

日海通讯(002313.sz)

行业领军企业，未来发展前景广阔

惠毓伦 研究员
电话: 020-87555888-323
eMail: hyl6@gf.com.cn

亢辰 研究助理
电话: 020-87555888-391
eMail: qc2@gf.com.cn

三网融合带来带宽提速，广电、电信运营商发力光网络建设
随着三网融合逐步推进，广电、电信运营商将发力光网络建设，从建设进度来看，我们认为光网络建设 2010 年增长主要来自运营商大规模建设，光通信相关产品需求将有爆发式增长；2011 年后将是运营商与广电均规模建光网络，光通信（特别是接入端）相关产品需求仍将非常旺盛。基站方面我们预测 2010 年全国基站建设数量为 31.4 万个，较 2009 年 50.6 万个有一定下降。但受益于机房、机柜式基站占比明显提升，2010 年基站用机房、机柜类产品需求将保持一定增长。

行业领军企业，未来发展前景广阔

公司作为行业领军企业将直接受益行业增长，另外面对迅速增长的需求，公司积极扩大光相关产品产能扩张，并利于规模优势进行地域拓展，取得效果明显，重点地区增长迅速。公司积极开发新产品，并提高配件自给率，利于整体毛利率提升。另外公司积极布局海外市场，预计今年海外收入将有回升。

盈利预测与投资评级

预计 2010-2012 年收入分别为 10.2 亿元、13.48 亿元、17.08 亿元，增长率分别为 48.85%、32.17%、26.74%，归属母公司净利润分别为 1.19 亿元、1.57 亿元、2.16 亿元，净利润增长率分别为 63.4%、32.4%、38%，复合增长率达到 43.99%。2010-2011 年 EPS 分别为 1.185 元、1.569 元、2.165 元。行业内可比上市公司 2010 平均 PE 分别为 38.84 倍。考虑到公司未来几年高达 43.99%的复合增长率，我们认为给予公司 2010 年 35 倍 PE，目标价格为 41.49 元，给予买入评级。

风险提示

运营商集采致使产品降价，将影响公司利润增长；如果钢材等原材料涨价，对公司机房机柜类产品毛利率具有一定影响。

公司评级

买入

当前价格(元)	35.48
目标价格(元)	41.49
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-18.41%	-9.55%	-32.82%
沪深 300	-13.04%	-15.04%	-2.74%

股票数据

总股本(万股)	10,000.00
流通 A 股(万股)	2,500.00
主要股东:	

深圳市海若技术有限公司	
主要股东持股比例	29.63%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	8.72%
ROA	11.29%
资产负债率	24.22%
每股净资产(元)	8.32

2009 年报数据。

投资亮点与逻辑

随着三网融合逐步推进，广电、电信运营商将发力光网络建设，从建设进度来看，我们认为光网络建设2010年增长主要来自运营商大规模建设，光通信相关产品需求将有爆发式增长；2011年后将是运营商与广电均规模建光网络，光通信（特别是接入端）相关产品需求仍将非常旺盛。基站方面我们预测2010年全国基站建设数量为31.4万个，较2009年50.6万个有一定下降。但受益于机房、机柜式基站占比明显提升，2010年基站用机房、机柜类产品需求将保持一定增长。

公司作为行业领军企业将直接受益行业增长，另外公司面对日益增长的需求，积极扩大光相关产品产能扩张。并利于规模优势进行地域拓展，取得效果明显，重点地区增长迅速。公司积极开发新产品，并提高配件自给率，利于整体毛利率提升。另外公司积极布局海外市场，预计今年海外收入将有回升。

三网融合带来带宽提速，广电、电信运营商发力光网络建设

我国宽带用户量一直保持稳健增长，截止到2010年3月份我国宽带用户达到1.09亿，2009年用户增加1980万，同比增长16.7%。我国政府十分重视通信网络建设和业务融合，国家推进的物联网也需要高速网络支撑，今年以来，我国这几项政策将促进我国网络建设特别是光网络进一步发展。

2010年1月13日国务院总理温家宝召开国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。三网融合对网络容量和带宽有更高的要求，广电和通信运营商从2010年将大力加大光网络建设。

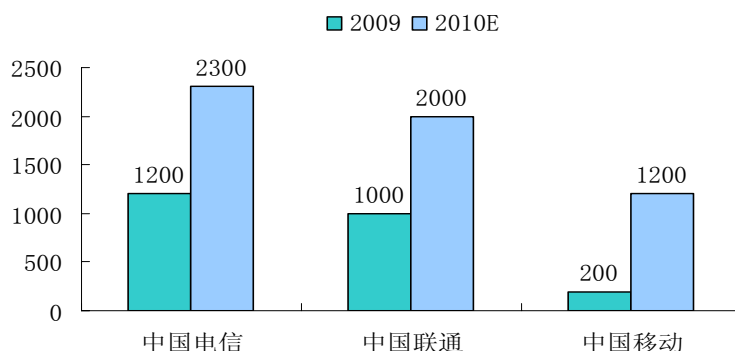
1、电信运营商：光网络建设将是运营商投资重点

2010年3月17日，工业和信息化部、国家发展改革委、科技部、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、国家税务总局联合印发了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》明确指出：到2011年，光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入带宽平均达到8M，农村用户接入带宽达到2M以上，商业楼宇用户基本实现100M带宽接入能力。未来3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。预计2010年开始运营商将会重点投资光通信网络。

从运营商投资来看，中国电信、中国联通将会在2010年竞相提升接入速率，以应对广电网络的竞争，光纤通信网络特别是光接入是运营商建设的重点，2010年两家运营商建设规模将达到4300万线，将是2009年的

两倍以上。中国移动2010年也大力投入接入网建设，以争取集团大客户和宽带用户，2010年建设规模也将达到1200万线。如此大规模光网络建设投入将带来光通信设备及相关产业今年高景气。

图1：2009年中国光接入规模和预计2010建设规模（单位：万线）



数据来源：广发证券发展研究中心

2、广电网络下半年将逐步启动光网络建设

三网融合政策出台后，广电总局对其广电网改造和升级已经有明确计划，2010年完成省网的整合，并完成数字化和双向化部分网络改造。广电总局下一代网络（NGN）将采取光纤通信方法，利用ASON交换网作为骨干网标准，PON+EOC方式作为接入网标准，终端采用铜缆入户方式。近期规划来看，广电总局决定到2010年底我国大中城市有线网络双向化用户覆盖率达到60%以上，到2015年县级市以上要基本完成有线电视数字化。广电1.74亿用户数量远超宽带用户（宽带用户1.09亿），网络改造投入数额将非常巨大。我们即使按照平均每户改造投入1000元计算，投资规模将达到1740亿，即使按照6年计算，每年投资也近300亿元，而且面对通信运营商对现有网络快速提速的竞争，网络投资步伐将被迫加快，但由于整合将是处于第一位，我们认为2010年下半年广电网络相关建设将逐步启动。

表 1：广电总局对网络改造规划

	目标
省网整合	确保 2010 年前各省基本完成整合
数字化	到 2010 年，直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化，东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化；到 2015 年，所有县级以上城市要基本完成有线电视数字化

双向化	2010 年底,全国大中城市地区有线网络的平均双向用户覆盖率要达到 60%以上;2011 年底,大中城市区平均双向用户覆盖率要达到 95%以上,其它城市双向用户覆盖率达到 50%以上;2012 年底,全国成功时有线网络平均双向用户覆盖率要力争达到 80%以上。
-----	--

数据来源:广电总局 中广互联、广发证券发展研究中心

总体来看,我们认为光通信产品2010年增长主要来自运营商宽带建设,2011年后将是运营商与广电都规模建光网络,光通信(特别是接入端)相关产品未来几年需求将非常旺盛。

户外机房类产品需求仍有一定增长

截止到3月底,我国3G基站累计建设完成36.7万个,同时中国移动2G基站36万个,中国联通2G基站27.8万个,中国电信原有CDMA基站10万个左右,中国基站总量超过100万个。从今年运营商建设规划来看,中国移动TD四期建设数量将超过7万个,全年建设将超过10万个。中国电信经过2009年建设,总基站超过20万个,今年建设数量将有一定下降。中国联通WCDMA基站建设9.7万个,总体数量仍较少,尽管现在中国联通3G用户仍较少,但大部分为高ARPU值用户,为维护高ARPU值用户感知度提升,需要更多基站支撑,我们认为中国联通仍将建设较多WCDMA基站。我们预测2010年全国基站建设数量为31.4万个,较2009年50.6万个有一定下降。

表 2: 我国 2010 年基站建设数量预测 (单位: 万个)

	2008	2009		2010
	总共	2G	3G	2G 3G
中国联通	15	28.9	9.7	31 18
中国移动	33	40	10	45 20
中国电信	8	10	12	10 17
	56		106.6	138

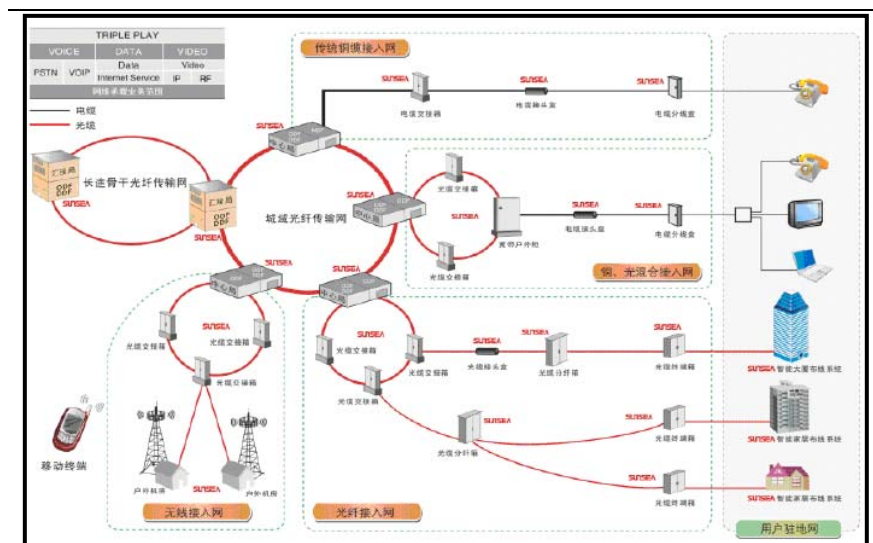
数据来源:广发证券发展研究中心

从基站建设比例来看,3G基站2010年建设量为23.3万个,2G基站数量为8.1万个,2009年3G、2G基站建设数量分别为29.7万个、20.9万个。2G基站建设数量明显减少,而3G基站减少比例有限。从建设情况分析,由于3G、2G频段不同,通过天线距离调整可以进行共址建设,2009年由于工期较紧张。我们认为去年3G基站建设好多都是利用2G站址共址建设,而2010年对3G网络的覆盖优化将大部分需要新的站址建设,需要新的机房或机柜建设。

另外从近几年建设趋势来看,机房、机柜式基站占比呈逐年上升态势,2009年上述建站占比达到30%。我们认为后期基站中建设机房、机柜式(建站速度较快、相关成本较低)基站占比将有明显提升。南方某省电信2010年基站布设全部采用机房和机柜类,预计未来可能绝大部分采用机房机柜类产品。所以我们认为尽管基站建设数量下降,但机房、机柜式基站需求仍旺盛。如果按照利用机房机柜比例提升10%计算,2010年总需求将达到12.56万个。综合考虑2009年建站50.6万个(以20%即10万个共址建设,实际数量大于此数),2009年机柜、机房需求为12.18万个。2010年基站用机房、机柜需求将保持一定增长。

公司产品主要为通信网络连接和保护产品,主要为机柜、机房及里面光纤连接、铜缆连接、走线配线等部分,从用量来看公司产品销量和网络节点数量有密切关系,公司大部分收入来自接入网部分(无线接入网和有선接入网)。从上面我们对基站及光通信建设判断来看,尽管基站建设数量下降,但受益于机房机柜使用比例提升,需求将有一定上升,公司区域拓展优势利于公司份额提升。FTTx大规模建设将带来相关光缆交接机柜及连接设备需求的大规模增加。如果仅仅考虑三家运营商对FTTx用户的建设量增加近两倍,其相关连接设备需求也将同步增加,而且今年建设可能FTTH占比将有一定提升,用户端光转换和交接需求也将增加非常明显。我们即使以简单的EPON的1:32分光进行计算(每32用户一分光),按照2010-2011年各建4000万线计算,所需EPON数量将达到125万个,如果考虑多级分光,则需求数量将更多。

图2: 公司产品在通信网络中的应用场景



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

行业领军企业，未来发展前景广阔

1、公司直接受益行业增长，积极扩大光相关产品产能扩张

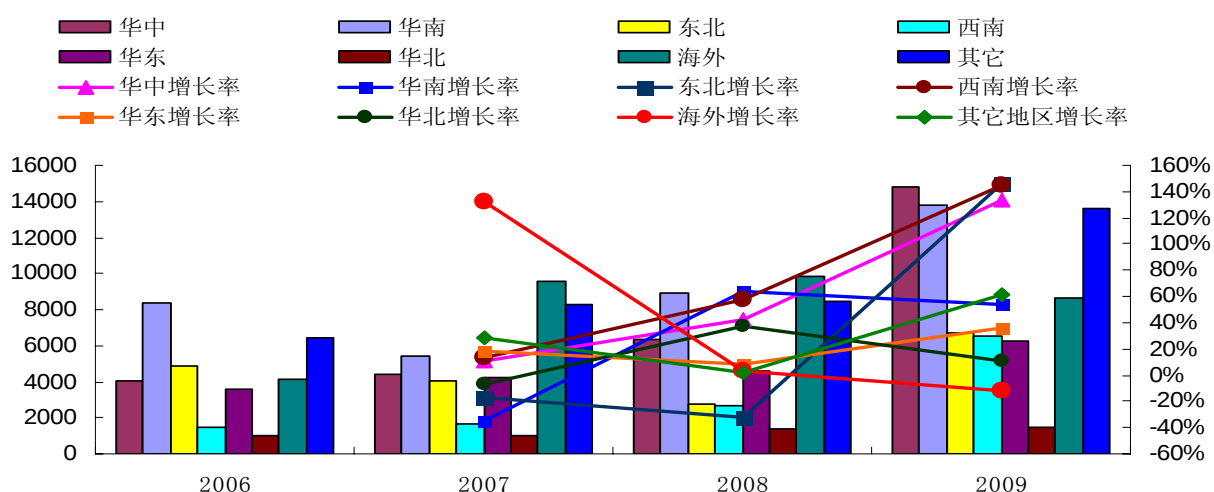
公司作为行业领军企业，相关机柜、光连接器等产品将直接受益于行业需求增长。另外公司从运营商规划及招标中，灵敏感觉到光相关产品需求将十分旺盛，积极扩大光相关连接保护产品的产能扩张，预计2010年公司光纤机柜、光纤连接器、ODF等产能可以实现翻番，以适应旺盛的下游需求。公司积极拓展产能利于公司在需求旺盛阶段订单的获取，增加市场份额占比。公司借助上市募集资金优势，可以迅速有保障的完成产能扩张计划，公司本部新的生产车间正在建设过程中，武汉分基地也已经开始建设，预计2011年底可以达成。

2、公司地域拓展效果明显，重点地区增长迅速

公司一直布局全国销售市场，近几年地域拓展效果明显，2009年华中、西南、东北地区增长率都超过100%，而华北、华东地区由于有较大规模生产厂商，而公司不会选择价格战抢市场，公司份额增长有限。公司将选择未来需求前景广阔的地区进行开拓（华中、西南、东北等），我们认为公司未来将借力前期市场开拓的经验，并抓住光通信建设机遇，实现重点地区的业务增长，今年将在陕西、河南、四川及重庆地区获得很大机会。公司武汉地区建立生产基地就是满足西部地区需求的快速响应。

从行业竞争来看，运营商招标50%参考价格，其余50%考虑在网设备量、售后服务、产品质量、新产品响应时间等指标。公司在上述方面具有较强竞争优势，利于后期公司订单的获得。我们认为未来公司将一方面可以保持公司在现有地区的竞争优势，并可以开拓新的增长领域。

图3：公司产品收入地区分布（单位：万元）及增长率



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

3、积极开发新产品及提高配件自给率利于毛利率提升

公司积极开发新产品，并提高产品配件自给程度，公司2009年开始销售的新型机房，含天线铁塔的移动机房，由于产品集成度和综合程度较高，产品价格和毛利率明显高于传统机房产品，从产品结构来看，后期该产品市场空间广阔。另外，公司2010年的相关光连接及光配件将加大自给率，预计自给率将有现在50%提升到100%，这些都将较大提升公司毛利率。

4、海外需求将有回升，公司积极布局海外市场

公司海外市场大部分通过与主设备合作，少部分是自己销售。2009年受海外金融危机影响，收入有一定下降。2010年随着欧洲FTTB的推广，俄罗斯、东南亚新兴市场需求较为旺盛，预计2010年海外收入将回到2008年水平。另外公司积极布局海外市场，将加强自主销售能力，公司专门培训员工，熟悉国外运作模式，加强公司工程施工和工程交钥匙的能力，争取直接和国外运营商合作，增加海外市场收入。

公司盈利预测及估值

我们认为公司光通信相关的产品，如相关机柜、ODF、光纤连接器、ONU机箱等产品将有非常旺盛的需求，随着公司总部产能的不断扩张，2010年将收入将保持快速增长。基站机房、基站机柜类产品国内需求保持较为稳定，公司销售地区的扩张和现有地区的延伸将带来公司该部分收入保持稳定增长，但增幅不会很快。公司DDF、MDF产品将受益于海外市场的恢复和国内市场中地区开拓和部分地区份额上升，将保持稳健增长，增幅在20%左右。

表 3：公司主要产品收入预测(单位：万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
MDF	7241	7765	12349	14201	16474	18945
ODF	4958	7656	13298	23936	35905	48471
光纤连接器	2947	3217	5086	10172	15258	21361
19 网络柜	2834	4205	7035	9146	11889	14861
DDF	2703	3573	4845	5814	6977	8372
连接产品合计	20683	26416	42517	63269	86502	112011
户外机房	6212	5683	10267	13807	15878	18260
户外机柜	4722	5645	10045	17250	22425	28031
户外保护合计	10934	11328	20312	31057	38303	46291
综合布线	1260	1415	2050	2460	2952	3542

其它	1704	180	315	787	945	1134
综合柜	--	1448	2350	3525	4935	6416
电源柜	--	345	612	857	1114	1392
合计	34581	41132	68156	101955	134751	170786

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

公司产品近几年单价变化来看，公司主要产品单价近几年一直保持稳定态势，所有价格几乎没有下降。对于机房机柜类产品，由于去年钢材价格走势对公司毛利率提升有较大贡献，今年户外机房机柜合同在钢材价格低位签订，所以今年户外机房机柜类产品毛利率将同步有一定下滑，但可以维持2008年水平。连接设备毛利率一方面由于出货量迅速增加，单位生产成本可能有所下降，另一方面公司光器件自己生产率将明显提升，年底可以达到全部自给，公司该部分毛利率将有一定提升。

表 4：公司近几年主要产品单价

	2007	2008	2009Q3	单位
MDF	9.55	9.55	9.56	元/回线
ODF	11.53	11.53	11.53	元/芯
光纤连接器	10.53	10.51	10.53	万元/套
19 网络柜	0.310	0.310	0.310	万元/个
DDF	0.016	0.016	0.016	万元/套
户外机房	3.313	3.337	3.212	万元/个
户外机柜	0.638	0.687	0.721	万元/个
综合布线	0.070	0.007	0.007	万元/套

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

表 5：公司各产品毛利率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
MDF	29.86%	29.16%	29.50%	29.20%	29.20%
ODF	32.59%	31.55%	34%	34%	33.00%
光纤连接器	30.18%	31.42%	34%	34%	34%
19 网络柜	28.56%	28.57%	28.50%	28.50%	28.40%
DDF	29.81%	31.23%	31%	31%	31%
连接产品	30.48%	30.38%	31.92%	31.88%	31.79%
户外机房	30.14%	35.63%	31%	30.50%	30.50%
户外机柜	30.91%	31.22%	31%	31%	31%
保护产品	30.62%	33.28%	31.00%	30.79%	30.80%
综合布线	31.10%	30.88%	31%	31%	31%

其它	30.00%	30.00%	30%	30%	30%
综合柜	31.28%	31.28%	31.28%	31%	31%
电源柜	31.30%	31.21%	31.21%	31%	31%
综合毛利率	30.23%	31.03%	31.49%	31.43%	31.39%

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

我们预计2010-2012年收入分别为10.2亿元、13.48亿元、17.08亿元，增长率分别为48.85%、32.17%、26.74%，归属母公司净利润分别为1.19亿元、1.57亿元、2.16亿元，净利润增长率分别为63.4%、32.4%、38%，未来3年复合增长率达到43.99%。2010-2012年EPS分别为1.185元、1.569元、2.165元。

行业内可比上市公司2010-2012年平均PE分别为38.84倍、28.30倍、19.36倍，考虑到公司未来几年高达43.99%的复合增长率，我们认为给予公司2010年35倍PE，目标价格为41.49元，给予买入评级。

表 6: 同行业公司估值对比

代码	简称	EPS (元)				PE			
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
000063	中兴通讯	1.40	1.77	2.23	2.89	26.45	19.22	15.26	11.79
000988	华工科技	0.40	0.50	0.72	0.94	49.01	35.86	25.27	19.35
002017	东信和平	0.20	0.39	0.59	0.79	110.02	44.45	29.58	22.11
002089	新海宜	0.38	0.62	0.85	1.09	44.54	27.39	20.06	15.70
002104	恒宝股份	0.32	0.51	0.72	1.09	64.88	40.92	28.60	19.02
002115	三维通信	0.63	0.83	1.09	1.38	40.97	28.38	21.64	17.12
002281	光迅科技	0.78	0.81	1.08	1.41	52.96	42.52	32.07	24.39
002369	卓翼科技	0.66	0.78	1.01	1.34	67.20	43.06	33.17	24.99
300025	华星创业	0.83	0.51	0.72	1.25	77.02	49.83	35.14	20.31
300050	世纪鼎利	2.78	2.94	4.03	6.10	59.46	41.73	30.42	20.09
600198	大唐电信	0.13	0.25	0.34	0.00	118.77	62.90	45.61	--
600498	烽火通信	0.63	0.84	1.10	1.38	42.10	29.84	22.75	18.13
均值						52.46	38.84	28.30	19.36

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

风险提示

运营商集采致使产品降价，将影响公司利润增长

公司产品均属于运营商集采范围，如果运营商集采迫使行业内产品大规模降价，将直接影响公司利润增长。

钢材等原材料涨价，对公司机房机柜类产品毛利率具有一定影响

公司机房、机柜产品中，钢材占其成本较大部分，运营商采购时采取闭口合同，如果钢材等原材料涨价，将对公司上述产品毛利率产生一定影响。

资产负债表简表					利润简表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	630.65	620.94	575.67	678.36	营业收入	684.97	1019.55	1347.50	1707.85
应收账款	287.94	445.94	577.91	739.73	营业成本	472.45	697.63	923.05	1170.60
预付款项	0.96	1.39	1.85	1.74	营业税金及附加	1.16	1.74	2.30	2.92
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	91.13	135.60	176.52	204.94
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	36.13	57.09	74.11	94.79
其他应收款	12.19	18.14	23.97	30.38	财务费用	3.13	-6.57	-6.09	-10.97
存货	60.02	139.60	150.98	212.86	资产减值损失	0.59	1.00	1.00	1.00
流动资产合计	1004.92	1245.53	1356.23	1695.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	80.72	165.02	190.23	179.62	营业利润	80.37	133.05	176.60	244.58
在建工程	0.00	24.60	10.92	2.18	营业外收入	3.38	3.60	4.20	4.79
无形资产	9.46	9.69	9.50	9.31	营业外支出	0.24	0.24	0.24	0.24
长期待摊费用	2.79	2.79	2.79	2.79	利润总额	83.51	136.41	180.55	249.13
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	10.97	17.87	23.65	32.64
非流动资产合计	93.39	202.10	213.44	193.90	净利润	72.54	118.54	156.90	216.50
资产总计	1098.30	1447.62	1569.67	1889.70	归属于母公司净利润	72.54	118.54	156.90	216.50
短期借款	0.00	128.03	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	94.89	130.16	178.80	222.58	EPS (元)	0.725	1.185	1.569	2.165
应付账款	138.14	214.46	274.97	354.28	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	2.44	4.96	4.15	5.76	现金流量简表				
应付职工薪酬	4.60	5.00	5.50	6.00	单位: 百万元				
应交税费	12.36	14.00	14.00	14.00	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量	96.04	-9.45	122.36	113.36
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量	-74.73	-123.00	-30.00	0.00
其他应付款	10.53	12.00	12.00	12.00	筹资活动现金流量	478.46	122.74	-137.63	-10.68
流动负债合计	262.96	508.60	489.43	614.62	现金及现金等价物净增加额	499.77	-9.71	-45.27	102.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	期末现金余额	630.65	620.94	575.67	678.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营活动现金流(元)	0.96	-0.09	1.22	1.13
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务指标				
递延所得税负债	3.00	0.00	0.00	0.00	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	64.82%	48.85%	32.17%	26.74%
负债合计	265.96	508.60	489.43	614.62	营业利润增长率	69.19%	51.49%	31.85%	26.58%
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	毛利率	31.03%	31.57%	31.50%	31.46%
资本公积	591.19	591.19	591.19	591.19	营业利润率	30.86%	31.40%	31.33%	31.29%
盈余公积	12.46	24.31	40.00	61.65	净利率	10.59%	11.63%	11.64%	12.68%
未分配利润	128.69	223.52	349.04	522.24	净资产收益率	14.18%	13.38%	15.54%	18.38%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	9.46%	9.31%	10.40%	12.52%
负债股东总计	1098.30	1447.62	1569.67	1889.70	流动比率	3.82	2.45	2.77	2.76
每股净资产(元)	8.32	9.39	10.80	12.75	资产负债率	24.22%	35.13%	31.18%	32.52%
					所得税税率	13.13%	13.10%	13.10%	13.10%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

日海通讯(002313)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。