



300113.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 21.54

板块评级: 中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-------|------|--------|
| 绝对 | 16.6 | (4.3) | 21.4 | (17.1) |
| 相对深证成指 | 22.8 | 0.8 | 28.7 | (17.9) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 694 |
| 流通股(%) | 66 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 9,918 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 671 |
| 净负债比率(%) (2018E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 华勇 | 40 |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月18日收市价为标准

相关研究报告

《顺网科技: 顺应绝地求生热潮, 网罗流量爆发红利》 20180319

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

顺网科技

结构转型弥补广告业务下滑, 增值业务开辟公司新局面

公司今日发布 2017 年度报告, 2017 年实现营业收入 18.2 亿元 (同比+6.70%), 归属于上市公司股东净利润 5.12 亿元 (同比-1.66%), 扣非后归属上市公司股东净利润 4.89 亿元 (同比+3.12%)。公司第四季度实现营业收入 6.24 亿元 (环比+23.2%), 归属于上市公司股东净利润 1.41 亿元 (环比-2.6%)。基本每股收益 0.74 元 (同比-2.63%)。报告期末公司资产总额 39.8 亿元 (同比+16.66%)。我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年, 公司业务受传统业务页游下滑影响, 总体业绩下滑 10%左右, 三季度开始, 公司主动调整业务结构, 创新业务模式, 导入新产品, 包括游戏相关的周边产品代理销售类业务以及加速器类工具软件, 取得良好发展态势。
- 业务结构方面, 公司网络广告及增值业务实现营收 6.53 亿元, 同比增长 9.84%, 游戏业务实现收入 7.45 亿元, 同比增长 6.65%, 安全系统集成业务实现收入 2.35 亿元, 同比下滑 0.63%, 展会业务实现收入 1.60 亿元, 同比增长 5.08%。
- 增值业务方面, 公司在 2017 年正式进军大型 PC 端游戏独家代理发行领域, 取得热门游戏的独家代理销售权, 2017 年实现代理销售 8,091.76 万元; 此外, 公司抓住游戏市场热点, 适时推出加速器类工具软件, 作为公司新推出的产品为营收增长注入新动力的同时, 为拓展网吧以外的游戏用户市场奠定基础, 在 2017 年 10 月推出后, 全年实现 2,042.35 万元的收入。

评级面临的主要风险

- 广告业务出现大幅波动, 行业政策出现重大变更。

估值

- 我们预计公司 2018-2020 年将实现净利润 6.7 亿元、7.6 亿元和 8.9 亿元, 对应当前市值市盈率分别为 22 倍、20 倍和 17 倍, 维持公司买入评级。

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) | 1,702 | 1,816 | 2,122 | 2,387 | 2,645 |
| 变动(%) | 66 | 7 | 17 | 12 | 11 |
| 净利润(人民币 百万) | 521 | 512 | 670 | 762 | 889 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.759 | 0.738 | 0.965 | 1.097 | 1.280 |
| 变动(%) | (22.3) | (2.7) | 30.8 | 13.7 | 16.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 28.4 | 29.2 | 22.3 | 19.6 | 16.8 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 21.5 | 22.1 | 17.8 | 17.0 | 14.0 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.00 | 0.97 | 1.21 | 1.27 | 1.54 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 21.2 | 20.4 | 14.6 | 12.2 | 9.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.120 | 0.000 | 0.241 | 0.274 | 0.320 |
| 股息率(%) | 0.6 | n.a. | 1.1 | 1.3 | 1.5 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件：

公司今日发布 2017 年度报告，公司 2017 年实现营业收入 18.2 亿元（同比+6.70%），归属于上市公司股东净利润 5.12 亿元（同比-1.66%），扣非后归属上市公司股东净利润 4.89 亿元（同比+3.12%）。公司第四季度实现营业收入 6.24 亿元（环比+23.2%），归属于上市公司股东净利润 1.41 亿元（环比-2.6%）。基本每股收益 0.74 元（同比-2.63%）。报告期末公司资产总额 39.8 亿元（同比+16.66%）。

点评：

公司加快结构转型，成功挽回业绩下滑风险。

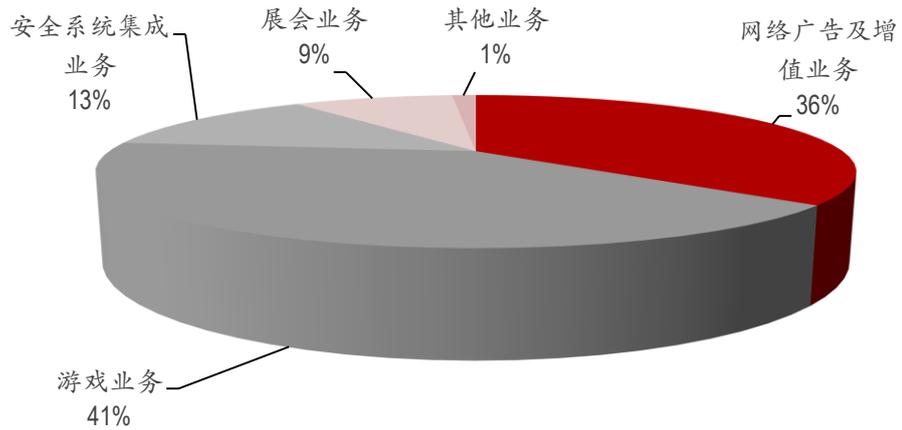
上半年，公司业务受传统业务页游下滑影响，总体业绩下滑 10%左右，三季度开始，公司主动调整业务结构，创新业务模式，导入新产品，包括游戏相关的周边产品代理销售类业务以及加速器类工具软件，取得良好发展态势。分季度营收方面，公司从第三季度开始业绩大幅回升，一举扭转了二季度营收、净利润双跌局面。第四季度实现营业收入 6.24 亿元，环比增长 23.2%，由于新业务成本投入较大，季度净利润维持在 1.4 亿元左右。

图表 1. 2017 年公司营收及净利润分季度情况



资料来源：公司公告

业务结构方面，公司网络广告及增值业务实现营收 6.53 亿元，同比增长 9.84%，游戏业务实现收入 7.45 亿元，同比增长 6.65%，安全系统集成业务实现收入 2.35 亿元，同比下滑 0.63%，展会业务实现收入 1.60 亿元，同比增长 5.08%。

图表 2. 公司业务结构情况


资料来源：公司公告，中银证券

广告推广及增值业务拆分来看，公司广告推广业务全年实现营收 3.66 亿元，同比下滑 15%，四季度公司深挖及开拓端游市场，对手游市场进行探索优化，充分利用公司平台，结合大数据精准投放，做强做深广告及产品推广业务，广告业务开始取得良好转势。

增值业务方面，公司在 2017 年正式进军大型 PC 端游戏独家代理发行领域，取得热点游戏的独家代理销售权，2017 年实现代理销售 8,091.76 万元；此外，公司抓住游戏市场热点，适时推出加速器类工具软件，作为公司新推出的产品为营收增长注入新动力的同时，为拓展网吧以外的游戏用户市场奠定基础，在 2017 年 10 月推出后，全年实现 2,042.35 万元的收入。成本方面，公司 2017 年广告及增值业务成本为 1.61 亿元，同比增长 276.78%，主要由于增值业务扩张布局所致。

游戏业务方面，报告期内，公司实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 9.84%；其中页游联运完成流水 1.54 亿元，新游戏接入 71 款。独代页游实际完成总流水 1.55 亿元，年度新品发行 3 款。其中《神印王座》游戏创年度平台独代产品新高，全年实际完成收入超过 4,000 万元。

91Y 休闲游戏平台业务实现收入 4.33 亿元，占游戏收入比重达 58.26%；91Y 母公司浮云网络 2017 年实现营业收入 5.37 亿元，净利润 2.95 亿元，营收及净利润较去年业绩均有所增长。

图表 3. 91Y 游戏分季度运营数据

| 游戏名称 | 季度 | 用户数量(万) | 活跃用户数(万) | 付费用户数量(万) | ARPU 值(元) | 充值流水(万元) |
|--------|------|---------|----------|-----------|-----------|----------|
| 91Y 游戏 | 第一季度 | 552 | 179 | 84.5 | 128.42 | 10,938.8 |
| 91Y 游戏 | 第二季度 | 421 | 130 | 77.1 | 120.24 | 9,268.9 |
| 91Y 游戏 | 第三季度 | 523.7 | 138 | 68.4 | 136.97 | 8,827.7 |
| 91Y 游戏 | 第四季度 | 722.4 | 138 | 82.3 | 189.02 | 15,628 |

资料来源：公司公告，中银证券

系统安全业务方面，公司 2017 年实现营业收入 2.35 亿元，同比下滑 0.63%，毛利率达到 41.14%，较去年同比增长 9.15 个百分点。其中公司子公司国瑞信安科技实现营业收入 1.81 亿元，净利润 4,147 万元，营收业绩略有增长。

展会业务方面，公司于 2016 年完成对上海汉威信恒 51% 的股权收购项目，汉威信恒 2017 年实现营业收入 1.62 亿元，扣非后归母净利润 8,327.3 万元，超额完成 2017 年度 8,000 万元的业绩承诺金额。

此外，公司 2017 年实现投资收益 1,709.5 万元，主要来自于公司处置炫彩互动股权所产生的收益。

未来展望：从 To B 到 To C，加深用户体验服务

2018年，公司确立了“网吧为本、用户为上、数据为王”的战略核心，发布“两翼一体”的新战略，两翼即“网吧为本的企业市场，以及用户为上的个人市场”，一体指的是“数据为王的大数据支撑”。同时公司调整组织架构，设立企业事业部、个人事业部和大数据中心的三大主要部门，在做深网吧及其相关业务的同时，从to B向to C发展，通过大数据对用户行为的量化分析研究，为用户提供更加精准的互联网娱乐服务。

广告业务方面，公司将顺应《绝地求生》所带来的端游复苏热潮，依托公司网吧平台和大数据支撑，进行广告的精准投放，利用用户数据，优化效果，大力开拓移动端广告业务及传统品牌广告，实现互联网业务创新转型，提高公司盈利水平，打造一个更为开放的媒体平台。

用户中心业务方面，公司将深化大数据+AI技术，加强图像识别、语言处理、知识图谱、意图推理方面的沉淀，开展用户运营、产品设计、精准营销，助力顺网为用户打造全新的泛娱乐新体验，为用户进行泛娱乐内容、游戏、影视以及各类资讯信息等进行个性化推荐。

电竞赛事方面，公司将依托线下网吧覆盖能力及火马线上平台的用户基础，建立普通玩家与厂商之间的联动纽带，通过策划及举办优质的电竞赛事，降低普通玩家的参与门槛。致力于为有梦想的电竞青年搭建专业平台，为用户提供电竞参与机会，为厂商品牌宣传及深度触达用户提供条件与便利，从而促进电竞事业的发展。

盈利预测：

我们预计公司2018-2020年将实现净利润6.7亿元、7.6亿元和8.9亿元，对应当前市值市盈率分别为22倍、20倍和17倍，维持公司**买入**评级。

图表 4. 公司业绩摘要

| (百万元) | 17Q1 | 17Q2 | 17Q3 | 17Q4 | 2017 全年 |
|----------------|-------|--------|-------|-------|---------|
| 一、营业总收入 | 346.0 | 340.3 | 506.0 | 623.6 | 1,815.8 |
| 二、营业总成本 | 189.4 | 221.0 | 307.4 | 452.5 | 1,170.3 |
| 其中：营业成本 | 67.3 | 90.1 | 132.3 | 254.6 | 544.4 |
| 营业税金及附加 | 5.2 | 2.0 | 5.3 | 5.8 | 18.3 |
| 销售费用 | 54.2 | 56.8 | 80.8 | 69.8 | 261.6 |
| 管理费用 | 68.0 | 77.0 | 90.9 | 124.6 | 360.5 |
| 财务费用 | (6.4) | (5.0) | (4.5) | (3.7) | (19.6) |
| 资产减值损失 | 1.1 | 0.1 | 2.5 | 1.3 | 5.1 |
| 三、其他经营收益 | 15.5 | 0.1 | 0.3 | 1.2 | 17.1 |
| 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资收益 | 15.5 | 0.1 | 0.3 | 1.2 | 17.1 |
| 四、营业利润 | 172.1 | 120.2 | 199.6 | 183.0 | 674.9 |
| 加：营业外收入 | 1.1 | 1.6 | 7.5 | 0.8 | 11.1 |
| 减：营业外支出 | 0.2 | 0.1 | 0.6 | 0.5 | 1.4 |
| 五、利润总额 | 173.0 | 121.8 | 206.4 | 183.3 | 684.6 |
| 减：所得税 | 25.1 | 14.1 | 8.2 | 22.7 | 70.2 |
| 六、净利润 | 148.0 | 107.6 | 198.2 | 160.6 | 614.4 |
| 减：少数股东损益 | 16.2 | 13.3 | 53.4 | 19.1 | 102.1 |
| 七、归属母公司净利润 | 131.8 | 94.4 | 144.7 | 141.4 | 512.3 |
| EPS(元) | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.7 |
| 主要比率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 80.5 | 73.5 | 73.8 | 59.2 | 70.0 |
| 主营税金率 | 1.5 | 0.6 | 1.1 | 0.9 | 1.0 |
| 销售费率 | 15.7 | 16.7 | 16.0 | 11.2 | 14.4 |
| 管理费率 | 19.7 | 22.6 | 18.0 | 20.0 | 19.9 |
| 营业利润率 | 49.8 | 35.3 | 39.4 | 29.3 | 37.2 |
| 实际税率 | 14.5 | 11.6 | 4.0 | 12.4 | 10.3 |
| 净利率 | 42.8 | 31.6 | 39.2 | 25.8 | 33.8 |
| YoY(%) | | | | | |
| 收入增长率 | 12.8 | (10.3) | (1.5) | 24.2 | 6.7 |
| 营业利润增长率 | 46.1 | (36.1) | (6.6) | 12.2 | (1.1) |
| 净利润增长率 | 42.1 | (38.2) | 4.5 | 11.4 | 0.4 |

资料来源：万得，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 | 1,702 | 1,816 | 2,122 | 2,387 | 2,645 |
| 销售成本 | (443) | (563) | (573) | (675) | (722) |
| 经营费用 | (610) | (604) | (687) | (738) | (793) |
| 息税折旧前利润 | 649 | 649 | 862 | 974 | 1,130 |
| 折旧及摊销 | (22) | (23) | (19) | (19) | (19) |
| 经营利润(息税前利润) | 627 | 626 | 844 | 955 | 1,111 |
| 净利息收入/(费用) | 13 | 20 | 25 | 35 | 49 |
| 其他收益/(损失) | 64 | 27 | 25 | 25 | 25 |
| 税前利润 | 704 | 672 | 893 | 1,015 | 1,184 |
| 所得税 | (92) | (70) | (89) | (101) | (118) |
| 少数股东权益 | (91) | (102) | (133) | (152) | (177) |
| 净利润 | 521 | 512 | 670 | 762 | 889 |
| 核心净利润 | 524 | 512 | 671 | 763 | 890 |
| 每股收益(人民币) | 0.759 | 0.738 | 0.965 | 1.097 | 1.280 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.763 | 0.722 | 0.967 | 1.099 | 1.282 |
| 每股股息(人民币) | 0.120 | 0.000 | 0.241 | 0.274 | 0.320 |
| 收入增长(%) | 66 | 7 | 17 | 12 | 11 |
| 息税前利润增长(%) | 104 | (0) | 35 | 13 | 16 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 99 | (0) | 33 | 13 | 16 |
| 每股收益增长(%) | (22) | (3) | 31 | 14 | 17 |
| 核心每股收益增长(%) | (22) | (5) | 34 | 14 | 17 |

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 | 704 | 672 | 893 | 1,015 | 1,184 |
| 折旧与摊销 | 22 | 23 | 19 | 19 | 19 |
| 净利息费用 | (13) | (20) | (25) | (35) | (49) |
| 运营资本变动 | 65 | 23 | 148 | (9) | 56 |
| 税金 | (1) | 44 | (89) | (101) | (118) |
| 其他经营现金流 | (89) | (67) | (108) | (8) | (25) |
| 经营活动产生的现金流 | 688 | 676 | 838 | 880 | 1,067 |
| 购买固定资产净值 | 5 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 投资减少/增加 | (813) | 257 | 15 | 15 | 15 |
| 其他投资现金流 | 235 | (214) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (573) | 38 | 15 | 15 | 15 |
| 净增权益 | (82) | 0 | (168) | (190) | (222) |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 82 | 0 | 168 | 190 | 222 |
| 其他融资现金流 | 314 | (153) | (258) | (155) | (174) |
| 融资活动产生的现金流 | 314 | (153) | (258) | (155) | (174) |
| 现金变动 | 429 | 561 | 595 | 740 | 909 |
| 期初现金 | 745 | 1,174 | 1,738 | 2,333 | 3,073 |
| 公司自由现金流 | 114 | 714 | 853 | 895 | 1,082 |
| 权益自由现金流 | 101 | 695 | 829 | 860 | 1,034 |

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 | 1,200 | 1,756 | 2,359 | 3,099 | 4,008 |
| 应收帐款 | 224 | 276 | 255 | 342 | 319 |
| 库存 | 55 | 35 | 57 | 51 | 64 |
| 其他流动资产 | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 |
| 流动资产总计 | 1,482 | 2,071 | 2,676 | 3,498 | 4,397 |
| 固定资产 | 72 | 69 | 53 | 36 | 20 |
| 无形资产 | 32 | 27 | 25 | 22 | 19 |
| 其他长期资产 | 271 | 39 | 41 | 41 | 41 |
| 长期资产总计 | 375 | 135 | 118 | 99 | 80 |
| 总资产 | 3,412 | 3,981 | 4,570 | 5,372 | 6,249 |
| 应付帐款 | 109 | 165 | 111 | 214 | 133 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 703 | 585 | 707 | 683 | 798 |
| 流动负债总计 | 811 | 750 | 819 | 898 | 931 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 26 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 股本 | 687 | 694 | 694 | 694 | 694 |
| 储备 | 1,694 | 2,188 | 2,691 | 3,262 | 3,928 |
| 股东权益 | 2,381 | 2,882 | 3,385 | 3,956 | 4,622 |
| 少数股东权益 | 111 | 195 | 329 | 481 | 658 |
| 总负债及权益 | 3,412 | 3,981 | 4,570 | 5,372 | 6,249 |
| 每股帐面价值(人民币) | 3.47 | 4.15 | 4.88 | 5.70 | 6.66 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.42 | 4.11 | 4.84 | 5.67 | 6.63 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.71) | (2.50) | (3.36) | (4.43) | (5.74) |

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(%) | 38.1 | 35.7 | 40.6 | 40.8 | 42.7 |
| 息税前利润率(%) | 36.8 | 34.5 | 39.7 | 40.0 | 42.0 |
| 税前利润率(%) | 41.4 | 37.0 | 42.1 | 42.5 | 44.8 |
| 净利率(%) | 30.6 | 27.5 | 31.6 | 31.9 | 33.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.8 | 2.8 | 3.3 | 3.9 | 4.7 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | 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) | 1.8 | 2.7 | 3.2 | 3.8 | 4.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 28.4 | 29.2 | 22.3 | 19.6 | 16.8 |
| 核心业务市盈率(倍) | 28.2 | 29.8 | 22.3 | 19.6 | 16.8 |
| 市净率(倍) | 6.2 | 5.2 | 4.4 | 3.8 | 3.2 |
| 价格/现金流(倍) | 21.5 | 22.1 | 17.8 | 17.0 | 14.0 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 21.2 | 20.4 | 14.6 | 12.2 | 9.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 25.9 | 29.3 | 29.3 | 29.3 | 29.3 |
| 应收帐款周转天数 | 44.4 | 50.2 | 45.6 | 45.6 | 45.6 |
| 应付帐款周转天数 | 18.4 | 27.5 | 23.7 | 24.9 | 24.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 15.8 | 0.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 净资产收益率(%) | 27.9 | 19.0 | 21.4 | 20.7 | 20.7 |
| 资产收益率(%) | 20.5 | 15.2 | 17.8 | 17.3 | 17.2 |
| 已运用资本收益率(%) | 6.7 | 4.6 | 4.9 | 4.7 | 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