

# 大立科技

002214

增持/ 维持评级

| 股 价             | 2009/04/30 |
|-----------------|------------|
| <b>RMB19.08</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 100  |
| 流通 A 股（百万股）   | 61   |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 1161 |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 5.66  |
| TRACING P/E (X)* | 47.96 |
| EPS (元)          | 0.03  |
| 股息率 (%)          | 0.52  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

&lt;红外探测器国产化——市场前景充

满想象&gt;20080131

&lt;发展扎实稳健 憧憬行业未来

&gt;20081002

&lt;09 年的增长依然确定&gt;20090201

分 析 师

卢山

+755-82492953

lushan@lhq.com

# 行业长期前景广阔 短期面临估值压力

| 经营预测与估值       | 2008A | 20091Q | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 215.1 | 20.1   | 271.9 | 346.1 | 442.9 |
| (+/-%)        | 18.4  | -46.2  | 26.4  | 27.3  | 28.0  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 39.1  | 2.8    | 51.8  | 70.0  | 97.5  |
| (+/-%)        | 3.5   | 29.3   | 32.2  | 35.2  | 39.4  |
| EPS(元)        | 0.39  | 0.03   | 0.52  | 0.70  | 0.98  |
| P/E(倍)        | 48.7  | 678.7  | 36.9  | 27.3  | 19.6  |

■ 公司产品红外热像仪使用领域相当广泛。当前，电力行业和军用领域是最重要的应用领域，在安防、卫生、应急、消防、汽车夜视、安全监测（建筑、煤炭）等领域，红外热像仪已开始逐步为用户接受。中国红外热像仪市场还处于起步阶段，未来发展空间巨大。

■ 由于红外热像仪行业正处于一个导入期向成长期过渡的阶段，偶然的突发事件都将可能成为其产品在某领域大规模推广应用的催化剂。甲型 H1N1 流感事件又一次对红外热像仪产品的应用做了普及。在 4.29 的新闻联播里面，我们看到了红外热像仪在口岸的应用。

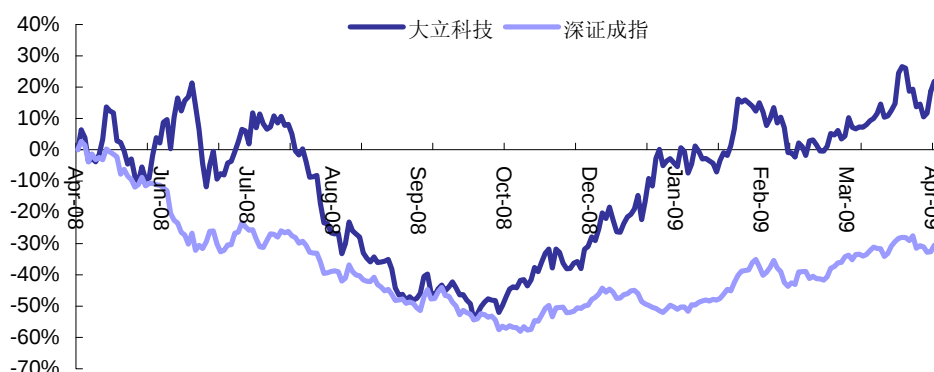
■ 中国红外热像仪市场集中度明显，50%以上份额集中在三家国内公司：大立科技、武汉高德、广州珩特。行业技术壁垒很高，竞争对手较少。

■ 我们预计，2008 年中国民用红外热像仪市场的有效需求已超过 5 亿元，未来几年，中国民用市场有效需求的年均增长率大约为 20%，2012 年中国民用红外热像仪市场的有效需求量将超过 12 亿元。

■ 一季报显示公司的主营业务收入下降了 46%，剔除资产减值损失的因素，营业利润为 -21 万元，短期经营压力增大。但一个季度不能反应全年的经营情况，考虑到行业前景和公司竞争力。我们认为今年公司增长较为确定。

■ 估值水平的进一步提升有赖于焦平面探测器研发进度，公司预计 10 年底能顺利完成产业化的目标，对此我们将密切保持跟踪。我们认为 09、10、11 年公司业绩依然会有 30%以上的增长，维持增持评级。

## 最近 52 周股价表现



## 应用领域广阔，且大多处在导入期

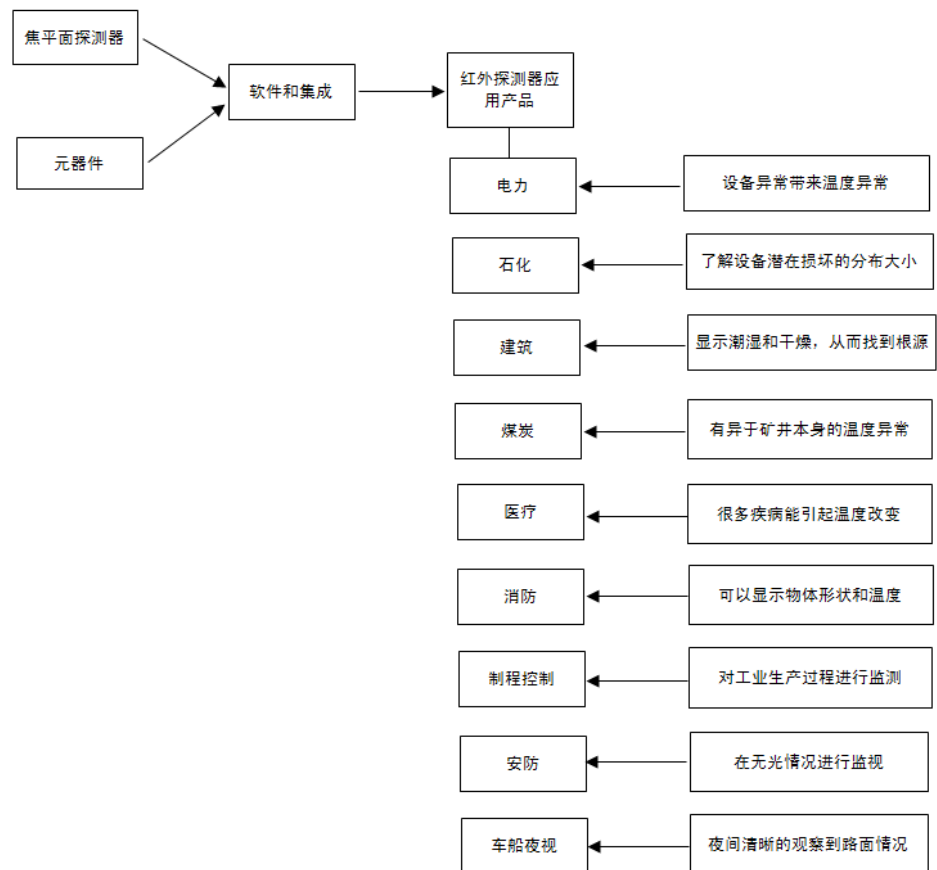
电力行业和军用领域是最重要的应用领域

产品红外热像仪使用领域相当广泛。当前，电力行业和军用领域是最重要的应用领域，在安防、卫生、应急、消防、汽车夜视、安全监测（建筑、煤炭）等领域，红外热像仪已开始逐步为用户接受。中国红外热像仪市场还处于起步阶段，未来发展空间巨大。

### 潜力巨大的民用领域市场

图 1 显示，红外热像仪产业链主要包括焦平面探测器和相关元器件、软件和集成、红外探测器应用产品三个环节。

图 1、民用红外热像仪市场



资料来源：公司资料，联合证券研究所整理

民用领域有 400 亿的潜在市场

在民用领域，电力行业是最重要的应用领域，而在消防、预防检测（包括：电力、石化、建筑、煤炭、食品、医疗等领域）、制程控制（包括：冶金、交通、电子、食品、机械等几乎所有工业生产领域）、安防（包括：边防海防、公安监视、巡逻跟踪、搜寻逃犯）、汽车夜视、环境监测预防检测（建筑、煤炭）、应急处理等领域，应用潜力巨大。

我们对其中 4 个应用领域所做的预测，预计市场容量为 184 亿元，考虑到其它应用领域的需求，预计市场容量为 400 亿以上。

| 表 1、红外热像仪市场空间预测 |    |      |       |                                                                                                                                           | 万 |
|-----------------|----|------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| 领域              | 单价 | 需求量  | 总量(亿) | 依据                                                                                                                                        |   |
| 电力              | 8  | 2.5  | 20    | 1999 年 8 月 2 日, 国家经贸委发布了《中华人民共和国电力行业标准——带电设备红外诊断技术应用导则》。电力用户主要集中于广东、浙江、江苏、山东等沿海经济发达地区, 其拥有量也仅为实际需求量的 20%                                  |   |
| 建筑              | 2  | 10   | 20    | 2006 年 11 月 1 日, 中国工程建设标准化协会批准实施《红外热像法检测建筑外墙饰面层脱粘缺陷技术规程》, 我国建筑企业约为 10 万家, 假设每家配 1 台                                                       |   |
| 消防              | 4  | 3    | 12    | 2006 年 8 月 29 日, 公安部发布了《中华人民共和国公共安全行业标准——消防用红外热像仪》, 该标准于 2007 年 1 月 1 日实施。我国消防车保有量约为 3 万辆, 假设每辆配 1 台                                      |   |
| 制程控制            | 10 | 13.2 | 132   | 2005 年 9 月 9 日, 国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会联合发布《中华人民共和国国家标准——工业检测型红外热像仪》, 该标准于 2006 年 4 月 1 日开始实施。我国制造业共有 132 万家企业, 假设上述制造业中 10% 的大型企业配备红外热像仪 |   |
| 总计              |    |      | 184   |                                                                                                                                           |   |

数据来源: 公司资料, 联合证券研究所整理。

我们预计, 2008 年中国民用红外热像仪市场的有效需求已超过 5 亿元, 未来 5 年, 中国民用市场有效需求的年均增长率大约为 20%, 预计 2012 年中国民用红外热像仪市场的有效需求量将超过 12 亿元。

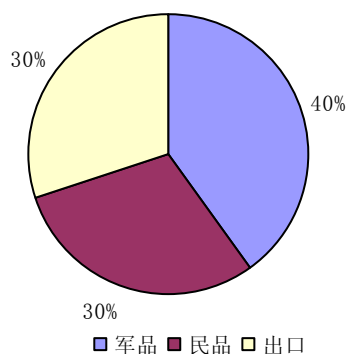
### 军用市场是主战场

#### 军用红外热像仪销售量 年均增长率会超过 50%

由于红外热成像产品在军事领域的特殊用途, 拥有红外热像仪技术的国家出于安全利益及保密等相关因素, 仅采购本国企业所生产的产品, 同时限制其出口到其他国家用于军事, 因此军用市场的竞争, 已非企业间的竞争, 实际上已演变成国家与国家间的竞争。

由于军用市场处于保密状态, 我们难以预计其增长的空间。但从 2004 年至今, 公司军用红外热像仪销售量年均增长率 50% 左右, 军用市场的增长速度快于民用市场。军品市场目前已经占据了公司销售收入的 40%。

图 2、2008 年公司销售收入的不同领域占比



资料来源: 公司资料, 联合证券研究所整理

从军用市场的特点来看, 军队对红外热像仪的订单往往会出现爆发性增长的现象。

军用领域的红外热成像系统是红外技术最早的应用领域，产品以制冷型红外热像仪为主，对探测器的性能要求很高，价格也相对昂贵。目前，军用市场仍然是红外产品的最大市场。从长期发展趋势来看，红外热像仪将装备到各种现代化武器中。目前全球军队数量约为 2000 万人，即使是按 10% 的军队、平均每个士兵配备 1 具红外热像仪、每具红外热像仪仅按 2 万美元（目前售价约为 2—10 万美元）来计算，全球军用红外热像仪市场潜在需求总量超过 400 亿美元。

根据国际光学学会（SPIE）估计，目前全球军用红外热像仪的实际年需求至少为 30 亿美元。随着各国加大对军事项目的投入，这一需求还会进一步扩大。

在发达国家，红外热像仪已装配在导弹、飞机、坦克、火箭、炮、枪等多种现代武器中。作战部队的武器需求量，按照人均配备武器数量进行估算。美国部队中，作战部队所占比例约为 55%，按作战部队中平均每个士兵配备 1 具红外热像仪，则美国红外热像仪的装备率为 55%，在伊拉克战争中平均每个美国士兵配备 1.7 具红外热像仪。

与发达国家相比，目前我国军队中红外热像仪应用的相对较少，按照我国政府发布的《2006 年中国的国防》白皮书，我国军队的人员数量为 230 万人，按 10% 的装备率，我国军用红外热像仪市场容量就可达到 23 万套，以每套 10 万元来计算，其市场需求总量高达 230 亿元。

## 甲型 H1N1 流感再次将红外热像仪作了普及

央视网消息(新闻联播 4 月 29 日播出): 为应对可能出现的人感染猪流感疫情，各地启动了多种应急方案。在北京大学人民医院，应急预案的流程设置细致到输液架的调配、区域应急医疗队的构成等，呼吸机、除颤机等急救设备全部到位，一次性口罩和隔离服等医用物资储备充足。

### 口岸已经开始应用

猪流感疑似或确诊患者指定集中收治医院--北京地坛医院和佑安医院，都把最有经验的专家分配到接诊、分诊等治疗的各个环节。

针对境外猪流感疫情严峻的形势，上海、广州、深圳等地出入境口岸大厅和机场的“红外线体温检测”全部启动，实时跟踪监测入境旅客的体温变化，尤其是对来自猪流感流行地区人员，重点进行医学排查，检验检疫人员 24 小时值班，及时发现可疑病例。

图 3、我国口岸使用红外热像仪实例



资料来源：CCTV，联合证券研究所

由于红外热像仪行业正处于一个导入期向成长期过渡的阶段，偶然的突发事件都将可能成为其产品在某领域大规模推广应用的催化器。甲型 H1N1 流感事件又一次对红外热像仪产品的应用做了普及。在 4.29 的新闻联播里面，我们看到了红外热像仪在口岸的应用。

## 短期面临经营压力，全年增长依然确定

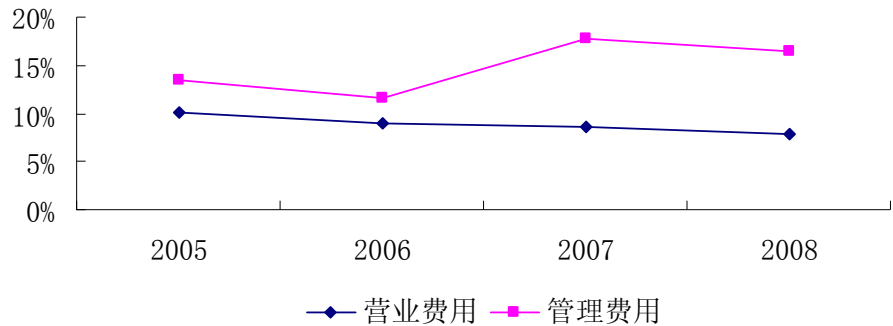
年报显示 2008 年，公司实现营业收入 2.15 亿元，比上年同期增长 18.43%，实现营业利润 3206 万元，比上年同期增长 34.67%，实现净利润 3914 万元，比上年同期增长 3.46%。

### 一季报显示公司的主营业务收入下降了 46%

一季报显示公司的主营业务收入下降了 46%，剔除资产减值损失的因素，营业利润为 -21 万元，是显示短期经营压力增大。

从公司毛利率上看，08 年全年的毛利率水平为 44.51%，比 07 年高出 1.29%。近三年，公司红外热像仪产品的毛利率均保持在 45%以上，并逐年有所提高。显示出公司红外热像仪产品技术壁垒较高，缺乏核心技术和产品研发能力的一般企业难以进入本行业，市场竞争相对稳定，因此产品毛利率相对较高。

图 4、2005-2008 年上市公司费用率情况



资料来源：WIND，联合证券研究所整理

全年来看，公司的增长依然比较确定

管理费用也在逐年下降，显示公司较好的管理能力。  
一季度为全年的淡季，并且规模较小的电子类公司单季度波动较大也属正常，一个季度尚不能反应全年的经营情况。全年来看，公司的增长依然比较确定。

军品市场是公司最主要的市场，公司在军品市场的年增长最近几年基本在 50% 左右，主要竞争对手是军工企业和武汉高德。军品市场的培育期一般要 4-5 年，需要在项目的前期就要进入。公司前期项目积累将能保证公司明年在军品市场的 50% 的增长，同时，公司的研发实力和务实的风格也能弥补其进入军方领域较迟的劣势。

民用市场依然强势，依靠中间商的出口市场均衡稳定。公司在最主要的民用领域电力市场 09 年增长预计在 20% 左右，在 09 年电力设备的投资有望增长 50% 的背景下，公司针对电力市场的在线式产品有望大量推出；煤矿方面出于对瓦斯、自燃、渗水等安全隐患的预警，预计也将有较大增长。

甲型 H1N1 流感等事件或有可能推动红外热像仪在其它领域的应用。

行业的成长空间和公司的核心竞争力至关重要

对于电子类公司，行业的成长空间和公司的核心竞争力才是最重要的。我们认为，公司的核心竞争力来自于软件开发和器件的集成能力，这方面存在较大的行业壁垒和技术壁垒。红外热像仪的市场空间巨大，只要公司具有自己的核心竞争力，同时在治理、研发、战略选择方面均表现优异，就不必过多拘泥于当季度的盈利波动。

## 估值水平的进一步提升有赖于焦平面探测器研发进度

焦平面探测器研发顺利，将能提升估值水平

红外热像仪的核心部件焦平面探测器仅有美国、法国、日本、以色列四个国家的企业具备产业化生产的能力，其核心技术由美国、法国控制。目前国内所有焦平面探测器均来自于法国 ULIS 公司。

焦平面探测器是红外热像仪行业的上游。焦平面探测器成本目前已经占了红外热像仪总成本的 80% 以上，由于焦平面探测器集中度高，焦平面探测器制造企业的议价能力较强，高昂的价格限制了国内红外热像仪行业的发展。

图 5、2004 年红外热像仪的成本构成

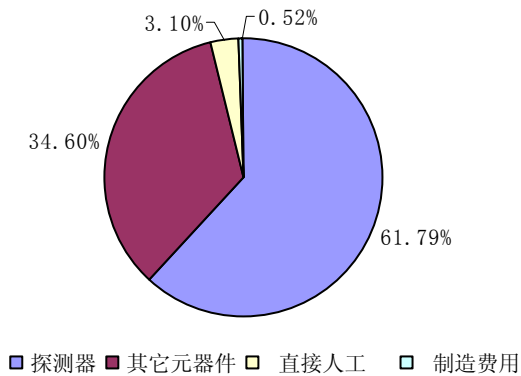
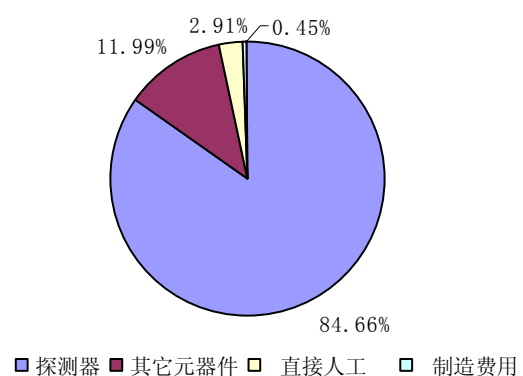


图 6、2007 年红外热像仪的成本构成



资料来源：上市公司资料，联合证券研究所整理。

因此，公司投入较大的人力、物力进行非制冷焦平面探测器的研制，具有非常重要的意义。一旦能够顺利量产，良品率达到一定的水平，将极大推动红外热像仪在我国的应用。

表 2、焦平面探测器项目建设进度表

|        | 08Q1 | 08Q2 | 08Q3 | 08Q4 | 09Q1 | 09Q2 | 09Q3 | 09Q4 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 读出电路设计 | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 读出电路代工 |      |      |      |      | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 探测器设计  | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 微加工线建设 |      |      | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 微加工中试  |      |      |      |      | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 封装线建设  | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 封装工艺中试 |      |      |      |      | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    | ■    |
| 小批量试生产 |      |      |      |      |      |      |      |      |      | ■    | ■    | ■    |
| 合格率提高  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | ■    | ■    |
| 产业化生产  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | ■    |

资料来源：招股书，联合证券研究所

在焦平面探测器产业化的过程中，小批量试产、良品率提高、产业化的生产都是最重要的环节。按照计划，这些环节都要在 10 年二季度才能开始，此刻是焦平面探测器最重要的时间节点。

根据公司产品计划，项目全部达产后，将形成年产  $160 \times 120$  分辨率的非制冷红外焦平面阵列探测器 3500 片的生产能力。按照公司预计，09 年即可达到设计生产能力的 4%、10 年为 40%、11 年为 80%、12 年达到全部设计生产能力。我们密切关注公司此方面的进展。

因为红外热像仪可以用于军事用途，焦平面探测器的国产化，不仅能够消除核心器件在国外采购的风险，同时将能极大地扩大红外热像仪的应用领域，其在军事上的应用前景不可限量。因此，如果焦平面探测器的国产化进展顺利，将会提升公司的估值水平。

尽管在经济危机面前 09 年很多企业将会出现负增长，但在行业前景看好的情况下，我们认为 09、10、11 年公司业绩依然会有 30%以上的增长，维持以前的增持评级。

## 风险提示

公司在治理、研发、战略选择方面均表现优异，但在市场能力方面尚待加强。由于行业正处在一个有导入期向成长期过渡的阶段，优异的市场能力将为公司赢得更多的市场，我们希冀公司的市场开拓能力能有进一步提升。

公司的风险还来源于焦平面探测器的产业化进度。由于技术难度很大，项目进展有可能达不到公司预期。

同时，2月18日有3585万股的股票解禁。随着股价的上涨，也面临一定的抛售压力。目前看来，浙江日报报业集团有限公司、浙江省科技风险投资有限公司和个人股股东均有一定的抛售行为。

**盈利预测**
**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 430  | 414   | 471   | 549   |
| 现金             | 165  | 119   | 120   | 126   |
| 应收账款           | 87   | 97    | 116   | 140   |
| 其他应收款          | 4    | 6     | 7     | 9     |
| 预付账款           | 10   | 12    | 16    | 20    |
| 存货             | 162  | 176   | 207   | 248   |
| 其他流动资产         | 3    | 3     | 5     | 6     |
| <b>非流动资产</b>   | 84   | 138   | 161   | 188   |
| 长期投资           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 57   | 113   | 136   | 164   |
| 无形资产           | 15   | 15    | 14    | 13    |
| 其他非流动资产        | 10   | 9     | 9     | 10    |
| <b>资产总计</b>    | 514  | 552   | 632   | 737   |
| <b>流动负债</b>    | 170  | 156   | 170   | 182   |
| 短期借款           | 139  | 114   | 119   | 121   |
| 应付账款           | 27   | 34    | 42    | 53    |
| 其他流动负债         | 5    | 9     | 8     | 9     |
| <b>非流动负债</b>   | 10   | 9     | 9     | 9     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 10   | 9     | 9     | 9     |
| <b>负债合计</b>    | 179  | 166   | 179   | 192   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 100  | 100   | 100   | 100   |
| 资本公积           | 132  | 132   | 132   | 132   |
| 留存收益           | 102  | 154   | 221   | 314   |
| 归属母公司股东权益      | 334  | 386   | 453   | 546   |
| <b>负债和股东权益</b> | 514  | 552   | 632   | 737   |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -40  | 43    | 32    | 49    |
| 净利润            | 39   | 52    | 70    | 98    |
| 折旧摊销           | 4    | 5     | 7     | 9     |
| 财务费用           | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -92  | -17   | -53   | -64   |
| 其他经营现金流        | 5    | -1    | 4     | 4     |
| <b>投资活动现金流</b> | -6   | -60   | -30   | -36   |
| 资本支出           | 8    | 60    | 30    | 36    |
| 长期投资           | 0    | -0    | 0     | -0    |
| 其他投资现金流        | 2    | -0    | -0    | -0    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 179  | -28   | -2    | -7    |
| 短期借款           | 42   | -25   | 5     | 1     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 25   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 131  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -19  | -4    | -7    | -9    |
| <b>现金净增加额</b>  | 135  | -46   | 0     | 6     |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 215  | 272   | 346   | 443   |
| 营业成本            | 118  | 149   | 188   | 236   |
| 营业税金及附加         | 1    | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用            | 17   | 21    | 26    | 31    |
| 管理费用            | 35   | 44    | 54    | 66    |
| 财务费用            | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 资产减值损失          | 7    | 4     | 5     | 5     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -0   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 32   | 49    | 68    | 97    |
| 营业外收入           | 10   | 13    | 15    | 18    |
| 营业外支出           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 42   | 61    | 82    | 115   |
| 所得税             | 3    | 9     | 12    | 17    |
| <b>净利润</b>      | 39   | 52    | 70    | 98    |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 39   | 52    | 70    | 98    |
| EBITDA          | 40   | 57    | 79    | 110   |
| EPS (元)         | 0.39 | 0.52  | 0.70  | 0.98  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 18.4%  | 26.4%  | 27.3%  | 28.0%  |
| 营业利润           | 35.1%  | 51.4%  | 39.0%  | 43.5%  |
| 归属于母公司净利润      | 3.5%   | 32.2%  | 35.2%  | 39.4%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 45.1%  | 45.2%  | 45.5%  | 46.7%  |
| 净利率(%)         | 18.2%  | 19.0%  | 20.2%  | 22.0%  |
| ROE(%)         | 11.7%  | 13.4%  | 15.5%  | 17.9%  |
| ROIC(%)        | 10.9%  | 11.7%  | 13.4%  | 15.9%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 34.9%  | 30.0%  | 28.3%  | 26.0%  |
| 净负债比率(%)       | 77.19% | 68.74% | 66.55% | 62.89% |
| 流动比率           | 2.53   | 2.65   | 2.78   | 3.01   |
| 速动比率           | 1.58   | 1.53   | 1.55   | 1.65   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.54   | 0.51   | 0.58   | 0.65   |
| 应收账款周转率        | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 应付账款周转率        | 4.92   | 4.92   | 4.96   | 4.96   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.39   | 0.52   | 0.70   | 0.98   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.40  | 0.43   | 0.32   | 0.49   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.34   | 3.86   | 4.53   | 5.46   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 48.74  | 36.87  | 27.26  | 19.56  |
| P/B            | 5.71   | 4.94   | 4.22   | 3.50   |
| EV/EBITDA      | 47     | 33     | 24     | 17     |

数据来源: 联合证券研究所.

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。