



**买入**

**21% ↑**

目标价格:人民币 57.50

002707.CH

价格:人民币 47.36

目标价格基础: 90倍 16年市盈率

板块评级:增持

## 众信旅游

### 夯实出境游批发业务, 拓展海外教育+移民置业 新增长点

众信旅游公布年报, 2015年, 公司实现营业收入 83.7 亿元, 同比增长 98.5%; 实现归母净利润 1.87 亿元, 同比增长 71.7%; 实现扣非后净利润实现 1.81 亿元, 同比增长 71.6%; 实现每股收益 0.471 元, 同比增长 50%。2015 年单 4 季度, 公司实现营业收入 19 亿元, 同比增长 88.4%; 实现归母净利润 1,600.1 万元, 同比增长 3.89%。同时, 公司拟以总股本 417,484,590 股为基数, 拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.5 元 (含税), 以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股。

#### 支撑评级的要点

- 竹园国旅顺利完成业绩承诺, 众信内生增速约 29%。2015 年 3 月、7 月, 公司完成对竹园国旅、开元周游的收购。2015 年, 竹园国旅实现扣非后净利润 7,276.39 万元, 完成 7,062 万元的业绩承诺。剔除竹园国旅和开元周游的并表因素, 公司营收和净利润内生增速分别为 28.65%、28.85%。
- 零售业务盈利能力提升明显, 拓展“外币兑换+小贷”旅游金融业务。  
(1) 出境游批发业务板块, 公司实现收入 84,362.3 万元, 同比增长 131.8%; 批发业务毛利率 7.2%, 同比减少 0.51 个百分点。(2) 出境游零售业务板块, 公司实现收入 164,968.8 万元, 同比增长 62.7%; 零售业务毛利率 15.28%, 同比增加 3.25 个百分点。(3) 商务会奖业务板块, 实现收入 80,832.2 万元, 同比增长 18.6%; 会奖业务板块毛利率 18.6%, 同比增加 0.22 个百分点。(4) 2015 年是公司旅游金融业务的布局年, 主要涉及外币兑换业务和小贷业务。

#### 评级面临的主要风险

- 旅游业系统性风险, 公司内生增速不达预期。

#### 估值

- 考虑收购华远国旅及募集配套资金, 公司目前估计对应增发后市值 258 亿, 预计众信旅游 2016-2018 年的备考净利润将达到 3.7、4.9、6.3 亿元, 备考每股收益为 0.68 元、0.90、1.15 元, 目前股价 47.36 元/股相对备考每股收益分别 69 倍、52 倍、41 倍。公司作为出境旅游批发业务龙头企业, 基本面优质, 内生+外延增长强劲, 长期看好。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	4,217	8,370	11,225	14,565	18,220
变动(%)	40	98	34	30	25
净利润(人民币 百万)	109	187	267	352	447
全面摊薄每股收益(人民币)	1.837	0.465	0.640	0.844	1.071
变动(%)	7.1	(74.7)	37.6	31.9	26.9
先前预测每股收益(人民币)			0.644	0.826	
调整幅度(%)			(0.72)	(2.11)	
全面摊薄市盈率(倍)	25.8	101.8	74.0	56.1	44.2
价格/每股现金流量(倍)	40.4	1,581.0	47.3	56.9	44.0
每股现金流量(人民币)	1.17	0.03	1.00	0.83	1.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	150.1	70.5	49.3	36.5	28.3
每股股息(人民币)	0.276	0.067	0.096	0.127	0.161
股息率(%)	0.6	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.0)	(10.0)	(10.0)	91.1
相对深证成指	17.3	(9.0)	13.4	109.4

发行股数(百万)	418
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	7,855
3个月日均交易额(人民币 百万)	9
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
冯滨	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 3 月 15 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

休闲服务: 旅游综合

旷实\*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

\*范欣悦为本报告重要贡献者

## 事件：

众信旅游公布年报，2015年，公司实现营业收入83.7亿元，同比增长98.5%；实现归母净利润1.87亿元，同比增长71.7%；实现扣非后净利润实现1.81亿元，同比增长71.6%；实现每股收益0.471元，同比增长50%。2015年单四季度，公司实现营业收入19亿元，同比增长88.4%；实现归母净利润1,600.1万元，同比增长3.89%。同时，公司拟以总股本417,484,590股为基数，拟向全体股东每10股派发现金股利人民币0.5元（含税），以资本公积向全体股东每10股转增10股。

## 点评：

**1.竹园国旅顺利完成业绩承诺，众信内生增速约29%。**2015年3月、7月，公司完成对竹园国旅、开元周游的收购。2015年，竹园国旅实现扣非后净利润7,276.39万元，完成7,062万元的业绩承诺。剔除竹园国旅和开元周游的并表因素，公司营收和净利润内生增速分别为28.65%、28.85%。

**2.零售业务盈利能力提升明显，拓展“外币兑换+小贷”旅游金融业务。**

(1) **出境游批发业务板块**，公司实现收入84,362.3万元，同比增长131.8%，主要是竹园并表增厚批发业务收入所致；批发业务毛利率7.2%，同比减少0.51个百分点。公司收购竹园国旅70%股份，16年3月公告收购华远国旅，公司通过外延式扩张不断扩大出境游批发市场份额，在资源采购、产品研发上发挥规模优势，提升了对上游资源的议价能力，巩固优势地位。公司还通过渠道下沉拓展分销渠道的覆盖面。

(2) **出境游零售业务板块**，公司实现收入164,968.8万元，同比增长62.7%；零售业务毛利率15.28%，同比增加3.25个百分点。线下零售渠道端，公司持续建设实体店，举办地推活动。线下零售端，打通悠哉网，加大与穷游网、要出发等线上运营商的合作力度，未来收购华远国旅完成后，携程将成为公司股东，将进一步完善线上零售端的布局。

(3) **商务会奖业务板块**，实现收入80,832.2万元，同比增长18.6%；会奖业务板块毛利率18.6%，同比增加0.22个百分点。公司在上海、成都、青岛、广州设立分公司，贴近了主要客户市场，同时促进客户类型的多样化。

(4) **2015年是公司旅游金融业务的布局年**，主要涉及外币兑换业务和小贷业务。外币兑换业务方面，悠联货币2015年外币兑换金额为12,644万元，同比增长400%，可供兑换币种增加至16个，开设货币兑换网点5个，均在众信旅游门店开设，未来打造线上下单、线下取钞的O2O系统。小贷业务方面，广州优贷小贷公司累计放贷金额达8,830万元，占注册资本的88.3%，主要客户为旅游产业链上下游企业。

**3.纵向扩展旅游产业链，加强上游资源掌控+下游渠道构建。**

(1) **上游旅游资源**：酒店、度假村方面，与复星一起投资Clubmed，参与巴黎精品酒店建设；机票方面，投资世界玫瑰，提升机票采购效率；目的地服务方面，战略投资West Coast Holidays并创建“众信天益”新品牌，成立日本合资旅行社三利株式会社，收购巨龙旅游，投资设立Telefun Travel波兰大巴车公司；旅游零售方面，公告与凯撒、凤凰、中免集团合资成立公司，扩展海外旅游零售门店。

(2) **下游渠道**：线上C端，投资穷游、悠哉、要出发，加强对自由行、周边游旅客的覆盖；线下C端，持续推进实体店建设；B端，通过渠道下沉扩大分销网络。未来与华远国旅重组完成后，携程将成为公司股东，将进一步完善公司线上渠道。

#### 4. 目的地+海外教育、服务+金融，出境综合服务平台逐步完善。

(1) **目的地生活服务平台**：除德国开元、“众信天益”及日本合资旅行社三利株式会社外，公司还投资了洋葱网，与二六三战略合作。

(2) **移民置业服务平台**：战略收购杭州四达，正在北京成立新的移民公司，初步开展移民和置业服务。

(3) **海外教育服务平台**：参股异乡好居，正在成立合资游学公司。

(4) **出境互联网金融服务平台**：在货币兑换公司基础上，成立了小额贷款公司，合资设立互联网金融公司。

#### 5. 丰富高端游、定制游，打造高毛利旅游产品。

(1) **自由行、体育旅游**：与穷游成立合资公司，完善自由行产品。组建体育旅游平台，与“来跑吧”成立跑步及户外旅游合资公司，参与体育基金，冠名赞助“京都球侠”，与北京首钢篮球俱乐部达成合作关系，不断丰富体育旅游产品。

(2) **定制旅游**：成立定制旅游事业部，推出了适合家庭组团的 mint tour 产品，自驾游产品，U 圈产品以及其他许多根据消费者需要单独定制的产品，如对外餐饮、奢侈品等行业的专线考察产品等。

(3) **高端旅游**：依托高端品牌“奇迹旅行”，启动南极包船过大年高端旅游项目，独家代理销售 BBC 与美国 TAUCK 联手打造的高端自然体验式独家旅游路线，成为“爱结一站式婚尚产业联盟”唯一旅游合作品牌，联手大通福克斯会诊中心推出高端赴美医疗旅游。

(4) **T2O 模式**：与华谊兄弟达成战略合作，推出电影《命中注定》同款意大利旅游产品。

**6. 众信旅游与凯撒旅游对比**。从收入体量看，2015 年众信旅游收入 83.7 亿元，而凯撒同盛收入 42.6 亿元，收入体量相对较小；但凯撒同盛以出境游零售业务为主，毛利率较众信旅游高约 5.7 个百分点，净利率高约 1.6 个百分点，因此二者净利润规模相差不大。从净利润增速看，众信旅游通过外延式扩张实现收入、利润高增长，内生增速在 30% 左右，低于凯撒同盛 50%-60% 的增速。分业务板块看，凯撒同盛在批发、零售、会展的毛利率均略高于众信旅游。

**图表 1. 2015 年众信旅游、华远国旅、凯撒同盛对比**

(人民币, 万元)	众信旅游	华远国旅	凯撒同盛
营业收入	837,007.00	242,422.00	425,928.00
同比增长(%)	98.48 (内生 28.65)	275.82	61.01
净利润	18,670.00	3,750.00	16,352.00
同比增长(%)	71.69 (内生 28.85)	304.37	54.38
毛利率(%)	9.16	10.82	14.89
净利率(%)	2.23	1.55	3.84
批发业务占比(%)	69.82	91.23	18.69
批发业务毛利率(%)	7.20	11.01	7.21
零售业务占比(%)	19.71		70.14
零售业务毛利率(%)	15.28		16.75
会展业务占比(%)	9.66	8.67	11.17
会展业务毛利率(%)	8.06	7.88	16.05

资料来源: 公司公告, 中银证券

**7.投资建议:** 看好旅游产业链上下游布局, 与携程战略合作未来的发展前景, 体育、健康、金融、海外教育等多领域业务延伸以及出境综合服务平台的布局。考虑收购华远国旅及募集配套资金, 公司目前估计对应增发后市值 258 亿, 预计众信旅游 2016-2018 年的备考净利润将达到 3.7、4.9、6.3 亿元, 备考每股收益为 0.68 元、0.90、1.15 元, 目前股价 47.36 元/股相对备考每股收益分别 69 倍、52 倍、41 倍。公司作为出境旅游批发业务龙头企业, 基本面优质, 内生+外延增长强劲, 长期看好。

**图表 2. 众信旅游 2015 年业绩摘要及同比增速**

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	4,217.00	8,370.23	98.49
营业成本	3,847.15	7,603.76	97.65
毛利润	369.85	766.48	107.24
营业税金及附加	21.58	43.98	103.75
管理费用	37.19	90.07	142.19
销售费用	187.83	367.01	95.40
经营利润	123.25	265.41	115.34
资产减值	3.43	7.67	124.01
财务费用	(24.49)	3.72	115.17
公允价值变动损益			
投资收益		0.00	
营业外收入	4.05	4.37	7.99
营业外支出	0.10	0.78	654.38
税前利润	148.27	257.61	73.75
所得税	39.53	47.95	21.31
少数股东损益	0.00	22.96	499,132.61
归属于母公司的净利润	108.74	186.70	71.69
基本每股收益(元)	0.31	0.47	50.00
毛利率(%)	8.77	9.16	增加 0.39 个百分点
净利率(%)	2.58	2.23	减少 0.35 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	105.77	181.51	71.60
销售费用率(%)	4.45	4.38	减少 0.07 个百分点
管理费用率(%)	0.88	1.08	增加 0.19 个百分点
财务费用率(%)	(0.58)	0.04	增加 0.63 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	4,217	8,370	11,225	14,565	18,220
销售成本	(3,847)	(7,604)	(10,173)	(13,168)	(16,463)
经营费用	(241)	(491)	(669)	(886)	(1,111)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>129</b>	<b>275</b>	<b>383</b>	<b>510</b>	<b>646</b>
折旧及摊销	(6)	(10)	(6)	(3)	(2)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>123</b>	<b>265</b>	<b>377</b>	<b>506</b>	<b>644</b>
净利息收入/(费用)	50	(2)	6	(30)	(38)
其他收益/(损失)	1	(4)	(10)	(13)	(17)
<b>税前利润</b>	<b>148</b>	<b>257</b>	<b>361</b>	<b>478</b>	<b>608</b>
所得税	(40)	(48)	(68)	(91)	(117)
少数股东权益	0	(23)	(26)	(35)	(44)
<b>净利润</b>	<b>109</b>	<b>187</b>	<b>267</b>	<b>352</b>	<b>447</b>
<b>核心净利润</b>	<b>109</b>	<b>186</b>	<b>267</b>	<b>352</b>	<b>447</b>
每股收益(人民币)	1.837	0.465	0.640	0.844	1.071
核心每股收益(人民币)	1.838	0.471	0.640	0.844	1.071
每股股息(人民币)	0.276	0.067	0.096	0.127	0.161
收入增长(%)	40	98	34	30	25
息税前利润增长(%)	13	115	42	34	27
息税折旧前利润增长(%)	14	114	39	33	27
每股收益增长(%)	7	(75)	38	32	27
核心每股收益增长(%)	7	(74)	36	32	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	148	257	361	478	608
折旧与摊销	6	10	6	3	2
净利息费用	(24)	4	5	15	19
运营资本变动	(48)	(230)	85	(56)	(60)
税金	(36)	(43)	(61)	(82)	(105)
其他经营现金流	24	15	22	(11)	(14)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>69</b>	<b>13</b>	<b>418</b>	<b>348</b>	<b>450</b>
购买固定资产净值	(11)	(30)	(24)	(27)	(30)
投资减少/增加	53	216	0	0	0
其他投资现金流	(154)	(433)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(111)</b>	<b>(246)</b>	<b>(24)</b>	<b>(27)</b>	<b>(30)</b>
净增权益	190	211	14	15	16
净增债务	6	584	(620)	0	0
支付股息	(17)	(22)	(37)	(53)	(70)
其他融资现金流	5	(1)	197	(38)	(42)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>184</b>	<b>773</b>	<b>(445)</b>	<b>(76)</b>	<b>(96)</b>
现金变动	142	539	(51)	245	324
期初现金	258	400	943	896	1,147
公司自由现金流	(42)	(234)	394	321	420
权益自由现金流	(31)	350	(241)	321	420

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	414	960	896	1,147	1,477
应收帐款	165	451	605	785	982
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	397	738	969	1,255	1,569
<b>流动资产总计</b>	<b>977</b>	<b>2,150</b>	<b>2,470</b>	<b>3,187</b>	<b>4,028</b>
固定资产	6	11	12	13	14
无形资产	10	565	576	587	598
其他长期资产	77	485	298	312	327
<b>长期资产总计</b>	<b>96</b>	<b>1,068</b>	<b>886</b>	<b>912</b>	<b>939</b>
<b>总资产</b>	<b>1,072</b>	<b>3,218</b>	<b>3,357</b>	<b>4,098</b>	<b>4,968</b>
应付帐款	202	475	509	658	823
短期债务	6	620	0	0	0
其他流动负债	282	448	884	1,144	1,430
<b>流动负债总计</b>	<b>490</b>	<b>1,543</b>	<b>1,392</b>	<b>1,802</b>	<b>2,253</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	59	418	418	418	418
储备	517	1,147	1,409	1,707	2,080
<b>股东权益</b>	<b>576</b>	<b>1,564</b>	<b>1,827</b>	<b>2,124</b>	<b>2,498</b>
少数股东权益	6	111	137	172	216
<b>总负债及权益</b>	<b>1,072</b>	<b>3,218</b>	<b>3,357</b>	<b>4,098</b>	<b>4,968</b>
每股帐面价值(人民币)	9.73	3.75	4.38	5.09	5.98
每股有形资产(人民币)	9.56	2.39	3.00	3.68	4.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.90)	(0.82)	(2.15)	(2.75)	(3.54)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5
息税前利润率(%)	2.9	3.2	3.4	3.5	3.5
税前利润率(%)	3.5	3.1	3.2	3.3	3.3
净利率(%)	2.6	2.2	2.4	2.4	2.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.0	1.4	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	198.2	50.9	24.3	n.a.	n.a.
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)	2.0	1.4	1.8	1.8	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.8	101.8	74.0	56.1	44.2
核心业务市盈率(倍)	25.8	100.6	74.0	56.1	44.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.3	122.1	89.9	68.2	53.7
市净率(倍)	4.9	12.6	10.8	9.3	7.9
价格/现金流(倍)	40.4	1,581.0	47.3	56.9	44.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	150.1	70.5	49.3	36.5	28.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	11.4	13.4	17.2	17.4	17.7
应付帐款周转天数	16.7	14.7	16.0	14.6	14.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	25.1	17.4	15.7	17.8	19.3
资产收益率(%)	10.3	10.1	9.3	11.0	11.5
已运用资本收益率(%)	33.8	18.5	18.2	23.1	24.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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 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 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371