

2011年8月23日

# 东华软件

业绩符合预期，增长依旧稳健

**买入**  
**A** 002065.SZ - 人民币 21.71  
 目标价格: 人民币 29.00

胡文洲, CFA\*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

## 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

## 股价表现

|           | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-----------|------|-----|-----|------|
| 绝对(%)     | (15) | 8   | 5   | 1    |
| 相对新华富时    |      |     |     |      |
| A50 指数(%) | (5)  | 17  | 17  | 11   |

资料来源: 彭博及中银国际研究

## 重要数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 531   |
| 流通股(%)           | 84.4  |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 9,730 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 26    |
| 净负债比率(%) (2011E) | 净现金   |
| 主要股东(%)          |       |
| 东华诚信             | 23.04 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

东华软件 2011 年 1-6 月份实现净利润 1.72 亿元, 同比增长 31.8%, 实现主营业务收入 10.96 亿元, 同比增长 27.6%, 实现利润总额 1.86 亿元, 同比增长 31.3%。公司上半年业绩总体上符合预期, 主营业务呈现稳步增长的态势, 我们对公司全年的业绩增长保持乐观。东华软件是我们系统集成行业的首选投资标的, 维持公司买入评级。

## 支撑评级的要点

- 东华软件 2011 年上半年录得归属母公司净利润 1.72 亿元, 同比增长 31.81%, 折合每股收益 0.39 元。业绩基本符合预期。公司坚持内生增长和外延扩张并重的战略, 各项主营业务稳步增长。
- 主营业务收入增长 27.6% 至 10.96 亿元, 其中系统集成业务上半年增长较快, 达到 31.51%; 技术服务收入增长 67.7% 至 1.48 亿元, 体现了良好的发展势头; 定制软件开发录得收入 1.09 亿元, 与去年同期持平。
- 公司上半年毛利率稳步提升, 达到 29.4%, 较去年同期提高了 1.7 个百分点, 费用率有所提升, 达到 13.5%, 较去年同期提升了 2.1 个百分点, 净利润率小幅提升 0.5 个百分点至 15.7%。
- 公司上半年经营活动产生现金流量为净流出 1.2 亿元, 流出额同比减少了 29.6%, 现金流状况有所改善。
- 公司预计 2011 年 1-9 月份归属母公司净利润将同比增长 30%-50%。

## 评级面临的主要风险

- 下游行业 IT 投资需求下降。

## 估值和投资建议

- 我们认为公司作为国内最优秀的系统集成商将在各行业信息化建设浪潮中获得持续的成长。我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.82、1.12 和 1.52 元。我们维持公司买入评级, 目标价 29.00 元, 对应 26 倍左右 2012 年市盈率。

## 图表 1. 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 2009    | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 1,549   | 1,870 | 2,461 | 3,208  | 4,148  |
| 变动(%)           | 34      | 21    | 32    | 30     | 29     |
| 净利润(人民币 百万)     | 241     | 317   | 434   | 595    | 805    |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.45    | 0.60  | 0.82  | 1.12   | 1.52   |
| 变动(%)           | 36      | 32    | 37    | 37     | 35     |
| 市盈率(倍)          | 48      | 36    | 27    | 19     | 14     |
| 每股现金流量(人民币)     | (0.01)  | 0.05  | 0.02  | (0.23) | (0.33) |
| 价格/每股现金流量(倍)    | (1,932) | 456   | 985   | (95)   | (66)   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 54      | 37    | 26    | 19     | 14     |
| 每股股息(人民币)       | 0.09    | 0.08  | 0.16  | 0.56   | 0.76   |
| 股息率(%)          | 0.4     | 0.4   | 0.8   | 2.6    | 3.5    |

资料来源: 公司数据及万得资讯

## 上半年净利润快速增长

东华软件 2011 年上半年录得归属母公司净利润 1.72 亿元，同比增长 31.81%，对应每股收益 0.39 元。

具体情况如下：

- 上半年公司收入同比增长 27.59%，达到 10.96 亿元。主要原因是公司订单增长较快以及年初公司完成了对神州新桥的收购，为公司带来了新的业务增长点。公司上半年加强了对区域市场的开拓，在沈阳、西安设立了子公司，加强对东北和西北地区的市场开拓，同时利用当地的人力成本优势强化本地化服务。
- 上半年实现利润总额 1.86 亿元，同比增长 31.8%。归属母公司股东净利润 1.72 亿元，同比增长 31.8%。
- 上半年毛利率达到 29.4%，同比上升 1.7 个百分点。净利润率提高至 15.7%，较 2010 年上半年的 15.2% 提升了 0.5 个百分点。公司盈利能力继续增强。
- 公司销售费用同比增长 86.6%，主要是公司加强了新客户的开拓以及神州新桥合并报表导致了销售费用的增长。管理费用增长了 29.5%，和收入增长基本保持了同步，体现出公司强大的人力成本控制的能力。
- 神州新桥于 2011 年 2 月份开始并表，但是上半年贡献较小。上半年神州新桥贡献净利润为 943.7 万元，占公司合并净利润的 5.5%。由于神州新桥收入和利润确认的季节性较强，下半年神州新桥的利润贡献将显著提高，对东华软件全年的业绩高速增长提供较强支撑（神州新桥承诺 2011 年扣非后净利润不低于 4,608 万元）。

**图表 2.半年报情况**

| (人民币, 百万)     | 09 年上半年 | 09 年下半年 | 10 年上半年 | 10 年下半年 | 11 年上半年 | 同比变动(%) | 环比变动(%) |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 710     | 839     | 859     | 1,011   | 1,096   | 27.6    | 8.4     |
| 减: 营业成本       | 537     | 602     | 621     | 692     | 774     | 24.5    | 11.8    |
| 营业毛利          | 173     | 237     | 238     | 319     | 322     | 35.6    | 1.1     |
| 减: 营业税费及附加    | 4       | 9       | 6       | 13      | 8       | 45.2    | (34.8)  |
| 减: 销售费用       | 27      | 27      | 30      | 35      | 56      | 86.6    | 60.4    |
| 减: 管理费用       | 53      | 54      | 69      | 68      | 90      | 29.5    | 32.2    |
| 减: 财务费用       | 1       | 2       | (1)     | 2       | 2       | (249.0) | 32.1    |
| 减: 资产减值损失     | -       | 6       | 3       | 7       |         |         |         |
| 加: 公允价值变动收益   |         |         | -       |         |         |         |         |
| 加: 投资收益       |         |         | -       |         |         |         |         |
| 加: 汇兑收益       |         |         |         |         |         |         |         |
| 营业利润          | 88      | 138     | 131     | 195     | 167     | 26.6    | (14.6)  |
| 加: 营业外收入      | 17      | 11      | 10      | 10      | 19      | 91.0    | 90.4    |
| 减: 营业外支出      | 0       | 0       | 0       | 1       | 0       | (36.5)  |         |
| 利润总额          | 105     | 150     | 142     | 205     | 186     | 31.3    | (9.1)   |
| 减: 所得税        | 5       | 8       | 11      | 17      | 14      | 25.6    | (17.7)  |
| 净利润(含少数股东损益)  | 100     | 141     | 130     | 187     | 172     | 31.8    | (8.3)   |
| 减: 少数股东损益     | (0)     | 0       | (0)     | 0       | (0)     | 16.6    | (217.7) |
| 净利润(不含少数股东损益) | 100     | 141     | 130     | 187     | 172     | 31.8    | (8.3)   |

| 财务指标(%) | 10 年 1 季度 | 10 年 2 季度 | 10 年 3 季度 | 10 年 4 季度 | 11 年 1 季度 | 百分点同比变动 | 百分点环比变动 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 毛利率     | 24.4      | 28.2      | 27.7      | 31.5      | 29.4      | 1.7     | (2.1)   |
| 营业税率    | 0.5       | 1.1       | 0.7       | 1.3       | 0.8       | 0.1     | (0.5)   |
| 销售费用率   | 3.9       | 3.2       | 3.5       | 3.4       | 5.1       | 1.6     | 1.7     |
| 管理费用率   | 7.5       | 6.5       | 8.0       | 6.7       | 8.2       | 0.1     | 1.5     |
| 财务费用率   | 0.1       | 0.3       | (0.2)     | 0.2       | 0.2       | 0.4     | 0.0     |
| 资产减值损失率 | 0.0       | 0.7       | 0.3       | 0.7       | 0.0       | (0.3)   | (0.7)   |
| 经营费用    | 11.5      | 9.9       | 11.4      | 10.3      | 13.5      | 2.1     | 3.2     |
| 营业利润率   | 12.4      | 16.5      | 15.3      | 19.3      | 15.2      | (0.1)   | (4.1)   |
| 税率      | 4.8       | 5.5       | 8.1       | 8.5       | 7.7       | (0.4)   | (0.8)   |
| 净利润率    | 14.0      | 16.8      | 15.2      | 18.5      | 15.7      | 0.5     | (2.9)   |

资料来源: 公司年报, 中银国际研究

## 行业应用全面开花

2011 年上半年公司各个子行业板块均取得了较快的增长, 其中金融保险和医疗业务板块增长速度最快, 达到了 45%, 体现了公司在金融、医疗两大最具潜力的行业信息化业务领域的竞争优势。我们认为随着新兴信息政策的逐步落实以及下游需求的持续火爆, 公司的金融/医疗业务有望持续快速增长。

图表 3. 分行业经营情况

|            | 营业收入<br>(万元) | 毛利率<br>(%) | 营业收入比上年<br>同期增减(%) | 毛利率比上年<br>同期增减(%) |
|------------|--------------|------------|--------------------|-------------------|
| 通信行业       | 17,227       | 30.1       | 30.83              | 0.64              |
| 电力水利铁路交通行业 | 20,372       | 29.5       | 23.25              | 2.27              |
| 石油化工行业     | 2,224        | 28.3       | 31.23              | 0.06              |
| 政府行业       | 7,967        | 27.6       | 31.03              | 1.43              |
| 金融保险医保行业   | 44,835       | 31.2       | 45.08              | 1.69              |
| 计算机服务业     | 5,643        | 25.9       | 6.79               | 0.89              |
| 制造业        | 3,559        | 19.9       | 31.08              | 0.11              |
| 其他         | 7,328        | 27.7       | 6.18               | 0.38              |

资料来源：公司半年报，中银国际研究

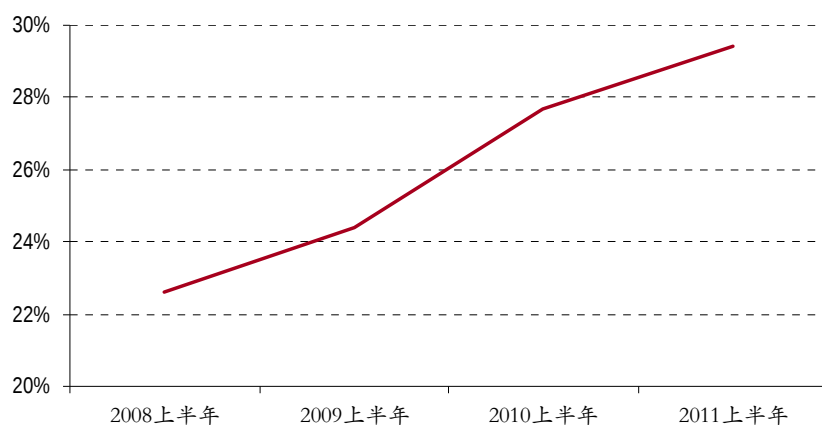
## 毛利率不断提升

半年报显示公司的毛利率不断提升，公司毛利率为 29.4%，较去年同期提升 1.7 个百分点。主要原因在于：

- 公司系统集成业务收入规模不断扩大，采购成本持续降低，规模效应逐步显著。
- 公司客户黏性增大，相对客户的议价能力有所增强。
- 软件和服务等高毛利业务收入增长迅速，公司业务结构持续优化。

由于：（1）公司技术服务业务的快速增长，技术服务比重结构性的显著提升；（2）季节性因素导致软件业务收入下半年较上半年占比将有所升高，我们判断公司下半年的毛利率将进一步提升。

图表 4. 上半年毛利率历史趋势



资料来源：中银国际研究

公司的费用控制依然较好。销售费用主要是由于神州新桥并表的原因增长较快，但是管理费用增长速度不快。相比较其他IT公司半年报费用率大幅度提升的情况，东华软件的运营管理能力值得称道。

### 盈利预测和估值

公司上半年的业绩总体上符合我们的预期。我们预计公司下半年的业务将保持稳步发展。我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.82、1.12 和 1.52 元。公司目前的股价对应 2011 年 27 倍市盈率。综合考虑公司的成长性和行业竞争优势，我们认为公司的股价被低估。我们的目标价 29.00 元对应 2012 年 26 倍左右市盈率，重申**买入**评级。

### 损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日  | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 1,549   | 1,870   | 2,461   | 3,208   | 4,148   |
| 销售成本         | (1,152) | (1,332) | (1,710) | (2,194) | (2,815) |
| 经营费用         | (141)   | (176)   | (260)   | (342)   | (425)   |
| 息税折旧前利润      | 256     | 362     | 491     | 672     | 908     |
| 折旧及摊销        | (21)    | (26)    | (28)    | (34)    | (42)    |
| 经营利润         | 235     | 337     | 463     | 638     | 866     |
| 净利息收入/(费用)   | (3)     | (0)     | (2)     | (2)     | (2)     |
| 其他收益/(损失)    | 22      | 10      | 8       | 7       | 6       |
| 税前利润         | 254     | 346     | 469     | 643     | 870     |
| 所得税          | (13)    | (29)    | (35)    | (48)    | (65)    |
| 少数股东权益       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 净利润          | 241     | 317     | 434     | 595     | 805     |
| 核心净利润        | 241     | 317     | 434     | 595     | 805     |
| 每股收益(人民币)    | 0.5     | 0.6     | 0.8     | 1.1     | 1.5     |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.5     | 0.6     | 0.8     | 1.1     | 1.5     |
| 每股股息(人民币)    | 0.09    | 0.08    | 0.16    | 0.56    | 0.76    |
| 收入增长(%)      | 34      | 21      | 32      | 30      | 29      |
| 息税前利润增长(%)   | 32      | 43      | 38      | 38      | 36      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 32      | 42      | 36      | 37      | 35      |
| 每股收益增长(%)    | 36      | 32      | 37      | 37      | 35      |
| 核心每股收益增长(%)  | 36      | 32      | 37      | 37      | 35      |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日     | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物        | 412   | 432   | 444   | 323   | 148   |
| 应收帐款            | 255   | 438   | 487   | 718   | 840   |
| 库存              | 665   | 789   | 1,100 | 1,305 | 1,780 |
| 其他流动资产          | 173   | 250   | 220   | 220   | 220   |
| 流动资产总计          | 1,505 | 1,909 | 2,251 | 2,566 | 2,988 |
| 固定资产            | 148   | 141   | 358   | 451   | 573   |
| 无形资产            | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 其他长期资产          | 318   | 323   | 396   | 369   | 369   |
| 长期资产总计          | 472   | 470   | 759   | 826   | 948   |
| 总资产             | 1,977 | 2,379 | 3,010 | 3,392 | 3,936 |
| 应付帐款            | 84    | 119   | 154   | 196   | 251   |
| 短期债务            | 100   | 140   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债          | 497   | 547   | 790   | 622   | 603   |
| 流动负债总计          | 681   | 806   | 943   | 818   | 854   |
| 长期借款            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本              | 426   | 426   | 531   | 531   | 531   |
| 储备              | 870   | 1,147 | 1,536 | 2,044 | 2,551 |
| 股东权益            | 1,296 | 1,573 | 2,067 | 2,575 | 3,082 |
| 少数股东权益          | 0     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 总负债及权益          | 1,977 | 2,379 | 3,010 | 3,392 | 3,936 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 3     | 4     | 4     | 5     | 6     |
| 每股有形资产(人民币)     | 5     | 6     | 6     | 6     | 7     |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.7) | (0.7) | (0.8) | (0.6) | (0.3) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润        | 254   | 346   | 469   | 643   | 870   |
| 折旧与摊销       | 21    | 26    | 28    | 34    | 42    |
| 净利息费用       | 4     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 运营资本变动      | (203) | (328) | (325) | (395) | (541) |
| 税金          | (0)   | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 其他经营现金流     | (9)   | (18)  | (35)  | (48)  | (65)  |
| 经营活动产生的现金流  | 68    | 27    | 138   | 236   | 308   |
| 购买固定资产净值    | (39)  | (22)  | (40)  | (60)  | (80)  |
| 投资减少/增加     |       |       |       |       |       |
| 其他投资现金流     | (31)  | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动产生的现金流  | (70)  | (24)  | (40)  | (60)  | (80)  |
| 净增权益        | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 净增债务        | 148   | 192   | 0     | 0     | 0     |
| 支付股息        | 33    | 25    | 87    | 297   | 402   |
| 其他融资现金流     | (183) | (202) | (174) | (595) | (805) |
| 融资活动产生的现金流  | (3)   | 17    | (87)  | (297) | (402) |
| 现金变动        | (5)   | 20    | 12    | (121) | (174) |
| 期初现金        | 417   | 412   | 432   | 444   | 323   |
| 公司自由现金流     | 412   | 432   | 444   | 323   | 148   |
| 权益自由现金流     | 408   | 431   | 442   | 320   | 146   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2009    | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b> |         |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%) | 17      | 19    | 20    | 21    | 22    |
| 息税前利润率(%)   | 15      | 18    | 19    | 20    | 21    |
| 税前利润率(%)    | 16      | 19    | 19    | 20    | 21    |
| 净利率(%)      | 16      | 17    | 18    | 19    | 19    |
| <b>流动性</b>  |         |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)     | 2       | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 利息覆盖率(倍)    | 90      | 1,970 | 218   | 298   | 403   |
| 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       | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>估值</b>   |         |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | 48      | 36    | 27    | 19    | 14    |
| 核心业务市盈率(倍)  | 48      | 36    | 27    | 19    | 14    |
| 目标价对应核心业务   |         |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | 64      | 49    | 35    | 26    | 19    |
| 市净率(倍)      | 7       | 6     | 6     | 5     | 4     |
| 价格/现金流(倍)   | (1,932) | 456   | 985   | (95)  | (66)  |
| 企业价值/息税折旧前  |         |       |       |       |       |
| 利润(倍)       | 54      | 37    | 26    | 19    | 14    |
| <b>周转率</b>  |         |       |       |       |       |
| 存货周转天数      | 201     | 202   | 203   | 203   | 203   |
| 应收帐款周转天数    | 60      | 68    | 69    | 69    | 69    |
| 应付帐款周转天数    | 33      | 28    | 29    | 29    | 29    |
| <b>回报率</b>  |         |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)    | 21      | 14    | 20    | 50    | 50    |
| 净资产收益率(%)   | 20      | 22    | 24    | 27    | 29    |
| 资产收益率(%)    | 13      | 15    | 16    | 19    | 22    |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371