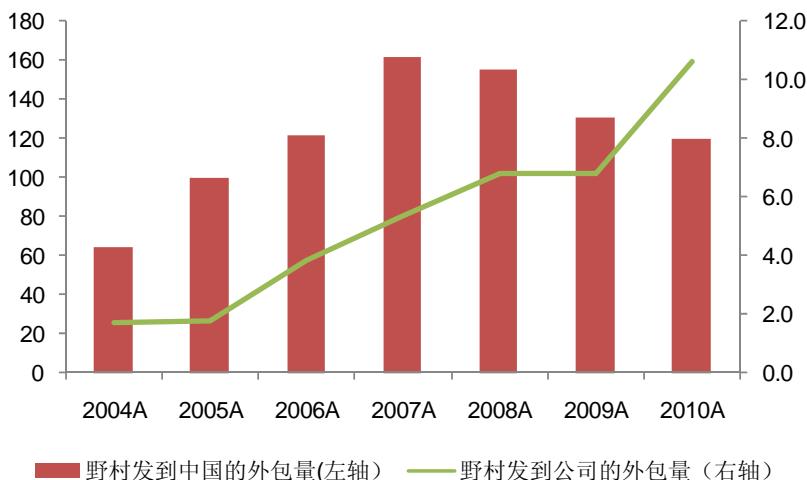
表 3：对日外包软件发展四个阶段

阶段	主要内容
1	日本企业为了降低成本，将编码工作外包给中方；
2	日本企业将软件知识传授给中国供应商，中国供应商引进日方的管理经验，帮助软件开发；
3	日方加强方案管理，进行协调工作，中方已经了解日本用户的需求，可以进行较大规模的开发；
4	日本用户完全将业务外包给中国供应商。

资料来源：GARTNER，中投证券研究所

由于涉及到客户的核心业务，公司一个细分行业只选择一家客户的策略受到青睐，以公司最大的客户野村综研为例，金融危机后野村向中国发包量连续3年出现下降，但是公司来源于野村的收入却高速增长。

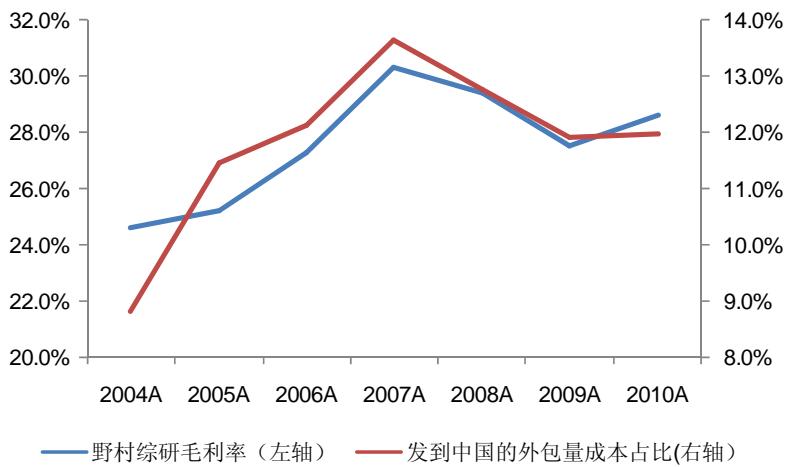
图 10：近年野村对中国及公司发包量（单位：亿日元）¹



资料来源：野村综研网站，中投证券研究所

从图 11 可以明显看出，野村综研的毛利率与其向中国的发包比例呈明显的正向关系，野村预计从 11 年开始其向中国的发包量将出现恢复性增长。如前所述，目前日本离岸软件外包规模仅占其 IT 服务市场规模 1%，就野村而言，其 10 年软件外包成本约 1011 亿日元，对中国的发包量占其外包成本比约 12%，对公司的发包量占其外包成本比约 1%，提升空间仍然很大。

图 11：近年来野村毛利率与发到中国的外包量成本占比



获取有释放大量 IT 需求的潜力客户：公司依靠承接欧姆龙的软件外包业务起家，目前已经发展了 20 家左右的重要客户，这也使我们看好公司的大客户开拓能力。

瑞穗总研就是公司近年来成功开拓的潜力客户，双方 08 年合作成立海隆瑞穗（上海）开发中心，10 年瑞穗首次进入公司前五名客户之列。根据 GARTNER 统计，瑞穗总研属于和野村综研一个级别的总包商（见表 1），据了解瑞穗在日

¹ 按照 1 人民币=12.4 日元计算，缺少 07、08 年公司来源于野村的明细数据，做了平滑处理

本的总包量超过万人，而公司是其在国内少数几家分包商之一，目前公司服务于瑞穗的团队约 200 人，我们预计未来几年公司来源于瑞穗的收入将持续增长。

与新兴客户一同成长：公司与 MTI 从 01 年开始建立合作关系，目前承接了 MTI 所有的国内外包业务，这块业务随 MTI 的成长而稳定增长。MTI 作为日本最大的手机内容服务提供商，有望受益于日本移动内容服务市场的高速增长，为公司带来可观的成长空间。

图 12：近年来 MTI 收入（单位：百万日元）

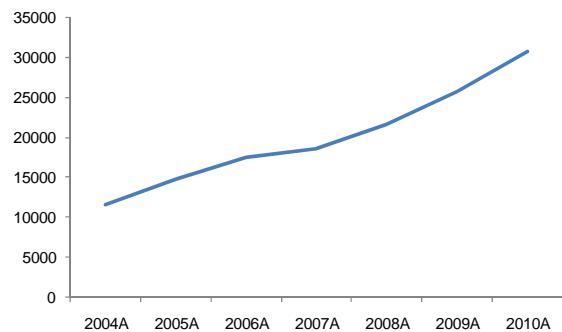
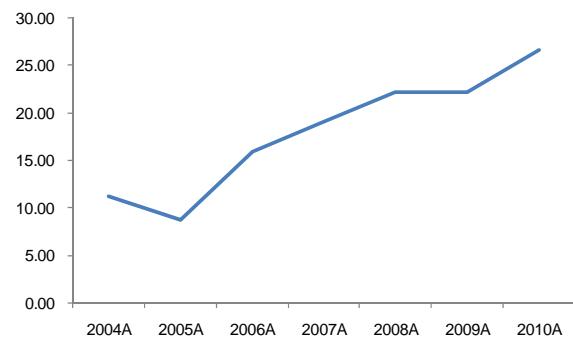


图 13：公司来源于 MTI 的收入²（单位：百万元）

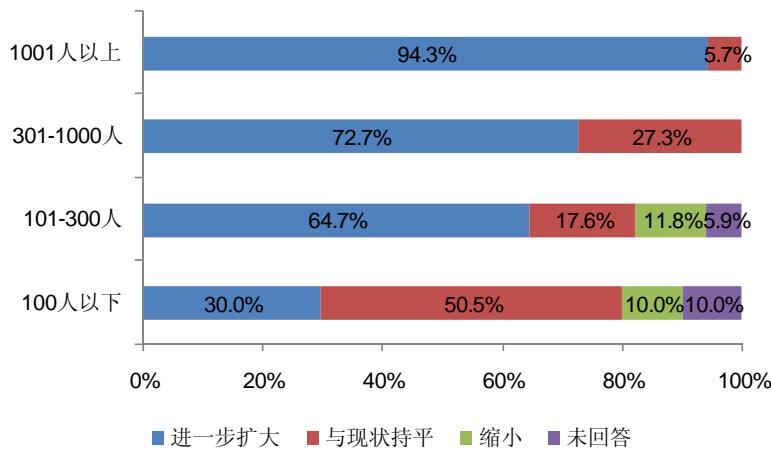


资料来源：MTI，公司资料，中投证券研究所

3.2 调查显示日本大客户离岸开发有望加速

日本情报处理推进机构 IPA 对实施离岸外包开发的日本 IT 企业调查显示，企业规模越大，加大离岸外包的意愿越为强烈；而日本大型 IT 企业在选择接包方上，对于“技术人员的质和量”、“CMM、ISO 认证及管理体制”等指标更加关注，这些都为公司大客户模式的发展创造了有利条件。

图 14：已开展离岸外包企业今后开展离岸外包意向



资料来源：IPA《IT 人才白皮书 2009》，中投证券研究所

² 缺少 07、08 年公司来源于 MTI 的明细数据，做了平滑处理

图 15：不同规模企业对“技术人员的质和量”关注度

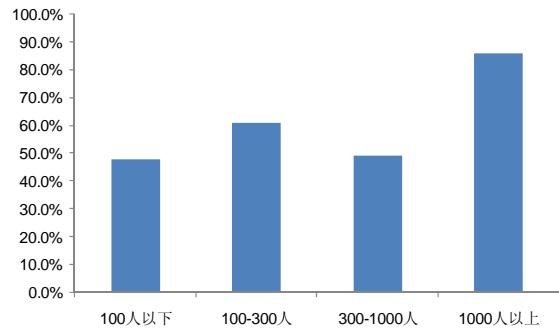
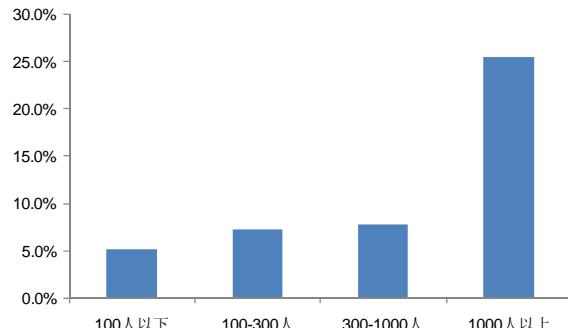


图 16：不同规模企业对“CMM、ISO 认证及管理体制”关注度

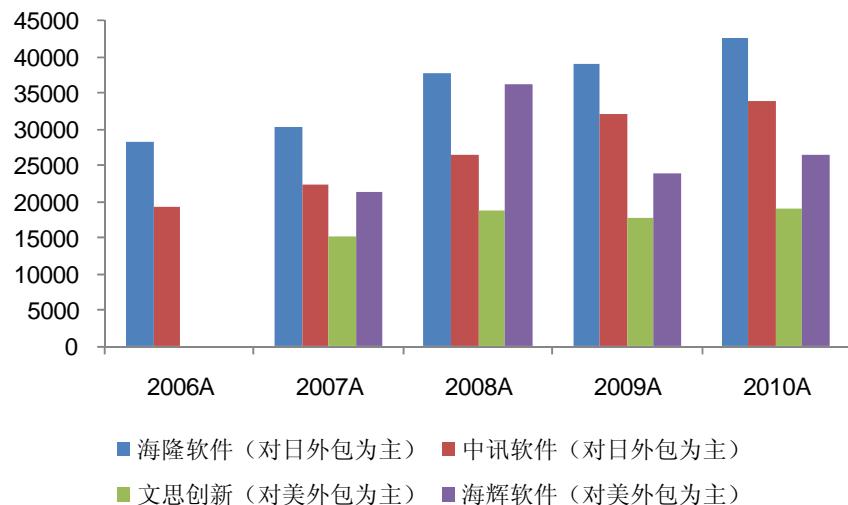


资料来源：IPA《IT 人才白皮书 2009》，中投证券研究所

3.3 数据显示公司与大客户关系更加密切

由于国内对日外包企业多属于二、三级分包商，根据经验判断，来源于日本的软件外包业务的价值通常低于欧美，但是图 17 显示近年来公司人均年收入高于可比企业，我们认为这显示公司与大客户关系密切，从而获得了更好的价格。

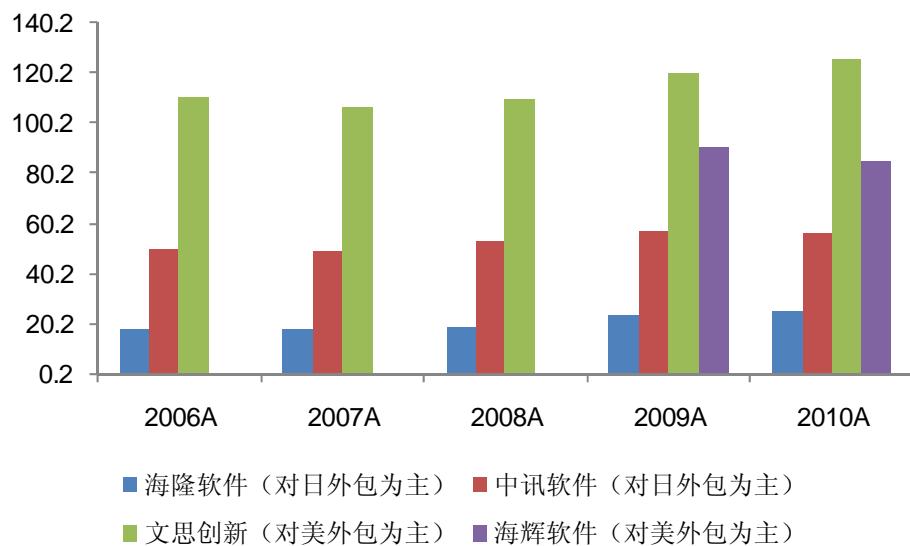
图 17：人均收入比较（美元/人/年）



资料来源：bloomberg，中投证券研究所

图 18 显示公司的应收帐款周转天数显著低于可比公司，我们认为这显示公司与大客户之间有着良好的合作关系，公司更受客户信赖，从而获得了更好的信用政策。

图 18: 应收账款周转天数比较 (单位: 天)



资料来源: bloomberg, 中投证券研究所

综上, 我们认为对日外包业务为长期投资公司提供了安全边际, 10、11 年的高速增长和客户需求的超预期有直接关系, 增速或处于阶段性高点, 但 12 年以后公司仍有望维持 30%以上的增速。

四、对美软件外包与国内业务

4.1 对美软件外包有望较快发展

公司09年开始发展对美外包业务，10年上半年与美国广告企业黄页公司建立了联系，目前公司对美外包业务也采用了大客户模式，10年1200万收入基本都来源于黄页公司。

美国是全球最大的软件服务市场，目前印度在美外包软件市场上占据了大部分份额，我们认为中国企业与印度企业尚存较大差距，国内企业的机会在于美国软件外包市场空间足够大，同时美国IT企业正致力于分散印度市场的单一供应风险，积极寻求中国供应商。以国内领先的对美软件外包企业文思创新和海辉软件为例，其绝大部分来源于美国的订单并非与印度对手竞争所得。

图 19：10 年全球 IT 服务市场份额

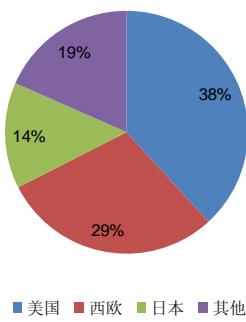
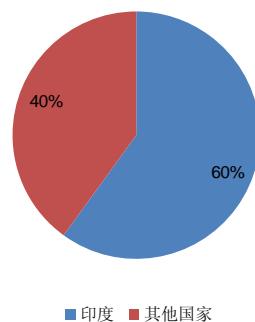


图 20：美国软件外包市场竞争格局



资料来源：GARTNER，中投证券研究所

公司对美软件外包业务以整体外包模式开展，提供设计、开发、测试和运维等全方位服务，优势在于日本企业对于质量控制相对严格，使公司在开发管理和流程管理上具有竞争力，劣势是对美外包与对日外包复用性较差。

对日软件外包企业多以内生式增长为主，我们猜测原因是日本企业相对保守和严谨，从建立合作关系到业务放量的周期相对较长；而欧美企业业务放量相对较快，使得面向欧美的软件外包企业以资本运作驱动快速成长，文思创新、海辉软件等企业就是代表。目前公司以自建团队模式开拓美国市场，计划年内成立一家公司，我们认为资本运作能力可能是公司的弱项。

整体而言，由于基数较小，我们认为公司对美软件外包业务有望实现较快的增长。

4.2 国内业务或将提升估值

目前国内业务主要是 09 年并表上海华钟实现了一定增长。10 年 7 月公司与 MTI 合资成立海隆宜通，主攻国内手机内容软件市场，这代表了公司未来国内业务的发展方向，即利用为日本 IT 企业代工的技术积淀，发力国内自主产品市场，同时引入日本 IT 企业进行合作。

以海隆宜通为例，公司与 MTI 在日本移动内容市场合作十年，公司负责产品的开发，MTI 负责市场营销。目前双方面向国内市场的策略是公司主要负责产品开发，MTI 负责用户需求分析。

11 年海隆宜通以营销突破为目标，没有具体的财务要求，公司希望 3-5 年内能推出几款拥有几百万用户的手机内容软件产品。我们认为中国和日本在移动互联网市场环境上有较大的差异，例如国内运营商对于 CP 和 SP 的控制更加严格，海隆宜通发展的关键是如何实现既有成熟产品的本土化。

目前公司的主要客户都是日本的 IT 企业：野村综研是以证券业务为主的金融 IT 企业，瑞穗总研是以银行业务为主的金融 IT 企业，欧姆龙软件是制造业领域的 IT 企业，同时这些企业或者其集团企业都在国内设立了分支机构，为公司与其合作进军国内市场提供了可能。目前公司也在相关领域储备了产品，准备择机推向市场。

我们认为从软件外包到自主产品是模式的转变，即由服务转向产品，考虑到公司一贯稳健的经营风格，业绩的体现需要时间，但是软件外包的定价由成本决定，而自主产品的定价由为客户创造的价值决定，中长期来看公司某项业务或者某款产品的成功或将成为估值提升的催化剂。

五、盈利预测与投资建议

公司 90%收入来源于软件外包，另有 10%的硬件业务主要与国内系统集成有关，不是公司未来发展的重点，我们仅以软件外包的业务模式进行盈利预测，虽然会有偏差，但是更加直观，主要假设如下：

公司 11、12 和 13 年人员数量增加 35%，33% 和 32%，人均产出保持在 30 万 /年，毛利率维持在 40% 左右的水平；

销售 90% 来源于老客户，收入增长对销售依赖程度较低，销售费用率略有下降；

公司会加强国内自主 IT 产品研发，管理费用率维持在 20% 左右；

公司持续获得国家规划布局内重点软件企业。

表 4：收入及毛利率预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
员工数量（人）	720	1015	1370	1822	2406
增长率		41.0%	40.0%	35.0%	32.0%
人均收入（万元）	26.8	29.0	30.0	30.0	30.0
增长率		8.2%	3.0%	0.0%	0.0%
收入总额（百万元）	192.96	294.25	424.31	572.82	756.12
增长率		52.5%	44.2%	35.0%	32.0%
毛利率	35.2%	40.3%	40.3%	40.0%	40.0%

资料来源：中投证券研究所

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.61、0.84 和 1.12 元，我们认为公司的投资价值在于其对日软件外包业务规模不大，具备 5 年以上保持 30%+ 增长的潜力，而鉴于公司综合实力较强，使其对美软件外包市场的突破以及国内自主 IT 产品的推广成功可能性较大，有望成为估值提升的催化剂。

按照 12 年 30 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 25.2 元，首次覆盖给予公司推荐的投资评级。

六、风险提示

日本地震后日元汇率短期走强，但中长期走势具有不确定性；

国内 IT 业务推进进程具有不确定性；

人员增加较快带来的团队磨合风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	332	406	508	646
应收账款	296	357	441	558
其它应收款	25	36	49	64
预付账款	8	10	13	17
存货	1	1	2	2
其他	1	3	3	5
非流动资产				
长期投资	14	20	24	26
固定资产	5	8	10	12
无形资产	5	8	12	14
其他	27	35	41	45
资产总计	359	441	548	691
流动负债				
短期借款	38	49	55	62
应付账款	14	0	0	0
其他	1	1	4	4
非流动负债				
长期借款	23	45	51	57
其他	0	0	0	0
负债合计	38	49	55	62
少数股东权益	15	18	22	28
股本	75	116	116	116
资本公积	100	62	62	62
留存收益	131	194	291	422
归属母公司股东权益	306	374	471	601
负债和股东权益	359	441	548	691

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	43	88	92	124
折旧摊销	47	73	101	136
财务费用	6	6	8	11
投资损失	-2	-4	-6	-7
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-10	11	-12	-15
投资活动现金流				
资本支出	-11	-15	-14	-15
长期投资	11	10	10	10
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-5	-14	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	42	0	0
其他	0	-37	0	0
现金净增加额	24	61	84	117

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	294	424	573	756
营业成本	176	253	344	454
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	14	19	25	30
管理费用	62	87	115	151
财务费用	-2	-4	-6	-7
资产减值损失	-0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45	68	95	127
营业外收入	10	14	19	26
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	54	83	114	152
所得税	7	9	13	17
净利润	47	73	101	136
少数股东损益	2	3	4	5
归属母公司净利润	45	71	97	130
EBITDA	49	70	97	130
EPS（元）	0.61	0.61	0.84	1.12

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	52.5%	44.2%	35.0%	32.0%
营业利润	169.0	52.2%	38.7%	34.1%
归属于母公司净利润	123.0	56.1%	38.1%	33.8%
获利能力				
毛利率	40.3%	40.3%	40.0%	40.0%
净利率	15.4%	16.6%	17.0%	17.2%
ROE	14.8%	18.9%	20.7%	21.7%
ROIC	93.7%	157.5%	147.5	148.1%
偿债能力				
资产负债率	10.5%	11.2%	10.0%	9.0%
净负债比率	37.30	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.81	8.26	9.23	10.42
速动比率	8.77	8.21	9.16	10.35
营运能力				
总资产周转率	0.87	1.06	1.16	1.22
应收账款周转率	14.46	13.81	13.52	13.39
应付账款周转率	108.89	109.82	83.68	93.11
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.61	0.84	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.75	0.79	1.07
每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.21	4.04	5.16
估值比率				
P/E	44.65	28.60	20.71	15.48
P/B	6.60	5.40	4.29	3.36
EV/EBITDA	34	24	17	13

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹， CPA， CFA Charter pending candidate， 中投证券研究所计算机行业研究员， 南京大学计算机学士， 金融工程硕士， 多年金融行业从业经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434