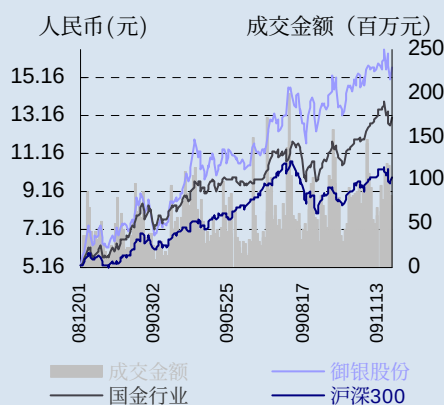


2009 年 11 月 30 日

市场数据(人民币)

市价(元)	15.77
已上市流通A股(百万股)	80.65
总市值(百万元)	4,178.21
年内股价最高最低(元)	16.69/5.29
沪深 300 指数	3511.67
中小板指数	5558.48
2007 年股息率	1.04%


程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

御银股份 (002177.SZ)

——重新认识御银股份的运营模式价值


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.626	0.801	0.405	0.387	0.514	0.755
净利润增长率	206.35%	71.82%	1.07%	69.74%	32.82%	46.88%
先前预期每股收益(元)				0.315	0.420	0.570
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.380	0.502	0.637
市盈率(倍)	N/A	84.84	23.11	43.70	32.90	22.40
行业优化市盈率(倍)	42.31	69.05	35.06	35.06	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	1.18	21.65	0.63	1.00	0.48
已上市流通A股(百万股)	N/A	15.20	53.76	78.35	78.35	78.35
总股本(百万股)	55.57	74.57	149.14	264.95	264.95	264.95

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们从两个角度来理解御银股份 ATM 运营模式的价值。增发完成帮助企业快速实现 ATM 网络的规模化，从而提升企业竞争力与盈利能力，成为企业基本面发生转变的重要因素；
 - ◆ 增发融资缓解了企业继续做 ATM 运营的资金压力，并短期内快速扩张其自建 ATM 网络规模（ATM 数量两年内由 7046 台发展到 15046 台），从而增强了其 ATM 运营业务的竞争实力与网络价值。
 - ◆ 而“依托小银行，在城乡结合部布点”的战略有助于增发项目新增的 8000 台 ATM 机实现成功上线运营，这是其运营业务获得竞争力提升与价值提升的关键。我们认为这一战略能够成功实施。
- 如何理解“依托小银行，在城乡结合部布点，实现 ATM 机成功运营”？
 - ◆ 1、大部分 ATM 交易的现金业务集中在农民工等中低收入阶层，而这些人聚落在城乡接合部，加之有部分大银行 ATM 机跨行取款手续费豁免，这使得这些地区的 ATM 机单机交易次数较为频繁。
 - ◆ 2、依托小银行，御银股份不仅拥有 ATM 机合作经营的对话基础，更由于小银行发卡量较少，导致这些 ATM 机发生跨行交易的次数大大增加，从而保障了公司所运营的 ATM 机能够获得较好的单机交易费用。
- 我们由此上调了公司的盈利预测，预测 2009~2011 年公司实现净利润 102.53、136.18 和 200.02 百万元，同比分别增长 69.74%、32.82% 和 46.88%，EPS 分别为 0.387、0.514 和 0.755 元。我们上调评级至“买入”，并给予其 6 个月目标价位 18.88 元，随着企业运营业务的发展，我们还将进一步提升企业目标价位；

重新认识御银股份的 ATM 运营模式的投资价值

增发给企业提供充足的资金，并迅速壮大其 ATM 网络，提升网络价值

不要小看这 8000 台，这将壮大御银股份 ATM 网络，并确保其运营业务获得良性循环，从而提升其网络价值

- 成功实施非公开增发，缓解了企业开展 ATM 运营业务的现金压力，而伴随着这些项目的成功实施，将新增运营 ATM 机达 8000 台，迅速扩大了企业 ATM 网络规模，使得其运营业务初具规模效应。
 - ◆ 公司于 2009 年 10 月 29 日成功实施增发，增发 4124.25 万股，共募集资金 4.72 亿元。
 - ◆ 增发项目用于自建 8000 台 ATM 机，项目实施成功，则公司累计实现运营的 ATM 机数量可达 15046 台，按 2011 年市场 ATM 机保有量 30 万台计算，已经达到 5% 的市场占有率，初具规模优势。
 - ◆ 从机柜摆放的区域来看，大部分都集中在制造业比较发达的，特别是劳动密集型制造业比较发达的区域（珠三角、苏嘉湖等），这些地区都属于 ATM 取款交易频繁的区域。

图表1：增发资金用于自建 ATM 运营业务

区域	城市	投资方式	计划投资总量（台）	第一年（台）	第二年（台）
珠江三角洲地区	广州、深圳、佛山、东莞、中山、惠州、珠海、江门	自建	3,000	1,250	1,750
长江三角洲地区	杭州、金华、嘉兴、台州、南京、苏州、盐城、无锡、淮安	自建	2,700	1,200	1,500
环渤海地区	北京、天津、青岛、鞍山、葫芦岛	自建	600	300	300
其他地区	重庆、成都、武汉、太原、厦门、福州、九江、淮北、西安	自建	1,700	750	950
合 计			8,000	3,500	4,500

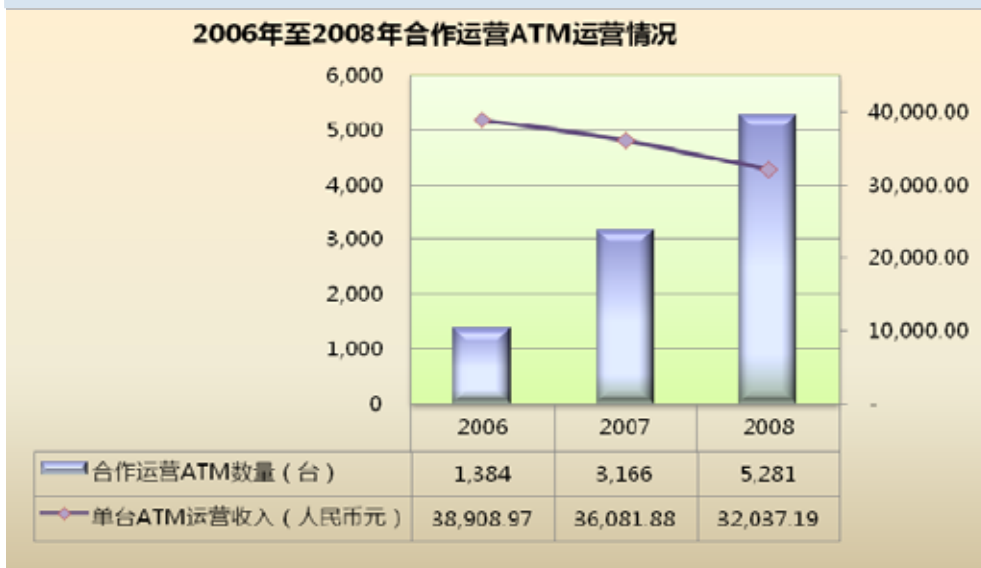
来源：国金证券研究所整理

依托小银行，在城乡结合部布点，实现 ATM 机成功运营

我们需要修正一种看法，即将 ATM 运营模式的成功因素放在 ATM 取现业务频繁的区域，而不是银行的业务变化。在这个逻辑，城乡结合部成为未来 ATM 运营业务的重要市场，这是因为，该区域聚落着对小额取现业务最渴求，但又被大银行营业部忽略的地方。同时，部分大银行跨行收费豁免也成为重要助推剂。

- 我们认为“与小银行合作，在城乡结合部布点”，御银股份的 ATM 运营业务有望在短期内获得成功。这是因为：
 - ◆ 1、大部分 ATM 取现业务集中发生在大城市与城乡结合部，而城乡结合部又以小额取现次数多、大银行营业部覆盖较少为特征。（ATM 机运营的收入主要来自于跨行费用的收取。一笔跨行取款发生将产生 3.6 元费用，其中 0.6 元分配给银联，1 元分配给合作银行，剩下 2 元分配给 ATM 所有者）。
 - ◆ 2、与小银行合作，御银股份可以获得两方面好处：①、与小银行谈 ATM 合作成功概率大，同时，合作单位集中度较为分散，方便了业务的开展，又降低了银行单方中止合作的集中风险。②、小银行发卡量小，因此，单台 ATM 机发生跨行取款的概率大。
 - ◆ 3、增发投放的 ATM 机大部分集中在劳动密集型制造业比较发达集中的地域。（图表 1）

图表2：御银股份06至08年合作运营ATM机成熟后的年收入情况



来源：国金证券研究所整理

我们上调公司盈利预测与投资评级

增发项目夯实企业 ATM 运营业务基础，增强企业竞争力

增发顺利进行成为公司基本
面改善的重要原因

- 增发项目对公司基本面改善是显著的，这体现在以下几个方面：
 - ◆ 1、缓解了投资建设自有 ATM 网络的现金压力。
 - ◆ 2、短时间内扩大了御银股份自有 ATM 网络的规模，使其运营 ATM 数量占市场保有量达 5%以上，这将凸显该网络的价值。
- 因此，作为目前中国规模最大的 ATM 运营服务商，这种规模效应不仅成为企业未来业绩的主要增长点，更拥有先发优势，从而在一定时间段内获得较好的竞争优势。
 - ◆ 从美国的经验，我们不难看出，除非大型银行出现出售其 ATM 网络资产，才有可能直接打破御银股份的网络优势，而这种假设只有在利率市场化已经中间业务过度竞争的背景下才有可能出现。
- 我们由此上调了公司的盈利预测，预测 2009~2011 年公司实现净利润 102.53、136.18 和 200.02 百万元，同比分别增长 69.74%、32.82%和 46.88%，EPS 分别为 0.387、0.514 和 0.755 元。

图表3：御银股份 ATM 运营业务详细数据与预测

产品类别	2004年	2005年度	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
成熟运营	销售金额(百万)	10.74	14.35	37.31	82.09	135.31	146.81	163.71	225.47
	增长率(%)		33.62%	160.06%	119.99%	64.84%	8.50%	11.51%	37.73%
	贡献台数	299	534	1,384	4,272	5,281.00	5,281.00	5,281.00	7,046.00
	增长率(%)			159.18%	208.67%	23.62%	0.00%	0.00%	33.42%
	收入万元/台	4.68	3.44	3.89	1.92	2.56	2.78	3.10	3.20
	增长率(%)			13.08%	-50.60%	33.34%	8.50%	11.51%	3.23%
新增运营	销售金额(百万)					14.12	52.80	92.50	172.50
	增长率(%)						273.94%	75.19%	86.49%
	贡献台数					1,765.00	5,265.00	8,000.00	8,000.00
	增长率(%)						198.30%	51.95%	0.00%
	收入万元/台					0.80	1.00	1.16	2.16
	增长率(%)						25.36%	15.30%	86.49%

来源：国金证券研究所

ATM 网络规模化势必提升育英股份投资价值

- ATM 网络将成为未来金融服务领域重要的平台，需要引起我们重视：
 - ◆ 这种平台作用体现在长期的盈利能力上，相比 ATM 设备销售，这种模式更加长久。
 - ◆ 这种平台优势还体现在未来增值服务的不断推出，例如 7-11 公司，通过自身的便利店优势，已经实现了部分 ATM 机的小额支付功能。而存取款过程中的等待时间也将成为播放媒体广告的最佳时间。
 - ◆ 这种平台优势还体现潜在的被收购价值。ATM 网络对于新成立的区域银行进入全国市场具有较强的吸引力。
- 因此，我们上调了御银股份的投资评级至“买入”，参考同类型公司估值水平，给予企业 6 个月目标价位 18.88 元，相当于 2010 年 PE 36.72X，2011 年 PE25X。

图表4：同类型公司估值水平比较

A股上市公司（单位：CHY）

股票名称	09EPS	09PE	净资产收益率	05年毛利率	06年毛利率	07年毛利率
石基信息	0.802	43.75	23.18%	54.31%	58.41%	59.65%
广电运通	1.175	28.09	24.27%	51.12%	54.52%	48.23%
证通电子	0.475	41.71	9.25%	30.37%	29.34%	39.06%
用友软件	0.764	33.64	10.20%	81.99%	89.28%	88.00%
东软集团	0.653	36.63	15.30%	23.12%	19.30%	21.28%
平均	0.82	37.85	16.07%	48.18%	50.17%	51.24%
御银股份	0.387	43.70	15.16%	62.18%	73.59%	65.65%

来源：国金证券研究所整理

图表5：销售收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
ATM销售收入							
平均售价（千元/件）	100.06	98.29	94.34	99.23	92.28	90.44	88.63
增长率（YOY）	N/A	-1.77%	-4.02%	5.18%	-7.00%	-2.00%	-2.00%
销售数量（台）	409.00	770.00	1,258.00	1,800.00	2,800.00	3,800.00	5,500.00
增长率（YOY）	N/A	88.26%	63.38%	43.08%	55.56%	35.71%	44.74%
销售收入（百万元）	40.93	75.69	118.68	178.61	258.39	343.66	487.45
增长率（YOY）	N/A	84.93%	56.81%	50.49%	44.67%	33.00%	41.84%
毛利率	52.41%	61.41%	58.37%	57.00%	56.00%	55.00%	54.00%
销售成本（百万元）	19.48	29.21	49.40	76.80	113.69	154.65	224.23
增长率（YOY）	N/A	49.96%	69.15%	55.46%	48.03%	36.02%	44.99%
毛利（百万元）	21.45	46.48	69.28	101.81	144.70	189.01	263.22
增长率（YOY）	N/A	116.69%	49.06%	46.95%	42.13%	30.63%	39.26%
占总销售额比重	56.71%	49.33%	48.56%	52.02%	54.53%	54.84%	55.12%
占主营业务利润比重	46.97%	43.95%	42.13%	44.35%	46.63%	46.94%	46.39%
ATM服务收入							
平均售价（千元/件）	34.40	38.90	19.21	25.62	22.84	20.53	21.13
增长率（YOY）	N/A	13.08%	-50.60%	33.34%	-10.86%	-10.11%	2.94%
销售数量（台）	534.00	1,384.00	4,272.00	5,281.00	7,046.00	10,546.00	15,046.00
增长率（YOY）	N/A	159.18%	208.67%	23.62%	33.42%	49.67%	42.67%
销售收入（百万元）	18.37	53.84	82.09	135.31	160.93	216.51	317.97
增长率（YOY）	N/A	193.08%	52.47%	64.84%	18.94%	34.54%	46.86%
毛利率	81.62%	80.83%	80.00%	79.49%	80.00%	78.00%	79.00%
销售成本（百万元）	3.38	10.32	16.41	27.75	32.19	47.63	66.77
增长率（YOY）	N/A	205.68%	59.03%	69.08%	15.98%	47.99%	40.19%
毛利（百万元）	14.99	43.52	65.67	107.56	128.75	168.88	251.20
增长率（YOY）	N/A	190.24%	50.91%	63.78%	19.70%	31.17%	48.74%
占总销售额比重	25.45%	35.09%	33.59%	39.41%	33.96%	34.55%	35.96%
占主营业务利润比重	32.84%	41.15%	39.94%	46.85%	41.49%	41.94%	44.27%
融资租赁收入							
平均售价（元/件）	119.89	115.45	107.62	101.16	99.14	93.19	86.67
增长率（YOY）	N/A	-3.70%	-6.78%	-6.00%	-2.00%	-6.00%	-7.00%
销售数量（千件）	77.00	168.00	350.00	220.00	470.00	620.00	800.00
增长率（YOY）	N/A	118.18%	108.33%	-37.14%	113.64%	31.91%	29.03%
销售收入（百万元）	9.23	19.40	37.67	22.26	46.60	57.78	69.34
增长率（YOY）	N/A	110.10%	94.21%	-40.91%	109.36%	24.00%	20.00%
毛利率	63.43%	60.77%	64.99%	75.44%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	3.38	7.61	13.19	5.47	16.31	20.22	24.27
增长率（YOY）	N/A	125.39%	73.33%	-58.55%	198.36%	24.00%	20.00%
毛利（百万元）	5.86	11.79	24.48	16.79	30.29	37.56	45.07
增长率（YOY）	N/A	101.29%	107.69%	-31.41%	80.39%	24.00%	20.00%
占总销售额比重	12.79%	12.64%	15.41%	6.48%	9.83%	9.22%	7.84%
占主营业务利润比重	12.82%	11.14%	14.89%	7.31%	9.76%	9.33%	7.94%
技术服务收入							
销售收入（百万元）	3.26	4.32	4.14	5.42	5.97	6.56	7.22
增长率（YOY）	N/A	32.70%	-4.25%	31.08%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	96.84%	89.97%	90.59%	48.47%	90.59%	90.59%	90.59%
销售成本（百万元）	0.10	0.43	0.39	2.79	0.56	0.62	0.68
增长率（YOY）	N/A	321.19%	-10.12%	617.45%	-79.90%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	3.15	3.89	3.75	2.63	5.40	5.94	6.54
增长率（YOY）	N/A	23.28%	-3.59%	-29.86%	105.58%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	4.51%	2.82%	1.69%	1.58%	1.26%	1.05%	0.82%
占主营业务利润比重	6.91%	3.68%	2.28%	1.14%	1.74%	1.48%	1.15%
其他业务收入							
销售收入（百万元）	0.39	0.20	1.83	1.77	1.94	2.14	2.35
增长率（YOY）	N/A	-49.66%	829.52%	-3.29%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	54.01%	47.28%	68.93%	44.62%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	0.18	0.10	0.57	0.98	0.78	0.85	0.94
增长率（YOY）	N/A	-42.30%	447.86%	72.35%	-20.55%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	0.21	0.09	1.26	0.79	1.17	1.28	1.41
增长率（YOY）	N/A	-55.93%	1255.09%	-37.40%	47.92%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.54%	0.13%	0.75%	0.51%	0.41%	0.34%	0.27%
占主营业务利润比重	0.46%	0.09%	0.77%	0.34%	0.38%	0.32%	0.25%
销售总收入（百万元）	72.17	153.44	244.40	343.36	473.82	626.65	884.32
销售总成本（百万元）	26.51	47.67	79.96	113.79	163.52	223.97	316.89
毛利（百万元）	45.66	105.76	164.44	229.57	310.30	402.67	567.44
平均毛利率	63.27%	68.93%	67.28%	66.86%	65.49%	64.26%	64.17%

来源：国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	137	244	344	474	627	884
增长率		78.5%	40.9%	37.6%	32.3%	41.1%
主营业务成本	-45	-80	-116	-164	-224	-317
% 销售收入	32.5%	32.7%	33.7%	34.5%	35.7%	35.8%
毛利	92	164	228	310	403	567
% 销售收入	67.5%	67.3%	66.3%	65.5%	64.3%	64.2%
营业税金及附加	-4	-8	-12	-16	-21	-30
% 销售收入	3.1%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
营业费用	-29	-51	-92	-100	-138	-186
% 销售收入	21.2%	21.1%	26.8%	21.0%	22.0%	21.0%
管理费用	-21	-39	-63	-76	-94	-124
% 销售收入	15.1%	15.8%	18.4%	16.0%	15.0%	14.0%
息税前利润（EBIT）	38	67	61	119	150	228
% 销售收入	28.1%	27.2%	17.6%	25.1%	23.9%	25.8%
财务费用	-3	-9	-12	-8	-1	-5
% 销售收入	2.4%	3.5%	3.5%	1.7%	0.2%	0.5%
资产减值损失	-1	-3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	34	55	49	111	148	223
营业利润率	25.0%	22.5%	14.1%	23.3%	23.7%	25.3%
营业外收支	6	12	17	10	12	12
税前利润	40	67	66	121	160	235
利润率	29.3%	27.5%	19.2%	25.5%	25.6%	26.6%
所得税	-5	-8	-6	-18	-24	-35
所得税率	13.4%	11.2%	8.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	35	60	60	103	136	200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净和	35	60	60	103	136	200
净利率	25.4%	24.5%	17.5%	21.6%	21.7%	22.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	0	60	60	103	136	200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	23	34	50	77	116
非经营收益	0	6	13	0	-5	-4
营运资金变动	0	-81	35	-115	-52	-86
经营活动现金净流	0	8	143	37	155	227
资本开支	-78	-108	-197	-152	-308	-371
投资	3	0	-10	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-75	-108	-207	-153	-308	-371
股权募资	16	243	0	514	0	0
债权募资	53	81	9	-126	0	156
其他	0	-27	-51	-11	-32	-33
筹资活动现金净流	69	297	-42	377	-32	123
现金净流量	-6	197	-105	262	-184	-21

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	20	219	114	376	191	170
应收款项	24	77	63	123	163	230
存货	22	55	90	67	92	130
其他流动资产	4	15	8	43	58	81
流动资产	70	365	274	609	504	612
% 总资产	35.1%	58.2%	38.7%	52.8%	39.0%	36.7%
长期投资	0	43	59	60	59	59
固定资产	127	214	371	473	710	970
% 总资产	63.6%	34.1%	52.3%	41.0%	54.9%	58.2%
无形资产	1	2	2	10	17	24
非流动资产	129	262	436	545	788	1,055
% 总资产	64.9%	41.8%	61.3%	47.2%	61.0%	63.3%
资产总计	199	627	710	1,154	1,293	1,666
短期借款	63	110	126	0	0	155
应付款项	20	47	97	53	73	102
其他流动负债	16	22	23	49	57	70
流动负债	98	180	246	102	129	327
长期贷款	18	52	46	46	46	47
其他长期负债	4	3	4	0	0	0
负债	121	235	295	148	175	373
普通股股东权益	108	392	415	1,006	1,118	1,293
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	229	627	710	1,154	1,293	1,666

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.626	0.801	0.405	0.387	0.514	0.755
每股净资产	1.948	5.252	2.781	5.286	5.872	6.792
每股经营现金净流	0.487	0.124	0.962	0.196	0.816	1.193
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	32.13%	15.26%	14.56%	10.19%	12.18%	15.47%
总资产收益率	15.19%	9.54%	8.51%	8.89%	10.54%	12.00%
投入资本收益率	17.38%	10.61%	9.40%	9.60%	10.92%	12.96%
增长率						
主营业务收入增长率	100.89%	78.51%	40.90%	37.60%	32.25%	41.12%
EBIT增长率	266.14%	73.25%	-8.93%	96.02%	25.77%	52.40%
净利润增长率	206.35%	71.82%	1.07%	69.74%	32.82%	46.88%
总资产增长率	103.92%	173.80%	13.28%	62.53%	12.02%	28.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.6	65.4	62.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	135.9	174.8	227.3	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	89.5	106.5	121.4	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	272.9	273.7	312.5	266.4	321.9	323.0
偿债能力						
净负债/股东权益	56.36%	-14.34%	13.91%	-32.80%	-13.03%	2.42%
EBIT利息保障倍数	11.5	7.8	5.1	14.4	115.6	50.2
资产负债率	52.70%	37.50%	41.58%	12.78%	13.52%	22.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	13
买入	0	2	2	2	25
持有	0	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.84

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。