

高速发展中的航空制造企业

洪都航空 (600316) 评级: 买入 (首次)

股价: 26.9 元 目标价位: 38.4 元 深度报告

2009 年 9 月 8 日 星期二

牛纪刚
021-50586660-8636
niujiang@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8936
lt@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 38.4
升值潜力 (%) 42.75
目标价确定日期: 2009/9/02

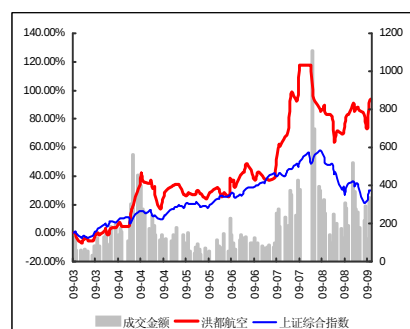
重要数据

总股本(亿股) 3.53
流通股本(亿股) 1.93
总市值(亿元) 69.43
流通市值(亿元) 37.99

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	4.43	22.68
3 个月	54.15	51.34
6 个月	94.1	64.67

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 具有“厂所合一”研发制造优势的飞机制造商。公司是我国航空制造企业中唯一一家拥有“厂所合一”的研发体系的企业,掌握产品所有核心技术,可更好的适应市场需求。
- 主要产品处生命中期。主要产品 K8 目前已出口 300 多架,占国际同类产品市场份额 70%以上,航空转包业务快速增长,高端商务机项目前景看好。
- L15 项目将极大提升公司未来业绩。L15 是国内唯一的三代高级教练机,国内、国际市场前景广阔,预计 09 年底定型、2010 年初达到可销售状态。预计 L15 未来 15 年可为公司带来 800 亿元的销售收入和 80 亿元的净利润。
- 资产注入预期强烈。作为中航防务唯一的军工业务及资产上市公司,预计洪都航空将成为中航防务外贸军机资本化运作平台。分析中航防务公司所属资产,后续资产注入有可能分两步走:注入中航防务下属企业的航空转包业务和枭龙战机主要加工业务及资产;注入中航防务下属企业的飞机部分零部件业务及资产。后续资产注入后,公司业绩将得到极大提升。
- 预计公司 2009-2011 三年每股收益分别为 0.51、0.53 和 0.96 元。考虑到公司良好的成长性以及强烈的资产注入预期,给予买入评级。

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	18	16	20	24	36
增长率	54.6%	-10.8%	23.8%	23.8%	47.5%
营业利润(亿元)	1	1	2	3	5
增长率	68.2%	-11.5%	71.9%	34.4%	80.8%
净利润(亿元)	1	1	2	2	4
增长率	40.8%	-11.3%	75.5%	34.4%	80.8%
每股净资产(元)	7.49	4.89	5.30	4.50	5.28
每股收益(元)	0.46	0.29	0.51	0.53	0.96
市盈率(P/E)	83.0	46.5	52.5	50.9	28.1
市净率(P/B)	5.1	2.8	5.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	61.1	35.4	49.1	41.2	25.4

目录

1. 具有“厂所合一”研发制造优势的飞机制造商	4
2. 主营业务平稳增长	4
2.1 具有国际竞争力的K8 高级教练机	4
2.2 转包业务快速增长	5
2.3 N5B 农林多用途飞机前景看好	5
2.4 喷气式高端商务机业务市场前景广阔	6
3. L15 项目将极大提升公司未来业绩	6
3.1 我国第一个达到国际先进水平的机种	7
3.2 国内市场前景广阔	7
3.3 国际市场前景广阔	8
3.4 L15 订单时间	8
3.5 L15 将为公司带来丰厚收益	8
4. 资产注入预期	8
4.1 资产注入步骤	8
4.2 资产注入时间表	9
4.3 资产注入将极大提升公司业绩	9
5. 公司业绩 2009-2011 年保持高速增长	9
5.1 2009 年收益可实现 60%以上增长	9
5.2 2010 年后，公司增长主要依靠L15 的放量	9
6. 市场关心的其他问题	9
6.1 定向增发注入项目的投资回报时间	9
6.2 洪都集团飞机相关资产的定价问题	10
7. 风险因素	10
7.1 增发失败风险	10
7.2 L15 飞机定型时间推迟	10
7.3 国际政治经济因素影响	10
8. 盈利预测	10
9. 同业比较与估值	12

图形目录

图 1. 出口到非洲的K8 型教练机	4
--------------------------	---

图 2. NSB 农林多用途飞机	5
图 3. L15 高级教练机	7

表格目录

表 1. 预测损益表	10
表 2. 预测资产负债表	11
表 3. 预测现金流量表	11
表 4. 财务指标分析	12

1. 具有“厂所合一”研发制造优势的飞机制造商

洪都航空为洪都集团剥离部分飞机制造业务及资产发起设立，公司产品由洪都集团的飞机设计研究所研发，然后无偿提供给洪都航空使用，包括 K8 以及 L15 等产品均采用这种模式。由于双方签署技术无偿使用协议，因此公司产品具有完整的知识产权。

洪都集团在我国的航空制造业领域有着悠久的历史，有着强大的航空产品的科研实力，其所属的飞机设计研究所（650 所）拥有一支以中国工程院院士和大批航空专家顾问组成的研发队伍，技术实力雄厚，是我国航空制造企业中唯一一家“厂所合一”拥有飞机原型机研发制造体系的企业。

这种“厂所合一”的研发制造体系可以使得科研成果能更高效、直接的与制造工艺和流程等生产环节相衔接：在研发上周期时间短，L15 从原型机的详细设计到首飞只用了 3 年时间；制造过程中，由于是公司自主研发，掌握飞机的所有关键及核心技术，可根据客户不同需求，随时对产品进行改进改型和升级，更好地适应国内外市场需求，并使得产品市场的生命周期大大延长。。

2. 主营业务平稳增长

公司主营产品包括二代教练机、农用飞机、航空转包业务、与洪都集团军用航空产品的关联业务等，其中二代教练机 K8 为公司提供 60% 以上收入及利润，是公司目前最重要的产品。

2.1 具有国际竞争力的 K8 高级教练机

公司主要产品 K8 目前已出口 300 多架，占国际同类产品市场份额 70% 以上，同时国内军方也采购了数百架。K8 的设计产能为 1000 架，预计最终产量可超过 1200 架，目前正处于产品生命周期的中期阶段。

图1. 出口到非洲的 K8 型教练机



资料来源：公司公开资料

2.2 转包业务快速增长

公司拥有高技术的飞机数字化生产车间，制造装备水平先进，转包业务既包括沈飞、成飞等国内飞机制造商的业务，也包括美国 GoodRich 公司、VOUGHT 公司的航空转包生产合同。

沈飞、成飞等公司生产任务繁重，预计未来三年将有大批零部件制造业务订单转包至洪都航空完成。公司通过了国际 AS9100 年度复审认证，已顺利进入国际航空转包生产领域，预计 9 月将会得到波音公司上亿美元的新转包合同。

在总长 45 米的国家大飞机项目中，洪都集团获得了 19 米、约 25% 的生产转包订单。与其他转包业务不同，这部分为一级转包，产品具有自主知识产权，相应可获得更高的收益率。

国外航空转包业务为公司重点发展的业务，预计 2010 年该业务收入可超过 1 亿元人民币，并在未来三年保持 200% 以上的增长。

2.3 N5B 农林多用途飞机前景看好

农业飞机在国外用途广泛，美国注册的各种用途农用飞机有 6000 余架，截至目前，中国的农业飞机仅有 196 架。农业飞机的优势在很高的作业效率，因洪都集团拥有成熟的超低空对地攻击机的研发核心技术储备，洪都航空生产的 N5 系列飞机可长时间在 3-5 米的高度贴地飞行实施农林作业，播种速度达到 127 亩/分钟。

农业飞机的发展取决于我国农业规模化生产的推广速度，随着农村乡镇化、城市化进程的不断加快推进，预计未来我国直接从事农业的人口将持续减少，农业集约化生产是必然的趋势，种粮专业户将大量涌现，对农业飞机的需求稳步增长。

农业飞机虽然前景长期看好，但短期内受制于我国农业人口众多、人均土地稀少的现状制约，难有爆发式增长。

图2. N5B 农林多用途飞机



资料来源：公司公开资料

2.4 喷气式高端商务机业务市场前景广阔

通用飞机在国际航空领域占有举足轻重的地位。目前，全世界在飞的民用飞机总数约为 38 万架，定期民用航班飞机不到 4 万架，通用飞机数量达到 34 万多架。美国拥有 23 万架各类通用飞机，而我国截止 2008 年共有各类通用飞机仅 800 余架，我国通用航空市场还处于起步阶段，存在巨大的发展空间，将会成为我国 21 世纪最具有活力的新兴支柱产业之一。

通用航空涉及领域众多，其中公务机市场在通用航空市场中又占据极为重要的地位，是通用航空领域中的高端产品。目前全世界有 2.5 万余架公务机，近 70% 在美国。公务飞行按飞行小时计算，约占通航飞机飞行小时总量的 22%，美国通航飞行最大的作业项目就是公务飞行。

据有关专家预测，未来 20 年，国际市场对于各类喷气公务机的需求平均每年超过 1000 架，其中大中型公务机需求量每年约 500 架。

随着我国经济的迅猛增长，和世界航空运输业格局一样，中国的航空运输也必将呈现干线机、支线机和公务机三位一体协同发展的局面。

我国高端公务机起步晚，国外已有“隼”、“湾流”、“挑战者”、“奖状”等机型，竞争对手强大，高端公务机的售价一般都在数千万美元。公司计划采用巴西航空的发展模式，巴西不是航空大国，但 ERJ 系列支线客机能获得国际市场的巨大成功，关键就在于该公司将大量零部件转包，自己集中精力做研发、总装生产和销售。洪都航空计划将高端公务机研发出电子样机后，采取主要零部件国际公开招标，以实现迅速获得市场占有率的目标。公司对高端公务机的定位是公务、商务和军务。

另外，高端公务机双引擎结构的空气动力学特征，使其还是大型、超大型远程军用飞机的教练机平台。对此，从行业布局看，将高端公务机放在洪都研发制造是符合中航工业建立中国教练机完整体系战略谋划的。公司将在该型飞机上大量使用新材料、新工艺及新技术，使之在自身重量、寿命、飞行高度和航程及乘坐舒适性等指标上达到国际先进水平。同时还将继续保持对国外市场同类产品的较大性价比优势。

3. L15 项目将极大提升公司未来业绩

L15 型高级教练机是先进的新一代喷气式超音速高级教练机，为满足培养第三代战斗机飞行员的需要而研制，2005 年 9 月 01 架机完成总装，并于 2006 年 3 月 13 日首飞成功，03 架于 2008 年 11 月珠海航展进行了飞行表演。

公司将投入资金建设 L15 批量生产线，预计年底达到可销售状态。L15 逐

渐放量后将成为公司新的利润增长点，并在未来两三年内成为公司利润贡献最大的产品。

图3. L15 高级教练机



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

3.1 我国第一个达到国际先进水平的机种

L15 是国内唯一的三代高教机，该机采用了大边条翼身融合气动布局、三轴四余度电传飞行控制系统、推重比 1.2、设计寿命 10000 小时等先进性能指标。L15 代表着我国航空工业在高级教练机这个机种的设计和制造水平上已经达到国外先进机型的技术标准，是中国航空型号发展中第一个达到国际先进水平的机种。

3.2 国内市场前景广阔

按照战斗机和教练机 3: 1 的比例，即使国内三代机只装备 1000 架，L15 的需求也将达到 330 架，国内市场前景广阔。

目前军方三代机飞行员训练用的教练机为同型教练机，即培训歼 10 飞行员用歼 10 飞机的同型教练机，培训苏 27 飞行员就用苏 27 的同型教练机。动辄数亿元的三代机的机体设计寿命为 3000 小时，如苏-27 及苏-30 每小时的训练费用为 4-5 万美元（约 30 万元人民币）。由于飞行员是要大量训练的，使用战斗机培训飞行员耗资十分巨大。而用机体设计寿命高达 10000 小时的 L15 训练三代机飞行员，每小时费用仅为 5 万元。公司估计 L15 可为中国空军培养三代机飞行员节省上百亿元的训练费用。

L15 也是舰载机应用的平台。由于 L15 采用两台发动机且设计起飞距离超短，很利于上航母。该机运用了全电传操纵，可直接与航母上的飞机助航系统交联，提高了飞行员在舰上起降战机的安全性。预计 L15 今后可作为轻型舰载战斗机使用。

3.3 国际市场前景广阔

国际市场上的竞争对手主要为韩国 T-50, 为美国洛克希德·马丁公司技术, 韩国人支付了十多亿美元的技术转让费。T50 单价 2000—2500 万美元, L15 目前的参考报价为 1500 万美元, L15 不仅可以达到 T50 的技术指标, 如机体设计寿命 10000 小时, 且 L15 多一个发动机, 性价比优势明显。

据国外航空资料预测, 未来十年国际军贸飞机市场对高级教练机的需求为 2500 架。洪都航空的二代教练机 K8 在国际出口市场的已占有率为 70%, 即使 L15 只有 25% 的市场占有率, 也将达到 500 架。

目前已有多个国家有采购意向, L15 正在加紧进行鉴定试飞, 尚待最终定型, 因此一些国家转而先采购 K8, 一旦 L15 明年投入批量生产, 国际订单将大量涌来。

3.4 L15 订单时间

公司将参加 11 月的迪拜航空展, 向国外客户展示 L15, 届时将获得部分国外订单。9 月份某国空军将到洪都集团进行 L15 列装前评估飞行, 预计年底前完成鉴定。预计于 2010 年初达到可销售状态。

3.5 L15 将为公司带来丰厚收益

L15 为公司自主研发, 售价约 1500 万美元, 1 亿元人民币。预计未来 15 年将有 800 架以上的销售, 即 800 亿元以上的销售。销售净利润至少可达到 10%, 即 80 亿元净利润。平均每年 5.3 亿元以上的净利润, 而公司 08 年的净利润只有 1 亿元。

4. 资产注入预期

今年 3 月 26 日挂牌的中航防务公司拥有包括沈飞、成飞、洪都航空等 10 家授权管理单位, 在职员工近 6 万人, 资产总额近 500 亿元, 销售收入近 300 亿元。作为中航防务唯一的军工业务及资产上市公司平台, 洪都航空此次收购洪都集团全部的飞机业务和资产是中航防务实施航空产业专业化整合、资本化运作的第一步, 根据公司有关发展规划, 预计后续资产注入将陆续展开。

4.1 资产注入步骤

分析中航防务所属资产, 预计资产注入将分三步走:

- 1, 洪都集团飞机业务及资产的全部注入;
- 2, 中航防务下属企业的航空转包业务及枭龙战机整机业务及资产的全部注入;
- 3, 中航防务下属企业的飞机部分零部件业务及资产的注入。

从目前洪都航空的增发预案来看，洪都集团的飞机业务及资产全部进入上市公司，实际上第一步即将完成，我们认为第二步将启动航空转包业务及枭龙战机整机业务及资产的注入。

由于先进的重型战机的整机结构、性能参数涉及到国家安全和利益，预计为中国空军生产的三代战机，只能是零部件制造的部分业务及资产进入上市公司，集团公司内仍将保留最重要的核心部分。

4.2 资产注入时间表

预计第一步洪都航空的增发于 09 年底完成，本次增发完成后将启动第二步：中航防务下属企业航空转包业务和枭龙战机主要加工业务及资产。第二步资产注入目前尚无时间表，预计将于 2010-2011 年完成。

4.3 资产注入将极大提升公司业绩

中航防务下属企业航空转包业务和枭龙战机业务资产注入将极大提升上市公司业绩，其中中航防务转包业务每年有数亿美元、枭龙战机有超过 10 亿美元的合同（约 4 年完成），这两块业务的每股收益就可达到 2.5 元以上。

5. 公司业绩 2009-2011 年保持高速增长

5.1 2009 年收益可实现 60%以上增长

飞机制造业年底是旺季，公司 2007 年下半年跑道大修了 4 个月，导致飞机无法试飞，订单大量推迟到 2008 年一季度完成，从而使得 2008 年 1 季度业绩大涨，基数提高，进而 2009 上半年同比大幅下滑。

公司 09-10 年 K8 订单饱满，此外与洪都集团关联的军机业务充足，同时还有其它飞机主机厂向公司委托协作加工的业务订单也很多，预计 09 年业绩同比可增长 60%以上。

5.2 2010 年后，公司增长主要依靠 L15 的放量

L15 年底前完成鉴定试飞，达到可销售状态。初期产能尚不能完全释放，预计 2010 年 L15 可销售 5 架以上，实现收入 5 亿元，增加 5000 万元以上净利润，同比增长 30%以上，摊薄后每股收益增长 20%以上。

2011 年后 L15 逐渐放量，预计 2011 年可销售 15 架以上，利润实现 50%以上的增长。保守估计 2011 年每股收益可达到 1 元以上。

6. 市场关心的其他问题

6.1 定向增发注入项目的投资回报时间

公司本次定向增发启动得颇为匆忙，来不及重新制作相关材料，因此使用

的是 2007 年上半年开始动议非公开发行时编写的材料，如有关 L15 项目的描述：“本项目建设期为 3 年，第 4 年投产，并于第 6 年达到设计生产能力...”，由于洪都集团这两年半来一直在加紧进行 L15 项目的研发工作且已取得实质性进展（已成功研制完成了 05 架原型机），因此，L15 项目的投资回报实际时间应该“减去两年半”。公司此次募集资金拟投资的其他项目均有类似情况，即定向增发注入项目的实际投资回报时间应该“减去两年半”。

6.2 洪都集团飞机相关资产的定价问题

关于收购洪都集团飞机业务及资产，上次增发本块资产定价 3.5 亿元，本次定价 5.5 亿元，我们了解到，“两年半时间，资产中增加了很多相关的可变现流动资产”，“本块资产固定部分只有 2.6 亿元，流动资产达到 2.9 亿元”。我们认为这种解释是合理的。

7. 风险因素

7.1 增发失败风险

公司未来利润增长点主要为 L15 飞机项目，如果本次增发失败，将导致公司无法筹集 L15 批量生产所需资金，对公司业绩产生较大影响。（但公司认为在当地是 AAA 级资信的企业，届时将会通过多种渠道筹集资金进行批量生产建线的技术改造，为 L15 飞机接受国内外用户订单提前作好准备。）

7.2 L15 飞机定型时间推迟

L15 飞机定型时间推迟将导致军方列装时间推迟，同时影响出口，进而使得项目批量生产时间推迟，影响公司未来利润增长。

7.3 国际政治经济因素影响

飞机的出口受国际政治经济因素影响，因此公司出口业务受到国际政治环境的影响。

8. 盈利预测

表1. 预测损益表

利润表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	16	20	24	36
增长率	-10.8%	25.0%	25.0%	50.0%
营业成本	14	16	20	28
营业成本/营业收入	85.4%	78.5%	77.0%	74.5%
销售费用/营业收入	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	1	1	2	2
管理费用/营业收入	7.9%	7.0%	6.5%	6.0%
营业利润	1	2	3	5

增长率	-11.5%	71.9%	34.4%	80.8%
利润总额	1	2	3	5
增长率	-11.7%	74.6%	34.4%	80.8%
所得税费用	0	0	0	1
归属母公司净利润	1	2	2	4

数据来源：东海证券研究所

表2. 预测资产负债表

资产负债表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	7	7	7	7
应收款项	8	10	12	17
存货净额	8	9	10	14
其他流动资产	0	1	1	1
流动资产合计	24	26	29	39
固定资产	6	11	16	22
无形资产及其他	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	33	40	48	64
短期借款及交易性金融负债	1	6	10	16
应付款项	7	7	8	11
其他流动负债	5	6	7	10
流动负债合计	13	18	25	37
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3
长期负债合计	3	3	3	3
负债合计	16	21	28	40
少数股东权益	0	0	(0)	(0)
股东权益	17	19	21	24
负债和股东权益总计	33	40	48	64

数据来源：东海证券研究所

表3. 预测现金流量表

现金流量表(亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1	2	2	4
资产减值准备	0	(0)	0	0
折旧摊销	0	1	1	2
公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)
财务费用	(0)	0	0	1
营运资本变动	2	(2)	(1)	(4)
其它	(0)	0	(0)	(0)
经营活动现金流	4	0	3	2
资本开支	(1)	(5)	(6)	(8)
投资活动现金流	(1)	(5)	(6)	(8)

融资活动现金流	(3)	5	4	5
现金净变动	(0)	0	(0)	0
货币资金的期初余额	7	7	7	7
货币资金的期末余额	7	7	7	7
企业自由现金流	3	(5)	(4)	(5)
权益自由现金流	1	0	0	1

数据来源：东海证券研究所

表4. 财务指标分析

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.29	0.51	0.53	0.96
每股红利	0.06	0.10	0.10	0.18
每股净资产	4.89	5.30	4.50	5.28
ROS	6%	9%	10%	12%
ROE	6%	10%	12%	18%
毛利率	15%	18%	19%	22%
EBIT Margin	7%	9%	11%	15%
EBITDA Margin	9%	13%	16%	20%
收入增长	-11%	24%	24%	48%
净利润增长	--	75%	34%	81%
资产负债率	47%	53%	57%	62%
P/E	46.5	52.5	50.9	28.1
P/B	2.8	5.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	35.4	49.1	41.2	25.4

数据来源：东海证券研究所

9. 同业比较与估值

将公司与 A 股飞机有关上市公司做估值比较：

证券简称	9 月 2 日收盘价（元）	08 年 EPS（元）	08 年 PE	预测市盈率（09 年）	预测 PEG 值
洪都航空	26.9	0.29	92.25	52.75	1.23
成发科技	21.77	0.51	42.80	32.39	1.33
哈飞股份	14.9	0.29	50.99	45.04	3.86
航空动力	18.14	0.27	68.02	46.92	1.51
西飞国际	14.22	0.35	41.16	109.05	(0.66)

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

即使不考虑资产注入因素，公司 L15 教练机良好的市场前景也将持续为公司带来稳定的收益。公司 09 年市盈率行业内处中等水平，但具有明确的高速成长性，PEG 在行业内处较低水平。

与重型战斗机相比，教练机不是飞机制造领域最尖端的技术，很多三代或四代战机的隐形等功能并不需要用在教练机上，教练机只是帮助学员学会飞

机，并不参与战斗。正因为如此，美国的飞机制造公司不生产教练机，洛克希德马丁公司将技术输出到韩国生产。从本质上讲，教练机属于技术含量并不顶尖的制造业，而中国在中低端制造业上具有强大的优势，这也是我们强烈看好 L15 的主要理由。

考虑到公司良好的成长性及强烈的资产注入预期，按 2011 年 40 倍 PE 计算，公司合理估计应为 38.4 元，买入评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122