



**持有** 5% ↑  
目标价格：人民币55.00

002268.CH  
价格：人民币 52.21  
目标价格基础：38倍 16年市盈率  
板块评级：未有评级

**本报告要点**

- 基于密码的安全信息是信息安全的终极方案
- 主要催化剂/事件
- 三零瑞通并购进入移动安全解决方案领域

**股价表现**

	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月	
		卫士通	深圳成指	卫士通	深圳成指
绝对	86.5	13.0	47.1	178.6	
相对深证成指	86.6	11.8	35.6	185.8	
发行股数(百万)		173			
流通股(%)		97			
流通市值(人民币 百万)		8,753			
3个月日均交易额(人民币 百万)		113			
净负债比率(%) (2014E)			净现金		
主要股东(%)					
西南通信研究所(中国电子科技集团公司 第三十研究所)		35			

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2014年10月21日收市价为标准

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

**计算机：计算机应用**

**刘波**

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512020001

\*宋方云为本报告重要贡献者

# 卫士通

## 引领主动安全信息化进程新阶段

卫士通是中国电子科技集团公司第三十研究所的控股企业，是中国信息安全领域第一个上市公司，有中国信息安全的“国家队”之称。目前主要从事于军用和民用基于密码的安全产品的研发、生产、销售和服务，也是国内最大的密码机提供商，产品覆盖通信安全、数据传输安全、移动安全等领域。我们给予该股目标价格 55.00 元，首次评级为持有。

### 支撑评级的要点

- **公司致力于开启安全信息时代，引领主动安全领域。**公司从语音通信加密机产品开始，以密码技术为核心形成产品和解决方案，公司通过自主研发的防火墙、并购移动安全终端和芯片、组建密码平台方案打造整个安全信息领域的垂直产业链。2014 年中报营业收入客户对象中政府、军工、金融+电力等企业营收占比分别达到 50%、20%、30%，信息加密成为主动安全的核心技术。
- **安全集成服务带动公司自主产品销售收入和毛利率的提升。**2014 年中报中集成服务增长 106.79%，营收占比达到 22%，公司抓住客户从单一产品到整体解决方案需求的转变，整合产业链，通过自主研发能力，提供全产业链产品，进一步提升系统产品和集成服务的营业收入。据我们预计 2015 年，公司自主系统产品渗透将达到 50%以上，安全集成与服务毛利率将提升到 35%。
- **移动安全解决方案将会有爆发式增长。**收购三零瑞通后，公司在移动安全终端领域解决方案全面布局，是目前唯一国内具备移动安全终端研发和生产的上市公司。移动安全终端主要应用于政府、保密企业、军队等安全要求级别较高的领域。据我们预计 2015 年，公司移动安全终端将全面进入市场放量，销售规模将达到百 K 级。

### 评级面临的主要风险

- 信息安全行业建设低于预期，并购经营整合风险。

### 估值

- **看好公司在安全信息领域的绝对领先地位。**预计公司 2014-2016 年的每股收益为 0.659、0.954 和 1.437 元。基于 38 倍 16 年市盈率，我们对该股目标价格为 55.00 元，首次评级为持有。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	317	458	709	1,067	1,670
变动(%)	(38)	44	55	51	57
净利润(人民币 百万)	18	39	114	165	248
全面摊薄每股收益(人民币)	0.103	0.225	0.659	0.954	1.437
变动(%)	(79.3)	117.4	192.9	44.8	50.6
全面摊薄市盈率(倍)	504.5	232.0	79.2	54.7	36.3
价格/每股现金流量(倍)	133.5	214.8	76.9	119.0	86.6
每股现金流量(人民币)	0.39	0.24	0.68	0.44	0.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1,070.5	208.6	141.7	96.5	63.5
每股股息(人民币)	0.010	0.010	0.029	0.042	0.064
股息率(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 目 录

### 信息安全产业链的变革：被动安全向主动安全及智能安全转变3

被动安全向主动安全、智能安全演进 .....	3
信息安全产业链整合是长期发展方向 .....	4

### 公司肩负信息安全“国家队”重任，打造“大安全”产业链..5

以商用密码技术为核心，做主动安全时代的发起者和领路人 .....	5
并购要点分析：齐产品线、强集成服务能力 .....	6
并购给公司净利润带来较快的成长性 .....	6

### 公司轻资产运营，通过产研无缝结合，重新迈入快速发展通道7

轻资产运营，产业化效率高 .....	7
技术研发背景深厚，产研结合典范，解决产品化最大障碍 .....	8
集成服务夯实公司的客户基础和商业模式 .....	8
移动互联网当下公司具备完善的安全解决方案 .....	9
排除政策性影响，公司近十年保持经营的高效率，处在快速发展通道 .....	10

## 信息安全产业链的变革：被动安全向主动安全及智能安全转变

### 被动安全向主动安全、智能安全演进

信息安全建设在信息化进程中扮演着重要的角色，有两个方面因素在驱动信息安全建设的发展：安全意识的渗透和安全技术的发展，总体来看信息安全建设发展大体分四个阶段：

阶段一：粗放网络建设阶段。信息化建设的初级阶段，安全问题往往被忽视。业务先行，安全次之，弱安全化。在信息孤岛的原始 IT 阶段，问题不会被放大，安全根基基本没有。

阶段二：被动安全阶段。安全建设成为 IT 解决方案的必要环节，但是受制于经验缺乏和安全技术演进，补丁措施和产品升级换代成为此阶段规避安全风险的常见方案。“补丁安全”是主流，“产品升级”是补充。

阶段三：基于密码技术和认证技术的主动安全新阶段。这也是当前的主流安全方案。加密技术、安全认证、安全协议等安全方案结合使用，安全意识渗透加深，同时黑色产业链的驱动力也在暴增。

阶段四：自适应网络的智能安全阶段。“软件决定业务”、“软件决定网络”、“软件决定存储”、“软件决定数据”，信息网络的智能化程度进一步提高，在网络中部署智能安全设备和安全策略，无缝检测安全状态，网络间协同自适应防御攻击、病毒、信息泄密等。下一代智能防火墙（iNGFW）、SDN、SDS、虚拟化等安全成为智能安全网络的新形态。

**图表 1.信息安全建设发展路径**

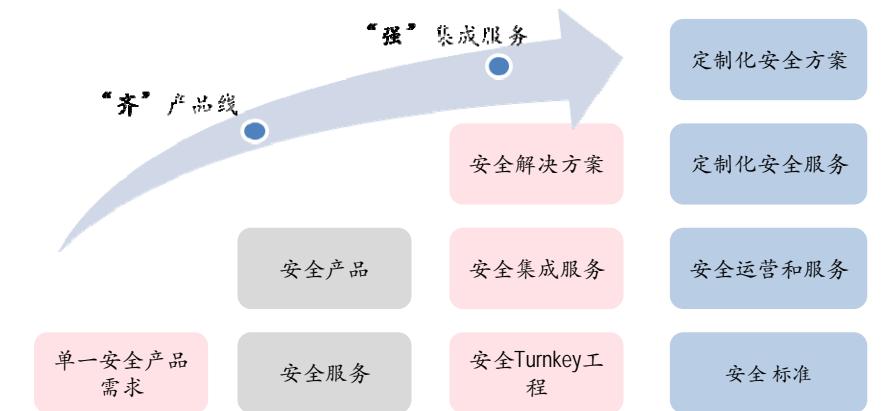


资料来源：中银国际研究

## 信息安全产业链整合是长期发展方向

信息网络变得越发复杂，IPV4 向 IPV6 演进，网络节点每年成级数增长，前 5 年的移动终端的普及和后 5 年物联网设备即将爆发式的增长，通过网络发生的业务交易效率提升近百倍。根据华为在 2014 年全球云计算大会发布的全球联接指数显示，2014 年全球有 70 亿移动用户联接，预计 2025 年将会出现 1,000 亿物联网联接。网络安全需求方对于巨大的复杂网络和交易量已经失去了掌控的能力，整体安全解决和交付能力成为关键，各厂商亟待提升整体安全建设和运营能力，Turnkey 工程模式和安全运营成为安全产业链新的业务增长点，“齐”产品线和“强”集成服务能力是信息安全生态圈的长期发展方向。

图表 2. 产业链发展趋势



资料来源：中银国际研究

## 公司肩负信息安全“国家队”重任，打造“大安全”产业链

以商用密码技术为核心，做主动安全时代的发起者和领路人

公司自成立以来，承载着国家信息安全的使命，是中国商用密码技术产业化的重要践行者。公司通过市场化经营，近10年来得到了快速发展（除2012年母公司政策风险），在政策性风险排除后，公司的安全信息产品和服务将会高速发展，我们预测，公司在并购三零盛安、三零瑞通、三零嘉微完成后，公司3年内的营收年复合增长率在50%以上。

公司发展主要分三个阶段：

2008年以前，推广产品和服务阶段。主打密码机产品改善通信安全问题。

2012年以前，信息安全集成服务阶段。建立有效的客户市场，打通渠道。

2012年以后，自主创新阶段。以技术为背景构建安全信息的新产业链生态。

### ■ 政策、环境、技术发展三驾马车催化公司走上前台

**国家信息安全政策：**国家战略高度（国家信息安全小组成立），国家顶层设计（“十二五”、“十三五”规划），国家信息安全政策方针（核高基、自主安全路线）。

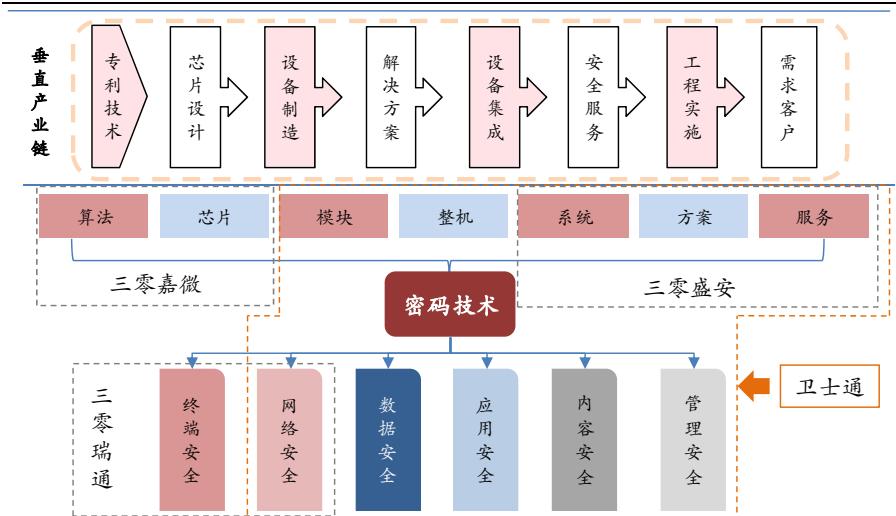
**安全事件频发：**棱镜门事件的发酵、2013年Target公司的4000万客户信用记录（20美元~100美元/每条，趋势科技统计2013年数据）被泄露事件等。

**信息化技术的发展：**大数据生态、移动互联网生态、物联网生态、开源生态，信息的产生、传输、存储载体在发生变化，解决新生态下的安全问题，需要有完善的系统解决方案，从终端、传输网络、应用服务端、存储端等大安全要求越来越高，对安全厂商也提出了更高的要求，产品+服务的综合解决方案能力成为市场竞争力的关键。

### ■ 大平台整合“国家队”资源，构建安全信息新产业链生态

**“国家队”整编：**并购三零盛安、三零瑞通、三零嘉微，形成从算法、芯片、产品、集成服务的全产业链布局，将会极大提升公司经营效率和市场竞争力。

图表3. 公司布局安全信息全产业链



资料来源：公司公告，中银国际研究

### 并购要点分析：齐产品线、强集成服务能力

芯片设计是自主安全的基础，基于国密算法的密码芯片肯定会成为信息安全的主流，应用在各个安全领域。通过并购，公司可以大幅降低安全芯片采购成本，同时通过市场化经营，提升三零嘉微的市场占有率。

在移动互联网布局的三零瑞通是本次收购的重点，移动互联网用户和网络规模在成基数增加，2013年统计的移动用户达到70亿，物联网带来的规模效应将超过移动互联网。信息化的普及让安全问题进入终端客户，健壮的终端安全方案成为行业蓝海市场，三菱瑞通安全手机市场占有率达到45%。

### 并购给公司净利润带来较快的成长性

合并后三个标的公司的净利润增速保持快速增长通道，三个公司都受到政策性风险的影响，2013年开始回调，2014年随着新产品的面市渗透，盈利水平预计将会出现快速增长，从并购公告的盈测预测来看，2014年、2015年、2016年三年的净利润增速分别为15.32%、46.17%、35.00%。

图表4. 标的公司净利润及增速情况



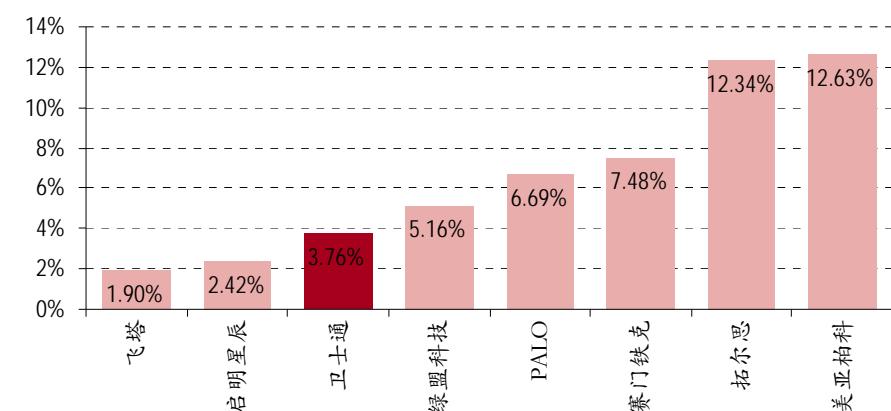
资料来源：公司公告，中银国际研究

## 公司轻资产运营，通过产研无缝结合，重新迈入快速发展通道

### 轻资产运营，产业化效率高

扣除房屋及建筑对固定资产的影响，近5年来卫士通固定资产占总资产平均比率为3.76%，轻资产运营效率同行业排名第三，仅次于飞塔和启明星辰。

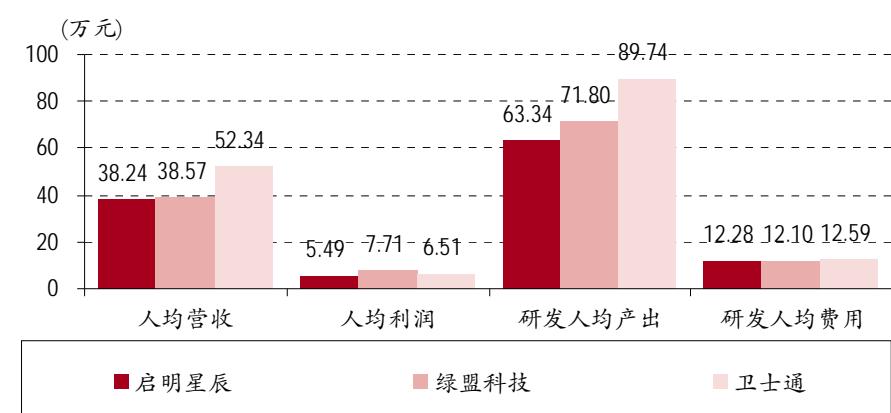
图表5. 公司轻资产运营



资料来源：中银国际研究

近5年来，公司人均营收处在国内同行业第一，人均年产出52.34万元，高于启明星辰和绿盟科技约35.7%，研发人均产出也处在国内同行业第一，研发人均年产出89.74万元，高于启明星辰和绿盟科技25%。受制于2012年事件对于公司净利润的影响，人均利润产出基本跟行业龙头企业持平，政策性风险排除后，公司人均利润的超出将会得到极大的提升。

图表6. 公司产业化效率对比

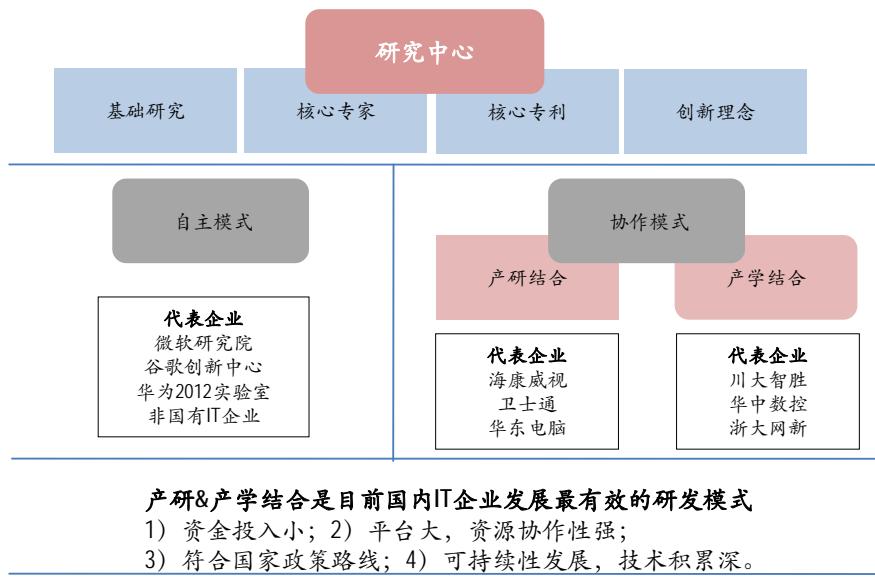


资料来源：中银国际研究

## 技术研发背景深厚，产研结合典范，解决产品化最大障碍

作为技术产品化型公司，技术积累和创新对公司的持续发展非常重要，目前出现的研发模式分为两类：自主模式和协作模式。以微软（微软研究院）、谷歌（谷歌研究院）、华为（2012实验室）为代表的自主模式，投入大量的资金在技术研究和创新上，保持公司的技术上的竞争力，目前国内非国有企业采用的都是此模式；以海康威视、卫士通等产研结合协作模式以及以川大智胜、华中数控和浙大网新等以产学研结合协作模式，大大提高了国有技术产品化效率，是目前国有化IT企业最有效的研发模式。

图表7. 技术产品化研发模式

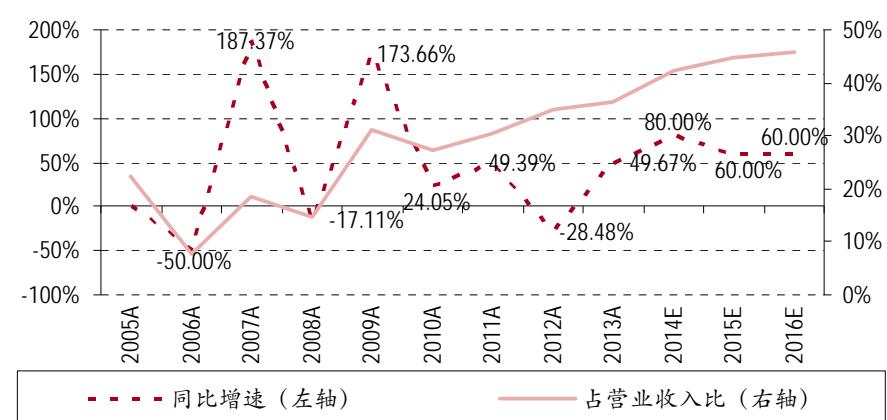


资料来源：中银国际研究

## 集成服务夯实公司的客户基础和商业模式

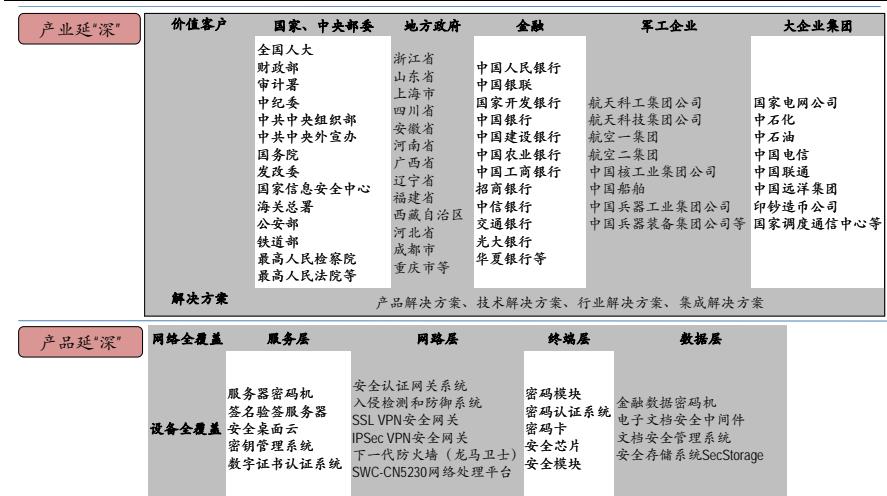
公司为什么一直致力于安全集成和服务业务，此业务模块的毛利率相对于单产品和系统产品低很多，却占营收比例一直在提升？目的有两个：1) 接近客户，了解客户，夯实客户基础，以客户需求为中心；2) 安全产业链很长，集成服务可以整合全产业链资源，积累产品经验，为自主产品奠定基础，打造安全信息的全产业链商业模式。

图表 8. 公司安全集成与服务占比和增速



资料来源：公司年报，中银国际研究

图表 9. 安全集成服务带来的产业延“深”和产品延“深”



资料来源：公司公开资料，中银国际研究

### 移动互联网当下公司具备完善的安全解决方案

收购三零瑞通后，公司布局移动互联网安全领域，对比目前现有的移动安全方案，从方案复杂度、实施性、防护性、兼容性和成本投入上综合考虑，公司具有最完善的移动终端解决方案。

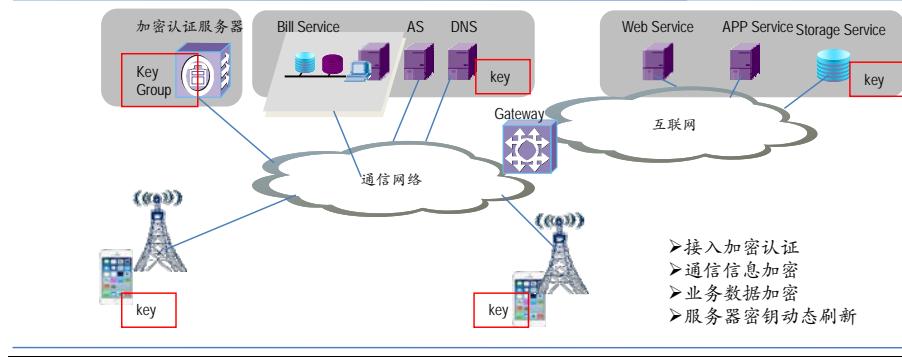
图表 10. 移动安全解决方案对比

模式类型	360模式	960模式	MDM模式	加密模式
代表产品	360手机卫士 百度手机卫士 腾讯手机管家	同洲960手机 阿里云手机	黑莓MDM服务	卫士通加密手机
安全方案	终端安装防护软件	自主操作系统	专有网络服务	信息加密
方案实施	软件安装	定制手机	定制软件+定制网络服务	定制手机硬件、定制认证服务
防护性	弱	弱	强	强
兼容性	高	低	低	高
成本投入	低	中	高	中

资料来源：公司公开资料，中银国际研究

公司的移动安全方案主要包含三个方面：1) 接入网络密码认证；2) 通信网加密；3) 业务数据加密。公司分三个阶段实施：第一阶段是实现点到点的电信网内部加密通信，不改变现有通信网络结构，安全手机+密码鉴权服务器模式，解决特定涉密人群移动通信安全；第二阶段是涉密业务数据加密，保证涉密数据在开放网络下的安全性；第三个阶段是全网络信息加密。

图表 11. 公司移动互联网安全解决方案



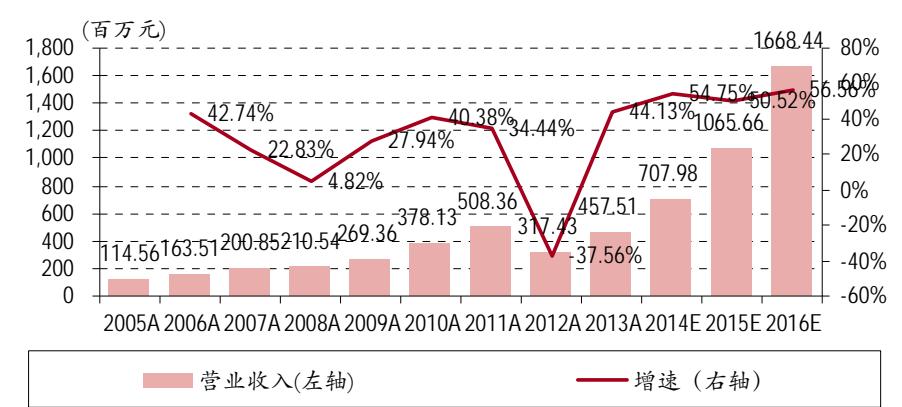
资料来源：中银国际研究

## 排除政策性影响，公司近十年保持经营的高效率，处在快速发展通道

### ■ 营收情况分析及预测：

排除 2012 年公司母公司出现政策性风险影响外，公司的营业收入年复合增长率近 22%。通过近两年公司市场化的经营管理，公司以密码技术为核心，全产品线运营理念，2013 年自主研发新产品将全面渗透，公司营收将大幅提升，我们预计 2014 年、2015 年、2016 年的营业收入分别是 7.07 亿、10.65 亿、16.68 亿，保持 50% 以上的增长速度。

图表 12. 公司营收情况分析及预测

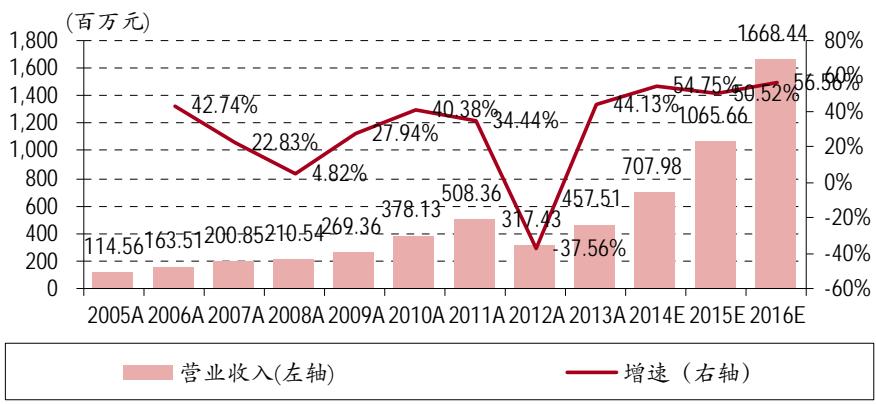


资料来源：万得，中银国际研究

### ■ 净利润情况分析及预测：

政策风险前，2008 年经济下行压力排除后，公司净利润保持在 32% 以上的增长速度。2013 年开始公司通过自主研发，新产品将会在 2014-2015 年全面上市，同时通过外延扩张，公司的净利润将重新进入快速增长空间，我们预计 2014 年、2015 年、2016 年公司的净利润分别是 1.13 亿、1.65 亿、2.48 亿，保持近 50% 的高增长速度。

图表 13. 公司净利润情况分析及预测

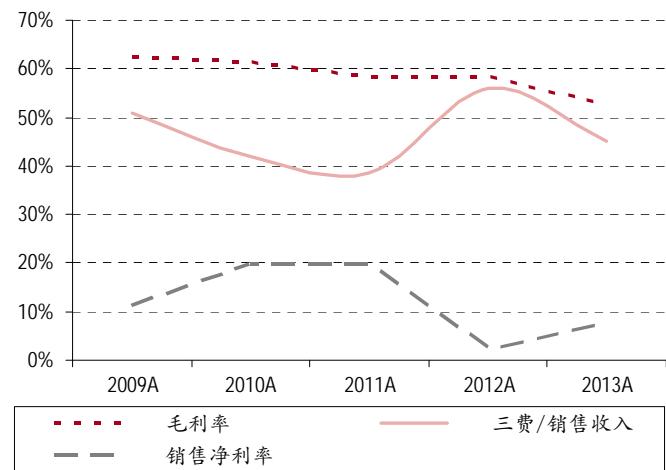


资料来源：万得，中银国际研究

#### ■ 收益率情况分析：

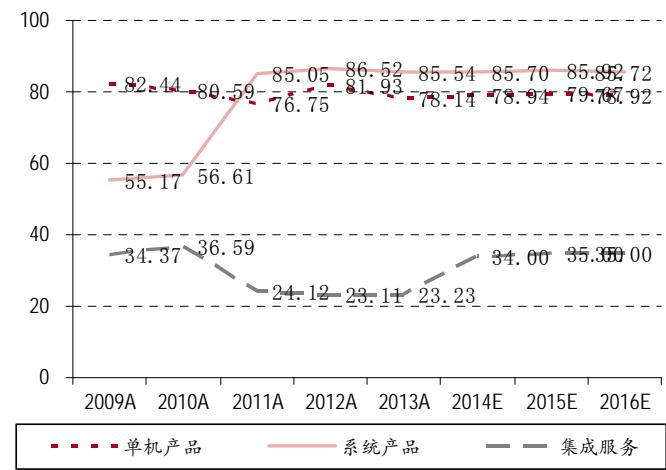
公司在单机产品和系统产品保持高毛利率水平，分别为 80% 和 85%（行业公司平均约 65%~75%）。受制于新产品渗透的滞后性和集成服务占比的增加，公司近两年的毛利率有小幅度的下降，随着自主新产品的渗透，集成服务自有产品占比增加，公司毛利率会将会稳定在 55%~60%。

图表 14-1. 公司收益率情况分析



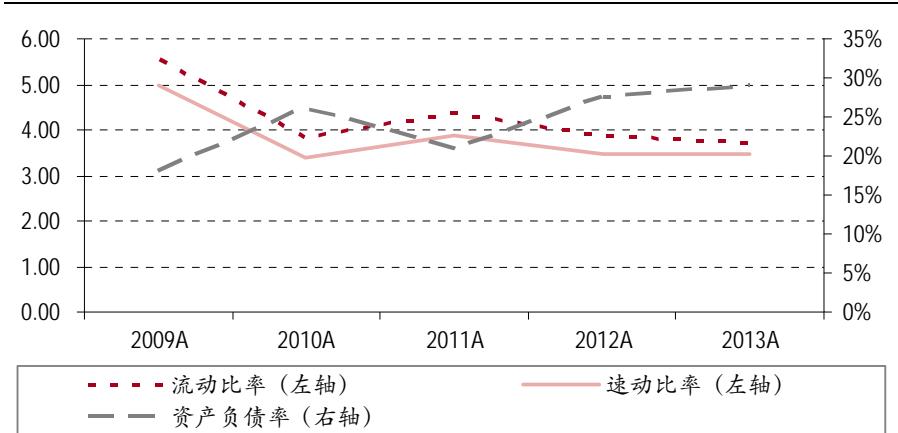
资料来源：万得，中银国际研究

图表 14-2. 公司毛利率明细情况



#### ■ 资本结构和偿债能力分析：

图表 15. 公司资本结构和偿债能力情况分析



资料来源：万得，中银国际研究

■ 近五年的公司财务摘要数据：

图表 16. 近五年的公司财务摘要数据

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013
<b>收益率(%)</b>					
毛利率	62.46	61.57	58.55	58.44	52.53
三费/销售收入	51.04	41.90	38.59	56.09	45.02
销售净利率	11.42	19.67	19.95	2.34	7.51
<b>增长率(%)</b>					
销售收入增长率	27.94	40.38	34.44	-37.56	44.13
净利润增长率	3.69	80.48	32.86	-79.34	117.44
<b>资本结构</b>					
资产负债率(%)	18.20	26.18	20.97	27.71	29.10
流动比率	5.54	3.82	4.37	3.87	3.70
速动比率	4.96	3.37	3.86	3.45	3.46
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	0.57	0.65	0.70	0.39	0.53
固定资产周转率	19.25	20.21	21.64	4.56	4.17
应收账款周转率	1.78	1.79	2.23	1.22	1.57
存货周转率	2.30	2.30	2.70	1.70	3.43
<b>资产收益率</b>					
总资产	494.33	673.43	779.18	830.26	894.22
税前净利润	47.31	77.68	107.9	12.69	42.4
净利润	42.05	70.24	89.75	9.7	35.55
净资产	404.37	497.11	615.76	600.16	633.99
货币资金	264.01	354.93	368.22	389.45	422.32
ROA(%)	9.57	11.53	13.85	1.53	4.74
ROE(%)	10.40	14.13	14.58	1.62	5.61

资料来源：万得，中银国际研究

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	317	458	709	1,067	1,670
销售成本	(132)	(217)	(321)	(485)	(772)
经营费用	(177)	(199)	(328)	(494)	(768)
息税折旧前利润	8	41	60	87	131
折旧及摊销	(10)	(14)	(5)	(8)	(10)
经营利润(息税前利润)	(2)	27	54	79	120
净利润收入/(费用)	3	2	29	34	40
其他收益/(损失)	11	13	55	83	131
税前利润	13	42	124	180	271
所得税	(3)	(7)	(20)	(29)	(44)
少数股东权益	8	3	10	14	21
净利润	18	39	114	165	248
核心净利润	(21)	(3)	49	68	97
每股收益(人民币)	0.103	0.225	0.659	0.954	1.437
核心每股收益(人民币)	(0.123)	(0.015)	0.287	0.394	0.559
每股股息(人民币)	0.010	0.010	0.029	0.042	0.064
收入增长(%)	(38)	44	55	51	57
息税前利润增长(%)	(102)	(1,876)	103	46	52
息税折旧前利润增长(%)	(92)	411	45	46	50
每股收益增长(%)	(79)	117	193	45	51
核心每股收益增长(%)	(134)	(87)	(1,954)	37	42

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	13	42	124	180	271
折旧与摊销	10	14	5	8	10
净利息费用	(3)	(2)	(14)	(17)	(20)
运营资本变动	31	(30)	25	(63)	(111)
税金	(3)	(7)	(20)	(29)	(44)
其他经营现金流	20	25	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	68	42	117	76	104
购买固定资产净值	(24)	(6)	(11)	(12)	(11)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(17)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(41)	(6)	(11)	(12)	(11)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(48)	(9)	0	0	0
支付股息	(2)	(2)	(5)	(7)	(11)
其他融资现金流	43	6	14	17	20
融资活动产生的现金流	(7)	(5)	9	10	9
现金变动	20	32	116	74	102
期初现金	366	386	418	533	607
公司自由现金流	27	36	106	64	93
权益自由现金流	(21)	28	106	64	93

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	389	422	538	612	714
应收账款	233	293	313	471	739
库存	76	51	127	187	297
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>698</b>	<b>767</b>	<b>977</b>	<b>1,270</b>	<b>1,750</b>
固定资产	114	105	111	115	117
无形资产	6	5	5	6	6
其他长期资产	2	2	2	2	2
<b>长期资产总计</b>	<b>132</b>	<b>127</b>	<b>135</b>	<b>142</b>	<b>144</b>
<b>总资产</b>	<b>830</b>	<b>894</b>	<b>1,113</b>	<b>1,411</b>	<b>1,894</b>
应付帐款	180	207	327	482	748
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>流动负债总计</b>	<b>180</b>	<b>207</b>	<b>327</b>	<b>482</b>	<b>748</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	53	53	53	53
股本	173	173	173	173	173
储备	351	388	497	655	892
<b>股东权益</b>	<b>524</b>	<b>561</b>	<b>670</b>	<b>827</b>	<b>1,064</b>
少数股东权益	76	73	63	49	28
<b>总负债及权益</b>	<b>830</b>	<b>894</b>	<b>1,113</b>	<b>1,411</b>	<b>1,894</b>
每股帐面价值(人民币)	3.03	3.25	3.88	4.79	6.16
每股有形资产(人民币)	3.00	3.22	3.85	4.75	6.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.24)	(2.45)	(3.09)	(3.52)	(4.11)

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	2.5	9.0	8.4	8.2	7.8
息税前利润率(%)	(0.5)	5.8	7.7	7.4	7.2
税前利润率(%)	4.0	9.3	17.5	16.9	16.2
净利率(%)	5.6	8.5	16.1	15.5	14.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.9	3.7	3.0	2.6	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	3.5	3.5	2.6	2.2	1.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	504.5	232.0	79.2	54.7	36.3
核心业务市盈率(倍)	(424.6)	(3,379.0)	182.2	132.7	93.4
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	(447.3)	(3,559.6)	191.9	139.7	98.4
市净率(倍)	17.2	16.1	13.5	10.9	8.5
价格/现金流(倍)	133.5	214.8	76.9	119.0	86.6
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	1,070.5	208.6	141.7	96.5	63.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	214.3	106.5	101.1	117.8	114.4
应收帐款周转天数	263.3	209.9	156.2	134.2	132.2
应付帐款周转天数	192.1	154.5	137.5	138.4	134.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	9.7	4.4	4.4	4.4	4.4
净资产收益率(%)	3.4	7.2	18.5	22.0	26.2
资产收益率(%)	(0.1)	2.6	4.5	5.3	6.1
已运用资本收益率(%)	(0.2)	4.3	10.1	12.0	14.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

#### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任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) 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 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **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