



# 计算机行业 2018 年报前瞻

## 商誉阵雨后，再看业绩彩虹

根据预告和快报数据，2018年计算机公司净利润同增/持平的有108家，同降的有74家，分别占59%和41%。按整体法计算，行业净利润同比下滑29%，其中Q4相比Q3环比下滑62.8%。主要是商誉减值、费用增加等原因导致：15家公司给出的预估商誉减值额占182家公司净利润总额的22.0%。若还原消除商誉减值影响，2018年业绩预告增速为-11.0%。考虑商誉/净资产比例在20%以下的公司数量占比超过70%，认为本行业商誉风险仍然可控，且得到一定程度的释放。医疗IT、金融科技及云计算三个子板块增速在20~25%。同时，我们重点关注的35家公司中同比增速达21.9%，显著高于行业整体水平。因此推荐以上高增速细分领域及优质标的。

### 支撑评级的要点

- **行业增速下滑29%，探底得到充分预期：**截止2019年2月27日，按照SW计算机板块（加上海康威视、大华股份）205家公司划分，根据快报业绩和预告增速上下限的中位数计算，同比增长（或持平）的公司共有108家，同比下降的有74家，占比分别为59%和41%，而整体业绩增速下滑近29%，市场前期走势对此有所反应。但在市场风险偏好提升的暖春行情中，仍有市场对风险尚未充分认知的可能，在选股方面应注重安全垫因素。
- **重点优质好公司依然是首选。**重点关注的35家公司中32家发布预告，增速近20.8%，高于行业水平50个百分点，且与2018年前三季度的23%增速基本接近，较2017年30%的增速略有下滑。说明优质公司在经济和贸易波动大背景下仍能保持较好增长，是长期持有的首选，还存在估值被市场错杀的短期机会。
- **商誉风险总体尚在可控范围。**行业公司商誉/净资产占比在20%以下的有70%。而且预告中有27家公司出现商誉减值情况，其中15家给出的减值额占182家公司净利润总额285.2亿的22.0%，可见个案对行业整体影响较大。因此，我们认为行业商誉风险整体可控。另外，由于会计准则变动尚未具化，不建议对商誉过度解读，相比“爆雷”描述，不妨理解为局部“阵雨”。
- **金融科技、医疗IT和云软件增长较快且质量较好。**细分板块中金融科技、医疗IT和云软件依然是亮点，增速分别为25.4%、20.6%和18.3%，初步判断增长点主要来自内生层面。金融科技受政策带动市场景气度提升，医疗IT受政策和市场需求带动增速保持，云转型公司陆续进入收获期。因此三个子板块值得长期关注。

### 评级面临的主要风险

- 新技术落地进展不及预期；下游需求不及预期；重点公司代表性下降。

### 重点推荐

- 我们重点推荐医疗IT领域的（卫宁健康、创业慧康、万达信息），金融科技领域的（恒生电子、航天信息），SaaS云软件领域的（广联达、超图软件、用友网络），云计算硬件领域的（浪潮信息、紫光股份），信息安全领域的（美亚柏科、启明星辰）等。

### 相关研究报告

《计算机行业周报(2.18-2.24)》20190224  
《“演化”系列医疗信息化专题报告之一》  
20190201  
《计算机行业周报(1.21-1.27)》20190127

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

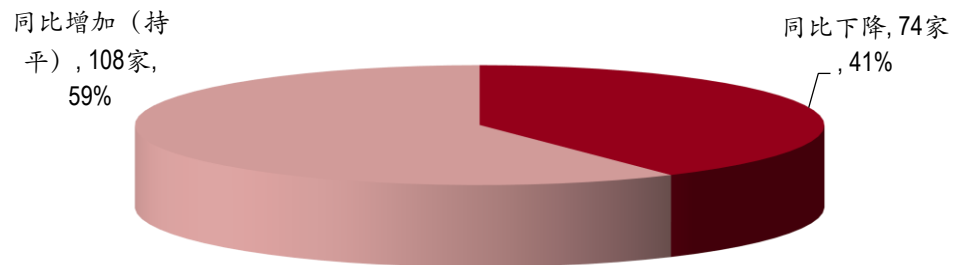
证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者

## 预计 2018 年净利润增速为-29%，主因是商誉减值、费用增加等

截止 2019 年 2 月 27 日，按照 SW 计算机板块（加上海康威视、大华股份）205 家公司划分，共有 177 家公司公布 2018 年业绩预告，占比达 86.3%；共有 93 家公司发布 2018 年业绩快报。按照快报业绩和预告增速上下限的中位数计算，同比增长（或持平）的公司共有 108 家，同比下降的有 74 家，占比分别为 59%和 41%。

图表 1. 板块内业绩增速变化分布



资料来源：万得，中银国际证券

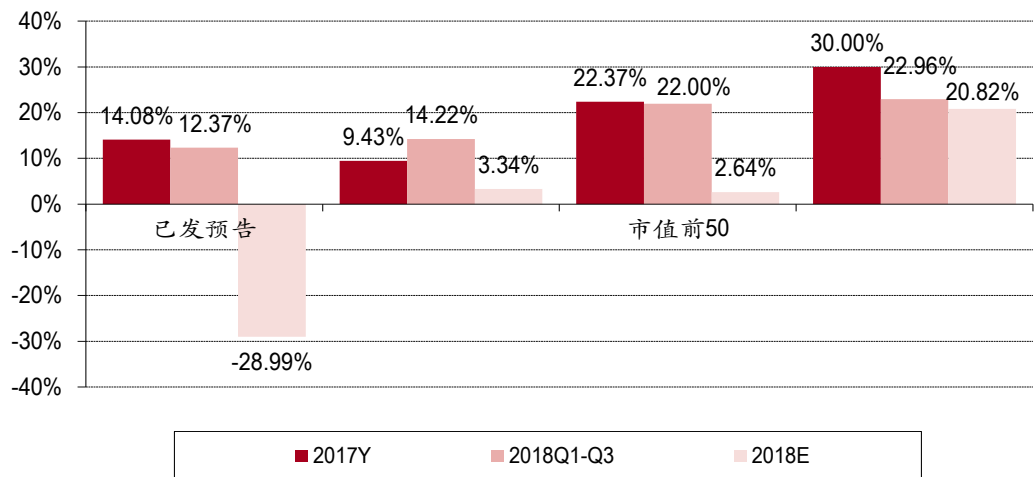
按总量法计算 2017 年和 2018 年预告净利润，得到行业同比增速为-29%，较相同口径下 2018 年前三季度增速 12.4%和 2017 年年报增速 14.1%有明显下降。单季度来看，18Q4 净利润为 36.5 亿，环比 18Q3 的 98.1 亿下滑 62.8%。2018 年报预告及四季度增速下滑主要原因为年末商誉减值确认、新业务开拓导致费用增加等因素导致。

**头部企业相对表现略好。**在已发布预告的 182 家上市公司中选取市值前靠前的 50 家企业，其增速为 3.3%，优于行业整体水平；较前三季度业绩增速的 14.2%与 2017 年报业绩增速的 9.43%有明显下降。

在计算机行业内市值前 50 的企业中，公布了预告的有 43 家，同比增长 2.6%，低于前三季度 22%和 2017 年 22.4%的增速。

**重点关注的公司表现良好。**在我们重点关注的 35 家企业中（见图表 3），有 32 家发布预告。2018 年预告业绩同比增速达 20.8%，显著高于行业整体水平，与 2018 年前三季度增速 23%基本持平，但显著低于 2017 年 30%的增速。

图表 2. 计算机公司预告业绩增速与往期对比



资料来源：万得，中银国际证券

注：剔除次新股影响

图表 3. 35 家重点关注公司及净利润增速

| 证券代码      | 公司   | 2017 前三季度(%) | 2017A(%) | 2018 前三季度(%) | 2018E(%) |
|-----------|------|--------------|----------|--------------|----------|
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 43           | 49       | (28)         | 15       |
| 300170.SZ | 汉得信息 | 19           | 34       | 25           | 20       |
| 000977.SZ | 浪潮信息 | (28)         | 49       | 49           | 60       |
| 002236.SZ | 大华股份 | 35           | 30       | 8            | 6        |
| 300532.SZ | 今天国际 | 69           | 71       | (66)         | (80)     |
| 300036.SZ | 超图软件 | 101          | 54       | 51           | (15)     |
| 600588.SH | 用友网络 | (27)         | 97       | (158)        | 53       |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 117          | 93       | 3            | 7        |
| 002410.SZ | 广联达  | 25           | 12       | 2            | (7)      |
| 600271.SH | 航天信息 | 19           | 1        | (24)         |          |
| 002415.SZ | 海康威视 | 27           | 27       | 20           | 20       |
| 300166.SZ | 东方国信 | 31           | 31       | 16           | 27       |
| 002376.SZ | 新北洋  | 38           | 26       | 36           | 33       |
| 300454.SZ | 深信服  |              | 123      | 15           | 5        |
| 002912.SZ | 中新赛克 |              | 32       | 64           | 55       |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | (71)         | (56)     | 44           | 32       |
| 002373.SZ | 千方科技 | 15           | 9        | 93           | 110      |
| 300367.SZ | 东方网力 | 49           | 15       | 17           | 10       |
| 300365.SZ | 恒华科技 | 61           | 53       | 54           | 41       |
| 603019.SH | 中科曙光 | 2            | 38       | 130          |          |
| 002153.SZ | 石基信息 | 5            | 8        | 13           | 15       |
| 603039.SH | 泛微网络 | 30           | 33       | 21           |          |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | (39)         | (10)     | 30           | 22       |
| 300496.SZ | 中科创达 | (26)         | (35)     | 41           | 108      |
| 300271.SZ | 华宇软件 | 26           | 40       | 35           | 31       |
| 600570.SH | 恒生电子 | 41           | 2,476    | 24           | 33       |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 17           | 70       | 115          | 26       |
| 002405.SZ | 四维图新 | 57           | 69       | 38           | 81       |
| 600845.SH | 宝信软件 | 26           | 27       | 60           | 56       |
| 300348.SZ | 长亮科技 | (54)         | (13)     | 14           | (39)     |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 230          | 159      | 66           | 33       |
| 300168.SZ | 万达信息 | 27           | 37       | 37           | (22)     |
| 300377.SZ | 赢时胜  | 170          | 72       | 41           | (14)     |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | (501)        | (31)     | (25)         | 10       |
| 300523.SZ | 辰安科技 | (68)         | 15       | 4,925        | 48       |

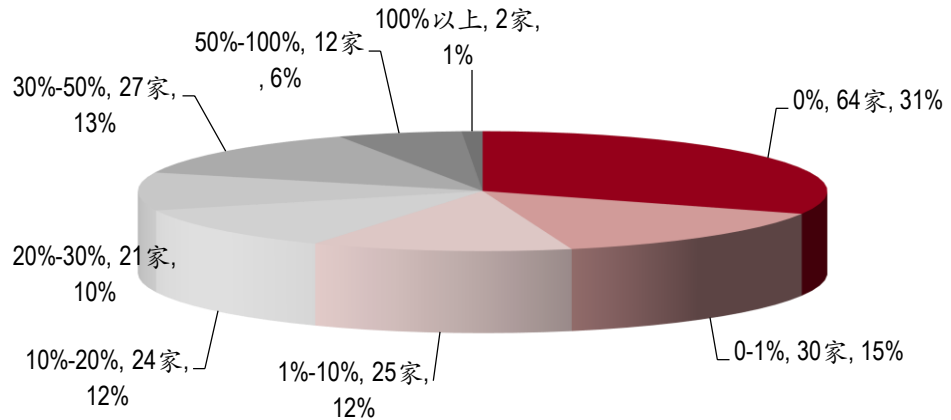
资料来源：万得，中银国际证券



### 商誉减值拖累明显，但整体风险可控

截止 2018 年三季报，行业 205 家公司中共有 143 家公司存在商誉，占比为 70%，商誉累计总额共 1134 亿，占 143 家净资产总额 5609 亿的 20%。

图表 4. 行业内公司商誉/净资产比例分布及占比



资料来源：万得，中银国际证券

从公司分布来看，商誉对业绩影响风险总体可控。商誉占净资产比例在 1% 以下（含无商誉）的公司共有 94 家，占比为 46%；比例在 1%-20% 的公司共有 49 家，占比为 24%；比例在 20%-50% 的公司共有 48 家，占比为 23%；比例超过 50% 的仅有 14 家，占比仅为 7%。

从业绩影响来看，商誉减值拖累业绩增速影响明显。截至 2 月 27 日，根据已披露的 2018 年业绩预告，182 家公司中共有 27 家公司公告出现商誉减值情况，其中 15 家公司给出了预估减值金额，商誉减值影响净利润总额为 62.7 亿（按减值区间中位数计算），占 182 家公司净利润总额 286.1 亿的 22.0%，拖累明显。若将商誉减值影响金额还原加到净利润总额，则 182 家公司 2018 年业绩增速为 -11.2%

另外，35 家重点跟踪的公司中，万达信息计提商誉减值 1015 万，占其 2018 年预告净利润的 3.77%。



图表 5.35 家重点公司商誉情况

| 证券代码      | 公司   | 商誉 (亿) | 净资产 (亿) | 占比 (商誉/净资产) (%) |
|-----------|------|--------|---------|-----------------|
| 300451.SZ | 创业慧康 | 11.08  | 22.27   | 49.74           |
| 002405.SZ | 四维图新 | 33.25  | 71.78   | 46.32           |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 139.92 | 302.45  | 46.26           |
| 002373.SZ | 千方科技 | 33.34  | 81.79   | 40.76           |
| 300271.SZ | 华宇软件 | 16.61  | 41.22   | 40.29           |
| 300036.SZ | 超图软件 | 7.07   | 18.91   | 37.41           |
| 300168.SZ | 万达信息 | 10.05  | 35.58   | 28.25           |
| 300496.SZ | 中科创达 | 3.73   | 14.64   | 25.47           |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 5.42   | 23.66   | 22.92           |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 7.06   | 32.14   | 21.96           |
| 002410.SZ | 广联达  | 6.75   | 31.57   | 21.40           |
| 300166.SZ | 东方国信 | 10.04  | 47.27   | 21.25           |
| 300367.SZ | 东方网力 | 8.03   | 38.62   | 20.79           |
| 002153.SZ | 石基信息 | 16.06  | 88.47   | 18.15           |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 4.75   | 30.96   | 15.34           |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 4.23   | 28.82   | 14.67           |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | 11.22  | 78.63   | 14.27           |
| 600588.SH | 用友网络 | 9.71   | 70.66   | 13.73           |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 1.33   | 11.19   | 11.85           |
| 002376.SZ | 新北洋  | 3.57   | 33.30   | 10.71           |
| 600570.SH | 恒生电子 | 3.55   | 34.52   | 10.29           |
| 600271.SH | 航天信息 | 6.86   | 124.61  | 5.51            |
| 300170.SZ | 汉得信息 | 0.94   | 28.65   | 3.28            |
| 300365.SZ | 恒华科技 | 0.18   | 16.36   | 1.10            |
| 002236.SZ | 大华股份 | 0.97   | 116.62  | 0.83            |
| 002415.SZ | 海康威视 | 2.56   | 335.81  | 0.76            |
| 603019.SH | 中科曙光 | 0.04   | 38.00   | 0.11            |
| 300377.SZ | 赢时胜  | 0.02   | 27.69   | 0.05            |
| 300523.SZ | 辰安科技 | 46.9 万 | 10.19   | 0.05            |
| 600845.SH | 宝信软件 | 0.02   | 66.04   | 0.03            |
| 000977.SZ | 浪潮信息 | 0.01   | 79.82   | 0.01            |
| 300532.SZ | 今天国际 | 0      | 7.77    | 0               |
| 300454.SZ | 深信服  | 0      | 31.23   | 0               |
| 002912.SZ | 中新赛克 | 0      | 12.46   | 0               |
| 603039.SH | 泛微网络 | 0      | 6.91    | 0               |

资料来源：万得，中银国际证券

### 医疗 IT、金融科技和云计算三个子板块值得关注

将 72 个市场关注度较高、所属概念较纯的标的分为工业互联网、金融科技、人工智能、信息安全、医疗信息化、云计算软件、云计算硬件、智慧安防等 8 个子板块（见

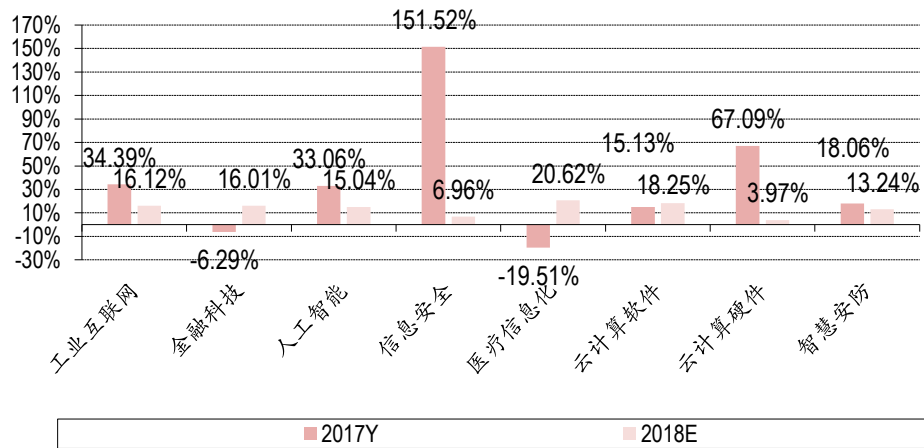


图表7)。

**8大板块增速表现优异。**2018年预告业绩增速维持正向的板块主要有工业互联网(16.1%)、金融科技(16.0%)、人工智能(15.0%)、信息安全(7.0%)、医疗信息化(20.6%)、云计算软件(18.3%)、云计算硬件(4.0%)、智慧安防(13.2%) 8大板块。

**医疗信息化、金融科技板块出现明显的边际改善。**2018年增速相对于2017年增速提升的有医疗信息化(增速由负转正,提升40pct)、金融科技(增速由负转正,提升近22pct)、云计算软件(提升3pct)。

图表6. 计算机部分子板块增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

**医疗信息化:** 2018年业绩实现较高增速主要因为受政策需求推动, 可谓行业“大年”, 卫宁健康、创业慧康、万达信息、和仁科技等代表性公司的订单均实现较高增长, 由于行业内项目建设及政策推动的延续性, 传统医疗软件产品业务有望持续较高增长。并且随着医保局在医疗体系内的重要性逐步增加, “互联网+医院”、“互联网+医药”、DRGs等新业务需求也在不断释放, 因此2019年综合业务需求有望延续较高增速趋势。

**金融科技:** 从增速看, 2017年业绩增速为-6.3%, 2018年同比增速为16%, 提升非常明显。从量值看, 2018年净利润为95.3亿, 已经略超2016年的94.9亿水平, 说明2017年行业增速已经触底, 2018年成为明显拐点, 随着AI新技术刺激行业需求, 金融监管政策变化对基础设施需求边际改善效应扩散, 2019年行业有望继续处于增长态势。

**云计算软件:** 受益于SaaS转型带动, 石基信息、广联达等云软件厂商所属的云软件板块预告增速同比增长18%, 业绩增长较好。而三季报分析中板块业绩增速为20%, 证明云化转型和客户接受程度符合预期。

**云计算硬件:** 2017年高增速主要受紫光股份并表新华三等孤立因素导致, 2018年增速较为平稳。受益于2018年云厂商的资本开支快速增加, 浪潮信息、宝信软件业绩增速分别为61%和44%, 表现优异。

**信息安全:** 以网络安全为主的板块(不含三六零)2018年业绩预告增速接近7%, 表现较为优异。领先厂商如中新赛克业绩增速为55.0%、启明星辰增速为28.8%、美亚柏科增速为19.1%、绿盟科技增速为13.0%, 可见龙头厂商表现更为出色。



图表 7. 主要计算机上市公司子板块划分

| 子板块   | 上市公司  |
|-------|---|
| 工业互联网 | 东方国信、启明信息、卫士通、汉得信息、绿盟科技、今天国际、用友网络、宝信软件                            |
| 金融科技  | 恒生电子、长亮科技、东方财富、赢时胜、金证股份、高伟达、顶点软件、浩云科技、先进数通、顺利办、金财互联、新开普           |
| 人工智能  | 科大讯飞、拓尔思、四维图新、中科创达、神思电子、汉王科技、川大智胜、海康威视、大华股份、佳都科技                  |
| 信息安全  | 启明星辰、深信服、中新赛克、美亚柏科、辰安科技、绿盟科技、旋极信息、北信源、任子行、蓝盾股份、卫士通、中孚信息、天源迪科、南洋股份 |
| 医疗信息化 | 卫宁健康、东华软件、思创医惠、万达信息、润和软件、创业软件、神思电子、和仁科技、麦迪科技                      |
| 云计算硬件 | 紫光股份、浪潮信息、中科曙光、华胜天成、宝信软件、深信服、易华录、数据港、奥飞数据、同有科技                    |
| 云计算软件 | 石基信息、广联达、卫宁健康、超图软件、恒华科技、泛微网络、用友网络、华宇软件、航天信息、宝信软件、汉得信息、赛意信息、鼎捷软件   |
| 智能安防  | 海康威视、大华股份、东方网力、苏州科达、千方科技、佳都科技、天源迪科、熙菱信息、立昂技术                      |

资料来源：万得，中银国际证券

## 投资建议

我们重点推荐医疗 IT 领域的（卫宁健康、创业慧康、万达信息），金融科技领域的（恒生电子、航天信息），SaaS 云软件领域的（广联达、超图软件、用友网络），云计算硬件领域的（浪潮信息、紫光股份），信息安全领域的（美亚柏科、启明星辰）等。

## 风险提示

### 1、新技术落地进展不及预期。

新技术升级及产品化落地，对以计算机为代表的科技行业影响深远，若技术研发落地进展不及预期，将对行业产品和格局产生一定的消极影响。

### 2、下游需求不及预期。

随着下游客户盈利水平小幅下滑，不同下游行业的景气度不同，特别是随着降税减费对政府财政的影响，可能出现行业客户需求不及预期的风险。

### 3、重点公司代表性下降。

文中重点公司的选取主要基于行业地位、营收体量和市场关注度等，随行业竞争、市场情绪、风险偏好等环境变化，其代表性可能会有变化。



附录图表 8. 推荐的重点公司估值表

| 代码        | 公司   | 股价 (元) | 总市值<br>(亿元) | EPS  |      |       |       | PE       |        |        |       | 评级 |
|-----------|------|--------|-------------|------|------|-------|-------|----------|--------|--------|-------|----|
|           |      |        |             | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E |    |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 12.59  | 204.24      | 0.32 | 0.14 | 0.21  | 0.29  | 39.38    | 89.16  | 59.11  | 44.02 | 买入 |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 20.75  | 100.73      | 0.13 | 0.34 | 0.45  | 0.58  | 159.86   | 61.70  | 45.70  | 35.78 | 买入 |
| 300168.SZ | 万达信息 | 13.48  | 148.21      | 0.22 | 0.30 | 0.26  | 0.39  | 62.21    | 45.39  | 51.85  | 34.56 | 买入 |
| 600570.SH | 恒生电子 | 85.97  | 531.13      | 0.03 | 0.76 | 0.86  | 1.17  | 2,904.39 | 112.72 | 99.97  | 73.48 | 买入 |
| 600271.SH | 航天信息 | 28.65  | 533.61      | 0.82 | 0.84 | 0.88  | 1.08  | 34.74    | 34.28  | 32.56  | 26.53 | 买入 |
| 002410.SZ | 广联达  | 26.57  | 299.32      | 0.38 | 0.42 | 0.48  | 0.61  | 70.74    | 63.38  | 55.35  | 43.56 | 买入 |
| 300036.SZ | 超图软件 | 16.73  | 75.21       | 0.28 | 0.44 | 0.65  | 0.96  | 59.01    | 38.32  | 25.74  | 17.43 | 买入 |
| 600588.SH | 用友网络 | 30.81  | 590.78      | 0.10 | 0.20 | 0.31  | 0.46  | 299.42   | 151.85 | 100.36 | 67.57 | 买入 |
| 000977.SZ | 浪潮信息 | 21.66  | 279.25      | 0.22 | 0.33 | 0.52  | 0.75  | 97.30    | 65.32  | 41.65  | 28.88 | 买入 |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 39.20  | 572.02      | 0.56 | 1.08 | 1.16  | 1.55  | 70.20    | 36.31  | 33.79  | 25.29 | 买入 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 24.99  | 224.08      | 0.30 | 0.50 | 0.62  | 0.77  | 84.51    | 49.58  | 40.11  | 32.45 | 增持 |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 16.79  | 133.45      | 0.23 | 0.34 | 0.39  | 0.52  | 73.06    | 49.11  | 43.05  | 32.29 | 买入 |

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 2 月 27 日



## 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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