300459.CH

买入

原评级: 买入
市场价格:人民币 11.75
板块评级:增持

本报告要点

- 经营业绩良好，Outfit7 即将完全并表.

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.8	8.2	(1.7)	(20.7)
相对深证成指	6.2	1.8	(2.6)	(24.0)

发行股数 (百万)	1,971
流通股 (%)	26
流通股市值 (人民币 百万)	6,138
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	66
净负债比率 (%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
王健	18

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 3 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《金科文化：拥抱“汤姆猫”，做互联网文化产业先锋军》 2017.10.23

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工：化学制品

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

金科文化

Outfit7 即将完全并表，文化产业转型成效显著

公司近日发布年度报告，2017 年公司实现营业收入 13.96 亿元，同比增长 56.08%；归属于上市公司股东净利润 3.93 亿元，同比增长 92.16%；扣非后归属于上市公司股东净利润 3.61 亿元，同比增长 79.59%；基本每股收益 0.25 元，同比增长 31.58%。同时，公司发布员工持股计划（拟募集资金 1.5 亿元）及 2018 年度股权激励计划。

支撑评级的要点

- 报告期内，公司坚定落实“国际化生态型移动互联网企业”的发展战略，完成了对 Outfit7 的收购，2016 年以来的两次成功重大资产重组推动公司业绩显著提升，2015-2017 年公司营业收入年复合增长率超过 66%，净利润年复合增长率接近 185%。产品结构方面，公司广告和 IP 版权收入提升显著，其中广告收入实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 1,219.91%，IP 版权业务实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 747.99%。
- 最新数据显示，Outfit7 的全球知名 IP“会说话的汤姆猫家族”系列应用产品，累计下载量超过 70 亿次，全球月活跃用户数超 4 亿。公司对“汤姆猫家族”系列 IP 进行全方位开发运营，对其进行移动应用、衍生品、动漫、影视等与相关内容制作、广告商进行深度合作。2018 年，公司将加快“汤姆猫家族”系列应用的开发及上线速度，2018 年拟定上线《汤姆猫战营》、《汤姆猫快跑》等四款应用产品。
- 公司近期已推出员工持股计划及 2018 年股权激励计划，通过与核心骨干员工签订协议的方式，保持公司核心员工的稳定性，同时制定业绩目标彰显公司对未来发展的信心。

评级面临的主要风险

- 公司收购标的业绩承诺未达成，行业发展出现重大变革。

估值

- 预计公司 2018-2020 年实现每股收益分别为 0.53、0.66 和 0.76 元，对应当前市值的市盈率分别为 22 倍、19 倍和 15 倍，维持***买入***评级

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入 (人民币 百万)	895	1,396	2,450	2,858	3,181
变动 (%)	77	56	75	17	11
净利润 (人民币 百万)	205	384	1,049	1,295	1,501
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.104	0.200	0.532	0.657	0.761
变动 (%)	(29.1)	54.1	166.2	23.5	15.9
全面摊薄市盈率(倍)	90.6	58.8	22.1	17.9	15.4
价格/每股现金流量(倍)	55.0	106.6	22.3	16.8	15.4
每股现金流量 (人民币)	0.21	0.11	0.53	0.70	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	77.1	48.5	17.6	13.7	11.1
每股股息 (人民币)	0.030	0.000	0.013	0.016	0.019
股息率(%)	0.3	0.	0.1	0.1	0.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

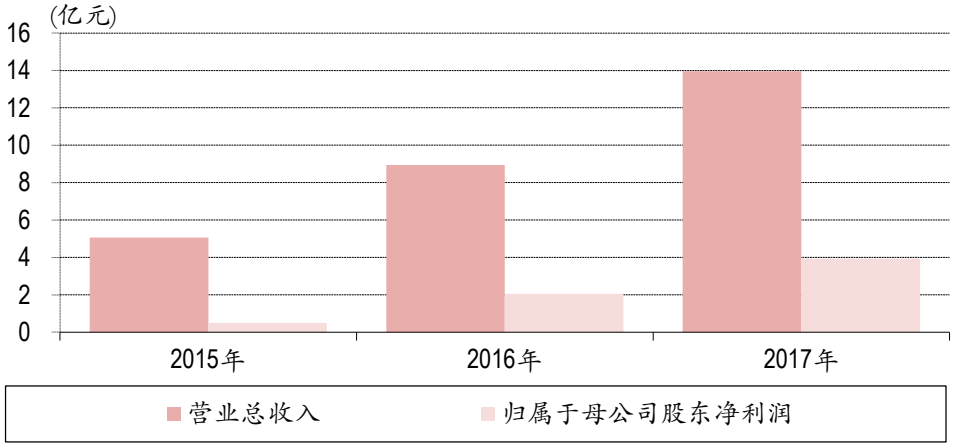
事件回顾：

公司近日发布年度报告，2017 年公司实现营业收入 13.96 亿元，同比增长 56.08%；归属于上市公司股东净利润 3.93 亿元，同比增长 92.16%；扣非后归属于上市公司股东净利润 3.61 亿元，同比增长 79.59%；基本每股收益 0.25 元，同比增长 31.58%；公司第四季度实现营业收入 2.1 亿元，归属于上市公司股东净利润 1 亿元。同时，公司发布 2017 年度利润分配预案，以 2017 年 19.7 亿总股本 为基数，按每 10 股派发现金红利 0.2 元（含税），合计派发 3,942.5 万元（含税）。

财报分析：文化产业转型成效显著

报告期内，公司坚定落实“国际化生态型移动互联网企业”的发展战略，完成了对 Outfit7 的收购，与自有应用分发平台杭州哲信形成业务协同，打造全球化的移动应用发行运营及广告分发平台，全面布局互联网文化产业生态链。2016 年以来的两次成功重大资产重组推动公司业绩显著提升，2015-2017 年公司营业收入年复合增长率超过 66%，净利润年复合增长率接近 185%。

图表 1. 公司 2015-2017 年营业收入及净利润变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

业务结构方面，公司精细化工业务实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 17.11%，但由于行业竞争激烈，毛利率较 2016 年减少 5.78 个百分点，实现净利润约 7,500 万元，与去年基本持平；移动互联网业务实现营业收入 6.93 亿元，同比增长 135.86%，毛利率 63.24%，比上年同期增长 2.39%个百分点。

图表 2. 2017 年业务收入结构

	营业收入	营业成本	毛利率
移动互联网文化产业	6.93 亿	2.55 亿	63.24%
精细化工行业	7.04 亿	5.1 亿	27.5%

资料来源：公司公告，中银证券

产品结构方面，游戏发行业务实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 64.82%；由于 Outfit7 在 11 月中旬实现业绩并表，因此公司广告和 IP 版权收入提升显著，其中广告收入实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 1219.91%，IP 版权业务实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 747.99%。

图表 3. 主要产品业绩情况

产品名称	金额（亿元）	占营业收入比重(%)	同比增减(%)
游戏发行	4.45	31.90	64.82
广告收入	1.34	9.63	1,219.91
IP 版权	1.12	8.02	747.99
SPC 系列	3.51	25.14	9.61
TAED 系列	1.22	8.74	25.97
TC 系列	0.79	5.68	23.33
双氧水系列	0.12	0.88	45.02
二-乙基蒽醌	0.83	5.93	2.17
四丁基脲	0.17	-	-
其他	0.4	2.86	33.18

资料来源：公司公告，中银证券

主要子公司业绩方面，Outfit7 在 2017 年实现营业收入 8.53 亿元，净利润 5.99 亿元，业绩承诺完成度达 100.41%，由于公司于 11 月中旬实现业绩并表，因此报告期内纳入合并报表净利润为 5,651.3 万元；每日给力在 2017 年实现营业收入 3,145.1 万元，净利润 2,290.3 万元，业绩承诺完成度达 96.41%，报告期内纳入合并报表净利润为 1,591.1 万元；杭州哲信在 2017 年实现营业收入 6.18 亿元，净利润 2.43 亿元，业绩承诺完成度达 103.36%。

图表 4. 主要子公司业绩情况

公司名称	营业收入（亿元）	营业利润（亿元）	净利润（亿元）
Outfit7	8.53	6.13	5.98
杭州哲信	6.18	2.58	2.43
湖北吉昌	1.09	0.41	0.34
每日给力	0.31	0.23	0.23
金科日化	1.48	1.22	1.08
金科双氧水	1.24	0.066	0.061

资料来源：公司公告，中银证券

业务简述：各项业务均发展良好

报告期内公司完成了对 Outfit7 的重大资产重组项目，合计持有 Outfit7 71.4%股权，将全球最大的互联网流量平台之一纳入麾下。Outfit7 创造了全球知名 IP“会说话的汤姆猫家族”系列应用产品，累计下载量超过 70 亿次，全球月活跃用户数超 4 亿。此外，公司近日发布公告，拟出资 1.02 亿美元受让香港好运联合 65%股权，间接取得 Outfit7 剩余 28.6%股权，从而合计持有 Outfit7 100%股权。通过 Outfit7 和杭州哲信的业务协同发展，公司完成了互联网广告业务线梳理和资源整合工作，建立了广告互动技术、用户画像大数据、线下营销场景资源等方面的大数据库，并凭借“会说话的汤姆猫家族”产品持续海量的用户获取能力，通过大数据的算法挖掘和人工智能识别，组建了一个全网独家以家庭为单位的跨设备、跨场景、跨媒体人群行为画像库，为产品精准投放提供了有力的支撑。

互联网教育业务方面，公司旗下子公司星宝乐园深耕家庭教育多年，打造以“互动绘本+亲子课程+父母课堂”三位一体家庭教育内容服务体系。除推出星宝乐园 APP 和星宝乐园 TV 之外，星宝乐园还成为了中国移动家庭业务重要合作伙伴，并逐步布局线下业务，推出家和园图书馆、星宝实体馆、星宝驿站等。此外，公司 Outfit7 的“汤姆猫家族”系列产品在幼儿教育方面也深受全世界父母与儿童的喜爱。其应用产品先后获得美国亲子学习中心认证奖《The National Parenting Center Seal of Approval》等奖项，被评为最受欢迎的 Google Play 应用之一。

IP 开发运营方面，公司对“汤姆猫家族”系列 IP 进行全方位开发运营，对其进行移动应用、衍生品、动漫、影视等与相关内容制作、广告商进行深度合作。此外，公司积极培育自有 IP 资源，在报告内签约了世界级电影大师黑泽明所有未影像化作品的全版权；拓展了海内外漫画、小说等领域供应商，签约了《九州》、《永夜》、《九藏喵窝》等知名 IP 的互联网游戏改编权并逐步投入开发；影视板块则在人才建设，项目与商业模式定位等方面做出积极探索，旗下 IP《枪神》、《偷脸贼》等都已联合行业内优质团队进入孵化阶段。

公司 2018 年发展规划：完善布局互联网文化产业生态链

公司将继续践行“国际化生态型移动互联网企业”的发展战略，围绕 Outfit7 的 IP 和国际化流量分发平台的资源优势，提升公司在全球移动应用市场的竞争力，在广告、儿童教育、儿童乐园、人工智能、衍生品等领域进行全方位、生态化布局，建设具有国际影响力的移动互联网生态型企业，增强公司的持续盈利能力和发展潜力。

应用产品方面，公司将加快“汤姆猫家族”系列应用的开发及上线速度，2018 年拟定上线《汤姆猫战营》、《汤姆猫快跑》等四款应用产品；IP 衍生方面，通过电子商务渠道（公司的天猫官方店铺“会说话的汤姆猫旗舰店”已于 2017 年开业并成功试水销售）和会说话的汤姆猫实体专营店进行衍生品销售，提高线上活跃用户的线下转化率与留存率；公司将适时开展基于此 IP 的更多高质量的动漫影视作品的投资拍摄活动，同时利用现代声光电技术建设沉浸式室内亲子互动乐园。

图表 5. 公司 2018 年“汤姆猫”系列应用上线时间表

序号	新应用名称	类型	拟上线时间
1	汤姆猫战营	战斗策略类	2018 年 3 月
2	汤姆猫快跑	横版跑酷类	2018 年第二季度
3	汤姆猫摩托艇 2	运动、赛车类	2018 年第二季度
4	我的汤姆猫 2	养成类	2018 年第四季度

资料来源：公司公告，中银证券

推出员工持股计划及股权激励计划，深度绑定核心技术及管理骨干。公司近期已推出公司第一期员工持股计划（拟募集资金 1.5 亿元）及公司 2018 年限制性股票激励计划，通过与核心人员签订协议及创造良好的工作环境、创建良好企业文化的方式来保持核心技术和管理人员的稳定。

图表 6. 公司股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票 第一个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 156.41%；
首次授予的限制性股票 第二个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 182.05%；
首次授予的限制性股票 第三个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 207.69%；
首次授予的限制性股票 第四个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 233.33%。

资料来源：公司公告，中银证券

投资建议：

假设如下：

1）Outfit7 于 2018 年第二季度完全并入公司合并报表，且 2018-2019 年业绩承诺顺利完成，年复合增长率保持 19%左右。

2）化工业务维持现有营收及净利润水平不变。

3）以哲信业务为主的移动互联网业务方面，杭州哲信 2018 年业绩承诺顺利完成，2018-2020 年年复合增长率保持 20%左右。

4）公司各项业务毛利率保持稳定，化工业务毛利率略有下滑至 25%，Outfit7 毛利率维持 99%，移动互联网业务毛利率 60%。

5）管理费用、销售费用和财务费用三费总营收占比保持在 18%左右。

6）公司 2018-2020 年股权激励计划解锁业绩目标顺利完成。

预计公司 2018-2020 年实现每股收益分别为 0.53、0.66 和 0.76 元，对应当前市值的市盈率分别为 22 倍、19 倍和 15 倍，维持**买入**评级。

图表 7. 公司 2017 年业绩摘要

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017 全年
一、营业总收入	351.50	300.60	533.70	210.50	13.96
二、营业总成本	238.30	214.10	460.40	130.40	10.43
其中：营业成本	199.60	158.10	404.10	3.00	764.80
营业税金及附加	2.30	1.90	3.40	4.50	12.00
销售费用	4.60	12.30	2.40	41.90	61.20
管理费用	32.60	38.80	45.30	62.30	179.00
财务费用	(1.50)	(1.60)	4.90	9.80	11.60
资产减值损失	0.70	4.70	0.30	8.90	14.60
三、其他经营收益	5.40	19.70	14.50	31.20	70.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.40	19.70	14.50	31.20	70.80
四、营业利润	118.60	107.30	88.60	119.40	433.90
加：营业外收入	0.90	1.90	6.30	(4.10)	5.00
减：营业外支出	0.10	0.00	0.00	0.40	0.50
五、利润总额	119.40	109.20	94.80	115.00	438.40
减：所得税	9.90	7.40	5.30	6.80	29.40
六、净利润	109.60	101.80	89.50	108.10	409.10
减：少数股东损益	3.70	3.60	(0.10)	7.90	15.10
七、归属母公司净利润	105.90	98.20	89.60	100.20	393.90
EPS	0.07	0.06	0.06	0.05	0.25
主要比率(%)					
毛利率	43.20	47.40	24.30	98.60	45.20
主营税金率	0.60	0.60	0.60	2.10	86.00
销售费率	1.30	4.10	0.40	19.90	4.40
管理费率	9.30	12.90	8.50	29.60	12.80
营业利润率	33.70	35.70	16.60	56.70	31.10
实际税率	8.20	6.80	5.60	5.90	6.70
净利率	31.20	33.90	16.80	51.40	29.30
YoY(%)					
收入增长率	127.60	53.30	100.10	(24.10)	56.10
营业利润增长率	316.70	84.10	4.80	56.60	75.30
净利润增长率	362.30	98.80	21.30	53.30	86.60

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**895**	**1,396**	**2,450**	**2,858**	**3,181**
销售成本	(526)	(777)	(881)	(951)	(995)
经营费用	(84)	(154)	(302)	(375)	(433)
息税折旧前利润	**284**	**465**	**1,268**	**1,532**	**1,753**
折旧及摊销	(46)	(101)	(159)	(160)	(160)
经营利润 (息税前利润)	**238**	**365**	**1,108**	**1,373**	**1,594**
净利息收入/(费用)	12	(12)	(10)	1	9
其他收益/(损失)	3	75	73	73	73
税前利润	**252**	**428**	**1,171**	**1,446**	**1,676**
所得税	(33)	(29)	(82)	(101)	(117)
少数股东权益	(14)	(15)	(40)	(50)	(58)
净利润	**205**	**384**	**1,049**	**1,295**	**1,501**
核心净利润	**206**	**384**	**1,049**	**1,296**	**1,501**
每股收益 (人民币)	0.130	0.200	0.532	0.657	0.761
核心每股收益 (人民币)	0.130	0.195	0.532	0.657	0.762
每股股息 (人民币)	0.030	0.000	0.013	0.016	0.019
收入增长(%)	77	56	75	17	11
息税前利润增长(%)	290	53	204	24	16
息税折旧前利润增长(%)	194	64	172	21	14
每股收益增长(%)	(29)	54	166	24	16
核心每股收益增长(%)	(29)	50	173	24	16

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	252	428	1,171	1,446	1,676
折旧与摊销	46	101	159	160	160
净利息费用	(12)	12	10	(1)	(9)
运营资本变动	65	(247)	(212)	(29)	(146)
税金	(19)	(4)	(82)	(101)	(117)
其他经营现金流	5	(72)	(7)	(95)	(62)
经营活动产生的现金流	**338**	**217**	**1,040**	**1,379**	**1,501**
购买固定资产净值	115	333	670	0	0
投资减少/增加	(2,470)	(4,297)	20	20	20
其他投资现金流	1,077	3,172	(1,281)	0	0
投资活动产生的现金流	**(1,278)**	**(792)**	**(591)**	**20**	**20**
净增权益	(47)	0	(26)	(32)	(38)
净增债务	(10)	614	(364)	0	0
支付股息	47	0	26	32	38
其他融资现金流	2,014	(111)	(231)	(32)	(29)
融资活动产生的现金流	**2,004**	**503**	**(595)**	**(32)**	**(29)**
现金变动	1,064	(71)	(146)	1,368	1,492
期初现金	193	1,285	1,214	1,068	2,436
公司自由现金流	(941)	(574)	449	1,399	1,521
权益自由现金流	(963)	51	95	1,399	1,512

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,289	1,281	1,074	2,441	3,933
应收帐款	304	695	1,075	988	1,285
库存	59	73	75	84	82
其他流动资产	5	53	13	59	16
流动资产总计	**1,657**	**2,103**	**2,237**	**3,572**	**5,317**
固定资产	379	440	1,002	893	785
无形资产	179	512	461	410	358
其他长期资产	259	783	777	827	877
长期资产总计	**817**	**1,735**	**2,239**	**2,130**	**2,020**
总资产	**5,362**	**10,729**	**11,333**	**12,576**	**14,205**
应付帐款	139	164	202	185	216
短期债务	0	437	250	250	250
其他流动负债	139	305	284	231	308
流动负债总计	**278**	**906**	**737**	**666**	**774**
长期借款	0	177	0	0	0
其他长期负债	75	102	102	102	102
股本	1,581	1,971	1,971	1,971	1,971
储备	3,337	7,396	8,359	9,622	11,086
股东权益	**4,918**	**9,367**	**10,331**	**11,594**	**13,057**
少数股东权益	48	124	164	214	271
总负债及权益	**5,362**	**10,729**	**11,333**	**12,576**	**14,205**
每股帐面价值 (人民币)	3.11	4.75	5.24	5.88	6.62
每股有形资产 (人民币)	3.00	4.49	5.01	5.67	6.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.81)	(0.30)	(0.42)	(1.11)	(1.87)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	31.7	33.3	51.7	53.6	55.1
息税前利润率(%)	26.6	26.1	45.2	48.0	50.1
税前利润率(%)	28.2	30.7	47.8	50.6	52.7
净利率(%)	22.9	27.5	42.8	45.3	47.2
流动性					
流动比率(倍)	6.0	2.3	3.0	5.4	6.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	31.5	107.0	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)	5.8	2.2	2.9	5.2	6.8
估值					
市盈率 (倍)	90.6	58.8	22.1	17.9	15.4
核心业务市盈率(倍)	90.4	60.3	22.1	17.9	15.4
市净率 (倍)	3.8	2.5	2.2	2.0	1.8
价格/现金流 (倍)	55.0	106.6	22.3	16.8	15.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	77.1	48.5	17.6	13.7	11.1
周转率					
存货周转天数	41.6	31.0	30.6	30.6	30.5
应收帐款周转天数	83.1	130.6	131.9	131.7	130.4
应付帐款周转天数	40.8	39.7	27.3	24.7	23.0
回报率					
股息支付率(%)	23.1	0.0	2.5	2.5	2.5
净资产收益率 (%)	7.4	5.4	10.6	11.8	12.2
资产收益率 (%)	6.6	4.2	9.3	10.7	11.1
已运用资本收益率(%)	1.8	1.3	2.5	2.8	2.9

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。

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

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

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

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
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