



002624.CH

买入

原评级: 买入

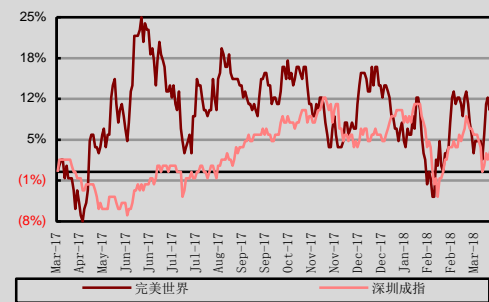
市场价格: 人民币 33.48

板块评级: 增持评级

本报告要点

- 游戏业务加速发展, IP 年轻化升级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.5	1.3	0.3	5.7
相对深证成指	3.3	0.9	1.3	2.8

发行股数(百万)	1,315
流通股(%)	35
流通股市值(人民币 百万)	15,613
3个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
完美世界控股集团有限公司	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月30日收市价为标准

相关研究报告

《完美世界——乘游戏产业东风, 泛娱乐航母扬帆启航》 2017.7.28

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

完美世界

年报及一季度预告点评: 游戏业务加速发展, 泛娱乐品牌全面升级

公司近日发布 2017 年度报告及 2018 年一季度业绩预告, 公司 2017 年实现营业收入 79.3 亿元, 同比增长 28.76%, 归属于上市公司股东净利润 15.05 亿元, 同比增长 29.01%, 扣非后归属于上市公司股东净利润 13.4 亿元, 同比增长 77.37%, 基本每股收益 1.14 元, 同比增长 18.75%。公司拟以 13.1 亿总股本为基数, 每 10 股派发现金红利 1.7 元。此外, 公司公布 2018 年第一季度业绩预告, 预计盈利 3.43-3.76 亿元, 同比增长 5.39%-15.53%。

支撑评级的要点

- 经营业绩持续增长。公司 2017 年实现归母公司净利润 15.05 亿元, 同比增长 29.01%; 若剔除公司在回售给控股集团所产生的 1.03 亿元商誉减值损失, 公司 2017 年度实现归母净利润 16.08 亿元, 同比增长 37%。
- 游戏业务方面, 公司游戏业务子公司实现收入 56.5 亿元, 净利润 13.3 亿元。移动游戏业务实现收入 30.8 亿元, 同比增长 42.85%, 公司 2018 年将推出《轮回决》、《烈火如歌》、《新诛仙手游》等多款自有 IP 大作, 预计移动游戏业务仍将保持较快增速。
- 影视内容业务方面, 公司 2017 年影视业务(剔除院线业务)实现收入 14.36 亿元, 同比增长 2.1%, 子公司北京完美影视实现收入 13.06 亿元, 净利润 4.2 亿元。电视剧方面, 公司报告期内出品了《深海利剑》、《神犬小七》第三季、《归去来》、《天意》等精品影视剧。2018 年公司将有超过 30 部影视剧作品投拍, 影视剧制作业务有望取得较高的业绩增速。

评级面临的主要风险

- 影视剧业务延期确认收入、游戏业务流水不达预期, 文创政策变更。

估值

- 公司已剥离院线类资产业务, 因此营收增速将有所放缓, 但由于游戏业务仍然增速稳定, 且影视剧业务有望于今年获得爆发增长, 我们预计公司 2018-2020 年将实现归母净利润 18.9 亿、25.3 亿和 30.3 亿元, 对应当前市值分别为 23 倍、17 倍和 14.5 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)	6,159	7,930	9,112	10,994	13,212
变动(%)	445	29	15	21	20
净利润(人民币 百万)	1,166	1,505	1,891	2,532	3,027
全面摊薄每股收益(人民币)	0.841	1.085	1.438	1.926	2.303
变动(%)	63.2	29.0	32.5	33.9	19.5
全面摊薄市盈率(倍)	39.8	30.8	23.3	17.4	14.5
价格/每股现金流量(倍)	40.2	57.7	27.0	21.5	16.6
每股现金流量(人民币)	0.83	0.58	1.24	1.56	2.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.1	24.1	18.9	13.7	10.8
每股股息(人民币)	0.084	0.000	0.144	0.193	0.230
股息率(%)	0.3	n.a.	0.4	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件回顾：

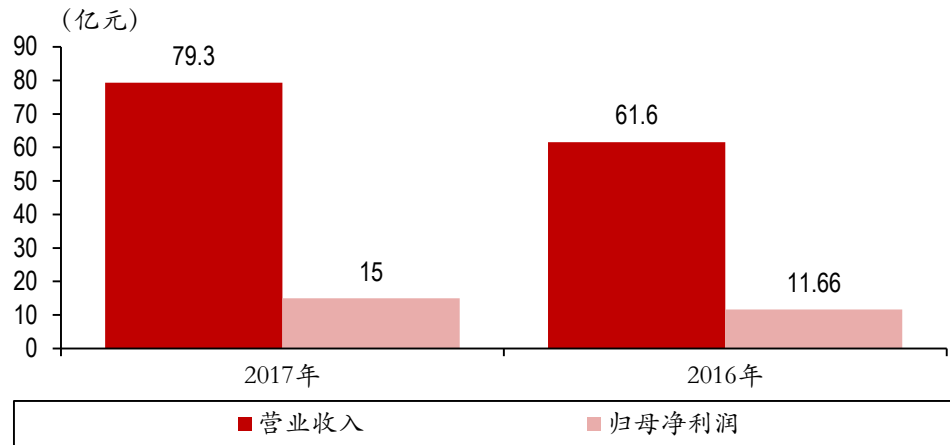
公司近日发布 2017 年度报告及 2018 年一季度业绩预告。2017 年公司实现营业收入 79.3 亿元，同比增长 28.76%，归属于上市公司股东净利润 15.05 亿元，同比增长 29.01%，扣非后归属于上市公司股东净利润 13.4 亿元，同比增长 77.37%，基本每股收益 1.14 元，同比增长 18.75%。公司拟以 13.1 亿总股本为基数，每 10 股派发现金红利 1.7 元。此外，公司公布 2018 年第一季度业绩预告，预计盈利 3.43-3.76 亿元，同比增长 5.39%-15.53%。

点评：

1) 经营业绩稳定增长。

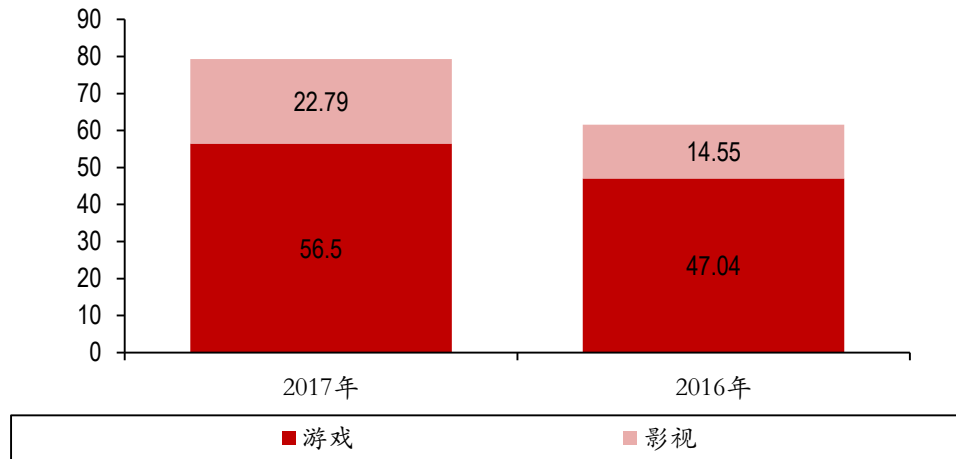
公司 2017 年实现营业收入 79.3 亿元，同比增长 28.76%，归属于上市公司股东净利润 15.05 亿元，同比增长 29.01%；若剔除公司在回售给控股集团所产生的 1.03 亿元商誉减值损失，公司 2017 年度实现归母净利润 16.08 亿元，同比增长 37%。

图表 1. 公司 2016 年和 2017 年营业收入及净利润对比



资料来源：公司公告，中银证券

业务结构方面，公司 2016 年完成完美世界游戏的私有化回归，游戏业务整体并入上市公司体内。2017 年，公司游戏业务实现营业收入 56.5 亿元，同比增长 20.13%，占营收比重达到 71.25%，较 2016 年略有下滑；影视业务实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 56.54%，主要来自于院线业务的收入并表；公司 2017 年院线业务实现收入 8.4 亿元，同比增长 1634.8%；若剔除院线业务收入，公司影视内容制作及艺人经纪业务实现收入 14.36 亿元，同比增长 2.1%。

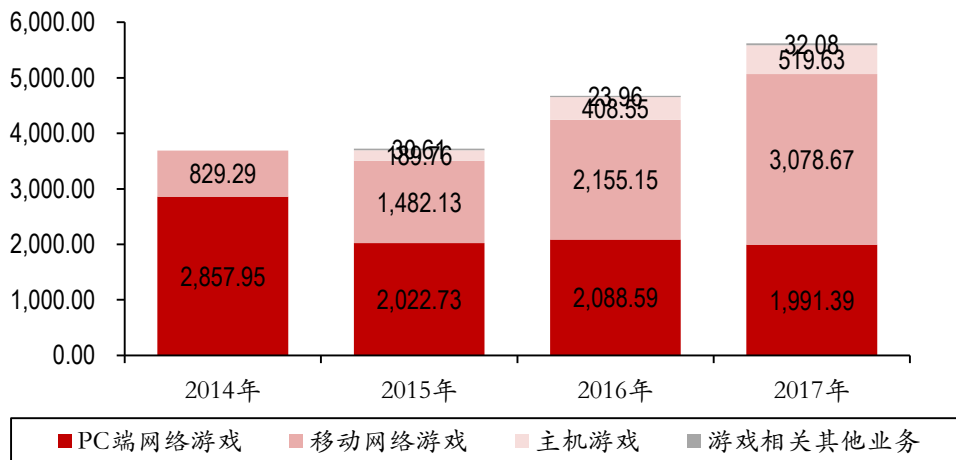
图表 2. 公司 2016-2017 年业务结构变化情况


资料来源：公司公告，中银证券

毛利率方面，公司主要业务毛利率保持稳定。电视剧业务毛利率上升 4.17 个百分点；移动游戏业务毛利率上升 2.95 个百分点；艺人经纪业务毛利率增长较多，上升 9 个百分点。费用方面，公司 2017 年财务费用达 1.9 亿元，同比增长 15,381.48%，主要由于本期支付基金优合伙人；管理费用达 20.7 亿元，同比增长 12.93%，主要为院线业务并表所致。此外，公司 2017 年综合所得税率为 11.46%，较 2016 年度 16.43% 大幅减少，主要由于公司旗下部分主要公司获得免征所得税等税收优惠所致。

2) 游戏业务持续快速增长

公司报告期内游戏业务实现收入 56.5 亿元，净利润 13.3 亿元。其中移动游戏业务发展增速较快，实现营业收入 30.8 亿元，同比增长 42.85%，主要由于公司旗下拳头产品《诛仙手游》、《火炬之光》等持续贡献高收入，此外公司的手游新品《射雕英雄传 2》、《梦间集》等也带来了良好的市场口碑及份额；端游方面，公司 PC 端网络游戏实现收入 19.9 亿元，同比减少 4.65%，经典端游产品《诛仙》、《DOTA2》等持续贡献稳定收入，公司也在积极布局“诛仙”、“完美世界”两大主力 IP 的年轻运营，电竞方面《Corssout (创世战车)》和《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》也在报告期内相继公测；主机游戏方面，公司主机游戏 2017 年实现收入 5.2 亿元，同比增长 27.19%，《无冬 OL》、《星际迷航》及《HOB》收入稳定增长。

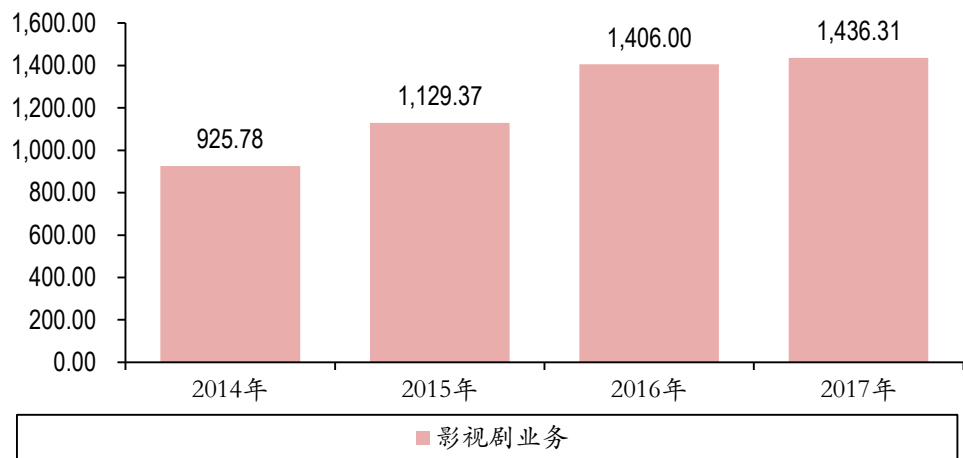
图表 3. 公司 2014-2017 年游戏业务收入情况


资料来源：公司公告，中银证券

3) 影视内容制作业务平稳发展。

公司 2017 年影视业务（剔除院线业务）实现收入 14.36 亿元，同比增长 2.1%，子公司北京完美影视实现收入 13.06 亿元，净利润 4.2 亿元。电视剧方面，公司报告期内出品了《深海利剑》、《神犬小七》第三季、《归去来》、《天意》等精品影视剧，其中《深海利剑》作为国内首部以潜艇兵为题材的军事剧，在北京卫视、浙江卫视热播，受到一致好评。电影方面，公司在报告期内参与出品了《非凡任务》、《嘉年华》等，获得业内好评；同时，公司与环球影业合作，参与投资出品的电影《至暗时刻》、《魅影缝匠》和《维多利亚与阿卜杜勒》获得了多项奥斯卡提名。综艺方面，公司参与投资了《向往的生活》、《欢乐中国人》、《跨界歌王 2》等节目，赢得了良好的口碑及收视率。

图表 4. 2014-2017 年公司影视业务收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

4) 年轻化泛娱乐战略持续推进

2018 年公司将持续推进年轻化泛娱乐战略，将围绕公司三大知名 IP《完美世界》、《诛仙》、《梦间集》进行泛娱乐式的全产业链开发，形成较为系统的完美世界 IP 生态圈。

影视方面，公司在 2018 年将投拍超过 30 部电视剧，涉及网络小说改编、都市、军事等多个题材，包含了《勇敢的心 2》、《西夏死书》、《帝凰业》等多个热门 IP 剧；电影方面，公司将投拍《父子》、《当小七遇到加菲》、《影》等多部电影；综艺节目方面，公司的计划项目包括《欢乐中国人 2》、《极限挑战 4》、《向往的生活 2》等。

图表 5. 公司 2018 年影视剧投拍计划

序号	影视名称	制作进度
电视剧		
1	爱在星空下	完成制作
2	幸福的理由	完成制作
3	西夏死书	后期制作中
4	勇敢的心 2	后期制作中
5	最美的青春	后期制作中
6	忽而今夏	后期制作中
7	趁我们还年轻	后期制作中
8	香蜜沉沉烬如霜	后期制作中
9	走火	后期制作中
10	壮志高飞	后期制作中
11	半生缘	后期制作中
12	帝凰业	拍摄中
13	不婚女王	拍摄中
14	绝代双骄	拍摄中
15	山月不知心底事	拍摄中
16	艳势番之新青年	拍摄中
17	一号文件	拍摄中
18	蓝盔	筹备中
19	家有仙妻	筹备中
20	烈火神盾	筹备中
21	他知道风从哪个方向来	筹备中
22	七月与安生	筹备中
23	青春斗	筹备中
24	猎头局中局	筹备中
25	妙探先生	筹备中
26	惊天动地	筹备中
27	我的 AI 男友	筹备中
28	霍元甲	筹备中
29	野火春风斗古城	筹备中
30	网络罪案调查组	筹备中
31	青年特工	筹备中
32	方根书简	筹备中
33	心理大师	筹备中
电影		
1	父子	完成制作
2	妈阁是座城	后期制作中
3	影	后期制作中
4	解码者	后期制作中
5	催眠裁决	拍摄中
6	当小七遇到加菲	筹备中
7	格斗少年	筹备中
8	河盗 (网络大电影)	筹备中
综艺		
1	欢乐中国人 2	正在播出
2	极限挑战 4	筹备中
3	向往的生活 2	筹备中
4	无限歌谣季	筹备中
5	你的故事我的歌	筹备中

资料来源：公司公告，中银证券

游戏方面，公司将坚持“全球制作、全球发行、全球伙伴”的国际化战略，继续推动端游、移动该游戏、主机游戏三家马车多元化发展。端游方面，公司将推进“完美世界”和“诛仙”的年轻化运营，推出《新诛仙世界》；移动游戏方面《完美世界手游》、《烈火如歌》、《轮回决》等将于 2018 年推出；主机游戏方面，公司的《深海迷航》PS4 版本、《非常英雄》、《火炬之光》等也将于 2018 年陆续推出。

图表 6. 公司 2018 年游戏项目计划

序号	游戏名称	游戏类型	自研/代理
1	边缘计划	PC 端游	自研
2	新诛仙世界	PC 端游	自研
3	深海迷航	主机游戏	自研
4	完美世界主机版	主机游戏	自研
5	非常英雄	PC 端游+主机游戏	自研
6	Torchlight Online	PC 端游+主机游戏	自研
7	Magic The Gathering	PC 端游+主机游戏	自研
8	烈火如歌	移动游戏	自研
9	轮回诀	移动游戏	自研
10	武林外传官方手游	移动游戏	自研
11	云梦四时歌	移动游戏	自研
12	梦间集天鹅座	移动游戏	自研
13	完美世界手游	移动游戏	自研
14	神雕侠侣 2	移动游戏	自研
15	新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
16	我的起源	移动游戏	自研
17	失落的神域	移动游戏	自研
18	时代的崛起 (Rise of Ages)	移动游戏	自研
19	梦魇 (Nightmare)	移动游戏	自研
20	奥域：王国崛起	移动游戏	自研
21	射雕三部曲	移动游戏	自研
22	面条人	移动游戏	代理
23	赦免者	移动游戏	代理
24	隐龙传	移动游戏	代理
25	洪潮之焰	移动游戏	代理

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测：

公司于 2017 年底发布公告，将今典院线等院线资产回售给上市公司，因此 2018 年公司将没有院线业务；公司由于 2018 年影视投资项目数量大大超过 2017 年项目，因此预计公司 2018 年影视剧制作业务的业绩将有明显增速提升；游戏方面，公司移动游戏业务在 2018 年将有望继续保持较快的发展增速。因此我们预计公司 2018-2020 年将实现归母净利润 18.9 亿、25.3 亿和 30.3 亿元，对应当前市值分别为 23 倍、17 倍和 14.5 倍，维持**买入**评级。

图表 7. 主要财务数据

单位: 百万元	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017 全年
一、营业总收入	1,910.2	1,677.8	1,936.2	2,405.5	7,929.8
二、营业总成本	1,658.3	1,476.4	1,622.3	1,831.6	6,588.6
其中: 营业成本	835.4	743.0	777.2	1,025.7	3,381.2
营业税金及附加	15.5	11.1	15.5	21.6	63.8
销售费用	167.8	184.9	218.4	172.4	743.5
管理费用	558.7	476.6	515.1	522.5	2,072.9
财务费用	42.3	71.2	56.5	20.1	190.1
资产减值损失	38.7	(10.4)	39.7	69.2	137.2
三、其他经营收益	56.8	85.5	38.3	2.6	183.2
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	56.8	85.5	38.3	2.6	183.2
四、营业利润	308.7	315.2	365.0	600.6	1,589.4
加: 营业外收入	26.3	19.4	10.5	15.9	72.0
减: 营业外支出	1.9	0.7	0.7	9.3	12.6
五、利润总额	333.0	333.9	374.7	607.2	1,648.9
减: 所得税	15.4	(0.2)	(9.2)	182.9	188.9
六、净利润	317.6	334.1	383.9	424.3	1,459.9
减: 少数股东损益	(7.8)	(11.8)	(23.0)	(2.2)	(44.8)
七、归属母公司净利润	325.5	345.9	406.9	426.5	1,504.7
EPS	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1
主要比率					
毛利率	56.3	55.7	59.9	57.4	57.4
主营税金率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8
销售费率	8.8	11.0	11.3	7.2	9.4
管理费率	29.2	28.4	26.6	21.7	26.1
营业利润率	16.2	18.8	18.8	25.0	20.0
实际税率	4.6	(0.1)	(2.5)	30.1	11.5
净利率	16.6	19.9	19.8	17.6	18.4
YoY					
收入增长率	95.2	47.7	35.6	(8.1)	28.8
营业利润增长率	112.6	81.1	11.0	7.0	31.4
净利润增长率	95.9	76.1	22.5	(9.3)	28.8

资料来源: 公司公告, 中银证券整理

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,159	7,930	9,112	10,994	13,212
销售成本	(2,458)	(3,445)	(3,967)	(4,527)	(5,487)
经营费用	(2,505)	(2,747)	(3,006)	(3,627)	(4,362)
息税折旧前利润	1,196	1,738	2,139	2,840	3,363
折旧及摊销	(186)	(206)	(142)	(161)	(180)
经营利润(息税前利润)	1,010	1,531	1,997	2,679	3,183
净利息收入/(费用)	(1)	(190)	(147)	(126)	(87)
其他收益/(损失)	347	243	225	225	225
税前利润	1,356	1,584	2,075	2,778	3,321
所得税	(223)	(189)	(239)	(319)	(382)
少数股东权益	33	45	55	74	88
净利润	1,166	1,505	1,891	2,532	3,027
核心净利润	1,192	1,447	1,896	2,537	3,032
每股收益(人民币)	0.841	1.085	1.438	1.926	2.303
核心每股收益(人民币)	0.860	1.044	1.442	1.930	2.306
每股股息(人民币)	0.084	0.000	0.144	0.193	0.230
收入增长(%)	445	29	15	21	20
息税前利润增长(%)	191	52	30	34	19
息税折旧前利润增长(%)	240	45	23	33	18
每股收益增长(%)	63	29	33	34	20
核心每股收益增长(%)	60	21	38	34	20

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	1,356	1,584	2,075	2,778	3,321
折旧与摊销	186	206	142	161	180
净利息费用	1	190	147	126	87
运营资本变动	43	(123)	(308)	(496)	(60)
税金	(256)	(169)	(239)	(319)	(382)
其他经营现金流	(176)	(884)	(186)	(203)	(498)
经营活动产生的现金流	1,155	804	1,631	2,046	2,649
购买固定资产净值	130	(47)	117	100	100
投资减少/增加	(1,603)	(1,075)	185	185	185
其他投资现金流	(7,138)	2,837	(233)	(200)	(200)
投资活动产生的现金流	(8,611)	1,715	69	85	85
净增权益	(117)	0	(189)	(253)	(303)
净增债务	1,417	(359)	1,332	0	0
支付股息	117	0	189	253	303
其他融资现金流	6,745	(1,092)	(322)	(379)	(390)
融资活动产生的现金流	8,162	(1,451)	1,010	(379)	(390)
现金变动	706	1,068	2,709	1,752	2,344
期初现金	1,098	2,097	3,236	5,946	7,698
公司自由现金流	(7,456)	2,519	1,700	2,131	2,734
权益自由现金流	(6,037)	2,351	3,179	2,257	2,821

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	8,209	6,001	8,711	10,463	12,808
应收帐款	2,020	1,818	2,572	2,743	3,601
库存	496	1,576	1,662	1,782	2,095
其他流动资产	483	852	659	1,063	1,025
流动资产总计	11,208	10,246	13,604	16,052	19,528
固定资产	527	491	462	414	347
无形资产	132	114	118	105	92
其他长期资产	1,043	1,709	1,708	1,708	1,708
长期资产总计	1,702	2,314	2,288	2,227	2,147
总资产	16,297	16,585	19,789	22,073	25,470
应付帐款	727	489	914	685	1,253
短期债务	441	618	418	418	418
其他流动负债	3,055	4,108	3,936	4,244	4,436
流动负债总计	4,223	5,215	5,268	5,347	6,107
长期借款	2,033	500	2,033	2,033	2,033
其他长期负债	1,589	2,083	2,041	2,041	2,041
股本	1,386	1,386	1,315	1,315	1,315
储备	5,880	6,664	8,365	10,644	13,369
股东权益	7,267	8,050	9,680	11,959	14,684
少数股东权益	1,238	823	767	694	606
总负债及权益	16,297	16,585	19,789	22,073	25,470
每股帐面价值(人民币)	5.24	5.81	7.36	9.10	11.17
每股有形资产(人民币)	5.15	5.72	7.27	9.02	11.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.27	(1.53)	(2.66)	(3.99)	(5.77)

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(%)	19.4	21.9	23.5	25.8	25.5
息税前利润率(%)	16.4	19.3	21.9	24.4	24.1
税前利润率(%)	22.0	20.0	22.8	25.3	25.1
净利率(%)	18.9	18.2	20.8	23.0	22.9
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.0	2.6	3.0	3.2
利息覆盖率(倍)	822.5	8.1	13.6	21.3	36.6
净权益负债率(%)	4.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	1.7	2.3	2.7	2.9
估值					
市盈率(倍)	39.8	30.8	23.3	17.4	14.5
核心业务市盈率(倍)	38.9	32.1	23.2	17.4	14.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.9	40.2	29.1	21.8	18.2
市净率(倍)	6.4	5.8	4.5	3.7	3.0
价格/现金流(倍)	40.2	57.7	27.0	21.5	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.1	24.1	18.9	13.7	10.8
周转率					
存货周转天数	62.4	109.7	148.9	138.8	128.9
应收帐款周转天数	83.3	88.3	87.9	88.2	87.6
应付帐款周转天数	22.1	28.0	28.1	26.5	26.8
回报率					
股息支付率(%)	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	28.1	18.8	21.3	23.4	22.7
资产收益率(%)	8.7	8.2	9.7	11.3	11.8
已运用资本收益率(%)	4.5	3.6	4.1	4.5	4.6

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。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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