

世纪鼎利(300050.sz)

十年磨一剑，期待更快的服务转型

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

测试系统需求空间较大，相关服务空间更广阔

测试系统需求主要来自运营商、主设备商及第三方服务商，运营商采购除集团集中采购外，各省根据需求进行自助采购，今年大部分省份仍有规模的采购需求，同时主设备商及第三方服务商仍有很大采购需求。我们综合考虑 3G 采购及 2G 更新需求，总需求将超过 50 亿元。按照 5 年将国内布设完成，未来每年市场规模在 10 亿元左右。随着网络存量市场的增加和网络容量的迅速增加（2008-2010 都是 3G 建网高峰期），测试及相关网络优化市场的市场需求也将明显放大。随着运营商 2G、3G 业务并行推广，发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为其主要业务，网络建设及优化外包化趋势越来越明显，预计每年测试优化服务市场规模将超过 30 亿元。

测试系统国内领先者，后期将加大服务开拓

公司依靠近 10 年测试系统研发积累，十年一剑，借助 3G 建网采购新产品的机会，成功实现了进口替代。未来面对每年 10 亿的市场，公司占比仍有上升的空间，相关系统收入仍可保持较快增长。公司看好网络优化外包市场，将加大服务开拓及人员配备力量。公司具有产品优势，相关服务具有更强专业性，另外公司 IPO 超募资金达 9.66 亿元，后期有可能选择部分网优公司进行相关并购，实现公司服务业务拓展。

盈利预测

预计 2010-2012 年收入分别为 4.83 亿元、7.01 亿元、9.54 亿元，归属母公司净利润分别为 1.63 亿元、2.27 亿元、2.90 亿元，EPS 分别为 3.02 元、4.21 元、5.38 元。我们给予公司 12 个月目标价格为 151.06 元，对应 2010-2012PE 分别为 50、35.9、28.08 倍。现在价格已经基本合理，给予公司持有评级。

风险提示

产品价格下降超过预期；公司优化服务市场开拓低于预期。

公司评级

持有

当前价格(元)	148.14
目标价格(元)	151.06
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	16.70%	0.18%	33.52%
沪深 300	-4.00%	-16.45%	-12.53%

股票数据

总股本(万股)	5,400.00
流通 A 股(万股)	1,400.00
主要股东:	
	叶滨
主要股东持股比例	33.33%
流通 A 股比例	25.93%

财务比率

ROE	51.40%
ROA	55.37%
资产负债率	26.35%
每股净资产(元)	5.42

2009 年报数据。

投资亮点与逻辑

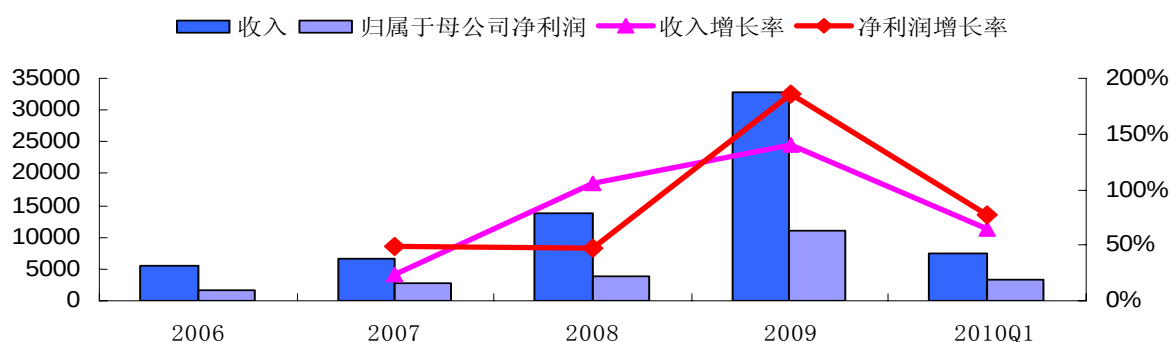
测试系统需求主要来自运营商、主设备商及第三方服务商，运营商采购除集团集中采购外，各省根据需求进行自助采购，今年大部分省份仍有规模的采购需求，同时主设备商及第三方服务商仍有很大采购需求。我们综合考虑3G采购及2G更新需求，总需求将超过50亿元。按照5年将国内布设完成，未来每年市场规模在10亿元左右。随着网络存量市场的增加和网络容量的迅速增加（2008-2010都是3G建网高峰期），测试及相关网络优化市场的市场需求也将明显放大。随着运营商2G、3G业务并行推广，发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为其主要业务，网络建设及优化外包化趋势越来越明显，预计每年测试优化服务市场规模将超过30亿元。

公司依靠近10年测试系统研发积累，十年一剑，借助3G建网采购新产品的机会，成功实现了进口替代。未来面对每年10亿的市场，公司占比仍有上升的空间，相关系统收入仍可保持较快增长。公司看好网络优化外包市场，将加大服务开拓及人员配备力量。公司具有产品优势，相关服务具有更强专业性，另外公司IPO超募资金达9.66亿元，后期有可能选择部分网优公司进行相关并购，实现公司服务业务拓展。

业绩高增2008年启动，10年Q1收入增长达65%

公司业绩从2008年出现高速增长，2008年、2009年收入分别达到1.37亿元、3.27亿元，增长率分别为105%、140%。2010年1季度公司收入仍增长65%，保持较高增速。公司业绩增长主要来自两方面：

图1：公司近几年收入净利润保持快速增长（万元）



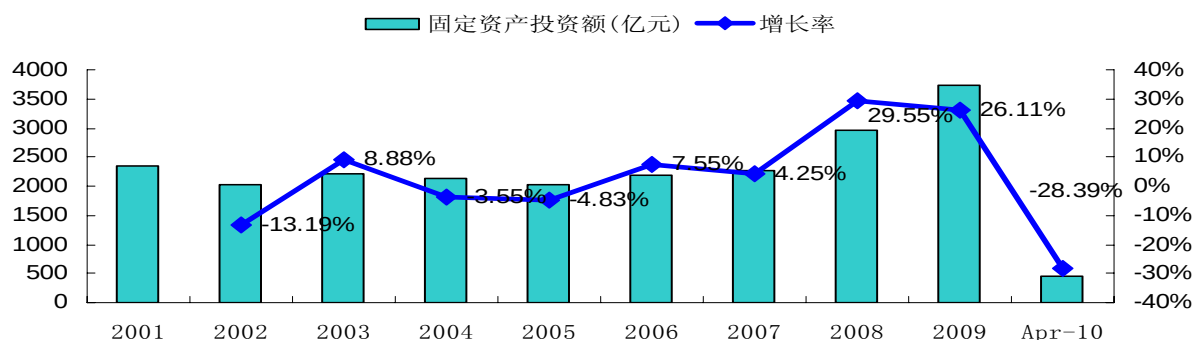
数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

1、国内3G建设2008年开始启动，2009年达到顶峰，投资额出现快速增长，2008、2009年投资额分别增长29.6%、26.1%，而且大部分投资

支出增长来建设移动网络，新建网络投资带来运营商对新网络测试系统的大量需求，行业需求处于增长时期。

2、公司10年磨一剑，依靠先进的设备性能和优良的性价比，在新建3G网络相关无线测试系统采购中，占据较高份额，实现了国外品牌的国内替代。

图2：近几年通信固定资产投资及增长率



数据来源：广发证券研发中心

从2009年收入构成来看，收入2/3来自测试系统的出售，1/3来自服务。整体来看，近几年产品和服务占比变化不是很大。随着2008、2009年测试系统需求的爆发，尽管服务收入也保持了快速增长，但收入占比有一定下降。

表 1：公司各子业务收入（单位：万元）及占比

测试系统	3205	3572	8015	21681
网络优化服务	2108	2904	5440	10846
其他	70	192	210	219
合计	5383	6668	13665	32745
系统占比	59.54%	53.57%	58.66%	66.21%
服务占比	39.16%	43.55%	39.81%	33.12%

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

测试系统需求空间较大，相关服务空间更广阔

2008年底随着3G放号，3G网络建设开始推行，运营商相关测试设备采购已经开展，我们认为2008年以来，各运营商已经进行了部分采购，我们认为除了集团采购外，各省运营商都会根据需求分别进行采购，中国运营商以省为独立运作公司，由于各省3G建设进度不同，2009年发达省份采购已经基本完成，但对于大部分省份而言，仍有相当规模的设备需要采购。我们首先计算单种测试系统全国需求量。

1、运营商及第三方服务商

由于运营商外包趋势越来越明显，运营商测试设备采购将可能与第三方共同完成区域测试及评估，我们可以按照区域计算出运营商及第三方总需求的测试设备数量。我们将利用两种方法进行计算。

1) 按照地区进行计算：截止到2008年底，我国地级市数量达333个，县级区数量为2859个，从总量计算，我们以每个县级区使用测试设备3套（2套使用，1套备用），按照3家运营商来计算，共需要数量 $2859 \times 3 \times 3 = 25731$ 套。

表 2：三元达拟采购测试仪表及系统需求情况表

	GSM/CDMA 路测系统	PDA 路测	GSM 测试手机	CDMA 测试手机	WCDMA 路测	TD 测试	TD 路测	WLAN 测试仪	WLAN 路测	
数量（套）	8	4	60	60	6	3	6	1	5	
单价（万元）	3.59	8.5	0.12	0.15	16	4.5	19	34.2	10	
合计（万元）	28.72	34	7.2	9	96	13.5	114	34.2	50	386.62

数据来源：三元达招股说明书

2) 对于测试系统而言，城区里有效覆盖面积5平方公里左右，我国城市建设用地面积3.9万平方公里左右，按照3家运营商计算该部分需求数量为23400套。对于城市建设用地面积外的城区面积14.90万平方公里，覆盖面积为200平方公里，需求数量为 $745 \times 3 = 2235$ 套，其余适合人类居住的为265万平方公里，我们按照1000平方公里覆盖范围计算，为 $2478 \times 3 = 7314$ 套，总需求为32949套。

谨慎起见，我们二者取其低，国内运营商新的采购需求总量在2.57万套左右。考虑到部分临近区域借调使用，我们按照80%计算，需求在2.06万套左右。

2、主设备商

主设备商作为交钥匙工程，主设备商在设备安装后，需要进行网络性能测试，完成后才将整体工程交付给运营商使用，我们认为主设备商在建网阶段需要购买大量测试仪表，由于主设备商网络安装可以进行仪表调度，我们安装一个地级市三种仪表各两套计算，仅按中兴、华为两家进行保守计算，共需要 $333 \times 2 \times 3 \times 2 = 3996$ 套，随着运营商采购国产仪器比例上升，国外主设备商可能也采购部分国内设备。我们认为主设备商整体需求将达到5000套左右。

总体来说，我们认为单种测试设备国内市场总的新增需求在2.56万套左右。考虑到现在测试设备中，路测、自动测试、便携式测试需求均是独立的，那么各自需求都在2.56万套左右，我们按照路测系统6.7万元/套、自动测试系统8.7万元/套、便携式测试系统4.3万元/套计算，总体规模在50.43亿元。如果考虑GSM测试系统的更新需求，总需求肯定超过50亿元。按照5年将国内布设完成，未来每年市场规模在10亿元左右。另外随着未

来LTE、WLAN的试商用逐步开始，将会带来新产品的市场需求。

从采购进程来看，我们得出如下结论，一般运营商集中招标确定选型，设备商和第三方服务商将跟进采购，而对于型号而言，设备商和第三方服务商将沿袭运营商采购品牌，便于相关测试结果的一致性，从时间来看，设备商和运营商基本同时，第三方服务商可能略滞后。

从中国移动采购网站上可以获知，一般运营商采购仪表等设备时间将滞后于主设备集采时间4-5个月，从采购规模来看，测试仪表采购规模基本与主设备采购量成正比。6月初中国移动TD四期招标开始，基站数量达到10.2万个，是三期招标的2.5倍，预计今年年底前中国移动将有一次更大规模的测试仪表招标。而电信、联通方面由于主设备采购量下降，其相关需求将主要来自第三方服务商采购。

表 3: 中国移动 TD 相关招标情况

时间	主设备招标	城市数量	基站数量（万个）	载扇数量（万个）
2008.09.11	TD 二期	28	2.3	16
2009.03.09	TD 三期	200	3.9	26
2010.06	TD 四期	238+101	10.2	--

	路测招标	路测软件（台）	测试终端（台）	HSDPA 专用测试卡
2009.01.06	TD 二期	176	352	194
2009.08.27	TD 三期	489	978	-

数据来源：中国移动网站、广发证券发展研究中心

我们认为随着网络存量市场的增加和网络容量的迅速增加（2008-2010都是3G建网高峰期），测试及相关网络优化市场的市场需求也将明显放大，特别是3G新建网络虽已基本搭建完毕，但用户量仍不到2G总用户的1/30，随着后期用户的规模增加，相关网络质量、容量优化服务需求将有较大增长空间。

随着运营商2G、3G业务并行推广，发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为其主要业务，网络建设及优化外包化趋势越来越明显，无线网络测试、评估和优化建议将逐步采用外包方式进行。从技术角度来看，3G数据应用的明显增加，而且需要2G、3G综合测试，这将带来相关测试、优化、维护的技术难度、反应时间及其他参数更加繁多和复杂，第三方专业服务商相比于运营商更具有优势主要体现在第三方服务商专注于该部分业务，具有专家特质，能够系统而且完备的完成相关服务，另一方面第三方多为小型民企，人力和运作成本较低。将测试或优化服务打包交给第三方将成为趋势，对于大多数第三方服务商而言，网络测试公司对于测试相关的服务具有更高的专业性，未来测试相关网络优化服务中，无线测试设备生产公司将具有先天优势。

市场规模测算：从华星创业招股说明书中了解到，公司与南京移动、成都移动（日常网络优化服务）一年优化服务合同规模分别为390万元、643万元，我们认为后期日常网络优化服务合同将成为主要合同，我们按照每个地级市300万元（省会城市的一半）每年，三家运营商，333个地级市计算，每年网络优化服务市场规模将达到30亿元，

网络评估技术服务合同：与湖南移动签订，合同总价465万元，网络评估一般每年都会做，且一般以省为单位进行，我们按照每个省400万元，三家运营商计算，每年市场规模约为3.6亿元。总体来看，相关服务市场规模每年将达到33.6亿元，远大于设备销售规模。

对于行业2009年设备销售规模的迅速放大，我们认为2010年行业增长点将主要来自服务市场的增加。

测试系统国内领先者，3G新增占比较高

公司依靠近10年测试系统研发的积累，十年一剑，借助3G建网采购新产品的机会，迅速抢占市场，依靠产品性能和较高的性价比实现国产产品替代进口产品的局面。公司在近两年三家运营商集中招标中份额居前列，在国内增量市场占比较高。

由于产品主要用于移动通信系统测试，所以公司下游客户都是通信类且以运营商比重较多。但公司下游客户相对均匀，三家运营商、主设备供应商、第三方服务商均有收入。来自最大客户中国移动的收入占比为36.42%，不存在单纯依赖某家运营商的现象，利用后期公司全面拓展业务。

我们认为面对每年10亿的市场，公司占比仍有上升的空间，公司在运营商的3G设备采购方面占比较高，运营商如果有新的产品集采，公司具有较大可能保持订单份额，另外运营商各省随着各期的网络建设，网发中心都会采购相关产品，公司产品和价格优势仍然存在。由于品牌效应将较好，我们认识后期公司可能在第三方市场具有较好的推动作用。从竞争角度来看，由于国内公司已经将价格拉下来，而且产品性能和国外差别不大，而且总体市场规模不是很大，爱立信等大规模反扑机会不大。

表 4：公司近几年主要下游客户收入分布（万元）

	2006	2007	2008	2009
中国移动	4165.32	4755.34	7734.91	11925.51
中国联通	616.23	780.38	770.32	3692.98
中国电信			2284.14	6209.23
系统设备供应商			838.95	5781.61
第三方服务商	601.3	1131.93	2037.08	5135.52

数据来源：公司招股说明书

公司一方面在占据现有市场份额基础上，不断开发新产品，公司现在wimax产品、平台产品、测试手机、第三层信令测试系统等产品。公司wimax产品今年可以实现销售，但主要销往国外，但量不会很大。

公司与华星创业共同建立鼎兴众诚公司，各自持股50%，鼎星众诚主要开发和销售TD测试手机。由于TD测试手机前期需要从联芯等提供商购买，通过鼎星开发购买，可以有效的降低采购成本，单台测试手机采购可以下降30%左右。

加大服务支持力度，争取有更大突破

随着运营商外包化的推行，公司也看好通信网络优化外包市场，将逐步加大，公司也将加大服务开拓及人员配备力量。公司2009年底员工数量为491人，到2010年底员工数量将扩到700人，公司后期服务人员就占员工70%以上，服务团队的扩张利于公司进行服务业务的拓展。

由于国内有相关服务公司上千家，地域特征较为明显，我们认为公司未来从设备转向服务有以下优势：

1、公司具有产品优势，基于自己的产品提供相关服务，公司具有更高的专业性，且对服务的理解和优化具有更深的体会，这方面公司具有先天优势。另外公司长期浸润于测试行业，能比较深刻理解运营商未来网络可能需要的测试服务，公司有较大的机会去发展潜在服务项目（例如引入用户、网络规模参数做网络质量模拟及对策），引导运营商使用。

2、公司IPO超募资金达9.66亿元，面对国内上千家优化服务公司并存的市场，我们认为公司后期有可能根据业务拓展需要，选择部分网优公司进行相关并购，实现公司服务业务的拓展。

公司盈利预测及估值

我们认为公司测试系统2010-2012年仍将保持较快增长，其中自动测试分析系统增速快于路测和便携式分析测试系统。由于公司非常重视移动网优服务，借助公司专业技术优势及3G产品较高的市场占有率，后期做相关网优服务具有很大空间，预计未来几年将保持快速增长。

随着产品销售规模的增加，我们认为测试系统价格将保持下降态势，考虑到公司测试手机及相关硬件产业也存在不同程度的价格下降，将缓和产品价格下降带来的毛利率下滑，预计未来产品毛利率将保持下滑态势，但下降幅度逐步放缓。移动网优服务毛利率未来将基本保持不变。我们预计未来3年公司总体毛利率为60.19%、58.12%、56.67%。具体预测数据见下表。

表 5: 公司收入 (单位: 万元) 及毛利率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入					
路测分析系统	5293.30	16126.80	23383.86	30399.02	37998.77
自动测试分析系统	1230.04	2692.03	4172.65	6258.97	8762.56
便携式测试分析系统	1492.15	2861.79	4149.60	5394.47	6743.09
其他业务	210.33	218.63	300.00	370.00	420.00
移动网优服务	5439.60	10845.61	16268.42	27656.31	41484.46
合计	13665.42	32744.86	48274.52	70078.77	95408.88
毛利率					
路测分析系统	78.18%	70.98%	68%	67%	66%
自动测试分析系统	83.93%	72.74%	70%	69%	69%
便携式测试分析系统	84.13%	77.03%	75 %	74%	73%
其他业务	42.80%	49.43%	43%	44%	44%
移动网优服务	50.92%	42.81%	43%	43%	43%
综合毛利率	67.95%	62.18%	60.19%	58.12%	56.67%

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们预计2010-2012年收入分别为4.83亿元、7.01亿元、9.54亿元, 增长率分别为47.43%、45.17%、36.15%。归属母公司净利润分别为1.63亿元、2.27亿元、2.90万元, 净利润增长率分别为46.52%、39.27%、27.83%。2010-2012年EPS分别为3.02元、4.21元、5.38元。我们分别选取通信设备行业几家以产品及服务为主要业务的上市公司及创业板做测试仪表类的公司作为可比对象。其中前一类公司2010年平均市盈率为42.55; 后一类上市公司2010年平均PE为50.64。综合上述因素我们给予公司12个月目标价格为151.06元, 对应2010-2012PE分别为50、35.9、28.08倍。现在价格已经基本合理, 给予公司持有评级。我们盈利预测中, 暂没有考虑公司利用超募资金进行并购给公司带来业绩的增长, 同时由于公司后期存在较高的送股预期, 建议投资者逢低介入。

表 6: 行业上市公司估值对比

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
002115	三维通信	14.05	0.63	0.52	0.68	0.86	22.44	27.11	20.55	16.29
002231	奥维通信	11.66	0.22	0.18	0.20	0.00	52.29	66.29	58.24	-
002417	三元达	23.30	0.55	0.53	0.68	0.86	42.36	43.56	34.46	27.02
002093	国脉科技	13.86	0.35	0.34	0.48	0.64	39.74	40.43	28.80	21.74
600485	中创信测	14.06	0.19	0.47	0.62	1.08	72.85	29.66	22.82	12.97
							45.93	41.41	32.97	19.50
300025	华星创业	28.30	0.33	0.57	0.76	0.95	85.76	49.76	37.08	29.87
300045	华力创通	36.13	0.74	0.72	0.97	0.00	67.92	49.99	37.25	-
300007	汉威电子	25.26	0.84	0.46	0.59	0.82	80.77	54.81	42.68	30.96

							78.15	51.52	39.01	30.41
300050	世纪鼎利	148.14	2.06	3.02	4.21	5.38	71.91	49.03	35.21	27.54

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

产品价格下降超过预期

运营商对测试产品采购也采用集中招标方式，随着市场的放大，采购量增加，如果运营商压价，产品价格下降超过我们预期，将会影响相关产品的毛利率水平。

公司优化服务市场开拓低于预期

我们看好公司未来优化服务市场的发展，但如果公司优化服务市场开拓低于预期，将影响公司的盈利水平。

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	85.78	1321.88	1406.03	1622.32	营业收入	327.45	482.75	700.79	954.09
应收账款	71.63	105.81	153.44	209.01	营业成本	123.85	192.16	293.46	413.38
预付款项	10.61	15.07	30.62	31.68	营业税金及附加	8.65	12.07	17.52	23.85
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	25.48	37.65	54.66	74.42
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	61.47	91.72	133.15	181.28
其他应收款	0.94	1.38	2.00	2.73	财务费用	0.82	-11.67	-23.87	-26.50
存货	31.78	50.01	75.84	107.21	资产减值损失	0.81	1.00	1.00	1.00
流动资产合计	228.68	1515.74	1713.52	2025.31	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	1.21	0.00	0.00	0.00
固定资产	45.80	75.61	107.74	105.13	营业利润	107.59	159.81	224.87	286.66
在建工程	0.00	8.95	10.59	2.12	营业外收入	19.87	25.82	33.57	43.64
无形资产	14.59	14.29	14.00	13.71	营业外支出	0.89	0.24	0.24	0.24
长期待摊费用	3.06	3.06	3.06	3.06	利润总额	126.56	185.39	258.20	330.06
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	15.19	22.25	30.98	39.61
非流动资产合计	65.61	102.63	134.06	120.31	净利润	111.37	163.14	227.21	290.45
资产总计	298.50	1622.58	1851.79	2149.83	归属于母公司净利润	111.34	163.14	227.21	290.45
短期借款	19.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	3.70	2.82	5.96	每股收益	2.062	3.021	4.208	5.379
应付账款	24.39	39.48	58.65	83.78	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	4.53	8.57	15.00	23.36	现金流量简表 单位: 百万元				
应付职工薪酬	18.14	20.00	20.00	20.00	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	11.81	14.00	14.00	14.00	经营活动现金流量	96.04	134.49	127.01	218.83
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量	-74.73	-44.77	-44.00	0.00
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量	478.46	1146.37	1.15	-2.55
其他应付款	0.64	0.00	0.00	0.00	现金及现金等价物净增加额	499.77	1236.09	84.16	216.28
流动负债合计	78.52	85.75	110.47	147.10	期末现金余额	630.65	1321.88	1406.03	1622.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营活动现金流(元)	2.40	2.49	2.35	4.05
应付债券	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				
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务指标				
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
递延所得税负债	0.15	0.15	0.15	0.15	营业收入增长率	139.62%	47.43%	45.17%	36.15%
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	119.55%	42.86%	39.96%	32.59%
负债合计	78.66	85.90	110.61	147.25	毛利率	62.18%	60.19%	58.12%	56.67%
股本	40.00	54.00	54.00	54.00	营业利润率	59.54%	57.69%	55.62%	54.17%
资本公积	18.44	1174.46	1174.46	1174.46	净利率	34.01%	33.79%	32.42%	30.44%
盈余公积	16.42	32.73	55.45	84.50	净资产收益率	67.11%	18.64%	13.89%	15.54%
未分配利润	141.77	272.28	454.06	686.42	总资产收益率	48.41%	16.98%	13.08%	14.52%
少数股东权益	3.21	3.21	3.21	3.21	流动比率	2.91	17.68	15.51	13.77
负债股东权益总计	298.50	1622.58	1851.79	2149.83	资产负债率	26.35%	5.29%	5.97%	6.85%
每股净资产(元)	5.42	28.40	32.18	37.03	所得税税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

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。

世纪鼎利(300050)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。