



雅致股份 (002314.SZ)

新股定价

建议询价区间：
12-16 元

发行上市资料

发行价格(元)	
发行后总股本(万股)	29003.94
发行前财务数据	
每股净资产(元)	2.80
净资产收益率(%)	25.11
资产负债率(%)	66.85
网上发行日期	2009.11.24

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师
丁晨

Tel: (8621) 68766624
Fax: (8621) 58318543
Email: dingchen@qlzq.com.cn

雅致股份：抗震救灾的主力军，节能环保的典范

投资要点：

- ◇ **国内集成房屋的龙头企业。**公司是全国最大的集成房屋生产商之一，销售业务和租赁业务均居行业龙头地位，已初步建立起以深圳、苏州、廊坊、成都、武汉等地为中心的全国战略布局。
- ◇ **行业前景广阔。**国内对集成房屋需求最大的市场是建设工地的临时建筑，我国正处于建筑业快速增长时期，因此目前的市场容量有望扩大；同时产品应用范围也有望扩大；国家的节能环保政策支持行业发展。
- ◇ **公司主营业务和经营业绩持续稳步增长。**2008 年公司在抗震救灾中扮演重要角色，实现营业收入 234,589.28 万元，净利润 18,119.02 万元；公司近三年营业收入及净利润年复合增长率分别为 35.81% 和 14.77%。
- ◇ **本次集成房屋项目投产后，将会扩大公司在西南地区和华东地区的生产能力和配套能力；**华南建材的船舶舾装生产基地项目投产后，将进一步巩固华南建材在国内船舶制造配套领域的领先地位；而信息化建设项目投产后有助于提高公司运营效率，提高公司的核心竞争力。
- ◇ **按发行后 29003.94 万股计算，**预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.50、0.62、0.84 元。公司属于制造业中的细分行业——金属结构行业，因此我们选取这个行业在中小板上市的比较有代表性的公司作为可比公司，参考可比公司市盈率的算术平均值，我们取 30-40 倍的 PE，二级市场合理价位区间是 15-20 元，假设发行价格较二级市场价格折让 20%，建议询价区间为 12-16 元。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1271.96	1591.75	2345.89	2200.68	2860.89	4182.83
增长率(%)	-	25.14	47.38	-6.19	30.00	46.21
归属母公司股东净利润	111.16	147.31	154.24	145.15	178.86	242.35
增长率(%)		32.53	4.70	-5.89	23.22	35.50
每股收益(EPS)	0.63	0.84	0.71	0.50	0.62	0.84
销售毛利率(%)	25.89	27.19	23.90	25.66	25.66	25.66
销售净利率(%)	10.81	10.99	7.72	7.75	7.34	6.81

数据来源：齐鲁证券研究所



正文目录

一、公司简介	- 3 -
1、国内集成房屋的龙头企业	- 3 -
2、公司主业分析	- 3 -
3、股权结构	- 4 -
二、我国集成房屋行业分析	- 5 -
1、行业概况	- 5 -
2、行业前景广阔	- 6 -
三、公司竞争优势分析	- 7 -
1、行业竞争格局	- 7 -
2、公司竞争优势	- 7 -
四、募集资金项目分析	- 10 -
五、公司财务状况分析	- 11 -
1、公司高负债率经营，但偿债能力较强	- 11 -
2、金融危机和抗震救灾降低公司的营运能力	- 11 -
3、原材料价格波动影响公司毛利率水平	- 12 -
六、盈利预测及投资建议	- 13 -
1、盈利预测	- 13 -
2、投资建议	- 13 -
七、风险提示	- 14 -



一、公司简介

1、国内集成房屋的龙头企业

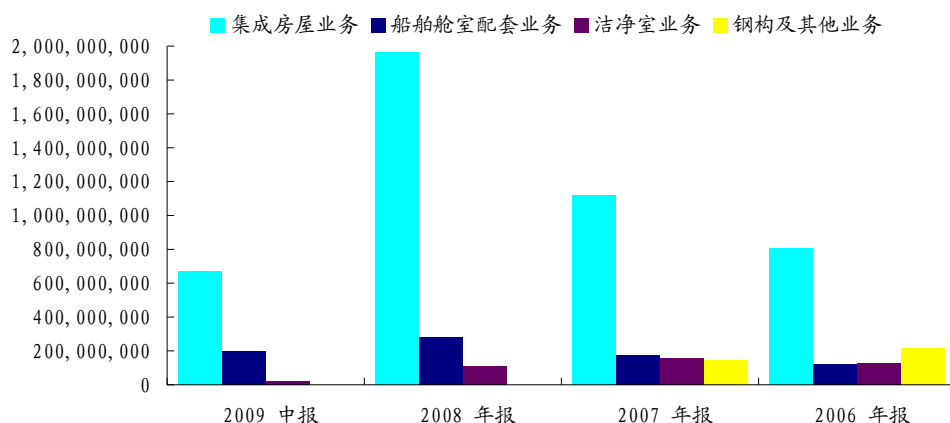
公司主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务，是国内集成房屋的龙头企业，目前集成房屋年生产能力为 480 万 m^2 。2008 年，公司集成房屋销量为 401 万 m^2 ，用于租赁的集成房屋保有量为 314 万 m^2 ，集成房屋实现收入 19.61 亿元。公司集成房屋产品具有节能环保、安装便捷、可移动和循环使用、减少资源浪费等优点，在临时建筑、重大灾害重建等方面应用广泛，同时符合国家建设节约型社会的要求。公司集成房屋产品在国内正处于推广应用阶段，市场需求增长迅速并且前景广阔。目前，公司已初步建立起以深圳、苏州、廊坊、成都、武汉等地为中心的全国战略布局，行业地位日益增强。目前，公司是全国最大的集成房屋生产商之一，销售业务和租赁业务均居行业龙头地位。现阶段，90%左右的产品应用于房地产、基础建设项目（包括地铁、铁路、公路等）建设工地的临时建筑。

同时，公司还涉足船舶舱室耐火材料的研发、生产和销售业务，以及空气净化技术设备及系统工程的设计、安装和施工业务，并在行业中处于有利的竞争地位。

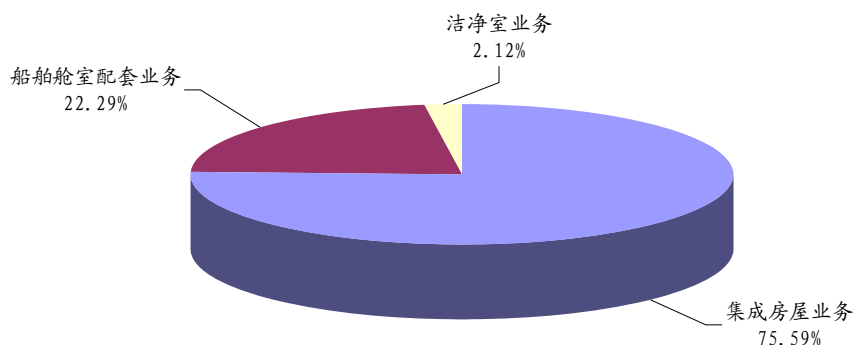
2、公司主业分析

08 年以来，公司的主业主要分三块：集成房屋业务、船舶舱室配套业务以及洁净室业务。而集成房屋业务在收入构成中占了绝对大的比重，根据 09 年中报，占到总收入的 75.59%。公司的主要产品是雅致牌系列集成房屋，包括拆装式活动房屋和箱式组合房屋。其中，拆装式活动房屋可按屋面外观划分为坡屋顶和平屋顶两大类；箱式组合房屋可按结构形式划分为整体式和折叠式两大类。08 年由于抗震救灾，集成房屋业务收入有了较大增长，同比增长 76%，在总收入中的比重达到 83.59%。而从地区来看，华南地区的收入仍占较大比重。主要是由于华南地区集成房屋起步较早，使用普及率较其他区域要高，市场容量较大，公司在华南地区最早开展业务，有良好的业务基础。

近三年，主营业务和经营业绩持续稳步增长，2008 年公司实现营业收入 234,589.28 万元，净利润 18,119.02 万元；公司近三年营业收入及净利润年复合增长率分别为 35.81%和 14.77%。


图 1：公司营业收入


数据来源：公司招股意向书、齐鲁证券研究所

图 2：营业收入按产品构成（09 年中报）


数据来源：公司招股意向书、齐鲁证券研究所

表 1：营业收入按地区构成 (%)

收入构成	2009 中报	2008 年报	2007 年报	2006 年报
华南地区	47.78	39.17	54.01	60.75
华东地区	13.19	9.16	20.13	18.37
华北地区	12.01	12.21	16.15	12.34
西南地区	8.83	30.33	5.36	4.31
境外	6.99	4.08	1.72	1.9

数据来源：公司招股意向书、齐鲁证券研究所

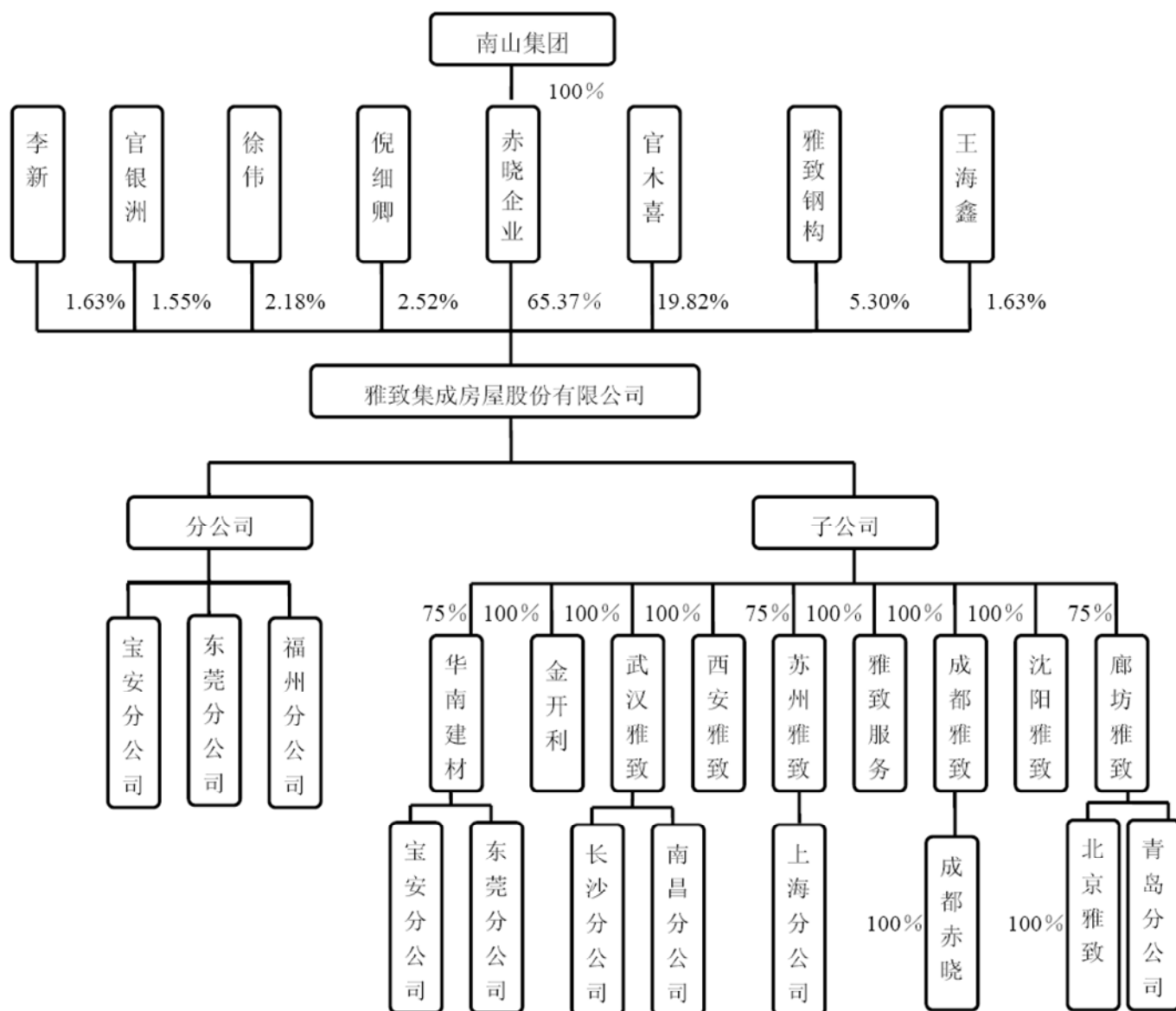
3、股权结构

公司控股股东为赤晓企业，实际控制人为南山集团，南山集团 100%



控股赤晓企业。本次发行前，赤晓企业持有公司股份 14144 万股，占公司股份总数的 65.37%，公司本次公开发行人民币普通股 7364.1 万股，占发行后总股本的比例为 25.39%，发行后控股股东为赤晓企业持有股份占总股本比例 48.77%。

图 3：公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

二、我国集成房屋行业分析

1、行业概况

集成房屋诞生于上个世纪 50 年代末。经过近 50 年的发展，欧美与日本市场发展规模以及行业集中度都已达到较高水平，租赁业务庞大，



且高集成度、高舒适度的箱式组合房屋占主导地位。改革开放以来，我国经济高速发展，大规模的城市化建设持续进行，造成了对房屋建筑物的需求大幅度增加。在大量的永久性建筑物、构筑物及道路桥梁交通设施等的建设及使用过程中，都需要大量的临时性建筑与其配套；与此同时，随着设计、制造水平的提高，集成房屋的安全性、舒适性逐渐改善，集成房屋的使用理念逐渐得到了社会的认可，使用率大为提高。因此，我国集成房屋长期保持了旺盛的市场需求，预计这个过程还将持续较长时间。目前，国内对集成房屋需求最大的市场是建设工地的临时建筑，用于工人宿舍、办公室、食堂及仓库等。

根据《轻型钢结构组合房屋应用问题探讨》(《钢结构》2008 年 4 月)，国内临建房屋市场过去的发展情况表明，集成房屋的市场容量、市场成熟度与当地的整体经济发展水平成正比。目前，全国集成房屋占有率在 30% 左右，存在巨大的发展潜力。综合分析国内外发展趋势，集成房屋的应用将由经济发达的沿海地区逐步向内地辐射，由中心城市逐步向二、三线城市辐射。

集成房屋具有节能环保、自重重量轻、组装简便快捷、标准化生产、可移动和重复使用、抗震性能好和适用临时设施等优点，在活动房屋市场中逐渐取得主导地位，有逐步取代水泥挂板房和板式组合房屋的趋势。部分省市依据当地的实际情况出台了一些地方性法规，其中部分地方法规明确提出了强制或鼓励使用轻钢结构集成房屋的政策。

2、行业前景广阔

(1) 目前的市场容量有望扩大

国内对集成房屋需求最大的市场是建设工地的临时建筑，我国正处于建筑业快速增长时期，据国家统计局公布，2007 年全社会建筑业实现增加值 14,014 亿元，同比增长 12.6%，对临建用房需求面积约 1.5 亿 m^2 ，市场容量相当可观。同时，由于集成房屋本身具有的比较优势以及政府行政措施的影响，其应用将从部分承包商的主动选用到部分城市的建议使用，最终过渡到部分城市的强制性应用，这对于扩大产品应用市场具有较强的推动作用。

(2) 产品应用范围有望扩大

集成房屋除了应用于建设工地的临时建筑，还可拓展多种用途。集成房屋在一些特殊行业（例如矿山、水利、石油、天然气）的野外作业中具有很大的市场空间，由于集成房屋环保、便于拆卸搬迁、性价比高



等特点，因而将在这些特殊行业中逐渐取代原有的房屋。另外，我国高档集成房屋还有很大的发展空间。包括学校、幼儿园、医院等市政用房；售楼部、展览厅、商店、报亭、餐馆、电话亭等商业建筑；度假型商务会所、旅游景点过夜住房、野外野营房、娱乐型别墅等旅游用房都存在大量的潜在需求。

（3）国家节能环保政策有利于行业发展

我国正着力从根本上改变高能耗、高消耗、不可再生性资源占用大、环境破坏大的粗放式增长模式，力求建立资源节约型、环境友好型社会。建筑业的主导政策是节能、节地、节水、提高效率、减少污染、提高建筑用材的再生利用率。活动房屋尤其是集成房屋作为节能环保产品，适应了时代的潮流，正逐渐成为施工临建领域的主流产品。

三、公司竞争优势分析

1、行业竞争格局

国内集成房屋的生产商虽然数量众多，但全国性的大型企业较少。全国性大型企业供货能力强、辐射范围广、产品质量好、服务优良，是大型基建项目的优先供应商，因而基本垄断了高端优质客户，具有市场竞争优势。目前全国性厂商除了公司以外，还有榕东活动房股份有限公司、北京诚栋房屋制造有限公司、成都市恒鑫活动房发展有限公司等。而国外活动房生产企业除日本东海租赁株式会社外，还没有大规模进入中国，但已在关注中国市场。

2、公司竞争优势

（1）规模优势

截至 2009 年 6 月 30 日，公司在全国生产基地的集成房屋设计年生产能力达到 480 万 m^2 ，租赁资产总保有量达到 331 万 m^2 ，是国内集成房屋规模最大、供应能力最强的厂家。一般情况下，公司能够保证全国大部分地区的大型订单的及时供货。因此，公司在集成房屋需求超过 1 万 m^2 的特大型建设项目上具有明显的竞争优势。近年来先后承担了广州火车新站、比亚迪汽车城、番禺龙穴岛造船等 1 万 m^2 以上的特大型项目。

“5.12 汶川地震”后，公司在中央及各级地方政府的支持下，充分发挥规模优势，承担了 165.30 万 m^2 的集成房屋生产任务，有力地保障了抗震救灾的需要。



(2) 营运网络优势

公司生产基地分布在我国华南、华东、华中、西南、东北等主要区域，并且在全国主要城市周边初步完成了三级营运网络的战略布局，包括 4 个全功能生产基地、8 个租赁周转基地及多个初级营销网点，业务触角遍及除新疆、西藏、宁夏以外的中国大陆的全部省级区域。公司已在陕西西安、辽宁沈阳、湖北武汉设立子公司，近期内将在上述地区建设全功能性生产基地。目前，在部分重点市场区域，客户可办理集成房屋的购买、租赁等各项业务，公司同时提供集成房屋的维修、维护、拆装等服务。完善的营运网络与服务进一步强化了公司的综合竞争优势，逐步形成良性循环。

图 4：公司主要全功能生产基地和租赁周转基地的分布情况



注：[红旗] 为全功能生产基地、[绿树] 为租赁周转基地或即将建设的全功能生产基地。

资料来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

(3) 产品质量优势

公司建立了严格的质量保证体系，在与同行公司竞争中保持了产品质量优势。公司的产品质量不但得到广大用户认可，而且还屡获殊荣，分别在 2003 年和 2004 年被评为“中国名优产品”和“工程建设推荐产品”，公司 2003 年获得中国质量检验协会“全国行业质量示范企业”称



号。高标准的产品质量，使得公司产品赢得了广大客户的信赖。

（4）公司股东优势

公司实际控制人——南山集团成立于改革开放初期，是我国改革开放以来成立较早的股份有限公司之一，经营稳健，资本实力较强。2003 年 9 月华南建材控股公司后，南山集团针对公司资产规模较小、融资能力有限的实际情况，积极采取各项措施，支持和帮助公司迅速扩展规模，抢得市场先机。同时，南山集团将其先进的管理理念运用到公司，促使公司加强内部管理、规范企业治理，在无序的市场竞争中狠抓产品质量、提高社会责任感。

（5）公司品牌优势

公司创立以来，致力以专业、优质、高效的产品和服务为客户创造最大价值，通过多年的市场运作和销售拓展，保持了较高的市场知名度和美誉度，成为中国集成房屋行业的领先品牌。2006 年公司“雅致”品牌顺利通过中国市场品牌监督管理委员会专家组的评审，被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。

（6）管理优势

公司已获得 ISO9001 质量管理体系认证，建立了内部 OA 系统，引进实施了 ERP 项目，还应用了金蝶 K/3 财务管理软件。在绩效管理方面，不断完善 KPI 目标管理，用关键绩效指标衡量企业各部门的绩效。在坚持传统销售业务的同时大力开拓集成房屋的租赁市场，租赁业务的高效运营依靠公司强大的管理优势，降低了扩张成本，为公司进一步发展提供可靠的保证。

（7）成本优势

公司业务规模的扩大使得在大宗原材料采购价格方面具有一定的相对优势，同时由于公司营运网点分布合理得当，产品销售、运输半径处于合理范围，使得公司能够采用灵活多变的市場策略，整体成本控制处于行业领先水平。

（8）研发技术优势

公司引进当今世界先进的临建理念，在新产品研制与现有产品的技术改良方面，研制出更高水准的新产品，公司设立了专门的技术研发部，从事产品的技术研发，拥有领先的研发能力及技术优势。2006 年公司被评为“全国科技创新质量管理先进单位”，荣获“中国建设科技自主创新优势企业”称号。



四、募集资金项目分析

公司本次公开发行拟投资以下项目：

表2：公司本次募集资金投资计划（万元）

序号	项目名称	拟投入募集资金金额	第一年投资额	第二年投资额	第三年投资额	第四年投资额
1	成都赤晓科技有限公司 60万m ² 集成房屋生产及配套租赁基地建设 项目	34,020.00	5,000.00	9,776.45	9,912.45	9,331.10
2	武汉雅致集成房屋有限公司集成房屋建设项目	28,400.00	7,600.00	9,500.73	6,875.16	4,424.11
3	新建船舶舾装生产基地项目	15,000.00	12,592.00	2,015.00	393.00	0.00
4	信息化系统建设项目	2,560.00	2,560.00	0.00	0.00	0.00
	合计	79,980.00	27,752.00	21,292.18	17,180.61	13,755.21

数据来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

我国正处于建筑业快速增长时期,对临建用房需求面积约1.5 亿m²,市场容量相当可观。同时,集成房屋本身具有的比较优势以及享有政府行政措施,这对扩大产品应用市场具有较强的推动作用。同时,本次集成房屋项目投产后,将会扩大公司在西南地区和华东地区的生产能力和配套能力。华中和西部地区的集成房屋市场比较成熟,市场基础好,而且受国家中部崛起战略、西部大开发及汶川地震灾区重建等政策影响,未来华中和西部地区对集成房屋的需求量将进一步放大。同时预计随着国家4 万亿的投资拉动,房地产开工率的提升,以及新型建筑产业的发展,集成房屋的需求将会持续上升。

世界船舶制造业不断向国内转移,给国内船舶配套产业提供了广阔的市场空间。华南建材抓住市场机遇适时扩大产能,船舶舾装生产基地项目投产后,将进一步巩固华南建材在国内船舶制造配套领域的领先地位。因此项目前景广阔。



五、公司财务状况分析

1、公司高负债率经营，但偿债能力较强

由于公司处于快速发展阶段，采取较高负债形式筹集规模扩张所需资金，因此报告期内负债率较高。同时，销售与租赁并存的经营模式导致流动比率与速动比率较低。但是，报告期内，公司经营性现金流量状况良好，短期偿债能力较强，同时，利息保障倍数也较高，支付银行借款利息能力较强。

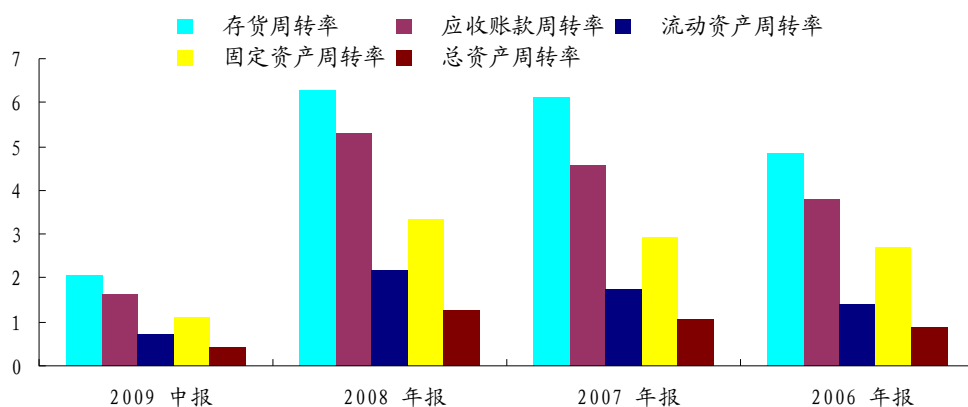
表3：公司偿债能力相关指标

财务指标	2009年 1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
流动比率	0.95	0.89	0.91	1.07
速动比率	0.74	0.62	0.72	0.84
资产负债率（母公司）	72.04%	69.93%	66.37%	68.07%
息税折旧摊销前利润 （万元）	16,147.87	37,140.38	29,206.36	22,521.12
利息保障倍数	7.16	6.58	10.87	14.28
每股经营活动现金流 量净额（元）	0.52	0.55	1.69	1.21
每股净现金流量（元）	0.35	-0.13	0.06	0.12

数据来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

2、金融危机和抗震救灾降低公司的营运能力

08年和07年公司营运水平基本保持平稳，但09年1-6月，相关指标大幅下降。这是金融危机和抗震救灾给公司业务带来的影响。2009年1-6月公司存货周转率较低，主要是由于2008年抗震救灾集中钢材采购而遗留下来的高额存货在2009年上半年逐步消化完毕。2009年6月末，应收账款周转率为1.65，与以前年度差距较大。主要是由于金融危机对客户带来的资金压力和公司主动适度调整对信用较好客户的账款回收政策，使得应收账款有所上升。


图 5：公司营运能力指标（次）


数据来源：Wind 资讯、齐鲁证券研究所

3、原材料价格波动影响公司毛利率水平

表 4：公司毛利率水平（%）

项目	2009 中报	2008 年度	2007 年度	2006 年度
集成房屋业务	26.21	24.95	30.12	27.94
船舶舱室配套业务	22.77	17.45	21.83	26.98
洁净室业务	11.45	21.43	20.51	20.11
钢构及其他业务			18.26	21.12
综合毛利率	25.13	23.9	27.19	25.89

数据来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

最近三年，在钢材价格上涨的背景下，公司集成房屋销售业务毛利率分别为 19.86%、20.03%和 16.37%，船舶舱室配套业务毛利率为 26.98%、21.83%和 17.45%，均出现了一定程度的下降。2009 年 1-6 月，钢材价格出现了大幅下降，同期集成房屋和船舶舱室配套业务毛利率也有所提高。



六、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

- 1) 假设行业政策不会有大的变动;
- 2) 募集项目产生的利润总额参考公司招股意向书, 到 2011 年募集项目的收入将对公司产生较大影响;
- 3) 09 年开始总股本按照 29003.94 万股计算;
- 4) 公司的毛利率水平保持稳定;
- 5) 公司三大费用率水平基本维持在目前的水平;
- 6) 公司所得税率按照优惠所得税率考虑;

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.50、0.62、0.84 元。

表 5: 公司盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1271.96	1591.75	2345.89	2200.68	2860.89	4182.83
减: 营业成本	942.64	1159.01	1785.27	1635.99	2126.78	3109.51
营业税金及附加	19.54	30.19	35.37	41.05	51.73	75.17
营业费用	62.27	89.21	105.70	124.68	157.10	228.29
管理费用	78.36	92.12	127.69	144.50	182.07	264.58
财务费用	9.99	16.72	38.35	12.01	9.68	48.11
资产减值损失	26.92	29.36	53.27	15.11	53.39	77.59
加: 投资收益	9.84	3.50	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
营业利润	142.09	178.63	200.24	227.34	280.13	379.57
加: 其他非经营损益	9.37	5.61	11.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	151.46	184.24	211.81	227.34	280.13	379.57
减: 所得税	13.90	9.30	30.62	56.83	70.03	94.89
净利润	137.56	174.95	181.19	170.50	210.10	284.68
减: 少数股东损益	26.40	27.64	26.95	25.35	31.24	42.33
归属母公司股东净利润	111.16	147.31	154.24	145.15	178.86	242.35
每股收益	0.63	0.84	0.71	0.50	0.62	0.84

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

2、投资建议

公司属于制造业中的细分行业——金属结构行业, 因此我们选取这



个行业在中小板上市的比较有代表性的公司作为可比公司，参考可比公司市盈率的算术平均值，我们取 30-40 倍的 PE，二级市场合理价位区间是 15-20 元，假设发行价格较二级市场价格折让 20%，建议询价区间为 12-16 元。

表 6：可比公司相关估值

代码	名称	市盈率 (LYR)	市盈率 (TTM)
002026.SZ	山东威达	41.61	43.16
002032.SZ	苏泊尔	40.95	33.84
002082.SZ	栋梁新材	38.89	32.48
002088.SZ	鲁阳股份	37.42	41.83
002132.SZ	恒星科技	40.43	38.17
002203.SZ	海亮股份	33.27	33.74
002205.SZ	国统股份	35.67	31.93
002233.SZ	塔牌集团	32.75	35.13
算术平均值		37.62	36.29

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

七、风险提示

公司的招股意向书中提示了 9 项风险，包括市场竞争风险、税收政策变化风险、下游市场相对集中及下游行业周期变化的风险、募集资金投资项目的风险、财务风险、原材料价格波动风险、管理风险、熟练技术员工流失风险以及行业标准风险。

通过分析我们认为目前需要重点关注的风险包括市场竞争风险（主要是抗震救灾后经营业绩波动风险）、下游市场相对集中及下游行业周期变化的风险（主要是房地产市场可能因宏观调控、市场需求等而呈现周期性波动）及财务风险（主要是资产负债率偏高的风险）。


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
 邮编：250061
 电话：(86531) 8128-3789
 传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
 邮编：200122
 电话：(8621) 5820-8334
 传真：(8621) 5830-6843