



买入

40% ↑

目标价格:人民币 21.00

002123.CH

价格:人民币 15.00

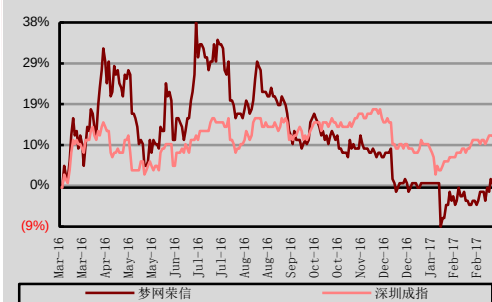
目标价格基础:市盈率估值法

板块评级:未有评级

本报告要点

- 企业短信需求规模持续快速增长,成为驱动业绩的关键因素。
- 集中优势力量重点投入流量经营,流量业务或现实突破性发展。
- 实际控制人变更,整合上市公司资源全力聚焦云通信、云计算和云商务一体化的移动互联网云服务平台。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.6)	(0.3)	(8.1)	(3.7)
相对深证成指	(2.1)	(2.6)	(4.7)	(13.1)

发行股数(百万)	862
流通股(%)	71
流通股市值(人民币 百万)	9,169
3个月日均交易额(人民币 百万)	87
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
余文胜	15

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月9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

电气设备: 电气自动化设备

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*易景明为本报告重要贡献者

梦网荣信

短信业务高歌猛进, 流量经营扬帆起航

梦网荣信原为国内从事电力电子自动化设备设计、研发和制造的知名企业。2015年收购移动互联网运营支撑服务供应商梦网科技, 开始业务转型。2017年1月变更实际控制人, 集中力量开展基于云通信的移动互联网一体化支撑业务。我们给予该股买入的首次评级, 目标价格21.00元。

支撑评级的要点

- 企业短信需求规模持续快速增长, 成为驱动业绩的关键因素。OTT业务非但没有对企业短信造成冲击, 反而带动企业短信业务共同繁盛, 过去几年总业务量从4,000多到5,000多亿稳步增长。主要原因是企业短信作为移动互联网业务在线下的关键锚点, 在可靠性、时效、覆盖率、公允和权威性等方面有不可替代的作用。更重要的, 企业短信已经成为第三方开展的成熟面向内容增值的服务, 我们判断, 随着B端客户需求的强化, 对第三方供应商的可靠性、定制化服务能力会有更高要求, 未来产业将趋于集中化, 为相关龙头带来营收规模和盈利能力双重提升。
- 集中优势力量重点投入流量经营, 流量业务或现实突破性发展。流量业务将是公司今年起重点投入的战略方向, 已组建专门业务团队在人力、销售和财务上独立, 避免短信既有产粮区引入的经营惰性。在上游, 梦网已和运营商各省公司形成了稳固合作关系; 关键因素在于向下游B端客户的拓展和服务质量提升。过去后向流量规模基数较低, 我们认为未来几年以公司的平台实力和重点投入, 有望实现突破性增长。
- 实际控制人变更, 整合上市公司资源全力聚焦云通信、云计算和云商务一体化的移动互联网云服务平台。年初公司变更实际控制人, 显示上市公司已经明确以移动互联网运营服务为核心发展方向, 传统业务经营将会逐渐淡出。而公司目前持股比重仍不够集中, 我们预测实际控制人后续将提升持股比重, 并加大资源整合以及对现有业务的扩充升级, 形成集云通信、云计算与云商务于一体的综合平台, 发展延续性有望长期保持。

评级面临的主要风险

- 运营商政策风险、竞争风险、发展流量经营业务不力风险。

估值

- 在传统电力业务存续的前提下, 我们预测2016到2019年公司的每股收益为0.31元、0.36元、0.58元和0.82元。假设剥离掉电力业务, 纯粹计算移动互联网支撑业务, 每年约减少1个亿亏损, 对应每股收益为0.42元、0.47元、0.7元和0.93元, 复合增长率在30%以上, 基于核心业务在2018年的每股收益, 以动态市盈率30倍市盈率计, 12个月的目标价为21.00元, 首次评级买入。

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)	928	1,804	2,879	4,209	6,342
变动(%)	(38)	94	60	46	51
净利润(人民币 百万)	(288)	114	271	307	501
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.511)	0.114	0.314	0.356	0.582
变动(%)	(439.8)	(122.4)	174.7	13.4	63.3
全面摊薄市盈率(倍)	(29.3)	131.1	47.7	42.1	25.8
价格/每股现金流量(倍)	(67.2)	263.8	18.4	205.9	(276.6)
每股现金流量(人民币)	(0.22)	0.06	0.82	0.07	(0.05)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(62.9)	82.8	27.0	25.2	17.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.184	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

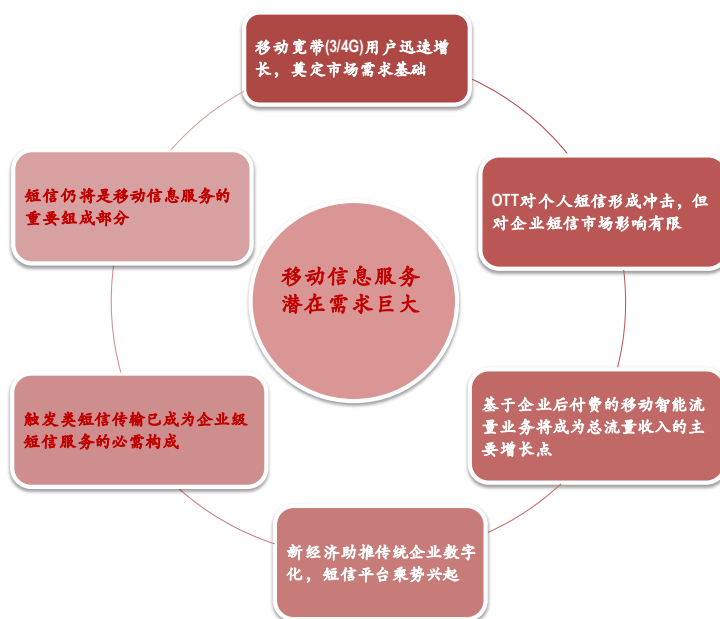
企业短信龙头将长期受益于市场蓬勃发展	3
集中优势力量攻坚流量业务，或现突破性进展	10
基于云通信的移动互联服务平台前景广阔	17
盈利预期与估值	21
风险提示	23
研究报告中所提及的有关上市公司	25

企业短信龙头将长期受益于市场蓬勃发展

移动信息服务潜在需求巨大，企业级短信稳中有升

3G 和 4G 基础设施的完善和智能终端的普及，为移动互联业务的蓬勃发展奠定了坚实的基础。在移动互联化与线下各类需求联系日益紧密，新经济创新层出的带动下，移动信息服务作为电信运营商管道核心业务的重要补充，弥补了基础通信能力与多变的业务形态间的鸿沟，更有助于移动互联应用的推进。

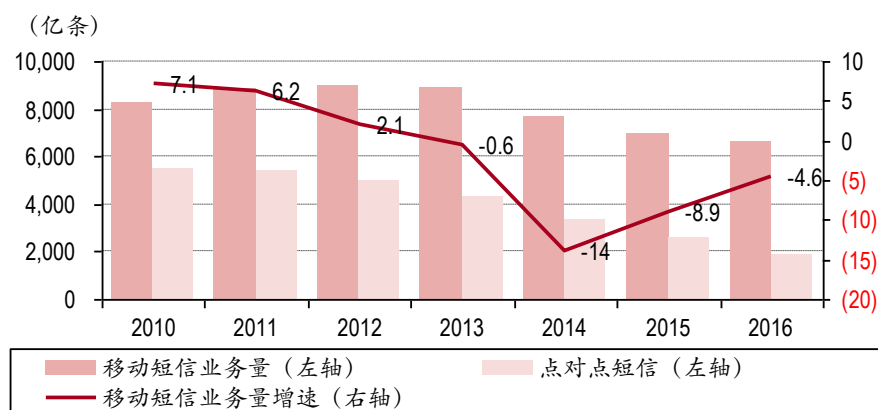
图表 1. 移动信息服务业潜在需求巨大



资料来源：中银证券

短彩信是移动信息服务领域的重要组成部分。近几年，随着国内手机普及率的提升和电信资费下调，短信业务保持了较高的业务发送量。据工信部数据，2010年至2013年全国短信业务量在8,200亿到8,900亿条之间，达到历史高位。到2012年移动宽带用户规模已很庞大，而微信等OTT社交应用也培育成熟，逐渐成为主流的点对点通信方式。从而在一定程度上削弱了短信需求，所以全国短信发送量从2012年起开始降低。

图表 2. 2010-2016 年移动短信量和点对点短信量比较

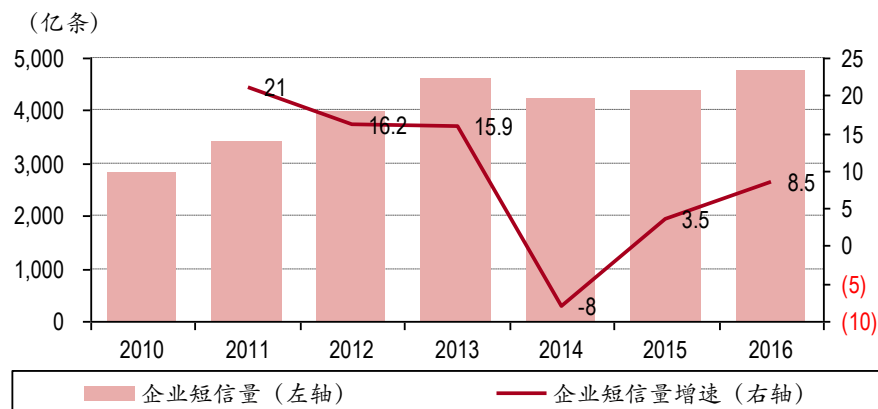


资料来源：工信部，中银证券

2014 年短信业务总量出现 14% 的急速下滑，之后的 2015 年下滑速度缩窄到 8.9%。2016 年的全国移动短信业务量 6,671 亿条，同比下降 4.6%，降幅同比缩小 4.3 个百分点。移动短信业务收入完成 365 亿元，同比下降 10.7%。

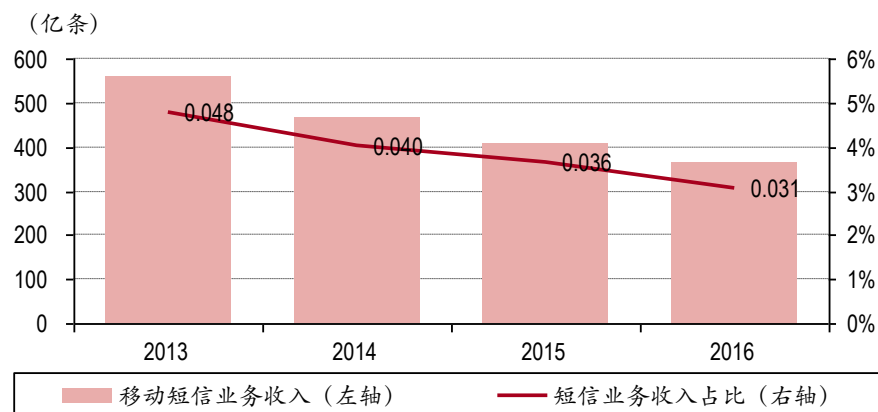
与移动短信整体业务量下调呈现明显对比的，是企业级短信业务量从 2014 年起出现稳步增长。自 4,234.8 亿条到 4,753.1 亿条实现了年 5.93% 的复合增速。整体规模更是从 2013 年起就维持在了 4,000 亿条的高位之上。

图表 3. 2010-2016 年移动短信量和点对点短信量比较



资料来源：工信部，公司公告，中银证券

从收入情况看，短信整体收入随业务量出现下滑，从 2013 年的 558 亿元下降至 2016 年的 365 亿，年复合增速为 -19.12%。

图表 4. 移动短信业务收入以及占比


资料来源：公司公告，中银证券

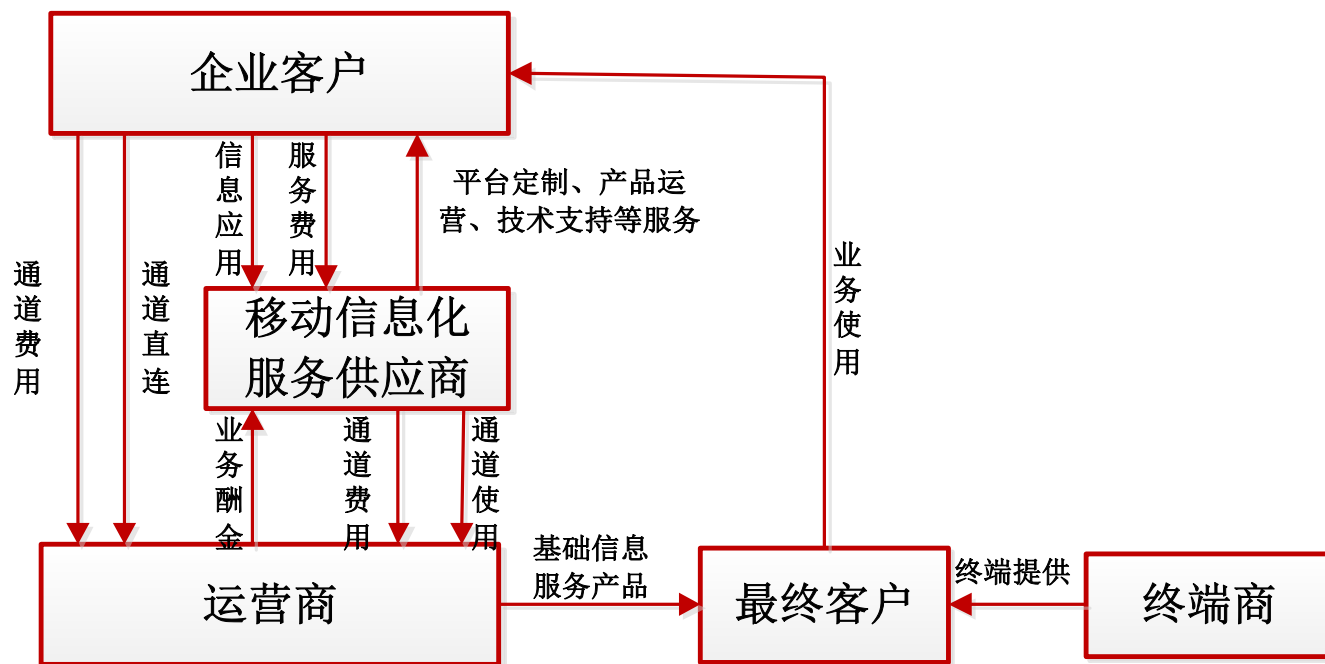
短信收入占比总体也呈现出下滑趋势，近三年从 4.77% 下降至 3.07%，降幅为 1.7 个百分点，从单价平均来看，每条短信从 0.063 元下降至 0.055 元。比照前述对企业级短信数量的统计，粗略估算出，企业短信收入从 2013 年到 2016 年分别为：288 亿元、259 亿元、257 亿元和 260 亿元，总体稳定并略有提升。

我们认为，OTT 业务对个人短信业务造成了明显冲击，但对企业短信业务影响有限。对消息通知与身份验证需求的普及，不但使得企业短信业务量与 OTT 应用的兴盛度正相关，更可能发掘出新的增长点，中长期看企业级短信的市场空间将稳步提升。

企业短信是移动互联的线下关键锚定点，长期跟随 OTT 繁盛

移动信息即时通讯服务商主要通过整合三大电信运营商的短信通道资源，并以自主开发的接口产品、后端处理平台、网关软件为客户提供快速、稳定的移动信息即时通讯服务。其行业上游供应商主要包括电信运营商、软件开发销售企业、设备制造销售企业等；下游客户则包括金融、交通运输、电子商务、零售商贸等各个领域的企业客户。

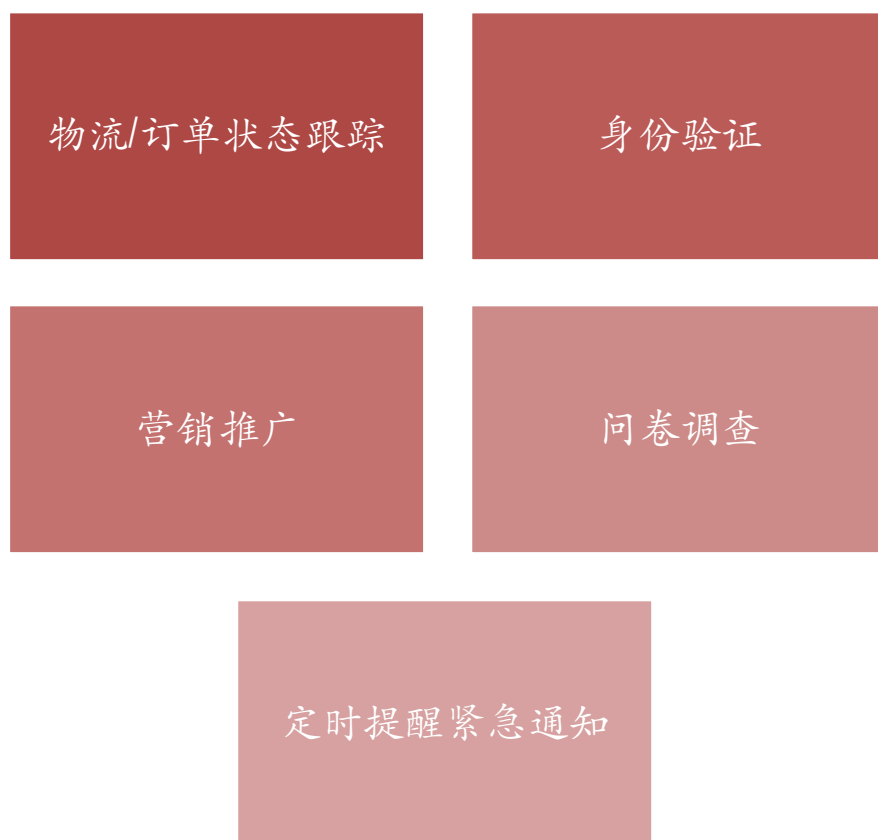
图表 5. 企业短信产业链及服务模式



资料来源：公司公告，中银证券

上游电信运营业集中度很高，因此短信通道资源议价空间虽不大但成本相对平稳。可能风险在于电信运营商因政策因素或整改而部分关停短信通道，对企业级短信服务行业产生阶段性冲击。上游基础软件和设备等成熟度已经较高，市场化充分且供应十分稳定，信息服务类公司有较强的议价能力，很少对其成本造成冲击。

图表 6. 互联网 O2O 应用爆发推动短信发送量飞速增长

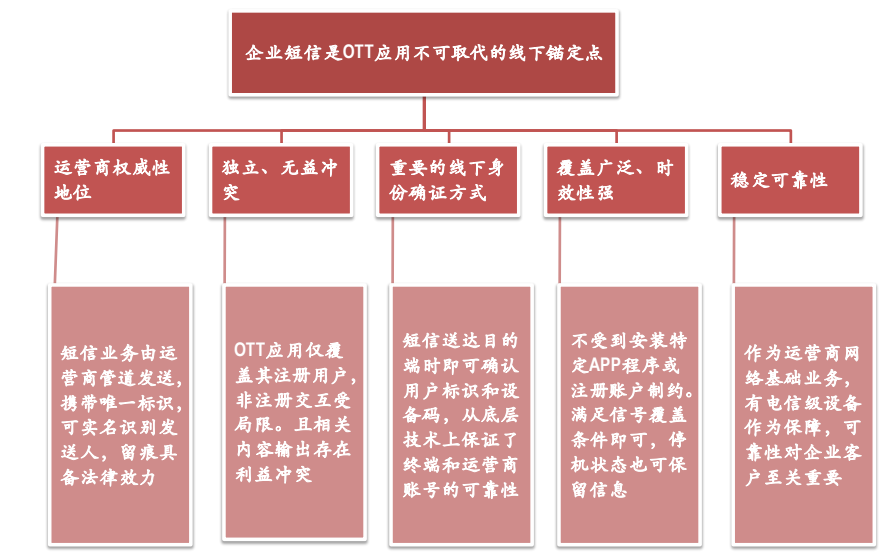


资料来源：中银证券

拥有移动信息服务需求的企业都可成为下游客户，客户群体也随着需求的增加而扩张。几个大类行业中，处于领先地位的行业龙头一般都拥有较为明确的移动信息服务需求，且对服务供应商也有一定的议价能力。但同时在突发性海量数据处理能力、系统功能的稳定性和安全性、行业客户服务经验、个性化需求响应能力等方面要求较高，一旦形成合作关系则较为稳定，黏度强，且大企业服务资质将强化公司在行业内的竞争优势。

如前所述，OTT 业务对个人短信业务造成了明显冲击，但对企业短信业务影响有限。短信总体业务规模的下滑也必将企稳与企业级短信的规模。以微信为代表的社交通讯 OTT 引用，以更低廉的资费以及更丰富的扩展功能，受到用户青睐，相当程度上替代了个人点对点短信息需求。在 2014 年的同比下降幅度达 18.9% 之后，占移动短信业务量比重仅为 45.8%。

图表 7. 作为移动互联的线下锚定点，企业短信的存在合理性

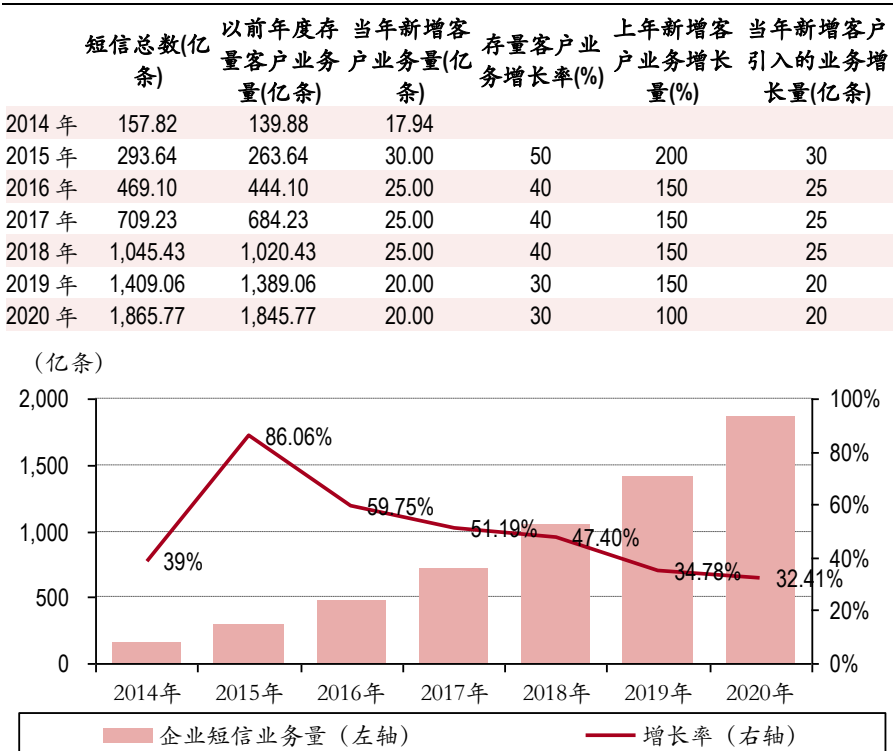


资料来源：中银证券

作为企业短信龙头，梦网将长期受益于行业规模客户优势地位

整个企业移动信息即时通讯服务市场规模较大、但较为分散，绝大多数厂商年业务量规模不超过 50 亿条、业务量规模市场份额低于 1%。在众多参与者实力有限、小规模运营的背景下，处于市场领先地位、年业务量超百亿条且有细分行业客户优势的服务商具备明显的竞争优势。服务商准入门槛虽然较低，但客户对象企业的业务种类差异较大。所以，在支撑巨大业务量规模的基础上，对服务商运营质量、响应能力、系统稳定 and 安全性等要求很高，意味着在细分领域若要形成业务规模和客户优势准入门槛将大大提高。

图表 8. 公司未来企业级短信业务量预测



资料来源：公司公告，中银证券

以公司提供的模型为基础，依据 2014 年前运营数据，对后续几年的业务增长率做出粗略估算：2013 年前存量客户业务量是 2014 年 1.5 倍，以 140 亿条计算，2015 年存量客户的发送量为 210 亿条；2014 年新增客户在当年的发送量为 18 亿条，该部分客户在 2015 年的信息发送量预计为 54 亿条；加上 2015 年新增客户信息发送量假设 20 亿条，合计 2015 年总计业务量 288 亿条。以此类推。公司企业短信业务从 2016 到 2018 年仍将维持 50% 左右的高速增长。

虽然有众多小规模第三方短信厂商的参与，但在企业短信需求越来越刚性的带动下，更多公司倾向于选择实力雄厚的服务商龙头。除梦网科技外，移动信息即时通讯行业的主要企业包括：为中移动 MAS 业务的运营支撑单位联动优势，专注于服务运营商客户模式，主要集中在银行领域的金融行业集团客户；创世漫道主要向电子商务、互联网企业、物流快递等企业客户提供触发类移动信息服务；国都互联以移动信息化产品的系统建设和业务运营服务为主，客户涵盖金融、互联网、消费品等行业，以北京地区客户为主，对于金融类客户采取服务运营商客户的模式，对于互联网企业采取服务企业自身客户的经营模式。亿美软通主以为企业提供移动信息服务为主，涉及行业短信、行业彩信、企业手机网站托管、数据空港等业务，主要依托渠道代理商进行业务拓展，客户集中在电子商务、互联网、金融、消费品等行业。

图表 9. 采购单价历史数据及预测

上市公司	子公司 (企业短信)	涉及业务	2015 营业收入	2015 净利润	短信发送量	主要客户
茂业通信	创世漫道	创世漫道主营的信息智能传输，主要包括短彩信发送以及软件开发及应用	短(彩)信发送 营业收入 43,500.44 万元	7,242 万元	122.63 亿条	淘宝、天猫、京东、腾讯、易到用车、神州专车、e 代驾、KFC、360、快的打车、世纪佳缘、聚美优品、中国工商银行、小米等
银之杰	亿美软通	国内外企业提供移动通信服务和移动互联网应用服务	短彩信通讯服务营业收入 29,476.76 万元	8,433 万元	约 80 亿条	Google、阿里巴巴、腾讯网、京东金融、百度、中国人寿、BMW 等
吴通控股	国都互联	主要向集团和大型企业客户提供短信类移动信息化产品运营服务	信息服务营业收入 76,527.53 万元	9,646 万元	约 200 亿条	百度、新浪、网易、艺龙、58 同城、趣拿软件（去哪儿）、携程、大众点评、优酷、乐视网、国美等互联网客户以及海尔、中铁快运、三星等
海立美达	联动优势	主要服务于银行领域的金融行业集团客户	2014 年公司营业收入达 43,794 万元		约 700 亿条	中国银行、中国建设银行、中国工商银行、交通银行、兴业银行、招商银行等
梦网荣信	梦网科技	梦网科技的核心产品包括，移动信息及时通讯业务服务，移动智能流量业务，移动音频业务。	移动信息即时通讯服务收入 38,02.48 万元	23,000 万元	约 300 亿条	中国银行、交通银行、平安集团、华夏银行等银行；腾讯、新浪、搜狐、百度等互联网公司；阿里巴巴、万达、京东商城、亚马逊等电商；顺丰、韵达、中通等快递公司在内的数千家企业单位和政府部门均为梦网科技的客户

资料来源：中银证券

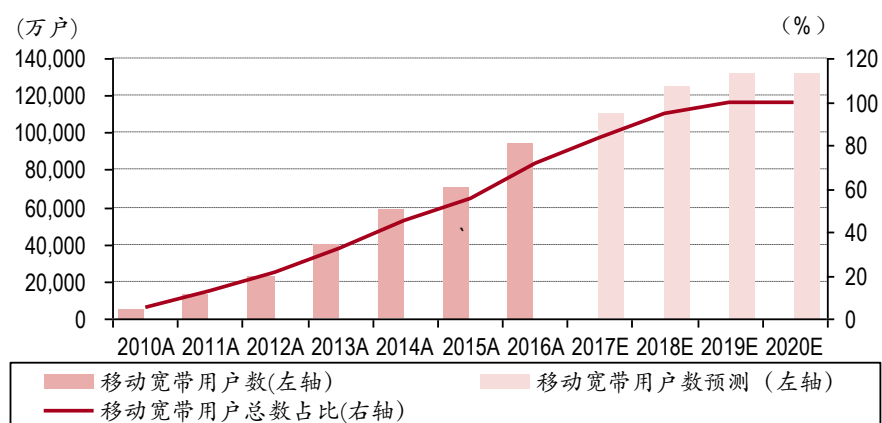
总体而言，企业短信市场尚未进入完全均衡状态，龙头服务商对中小规模厂商的优势日渐明显。即时大型公司横向比较，梦网在客户群资质、业务规模、盈利能力方面依然优势突出，凭借上游良好的运营商合作关系与下游稳固的客户渠道，公司有望在主要行业领域持续挤占中小厂商份额，提升渗透率。叠加存量客户自身对企业短息需求的发掘，整体业务增速在近几年将会维持较高水平。

集中优势力量攻坚流量业务，或现突破性进展

流量需求中长期仍将大幅增长，空间巨大

受基础设施完善和运营商导向驱动，2010 年以来移动宽带用户数高速增长，2014 年起 4G 用户在其中占比逐年提升。2016 年，4G 用户数呈爆发式增长，全年新增 3.4 亿户，总数达到 7.7 亿户，在移动用户中的渗透率达到 58.2%。传统 2G 移动电话用户减少 1.84 亿户，占移动电话用户的比重由 2015 年的 44.5% 下降至三成以下。

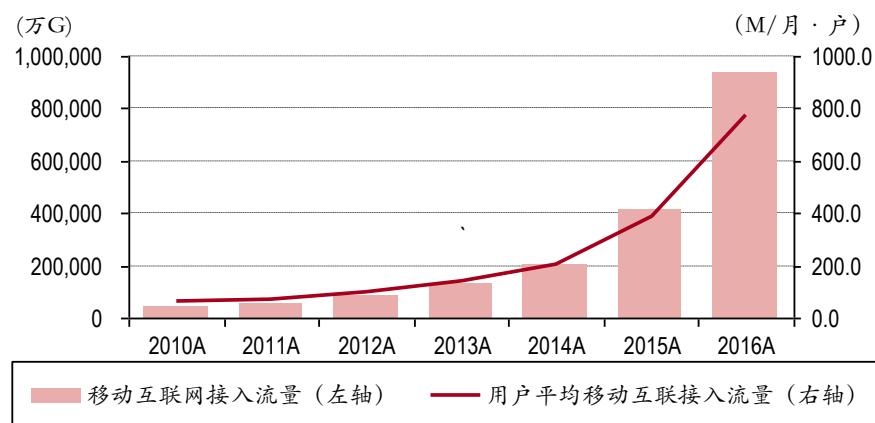
图表 10. 移动宽带用户数及渗透率



资料来源：工信部，中银证券

预计 3/4G 用户数的比重仍将快速提升，并有望在 2018 年在全国范围达成全面渗透。与此相对应，移动互联网接入流量同样在用户数提升和 4G 设备铺开后得到大幅释放，2015 年来增幅一直在 100% 以上，2016 年全年整体消费达 93.6 亿 G，同比增长 123.7%，比上年提高 20.7 个百分点。全年月户均移动互联网接入流量达到 772M，同比增长 98.3%，接近翻倍。

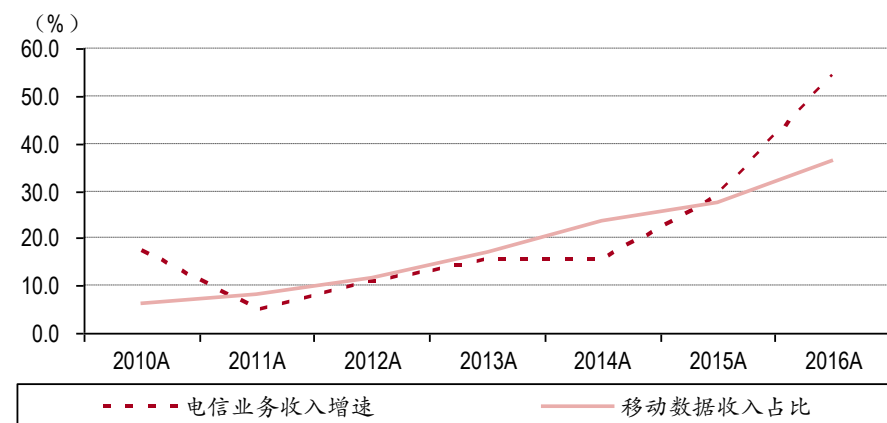
图表 11. 三大运营商移动流量及增速 2010-2016 年移动互联网流量发展情况比较



资料来源：工信部，中银证券

在我国移动用户结构全面转向 3/4G 和个人应用全面兴起的背景下，流量消耗还将持续高速增长，流量收入占比已是运营商收入的核心组成部分。我国现下 4G 用户占比 25.2%，未来仍将加速向 4G 迁移；同时随着移动视频、即时通信、虚拟现实、车联网等大流量场景趋于成熟，流量消耗也只高不低；移动宽带用户月均流量消耗仅为 772M，大大低于位居前列的十数个国家的平均流量消费水平（1G 以上），整体提升空间还很大；加上网络升级对管道压力的释放，移动流量将迎来需求大爆发及指数级增长。

图表 12. 电信业务收入总量 和移动数据收入占比



资料来源：中银证券

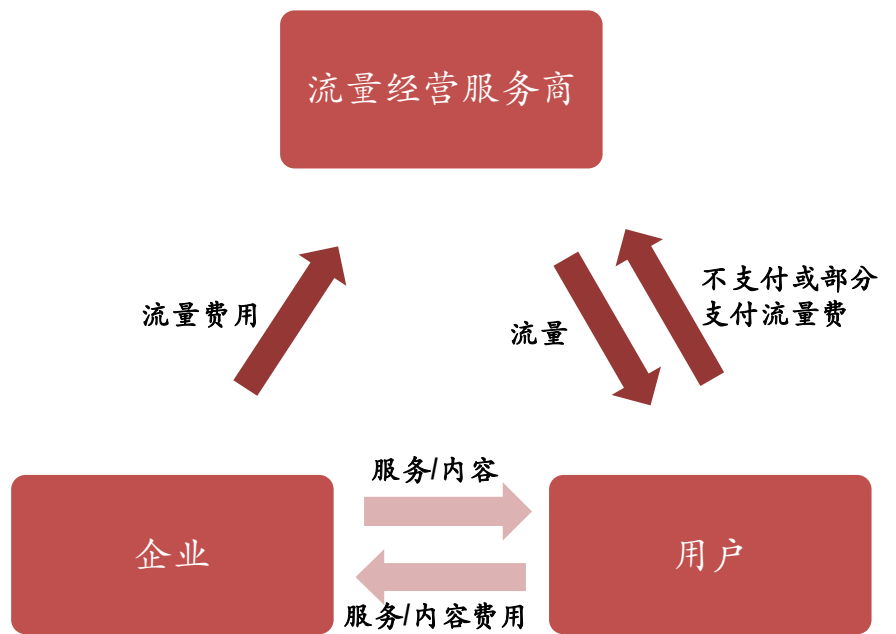
2013 年以来整体流量以增长超过 70 倍，流量经营为运营商大数据最确定方向，也是运营商总收入的支柱性来源。2013 年非话音收入首次超越话音，此时移动数据在电信业总收入占比仅为 17%，近三年突飞猛进，截至 2016 年非话音收入占据总收入的 75%，而移动数据收入占比已经达到 36.4%。相比三年内的份额翻倍。

流量的持续井喷，为精细化流量运营开辟了广阔的空间，从垂直行业和企业需求端来看，精准匹配自身业务需求，以流量入手管理客户与运营市场的趋势已经启动，运营商业量和机制使得自身不具备此类经营能力与成本优势，第三方代理加运营商规范统筹成为各方皆赢的合作模式。

流量经营整体处于成熟阶段，后向流量经营形态已明确

智能流量经营业务是指企业个人用户手机通过运营商网络访问互联网时，产生的数据流量费用减免，由企业后向统一支付，亦称后向流量业务。通过移动用户手机上网流量费用的减免，使用互联网产品的门槛降低，可以协助企业获取和维护用户，并全面促进企业业务。

图表 13. 后向流量业务模式



资料来源：中银证券

因为同时满足企业客户导入用户、电信运营商提升流量价值的需求，后向流量经营已经实现了爆发式增长，一些中小型第三方流量经营公司营业规模突破数十亿，业绩过亿的水平。从实践情况来看，目前主要还是以通用流量应用为主。企业客户在移动互联时代，发掘新用户和提升老用户粘性成为重要诉求，流量营销瞄准了流量这一重要的导入没接，成为十分高效的企业营销方案。未来结合运营商的大数据分析，流量经营将有望持续延伸，成为精准的营销模式，协助企业最大限度提升价值。目前包括腾讯、阿里、360、新浪等在内的企业客户已开始通过不同的流量营销方式来导入用户。

图表 14. 通用流量类型的两种应用场景

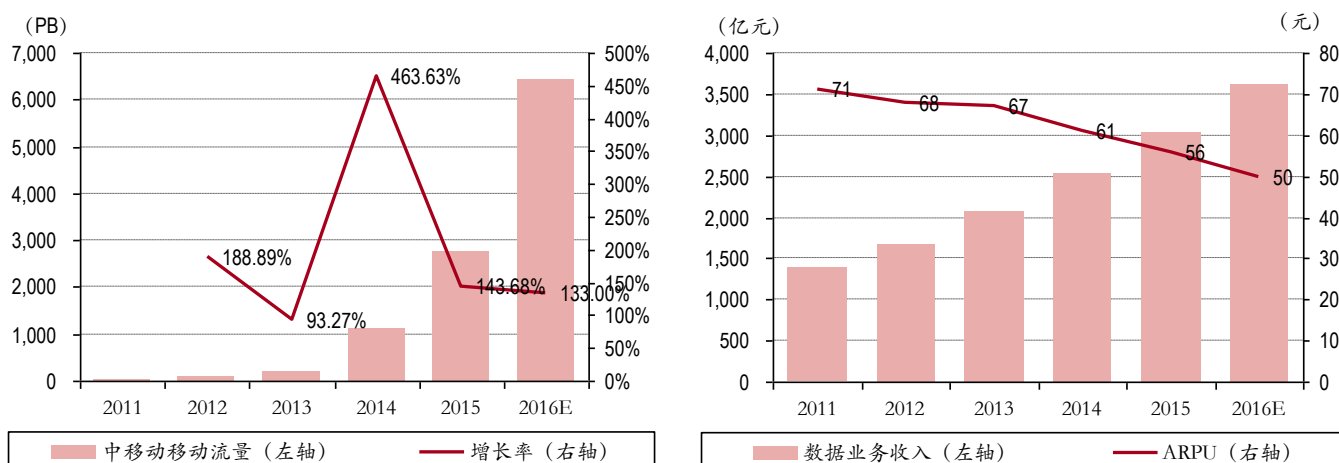
通用流量应用场景	业务内容	业务目标	适用客户
指定用户，全额统付	企业为指定用户统付其使用移动网络产生的全部数据流量费用。	企业福利，鼓励员工使用业务；或为鼓励 VIP 会员的活跃	大型企业，浏览器、应用市场等综合应用公司
指定用户，定额统付	企业为指定用户定额支付其使用移动网络产生的数据流量费用。	企业给员工的补贴；营销宣传，吸引用户	大型企业，浏览器、应用市场等综合应用公司

资料来源：中银证券

从运营商角度来看，基于企业付费的后向流量业务也成为运营商改善收入困境的有效方式。提升流量经营价值成为 4G 时代运营商重要的业务方式转型尝试。

在 2016 年，在 4G 移动电话用户大幅增加及流量资费持续降低影响下，移动互联网接入流量消费达到了 93.6 亿 G，同比增长 223%，月户均流量消费达到 772M/月/户，同比增长 198%。与此鲜明对比的是，运营商的数据业务收入增长仅为 25% 左右。

以中国移动近年流量经营情况看，2011-2015 年数据流量从 36PB 增长至 2760.6PB，复合增速达到 195.92%，但数据业务收入从 1,393.3 亿元增长至 3,034.25 亿元，复合增速仅为 21.48%，ARPU 由 71 元以上下降到 56 元。可见受同质化竞争和 OTT 应用冲击之后，增量不增收情况愈加明显，运营商流量业务面临被管道化风险。

图表 15. 中移动流量增量与收入增长


资料来源：公司资料，中银证券

运营商业务的整体流量化已是大势所趋，固话和 2G 用户骤减将导致语音收入迅速趋向于极低水平。流量业务必成为运营商可依赖的唯一支柱。但一方面语音原有收入基数大，由此产生的缺口十分惊人；另一方面，流量在收入上虽然近年势头稳定，但单位价值处于加速下滑，其实是以规模增长来拉动的。未来若出现增量失速，将难以支撑现有缺口。

因此，基于客户后向付费的企业流量经营业务，不仅可以通过前端免费吸引大量用户使用、促进流量的消费，而且可以在后端通过为企业客户提供增值服务进行收益，这将是运营商突破流量经营瓶颈、提升流量价值的重要途径。

图表 16. 三运营商在流量经营上的创新探索

移动	内容增值： 成立咪咕文化科技有限公司，致力于打造传统媒体和新兴媒体融合发展的新型平台，为产业链合作伙伴搭建高效、透明、便捷的服务体系，为客户提供精彩纷呈的数字内容产品及服务。 互联网+领域： 推出移动云、教育、健康、车联网等集客产品。 智能终端： 研发移动对讲、行业 PAD 等自有品牌行业终端。 流量经营： 推进“和家庭”重点产品“魔百和”量产，整合推广“和娱乐”、“和生活”、“和沟通”等系列产品。 物联网： 形成物联网模组产品线。
	互联网+： 沃云政务云及行业云解决方案及产品，推进重点领域专业化运营，如汽车信息化、教育信息化持续突破。 流量经营： 推广“智慧沃家”，推动家庭客户全业务经营，IPTV、智能宽带管道、互联网电视、家庭安防、云服务、智能家居。
联通	云计算： 12 个国家级云数据中心，遍布 31 个省超过 100 个本地数据中心，基于开源架构、自主研发的云计算。 物联网： 构建标准化产品架构、应用覆盖食品溯源、电力架空等数十种类型。优化物联网运营体系。 IDC/云计算/大数据： 构建中国最大的“8+2+X”云资源部署，有超过 100K 的柜台投入使用。e-Surfing security 为云、管道和设备提供保障。已形成领先的云计算和大数据服务能力，将加强在云、大数据和物联网方面的产品研发力度。
电信	智能终端： 利用“Joy me”来扩展智能终端应用，加强产品功能和客户体验。 互联网+： 吸引外部优势资源以加强细分领域的服务，同时加大对行业应用的覆盖规模。瞄准 4 个关键战略领域和 10 项主要工程去推进传统产业升级。易信注册用户达到 1.8 亿，BestPay 在 2015 上半年 GMV 达到 3,800 亿，NFC 超过 2,000 万。 流量经营： 互联网业务天翼阅读基地、协同通信基地、物联网基地、爱音乐基地、天翼视讯基地、天翼空间基地、爱动漫基地和爱游戏基地也实现了公司化运作，aWiFi 提供新型的合作模式。

资料来源：中银证券

近年来持续的外部压力和低迷的经营状况已使运营商意识到，加大变革和深化流量经营的紧迫，在流量经营方面也在不断创新探索。从掌握的情况看，省公司和集团层面在保证规范化的前提下，已经大幅开放了后向流量业务，参与的方式已相当公允。流量经营的第三方厂商也在持续兴盛，不论在融合三网流量资源、与特定客户的关系维系还是在个性化的行业解决方案供应上对于运营商都有明显的竞争优势。

图表 17. 第三方厂商的市场竞争优势

第三方优势	详细说明	电信运营商缺陷
三网平台	第三方厂商能为企业建设整合三家电信运营商流量业务的统一平台，企业可以一点接入所有运营商网络，而不用逐一去和三家运营商业务谈判。	无法提供该服务
客户维系	第三方厂商往往会与特定企业有长期合作关系，在需求挖掘、服务响应等多个方面具备得天独厚的优势。	在特定企业上服务薄弱
	针对后向流量客户，有技术实力的第三方厂商还能提供配套的大数据分析或者大数据营销整合服务，满足企业客户基于流量一体化的需求，形成远期极具吸引力的流量经营业务模式。	受限于体制，无法及时响应需求开发

资料来源：中银证券

基于以上分析，我们认为专门第三方流量经营厂商的存在有其合理与必然性，未来有望发展成为数百乃至千亿规模的市场。目前最主要关注运营商对开放后向流量政策的变动，以及与流量经营厂商之间后续深化的合作和分配方式。

依托优势集中力量，流量业务有望出现突破

2014 年初，梦网科技已经启动流量经营平台开发并与三大运营商流量经营的合作，已和多个省市公司确定了合作关系，采取地区和国网流量结合的方式，已经和诸多领域的客户签订合作协议。

梦网流量网关云平台针对企业的流量后付费需求，不但实现了网关产品一点接入全网使用、三网流量统一管理、灵活配路统一结算的基础功能，更是提供了应用和个人行为识别、流量交换、负载均衡、业务配路、管理报告和计费告警等面向数据内容的大型云平台。

图表 18. 公司流量网关云平台



资料来源：中银证券

2017 年公司专门组织百余人的独立团队从事流量业务的开发和销售。除了与短信团队在客户资源上共享外，成本和绩效均单独考核，可有效摆脱原有产品和市场带入的惰性，流量经营平台用户和短信业务用户高度重合，下游可拓展性强。预计该业务在 2017 年将有较快增长，结合公告披露的情况，流量经营收入及成本数据如下：

图表 19. 移动宽带用户数及渗透率

	2016E	2017E	2018E	2019E
流量经营收入（百万元）	100	800	2,000	5,000
流量经营成本（百万元）	95	760	1,900	4,750
毛利率(%)	5	5	5	5

资料来源：公司公告，中银证券

技术方面，公司在处理瞬时高并发业务量和长时间稳定运营方面已十分坚实。超 300 人的研发团队，并且形成了大量知识产权。

图表 20. 梦网荣信在智能流量经营优势

核心平台自主研发的技术优势	高瞬时并发处理能力、强大稳定的运营监控、智能路由分配机制信息安全保障严密、高度可扩展。 超过200人的研发团队，形成了大量知识产权
各行业龙头客户的规模化积累	完成金融、互联网和消费品等行业和重要客户的布局，建立并保持深入的战略合作关系 直接企业客户合作、独立服务，粘性更大、持续性更强 已经与万达信息、世纪龙、招商银行、交通银行、百度等客户签署了移动智能流量业务协议
稳定优质的运营商渠道优势	移动集团集成商和政企业务以及代理商，联通和电信长期合作伙伴已经拥有数百条短信通道资源，与10余个省、市的各电信运营商建立了业务合作关系 同广东移动和福建移动分别开展了企视通和企业快快两个流量平台的合作
领先的服务理念和服务能力	运营团队经验丰富，制定高效的服务模式和流程，理念先进。 根据客户需求提供一站式解决方案，实施项目经理负责和首问责任双轨客服系统， 拥有遍布全国的运维团队，35个城市的营业网点和多种线上线下沟通方式，7×24小时提供一对一客户支持。

资料来源：中银证券

客户方面，完成了金融、互联网以及消费品等行业和龙头客户的市场布局，并与大客户建立保持着深入战略合作关系。以直接服务的方式面向客户，极大低提升了客户黏性。而企业短信原有客户很容易在需求上向流量服务延伸，是重要的后续业务核心竞争力。

图表 21. 企业短信客户将是流量业务重要的发展对象

金融客户	中国银行、交通银行、平安集团、华夏银行、光大银行、宁波银行、重庆农商行、深圳农商行、招商证券、安信证券、华夏基金、天弘基金、南方基金、易方达基金、新华人寿、深圳证券交易所
互联网客户	腾讯、新浪、搜狐、百度、小米、盛大、阿里巴巴、万达、京东商城、亚马逊、苏宁、国美、凡客诚品、当当网、唯品会、携程、艺龙、同程网、途牛、快的
连锁零售与其他	顺丰、韵达、中通、七天连锁、如家、美的

资料来源：中银证券

上游渠道方面，公司是三大运营商的全网服务提供商，并设立了三个运营商合作中心，在全国范围内寻找电信运营商优质的短信通道资源、扩充通道规模，同时对已接入的短信通道资源进行维护管理。在流量后付费经营平台业务方面，已经与中国联通、中国电信、中国移动的多个省市公司建立了合作关系。

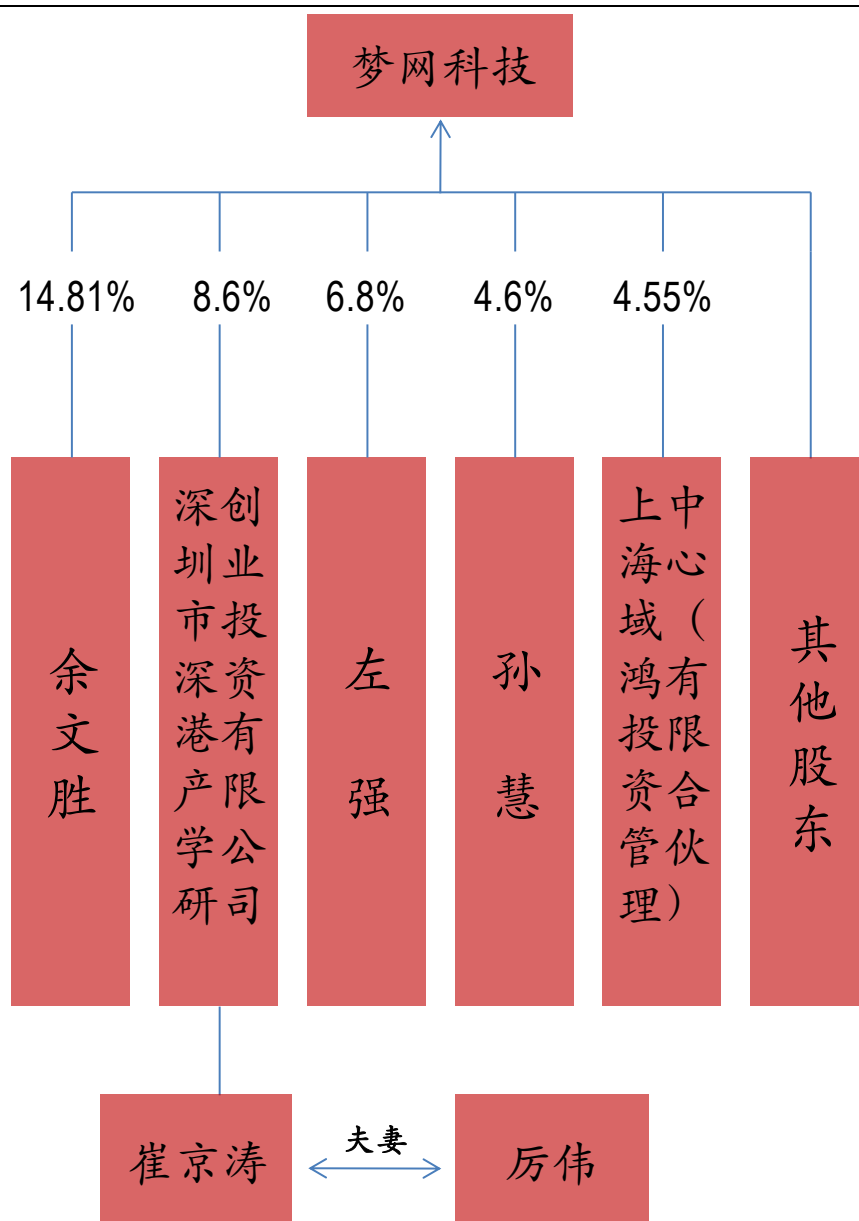
梦网科技在技术、产品、价格和服务全方位竞争磨砺，在主要行业的大客户中树立了良好的口碑和品牌效应。有别于服务运营商为导向的同业竞争者，公司更注重以企业客户作为直接的服务对象。不仅需求差异较大、个性化要求多，而且需要持续保证在运营商各省公司的采购优势和对不同系统的对接处理能力。梦网在这些差异化的市场竞争中累计的实力和品牌口碑更为牢固。

基于云通信的移动互联服务平台前景广阔

实际控制人转换，将全面把握公司业务与资源

经过对公司业务现状及未来发展的审慎分析，公司实际控制人左强、厉伟及崔京涛拟变更关于保持上市公司实际控制人地位不变的相关《承诺函》，公司股东余文胜拟解除《关于不谋求上市公司控制权的承诺函》。2017年2月6日，公司股东大会审议通过了相关内容议案，意味着公司实际控制人将发生转移，原移动信息服务业务的经营负责人余文胜将开始全面执掌上市公司发展。

图表 22. 实际控制人变更后的股权结构



资料来源：中银证券

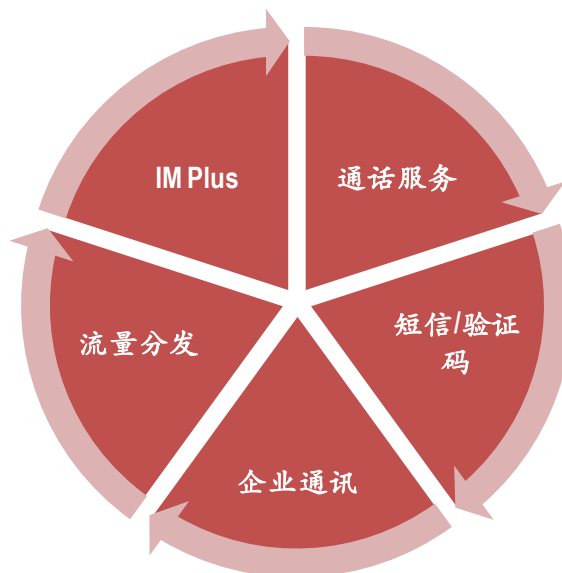
左强直接持有上市公司 6.80%的股份，深港产学研持有上市公司 8.60%的股份，松禾成长作为深港产学研的一致行动人持有上市公司 1.41%的股份，三者持有上市公司股份比例合计为 16.81%。而第一大股东余文胜持股比例仅为 14.81%，在股权份额上依然面临挑战。我们判断，梦网实际业务负责人余总会尽可能在较短时间内寻求提升自己的股权份额；更进一步随着余文胜股权份额的提升，在与上市公司利益一致性强化后，将会大刀阔斧地整合既有资源，全力推进业务创新发展，提升业绩。

短期布局云通信，达成管道资源的精细化运营

企业经营进入移动互联网时代后，通信、应用和商务的全面云化将成为必然，而通信管道能力将成为“水电气”一样的基础能力。梦网科技利用移动通信和互联网技术为企业形成移动信息化能力，提升经营能力提供强有力的信息平台 and 运营支撑平台。在移动互联网应用大潮和互联网+的发展大潮中，

公司短期希望基于现有的多种技术能力将各类业务融合，打通移动互联网和基础通信网络，使得服务接口对上层客户明晰易用，而不必关注底层的复杂实现。在构建融合短信、流量、语音、视频等各类信元实时通信及数据能力的同时，也为企业灵活提供 B2C、C2B2C 等一对多、多对多的实时通信应用，满足企业与移动用户在任何时间、任何地点借助任何通信方式达成综合应用。远期将整合数据流量管理，通过对数据内容的挖掘提升商务效率和客户粘性，以云平台+SaaS 模式，与企业现有的 CRM、ERP、SCM 等系统进行对接适配，实现从管道到内容运营的高度融合，弥补电信运营商在精细化运营上的盲点。

图表 23. 云通信业务布局



资料来源：中银证券

中长期向云数据与云商务发展，实现移动互联运营全方位支撑平台

移动信息服务融合 ICT 与企业业务，基于无线网络飞速发展，近年来突飞猛进，在加快向通信网络、智能终端和社会各领域的渗透的同时，也衍生出更多新型的商业模式。适应新经济形势发展，国家针对移动信息服务也出台了一系列政策，旨在从战略高度进一步释放信息消费需求，落实信息产业发展的红利。

图表 24. 国家对信息服务产业相关支持政策

移动信息服务行业作为重要战略产业获得政策支持	继 2011 年 3 月第十一届全国人民代表大会第四次会议审议通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》后，2013 年 8 月，国务院发布《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》（国发[2013]32 号），明确提出加快促进信息消费，能够有效拉动需求，催生新的经济增长点，促进消费升级、产业转型和民生改善的重要性。企业信息化应用不断深化，公共服务信息需求有效拓展，各类信息消费的需求进一步释放，进而在信息消费市场健康活跃的同时保持信息消费规模的快速增长。随着国家各项政策的逐步落实，移动信息服务行业将充分享受作为国家重要战略产业的政策红利。
信息技术的快速渗透带动企业移动信息服务需求增长	信息技术的推陈创新除服务信息技术领域之外，催生出新产品、新服务及新业态，刺激了用户的消费需求，也对传统行业带来影响和冲击。互联网、移动互联网的进一步发展，诸多新经济形势、新商业模式持续涌现渗透，形成了新的消费热点。以电子商务、第三方支付、O2O 服务、物流快递等为代表的新经济企业，基于本身业态特征和优势，对移动信息服务的需求持续增长。受到影响和冲击的传统业态企业也逐渐在新经济形态下把握行业趋势，将移动信息服务渗透到日常经营管理中，同时与终端客户进行更为频繁的移动信息服务互动。
监管整治使得行业更加成熟规范	近年来国家立法机关、主管部门和运营商加大了对行业的监管力度。2013 年 4 月，工信部发布《工业和信息化部关于开展深入治理垃圾短信息专项行动的通知》（工信部电管函[2013]160 号），指出为巩固垃圾短信息治理成效，健全长效机制，将开展深入治理垃圾短信息专项行动。同时制定《深入治理垃圾短信息专项行动工作方案》，要求规范商业性短信息定制和退订，重点清理基础电信企业自有及合作的端口类短信息发送业务。在此背景下，国内三大电信运营商于 2013 年四季度对垃圾短信进行了大范围集中治理。根据工信部统计，当年中国移动、中国联通和中国电信共清理关停违规短信端口 7 万余个，拦截垃圾短信超过 100 亿条。电信运营商对垃圾短信的集中治理，有利于移动信息服务行业建立规范化发展、有序化竞争的市场准则，改善了优质移动信息即时通讯服务商的运营和市场竞争环境。

资料来源：中银证券

梦网坚持市场化和创新，以云通信平台为依托，后续将深化对移动互联网运营支撑战略核心，逐步实施“云通信、云数据、云商务”三位一体化产业布局。短期内，除了要继续做强云通信板块以形成绝对优势，也有逐步布局云数据板块，同时培育云商务板块。

图表 25. 三位一体，实现从管道到内容的全方位云服务平台



资料来源：中银证券

在云数据方面，梦网将自主建设大型的互联网数据中心，将整合目前主流的通信网关、互动应用、应用分发、数据分析，应用托管及计费服务后台等，以支持企事业单位多样化的多元多网通信和数据运算需求，提供多网连通性的服务。在此基础上，进一步建设公有云的服务，CDN 的服务以及各类数据增值服务，通过梦网数据业务，全面帮助到企业快速建立移动互联网应用数据运算的基础环境和条件，为中国企业的移动互联网应用的建立和发展提供坚实的保障。

在云商务方面，梦网将在云通讯和云数据的基础上，构建满足客户商业智能、移动营销、移动支付、移动分发以及商业流程外包等各类云商务平台，旨在提升企业的获客能力以及进一步交易能力，并提供全链条的软件、应用和咨询。通过数据仓库技术、线上分析处理技术、数据挖掘和数据展现技术进行数据分析，通过云通讯和支付系统建立交易、营销和售后场景，帮助客户建立完整的自动化的商务链，并形成对商业信息的搜集、管理和分析，提升企业获得知识能力或洞察力，提高企业决策效率，云商务板块的发展将会极大的推动企业的经营效率，是未来企业生存和发展的必备工具和生命线。

公司从一体化通信服务、ICT 基础设施延伸到面向内容的信息服务，发展思路明确，本质上是接替运营商部分职能作精细化运营，需求成长空间很大，对于近期目标的落实度需要重点关注。

盈利预期与估值

对主营收入和运营效率的预测

企业短信方面, 预计 2016 年到 2019 年业务量分别为 469.1 亿、709.23 亿、1,045.43 亿和 1,495 亿条, 复合增长率约 47.15%, 销售单价以每年 5% 到 7% 左右的速度下滑, 成本单价下滑速度大致相当, 整体业务毛利保持在 30% 以上的水平。

图表 26. 企业短信营收预测

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
移动信息即时通讯服务业务收入(万元)	27,538.75	41,620.29	56,416.38	99,051.56	150,347.30	215,943.80	299,210.30	400,068.50
移动信息即时通讯服务业务采购成本(万元)	18,087.57	28,213.03	37,534.10	67,392.13	103,354.80	149,229.80	207,871.70	279,427.70
信息数量(亿条)	70.58	114.49	157.82	293.64	469.10	709.23	1,045.43	1,495.00
销售单价(万元/亿条)	390.16	363.54	357.47	337.37	320.50	304.48	286.21	267.60
成本单价(万元/亿条)	256.26	246.43	237.83	229.51	220.33	210.41	198.84	186.91
毛利率(%)	34.32	32.21	33.47	31.96	31.26	30.89	30.53	30.16

资料来源: 中银证券

流量经营方面, 随着需求持续高速释放, 我们预测业务规模增长将较为迅猛, 2017 年到 2019 年将有望从 8 亿增长到 50 亿元。由于后向流量业务目前阶段仍以批发零售为主要业务模式, 毛利率预计在 5% 左右, 净利率在 3% 以内。

图表 27. 总营收预测

年结日: 12 月 31 日	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入(百万元)	59.54	46.22	50.66	64.78	59.54
同比增长(%)	1,503.47	2,159.44	2,992.10	4,000.68	1,503.47
企业短信收入(百万元)	288.47	43.63	38.56	33.71	288.47
同比增长(%)	100.00	800.00	2,000.00	5,000.00	100.00
流量经营收入(百万元)	638.55	700.00	150.00	150.00	638.55
同比增长(%)	1,262.30	1,250.00	1,350.00	1,450.00	1,262.30
电子/电力相关收入(百万元)	(10.09)	(0.97)	8.00	7.41	(10.09)
同比增长(%)	59.54	46.22	50.66	64.78	59.54

资料来源: 万得, 中银证券

传统电力业务假设维持既有规模, 增速略超通胀水平。

盈利预测

参考上述分析, 在假设原有电力业务存续并每年引入 1 亿亏损的前提下, 我们给出如下盈利预测:

图表 28. 盈利预测

年结日：12月31日	2015E	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万元)	1,804.50	2,878.80	4,209.40	6,342.10	10,450.70
变动(%)	94.50	59.50	46.20	50.70	64.78
净利润(人民币 百万元)	98.60	270.80	306.90	501.30	705.20
全面摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.31	0.36	0.58	0.82
变动%	(122.40)	174.70	13.40	63.30	40.54
全面摊薄市盈率(倍)	133.70	48.70	42.90	26.30	18.70

资料来源：万得，中银证券

估值和催化剂

分析企业短信与流量经营相关标的，估值区间在 51.8 到 178 之间。考虑到未来几年近 50% 的业绩增长率，我们保守给予 30 倍的估值。在传统电力业务存续的前提下，我们预测 2016 到 2019 年公司的每股收益为 0.31 元、0.36 元、0.58 元和 0.82 元。假设剥离掉电力业务，纯粹计算移动互联支撑业务，每年约减少 1 个亿亏损，对应每股收益为 0.42 元、0.47 元、0.7 元和 0.93 元，复合增长率在 30% 以上，基于核心业务在 2018 年的每股收益，以动态市盈率 30 倍市盈率计，12 个月的目标价为 21.00 元，对应总市值为 181 亿元。

图表 29. 企业短信与流量经营相关标的估值

	企业短信和流量经营相关					
	茂业通信	银之杰	吴通控股	海立美达	高鸿股份	通鼎互联
市值/亿元	110	144	107	177	77.75	193
P/E (TTM)	51.8	178	59.1	75.6	82.6	35.7

资料来源：万得，中银证券

从公共平台交流的情况来看，公司有意愿将原有的电力业务剥离，除了显著提升净利润之外，更有净现金流入和财务费用的减少，纯粹的业务内容更易提升业绩弹性和估值。因此，传统业务剥离将成为重要催化剂。

风险提示

1) 竞争风险

移动信息服务业务准入门槛不高，同业竞争者数目庞大，行业集中度分散，各公司管理水平和运营理念参差不齐。部分企业以垃圾短信或盗窃用户隐私信息等违规方式获取收益，严重扰乱市场秩序，对整个行业生态和形象造成了负面社会影响。

2) 运营商政策风险

2013 年 4 季度，运营商对垃圾短信集中治理，打击移动信息服务行业违规行为。除对新增短信业务端口严格规范外，对存量端口采用了先关停，重新梳理客户协议，再逐个审批后再予以开放的模式，给合法移动信息服务供应商产生了阶段性负面影响。但从中长期看，行业竞争环境得到改善，有利于建立规范、有序的行业生态，有利于优质提供商的长期发展。

3) 流量经营推进不力风险

梦网业绩一直以来由企业级短信业务支撑，流量经营发展尚未进入快速通道，除了运营商对流量业务监督管理力度较严的客观原因之外，主观上也和公司管理和业务团队的经营思路受到短信这块优势业务领域的牵制有关，对新客户新业务的拓展有所拖延。相信随着专门业务部门的独立和配套机制的建立，流量业务从正常角度看可以预期比较明显的突破。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	928	1,804	2,879	4,209	6,342
销售成本	(574)	(1,144)	(1,938)	(3,067)	(4,874)
经营费用	(556)	(512)	(499)	(666)	(756)
息税折旧前利润	(202)	148	441	476	712
折旧及摊销	(45)	(55)	(71)	(80)	(92)
经营利润(息税前利润)	(248)	93	371	397	620
净利息收入/(费用)	(62)	(55)	(66)	(60)	(60)
其他收益/(损失)	43	82	23	25	25
税前利润	(266)	120	327	362	585
所得税	(6)	(13)	(41)	(45)	(73)
少数股东权益	(15)	8	(16)	(9)	(10)
净利润	(288)	114	271	307	501
核心净利润	(288)	127	274	310	504
每股收益(人民币)	(0.511)	0.114	0.314	0.356	0.582
核心每股收益(人民币)	(0.572)	0.148	0.318	0.360	0.585
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.184	0.000	0.000
收入增长(%)	(38)	94	60	46	51
息税前利润增长(%)	494	(138)	297	7	56
息税折旧前利润增长(%)	5,559	(173)	198	8	49
每股收益增长(%)	(440)	(122)	175	13	63
核心每股收益增长(%)	(464)	(126)	115	13	63

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	644	1,199	1,529	2,194	3,255
应收帐款	1,295	1,815	1,318	1,961	2,611
库存	547	672	610	1,082	1,339
其他流动资产	57	174	346	433	745
流动资产总计	2,543	3,860	3,803	5,670	7,949
固定资产	715	610	600	598	602
无形资产	54	198	188	185	189
其他长期资产	191	164	160	161	161
长期资产总计	960	972	948	944	952
总资产	3,516	7,340	7,236	9,104	11,396
应付帐款	505	868	454	1,154	1,268
短期债务	215	477	426	492	529
其他流动负债	221	455	749	852	1,254
流动负债总计	941	1,799	1,628	2,498	3,051
长期借款	700	600	600	1,279	2,496
其他长期负债	50	84	70	68	74
股本	504	862	862	862	862
储备	1,285	3,937	4,027	4,339	4,844
股东权益	1,789	4,799	4,888	5,200	5,706
少数股东权益	36	34	50	59	69
总负债及权益	3,516	7,340	7,236	9,104	11,396
每股帐面价值(人民币)	3.55	5.57	5.67	6.04	6.62
每股有形资产(人民币)	3.44	5.34	5.46	5.82	6.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.44)	(0.75)	(1.18)	(1.08)	(0.87)

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	(266)	120	327	362	585
折旧与摊销	45	55	71	80	92
净利息费用	62	55	66	60	60
运营资本变动	(69)	(89)	278	79	(474)
税金	(22)	(6)	(41)	(45)	(73)
其他经营现金流	137	(86)	3	(472)	(237)
经营活动产生的现金流	(112)	49	703	63	(47)
购买固定资产净值	(7)	145	50	75	100
投资减少/增加	(102)	(2,469)	0	0	0
其他投资现金流	(2)	1,994	(85)	(151)	(204)
投资活动产生的现金流	(110)	(330)	(35)	(76)	(104)
净增权益	0	0	(159)	0	0
净增债务	(5)	263	(85)	734	1,273
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(21)	618	(165)	(158)	(277)
融资活动产生的现金流	(26)	908	(356)	679	1,217
现金变动	(249)	627	312	665	1,066
期初现金	776	538	1,127	1,439	2,105
公司自由现金流	(223)	(281)	668	(14)	(151)
权益自由现金流	(166)	37	649	780	1,182

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(21.8)	8.2	15.3	11.3	11.2
息税前利润率(%)	(26.7)	5.2	12.9	9.4	9.8
税前利润率(%)	(28.7)	6.6	11.4	8.6	9.2
净利率(%)	(31.0)	6.3	9.4	7.3	7.9
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.1	2.3	2.3	2.6
利息覆盖率(倍)	(4.0)	1.7	5.6	6.6	10.3
净权益负债率(%)	20.7	净现金	净现	净现	净现
速动比率(倍)	2.1	1.8	2.0	1.8	2.2
估值					
市盈率(倍)	(29.3)	131.1	47.7	42.1	25.8
核心业务市盈率(倍)	(26.2)	101.4	47.2	41.7	25.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(36.7)	142.0	66.1	58.4	35.9
市净率(倍)	4.2	2.7	2.6	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	(67.2)	263.8	18.4	205.9	(276.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(62.9)	82.8	27.0	25.2	17.1
周转率					
存货周转天数	395.6	194.5	120.8	100.7	90.7
应收帐款周转天数	604.8	314.5	198.6	142.2	131.6
应付帐款周转天数	269.7	138.8	83.8	69.7	69.7
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	0.0	58.6	0.0	0.0
净资产收益率(%)	(15.0)	3.5	5.6	6.1	9.2
资产收益率(%)	(6.2)	1.5	4.5	4.2	5.3
已运用资本收益率(%)	(2.2)	0.6	1.1	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

茂业通信(000889.CH/人民币 17.22, 未有评级)

银之杰(300085.CH/人民币 20.66, 未有评级)

吴通控股(300292.CH/人民币 8.19, 未有评级)

高鸿股份(000851.CH/人民币 12.24, 未有评级)

通鼎互联(002491.CH/人民币 15.77, 未有评级)

海立美达(002537.CH/人民币 30.48, 未有评级)

以 2017 年 3 月 9 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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