



强于大市

计算机行业2019年三季度报综述

增长平稳，现金流表现出色，Q4寻找确定性

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
恒生电子	600570.SH	77.54	买入
卫宁健康	300253.SZ	17.45	买入
创业慧康	300451.SZ	18.46	买入
广联达	002410.SZ	34.22	买入
用友网络	600588.SH	29.73	买入
超图软件	300036.SZ	18.35	买入
浪潮信息	000977.SZ	28.45	买入
紫光股份	000938.SZ	30.27	买入
启明星辰	002439.SZ	33.38	买入
拓尔思	300229.SZ	11.61	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年11月04日当地货币收市价为标准

中位数法计算，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及经营现金流分别增长**15.0%、8.8%和 5.4%**，营收净利增长平稳，经营现金流持续改善，佐证公司更加注重经营质量。整体上行业营收净利增长仍然高于宏观增长平均值，信息安全、金融科技、医疗IT和云计算等细分板块增速提升，Q4看好业绩确定性的较强的优质板块。

支撑评级的要点

- **业绩增长 8.8%，表现平稳，现金流表现优异。**按照中位数法计算，2019Q1-Q3 三指标（营收/净利润/经营性现金流）均实现较好增长，分别同比增长 15.0%/8.8%/5.4%，增长平稳，符合预期。难能可贵的是经营性现金流状况改善较为明显，增速直接由负转正。整体法看净利润和经营现金流增速相匹配，预计主要因为行业内公司整体更加关注经营质量，加强回款力度导致现金流有所改善。
- **8大板块全面增长，增速分化但正向增长较多。**8个子板块 2019Q1-Q3 年净利润业绩均保持正向增长，增速表现如下：信息安全（+59%）、金融科技（+55%）、云硬件（+25%）、工业互联网（+20%）、云软件（+17%）、人工智能（+15%）和智能安防（+10%）、医疗信息化（+7%）。同比增速变化有所分化，信息安全、金融科技、医疗信息化、云硬件和云软件板块持续好转，增速分别提升 44、42、16、9 和 5pct，工业互联网、智能安防和人工智能增速分别下滑 19、10 和 4pct。
- **各行业营收增长平稳，现金流增速变化不一。**信息安全营收增长平稳，净利润增速远超全年同期，且经营现金流改善非常明显；**金融科技**净利润增长较好，但营收和现金流均为负向增长；**云硬件**营收净利实现平稳增长，现金流增速提升非常明显；**云软件**营收增速下滑为负，但净利润和现金流依然实现增长；**人工智能**营收净利增速为 14%-15%，现金流增速（-450%）非常差；**智能安防**三项指标均实现正向增长；**工业互联网**营收净利增长平稳，需要在产品通用性中取得突破；**医疗IT**三指标均实现正向增长，并且现金流增速三倍与净利润增速。

重点推荐

- 行业整体增长平稳，但营收增长依然高于宏观经济增速，经营现金流得到持续改善，证明上市公司非常重视经营质量。增速较高的细分领域全年业绩高增长确定性较强，建议在 2019Q4 及明年初进行重点配置。推荐信息安全、金融科技、医疗IT和云计算等板块。个股方面，重点推荐金融科技的**恒生电子**，医疗IT领域的**卫宁健康**、**创业慧康**，云软件领域的**广联达**、**用友网络**、**超图软件**，云硬件领域的**浪潮信息**、**紫光股份**，信息安全及政企信息化领域的**启明星辰**、**拓尔思**。

评级面临的主要风险

- 新技术发展不及预期；下游需求回暖不及预期；政策催化不及预期。

相关研究报告

《11月行业观点》20191104

《从技术走向商业看“中台”投资机会》

20191024

《演化系列 5G 专题报告之一》20191021

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

010-66229041

yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001



目录

板块业绩平稳，现金流和经营质量改善明显	4
业绩增长近 9%，表现平稳，现金流改观明显	4
重点关注跟踪公司成长表现	6
信息安全、金融科技、医疗 IT 和云板块增长较好	8
8 大板块全面增长，增速分化五五开	8
投资建议	13
风险提示	14



图表目录

图表 1. 2019 三季度营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）	4
图表 2. 2019 三季度营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）	4
图表 3. 2019Q3 单季度营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）	5
图表 4. 2019Q3 单季度营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）	5
图表 5. 重点关注公司指标增速变化.....	6
图表 6. 重点覆盖公司预测值与实际值对比.....	7
图表 7. 主要计算机上市公司子板块划分.....	8
图表 8. 八大细分板块 2018 及 2019 前三季度归母净利润增速变化.....	8
图表 9. 信息安全 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化	9
图表 10. 金融科技 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化	9
图表 11. 云硬件 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化.....	10
图表 12. 云软件 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化.....	10
图表 13. 人工智能 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化.	11
图表 14. 智能安防 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化.	11
图表 15. 工业互联网 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化	12
图表 16. 医疗信息化 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化	12
附录图表 17. 推荐的重点公司估值表.....	15

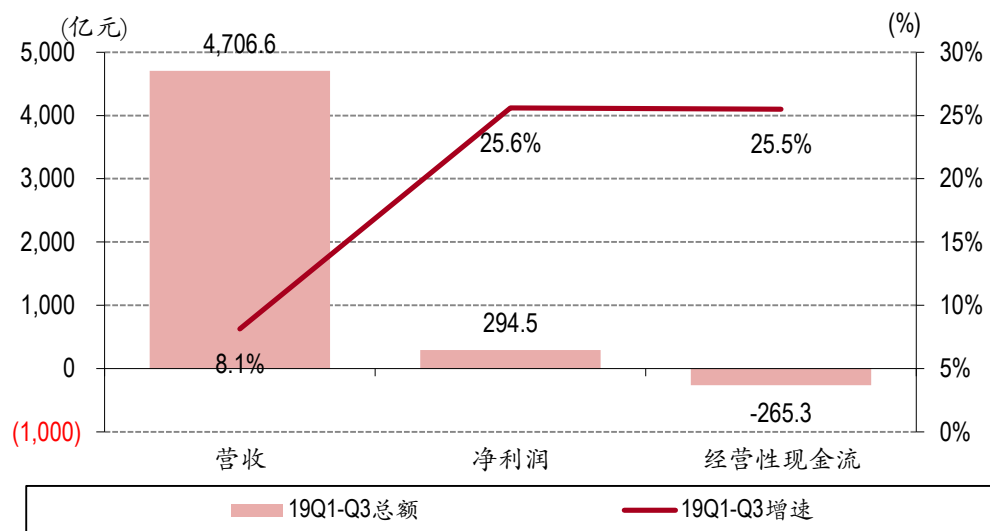
板块业绩平稳，现金流和经营质量改善明显

业绩增长近 9%，表现平稳，现金流改观明显

按照 SW 计算机板块划分并相应调整（加上海康威视、大华股份）的 215 家公司进行统计。

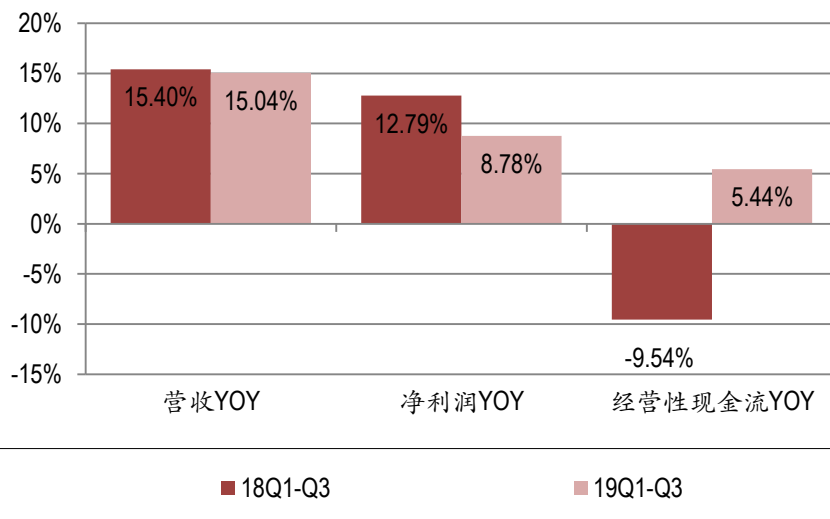
- 以整体法口径，行业 2019Q1-Q3 营收总额为 4,706 亿(+8.1%)，归母净利润总额为 295 亿(+25.6%)，经营性现金流总额为-265 亿(+25.5%)。
- 按照中位数法计算，行业营收 YoY 为 15.0%，较 18Q1-Q3 的 15.4% 基本持平；归母净利润 YoY 为 8.8%，同比减少 4pct；经营性现金流 YoY 是 5.4%，同比大幅增加 15pct。
- 以上数据表明，行业整体营收和盈利能力保持增长，难能可贵的是经营性现金流状况改善较为明显，直接由负转正。整体法看净利润和经营现金流增速相匹配，预计主要因为行业内公司整体更加关注经营质量，加强回款力度导致现金流有所改善。

图表 1. 2019 三季报营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2019 三季报营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）



资料来源：万得，中银国际证券

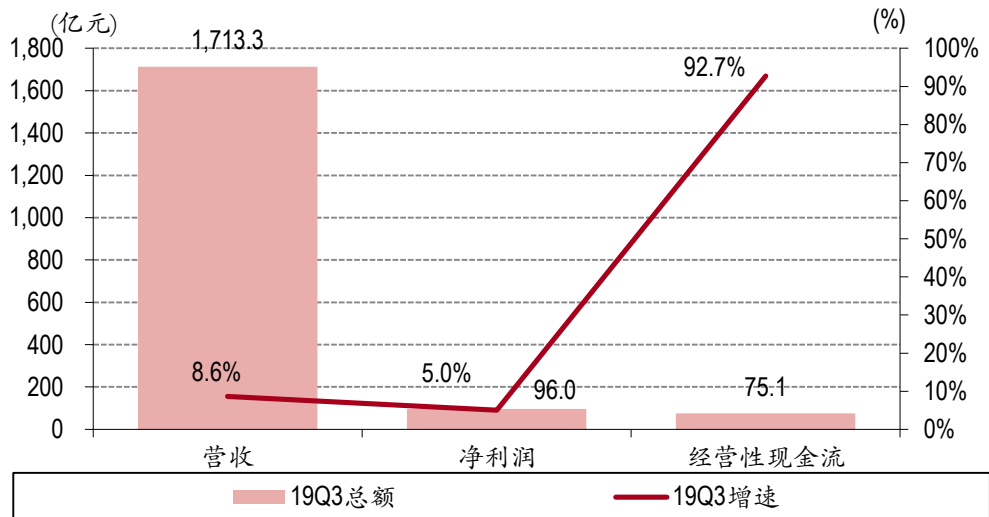


观察 Q3 单季：

整体法口径，19Q3 营收总额为 1,713 亿 (+8.6%)，归母净利润总额为 96 亿 (+5.0%)，经营性现金流总额为 75 亿 (+92.7%)。

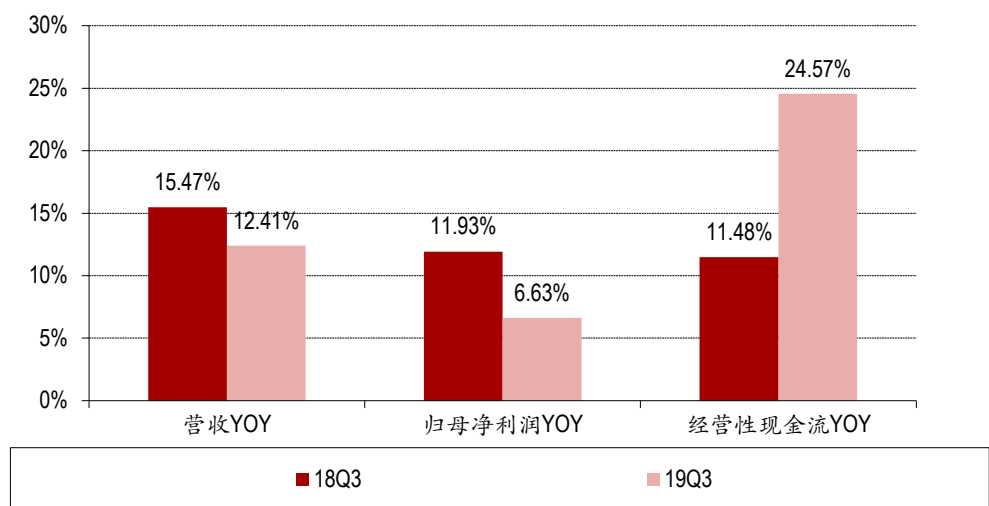
中位数法口径，19Q3 营收 YOY 为 12.4%，同比下降 3pct，归母净利润 YOY 为 6.6%，同比下降 5.3pct，经营性现金流 YOY 为 24.6%，同比提升 13.1pct。Q3 单季现金流继续改善，延续了 Q2 环比改善的良好态势，但是收入和净利润增速有所放缓。

图表 3. 2019Q3 单季度营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2019Q3 单季度营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）



资料来源：万得，中银国际证券

综合可知，19Q1-Q3 计算机板块在成长性方面表现一般，但在经营现金流方面得到大幅改善。预计主要因为上市公司吸取去年现金流表现较差的教训，对经营性现金流重视程度提升并加强回款管理，也非常慎重选择项目和客户。

重点关注跟踪公司成长表现

如下为我们重点跟踪关注的公司三大指标成长表现明细。

图表 5. 重点关注公司指标增速变化

证券代码	公司	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018 Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018 Q1-Q3	2019Q1-Q3
		营收(%)	营收(%)	净利润(%)	净利润(%)	经营现金流(%)	经营现金流(%)
000938.SZ	紫光股份	27.42	10.20	3.88	6.87	584.38	(363.10)
000977.SZ	浪潮信息	102.62	13.79	48.76	39.09	(407.45)	54.13
002153.SZ	石基信息	1.31	22.43	13.47	1.83	286.52	(93.71)
002230.SZ	科大讯飞	56.00	24.41	29.94	70.51	(7.11)	35.90
002373.SZ	千方科技	34.27	26.33	56.42	20.54	(390.58)	(2.82)
002376.SZ	新北洋	41.60	(13.21)	36.14	(15.88)	(106.82)	857.60
002405.SZ	四维图新	14.96	0.76	38.38	(88.97)	129.30	(109.13)
002410.SZ	广联达	26.15	22.78	2.10	(45.74)	(585.01)	9.93
002439.SZ	启明星辰	10.75	21.57	114.56	(17.93)	(146.91)	53.21
002777.SZ	久远银海	19.59	17.57	28.78	41.69	59.10	(363.13)
002912.SZ	中新赛克	56.72	28.51	64.04	12.67	(140.78)	562.76
300036.SZ	超图软件	27.64	15.04	51.47	21.15	(67.54)	(5.70)
300166.SZ	东方国信	19.35	16.12	15.99	0.89	(73.34)	49.47
300168.SZ	万达信息	14.15	5.81	36.63	(71.72)	(0.39)	(104.02)
300170.SZ	汉得信息	32.34	6.00	25.17	(66.10)	21.60	(113.34)
300188.SZ	美亚柏科	22.15	19.25	(27.97)	(172.08)	(144.11)	37.33
300253.SZ	卫宁健康	34.19	29.50	44.12	41.73	4.68	(2.89)
300271.SZ	华宇软件	19.53	37.44	35.25	9.63	(13.54)	(25.38)
300348.SZ	长亮科技	21.86	18.49	13.57	(21.16)	(18.49)	(2.82)
300365.SZ	恒华科技	53.34	(4.59)	53.75	17.78	(10.76)	(88.12)
300369.SZ	绿盟科技	24.91	30.07	25.13	97.66	(6.75)	121.21
300451.SZ	创业慧康	5.37	17.83	65.94	65.49	(35.63)	(31.27)
300454.SZ	深信服	32.81	35.34	14.66	(0.02)	(5.78)	23.20
300496.SZ	中科创达	28.43	41.68	40.76	50.73	(12.54)	(122.79)
300523.SZ	辰安科技	97.93	63.35	4,921.73	(75.36)	16.28	(84.16)
300559.SZ	佳发教育	138.26	64.93	94.55	101.20	(78.94)	1,469.26
600271.SH	航天信息	12.75	(17.13)	(23.87)	34.00	(220.93)	(56.58)
600570.SH	恒生电子	18.93	17.02	24.42	122.86	(75.88)	35.14
600588.SH	用友网络	38.84	10.14	158.00	196.39	77.24	(2.69)
600845.SH	宝信软件	20.27	12.01	60.18	24.82	(12.30)	47.63
601360.SH	三六零	11.77	0.77	7.93	105.74	1.53	(26.68)
603019.SH	中科曙光	44.06	24.24	129.63	43.57	83.80	2,174.03
603039.SH	泛微网络	38.82	26.11	21.34	20.91	20.34	(10.33)

资料来源：万得，中银国际证券

我们在三季报公告之前发布预测报告《行业部分重点公司三季报预测——看好代表性公司普遍高增》中，对重点覆盖标的进行增速预判，现进行预测回测，如下表。



图表 6. 重点覆盖公司预测值与实际值对比

公司	前三季度预测增速 (%)	前三季度实际增速 (%)
紫光股份	14	7
广联达	(30)	(46)
新北洋	(4)	(16)
超图软件	23	21
用友网络	256	196
拓尔思	61	41
太极股份	13	10
广电运通	9	13
石基信息	5	2
思创医惠	18	11
苏州科达	(59)	(84)
启明星辰	20	(18)
深信服	2	0
中科创达	45	51
恒生电子	108	123
浪潮信息	33	39
美亚柏科	(75)	(172)
航天信息	38	34
创业慧康	75	65
卫宁健康	46	42

资料来源: 万得, 中银国际证券

信息安全、金融科技、医疗 IT 和云板块增长较好

8 大板块全面增长，增速分化五五开

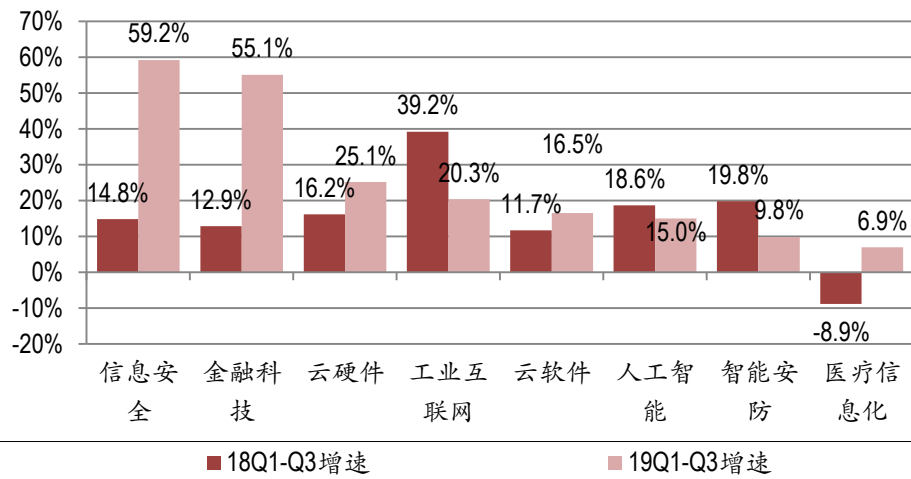
按照上述结论，我们继续分析细分板块表现。将市场关注度较高、所属概念较纯的标的分为工业互联网、金融科技、人工智能、信息安全、医疗信息化、云计算软件、云计算硬件、智慧安防等 8 个子板块（见图表 7）。

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、汉得信息、今天国际、用友网络、宝信软件、赛意信息、能科股份
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、先进数通、金财互联、新开普、航天信息
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、虹软科技
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、北信源、任子行、蓝盾股份、卫士通、中孚信息、天源迪科、南洋股、迪普科技、三二零、太极股份
医疗信息化	卫宁健康、东华软件、思创医惠、万达信息、创业慧康、和仁科技、麦迪科技、东软集团、久远银海、荣科科技
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、浩云科技

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 八大细分板块 2018 及 2019 前三季度归母净利润增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

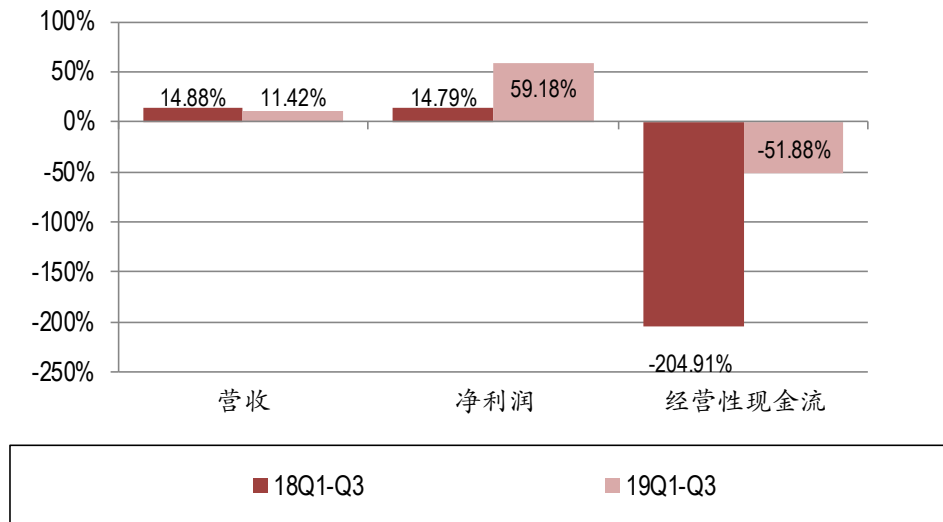
8 大板块齐增长。按照整体法，8 个子板块 2019Q1-Q3 年净利润业绩均保持正向增长，增速表现如下：信息安全（+59%）、金融科技（+55%）、云硬件（+25%）、工业互联网（+20%）、云软件（+17%）、人工智能（+15%）和智能安防（+10%）、医疗信息化（+7%）。

增速分化五五开。和 18Q1-Q3 同期增速比较，信息安全、金融科技、医疗信息化、云硬件和云软件板块持续好转，增速分别提升 44、42、16、9 和 5pct，值得持续关注。数值有所下滑的是工业互联网、智能安防和人工智能，增速分别下滑 19、10 和 4pct。

如下为 8 大细分板块营收、净利润及现金流同比增速变化。

信息安全板块营收增长平稳，但净利润增速远超全年同期，且经营现金流改善非常明显。

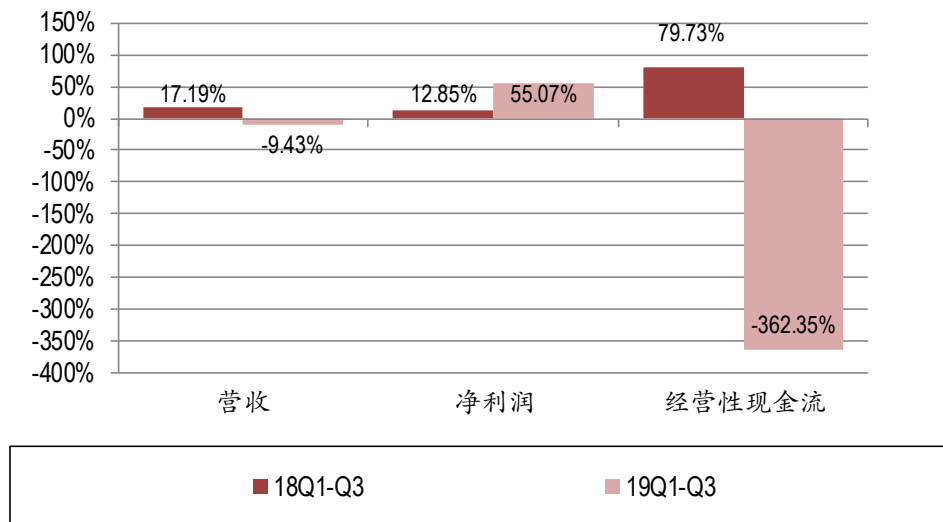
图表 9. 信息安全 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

金融科技净利润增长较好，但营收和现金流均为负向增长。

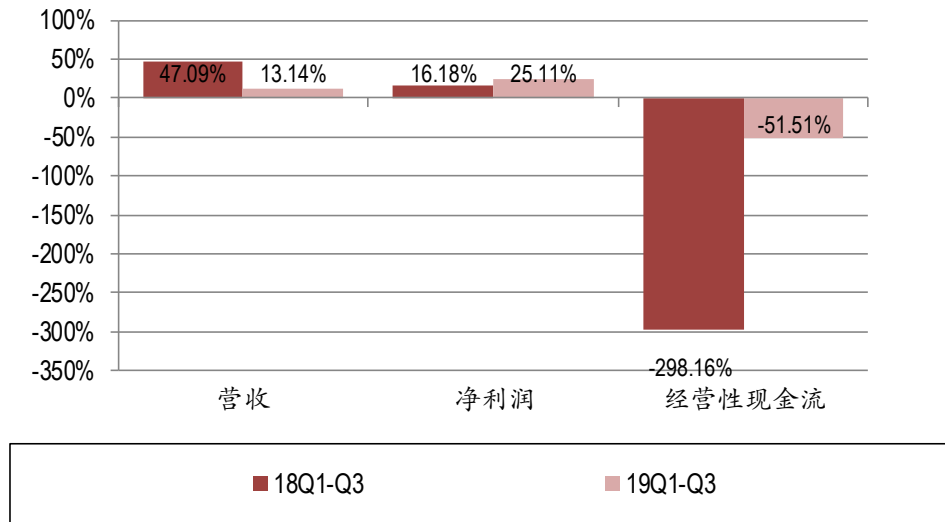
图表 10. 金融科技 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

云硬件营收净利实现平稳增长，现金流增速提升非常明显。

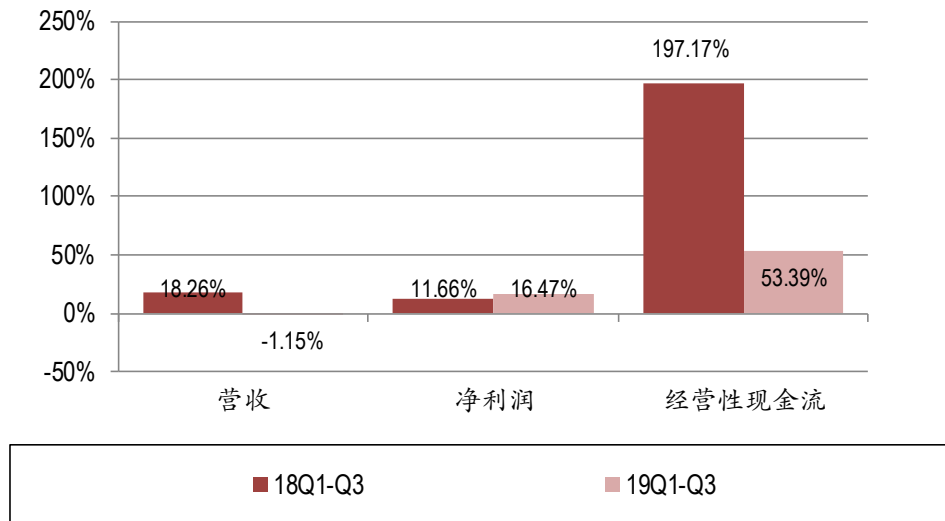
图表 11. 云硬件 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

云软件营收增速下滑为负，但净利润和现金流依然实现增长，净利润及现金流变化符合云计算和软件行业特点。

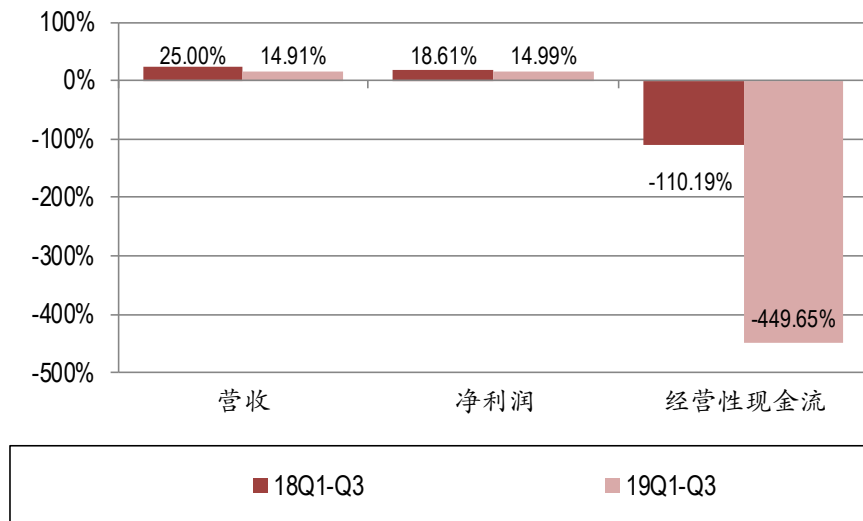
图表 12. 云软件 2018 及 2019 前三季度营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

人工智能营收净利增速为 14%-15%，表现比较平稳，但现金流增速(-450%)非常差，同比下滑 338pct，主要因为人工智能行业当前商业模式以“产品+项目”形式为主，产品研发和项目实施均占用较多的资金，并且回款周期较长。

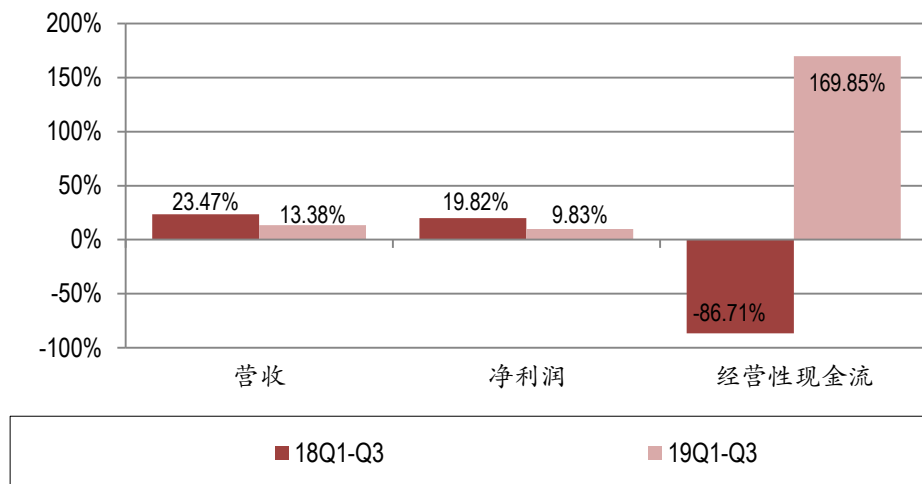
图表 13. 人工智能 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

智能安防三项指标均实现正向增长，营收和净利润均实现平稳增长，经营现金流增速大幅提升 257pct 至 169.9%，主要是智能安防硬件产品回款较快带动现金流改善。

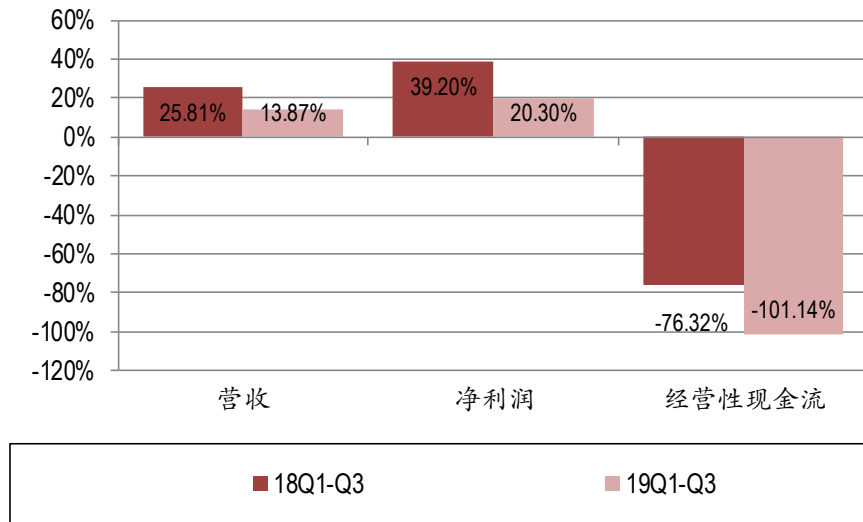
图表 14. 智能安防 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

工业互联网营收净利增长平稳，但现金流增速较差，未来需要在产品通用性中取得突破。

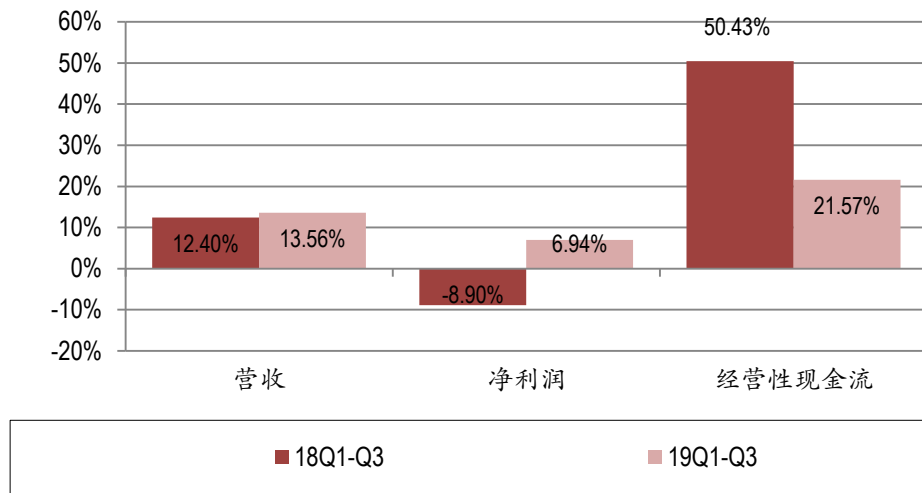
图表 15. 工业互联网 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

医疗 IT 三指标均实现正向增长，并且现金流增速三倍与净利润增速。

图表 16. 医疗信息化 2018 及 2019 前三季度年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券



投资建议

行业整体增长平稳，但营收增长依然高于宏观经济增速，经营现金流得到持续改善，证明上市公司非常重视经营质量。增速较好且行业景气度持续改善的行业中，确定性标的兼具防御和成长属性，建议在 2019Q4 及明年初进行重点配置。推荐信息安全、金融科技、医疗 IT 和云计算等板块。个股方面，重点推荐金融科技的**恒生电子**，医疗 IT 领域的**卫宁健康**、**创业慧康**，云软件领域的**广联达**、**用友网络**、**超图软件**，云硬件领域的**浪潮信息**、**紫光股份**，信息安全及政企信息化领域的**启明星辰**、**拓尔思**。



风险提示

1、新技术发展不及预期

计算机行业偏向应用层面，与 5G、人工智能等相关技术发展息息相关。若周围技术及配套设施普及不及预期，将导致上层软件应用不及预期。

2、下游需求回暖不及预期

多数计算机公司下游客户为政府及企业，而当前政府和企业客户 IT 支出偏谨慎，将优先投向重点行业，部分下游需求回暖可能不及预期。

3、政策催化不及预期

信息安全、医疗信息化等行业受政策催化拉动需求较为明显，如果政策制定力度或者执行节奏不及预期，将明显影响市场需求波动变化。

附录图表 17. 推荐的重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				评级
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
600570.SH	恒生电子	77.54	619	0.59	0.80	1.26	1.24	132	96	62	63	买入
300253.SZ	卫宁健康	17.45	281	0.14	0.18	0.26	0.36	125	94	68	49	买入
300451.SZ	创业慧康	18.46	133	0.22	0.29	0.40	0.54	82	63	46	34	买入
002410.SZ	广联达	34.22	365	0.42	0.39	0.43	0.55	82	88	80	62	买入
600588.SH	用友网络	29.73	734	0.16	0.25	0.35	0.44	190	121	85	67	买入
300036.SZ	超图软件	18.35	84	0.44	0.37	0.48	0.69	42	49	38	27	买入
000977.SZ	浪潮信息	28.45	344	0.33	0.51	0.72	1.04	86	56	40	27	买入
000938.SZ	紫光股份	30.27	606	0.77	0.83	0.99	1.36	39	36	31	22	买入
002439.SZ	启明星辰	33.38	297	0.50	0.63	0.82	1.00	66	53	41	34	买入
300229.SZ	拓尔思	11.61	56	0.33	0.13	0.37	0.45	35	91	31	26	买入

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 11 月 4 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公开发表。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