



002555.SZ

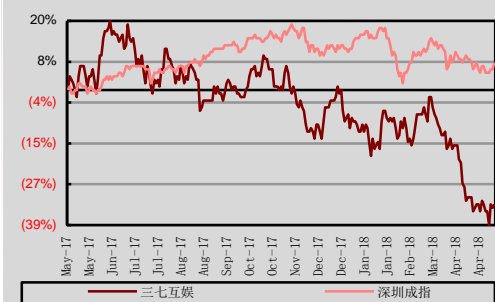
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.88

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	(26.3)	(15.1)	(23.2)	(33.3)
相对深证成指	(21.4)	(14.5)	(26.9)	(39.3)

发行股数(百万)	2,148
流通股(%)	54
流通股市值(人民币 百万)	17,289
3个月日均交易额(人民币 百万)	261
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
吴卫红	8

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年5月7日收市价为标准

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

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

三七互娱

手游业务市场地位逐渐稳固, 泛娱乐布局持续推进

公司2017年实现营业收入61.89亿元(同比+17.93%), 归属于上市公司股东净利润16.2亿元(同比+51.43%), 扣非后归属上市公司股东净利润10.48亿元(同比+3.71%)。公司第四季度实现营业收入17.2亿元(环比+24.2%), 归属于上市公司股东净利润20.88亿元(环比+13.3%)。基本每股收益0.76元(同比+49.02%)。报告期末公司资产总额91.6亿元(同比+43.44%)。此外, 公司拟以总股本21.48亿股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利1元(含税)。

支撑评级的要点

- 营收增长保持稳定, 资产减值对净利润产生较大影响。报告期内, 公司实现营业收入61.9亿元, 同比增长17.93%, 归属于上市公司股东净利润16.2亿元, 同比增长51.43%。报告期内对公司净利润影响最大的事件是公司所收购的上海墨鹍数码2017年业绩未达标, 由此产生了相关商誉减值损失2.99亿元以及3.98亿元的业绩补偿(计入营业外收入)。若扣除相关影响, 公司本期按非公认原则调整后的归母净利润为1.41亿元, 较上年同期增长32.81%, 连续两年维持30%以上的盈利增速。
- 爆款游戏助力公司手游地位进一步稳固。报告期内, 公司成功发行了包括《永恒纪元》、《大天使之剑H5》、《仙灵觉醒》等长周期、精品游戏, 最高月活跃用户人数(MAU)超过1,300万人, 最高月流水超过5亿元。报告期内, 代表作品《永恒纪元》单日流水最高记录突破7,000万。运营的手机游戏新增注册用户合计超过7,400万, 居行业领先地位, 市场份额保持稳步增长至5.2%, 仅次于腾讯以及网易。

评级面临的主要风险

- 行业政策发生重大变更。

估值

- 随着《择天记》在2018年成功上线, 子公司上海墨鹍的业绩承诺有望在2018年顺利完成, 公司2018年手游业务增速将保持稳定。我们预计公司2018-2020年实现每股收益0.85、1.06和1.33元, 给予公司买入评级。

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)	5,248	6,189	7,680	9,365	11,316
变动(%)	13	18	24	22	21
净利润(人民币 百万)	1,070	1,620	1,833	2,271	2,849
全面摊薄每股收益(人民币)	0.513	0.754	0.853	1.057	1.326
变动(%)	5.7	47.0	13.1	23.9	25.5
先前预测每股收益(人民币)			1.00	1.23	
调整幅度(%)			14.7	14.1	
全面摊薄市盈率(倍)	29.0	19.7	17.4	14.1	11.2
价格/每股现金流量(倍)	29.5	17.4	14.0	15.4	10.2
每股现金流量(人民币)	0.50	0.85	1.06	0.96	1.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	24.8	14.7	11.3	8.1
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.171	0.211	0.265
股息率(%)	0.7	0.7	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件：

公司 2017 年实现营业收入 61.89 亿元（同比+17.93%），归属于上市公司股东净利润 16.2 亿元（同比+51.43%），扣非后归属上市公司股东净利润 10.48 亿元（同比+3.71%）。公司第四季度实现营业收入 17.2 亿元（环比+24.2%），归属于上市公司股东净利润 20.88 亿元（环比+13.3%）。基本每股收益 0.76 元（同比+49.02%）。报告期末公司资产总额 91.6 亿元（同比+43.44%）。此外，公司拟以总股本 21.48 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

点评：

1. 营收增长保持稳定，资产减值对净利润产生较大影响

报告期内，公司实现营业收入 61.9 亿元，同比增长 17.93%，归属于上市公司股东净利润 16.2 亿元，同比增长 51.43%。报告期内对公司净利润影响最大的事件是公司所收购的上海墨鹍数码 2017 年业绩未达标，由此产生了相关商誉减值损失 2.99 亿元以及 3.98 亿元的业绩补偿（计入营业外收入）。若扣除相关影响，公司本期按非公认原则调整后的归母净利润为 1.41 亿元，较上年同期增长 32.81%，连续两年维持 30% 以上的盈利增速。其他主要非经常性损益主要来自于非流动资产处置损益，报告期发生金额为 2 亿元。投资收益方面，报告期产生投资收益 2.56 亿元，主要包含了上海极光网络股权（1.3 亿元）、上海喆元文化股权（1.95 亿元）和天津紫龙奇点互动股权（0.55 亿元）的出售。

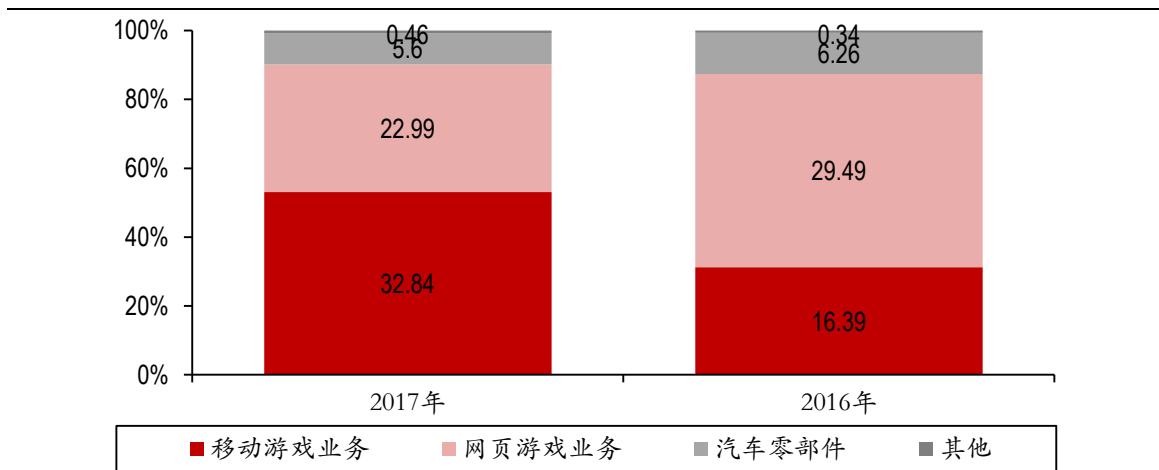
图表 1. 分季度主要财务指标

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（亿元）	16.2	14.6	13.8	17.2
归母净利润（亿元）	4.3	4.2	3.6	4.1
扣非后归母净利润（亿元）	3.5	4.1	3.1	(2.2)
调整后归母净利润（亿元）	3.5	4.2	3.3	3.1

资料来源：公司公告，中银证券整理

业务结构方面，手游业务增长迅速，页游业务出现一定幅度下滑。报告期内，公司手机游戏业务实现收入 32.8 亿元，同比增长 100.32%，营收占比达到 53.06%，超过网页游戏成为公司最大的主营业务。而网页游戏业务则出现一定幅度下滑，全年实现营收 23 亿元，同比下滑 22.04%，营收占比下降为 37.15%。报告期内，公司完成了页游研发向移动游戏研发为主的转变。毛利率方面，公司手机游戏业务由于进入成熟期，毛利率同比增长 14.64 个百分点，网页游戏业务毛利率有所下滑，同比减少 3.4 个百分点。

图表 2. 2016-2017 年公司业务结构变化情况



资料来源：公司公告，中银证券整理

费用方面，公司报告期内取得销售费用共计 19.08 亿元，同比增长 18.69%，占公司营收比重略微有所提升；取得管理费用 7.8 亿元，同比增长 50.83%，主要来自于研发费用投入提升所致，占公司营收比重较去年同期提升 2.64 个百分点。

现金流方面，公司报告期内投资活动流入 25.67 亿元，同比增长 194.24%，主要来自于公司理财产品赎回量上升及公司出售了上海喆元文化传媒有限公司和天津紫龙奇点互动娱乐有限公司股权所致。

2. 爆款游戏助力公司手游地位进一步稳固

报告期内，公司成功发行了包括《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》、《仙灵觉醒》等长周期、精品游戏，最高月活跃用户人数（MAU）超过 1,300 万人，最高月流水超过 5 亿元。报告期内，代表作品《永恒纪元》单日流水最高记录突破 7,000 万。运营的手机游戏新增注册用户合计超过 7,400 万，居行业领先地位，市场份额保持稳步增长至 5.2%，仅次于腾讯以及网易。公司目前储备的手游产品包括《奇迹 MU 手游》、《传奇类 H5 项目 X》、《传奇类手游项目 Y》和《灵谕》等自研产品及《命运先锋》、《剑与轮回》等代理产品，有望在未来进一步扩大市场份额。

在海外发行方面，公司海外手游发行业务流水突破 10 亿元，同比增长近 80%；报告期内，《永恒纪元》在海外单月最高流水达 7,000 万元，打入港澳台、新加坡、马来西亚、越南、菲律宾等市场游戏畅销榜第 1 名、印尼、土耳其游戏畅销榜第 2 名、泰国和韩国畅销榜第 3 名以及多个海外市场游戏畅销榜前 5 名。

3. 网页游戏市场地位始终稳定，行业整体有所下滑

报告期内，公司国内累计开服将近 28,000 组，在 2017 年运营平台开服排行榜中稳居第一；公司旗下 37GAMES 国际平台市场覆盖 180 多个国家，是全球覆盖面最广的游戏平台之一，全球发行游戏近 250 款。但由于终端用户大量往移动端迁移，网页游戏整体市场在 2017 年持续收缩，用户量有所下滑。

公司与国内顶尖网页游戏研发团队紧密合作，结合 IP 优势，2017 年陆续推出的《魔域网页游戏》、《西游伏妖篇》、《九天封神》、《特工皇妃楚乔传》、《绝世仙王》等产品，稳定营业收入，2018 年将推出《太极崛起》、《航海王 online》、《寻秦记》、《笑傲江湖》等丰富的页游产品；研发方面，公司加大力度进行自主研发，报告期内上线的自研游戏包括《金装传奇》、《永恒纪元页游》，正在研发的网页游戏包括《屠龙荣耀》、《血盟荣耀》和《奇迹 X》，预计将在 2018 年陆续上线。

4. 泛娱乐持续推进，开启全娱乐并购战略

泛娱乐业务方面，公司报告期内参股了一系列游戏、影视、动画等内容研发公司。通过发行股份方式收购了智铭网络、上海墨鹍科技股权，大大增强了公司游戏研发能力；此外，公司在一季度完成了上海极光网络 20% 股权的现金收购，绑定核心成员。影视方面，公司报告期内先后参投了《逆时营救》、《无问西东》、《南极之恋》等电影，获得了良好的票房收入及口碑。

目前公司储备了大量经典爆款 IP，也为公司未来游戏内容研发打下坚实基础。

(1) 游戏 IP: 《奇迹 MU》、《传奇世界》、《天堂 2》、《武易》、《斗战神》、《希望》、《拳皇》、《侍魂》、《热血高校》等；

(2) 影视 IP: 《楚乔传》、《择天记》、《武神赵子龙》、《西游伏妖篇》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《太极》、《琅琊榜》等；

(3) 文学 IP: 《寻秦记》、《傲世九重天》、《天启之门》等；

(4) 动漫 IP: 《航海王》、《阿童木》等。

5. 游戏业务多平台协同，依托 IP 进行泛娱乐布局

2018 年，公司将继续推广发行新的游戏产品，同时对现有爆款产品进行多平台开发。手游业务方面，公司将继续运营以《传奇霸业手游》、《大天使之剑 H5》、《永恒纪元》等为代表的手机 ARPG 游戏优势产品，进一步扩大在该类游戏领域的领先优势；另一方面，通过《择天记》、《仙灵觉醒》、《灵谕》、《剑与轮回》等仙侠类、卡牌类以及二次元等多品类手游产品，占据更大的市场份额。2018 年主要上线的精品网页游戏有《太极崛起》、《航海王 online》、《寻秦记》、《笑傲江湖》、《斗战神》、《神魔血脉》以及自研的《屠龙荣耀》、《血盟荣耀》和《奇迹 X》等。

同时，公司将积极寻求通过投资并购等方式，加大投资动漫、VR 等领域，进行泛娱乐产业布局。以 IP 为依托，将在全新领域开发及发行泛娱乐精品内容，特别是在动漫领域将较快推出成品内容，将公司的品牌张力在游戏市场进一步扩大。

盈利预测：

随着《择天记》在 2018 年成功上线，子公司上海墨鹍的业绩承诺有望在 2018 年顺利完成，公司 2018 年手游业务增速将保持稳定。我们预计公司 2018-2020 年实现每股收益 0.85、1.06 和 1.33 元，给予公司买入评级。

图表 3. 公司年度报告财务摘要

单位: 百万元	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017 全年
一、营业总收入	1,618.70	1,460.70	1,385.00	1,724.40	6,188.83
二、营业总成本	1,195.40	1,110.20	1,039.00	1,694.90	5,039.42
其中: 营业成本	536.00	442.90	419.00	550.30	1,948.20
营业税金及附加	6.40	5.40	7.60	7.10	26.50
销售费用	486.40	408.00	425.10	588.70	1,908.20
管理费用	154.20	252.00	173.80	196.70	776.70
财务费用	1.40	12.90	15.90	(1.60)	28.60
资产减值损失	10.90	(11.10)	(2.40)	353.80	351.30
三、其他经营收益	110.50	98.90	36.50	10.10	256.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	110.50	98.90	36.50	10.10	256.00
四、营业利润	533.90	481.10	430.00	72.80	1,517.70
加: 营业外收入	8.40	(6.00)	0.80	399.90	403.10
减: 营业外支出	0.10	0.60	0.30	3.20	4.20
五、利润总额	542.20	474.40	430.50	469.50	1,916.60
减: 所得税	46.70	18.20	11.90	3.30	80.10
六、净利润	495.50	456.20	418.60	466.20	1,836.50
减: 少数股东损益	62.50	38.70	57.90	56.90	215.90
七、归属母公司净利润	433.00	417.50	360.80	409.20	1,620.60
EPS	0.21	0.19	0.17	0.19	0.76
主要比率(%)					
毛利率	66.90	69.70	69.70	68.10	68.50
主营税金率	0.40	0.40	0.50	0.40	0.40
销售费率	30.00	27.90	30.70	34.10	30.80
管理费率	9.50	17.30	12.50	11.40	12.50
营业利润率	33.00	32.90	31.00	4.20	24.50
实际税率	8.60	3.80	2.80	0.70	4.20
净利率	30.60	31.20	30.20	27.00	29.70
YoY(%)					
收入增长率	36.30	17.70	11.80	9.10	17.90
营业利润增长率	139.70	62.90	50.80	(80.00)	30.10
净利润增长率	107.50	52.20	41.20	22.10	50.90

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,248	6,189	7,680	9,365	11,316
销售成本	(1,971)	(1,975)	(2,358)	(2,750)	(3,203)
经营费用	(2,101)	(2,962)	(3,293)	(4,111)	(4,969)
息税折旧前利润	1,176	1,252	2,029	2,504	3,144
折旧及摊销	(71)	(74)	(60)	(60)	(60)
经营利润(息税前利润)	1,105	1,178	1,970	2,444	3,084
净利息收入/(费用)	5	(29)	(0)	44	89
其他收益/(损失)	209	766	200	200	200
税前利润	1,319	1,916	2,169	2,688	3,373
所得税	(102)	(80)	(87)	(108)	(135)
少数股东权益	(147)	(216)	(250)	(310)	(389)
净利润	1,070	1,620	1,833	2,271	2,849
核心净利润	1,082	1,636	1,839	2,277	2,855
每股收益(人民币)	0.513	0.754	0.853	1.057	1.326
核心每股收益(人民币)	0.519	0.762	0.856	1.060	1.329
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.171	0.211	0.265
收入增长(%)	13	18	24	22	21
息税前利润增长(%)	40	7	67	24	26
息税折旧前利润增长(%)	36	6	62	23	26
每股收益增长(%)	6	47	13	24	25
核心每股收益增长(%)	7	47	12	24	25

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	1,319	1,916	2,169	2,688	3,373
折旧与摊销	71	74	60	60	60
净利息费用	(5)	29	0	(44)	(89)
运营资本变动	(326)	26	109	(464)	24
税金	44	137	(87)	(108)	(135)
其他经营现金流	(51)	(349)	26	(60)	(84)
经营活动产生的现金流	1,052	1,832	2,278	2,072	3,149
购买固定资产净值	(7)	(4)	0	0	0
投资减少/增加	(562)	(295)	(898)	50	50
其他投资现金流	(949)	(1,070)	2	0	0
投资活动产生的现金流	(1,518)	(1,368)	(896)	50	50
净增权益	(208)	0	(367)	(454)	(570)
净增债务	341	338	(711)	0	0
支付股息	208	0	367	454	570
其他融资现金流	(173)	(28)	(213)	(410)	(481)
融资活动产生的现金流	169	310	(924)	(410)	(481)
现金变动	(297)	774	458	1,712	2,718
期初现金	1,110	819	1,581	2,039	3,751
公司自由现金流	(466)	464	1,382	2,122	3,199
权益自由现金流	(130)	831	671	2,079	3,110

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	1,054	2,249	2,706	4,418	7,136
应收帐款	1,033	1,328	1,656	1,968	2,420
库存	71	102	130	140	175
其他流动资产	292	284	322	384	438
流动资产总计	2,451	3,962	4,814	6,910	10,168
固定资产	303	343	288	233	178
无形资产	53	49	44	39	34
其他长期资产	1,114	1,303	995	995	995
长期资产总计	1,469	1,695	1,328	1,268	1,208
总资产	6,386	9,160	10,784	12,820	16,018
应付帐款	718	742	953	1,025	1,275
短期债务	373	372	0	0	0
其他流动负债	533	404	631	468	748
流动负债总计	1,624	1,518	1,583	1,493	2,023
长期借款	24	338	27	27	27
其他长期负债	9	17	17	17	17
股本	2,085	2,148	2,148	2,148	2,148
储备	2,442	4,892	6,489	8,305	10,585
股东权益	4,526	7,040	8,637	10,454	12,733
少数股东权益	205	270	520	829	1,218
总负债及权益	6,386	9,160	10,784	12,820	16,018
每股帐面价值(人民币)	2.17	3.28	4.02	4.87	5.93
每股有形资产(人民币)	2.15	3.25	4.00	4.85	5.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.21)	(0.42)	(0.95)	(1.75)	(3.01)

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(%)	22.4	20.2	26.4	26.7	27.8
息税前利润率(%)	21.1	19.0	25.6	26.1	27.3
税前利润率(%)	25.1	31.0	28.2	28.7	29.8
净利率(%)	20.4	26.2	23.9	24.2	25.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.6	3.0	4.6	5.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	41.3	7,135.7	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)	1.5	2.5	3.0	4.5	4.9
估值					
市盈率(倍)	29.0	19.7	17.4	14.1	11.2
核心业务市盈率(倍)	28.7	19.5	17.4	14.0	11.2
市净率(倍)	6.9	4.5	3.7	3.1	2.5
价格/现金流(倍)	29.5	17.4	14.0	15.4	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	24.8	14.7	11.3	8.1
周转率					
存货周转天数	12.9	16.0	18.0	17.9	17.9
应收帐款周转天数	56.5	69.6	70.9	70.6	70.8
应付帐款周转天数	46.1	43.1	40.3	38.5	37.1
回报率					
股息支付率(%)	19.5	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	26.5	28.0	23.4	23.8	24.6
资产收益率(%)	18.5	14.5	19.0	19.9	20.5
已运用资本收益率(%)	6.0	6.2	5.3	5.5	5.6

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士，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