



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*冯秀娟、刘昊涯为本报告重要贡献者

# 帝龙新材: 收购美生元拓展 游戏产业, 实现“造纸+游 戏”双轮驱动

## 第一部分——投资概要

### 1. 公司简介

帝龙新材(002247.CH/人民币 20.71, 未有评级)成立于2000年1月, 2008年6月在深圳中小板上市。公司主营业务为中高端装饰铁面材料的研发、设计、生产和销售, 包括装饰纸(含印刷装饰纸和浸渍纸)、高性能装饰纸(含装饰纸饰面板和金属饰面板)、氧化铝和PVC装饰材料(含PVC家具膜和PVC地板膜)四大系列产品。公司经历多年的发展, 成为市场上建筑装饰材料制造业的龙头企业。近年来装饰纸行业受到国民经济放缓的影响, 总体虽然稳步增长, 但是增速较往年大幅下降。2015年12月19日, 公司公告拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州美生元信息科技有限公司100%股权。公司通过涉足盈利能力较强、发展前景广阔的移动游戏开发与发行业务, 开辟第二产业, 形成“造纸+游戏”双轮驱动, 实现跨越式多元化发展。

### 2. 投资亮点:

#### 1) 美生元渠道资源丰富, 兼具移动游戏“研发+发行”业务

美生元自成立起注重对发行渠道领域的培育和投入, 目前在移动游戏领域的平台式发行能力日益凸显, 形成了覆盖多种渠道类型的合作体系。截至目前, 美生元与线上渠道(百度移动游戏、360、腾讯应用宝、UC九游、腾讯广点通、安智、豌豆荚等)以及手机厂商(TCL、波导、小米、oppo、vivo、华为、联想等)均建立良好的合作关系。丰富的渠道资源为产品的自主研发提供了有力支撑, 帮助公司了解游戏玩家最新的需求与偏好, 保障游戏研发符合市场需求。

#### 2) 深耕游戏细分领域, 类型覆盖完整

美生元代理发行和自主研发的移动游戏产品主要定位于中轻度游戏, 其游戏产品包容量小、运行流畅、适配机型较多等特征可以给手机用户带来较好的游戏体验。基于良好的发行渠道推广能力, 公司能够与众多优秀内容提供商开展合作, 结合自行研发的多款精品移动游戏, 公司在中轻度移动游戏产品的获取与储备方面具有一定的市场竞争力。

### 3) 核心团队稳定，大多具备 10 年以上互联网从业经验

公司核心团队大多是从公司成立起一直任职，人才流失率低。公司创始人兼公司总经理余海峰有多年互联网企业运营经验，曾于 2004 年成立国内领先的移动教育平台服务商北京聚力互动，其丰富的移动端运营经验有助于美生元开展移动游戏业务。其他核心成员曾就职于北京华娱无线科技有限公司、腾讯等互联网企业，大多具备 10 年以上的互联网行业从业经验，对游戏产业有较为深刻的理解，而团队的稳定为公司实现持续发展提供保障。

### 3. 投资建议

公司传统业务为建筑装饰材料制造，在行业景气度持续低迷的趋势下，公司加快进行产业升级和转型，此次交易公司将增加移动游戏研发和发行业务，开辟第二产业，转变为双轮驱动的公司。根据万得一致预测，帝龙新材原有业务 2015-2016 年归母净利润分别为 1.14 亿元、1.33 亿元。美生元承诺 2015-2017 年度经审计的归母净利润分别不低于人民币 1.8 亿元、3.2 亿元和 4.68 亿元。公司 2015-2016 年备考净利润为 2.94 亿元、4.53 亿元。公司原有股本为 2.64 亿股，考虑募集配套资金，此次交易预计发行新股 1.62 亿股，增发后公司总股本为 4.26 亿股。按照停牌前收盘价 20.71 元计算，公司当前市值为 54.8 亿元，对应增发后总市值为 88.22 亿元，对应 2015-2016 年备考市盈率为 30、19 倍。参照 A 股游戏行业的平均市盈率及后续持续转型预期，我们预计公司短期市值至少有望达到 150 亿元，建议投资者关注。

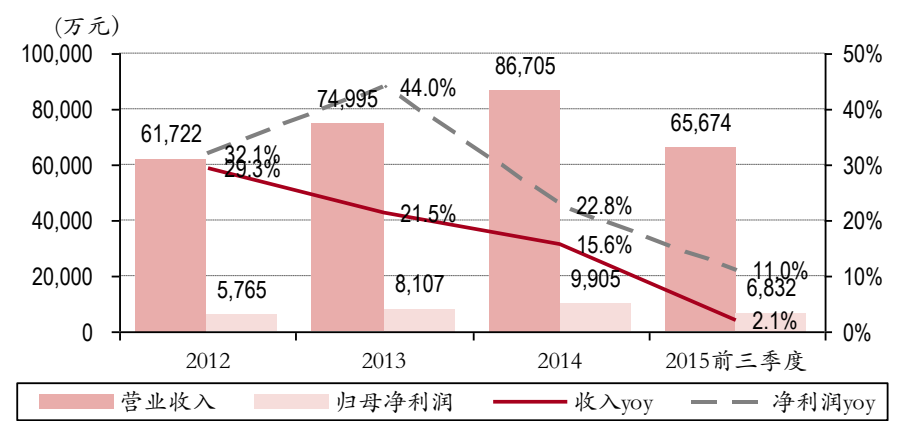
## 第二部分：报告正文

### 一、传统装饰材料生产商开辟第二产业，降低主业风险波动

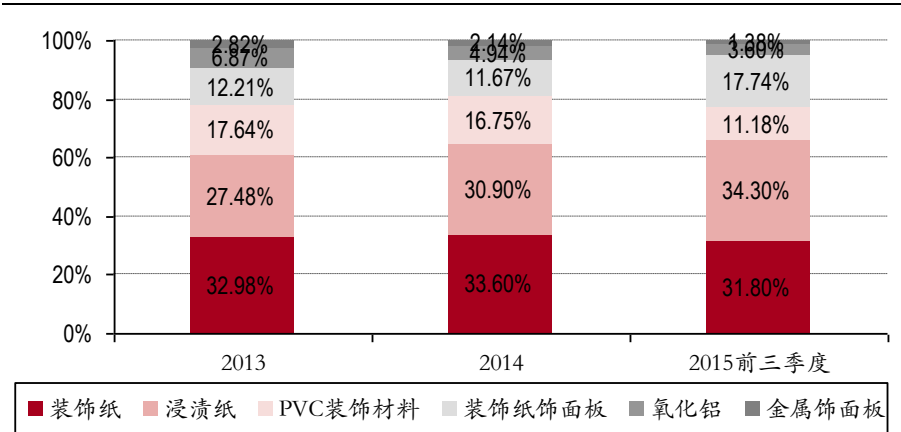
#### 1. 公司传统主业：建筑装饰材料的生产销售业务

浙江帝龙新材股份有限公司成立于 2000 年 1 月，2008 年 6 月在深圳中小板上市。公司主营业务为中高端装饰铁面材料的研发、设计、生产和销售，包括装饰纸（含印刷装饰纸和浸渍纸）、高性能装饰纸（含装饰纸饰面板和金属饰面板）、氧化铝和 PVC 装饰材料（含 PVC 家具膜和 PVC 地板膜）四大系列产品。产品主要应用于地板、家具、厨卫、门业、灯具灯饰、铝天花板、建筑幕墙、家电外壳、装饰装修等领域。公司经历多年的发展，成为市场上建筑装饰材料制造业的龙头企业。2014 年主营业务收入 8.67 亿元，同比增长 15.61%；归属母公司股东净利润 9,905 万元，同比增长 22.18%。2015 年前三季度，公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 2.1%；归母净利润 6,832 万元，同比增长 11.0%。

图表 1. 帝龙新材 2012-2015 年前三季度营收及归母净利润



资料来源：公司公告、中银国际证券

**图表 2. 帝龙新材 2014 年主营业务构成**


资料来源：公司公告、中银国际证券

## 2. 开辟第二产业，降低主业风险波动

近年来国家经济增速放缓，经济发展步入“新常态”，装饰纸行业受到国民经济放缓的影响，总体虽然稳步增长，但是增速较往年已经大幅下降。公司尽管是建筑装饰材料制造业的龙头企业，但近年来主营业务增速已呈明显下滑态势，从2012年到2015年前三季度，公司营收增速从29%下降至2%，归母净利润从32%下降至11%。未来行业系统性风险波动可能性较大，因此公司决定涉足盈利能力较强、发展前景广阔的移动游戏开发与发行业务，开辟第二产业。2015年12月19日，公司公告拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州美生元信息科技有限公司100%股权。通过布局游戏产业，公司主营业务将转变为“造纸+游戏”双轮驱动，实现跨越式多元化发展。

### 二、收购“美生元”，涉足游戏产业

#### 1. 交易情况介绍

美生元交易对价为34亿元，此次收购包括发行股份及支付现金购买资产和发行股份募集配套资金两部分。

#### 1) 发行股份及支付现金购买资产

公司拟发行14,450万股普通股股份支付28.9亿元对价，发行股份价格为20元/股。

## 2) 发行股份募集配套资金

本次现金对价为 5.1 亿元，公司拟向 1 名特定对象天津紫田发行股份募集资金不超过 3.026 亿元，发行股份价格为 17.8 元/股，发行股份数不超过 1,700 万股，所募集资金将用于支付部分交易对价。

### 对公司控制权无影响

本次交易后，公司实际控制人姜飞雄先生与其一致行动人通过直接、间接持有的方式，合计持有的上市公司股份将由原先的 43.72% 下降至 28.28%，公司实际控制人不变。

图表 3. 股权变动情况

股东名称	本次交易之前		交易完成后（含配套融资）	
	持股数量 (万股)	占比 (%)	持股数量 (万股)	占比 (%)
帝龙控股	4,895.00	18.51	4,895	11.49
姜飞雄	1,849.20	6.99	1,849	4.34
姜祖功	1,470.00	5.56	1,470	3.45
姜筱雯	1,300.00	4.92	1,300	3.05
姜超阳	1,300.00	4.92	1,300	3.05
姜丽琴	750	2.84	750	1.76
余海峰	-	-	6,457	15.16
肇珊	-	-	2,973	6.98
杭州哲信	-	-	1,462	3.43
聚力互盈	-	-	1,396	3.28
火凤天翔	-	-	1,020	2.39
其他股东	14884.22	56.26	17,727	41.62
<b>合计</b>	<b>26,448.50</b>	<b>100</b>	<b>42,598</b>	<b>100</b>

资料来源：公司公告、中银国际证券

**业绩承诺：美生元原股东承诺 2015-2017 年度实现的归母净利润分别不低于人民币 1.8 亿元、3.2 亿元、4.68 亿元。**

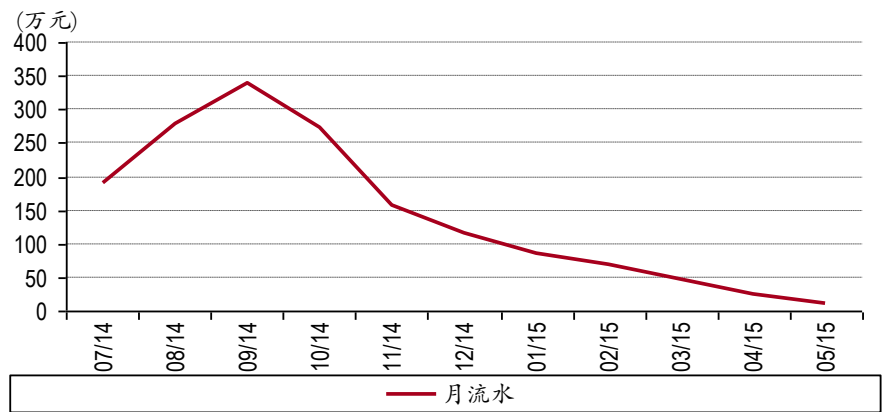
## 2.美生元：国内知名的移动单机游戏研发商和发行商

### 1) 美生元基本情况介绍：

苏州美生元信息科技有限公司成立于 2013 年 11 月，是国内优秀的移动游戏公司，主营业务为移动游戏的研发和发行。

**移动游戏发行业务：**公司移动游戏发行业务主要包括移动单机游戏发行业务和移动网络游戏发行业务，并以移动单机游戏发行业务为主。公司成立初期主要通过线下渠道从事移动单机游戏的发行业务，后期逐步拓展线上渠道，实现移动游戏线上与线下发行渠道的逐步整合与矩阵式布局，覆盖线下预装内置、应用商店、广告联盟、大型 APP 等主流渠道类型，成为众多优质移动单机游戏的重要合作发行商。2015 年前三季度，美生元共与百余家渠道商合作发行了 80 余款移动单机游戏。自 2015 年 8 月起，公司与北京益游网络科技有限公司联合运营《斗破苍穹》，涉足移动网络游戏发行业务领域。

**移动游戏研发业务：**2015 年以来，美生元逐步由单一发行商向移动游戏开发与发行商转型。美生元的自主研发游戏产品定位于当下受众最多的中轻度休闲单机游戏类型。2015 年前三季度，美生元自主研发了《开心宝贝向前冲》、《开心超人打灰机》、《猪猪侠爱射击》等精品移动单机游戏。其中，《开心宝贝向前冲》获得了由移动运营商颁发的“最佳 IP 改编奖”。

**图表 4. 《开心宝贝向前冲》月流水趋势图**


资料来源: 公司公告、中银国际证券

**图表 5. 美生元在研游戏产品情况**

游戏类别	研发阶段	游戏名称	游戏来源	拟播出时间
捕鱼类	内测	街机捕鱼狂人	委托开发	2015Q4
休闲益智类	主体开发阶段	橡皮泥世界	委托开发	2016Q1
策略塔防类	主体开发阶段	全面防御	委托开发	2016Q1
飞行射击类	内测	开心宝贝向前冲 2	自研	2016Q1
飞行射击类	调研立项	闪亮的爸爸	自研	2016Q1
动作类	调研立项	摄魂灯	自研	2016Q2

资料来源: 公司公告、中银国际证券

2015年1-9月,美生元共发行79款游戏,建立业务合作关系的渠道商共有175家,建立业务合作关系的SP服务商共有416家,CP内容提供商合作数量为16家,月均付费人次达到249.38万。可以看出,2015年以来,公司上下游合作方和代理发行游戏数量的大幅增加推动了营业收入的大幅增加。

**图表 6. 美生元各项盈利指标情况**

	2015年1-9月	2014	2013
平均每月付费人数(万)	249.38	76.32	52.38
SP合作数量(家)	416	53	20
CP合作数量(家)	16	8	5
渠道合作数量(家)	175	129	15
运行游戏数量(个)	79	14	9

资料来源: 公司公告、中银国际证券

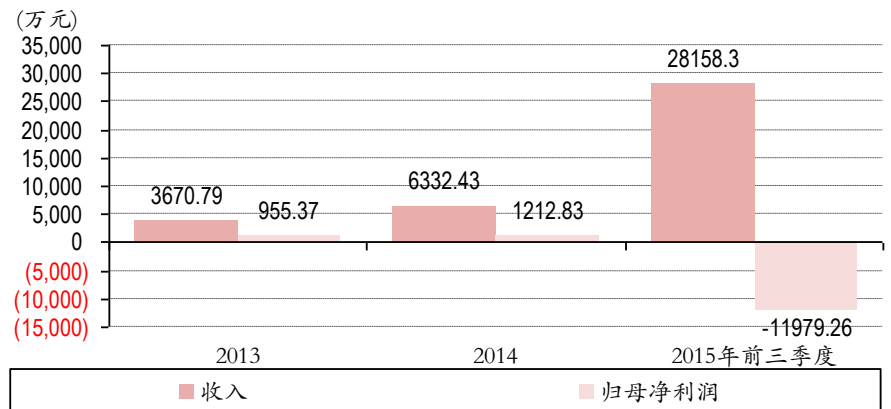
## 2) 经营情况:

美生元的营业收入来自于游戏发行业务、版权业务、广告推广及其他业务。公司的发行收入主要来源于通过发行自研或代理发行的移动游戏产品,按照约定收入分成比例取得发行收入。版权收入主要是通过所自研游戏的对外授权取得游戏发行商的版权金以及游戏运营期间与游戏发行商的游戏收入分成。而广告收入是指向各线上发行渠道购买移动广告投放流量,将广告主的广告内容进行推送获得的移动广告收入。其中,移动单机游戏发行业务为标的公司最主要的收入来源。



公司自2013年11月成立起,当年即实现营业收入3,671万元,净利润955万元。2014年公司业绩进一步提高,分别实现营业收入和归母净利润6,332万元和1,213万元,分别实现73%、27%的增速。2015年前三季度,公司取得营业收入2.82亿元,归母净利润为-1.2亿元。其中,美生元归母净利润大幅下降的主要原因为公司对员工进行股权激励的股份支付处理使得当期管理费用增加2.3亿元,扣非后公司实现净利润1亿元。

图表 7. 2013-2015 年前三季度营收及归母净利润

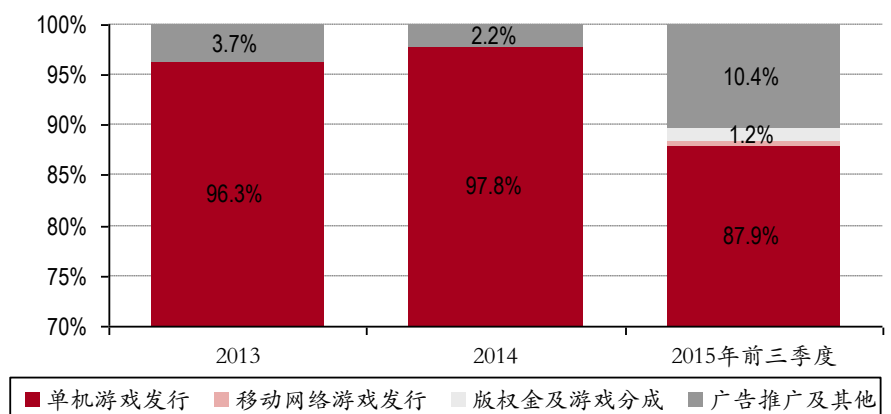


资料来源:公司公告、中银国际证券

移动游戏发行业务贡献主要营收,自研游戏开始贡献收入。公司以游戏发行业务起家,2013-2015年前三季度,游戏发行业务占公司总收入的比重分别为96.3%、97.8%、88.4%。2013-2014年的发行的游戏产品全部为代理的移动单机游戏产品。2015年前三季度实现单机游戏发行收入2.47亿元,是去年全年游戏发行收入的3倍。广告推广收入方面,基于在多年的游戏发行中与渠道商建立的良好合作关系,公司在2015年发力广告推广业务,2015年前三季度占主营业务收入的比重提升至10.4%。

此外,2015年公司拓展了游戏研发及移动网络游戏联合运营业务,收入分别为341.64万元、152.67万元,占当期主营业务收入比例分别为1.21%、0.54%。随着两大业务持续开展,占公司营业收入的比重有望进一步提升。

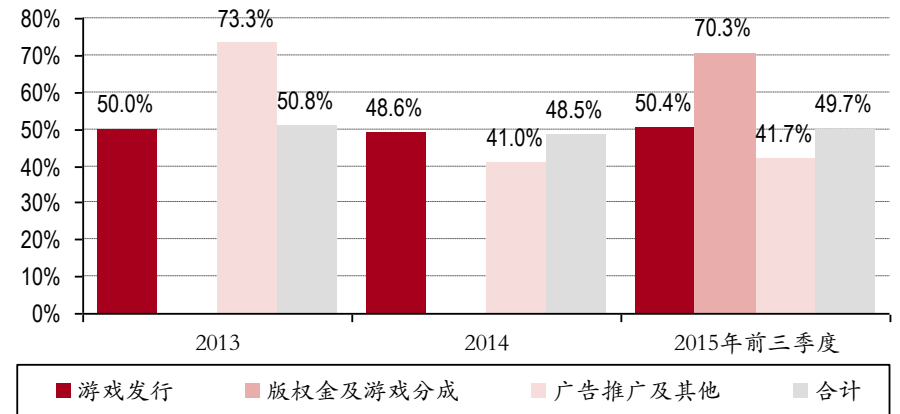
图表 8. 美生元收入结构



资料来源:公司公告、中银国际证券

公司毛利率维持稳定，自研游戏毛利率最高。公司自开展业务以来，游戏发行业务毛利率稳定在 50% 左右，广告推广及其他业务毛利率随着业务规模的不断扩大也趋于稳定。公司游戏研发带来的版权业务毛利率高达 70.25%，随着公司在游戏研发投入的不断增加，游戏研发板块的比重的上升将显著增加公司的利润水平，从而带动公司整体业绩的增长。

图表 9. 美生元毛利率



资料来源：公司公告、中银国际证券

### 3) 美生元核心团队稳定，大多具备 10 年以上互联网从业经验

公司核心团队大多是从公司成立起一直任职，人才流失率低。公司创始人兼公司总经理余海峰有多年丰富的互联网企业运营经验，曾于 2004 年成立北京聚力互动并担任执行董事，聚力互动是国内领先的无线教育平台服务提供商，为移动、联通、电信等提供手机软件及平台服务，其丰富的移动端运营经验有助于美生元开展移动游戏业务。其他核心成员曾就职于北京华娱无线科技有限公司、腾讯等著名的互联网科技企业，大多具备 10 年以上的互联网行业从业经验，对游戏产业有较为深刻的理解，而团队的稳定为公司实现持续发展提供保障。

美生元后续治理方面的安排是，利润补偿期间，美生元董事会将由三名董事组成，其中：帝龙新材委派两名，另一名由美生元委派。董事长由美生元董事会选举产生，总经理、副总经理、财务负责人由美生元董事会聘任合适人选。美生元暂不设监事会，设监事一人，由帝龙新材委派。两名董事来自帝龙新材保障了美生元的后续发展更好的符合公司的利益。

**图表 10. 美生元核心团队**

姓名	目前职务	从事互联网行业时间(年)	工作经历
余海峰	执行董事, 总经理	12	2004年成立北京聚力互动并担任执行董事; 2013年成立苏州美生元信息并任执行董事, 2015年7月起兼任总经理。
薄彬	副总经理	11	2013年起任职美生元, 曾任北京华娱无线科技市场经理、北京聚力互信副总经理
蔡晶	北京分公司副总经理	13	有RPG游戏产品设计、精品游戏研发、IPTV电视游戏等丰富经历, 推出的手游《鬼吹灯》、《轮回-神魔劫》取得腾讯游戏频道热门排行top5的成绩。
刘朝	技术顾问	10	2013年起任职美生元, 手机端应用、移动网站开发等技术经验丰富
胡皓	副总经理	11	曾任北京聚力互信副总经理
宋小雷	运营总监	10	曾任上海人人游戏高级运营经理、北京椰椰科技运营总监

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

#### 4) 美生元的竞争优势

##### a) 具有丰富的渠道资源, 兼具移动游戏“研发+发行”业务

美生元自成立起注重对发行渠道领域的培育和投入, 目前在移动游戏领域的平台式发行能力日益凸显, 形成了覆盖多种渠道类型的合作体系。截至目前, 美生元与线上渠道(百度移动游戏、360、腾讯应用宝、UC九游、腾讯广点通、安智、豌豆荚等)以及手机厂商(TCL、波导、小米、oppo、vivo、华为、联想等)均建立良好的合作关系。丰富的渠道资源为产品的自主研发提供了有力支撑, 帮助公司了解游戏玩家最新的需求与偏好, 保障游戏研发符合市场需求。

##### b) 深耕游戏细分领域, 类型覆盖完整

美生元代理发行和自主研发的移动游戏产品主要定位于中轻度游戏, 其游戏产品包容量小、运行流畅、适配机型较多等特征可以给手机用户带来较好的游戏体验。基于良好的发行渠道推广能力, 公司能够与众多优秀内容提供商开展合作, 结合自行研发的多款精品移动游戏, 公司在中轻度移动游戏产品的获取与储备方面具有一定的市场竞争力。

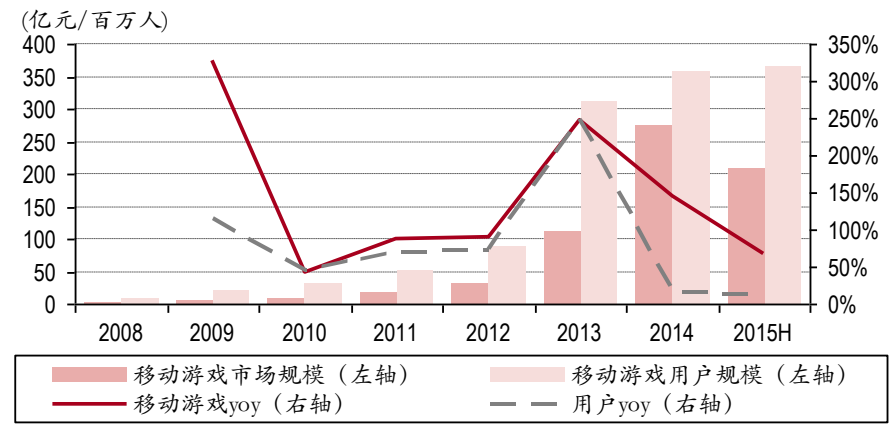
### 三、行业分析

#### 1. 移动游戏是游戏市场增长的主要引擎

2015年上半年, 手游市场维持高增长, 整体规模达209.3亿元, 同比增速67.2%, 远高于整体游戏市场的21.9%增速。占游戏市场的比重从2012年的5.4%增长至2015年上半年的34.6%, 成为仅次于端游的市场第二大游戏类型。从手游用户规模来看, 2015年上半年用户规模为3.66亿人次, 同比增长12.5%, 增速明显放缓, 表明移动游戏用户规模增长趋于稳定, 人口红利逐渐消失。但整体来说, 移动游戏操作简单容易上手, 适合碎片化时间使用且内容多样, 移动游戏市场的增长仍是游戏市场增长的主要引擎。



图表 11. 移动游戏市场规模及用户规模

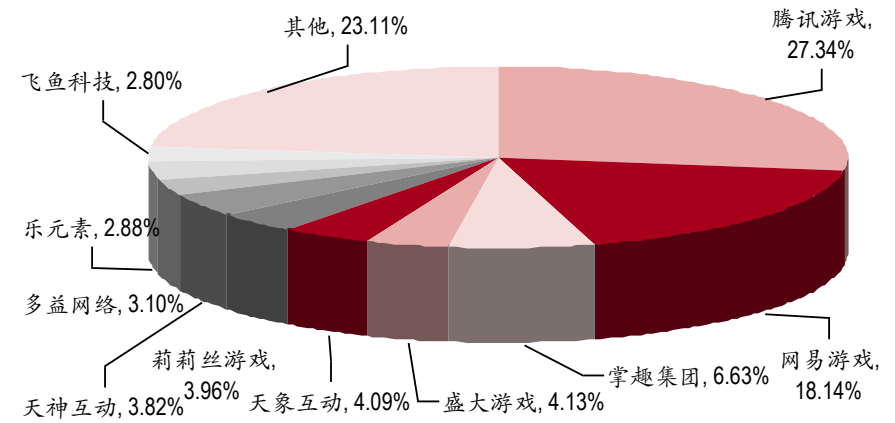


资料来源: GPC、IDC、CNG《2015年1-6月中国游戏产业报告》, 中银国际证券

## 2. 移动游戏研发市场较发行市场竞争更为碎片化

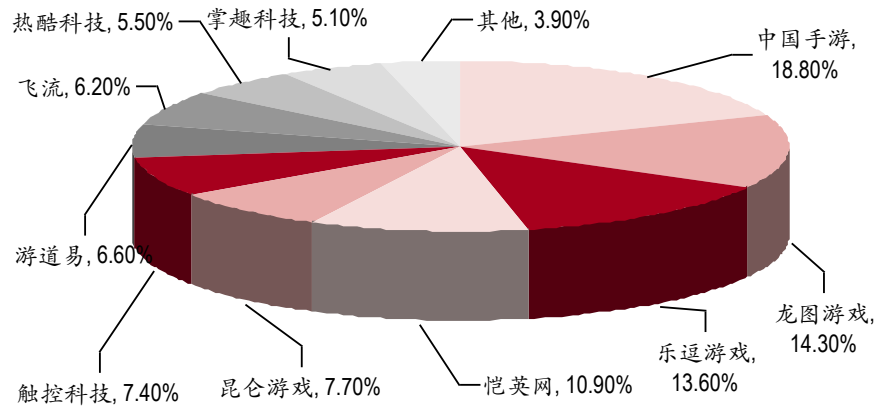
在游戏开发端, 由于移动游戏类型多样化及高速增长, 大量研发商进入研发市场, 市场格局较为分散。2015年第三季度, 腾讯游戏和网易游戏分别以27.34%、18.14%的市场份额稳居市场前两名, 前五大开发商的市场份额总和为60.3%, 前十大发行商的市场份额总和达到76.9%。而游戏发行端, 一旦发行商掌握了发行渠道, 很容易形成竞争壁垒, 中国手游以18.8%的市场份额成为行业第一名, 前五大发行商的市场份额总和为57.6%, 前十大发行商的市场份额总和达到96%。

图表 12. 2015年三季度移动游戏研发市场格局



资料来源: 易观智库, 中银国际证券

图表 13. 2015 年三季度移动游戏发行市场格局

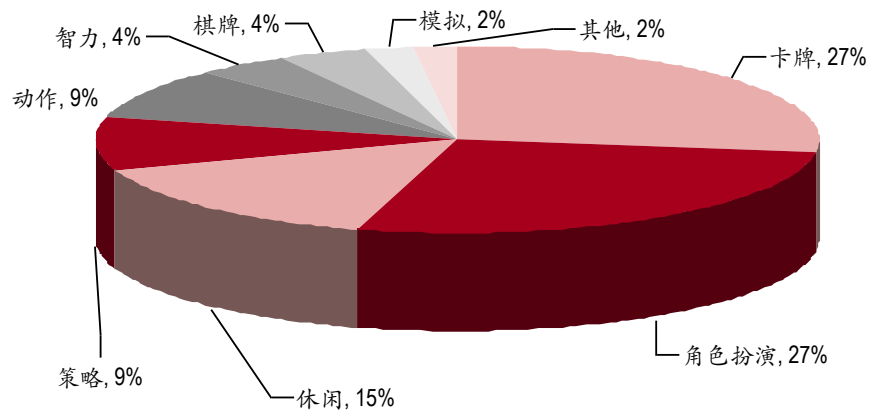


资料来源：速途证券院，中银国际证券

### 3. 轻度手游将向细分化、差异化方向发展，市场潜力巨大

2015 年 3 季度，偏重度的卡牌与角色扮演类游戏均占比 27%；轻度休闲类手游占比 15%，排名第三。尽管重度游戏由于短期盈利能力强受到市场开发者的青睐，但轻度游戏由于受众广，尤其是将女性玩家这一庞大人群纳入其中，并且具备更长的游戏寿命，仍然具备很大的市场空间。未来轻度手游将向细分化、差异化方向发展，以更好的满足用户在碎片化时间获得更大的效用。

图表 14. 2015Q3 移动游戏类型分布



资料来源：速途证券院，中银国际证券

## 四、投资建议

公司传统业务为建筑装饰材料制造，在行业景气度持续低迷的趋势下，公司加快进行产业升级和转型，此次交易公司将增加移动游戏研发和发行业务，开辟第二产业，转变为双引擎驱动的上市公司，实现跨越式多元化发展。根据万得一致预测，帝龙新材原有业务 2015-2016 年归母净利润分别为 1.14 亿元、1.33 亿元。美生元承诺 2015-2017 年度经审计的归母净利润分别不低于人民币 1.8 亿元、3.2 亿元和 4.68 亿元。公司 2015-2016 年备考净利润为 2.94 亿元，4.53 亿元。公司原有股本为 2.64 亿股，考虑募集配套资金，此次交易预计发行新股 1.62 亿股，增发后公司总股本为 4.26 亿股。按照停牌前收盘价 20.71 元计算，公司当前市值为 54.8 亿元，对应增发后总市值为 88.22 亿元，对应 2015-2016 年备考市盈率为 30、19 倍。参照 A 股游戏行业的平均市盈率 and 后续持续转型预期，我们预计公司短期市值至少有望达到 150-200 亿元，建议投资者关注。

## 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 个月内在上下 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。所有本报告期内使用的商标、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