



# 創業板：對基本面的擔憂是過慮了

## 中報業績分析《行業比較·公司業績·04》

併購重組審批提速，外延路徑打開；內生增速回升，TMT 對外延收益依賴減弱；且 17 年後 TMT 商譽減值壓力大幅減輕。

- 繼上一份報告《創業板“中市值”公司盈利回升》，我們持續推薦創業板，7月18日至今，創業板指(+11%)大幅跑贏上證綜指(+2%)和上證50(-1%)。但目前市場對創業板還有幾大擔憂：1) 創業板併購重組現狀如何？2) 創業板及各行業內生增速趨勢如何？3) 商譽影響還有多大？本文將重點探討下這幾個問題。
- 上半年創業板併購數回落至 14 年水平；但在監管規範和支持下，下半年併購重組提速，外延路徑打開。創業板 15 年經歷了併購重組高峰，16 年《上市公司重大資產管理辦法》之後併購數量開始下降；17 年上半年，在“定增新規”和“減持新規”引導下，併購節奏縮緊，數量降至 14 年水平。近兩個月，監管層進一步明確併購重組監管思路，規範和支持上市公司併購重組。6 月份之後，併購重組整體審批速度加快，1-5 月上會數 52 家，過會 48 家，而 6-7 月上會數就有 50 家，過會 44 家，中小創併購數量占比達 71%。併購重組提速，外延路徑打開，為中小創的成長企業帶來新的增長動力。
- 創業板內生增速回升；TMT 對外延併購依賴已低於傳統行業。整體內生增速：雖創業板（除溫氏）中報預告增速由 Q1 的 26.6% 降至 24.4%，但剔除有并表收益的公司，其內生增速為 17%，高於 16 年中報的 11% 和 15 年中報的 15%，且整體趨勢向上。分市值區間看：創業板 100-300 億公司中報增速 34%，大於 Q1 的 24%，PE(TTM) 為 39 倍；50-100 億公司中報增速 31%，大於 Q1 的 28% 和 2016 年報的 25%，PE(TTM) 為 54 倍；且內生增速有回升。分行業看：創業板 TMT 行業併購公司數量占比經過了 15-16 年高峰後持續回落，甚至低於傳統行業，可見 TMT 各行業對外延收益的依賴已較低。具體看，電子持續較高景氣，整體增速與內生增速均向上；傳媒業績增速有拐頭跡象，但絕對水平仍不高；通信整體增速仍在下降，但內生增速有轉好跡象；計算機目前增速下滑速度趨緩。
- 創業板業績承諾高峰在 16 年；TMT 各行業 17 年後商譽減值壓力降幅達 10%-50%。併購一般伴隨有業績承諾，業績不達承諾則進行商譽減值。本文主要從業績承諾角度做分析。首先，創業板業績承諾的數量和金額的高峰期已過。業績承諾數量高峰是 16 年，448 家次，18 年回落至 286 家次；承諾淨利潤高峰在 16-17 年，之後大幅回落。其次，創業板 TMT 行業 17 年後業績承諾數量和金額的壓力均減輕。對比 17 年前後（12-16 年及 17-23 年），傳媒、計算機和電子業績承諾的壓力均大幅減輕：總金額分別下降 30%、10% 和 21%，總數量分別下降 46%、15% 和 11%。
- 創業板投資價值開始顯現，積極關注。考慮估值與增速的匹配性，設定三個篩選標準：1) PE/中報增速<1.0；2) 市值/近 4 個季度淨利潤<60；3) 商譽/淨利潤<4.88（均值）。具體標的見正文。

### 相關研究報告

《創業板“中市值”公司盈利回升——中報業績前瞻<行業比較 公司業績 03>》2017.7.18

《周期確定見頂回落，成長有望趨穩向上——中報業績前瞻<行業比較 公司業績 02>》2017.7.11

《風格難切換，尋找“真成長”——中報業績前瞻<行業比較 公司業績 01>》2017.6.21

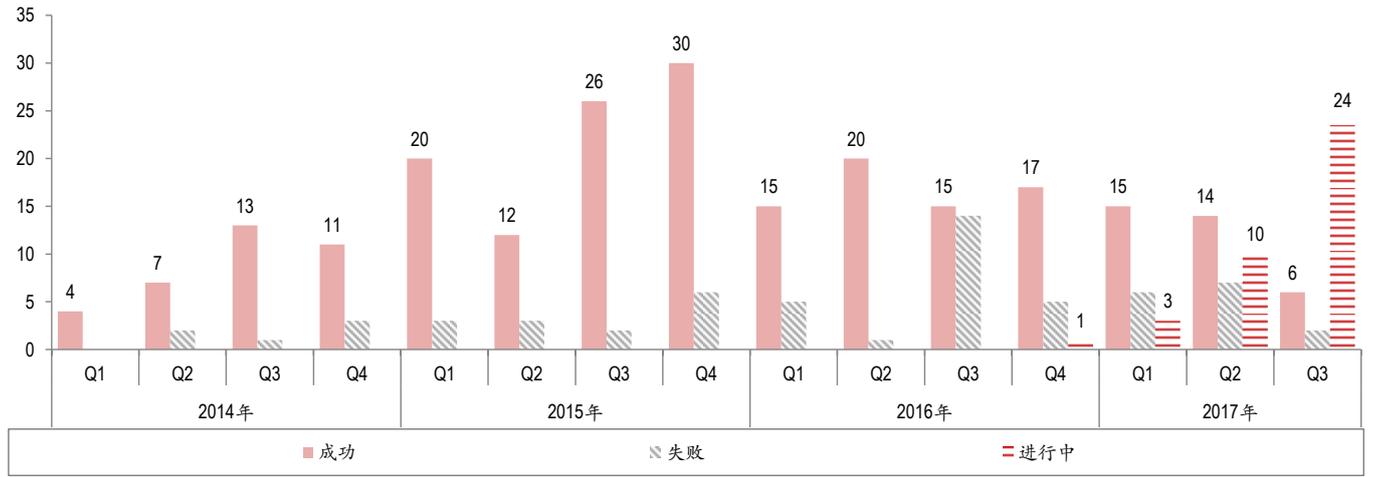
創業板（除溫氏）中報預告增速 24.4%，稍低于 Q1 的 26.6%，但增速回落速度在減緩。截至 8 月 18 日，共 1,024 家公司披露中報。其中，主板、中小板、創業板中報披露率分別為：28%、39%和 27%，增速中位數分別為：25%、21%和 24%。中小板和創業板中報增速高于預報增速的比例分別為 45%和 42%。

繼上一份報告《創業板“中市值”公司盈利回升》，我們持續推薦創業板，7 月 18 日至今，創業板指（+11%）大幅跑贏上證綜指（+2%）和上證 50（-1%）。但目前市場對創業板還有幾大擔憂：**1）創業板并購重組現狀如何？2）創業板及各行業內生增速趨勢如何？3）商譽影響還有多大？** 本文將重點探討下這幾個問題。

## 併購重組審批提速，外延路徑打開

17年上半年，創業板併購數回落至14年水平。創業板在15年經歷了併購重組高峰期；16年併購數量有所下降；17年上半年，在“定增新規”和“減持新規”引導下，外延併購節奏繼續縮緊，創業板併購成功數量降至14年水平，與此同時，併購失敗的數量較以往也有明顯上升；另外，主板和中小板的併購數也一樣下降到了14年的水平。

圖表 1. 創業板併購數量自 15 年高峰後持續回落



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 各板塊的併購成功數量均回落至 14 年水平

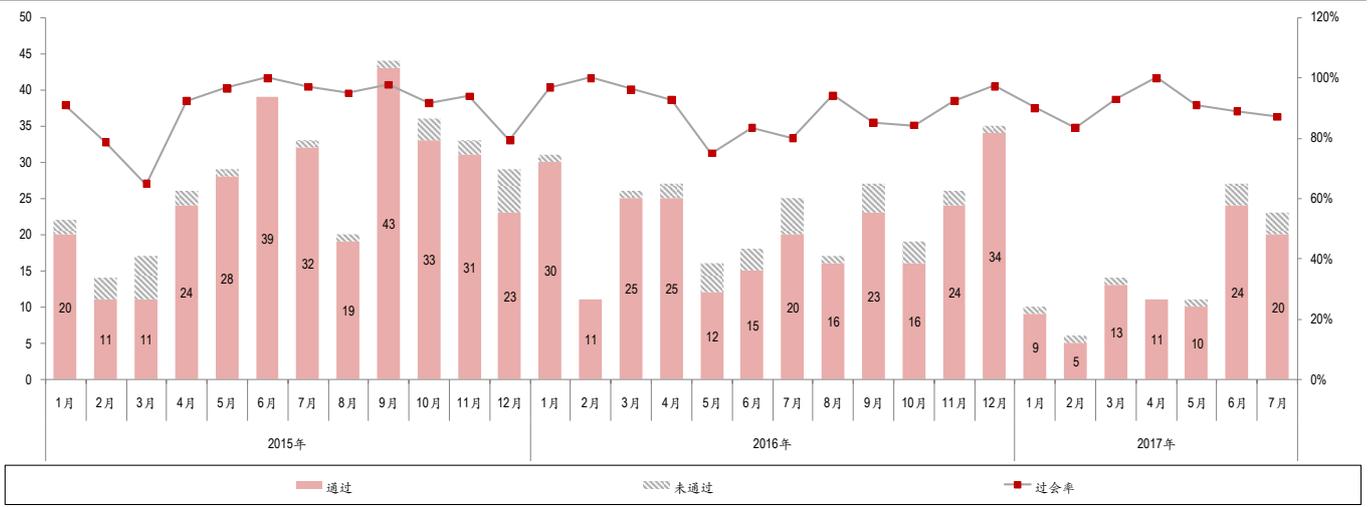
板塊	併購	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主板	家數	44	55	54	126	135	59
	占比(%)	2.9	3.6	3.5	7.7	7.7	3.1
中小板	家數	12	16	44	84	67	30
	占比(%)	1.7	2.3	6.0	10.8	8.2	3.4
創業板	家數	8	14	35	88	67	35
	占比(%)	2.3	3.9	8.6	17.9	11.8	5.2

資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

近兩個月，監管層進一步明確併購重組監管思路，規範和支持上市公司併購重組。6月，監管層表示要繼續深化併購重組的市場化改革，治理併購重組中的亂象，抑制各種形式的盲目跨界重組，同時，要大幅簡化併購重組行政審批，鼓勵基於產業整合的併購重組。7月24日，證監會主席談到，要規範和支持上市公司併購重組，充分發揮好資本市場的功能。8月15日證監會發文稱，併購重組已成為資本市場支持實體經濟發展的重要方式。

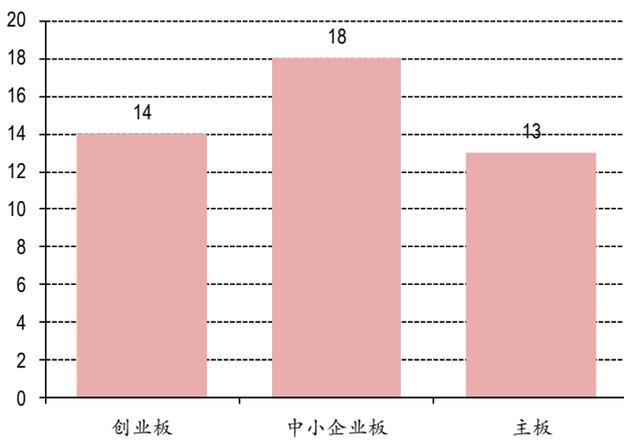
下半年，併購重組重新提速，外延成長的路徑打開。6月份之後，併購重組整體審批速度加快，1-5月上會數52家，過會48家，而6-7月上會數就有50家，過會44家。從板塊分布看，近兩個月中小創外延併購數量占比達71%，從行業分布看，主要集中在機械、計算機、通信和電力設備等行業。併購重組重新提速，但監管層明確指出抑制盲目跨界重組，鼓勵產業整合。總體來說，併購重組更趨健康合理的新常態，外延路徑打開，為中小創的成長企業帶來新的增長動力。

圖表 3. 併購重組審批速度加快



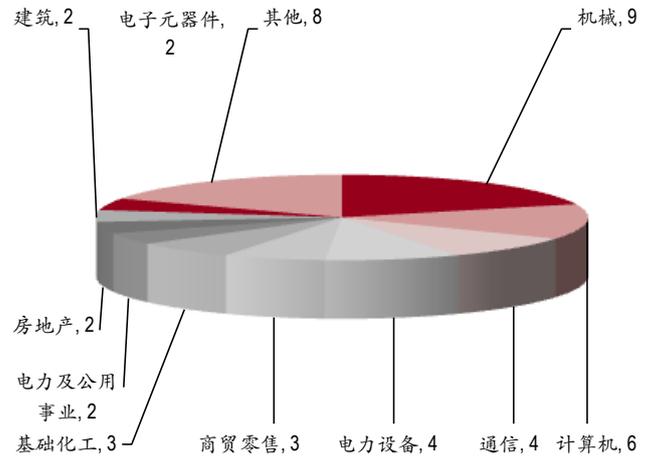
資料來源：萬得，中銀證券；數據截至 20170816

圖表 4. 6-7月過會的 44 家公司板塊分布



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 5. 6-7月過會的 44 家公司行業分布



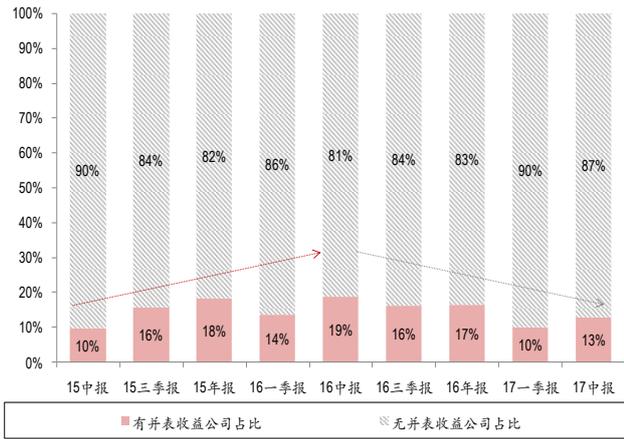
資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

## 創業板內生增速回升, TMT 對并購依賴減弱

整體看：外延占比下降，內生增速回升

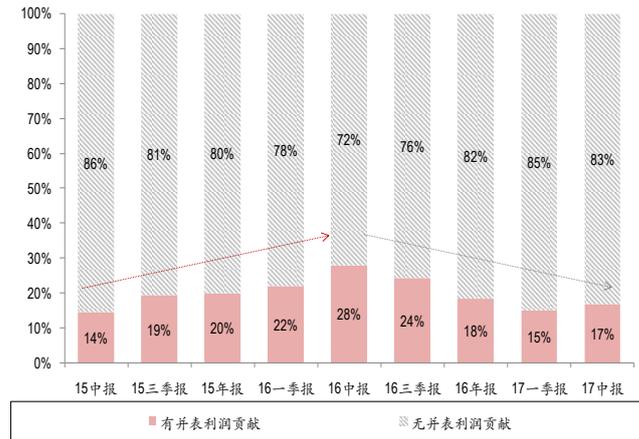
創業板外延數量及利潤占比分別下降至 13%和 17%。從各財報預告中，有提及并表收益與無并表收益的維度分析，創業板有并表收益的公司數量占比和利潤占比由 16 年之後開始下降。

圖表 6. 創業板有并表收益公司的數量占比趨降



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170815

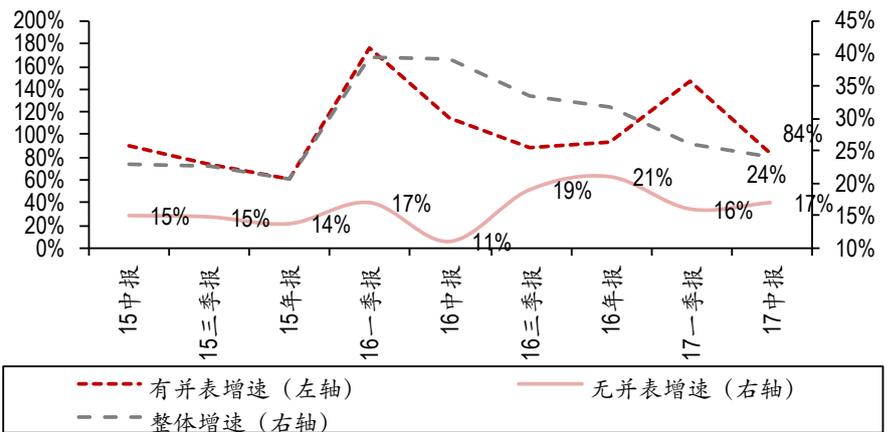
圖表 7. 創業板有并表收益公司的利潤占比趨降



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170815

創業板內生增速回升，且趨勢向上。無并表收益公司的業績增速一定程度上可代表內生增速，17年中報預報中，創業板的“無并表”公司增速 17%，高于 16 年和 15 年中報“無并表”公司 11%和 15%的增速，且整體趨勢是往上的。另外，16 年三季報和年報的內生增速回升，主要是受三聚環保、神霧環保等環保個股下半年業績爆發的影響。

圖表 8. 創業板整體內生增速回升



數據處理說明：剔除溫氏股份，剔除數據為空的公司，整體法計算

資料來源：萬得，中銀證券

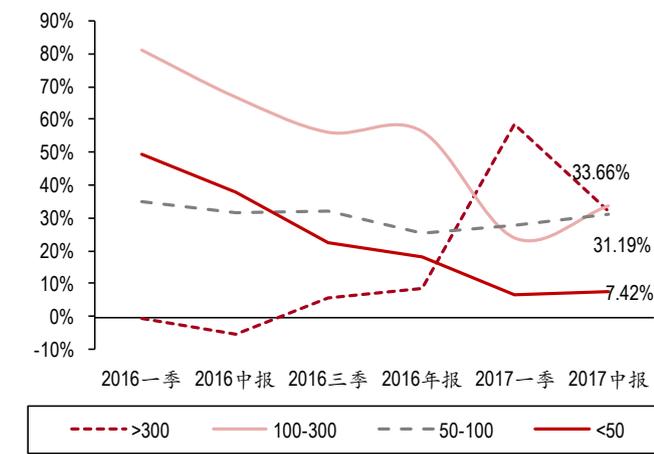
### 分市值區間看：中市值的整體增速和內生增速均回升！

按 7 月 17 日市值，將創業板個股分為 <50、50-100、100-300、>300 億四個市值區間來分析。

**創業板 100-300 億和 50-100 億市值區間的公司盈利穩中有升。**從創業板各市值區間的盈利增速來看：100-300 億市值區間的公司，中報預告業績增速 34%，大于 Q1 的 24%；50-100 億市值區間的公司，中報預告業績增速 31%，大于 Q1 的 28%和 2016 年報的 25%。說明創業板中間市值的公司盈利相對穩定且增速在回升，投資價值已開始體現！

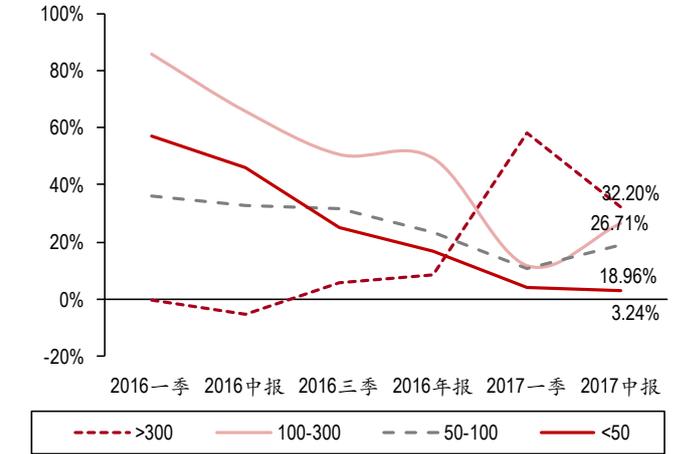
**創業板“中市值”公司的內生增速也是回升的。**創業板[100,300]和[50,100]無并表情況的公司業績 17H1 業績增速分別為 27%和 19%，相比 17Q1 的 12%和 11%也是回升的。由于中報中無并表的公司以往年份也可能有外延并購的貢獻。但整體上看，創業板中間市值公司不論整體增速還是內生增速均是回升的。從估值角度看，100-300 和 50-100 億市值區間的公司 PE(TTM)分別為 39 和 54 倍，已有一定估值優勢。

圖表 9. “中市值”公司業績增速回升（616 支）



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 10. “中市值”無并表公司增速也回升（537 支）



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 11. 創業板各市值區間的業績與估值（616 支）

市值區間/億	>300	100-300	50-100	<50
個數	9	87	210	309
利潤占比(%)	10	41	31	18
市值占比(%)	10	33	33	25
17 年中報增速(%)	32	34	31	7
PE(TTM)	40	39	54	65

注：>300 億市值的公司不含樂視網和溫氏股份。

資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 12. 創業板無并表公司各市值區間的業績與估值（537 支）

市值區間/億	>300	100-300	50-100	<50
個數	9	72	172	283
利潤占比(%)	10	33	24	16
市值占比(%)	11	32	31	26
17 年中報增速(%)	32	27	19	3
PE(TTM)	40	41	55	65

資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

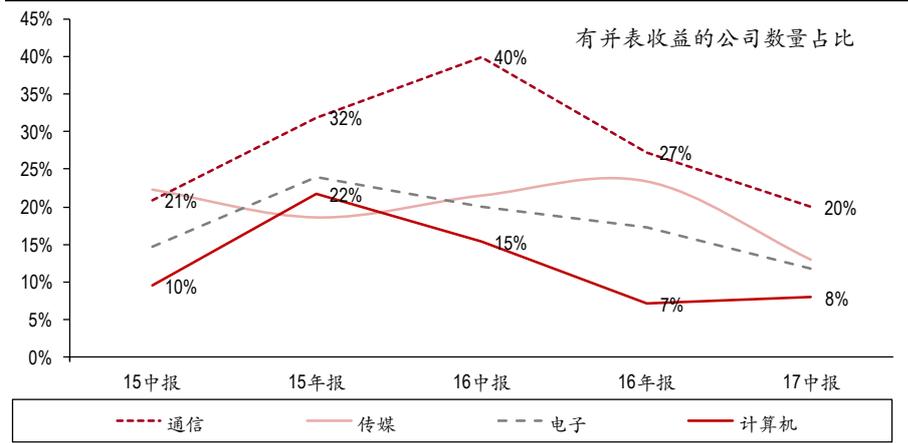
### 分行業看：TMT 對外延并購依賴已低于傳統行業

創業板 TMT 行業外延并購的公司數量占比在下降。創業板 17 年中報，汽車、

通信、機械、公用事業和化工有并表收益的公司數量占比最高，分別為：31、20、19、17 和 16。傳媒、電子和計算機外延并購的數量占比分別為 13、12、8，經過了 15-16 年高峰後持續回落，已低於傳統行業的并購數量占比，而創業板整體并購數量占比也有 13。

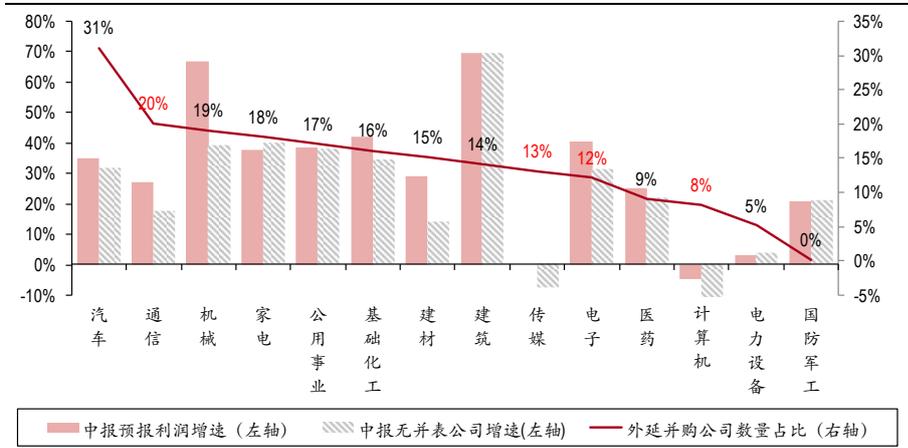
**TMT 對外延收益的依賴減弱。**17 年中報，創業板電子、通信、計算機和傳媒增速分別為 40、27、-5 和 0，而無外延收益的公司增速分別為 31、17、-8 和 -11，行業整體 Q1 增速為 51、1、-57 和 30，可見，TMT 各行業對外延收益的依賴已相對較低。

**圖表 13. TMT 外延并購的數量占比在下降**



資料來源：萬得，中銀證券

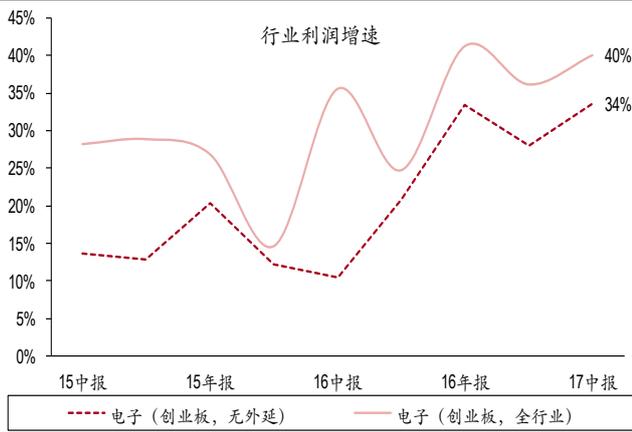
**圖表 14. TMT 行業對外延并購依賴已低於傳統行業**



資料來源：萬得，中銀證券

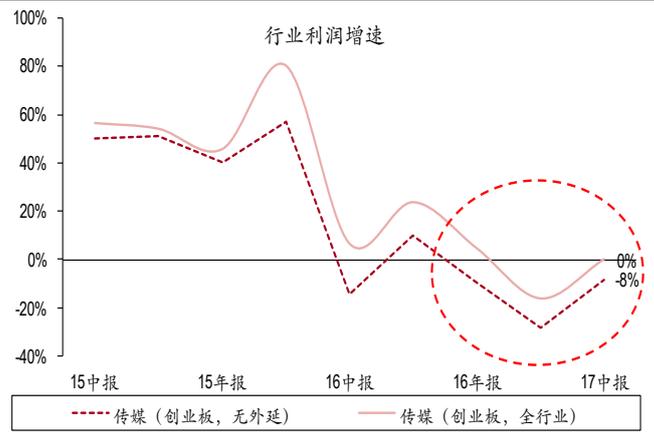
**從行業利潤增速看：**電子持續較高景氣，整體增速與內生增速均向上，分別有 40 和 34；傳媒業績增速有拐頭迹象，但絕對水平仍不高；通信整體增速仍在下降，但內生增速有轉好迹象；計算機目前增速為負，但下降速度趨緩。

圖表 15. 電子行業持續較高的景氣度



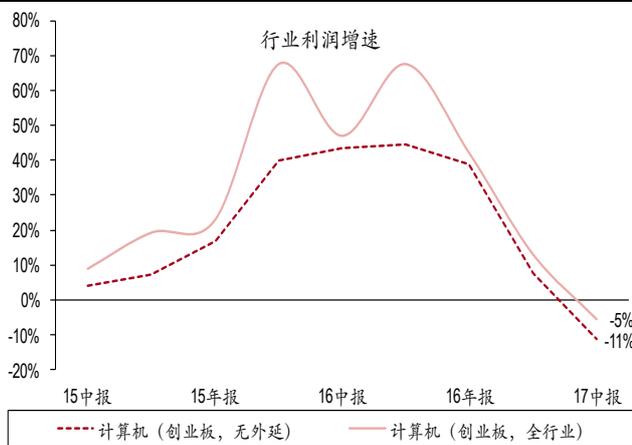
資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 16. 傳媒行業整體增速與內生增速均有所回升



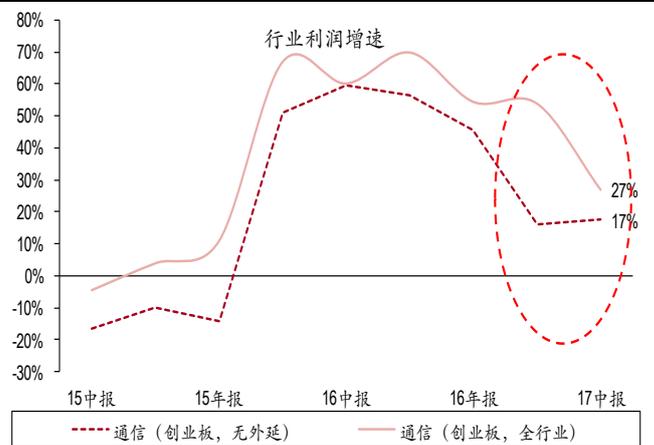
資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 17. 計算機行業業績下滑速度趨緩



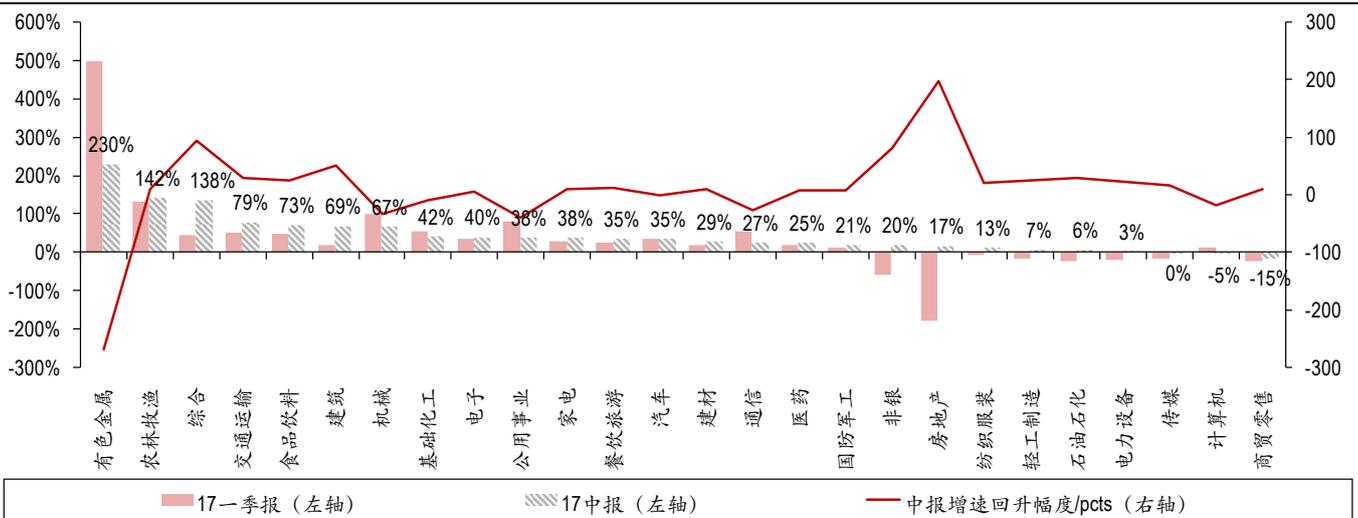
資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 18. 通信行業內生增速有轉好迹象



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170816

圖表 19. 創業板各行業 17年中報增速回升情況



資料來源：萬得，中銀證券；數據截至 20170816

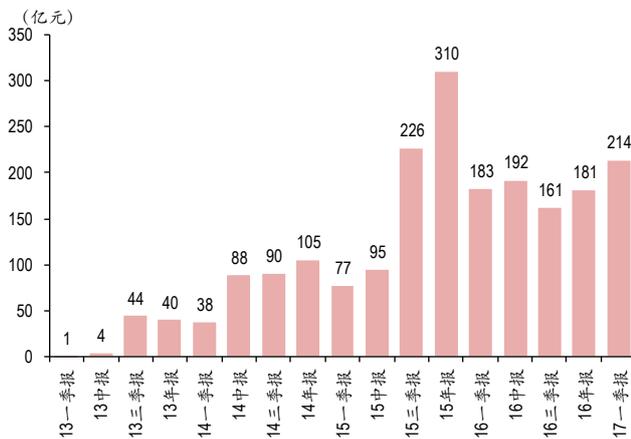
## TMT 行業 17 年之後商譽減值壓力大幅減輕

併購重組時，上市公司以高于併購標的企業賬面淨資產來收益即溢價收購，產生了商譽；會計上要求商譽每年要做減值測試，如果發生資產組的可收回金額低于賬面價值，即需要做商譽減值，減值部分計入當期損益即影響淨利潤。對賭協議是被收購方許諾在一定時期內的業績確保許諾，併購興起的這幾年也伴隨著大量業績承諾的出現。

近兩年，高溢價併購伴隨的商譽減值風險是投資者十分擔心的雷區，高溢價背後業績承諾的金額有多大、是否會扣減商譽是關注重點。

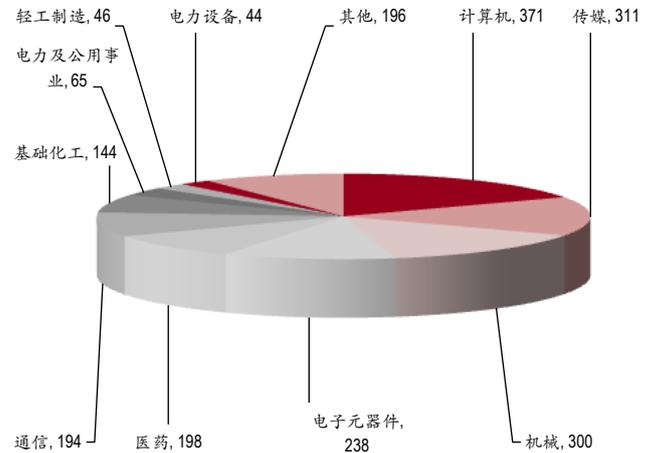
創業板目前整體商譽的增量仍較高，但也較之前高位回落。創業板擁有商譽的個股數為 390 家，占 59。從商譽的行業分布來看，計算機、傳媒、機械、電子、醫藥和通信居前。一般商譽的變動有三種情況：一是商譽減值，扣減；二是溢價收購，增加；三是處置子公司，扣減。併購一般伴隨有業績承諾，業績不達承諾則進行商譽減值。下面主要從業績承諾角度做分析。

圖表 20. 創業板整體商譽增量仍較高



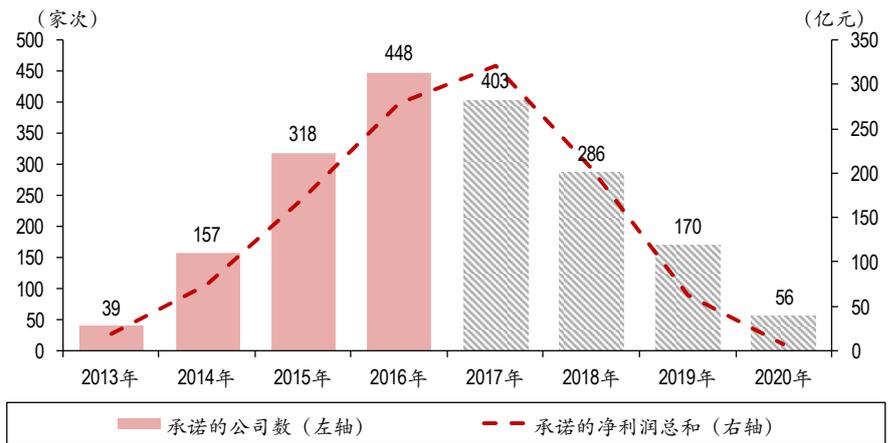
資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170730

圖表 21. TMT、機械和醫藥商譽總量居前



資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170730

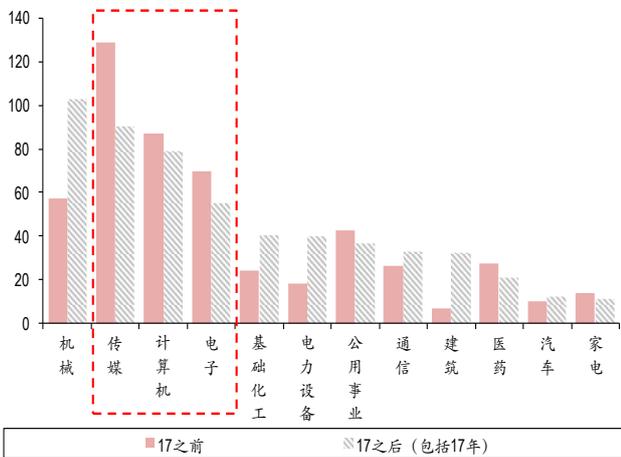
總體看，創業板業績承諾的數量和金額的高峰期已過。業績承諾數量的高峰是 16 年，448 家次，承諾淨利潤的高峰在 16-17 年，往後金額和數量均大幅回落。雖然，後續還有新增併購的業績承諾，但我們上文也分析到了目前創業板仍在進行的併購僅有 38 家，今年已完成併購的數量就有 35 家，雖然併購重組有所回暖，但監管層同時也“抑制各種形式的盲目跨界重組”，未來的業績承諾數量及金額很難再超過之前的峰值。

**圖表 22. 創業板業績承諾的數量和金額的高峰期已過**


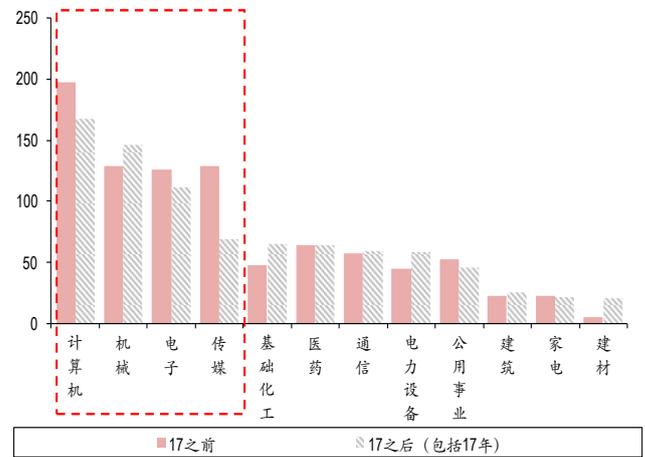
注：數量統計已完成或正在進行中的業績承諾數量及金額，包括一家公司多次承諾，以及同一次併購在不同年份的承諾

資料來源：萬得，中銀證券

**創業板 TMT 行業 17 年之後業績承諾數量和金額的壓力均減輕。**從行業分布來看，17 年之後，業績承諾家次最多的行業為：計算機、機械、電子、傳媒和化工；業績承諾金額最多的行業為機械、傳媒、計算機、電子和化工。另外，統計了 17 年前後（12-16 年及 17-23 年）目前業績承諾的情況，傳媒、計算機和電子業績承諾的壓力均大幅減輕，金額分別下降 30、10 和 21，數量分別下降 46、15 和 11。

**圖表 23. 各行業 17 年前後業績承諾金額對比**


資料來源：萬得，中銀證券，截至 20170730

**圖表 24. 各行業 17 年前後業績承諾數量對比**


資料來源：萬得，中銀證券，截至 201707030

## 風格已向創業板切換，積極關注

考慮估值與增速的匹配性，設定篩選標準：1) PE/中報增速<1.0；2) 市值/近4個季度淨利潤<60；3) 商譽/淨利潤<4.88（均值）。

注：“市值/近4個季度淨利潤”與PE(TTM)的區別在於：PE(TTM)淨利潤計算到17Q1，“市值/近4個季度淨利潤”考慮了17H1的預告淨利潤。另外，有商譽的個股中，“商譽/淨利潤”指標的均值為4.88。

圖表 25. 創業板標的篩選結果

證券代碼	名稱	行業	17年中報或 預報增速	PE (TTM)	市值/近4個季 度利潤	PE/中報 增速	商譽/淨利潤 (16年報)	股價	市值	PEG
300102.CH	乾照光電	電子	1,749	72	41	0.04	0.00	9.2	64	1.49
300323.CH	華燦光電	電子	315	35	29	0.11	0.95	15.2	128	1.26
300047.CH	天源迪科	通信	303	39	39	0.13	0.37	13.4	48	1.35
300073.CH	當升科技	基礎化工	283	92	47	0.33	3.15	26.0	95	5.01
300014.CH	億緯鋰能	電子	161	52	52	0.32	1.25	23.9	205	4.47
300415.CH	伊之密	機械	148	43	35	0.29	0.10	14.9	64	2.29
300136.CH	信維通信	通信	141	57	50	0.40	1.03	38.4	377	1.37
300036.CH	超圖軟件	計算機	139	61	57	0.44	4.15	18.0	81	4.70
300088.CH	長信科技	電子	125	53	42	0.42	0.79	18.9	217	1.07
300232.CH	洲明科技	電子	110	51	42	0.46	0.31	15.9	100	1.15
300178.CH	騰邦國際	餐飲旅游	105	50	36	0.48	1.03	15.0	93	2.89
300070.CH	碧水源	公用事業	98	29	29	0.29	0.01	19.2	603	0.97
300317.CH	珈偉股份	家電	90	41	35	0.45	4.48	17.4	149	2.25
300335.CH	迪森股份	公用事業	85	47	41	0.55	2.40	18.7	68	1.29
300316.CH	晶盛機電	機械	85	61	55	0.72	0.19	14.9	147	1.44
300297.CH	藍盾股份	計算機	80	35	35	0.44	4.08	11.6	137	1.55
300298.CH	三諾生物	醫藥	75	67	50	0.89	0.11	19.0	77	1.80
300274.CH	陽光電源	電力設備	64	26	26	0.41	0.00	12.6	182	1.60
300495.CH	美尚生態	建築	63	47	34	0.75	3.80	14.5	87	9.21
300567.CH	精測電子	機械	62	53	55	0.85	0.00	78.7	64	2.24
300146.CH	湯臣倍健	食品飲料	62	29	29	0.46	0.00	14.8	218	2.31
300327.CH	中穎電子	電子	62	52	47	0.85	0.00	29.7	62	1.74
300365.CH	恒華科技	計算機	60	49	44	0.81	0.14	35.7	63	1.18
300418.CH	昆侖萬維	傳媒	58	45	45	0.78	2.94	26.2	303	1.40
300367.CH	東方網力	計算機	55	47	45	0.86	2.41	19.6	167	1.70
300166.CH	東方國信	計算機	50	47	44	0.94	2.98	15.4	161	4.08
300121.CH	陽谷華泰	基礎化工	48	25	24	0.53	0.00	15.2	44	1.03
300357.CH	我武生物	醫藥	45	44	44	0.97	0.00	41.8	67	1.81
300199.CH	翰宇藥業	醫藥	45	42	42	0.95	3.08	15.5	145	1.45
300373.CH	揚杰科技	電子	38	40	40	1.00	0.51	20.5	97	1.42
300098.CH	高新興	計算機	36	44	39	1.00	3.69	12.72	141	1.67
300258.CH	精鍛科技	汽車	35	31	31	0.87	0.35	16.9	68	1.11

資料來源：萬得，中銀證券，截至20170818

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券有限責任公司同時聲明，未授權任何公眾媒體或機構刊載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券有限責任公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

### 公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 20 以上；
- 謹慎買入：預計該公司股價在未來 12 個月內上漲 10-20；
- 持有：預計該公司股價在未來 12 個月內在上下 10 區間內波動；
- 賣出：預計該公司股價在未來 12 個月內下降 10 以上；
- 未有評級（NR）。

### 行業投資評級：

- 增持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現強于有關基準指數；
- 中立：預計該行業指數在未來 12 個月內表現基本與有關基準指數持平；
- 減持：預計該行業指數在未來 12 個月內表現弱于有關基準指數。

有關基準指數包括：恒生指數、恒生中國企業指數、以及滬深 300 指數等。

## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券有限責任公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券有限責任公司的機構客戶；2) 中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券有限責任公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券有限責任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券有限責任公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券有限責任公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券有限責任公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券有限責任公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券有限責任公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券有限責任公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券有限責任公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券有限責任公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打: 10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打: 10800 1521065  
新加坡客戶請撥打: 800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371