

方正证券研究中心

交通运输行业分析师：李莹莹

电话：(8610)68584856

电邮：liyingying@foundersec.com

联系人：傅敏

电话：(86731)85832274

电邮：fumin@foundersec.com

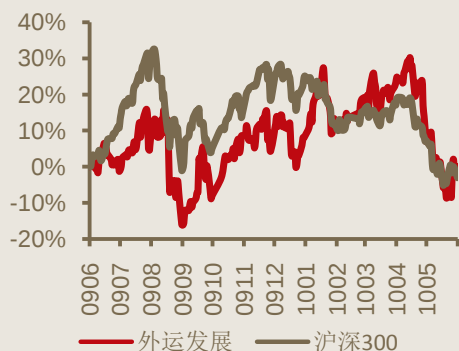
市场数据

总市值（亿元）	71.6236
总股本（亿股）	9.05
流通股本（亿股）	3.31
12个月最高/最低（元）	10.76/6.6
主要股东	中国外运股份有限公司

主要财务指标

（百万元）	2009	2010E	2011E
营业收入	22.0	27.4	30.0
增长率	-33.1%	24.6%	9.6%
净利润	2.3	4.1	4.9
增长率	-63.5%	77.5%	20.1%
EPS（元）	0.25	0.45	0.54
ROE	5.0%	8.5%	9.7%
P/E	31.3	17.6	14.7
P/B	1.6	1.5	1.4

公司相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

国际航空货运市场复苏的最大受益者

外运发展 (600270) 调研报告

公司研究 · 调研报告

2010.5.31 增持

当前股价 7.91

交通运输-航空运输

投资要点

※ 国际货代、货运业务强劲回升，银河国际将大幅减亏

随着航空货量的强劲回升，公司的国际货代业务量也随之上升，1季度同比增速在50%以上，盈利状况也有所好转。公司大力建设地面网络，拟在青岛建设物流中心；加强和东航、国航等航空公司的战略合作，加大力度发展自身国际货代主业。

银河国际由于仍处于目前28元/公斤的盈亏平衡点以下，1季度亏损1000多万元。公司考虑再增加一架747-400F货机，或明年投入运营，以期分摊固定成本，产生规模效应。考虑到货运价格同比大幅上升，以及揽货能力和产品设计能力的提高，盈亏平衡点有可能随之下降，预计银河国际今年亏损额将大幅减小。

※ 国际快递业务迅速恢复，有望超08年水平；开拓新兴快递市场

中外运-敦豪1季度，完成国际快递477万票，同比上升17.78%；实现收入15000多万元，同比增长43%（包含去年转让的中外运速递）；实现投资收益6000多万元。随着我国国际快递市场的快速回暖，预计中外运-敦豪2010年国际快递业务贡献的投资收益在3.85亿元左右。中外运-欧西爱斯贡献投资收益0.35亿元。

公司拟与Aramex PJSC合资设立合资企业，开拓中东、南亚次大陆及非洲往返中国的专线快递市场。项目的动态投资回收期为9年，内部收益率30.72%；初步测算给公司带来的年均投资收益为370万元左右。

※ 逐步培育发展国内货运、物流市场

公司即将收购的大件物流公司预计今年并表，对外运发展增厚幅度在5%以内，十分有限。公司拟进军国内高档电子设备物流市场，项目预计今年投产，初步测算给公司带来的年均投资收益为550万元左右。由于目前将运输、搬运等众多业务流程捆绑在一起进行打标更具备竞争优势，因此，公司进入设备搬运行业也有利于提高项目中标能力。

※ 国内快递业务争取扭亏，打造中外运-全一品牌

目前，全一处于微利状态，中外运速递仍旧亏损，但经过大半年的整合，E速业务在中外运-敦豪经营下已经明显好转。中外运-敦豪拟打造中外运-全一的快递品牌，整合两家快递企业的网络资源，定位于高端客户，共同发展国内快递市场。长期来看，随着我国国内快递市场的快速增长，行业规范化程度不断提高，企业的盈利能力也将加强，该块业务的市场前景值得看好。

※ 给予公司“增持”评级

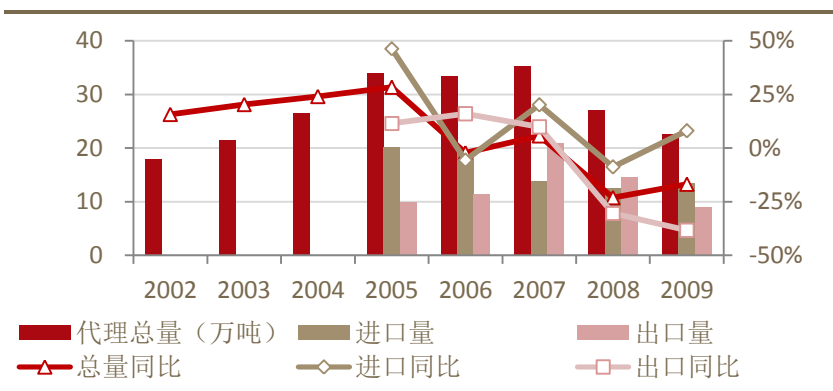
总体来看，公司将是国际航空货运市场复苏的最大受益者，预计2010、2011年EPS为0.45元、0.54元，目前对应的动态PE为17.6倍，给予“增持”的投资评级。

一、公司利润主要来自中外运-敦豪

1、公司主要业务及其收入构成

公司业务主要由三块构成：国际航空货运代理、国内货运及物流、航空快递。2009 年受国际金融危机影响，我国进出口贸易低迷，公司营业收入持续下滑，总计完成 21.99 亿元，同比下降 33.1%。国际货代业务出口量降幅 38.4%，仅完成 8.96 万吨，回到几年前的水平；受此拖累，公司国际货代业务总量同比下降 16.94%至 22.47 万吨。同时由于运价大幅下跌，该块业务实现收入 16.4 亿元，大幅下降 38.07%。航空快递业务完成 1.96 亿元，同比下跌 31.44%；利润率大幅上升 25.6 个百分点，主要系公司出售了亏损速递业务。受益国内货运市场 09 年下半年的率先恢复，国内货运及物流收入略微增长 0.27%。

图表 1 公司国际货代业务总量及进、出口量变化情况



资料来源：公司数据 方正证券研究所

图表 2 2009 年公司主营业务细分情况

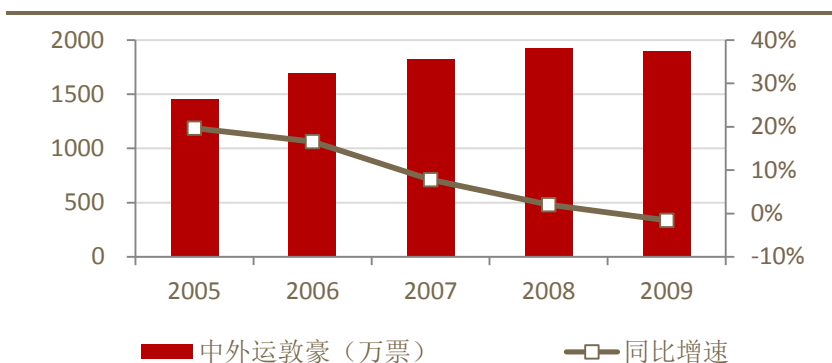
	营业收入（元）	同比增速	营业利润（元）	同比增速	营业利润率	同比增减
国际航空货运代理	1640029900	-38.07%	160478000	-1.31%	9.79%	3.65%
国内货运及物流	346353800	0.27%	21095800	36.14%	6.09%	1.60%
航空快递	196467900	-31.44%	10168900	117.36%	5.18%	25.62%

资料来源：公司数据 方正证券研究所

2、公司利润主要来自中外运-敦豪的投资收益

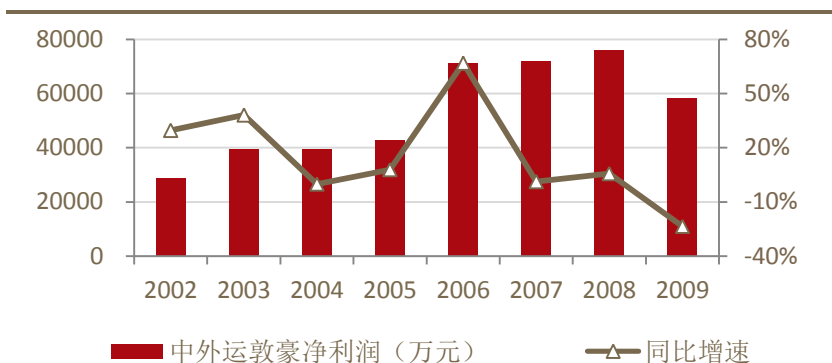
2009 年公司实现营业利润 2.3 亿元，主要来自中外运-敦豪的投资收益 2.9 亿元。由于国际航空快递量减少，以及价格战激烈，中外运-敦豪净利润同比下滑了 23.5%，贡献的投资收益亦随之下滑。

图表 3 中外-运敦豪快递业务情况



资料来源：公司数据 方正证券研究所

图表 4 中外运-敦豪历年净利润变化情况



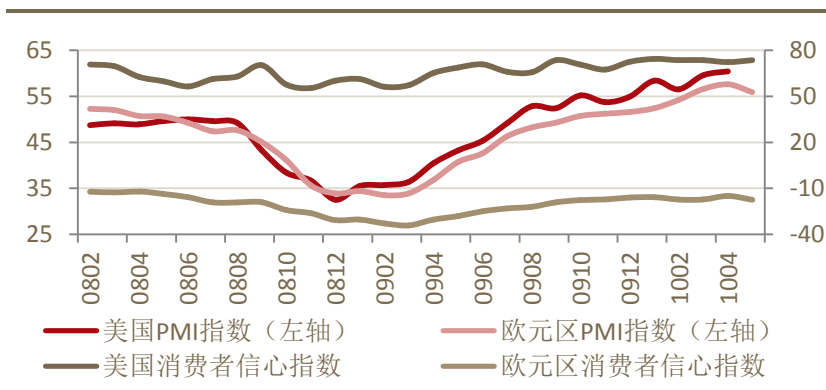
资料来源：公司数据 方正证券研究所

二、国际货代、货运业务大幅回升

1、2010 年国际航空货运市场强劲复苏

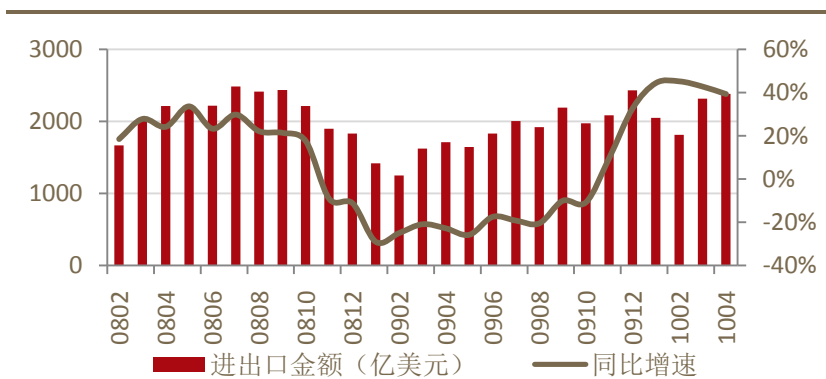
自 09 年 10 月以来，欧美 PMI 指数便持续站在 50%以上，且呈逐步攀升态势，尤其美国 PMI 指数 2010 年 4 月更是上升至 60.4%；消费者信心指数亦是触底回升。欧债危机令世界经济的复苏多添坎坷，但是从欧盟统计局公布的数据我们可以看到，欧元区 16 国 3 月份工业新订单月度升幅创下近三年以来的最高水平；4 月份，欧洲服务业和制造业都创下近三年来最快增速，经济信心也大幅改善，表明经济复苏的步伐正在加快，对其前景不应过度悲观。在欧美尤其美国经济的缓慢复苏去年同期低基数背景下，我国进出口贸易增速持续高位运行，4 月进出口总额 2381.6 亿美元，同比增长 39.35%；1-4 月累计增长 42.72%。其中，航空货运的主要货种电子产品进出口总额 1-4 月累计同比增长 22.24%，4 月同比增长 19.4%。

图表 5 欧美 PMI 指数及消费者信心指数月度变化



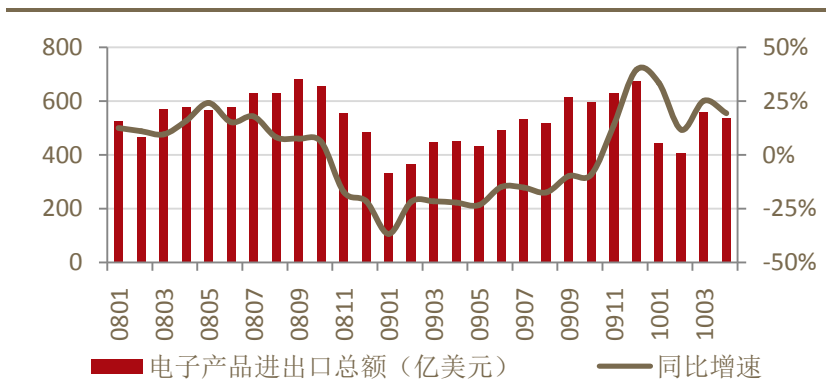
资料来源: WIND 方正证券研究所

图表 6 我国进出口总额及月度同比增速



资料来源: WIND 方正证券研究所

图表 7 电子产品进出口总额及同比增速

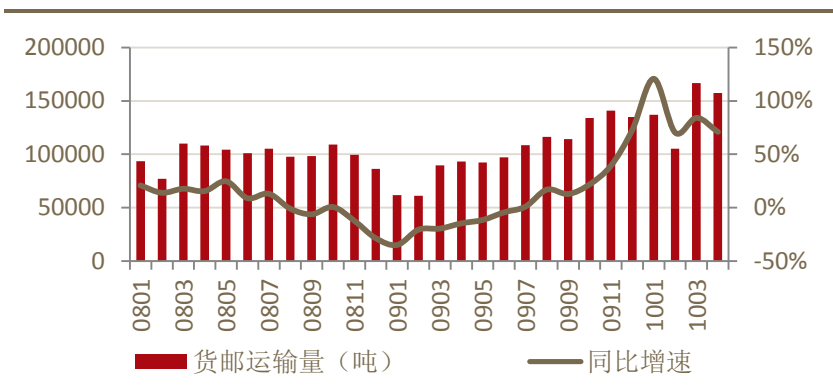


资料来源: WIND 方正证券研究所

受外贸回暖驱动,我国国际航线货邮运输量同比增速自 09 年 12 月以来已连续 5 个月在 70%以上,10 年 1-4 月累计同比增幅更是达到 88.6%。虽然国际航空货运市场的高增长与去年的低基数密切相关,但从 3 月单月 16.66 万吨创历史最高运量来看,其复苏态势十分强劲。

预计在国际经济回暖以及低基数的共同作用下，我国国际航线货运量全年将有望增长 30%左右。

图表 8 我国国际航线货邮运输量及月度同比增速



资料来源: CAAC 方正证券研究所

2、国际货代业务大幅回升，盈利状况好转

随着航空货量的强劲回升，公司的国际货代业务量也随之上升。国际货代业务占公司主营收入的 75%左右，从 10 年 1 季度公司的主营收入同比增长 57.3%来看，货代业务回升幅度预计也在 50%以上。同时注意到，公司 1 季度实现主营业务利润 971 万元，为 09 年 1 季度以来首次盈利，说明国际货代业务的盈利状况也有所好转。

除外部因素外，公司目前也在加大力度发展自身国际货代主业。一方面大力建设地面网络，09 年投资建立了成都空港物流中心，今年拟在青岛建设物流中心；与此同时，加大航空公司、枢纽机场周边的基础设施投资。另一方面，加强和东航、国航等航空公司的战略合作，以便在淡季时能给其提供货源，旺季时能采购到运力，双方互惠互利。另外，公司也在寻找拥有较好网络和客户资源的货代公司作为未来的投资标的，做大做强自身主业。

3、银河国际量价齐升，大幅减亏

2009 年银河国际完成货运量 2.43 万吨，平均运价仅 14.1 元/公斤，净亏损 9431.96 万元。4 季度行业旺季时，由于运价大幅提升至 35 元/公斤左右，银河国际实现盈利 2693.53 万元。

今年 1 季度，受益航空货运市场的强劲复苏，银河国际载运率较去年大幅提高，完成货运量 7493 吨，按 1 周往返 3 趟计算，即使出口满载，进口载运率也在 90%以上，运价在 25 元/公斤左右，虽较

去年 4 季度的旺季环比下降，但同比大幅上升。由于仍处于目前 28 元/公斤的盈亏平衡点以下，银河国际 1 季度亏损 1000 多万元。

针对银河国际的现状，公司一方面加强直接客户、大客户以及进口 FCA 业务的开发工作，09 年直客收入比例由 08 年的 27.3% 提升到 33.9%，未来力争上升到 50%；另一方面，也考虑扩大货机机队规模，计划再增加一架 747-400F 货机，或明年投入运营，以期分摊固定成本，产生规模效应。

预计银河国际今年很可能继续亏损，考虑到货运价格同比大幅上升，以及公司在努力提高揽货能力和产品设计能力，盈亏平衡点有可能随之下降，银河亏损额将大幅减小。

图表 9 银行国际货运量、收入、净利润情况

	2008H2	2009	2010Q1
货运量（吨）	9811	24334	7493
收入（万元）	18626.29	34298.42	19000 左右
平均运价（元/公斤）	18.99	14.09	25 左右
净利润（万元）	-18191.68	-9431.96	-1000 多

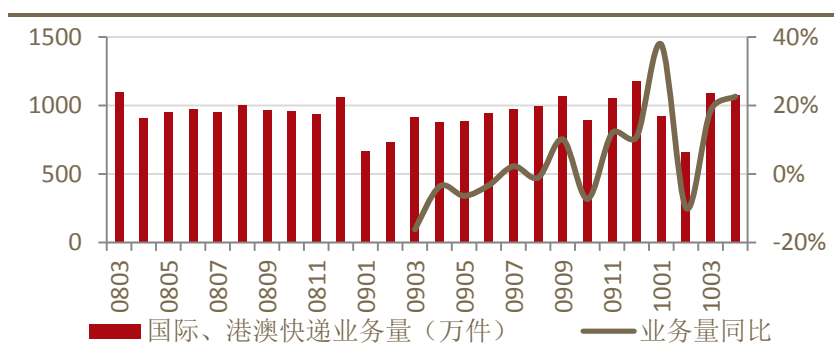
资料来源：公司数据 方正证券研究所

三、国际快递业务迅速恢复，有望超 08 年水平

1、我国国际快递业务快速回升

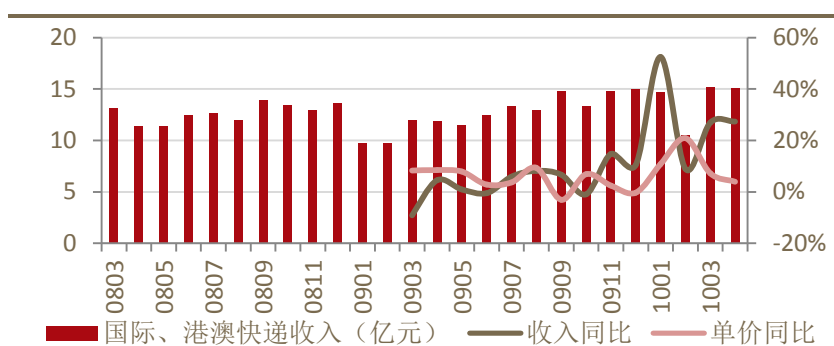
在外需回暖的驱动下，我国国际快递业务需求快速回升，2010 年 1-4 月完成 3740.41 万件，同比增长 17.15%。其中，4 月份业务量同比增长 22.59%，增速进一步加快；收入实现 15.08 亿元，同比增长 27.32%；单价上升至 140.48 元/件；1-4 月份单价水平较去年同期上升 9.87%至 148.46 元/件。单价的明显回升将提升快递企业的盈利能力。随着未来我国对外贸易进一步发展，国际快递发展前景光明。

图表 10 我国国际快递业务量及同比增速



资料来源：中国邮政局 方正证券研究所

图表 11 我国国际快递业务收入、同比增速及单价同比增速

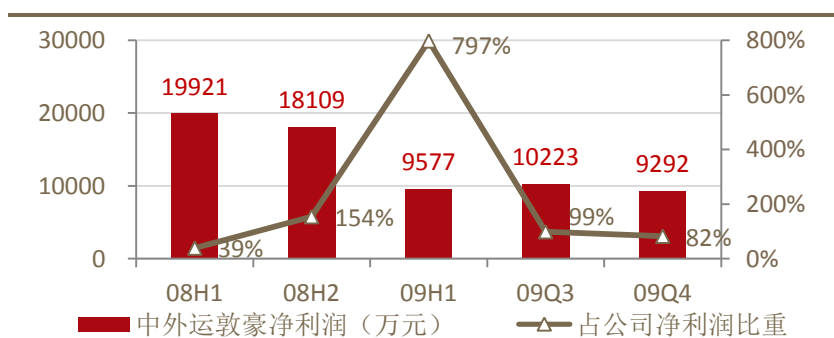


资料来源：中国邮政局 方正证券研究所

2、已有国际快递业务投资收益有望超 2008 年水平

中外运-敦豪的投资受益是公司利润的最大贡献者。09 年上半年是中外运-敦豪的业绩低点；3、4 季度，国际快递业务量随着航空货运的复苏显著回升，投资收益分别为 1.02 亿元和 0.93 亿元。09 年下半年投资收益合计 1.95 亿元，同比增长 7.67%，环比大增 103.22%。中外运-欧西爱斯 09 年下半年实现投资收益 2024.68 万元，同比增长 3.12%，环比增长 25.57%。

图表 12 中外运-敦豪投资收益及占公司净利比重



资料来源：公司数据 方正证券研究所

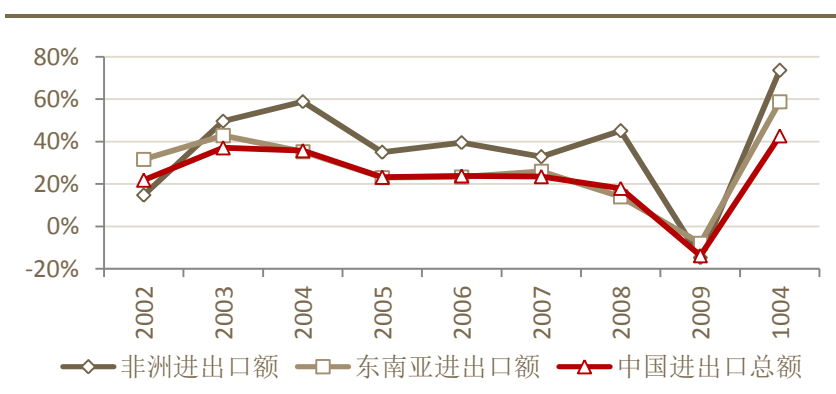
目前，中外运-敦豪是中国国际快递市场最大的经营者，市场份额稳定在 30% 左右。随着我国国际快递市场的快速回暖，中外运-敦豪的业务量也将随之上升，10 年 1 季度，完成国际快递 477 万票，同比上升 17.78%，快于全国平均水平；实现收入 15000 多万元，同比增长 43%（包含去年转让的中外运速递）；实现投资收益 6000 多万元。若剔除国内速递业务的负面影响，我们预计中外运-敦豪 2010 年国际快递业务的净利润在 7.7 亿元左右，外运发展将获得投资收益 3.85 亿元，超过 2008 年的 3.8 亿元。中外运-欧西爱斯实现净利润 0.7 亿元，贡献投资收益 0.35 亿元。

3、开拓新兴国际快递市场

近年来，中国和非洲、东南亚地区的进出口贸易快速增长，尤其和非洲的贸易额增长速度远超平均水平，年均增速达到 40%，预计这种趋势还将继续下去。双边经济交往的不断深入将驱动快递业务的蓬勃发展，且该新兴快递市场的发展潜力将远大于其他快递市场。

鉴于此，公司看好该专线快递市场，在已有的中欧、中日专线快递基础上，拟与 Aramex PJSC 合资设立合资企业（外运发展出资 150 万美元，占注册资本的 50%），开拓中东、南亚次大陆及非洲往返中国的专线快递市场。Aramex PJSC 是注册在阿联酋的一家物流及供应链管理公司，核心业务为国际快递，在中东地区、印度及非洲国家占有较大的市场份额。项目的动态投资回收期为 9 年，内部收益率 30.72%；初步测算给公司带来的年均投资收益为 370 万元左右。

图表 13 中国分地区进出口贸易情况对比



资料来源：CEIC 方正证券研究所

四、逐步培育发展国内货运、物流市场

国内货运、物流亦是公司的主业之一，09 年公司主营收入、主营利润的比重分别为 15.75%、10.34%。随着国内物流的日渐发展壮大，公司有意打造国内货运、物流市场，定位于高精尖客户群，加大力度开拓高附加值产品市场，如高科技制造、汽车零部件、新能源和医药化工四大行业。公司的全资子公司现代物流和即将完成收购的控股股东资产——大件物流公司，以及拟与佳晟（上海）精密仪器设备服务有限公司共同投资设立的合资企业主要从事国内货运和物流运输。

1、收购大件物流公司

大件物流公司主要为石化、能源、铁路工程项目提供专业的大型物件运输服务，公司将收购其 51%的股权，预计今年并表，若进展顺利则上半年可并表。

大件公司 2008 年和 2009 年上半年净利润分别为 124.75 万元、260.69 万元，总资产 1.44 亿元，净资产收益率 3.8%，目前规模较小。尽管公司收入和利润增长较快，但规模较小。此外，其上半年的净利润率为 4.0%，盈利能力不高。收购资产规模尚小，对外运发展的盈利贡献有限。根据公告，大件公司 2010、2011、2012 年预计实现净利润分别为 1475 万元、1813 万元、2088 万元，若能如期达到，则对外运发展 2010—2012 年的 EPS 分别贡献 0.008 元、0.01 元、0.012 元，增厚幅度在 5%以内，十分有限。

图表 14 大件物流公司主要财务数据

项目	2009 H1	2008
主营业务收入（万元）	6,563.76	5,747.44
净利润	260.69	124.75
净资产收益率	3.77%	2.68%
总资产	14,367.64	9,244.64
净资产	6,921.41	4,660.72

资料来源：公司数据 方正证券研究所

图表 15 大件物流公司未来 3 年预测净利润

项目	2010	2011	2012
预测净利润（万元）	1,475.22	1,813.38	2,088.41
同比增速	87.64%	22.92%	15.17%

资料来源：公司数据 方正证券研究所

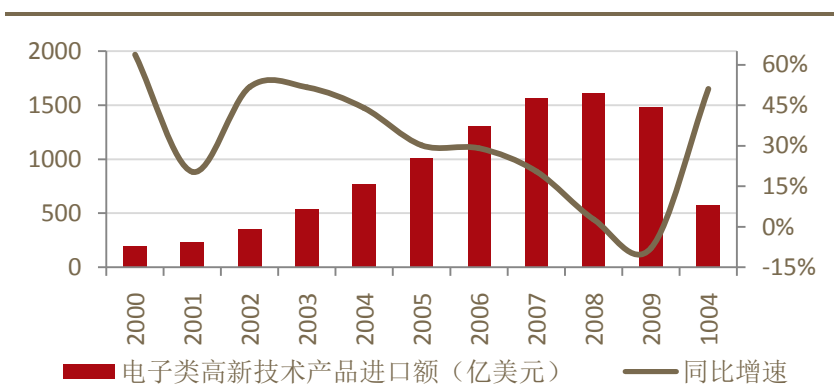
2、拟进军高档电子设备物流市场

目前，公司拟出资 2500 万元与佳晟（上海）精密仪器设备服务有限公司共同投资设立合资企业，进军国内高档电子设备物流市场，该类产品的搬运需要专业设备、技能，对防尘、减震等要求很高。项目预计今年投产，投资回收期 8 年，内部收益率 14.38%，初步测算给公司带来的年均投资收益为 550 万元左右。

高新技术产品在中国的发展很快，且目前全球高新技术产品的产业链正在向中国转移，未来我国的高新产品消费市场空间很大，从而该类产品的物流需求将快速增长。其中，我国对电子类高新技术产品的进口增速 2000-2007 年均复合增长率高达 34.9%，从 2008 年下半年开始受金融危机影响有所下降，但今年 1-4 月已恢复至 573.26 亿元，同比增速达 51.1%；考虑到低基数的影响，和 2008 年同期比较也增长了 12.59%。

除该细分物流市场的发展空间值得看好外；由于目前将运输、搬运等众多业务流程捆绑在一起进行打标更具备竞争优势，因此，公司进入设备搬入行业也有利于完善其业务链，形成完整的项目物流能力，从而提高项目中标能力；还有助于公司的综合物流业务向平板行业、光伏产业、精密半导体制造行业的深层拓展。

图表 16 我国电子类高新技术产品进口额及同比增速



资料来源：WIND 方正证券研究所

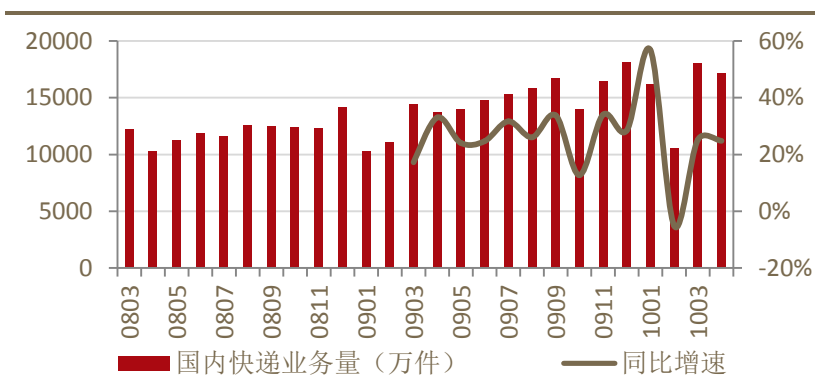
五、国内快递业务争取扭亏，打造中外运-全一品牌

2009 年 7 月外运发展将亏损严重的外运速递公司出售给中外运-敦豪，和其前期收购的上海全一各自独立运营。目前，全一处于微利状态，中外运速递仍旧亏损，但经过大半年的整合，采取消减管

理费用、大量裁员、细分市场等方式，E 速业务在中外运-敦豪经营下已经明显好转，09 年下半年减亏 50%以上，力争 2010 年实现盈利。

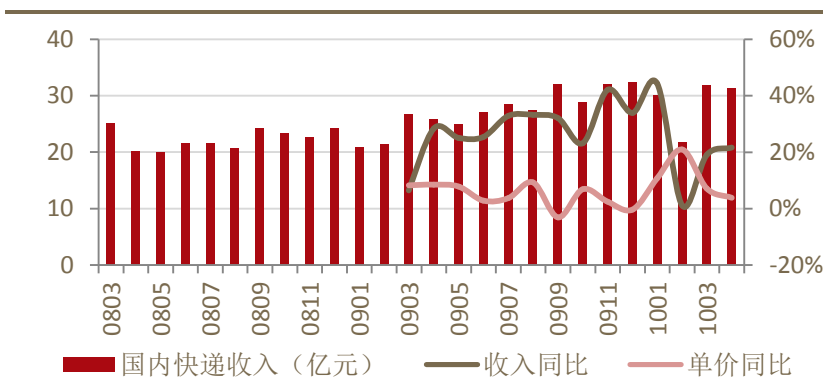
国际快递巨头纷纷看好中国的国内快递市场，2009 年先后涉足国内快递，这与我国快递市场的快速发展密切相关。2010 年 1-4 月我国国内快递业务完成 61749.49 万件，同比增长 24.88%；收入实现 114.87 亿元，同比增长 21.23%；其中，4 月份业务量同比增长 24.8%；收入 31.32 亿元，同比增长 21.6%。目前，我国的快递业务量还不到 GDP 的 0.3%，与发达国家达到 GDP 的 1%左右相比差距很大；我国每年快递业务量只有约 20 亿件，美国每年约有 75 亿件，发展空间巨大。但目前国内快递市场竞争异常激烈，行业规范程度还有待加强，公司成本很难和中小民营快递企业竞争。鉴于此，中外运-敦豪今年拟打造中外运-全一的快递品牌，整合两家快递企业的网络资源，定位于高端客户（如高档写字楼等），共同发展国内快递市场。长期来看，随着快递行业规范化程度不断提高，企业的盈利能力也将加强，我国国内快递市场的前景值得看好。

图表 17 我国国内快递业务量及同比增速



资料来源：中国邮政局 方正证券研究所

图表 18 我国国内快递业务收入、同比增速及单价同比增速



资料来源：中国邮政局 方正证券研究所

六、盈利预测与投资评级

在世界经济缓慢复苏和低基数背景下，国际货代、国际快递业务都将受益于国际航空货运的强劲回升，但国际货代业务由于竞争激烈，毛利率较低。另外，公司现在一改前期坐享其成的心态，开始积极主动的做大做强主业，但新项目的拓展培育也无法一蹴而就，收购的大件物流公司短期内对公司盈利贡献有限，预计公司近几年主要利润贡献仍将来自对中外运-敦豪的投资收益。总体来看，随着业务量的大幅回升和运价的反弹，公司将是国际航空货运市场复苏的最大受益者，盈利情况不断向好，预计 2010 年、2011 年 EPS 为 0.45 元、0.54 元，目前对应的动态 PE 为 17.6 倍，给予“增持”投资评级。

图表 19 2010-2011 年公司各业务收入预测

(万元)	2009	2010E	2011E
国际航空货运代理	164003	213204	234524
YOY%	-38.07%	30%	10%
国内货运及物流	34635	38099	41909
YOY%	0.27%	10%	10%
航空快递	19647	20629	21661
YOY%	-31.44%	5%	5%
收入合计	218285	271932	298094
同比增速		24.58%	9.62%

资料来源：方正证券研究所

六、风险因素

世界经济复苏不如预期，国际快递增长不如预期。

图表 20 财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	现金流量表	2009	2010E	2011E
主营业务收入	2198.9	2739.3	3002.9	经营活动产生的现金流			
主营业务成本、税金	2017.9	2424.7	2648.4	净利润	228.8	406.5	488.1
主营业务利润	181.0	314.7	354.5	少数股东权益	(4.0)	2.3	2.7
其他业务利润	4.0	0.0	0.0	折旧及摊销	49.7	52.4	55.8
营业费用	108.1	137.0	150.1	坏帐准备	0.0	0.0	0.0
管理费用	184.5	175.3	191.1	应收帐款的减少/(增加)	(89.1)	98.6	(50.5)
财务费用	(46.9)	(53.2)	(61.2)	存货的减少/(增加)	0.3	0.2	0.0
营业利润	(60.6)	55.6	74.4	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	70.8	0.0
投资收益	290.6	395.5	467.2	其他长期资产的减少/(增加)	(2.5)	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	120.3	(27.3)	27.2
营业外收支	6.8	0.0	0.0	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0
利润总额	236.7	451.0	541.6	其他流动负债的增加/(减少)	(45.2)	(22.5)	19.9
减:所得税	7.9	45.1	54.2	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	(0.3)	(0.6)	(0.7)	其它	(316.3)	0.0	0.0
归属于母公司净利润	229.1	406.5	488.1	经营活动现金流净额	(57.9)	581.0	543.2
				投资活动产生的现金流	0.0	0.0	0.0
资产负债表	2009	2010E	2011E	收回投资与投资收益	263.2	0.0	0.0
现金及现金等价物	1744.1	2073.8	2323.5	资本投资	578.6	48.0	49.5
应收帐款净额	624.0	525.4	575.9	其它	21.7	0.0	0.0
存货净额	0.2	0.0	0.0	投资活动现金流净额	(337.1)	(48.0)	(49.5)
其他流动资产	70.8	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	2439.1	2599.2	2899.4	股权融资	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	378.4	385.0	389.5	支付股利	90.7	203.3	244.1
无形资产	109.4	98.4	87.5	银行贷款的净增加	0.0	0.0	0.0
长期投资及其他	2448.8	3448.8	4448.8	其它	0.0	0.0	0.0
资产总计	5375.8	6531.4	7825.3	筹资活动现金流净额	(90.7)	(203.3)	(244.1)
短期借款	0.0	0.0	0.0	现金的净流入/(净流出)	(486.1)	329.7	249.7
应付帐款	321.1	293.8	321.0	现金期初余额	2230.1	1744.0	2073.7
其他流动负债	237.3	214.8	234.7	现金期末余额	1744.0	2073.7	2323.4
流动负债合计	558.4	508.6	555.7				
长期借款	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2009	2010E	2011E
其他长期负债	240.3	240.3	240.3	ROE	5.0%	8.5%	9.7%
长期负债合计	240.3	240.3	240.3	ROA	4.3%	6.2%	6.2%
负债合计	798.8	748.9	796.0	已获利息倍数	2.38x	-0.05x	-0.22x
少数股东权益	3.6	5.8	8.5	资产负债率	14.9%	11.5%	10.2%
股东权益	4573.4	4776.7	5020.8	流动比率	436.8%	511.1%	521.8%
负债和股东权益总计	5375.8	5531.4	5825.3	固定资产/总资产	7.0%	5.9%	5.0%

资料来源: WIND 方正证券研究所

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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作出任何担保。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使用或了解其中的信息。

北京		
地址:	北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼 (100037)	
电话:	(8610) 68584803	
传真:	(8610) 68584803	
网址:	http://www.foundersc.com	
E-mail:	yjzx@foundersc.com	
长沙		杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话:	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真:	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com