



300113.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 19.01

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 增值服务稳定公司业绩, 顺网云业务持续布局。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	50.0	14.0	47.8	(4.6)
相对深证成指	13.2	11.2	19.1	0.4

发行股数(百万)	694
流通股(%)	68
总市值(人民币 百万)	13,198
3个月日均交易额(人民币 百万)	474
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
华勇	40

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月26日收市价为标准

相关研究报告

- 《顺网科技》20190228
- 《顺网科技》20180901
- 《顺网科技》20180507

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

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

顺网科技

增值服务稳定营收增速, 看好顺网云平台布局

公司发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 19.85 亿元, 同比增长 9.31%, 归属于母公司股东净利润 3.22 亿元, 同比减少 37.22%。我们预计公司广告和游戏联运业务 2019 年有望回暖, 看重公司边缘计算领域(顺网云)的布局, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 增值业务维稳营收增速, 商誉减值影响净利润水平。公司报告期营收增速同比增长 9.31%, 主要由于游戏增值业务收入大幅增长; 全资子公司国瑞信安(系统安全业务)收入不达预期使得公司计提 1.21 亿元商誉减值, 全年归母净利润同比下滑 37.22%。
- 整体毛利率下滑, 棋牌游戏业务稳健增长。报告期公司游戏增值业务和视频直播业务发展迅速, 该业务毛利率相对较低, 使得广告及增值业务成本同比增长 141.07%, 因此整体毛利率较 2017 年下滑 5.85 个百分点。公司棋牌业务(浮云网络)经营情况良好, 整体营收增长接近 10%。
- 打造“顺网云”平台, 引领行业发展。报告期公司推出了基于边缘计算的产品——“顺网云”, 创新了统一管理网吧终端的模式, 同时基于“顺网云”推出“云 PC”服务。该模式将持续提升公司在网吧服务领域的市占率, 同时有望在网吧云平台的基础上叠加新的应用场景, 扩大公司的业务范围。

估值

- 我们预计公司下半年游戏广告及联运业务将有望回升。同时假设公司系统安全业务不再下滑, 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 5.12、5.99 和 6.96 亿元, 每股收益 0.74、0.86 和 1.00 元(原预测为 0.81/0.91/-元), 对应当前股价市盈率分别为 25.8、22 和 19.0 倍, 维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 广告业务未回暖, 公司扩张布局受阻。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,816	1,985	2,098	2,293	2,518
变动(%)	7	9	6	9	10
净利润(人民币 百万)	512	322	512	599	696
全面摊薄每股收益(人民币)	0.738	0.463	0.738	0.863	1.002
变动(%)	(2.7)	(37.2)	59.3	16.9	16.1
先前预测每股收益(人民币)			0.808	0.910	
调整幅度(%)			(8.66)	(5.16)	
全面摊薄市盈率(倍)	25.8	41.0	25.8	22.0	19.0
价格/每股现金流量(倍)	19.5	20.8	20.9	19.8	16.9
每股现金流量(人民币)	0.97	0.91	0.91	0.96	1.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	27.5	16.8	13.9	11.3
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.074	0.086	0.100
股息率(%)	1.1	0.0	0.4	0.5	0.5

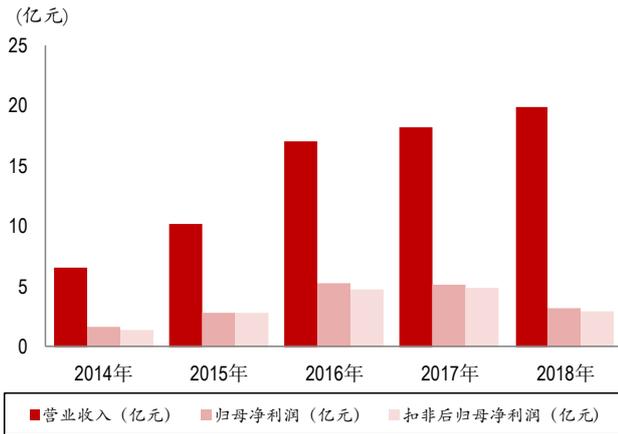
资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



公司财务摘要:

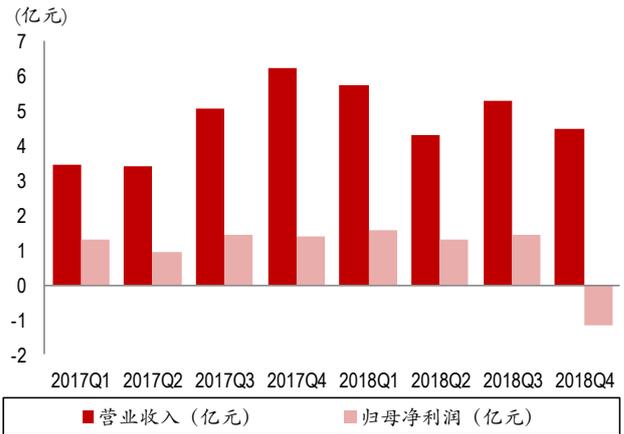
公司发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 19.85 亿元, 同比增长 9.31%, 归属于母公司股东净利润 3.22 亿元, 同比减少 37.22%, 扣非后归属于母公司股东净利润 2.91 亿元, 同比减少 40.39%。第四季度实现营收 4.51 亿元, 同比减少 27.67%, 环比减少 14.81%, 归属于母公司股东净利润-1.17 亿元, 同比减少 182.50%, 环比减少 179.75%。基本每股收益 0.46 元, 同比减少 37.84%。公司 2018 年度不进行股利分配, 不进行资本公积金转增股本。

图表 1. 2014-2018 年公司营业收入和净利润变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 2017Q1-2018Q4 单季度营收及净利润变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

点评:

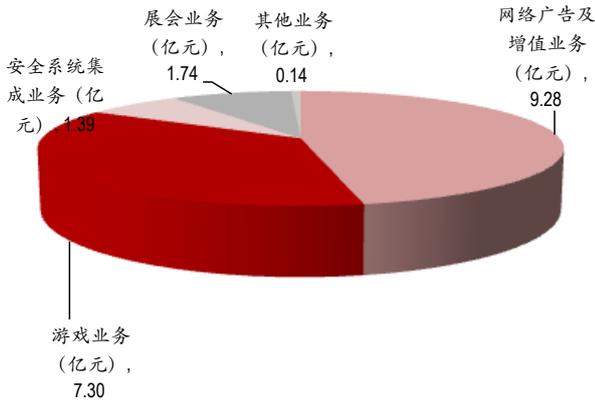
增值业务带动营收稳健增长, 商誉减值影响整理利润水平

报告期公司实现营收 19.85 亿元, 同比增长 9.31%, 各项业务取得良好发展; 归母净利润 3.22 亿元, 同比下滑 37.22%, 主要由于公司计提商誉减值所致。报告期内, 由于全资子公司国瑞信安业绩不达预期, 公司经过谨慎考虑, 计提商誉减值 1.21 亿元。

业务结构方面, 报告期内公司通过发展 Gamelife 游戏平台, 游戏增值业务收入大幅增长, 网络广告及增值业务实现收入 9.28 亿元, 同比增长 42.21%, 但由于增值业务毛利较低, 因此该业务整体毛利率下滑 17.28 个百分点, 该业务营业成本达到 3.89 亿元, 同比增长 141.07%。安全系统集成业务由子公司国瑞信安运营, 实现收入 1.39 亿元, 同比下滑 40.97%, 展会业务由子公司汉威信恒运营, 实现收入 1.74 亿元, 同比增长 8.89%。

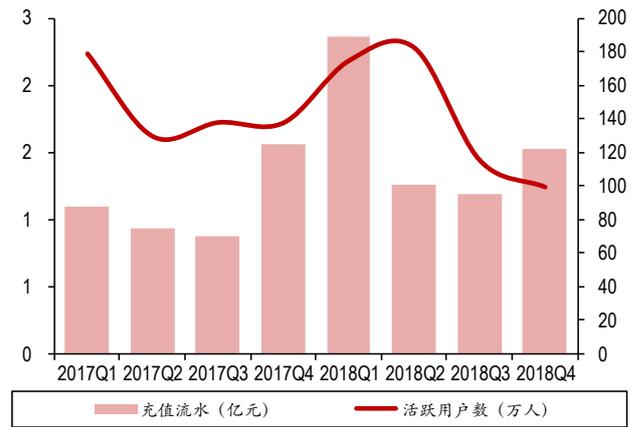
游戏业务实现收入 7.30 亿元, 同比减少 2.02%, 游戏包含棋牌业务和游戏联运业务, 棋牌业务的运营主体为子公司浮云网络 (股权比例 80%), 浮云网络实现营收 5.86 亿元, 同比增长 8.9%, 净利润 3.01 亿元, 同比增长 2.38%, 因此公司游戏业务的下滑主要由于公司游戏联运业务下滑所致。从 91Y 游戏平台的流水数据及活跃用户数来看, 2018 年全年流水超过 2017 年, 而活跃用户在一季度达到高点后, 在三、四季度下滑较快。

图表 3. 2018 年公司业务结构



资料来源：万得，中银国际证券

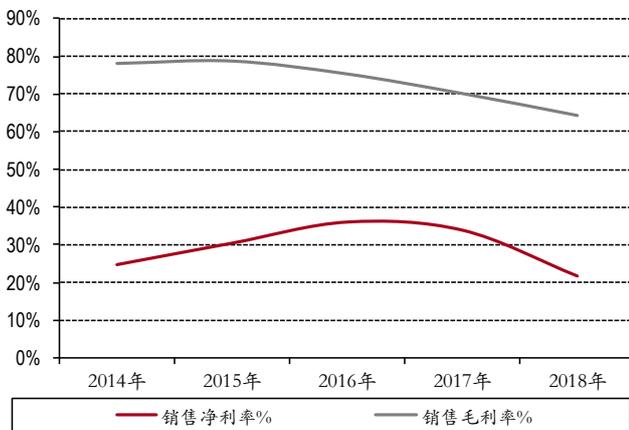
图表 4. 2017Q1-2018Q4 91Y 平台流水和活跃用户数



资料来源：万得，中银国际证券

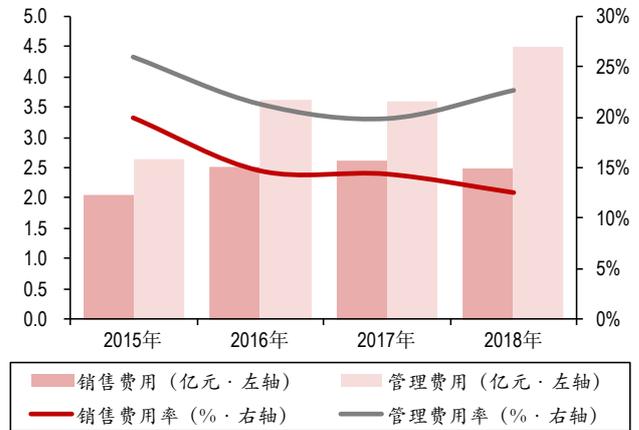
由于公司营收的增长来自于毛利率较低的增值业务发展，报告期整体毛利率为 64.17%，同比下滑 5.85 个百分点；由于商誉减值等因素，净利率为 21.70%，同比下滑 12.14 个百分点。期间费用方面，销售费用发生额为 2.49 亿元，同比减少 4.64%，管理费用发生额为 2.21 亿元，同比增长 33.17%，主要由于本期组织架构调整员工根据岗位职责重新划分，调整后计入管理费用薪酬增加所致；研发费用发生额为 2.29 亿元，同比增长 17.6%，相关的研发项目作相应调整，游戏相关类的研发减少，增加了云服务等产业的研发投入。

图表 5. 2014-2018 年公司毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2014-2018 年公司销售费用和管理费用变化情况



资料来源：万得，中银国际证券 (2018 年管理费用加回研发费用)

现金流情况方面，公司报告期投资活动现金流入和流出分别同比增长 2290.69%，和 5632.11%，主要由于报告期公司进行了结构性存款的收回和支出所致；报告期筹资活动现金流入同比减少 88.29%，主要由于本期行权资金大幅减少。

非主营业务方面，公司报告期投资收益为 0.34 亿元，主要由于结构性存款收益和处置可供出售金融资产，占利润总额比重为 7.05%，营业外收入为 0.13 亿元，主要为政府补助。



打造“顺网云”平台，引领行业发展

报告期内，公司继续引领行业变革，将“边缘计算”应用于网吧行业，推出了基于边缘计算的产品——“顺网云”，为网吧提供存储上的云服务，直接以云的方式解决企业终端的IT管理问题，创新了统一管理网吧终端的模式，大大降低了企业运维IDC的成本，为客户提供更好的性能和实时性体验。目前顺网的云平台已经在全国40余个城市建立了近百个云计算POP节点，为已经接入的上千个公共上网场所提供稳定的服务。

公司继续发展Gamelife泛娱乐平台，基于玩家个性化需求提供游戏加速、游戏道具购买等增值服务，打造一站式游戏娱乐综合平台；2018年受到版号停审等政策影响，新游戏上线数量大幅减少，公司以新游戏为主的广告业务和游戏联运业务受影响较大，通过发展增值业务，公司确保了整体营收稳健增长。

报告期内，由子公司汉威信恒主办的中国国际数码互动娱乐展览会（简称ChinaJoy）线下盛会持续为网民提供多元化、一站式的泛娱乐服务。ChinaJoy展会经过十余年的发展，参展商家范围不断拓展，从单纯游戏厂商拓展到覆盖人工智能、芯片、电子支付等涉及高科技的多项领域，是展现全球高新前沿科技在消费应用端的一个重要平台。

公司未来展望：加速“顺网云”产品布局，提供一站式游戏服务体验

大力拓展顺网云业务。2019年顺网云的发展布局将是公司的战略重心，目前公司已和浙数文化旗下上海浩方合资成立“云莱信息”技术有限公司（占股65%），继续在全国范围内大力推进顺网云的落地建设，加速提升网吧的云服务规模。同时，推进顺网云为更多场景下的用户提供服务 and 优质的解决方案，如教育机构、医疗机构、政府窗口、居民物业等。同时在顺网云的基础上推出“云PC”服务，推广云游戏服务，推动“数据上云”向“算力上云”进一步发展。

公司将在顺网云产品基础上推出“云PC”服务，在网吧率先推广云游戏服务，推动“数据上云”向“算力上云”进一步发展。“云PC”使得网吧用户只需一个小巧的终端设备连接显示器、键鼠和耳机，无需本地PC主机，即可使用一台线上高性能的PC。其“瘦终端、高性能；低延时、高带宽”的设计，将为行业带来新的技术革新。

结合“云PC”服务，优化升级Gamelife平台。公司将依托人工智能等技术，引入游戏、影视、音乐、动漫等厂商特权，丰富平台内容，结合厂商开展专属活动，打造泛娱乐服务生态圈。同时公司将打造ChinaJoy Connect，为ChinaJoy提供有力补充，将其打造成展会和娱乐为一体的一站式泛娱乐平台。

盈利预测：

目前游戏版号审批政策已经重启，根据游戏获得版号到上线往往有三个月到半年左右时间的行业规律，我们预计公司下半年游戏广告及联运业务将有望回升。同时假设公司系统安全业务不再下滑，预计公司2019-2021年实现归母净利润5.12、5.99和6.96亿元，每股收益0.74、0.86和1.00元（原预测为0.81/0.91/-元），对于当前股价市盈率分别为25.8、22和19.0倍，维持公司**买入**评级。

风险提示：

广告业务未回暖，公司扩张布局受阻。



图表 7. 公司年度报告财务摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	2018 全年
一、营业总收入	575.2	429.1	529.5	451.1	1984.9
二、营业总成本	363.5	306.0	298.0	588.8	1170.3
其中：营业成本	204.5	167.0	149.6	190.0	711.1
营业税金及附加	5.7	4.8	3.5	4.0	18.0
销售费用	77.9	67.2	51.6	52.8	249.4
管理费用	82.7	77.4	64.9	74.7	220.6
财务费用	(7.4)	(10.3)	(6.5)	(6.4)	(30.5)
资产减值损失	0.1	0.0	(1.3)	159.7	158.5
三、其他经营收益	0.3	22.7	1.2	9.8	33.9
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.3	22.7	1.2	9.8	33.9
四、营业利润	213.9	146.0	233.7	(124.3)	469.4
加：营业外收入	1.3	6.8	0.8	3.8	12.8
减：营业外支出	0.3	0.9	0.1	0.5	1.8
五、利润总额	214.9	152.0	234.4	(120.9)	480.4
减：所得税	31.2	3.3	27.2	(12.0)	49.6
六、净利润	183.7	148.7	207.1	(108.9)	430.7
减：少数股东损益	23.7	16.7	60.8	7.8	109.1
七、归属母公司净利润	160.0	132.0	146.3	(116.7)	321.6
EPS	0.2	0.2	0.2	(0.2)	0.5
主要比率(%)					
毛利率	64.4	61.1	71.7	57.9	64.2
主营税金率	1.0	1.1	0.7	0.9	0.9
销售费率	13.5	15.7	9.7	11.7	12.6
管理费率	14.4	18.0	19.1	41.8	22.7
营业利润率	37.2	34.0	44.1	(27.6)	23.6
实际税率	14.5	2.1	11.6	10.0	10.3
净利率	31.9	34.7	39.1	(24.1)	21.7
YoY()					
收入增长率	66.3	26.1	4.6	(27.7)	9.3
营业利润增长率	24.2	21.5	17.1	(167.9)	(30.4)
净利润增长率	24.2	38.2	4.5	(167.8)	(29.9)

资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,816	1,985	2,098	2,293	2,518
销售成本	(563)	(729)	(740)	(783)	(832)
经营费用	(604)	(836)	(707)	(774)	(852)
息税折旧前利润	649	420	651	736	834
折旧及摊销	(23)	(22)	(17)	(17)	(17)
经营利润(息税前利润)	626	398	634	719	817
净利息收入/(费用)	20	31	36	51	68
其他收益/(损失)	39	52	35	45	50
税前利润	685	480	705	814	934
所得税	(70)	(50)	(73)	(84)	(96)
少数股东权益	(102)	(109)	(120)	(131)	(142)
净利润	512	322	512	599	696
核心净利润	513	323	514	600	697
每股收益(人民币)	0.738	0.463	0.738	0.863	1.002
核心每股收益(人民币)	0.740	0.465	0.740	0.864	1.003
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.074	0.086	0.100
收入增长(%)	7	9	6	9	10
息税前利润增长(%)	(0)	(36)	59	13	14
息税折旧前利润增长(%)	(0)	(35)	55	13	13
每股收益增长(%)	(3)	(37)	59	17	16
核心每股收益增长(%)	(3)	(37)	59	17	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	685	480	705	814	934
折旧与摊销	23	22	17	17	17
净利息费用	(20)	(31)	(36)	(51)	(68)
运营资本变动	23	35	38	(16)	41
税金	32	59	(73)	(84)	(96)
其他经营现金流	(67)	67	(20)	(12)	(45)
经营活动产生的现金流	676	633	631	668	783
购买固定资产净值	(5)	(5)	0	0	0
投资减少/增加	257	154	15	25	30
其他投资现金流	(214)	(596)	18	0	0
投资活动产生的现金流	38	(447)	33	25	30
净增权益	(139)	0	(51)	(60)	(70)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	139	0	51	60	70
其他融资现金流	(153)	(297)	(19)	(9)	(2)
融资活动产生的现金流	(153)	(297)	(19)	(9)	(2)
现金变动	561	(111)	645	684	811
期初现金	1,174	1,738	1,633	2,278	2,961
公司自由现金流	714	186	664	693	813
权益自由现金流	695	155	628	642	745

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,756	1,982	2,628	3,311	4,122
应收帐款	276	212	312	261	369
库存	35	22	38	25	42
其他流动资产	4	8	4	8	5
流动资产总计	2,071	2,223	2,982	3,606	4,538
固定资产	69	66	51	36	22
无形资产	27	22	20	18	16
其他长期资产	39	40	42	42	42
长期资产总计	135	128	113	96	79
总资产	3,981	3,886	4,613	5,220	6,133
应付帐款	165	128	172	145	191
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	585	643	620	583	682
流动负债总计	750	771	792	728	873
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	37	16	37	37	37
股本	694	694	694	694	694
储备	2,188	2,373	2,816	3,355	3,982
股东权益	2,882	3,067	3,511	4,050	4,676
少数股东权益	195	153	273	405	547
总负债及权益	3,981	3,886	4,613	5,220	6,133
每股帐面价值(人民币)	4.15	4.42	5.06	5.83	6.73
每股有形资产(人民币)	4.11	4.39	5.03	5.81	6.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.50)	(2.35)	(3.28)	(4.27)	(5.43)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.7	21.2	31.0	32.1	33.1
息税前利润率(%)	34.5	20.1	30.2	31.3	32.5
税前利润率(%)	37.7	24.2	33.6	35.5	37.1
净利率(%)	28.2	16.2	24.4	26.1	27.6
流动性					
流动比率(倍)	2.8	2.9	3.8	5.0	5.2
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)	2.7	2.9	3.7	4.9	5.1
估值					
市盈率(倍)	25.8	41.0	25.8	22.0	19.0
核心业务市盈率(倍)	25.7	40.9	25.7	22.0	18.9
市净率(倍)	4.6	4.3	3.8	3.3	2.8
价格/现金流(倍)	19.5	20.8	20.9	19.8	16.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	27.5	16.8	13.9	11.3
周转率					
存货周转天数	29.3	14.2	14.8	14.8	14.7
应收帐款周转天数	50.2	44.8	45.6	45.6	45.6
应付帐款周转天数	27.5	26.9	26.1	25.2	24.4
回报率					
股息支付率(%)	27.1	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	19.5	10.8	15.6	15.8	15.9
资产收益率(%)	15.2	9.1	13.4	13.1	12.9
已运用资本收益率(%)	4.6	2.6	3.7	3.6	3.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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，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