

东方国信 (300166)

推荐

行业：IT 服务

产品化+运营分成+并购扩张，一个也不能少

公司是电信行业的 BI 应用软件龙头，发展战略清晰，未来将依托于电信 BI 的稳定增长，进一步通过产品化以及外延扩张的方式实现跨行业的快速扩张，高增长态势仍将持续。特别地，若公司在与运营商、银行三方在流量经营的合作上或者在 2500 万手机银行用户的变现上取得突破，则有望迎来更广阔的天空，建议重点关注。

投资要点：

◇ **内生外延并举，持续扩张的商业智能龙头。**公司是电信行业 BI 应用软件龙头，近年公司逐步通过加大并购的方式分别切入中国移动 BI、工业 BI 及金融 BI 等领域。我们认为，下一阶段公司将以电信行业 BI 为基础，通过产品化、跨行业的方式实现快速扩张，而并购作为重要的扩张手段将贯穿始终；

◇ **传统电信领域：数据大集中+4G 普及+流量经营，景气度仍将维持。**我们预计公司在电信领域的份额提升将较为缓慢，增长更多来源于原有客户的拓展需求，其中数据大集中建设、智能移动终端及 4G 的进一步普及带来更多的流量消费以及依托流量经营应对“管道化”都将催生更多 BI 升级需求，预计未来数年公司电信 BI 的 CAGR≈20%；

◇ **新兴领域 1：收购屹通信息大举进军金融 BI，中小银行需求有望爆发。**屹通信息在移动金融和银行 BI 方面有成熟的解决方案，拥有 60 多家银行客户、2500 万的手机银行客户，能够与公司在银行 BI 领域的技术及客户方面形成很好的互补，进而抢夺正在大力推进银行 IT 解决方案投资的中小银行的份额；

◇ **新兴领域 2：布局工业 BI，静待其成。**受累于人力成本上升的工业领域的智能化建设才处于起步阶段，收购北科亿力正是公司的布局先手。当前北科亿力在国内的钢铁企业的智能化系统建设方面的市占率约 20%左右，市场空间约 5 亿元/年。考虑到 BI 系统具有较高的移植性，未来横跨各制造业的工业 BI 的发展远景值得期待；

◇ **模式创新：产品化+公司、银行及电信的三方合作值得期待。**(1) 产品化一直是公司的重点之一，目前公司已有部分产品在商用或者试用，有望于明年开始贡献业绩；(2) 流量经营方面，公司希望能通过与银行、电信三方合作的方式来规避法律边界的问题。目前三方合作仍处于商谈合作框架的阶段，若可取得突破，公司将迎来更为广阔的天地；

◇ **首次覆盖，推荐评级。**公司发展战略清晰，未来将依托于电信 BI 的稳定增长，进一步通过产品化以及外延扩张的方式实现跨行业的快速扩张，高增长态势仍将持续。我们预计 14-16 年 0.51/0.82/1.11 元，对应当前股价 43/27/20 倍，首次给予“推荐”评级，目标价 28.70 元，对应 15 年 EPS35 倍；

◇ **风险提示：**运营商或者银行的 IT 建设投入低于预期；银行 BI 以及工业 BI 的拓展低于预期；产品化后费用超预期；持续收购带来的整合风险。

作者

署名：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 28.70

当前股价： 22.01

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	260
流通股本(百万股)	154
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	34
成交量(百万股)	4.43
成交额(百万元)	99.23

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	468	673	890	1099
收入同比(%)	50%	44%	32%	23%
归属母公司净利润	90	141	227	307
净利润同比(%)	28%	56%	61%	35%
毛利率(%)	44.6%	49.4%	54.8%	56.5%
ROE(%)	8.9%	12.0%	16.3%	18.1%
每股收益(元)	0.33	0.51	0.82	1.11
P/E	67.66	43.30	26.84	19.89
P/B	6.02	5.21	4.38	3.60
EV/EBITDA	58	33	21	16

资料来源：中国中投证券研究总部

一、内生外延并举，持续扩张的大数据龙头

公司成立于 1997 年，主营业务为提供完整的企业商业智能系统解决方案，主要服务于国内电信领域的运营商，是中国联通、中国电信等企业商业智能系统的核心合作厂商之一，也是中国移动全资子公司中国铁通企业商业智能系统的三家核心厂商之一，现已成为中国电信行业 BI 应用软件的领先供应商。

图 1 公司的主营业务构成 (2013)

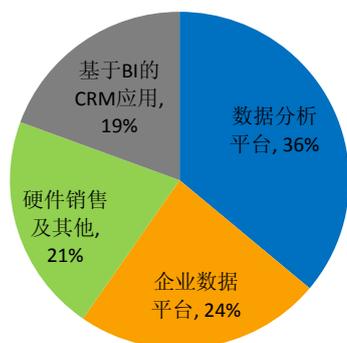
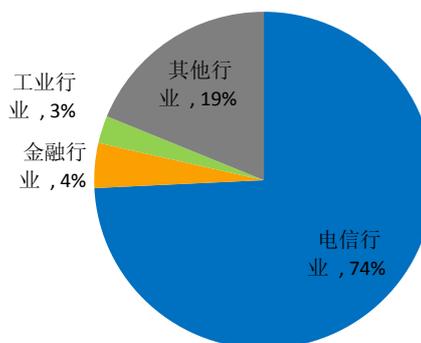


图 2 公司业务的行业分布 (2014 1H)

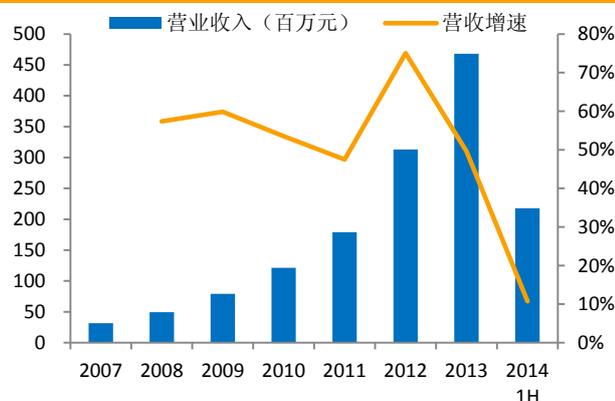


资料来源：Wind、中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

得益于电信行业对商业智能需求的高景气度以及公司专注于 BI 软件，过去几年，公司的业绩实现了高速增长，其中 2007-2013 年公司的营收及归属母公司的净利润年均复合增长率分别达 57%、66%。

图 3 2007-2013 年营业收入 CAGR≈57%



资料来源：Wind、中投证券研究总部

图 4 2007-2013 年净利润 CAGR≈66%



资料来源：Wind、中投证券研究总部

随着公司在电信行业的地位日渐稳固，跨行业扩张已是水到渠成。近年以来，公司逐步加大了并购的力度，先后收购了东华信通、北科亿力、科瑞明、汉桥科创、屹通信息等多家公司，相应地，分别切入中国移动 BI、工业 BI 及金融 BI 等领域。

我们认为，下一阶段，公司将以电信行业 BI 为基础，通过跨行业、产品化的方式实现快速扩张，其中并购作为重要的扩张手段将贯穿始终。

表 1 公司近年收购企业一览

	收购企业	业务	价格	对公司的意义
2011	东华信通	电信 BI	5200 万元	切入中国移动 BI 市场
2013	北科亿力	钢铁行业 BI	1.6 亿元	切入工业 BI 领域
2013	科瑞明	银行 BI	5000 万元	切入金融 BI 领域
2014	汉桥科创	用户行为分析等	3500 万元 (51% 股权)	获得技术、加强领先优势
2014	屹通信息	银行 BI 及移动金融	4.5 亿元	切入金融 BI 领域

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

二、传统电信领域：数据大集中 + 4G 普及 + 流量经营，景气度仍将维持

2008 年，公司成为中国联通最大的 BI 应用软件提供商，并于 09 年成功进入中国电信市场。2011 年，公司收购东华信通成功切入中移动市场。

目前，公司已是电信行业最大的 BI 应用软件提供商，其中在联通以及电信公司已是独占鳌头，而中移动处于持续开拓的阶段。考虑到企业的的平台以及数据分析平台具有较高的延续性，外来者实现替代的难度较高，我们预计公司在电信领域的份额提升将较为缓慢，增长更多来源于原有客户的拓展需求：

(1) 数据大集中将带来新一轮的商业智能系统升级。为了形成以客户为导向的经营方式，更多地了解客户，更好地服务客户，运营商已经着力打造集中化数据，可以遇见的是，基于数据大集中的商业智能系统升级将紧随其后；

表 2 三大运营商的数据大集中建设进度一览

运营商	项目名称	启动时间	当前进度
中国移动	大云计划	2007	大云平台 2.5
中国联通	数据大集中	2010	完成全国最大数据仓库
中国电信	数据大集中	2012	完成项目规范

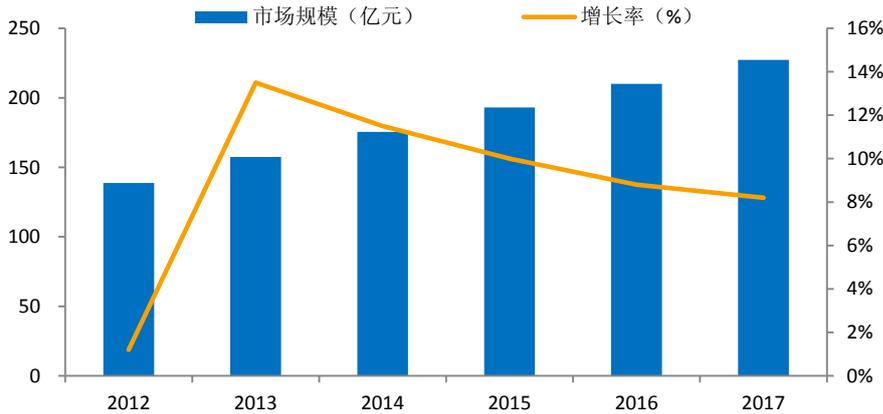
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

(2) 智能移动终端及 4G 的进一步普及将带来更多的数据流量，催生 BI 改造需求。截止 2013 年，移动电话用户已经达到 11.96 亿，移动互联网用户达到 8.36 亿，4G 的普及将带来更多的流量消费，不同的服务模式、计费模式等将带来新的投资需求；

(3) 应对“管道化”，流量经营将是大势所趋。OTT 的出现使得运营商面临管道化的命运，作为应对之策，如何借助商业智能系统，为互联网提供更为精准的流量计费服务将是关键。13 年以来，公司已和北京联通等公司合作，即基于 BI 对用户的流量使用行为进行分析，对其提供精准营销，从而导致营销成功率大为提升，当前公司流量经营相关的收入已达 2000 万元左右，毛利率 60% 以上。

IDC 预计 12-17 年电信行业的 IT 解决方案的市场规模的年均复合增长率约 10.4%，由于应用软件部分的增速更快，因此我们判断未来数年电信行业在 IT 应用软件上的投入仍可保持在 15~20% 的年均复合增速，而商业智能系统作为当中的关键，增速应可更高，如此作为电信 BI 龙头，公司在电信 BI 业务的增速应可保持在 20% 左右。

图 5 2012-17 年电信行业的 IT 解决方案市场规模 CAGR 约 10.4%



资料来源：IDC、中投证券研究总部

二、新兴领域 1：收购屹通信息大举进军金融 BI，中小银行需求有望爆发

借助屹通信息，公司大举进入银行领域

金融和电信是国内信息化建设最为领先的两大行业，而金融 BI 也是公司一直想涉足的领域。去年收购科瑞明是公司的一小步，而今年 7 月收购屹通信息则是公司吹响大举进军金融领域的号角。

屹通信息主要为银行提供专业的移动及互联网金融、金融大数据等系统的解决方案和实施服务，已经为包括外资银行、股份制银行、城商行、农信系统、金融公司等 60 余家金融银行机构提供成熟的解决方案。在移动银行领域，屹通信息是我国最早开展手机银行项目的公司之一。

目前，屹通信息 80% 的业务收入来源于移动金融，而金融 BI 应用软件仅占 20% 左右。其中，公司开发的手机银行拥有 2500 万的用户，移动营销拥有 22 个银行客户，市占率逾 50%，其中以民生银行的体量为最大。

图 6 屹通信息具有完善的移动和互联网金融平台解决方案



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 3 屹通信息在移动领域具有较多的成功实施案例，业内知名度较高

	项目	拥有的客户数	市场占有率（按照银行家数）
移动银行	手机银行	40 家	11.90%
	直销银行	4 家	1.19%
移动支付	微信银行	7 家	2.08%
	O2O、增值服务	9 家	2.68%
移动管理	移动 OA	7 家	2.08%
	移动 BI	3 家	0.89%
	移动 CRM	1 家	0.30%
移动营销	智能厅堂	5 家	1.49%
	户外作业	14 家	4.17%
	移动信贷	12 家	3.57%
	移动信用卡	3 家	0.89%
	企业营销		
	售后管理	1 家	0.30%
	私银财富		

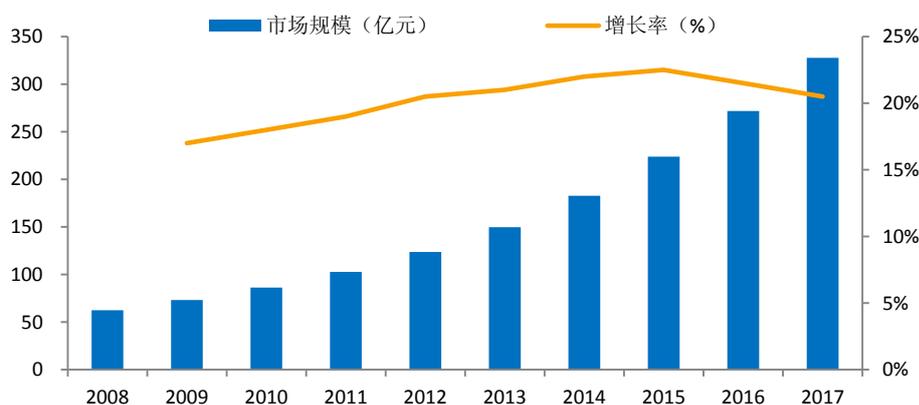
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

注：国内银行业金融机构中股份制银行 12 家，城商行 135 家，农商行 119 家，农信社 70 家，小计 336 家

银行 IT 投资景气度高，中小银行 BI 建设需求有望爆发

根据《中国银行业 IT 解决方案市场 2013~2017 年预测与分析》，IDC 预测该市场 2013~2017 年的年均复合增长率为 21.7%，到 2017 年，市场规模将达到 324.4 亿元，比中国银行业整体 IT 市场增长率高出 9.6 个百分点。

图 7 2013-17 年银行业的 IT 解决方案市场规模 CAGR 约 21.7%



资料来源：IDC、中投证券研究总部

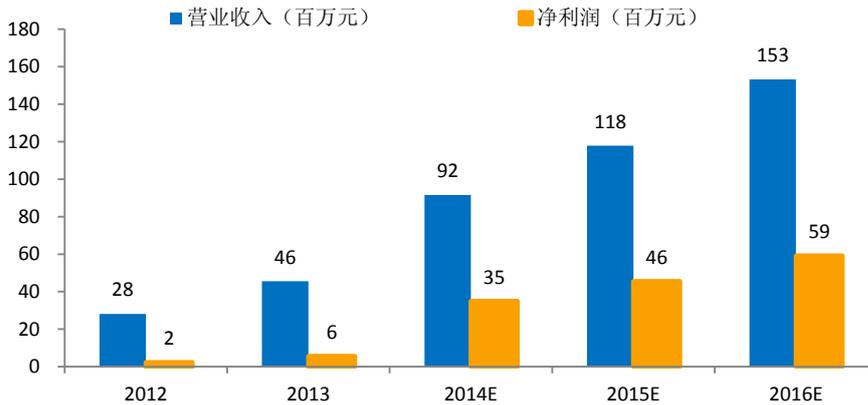
因此，未来几年银行业 IT 投资，尤其是 IT 解决方案的市场需求仍然旺盛。

从投入细分来看，当前银行 IT 投资的重点已从原来的网上银行转移到移动互联网，从“网上银行→手机银行→移动营销”的背后是银行经营模式的转变。其中，移动营销仅依托智能终端即可实现，可协助银行内发展厅堂内营销，支撑银行的社区、写字楼、小微商圈、公司企业等场景，实现从“坐商”到“走商”的服务转型。我们预计，移动营销将成为银行业，特别是中小银行今后信息化建设的重点，正在迎来爆发式的增长。

相应地，近两年屹通信息在移动金融上的订单也是翻倍增长，预计高增长态势仍可维持 2~3 年左右。

而在银行 BI 方面，由于精力不足以及基于 IBM 开发平台的应用开发在中小银行实施具有一定的局限性，屹通信息在 BI 领域的拓展速度并不快。但在收购完成以后，公司与屹通信息在技术以及客户上具有很大的互补性，特别地，公司可借助屹通信息在银行的行业经验，而屹通信息可依托公司的 BI 系统平台开发应用。因此，可以遇见，公司在中小银行的 BI 系统建设中将有独领风骚。

图 8 屹通信息的业绩将保持高速增长



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

三、新兴领域 2：布局工业 BI，静待其成

商业智能系统在不同行业具有较高的移植性，而受累于人力成本上升的工业领域的智能化建设才处于起步阶段，因此也成为公司谋求进军的领域之一。

在收购北科亿力之前，公司在环境监测领域已有订单斩获¹，收购后公司计划将北科亿力打造为冶金大数据平台，利用公司的大数据开发、数据仓库、数据挖掘等技术，为北科亿力实现冶金工业数字化、科学化、智能化水平的提升。

北科亿力主要的市场定位是冶金工业生产操作、安全监测智能软件和系统平台提供商，客户大多为钢铁冶炼企业。由于我国大量在产高炉建于 2000 年初中期，未来将进入技改、大修、中修阶段，未来对北科亿力产品的需求将大增。此外，北科亿力已成功进入海外市场，如中标伊朗高炉专家系统项目。

表 4 北科亿力的业务范围

业务类别	用途	具体涵盖
工业精准检测系统	用于高炉重点区域的运行检测	高炉冷却水温差热负荷精准检测和智能预警系统、高炉铁水连续红外测温系统、高炉炉缸炉底内衬精准测温在线监测系统、高炉风口成像分系统
工业智能化软件系统	通过对检测系统提供的检测数据进行诊断和分析，并据此提出优化方案	高炉炉缸炉底三维侵蚀内型、渣铁壳变化和活跃性在线智能监测诊断系统、高炉操作炉型和气流分布在线智能监测诊断系统、高炉全炉物料、热能、化学能利用监测和优化配料系统
工业咨询服务	解决方案	高炉炉缸炉底设计计算及工作状态预测系统、高炉冷却壁炉墙设计计算及工作状态预测系统、高炉布料精准检测、智能仿真系统

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

¹ 宁东能源基地落地大数据监测项目，项目金额超 3000 万元。

从市场空间看,北科亿力未来的收入可来自新建市场、技改市场和海外市场三大块,根据我们测算,该三大块对应的市场空间可高达 5 亿元/年左右,相比 13 年近 3000 万左右的收入,北科亿力的成长空间巨大,高增长态势将持续。

表 5 北科亿力面临的市場空间

	高炉数量	价格	市场空间
高炉技改	1400 多座	100 万~500 万元/座	10~50 亿元 其中,13 年 80 多座技改,金额约 1~1.5 亿元,公司份额 13~20%
新建高炉			1-1.5 亿元/年 其中,13 年新建 20 座,金额约 1 亿元,公司份额 30%
海外市场	13 年 12 座	400 万元/座	5000 万元/年
铁前、炼钢市场			2-3 亿元/年
合计			约 5 亿元/年

资料来源:公司公告、中投证券研究总部

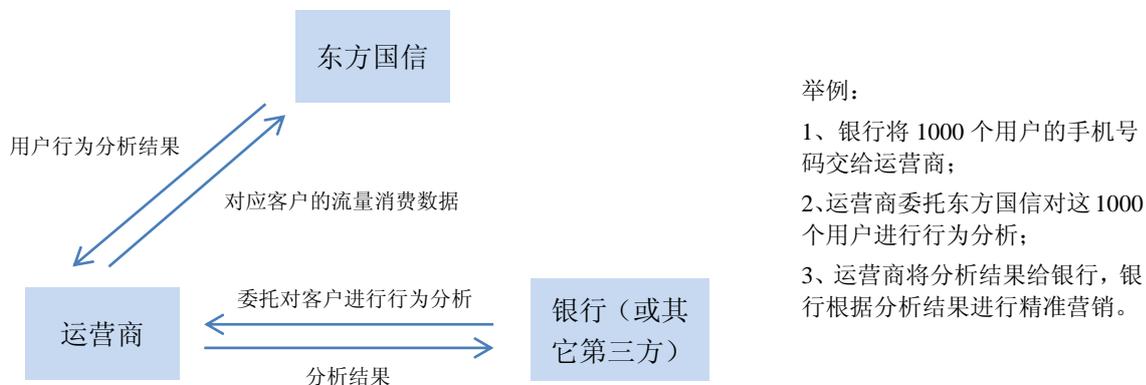
四、模式创新:产品化+公司、银行及电信的三方合作值得期待

除了跨行业扩张,公司也正寻求着经营模式上的创新,其中提升产品化程度一直是公司的重点之一。目前,公司的商业智能应用构建工具项目与探索式数据分析及应用平台项目已完工,并且已有部分产品在商用或者试用,有望于明年开始贡献业绩。特别地,公司将于 8 月上旬左右进行产品发布会,届时有望进一步强化公司在 BI 领域的技术领先地位。

此外,在流量经营的合作上,公司希望能通过与银行、电信三方合作的方式来规避法律边界的问题。其中,数据获取上可通过混合所有制的方式与大型国企合作获取,甚至收购入口也是一种选择。我们认为,若三方合作可取得突破,公司将迎来更为广阔的天地。

此外,屹通的手机银行产品有 2500 万的用户,其变现价值也值得期待,现在公司正在探索经营模式上的创新,如可以引进第三方商家在 APP 上交易,然后公司、银行、商家进行三方佣金分成等等。

图 9 公司与银行、电信三方合作模式的一种猜想



资料来源:中投证券研究总部

五、投资建议：推荐评级，目标价 28.70 元

公司发展战略清晰，未来将依托于电信 BI 的稳定增长，进一步通过产品化以及外延扩张的方式实现跨行业的快速扩张，高增长态势仍将持续。

我们预计 14-16 年 EPS 0.51/0.82/1.11 元，对应当前股价 43/27/20 倍，首次给予“推荐”评级，目标价 28.70 元，对应 15 年 EPS 35 倍（由于预计 14 年屹通信息仅有 1~2 个月的净利润合并进母公司报表，因此使用 15 年的业绩预测更为合理）。

表 6 公司的营业收入及利润预测

		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
数据分析平台	收入（百万元）	91.05	123.72	168.97	228.11	296.54	370.68
	YoY	18.37%	35.88%	36.57%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利（百万元）	51.64	66.41	100.70	136.87	177.93	222.41
	毛利率（%）	56.72%	53.68%	59.60%	60.00%	60.00%	60.00%
企业数据平台	收入（百万元）	22.18	78.49	110.26	148.85	193.51	241.88
	YoY	37.59%	253.88%	40.48%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利（百万元）	12.66	44.12	64.10	87.82	116.10	145.13
	毛利率（%）	57.08%	56.21%	58.14%	59.00%	60.00%	60.00%
基于 BI 的 CRM 应用	收入（百万元）	64.25	82.94	90.80	113.50	141.88	177.34
	YoY	175.75%	29.09%	9.48%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利（百万元）	29.33	32.98	38.78	48.81	61.01	76.26
	毛利率（%）	45.65%	39.76%	42.71%	43.00%	43.00%	43.00%
硬件销售及其他	收入（百万元）	1.34	27.84	98.13	73.60	29.44	0.00
	YoY	-72.71%	1977.61%	252.48%	-25.00%	-60.00%	-100.00%
	毛利（百万元）	0.71	1.13	5.30	2.94	1.18	0.00
	毛利率（%）	52.99%	4.06%	5.40%	4.00%	4.00%	4.00%
科瑞明	收入（百万元）	8.43	10.12	13.00	16.25	20.31	25.39
	YoY		20.01%	28.46%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利（百万元）	4.48	7.04	9.00	11.38	14.22	17.77
	毛利率（%）	53.09%	69.57%	69.23%	70.00%	70.00%	70.00%
北科亿力	收入（百万元）	0.80	13.41	30.00	66.00	85.80	111.54
	YoY		1581.08%	123.71%	120.00%	30.00%	30.00%
	毛利（百万元）	0.17	9.42	22.00	48.18	62.63	81.42
	毛利率（%）	21.55%	70.22%	73.33%	73.00%	73.00%	73.00%
屹通信息	收入（百万元）		28.12	45.53	81.95	122.93	172.10
	YoY			61.91%	80.00%	50.00%	40.00%
	毛利（百万元）		10.69	20.72	36.88	55.32	77.45
	毛利率（%）		38.01%	45.51%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	销售收入（百万元）	178.81	313.00	468.16	673.26	890.41	1,098.94
	YoY	47.47%	75.05%	49.57%	43.81%	32.25%	23.42%
	毛利（百万元）	94.34	144.63	208.89	332.72	488.38	620.44
	毛利率（%）	52.76%	46.21%	44.62%	49.42%	54.85%	56.46%

数据来源：Wind、中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	662	621	773	890
现金	282	202	267	330
应收账款	305	332	395	433
其它应收款	26	34	47	57
预付账款	20	27	32	38
存货	17	17	16	14
其他	12	9	17	17
非流动资产	473	905	908	908
长期投资	10	9	9	9
固定资产	19	29	37	43
无形资产	180	176	172	167
其他	264	690	690	689
资产总计	1135	1527	1681	1797
流动负债	119	352	285	99
短期借款	50	283	207	13
应付账款	6	8	10	12
其他	63	60	68	74
非流动负债	0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	-0	-0	-0
负债合计	119	352	285	99
少数股东权益	2	2	2	2
股本	136	277	277	277
资本公积	618	495	495	495
留存收益	260	401	622	924
归属母公司股东权益	1014	1173	1394	1696
负债和股东权益	1135	1527	1681	1797

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-42	120	176	281
净利润	90	141	227	307
折旧摊销	12	10	13	15
财务费用	-5	8	12	4
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-149	-40	-78	-46
其它	9	2	1	1
投资活动现金流	-78	-444	-16	-16
资本支出	60	15	15	15
长期投资	0	-1	0	0
其他	-18	-430	-1	-1
筹资活动现金流	52	244	-95	-202
短期借款	50	233	-76	-193
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	14	142	0	0
资本公积增加	182	-124	0	0
其他	-194	-8	-18	-8
现金净增加额	-68	-80	65	63

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	468	673	890	1099
营业成本	259	341	402	479
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	29	42	62	77
管理费用	90	133	169	209
财务费用	-5	8	12	4
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	89	146	240	326
营业外收入	9	10	12	15
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	97	157	253	341
所得税	7	16	25	34
净利润	90	141	227	307
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	90	141	227	307
EBITDA	95	164	266	345
EPS (元)	0.66	0.51	0.82	1.11

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	49.6%	43.8%	32.3%	23.4%
营业利润	8.7%	65.2%	64.2%	35.7%
归属于母公司净利润	27.5%	56.3%	61.3%	34.9%
获利能力				
毛利率	44.6%	49.4%	54.8%	56.5%
净利率	19.3%	20.9%	25.5%	27.9%
ROE	8.9%	12.0%	16.3%	18.1%
ROIC	10.0%	11.1%	17.2%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	10.5%	23.0%	16.9%	5.5%
净负债比率	41.87%	80.46%	72.55%	13.56%
流动比率	5.56	1.77	2.71	8.99
速动比率	5.42	1.72	2.66	8.84
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.51	0.56	0.63
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	48.28	46.21	43.67	43.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.51	0.82	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.43	0.63	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.23	5.03	6.12
估值比率				
P/E	67.66	43.30	26.84	19.89
P/B	6.02	5.21	4.38	3.60
EV/EBITDA	58	33	21	16

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

观富钦,计算机行业分析师,中山大学信息与计算科学学士、财务与投资管理硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国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,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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434