

英唐智控（300131）

产业转型和消费升级的直接受益者

——英唐智控调研报告

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价:

¥ 70.5

上次预测:

当前价格:

¥ 48.80

2010.12.2

✍ 崔健 CFA 陈志峰
☎ 86-22-2845 1618 86-22-2845 1979
SAC 执业证书编号 S1150207100102
✉ bhzcqj@hotmail.com czf_jav@126.com

核心观点:

- 小型生活家电智能控制器毛利高、需求旺盛
- 智能检测系统有望在电力煤矿化工等领域打开市场

投资要点:

- 生活家电智能化是全球发展的趋势，产业规模加速增长。

行业增长稳步提升，全球 10 年增速为 8.94%，11 年增速为 16.39%，国内 10 年增速为 11.54%，11 年增速为 18.97%。

- 在产业转型中智能控制器直接受益，保证稳定的高毛利。

由于国外人力成本上升较快，设计费用昂贵。外资厂商开始不仅将制造向国内转移，而且开始将设计也交给国内合作企业做。智能控制器作为产业转型的典范，合作企业通过加入设计元素，从而保证稳定高毛利率。

- 研发实力强大，不断推出新产品拓宽市场，募投扩产项目有望提前释放产能。

公司将自己定位为国内领先的小型生活电器智能化服务商，每年研发 300 余款新产品，产品远销欧美，是小型生活电器智能化领域的龙头企业。目前产能瓶颈是公司最大的难题，募投项目提前释放产能有望解决这一难题。

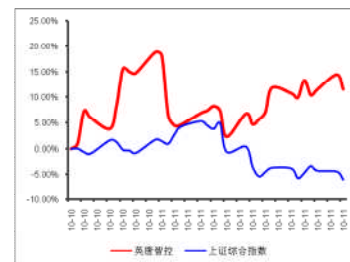
- 智能检测系统市场巨大，增长极具爆发力，集成化解决方案保证高毛利。

智能检测系统现已逐步为电气设备、石化、冶金、电力和矿山等行业的众多大中型企业应用，为公司开创了新的利润增长点。

- 投资建议

结合目前的大环境，我们认为公司 2011 年应该享有高估值，公司合理动态市盈率区间应该在 45-50 之间，合理的价值区间为 63.45-70.5 元/股，我们给予公司“买入”的投资评级。

财务摘要（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入	173	231	309	431	580
(+/-)%	46%	34%	34%	40%	35%
经营利润（EBIT）	15	30	45	72	106
(+/-)%	13%	104%	47%	62%	46%
净利润	14	26	40	65	93
(+/-)%	27%	88%	54%	61%	43%
每股净收益（元）	0.50	0.77	0.87	1.41	2.02
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00



相关报告

公司深度研究

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	20	43	377	335	355	营业收入	173	231	309	431	580
应收票据	1	4	5	7	10	营业成本	139	180	229	315	417
应收账款	30	49	61	85	115	营业税金及附加	0	0	0	1	1
预付款项	0	1	2	4	6	销售费用	5	6	9	12	16
其他应收款	6	5	7	10	13	管理费用	14	15	26	30	41
存货	22	33	42	58	76	财务费用	2	1	-1	-2	-2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	4	8	45	102	144	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	4	40	62	51	营业利润	12	28	44	73	106
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	2	3	3	3	3
无形资产	1	1	1	1	1	税前利润	14	31	47	76	109
长期待摊费用	2	1	3	4	7	减: 所得税	0	5	7	11	16
资产总计	87	149	583	667	777	净利润	14	26	40	65	93
短期借款	8	8	0	0	0	归属于母公司的					
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	14	26	40	65	93
应付账款	19	35	38	56	72	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	1	2	3	4	基本每股收益	0.50	0.77	0.87	1.41	2.02
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.50	0.77	0.87	1.41	2.02
应交税费	2	4	4	4	4	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	12	12	12	12	12	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	46.2%	33.7%	33.7%	39.6%	34.7%
长期借款	0	0	8	8	8	EBIT 增长率	13.5%	103.9%	47.0%	62.0%	45.7%
负债合计	41	59	63	83	99	净利润增长率	26.8%	88.1%	53.7%	61.2%	43.2%
股东权益合计	45	90	520	585	678	盈利性					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	19.8%	22.2%	25.7%	26.8%	28.1%
净利润	14	26	40	65	93	销售净利率	8.1%	11.3%	13.0%	15.1%	16.0%
折旧与摊销	1	1	3	6	9	ROE	30.6%	29.1%	7.7%	11.1%	13.7%
经营活动现金流	11	13	20	42	60	ROIC	27.01%	26.53%	7.23%	10.40%	13.10%
投资活动现金流	-4	-8	-78	-86	-43	估值倍数					
融资活动现金流	12	17	391	2	2	PE	11.7	7.6	6.6	4.1	2.9
现金净变动	19	22	334	-41	20	P/S	0.9	0.9	0.9	0.6	0.5
期初现金余额	3	20	43	377	335	P/B	3.58	2.20	0.51	0.46	0.39
期末现金余额	22	43	377	335	355	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	9.4	5.3	-2.1	-0.8	-0.7

目 录

1.	公司简介.....	4
1.1.	国内小型生活电器智能控制器的龙头企业	4
1.2.	公司股权结构	4
1.3.	公司专注于小型生活电器智能化开发与服务	5
2.	智能控制器市场巨大.....	5
2.1.	全球智能控制器市场稳步增长	5
2.2.	我国智能控制器成长潜力巨大	6
3.	小型生活家电智能控制器龙头企业	7
3.1.	契合消费升级	7
3.2.	创新为高增长提供生命之源	8
3.3.	产品领先拥有优质的合作伙伴和客户群	8
3.4.	产业转型的直接受益者	8
3.5.	产品结构优化综合毛利率逐步提升	8
3.6.	募投项目解决公司产能瓶颈问题	9
3.7.	智能检测系统市场巨大，增长极具爆发力，集成化解决方案保证产品高毛利率.....	10
4.	风险提示.....	11
5.	盈利预测.....	12
5.1.	盈利关键假设	12
5.2.	业绩高成长.....	12
6.	估值与投资建议.....	13

图 目 录

图 1: 2005-2012 年全球智能控制产品市场规模 (亿美元)	5
图 2: 各类智能控制器市场占比	6
图 3: 各地区市场占比	6
图 4: 2005-2012 年中国智能控制产品市场规模 (亿元)	7
图 5: 中国智能控制产品结构	7
图 6: 各主营产品利润占比结构	9
图 7: 公司综合毛利率走势	9

表 目 录

表 1: 股票发行前后持股比例变化情况	4
表 2: IPO 募投项目	9
表 3: 电控箱应用的潜在市场容量	11
表 4: 产品销量和增速	12
表 5: 相关公司估值情况	13

1. 公司简介

1.1. 国内小型生活电器智能控制器的龙头企业

作为小型生活电器智能控制器的龙头企业,英唐智控成立于 2001 年 7 月 6 日,目前已经发展成为集电子智能控制器的研发、生产和销售为一体行业领军企业之一。公司专注于小型生活电器电子智能控制业务。电子智能控制器是生活电器智能化的核心部件,可实现生活电器的人性化、个性化、多功能化和低能耗化,有效提升消费者的生活品质。

公司从国际化运营起步,在业内率先与国际标准全面接轨,先后通过了美国 UL 认证、德国 VDE 认证、德国 TUV 认证、ISO9001: 2000 质量管理体系认证、ISO14001: 2004 环境质量管理体系认证、中国国家强制性产品认证(3C 认证)等多项专业认证,以及多家国际知名厂商的合格供应商资格认证,产品符合国内外主流市场的质量、环保、节能等市场准入标准

1.2. 公司股权结构

在公司限售股中,自然人有 11 个,发行后胡庆周持股 1430 万股,占总股本的 31.09%,是公司的实际控制人。

表 1: 股票发行前后持股比例变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
胡庆周	1430	41.90%	1430	31.09%
郑汉辉	468	13.73%	468	10.17%
古远东	429	12.58%	429	9.33%
王东石	130	3.81%	130	2.83%
深圳市哲灵投资有限公司	130	3.81%	130	2.83%
许守德	130	3.81%	130	2.83%
张忠贵	100	2.93%	100	2.17%
高峰	100	2.93%	100	2.17%
马景兴	100	2.93%	100	2.17%
李思平	100	2.93%	100	2.17%
深圳市高新技术开发有限公司	100	2.93%	100	2.17%
邵伟	91	2.67%	91	1.98%
黄丽	52	1.53%	52	1.13%
深圳市中小企业信用担保中心有限公司 (SS)	50	1.47%		
全国社会保险基金理事会			50	1.09%
社会公众股			1190	25.87%

合计	3410	100%	4600	100%
----	------	------	------	------

资料来源：招股书 渤海证券研究所整理

1.3. 公司专注于小型生活电器智能化开发与服务

公司专注于小型生活电器智能化服务，向客户提供先进的小型生活电器智能化思想和设计方案、智能控制软件开发、产品设计、样品制作、批量供货等全流程服务。公司将自己定位为国内领先的小型生活电器智能化服务商，每年研发300余款新产品，年产电子智能控制器1,400多万套，产品远销欧美，居于小型生活电器智能化领域的龙头地位。

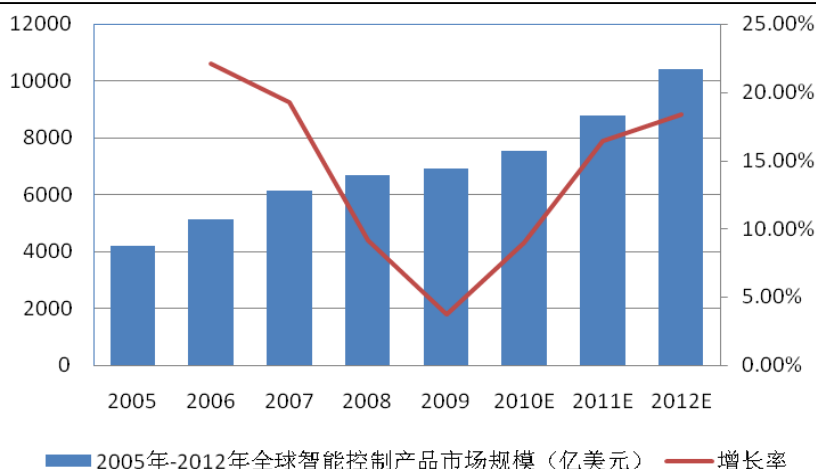
2. 智能控制器市场巨大

2.1. 全球智能控制器市场稳步增长

电子智能控制器是指在设备、装置、系统中为实现特定功能而设计制造的计算机控制单元。是以微控制器（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片为载体，辅以外围电子线路，并根据特定产品功能要求置入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而成的电子组件。电子智能控制器的核心是计算机软件程序，属于典型的嵌入式软件产品。

智能化是全球的一个大的发展趋势，智能家电作为智能化的一个有机组成部分，应该享受高成长。而其中的小型生活家电，在各种个性化需求日益强烈的趋势下，美好行业前景值得关注。

图 1: 2005-2012 年全球智能控制产品市场规模（亿美元）



资料来源：CCID 渤海证券研究所

从 CCID 的数据来看，全球智能控制产品市场规模，逐年稳步增长，05 年至 08 年增长率大体维持在 10%以上，08 年后受金融危机影响，增速迅速下滑至 4.1%。受全球经济复苏的利好影响。2010 年全球智能控制器的市场规模为 7546 亿美元，增长率上升为 8.94%。2011 年市场规模为 8783 亿美元，增长率为 16.39%。预计到 2012 年，全球电子智能控制行业的增幅将逐步回升至 19.1%达到 07 年的增速，市场规模将达到 10,520 亿美元。

在全球智能控制器领域，小型生活电器智能控制器占了所有智能控制器的 13.61%，市场份额超过了大型生活电器智能控制器 9.4%的份额。

图 2：各类智能控制器市场占比

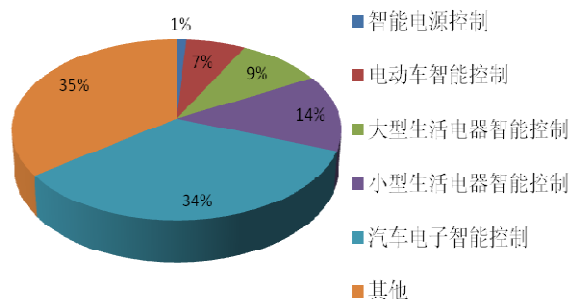
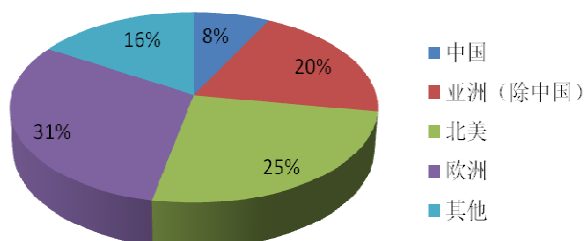


图 3：各地区市场占比



资料来源：CCID 渤海证券研究所

资料来源：CCID 渤海证券研究所

从区域份额来看，欧洲和北美市场仍然是电子智能控制产品的两大主要市场，市场规模占全球电子智能控制市场的 56%，主要是由于这两大区域在小型生活电器、汽车、大型生活电器、电动工具等领域的市场发展比较成熟，产品普及率高，未来五年内欧洲和北美将继续占市场主导地位。

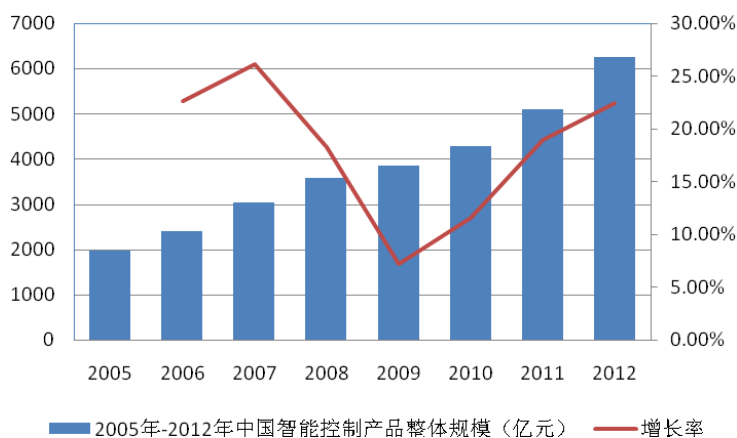
2.2. 我国智能控制器成长潜力巨大

电子智能控制产品在中国等发展中国家的应用仍处于初级阶段，目前国内的市场规模还不小，但是增长速度较高，拥有巨大的发展空间。

中国智能控制产品规模与全球智能控制产品规模的增长率走势相接近，但是整体增长速度超过全球增长速度。2010 年国内智能控制器产品市场规模为 4290 亿元，相比 09 年的增长速率为 11.54%，快于全球当期 8.94%的增长速度。预计 11 年国内智能控制器产品市场规模为 5104 亿元，在增速为 18.97%。在经济结构转型，消费升级的主题下，我国智能控制产业未来将会获得较好的发展机会，预计 2012 年我国智能控制产品整体规模将达到 6250 亿元，增长率将

达到 22.5%。

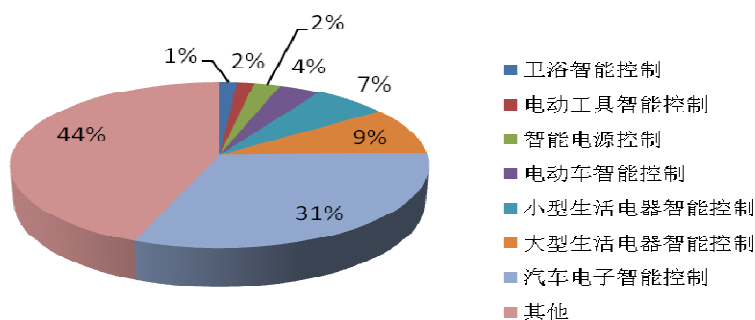
图 4: 2005-2012 年中国智能控制产品市场规模 (亿元)



资料来源: CCID 渤海证券研究所

从国内产品细分结构上来看,小型生活电器智能控制器仅占 7%,小于大型生活电器智能控制器占比 9%,占比小于大型生活电器。主要原因是我国相比发达国家人们的生活水平还是有点差距的,但是我国未来的经济成长性较好,随着国内消费驱动经济增长模式的确立,人们的生活逐步富裕,越来越多人愿意去消费一些智能化家电,未来小型生活电器智能控制器的占比还会逐渐扩大。

图 5: 中国智能控制产品结构



资料来源: CCID 渤海证券研究所

3. 小型生活家电智能控制器龙头企业

3.1. 契合消费升级

在国内外稳步增长的大好形式下,公司主营业务契合国家提倡的消费升级,未来人们的生活水平向着更好更舒适的方向发展,智能化小型生活电器契合消费

升级，小型生活电器智能控制器将获得较好成长性。

3.2. 创新为高增长提供生命之源

公司聘请了中科院院士高庆狮教授、中国人工智能泰斗涂序彦教授、中国人工智能学会常务理事尹怡欣教授、北京科技大学信息学院计算机系曾广平教授等智能控制领域知名专家组成公司的技术顾问团队给公司做技术指导，为公司始终处于智能控制技术前沿，持续进行技术创新提供了有力支撑。

公司每年研发 300 余款新产品，年产电子智能控制器 1,400 多万套，产品远销欧美，居于小型生活电器智能化领域的龙头地位。

3.3. 产品领先拥有优质的合作伙伴和客户群

根据 CCID《中国电子智能控制产品市场调研报告》调研的欧美小型生活电器智能控制器市场情况，公司的市场占有率均位居前列，其中发钳智能控制器市场占有率为 23.3%和咖啡壶智能控制器市场占有率 19%均位居第一，风筒智能控制器市场占有率 12%仅次于香港金宝通 15%位居第二。

公司经过多年打拼，已成功进入国际知名生活电器厂商全球供应链体系，积累了一批如建福实业、WIK、GD、汇勋电器、华旗资讯等国内外优质客户，有效避开了低端价格竞争，维护了公司产品的良好形象，获得了较高和较稳定的毛利率与净利润率，确保了公司业绩的持续快速增长。

3.4. 产业转型的直接受益者

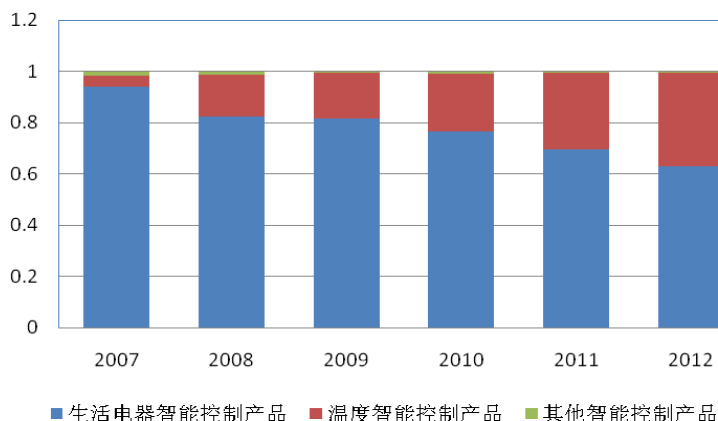
我国已经确立了制造业大国的地位，发展趋势正在从中国制造向中国创造转型。目前国外不只是制造工厂向国内转移，一些设计研发也开始逐步交给中国人去做。智能控制器，产品丰富，个性差异较大，技术壁垒不是太高。随这国外研发成本的提高，优质厂商正在寻求与中国设计研发制造一体化的合作模式。著名品牌商逐步向做渠道和做商标转型。从而给国内制造设计合作伙伴的订单更稳定，毛利更高。公司作为小型生活家电智能控制器的龙头企业，是这种新型合作模式的直接受益者。

3.5. 产品结构优化综合毛利率逐步提升

生活电器智能控制器产品是公司的主营业务，占了总的营业收入的 94%，小型生活电器智能控制器的毛利率为 21.4%。在与公司管理层沟通时，管理层表示，

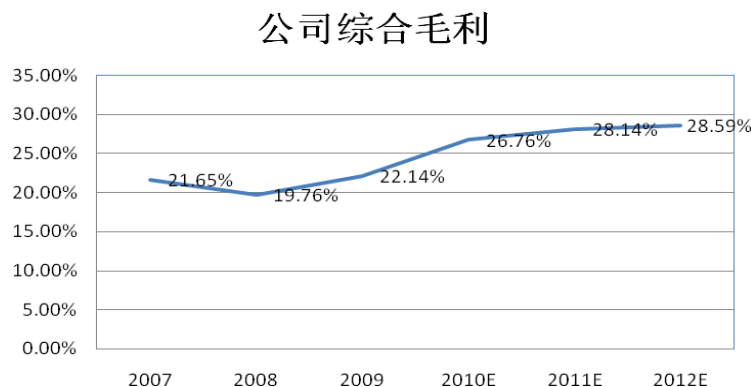
立足主营业务不变的同时，公司将倾力开发智能检测系统产品，争取快速取得客户的认可，迅速扩大市场。

图 6: 各主营产品利润占比结构



资料来源：招股书 渤海证券研究所

图 7: 公司综合毛利率走势



资料来源：招股书 渤海证券研究所

智能控制器产品全部来自于自主研发，目前智能检测系统产品有替代红外抢检测的效应，实现进口替代，毛利率较高，在 86.7%。随着智能检测系统产品占比逐步扩大的同时，综合毛利率也随之提升。

3.6. 募投项目解决公司产能瓶颈问题

制约公司目前发展的最大问题之一就是产能瓶颈问题，公司此次 IPO 募投资金建设电子智能控制产品技改及产能扩大项目和电子智能控制研发中心。

表 2: IPO 募投项目

序号	投资项目	投资总额	项目资金投资计划
----	------	------	----------

			T ~ T+12 月	T+12 月 ~ T+24 月
1	电子智能控制产品技改及产能扩大项目	11000	2605.6	8394.4
2	电子智能控制研发中心	4950	4950	

资料来源：招股书 渤海证券研究所

公司募投项目建设时期为两年，在于公司管理层沟通之后了解到，目前厂房建设顺利，预计能够提前完工，投入使用。电子智能控制产品技改及产能扩大项目投产后，公司现有部分产能将逐步向新生产基地转移，公司未来计划保留深圳本部约 200 万套/年技术含量较高和新开发产品的生产能力及产量，项目全面达产后，总产能将从原来的 1200 万套每年扩大到 3200 万套每年。能够有效的解决公司产能瓶颈问题。

3.7.智能检测系统市场巨大，增长极具爆发力，集成化解决方案保证产品高毛利率

智能检测一直是我国薄弱环节，目前检测手段大多还是停留在红外枪单点检测阶段，费时费力、成本高昂、不能实时监测。目前各供电公司、大型企业如钢铁、石化、冶金、化工、矿山以及城市变电站等大多拥有数公里甚至数十公里的地下电缆隧道或电缆浅沟和各类高低压开关柜、变压器等一次高压设备，它们中会形成数量众多的各类电气接头、触头，虽然系统拥有漏电、过压、过流、短路等保护措施，但都不能全面解决系统中的局部过热故障。电力设备连接部位如母线连接点、各种开关、断路器、主变接点、穿墙套管接头、高压电缆接头等，由于气候冷热变化、设备基础变化、材料老化、锈蚀、松动等原因易造成接触不良、接触电阻增大，在电流通过时，容易烧坏设备，严重的甚至引起设备起火爆炸。

公司利用在小型生活电器领域积累的智能控制技术和特色的温控技术，延伸开发出智能温度监测系统。用各种传感器集成起来，利用无线收发模块搭建智能检测系统，实时采集数据，在后台集中反馈，实现实时无盲点检测预警。解决了检测的离散时间点，以及死角（高空、地下），和危险地带的检测等问题。公司计划将气体、湿度、老化等综合信息集成化解决方案，为公司高毛利高成长提供坚实保障。

公司的智能检测产品具有精度高、安全性能好、无测温盲点的优点，能有效替代传统的红外测温和光纤测温，现已逐步为电气设备（如许继电器）、石化（如中国石化安庆分公司）、冶金（如杭州钢铁）、电力（如舟山市电力公司）和矿

山（如皖北矿务局）等行业的众多大中型企业应用，为公司开创了新的利润增长点。

表 3: 电控箱应用的潜在市场容量

	企业数目	平均每个企业用 10 台电控箱
有色金属采矿企业	2512	25120
非金属采矿业	4469	44690
煤矿开采和洗选业	9171	91710
石油天然气开采	335	3350
黑色金属采矿选业	4099	40990
其他矿业	23	230
有色冶炼	8164	81640
化工原料及化学品制造	29188	291880
废料资源加工	1217	12170
化学纤维制造	1930	19300
黑色金属冶炼及延展	7838	78380
橡胶制品	4756	47560
石油加工	2329	23290
电器机械及制造	26735	267350
燃气生产	927	9270
水电生产和供应业	2085	20850
电力热电	6476	64760
合计	112254	1122540

资料来源: wind 渤海证券研究所

经过我们粗略测算，智能检测系统在电控箱领域的市场规模大概在 112 万套，公司作为行业的龙头企业，在这块的市场开发仅开发了 1%左右，未来前景巨大。

4. 风险提示

公司在建的募投项目在厂房修建方面有可能延缓产能释放，公司在出口方面受人民币升值影响较大，人民币升值会吞噬一部分利润。公司的智能检测产品正处在市场开发期，很多终端用户都在试用阶段，存在试用期延期风险。

5. 盈利预测

5.1. 盈利关键假设

- 1、 IOP 募投项目进展顺利，产能能够如期释放。
- 2、 公司小型家电智能控制器毛利稳定在 20%左右，智能温度检测产品毛利稳定在 80%左右。
- 3、 通过上市扩大影响力之后，智能温度检测系统产品能够迅速打开市场。
- 4、 不考虑在其他检测领域的扩张增长。

表 4: 产品销量和增速

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
生活家电智能控制器（万套）	864.85	1259.11	1363.81	1722.97	2400	3200
销量增长率		45.59%	8.32%	26.34%	39.29%	33.33%
智能检测系统（万套）	0.06	0.34	0.51	1	2	3.6
销量增长率		466.67%	50.00%	96.08%	100.00%	80.00%

资料来源：wind 渤海证券研究所

考虑到公司是小型生活家电智能控制器的龙头企业，明年产能打开后，解决了产能瓶颈问题，我们预计生活家电智能控制器这一块 2011 年增速为 40%左右，12 年增速为 33%。而智能检测系统增长率为 100%，主要原因是公司目前是行业的龙头企业，这块市场目前是一片空白，随着上市之后公司名声大起，在产品推广等方面将较为迅速。另外公司也正在这个方面积极努力，未来有超预期业绩释放。

5.2. 业绩高成长

随着经济复苏，国内外消费趋旺，小型生活电器智能控制器作为智能家电的核心器件，成长性较好。公司作为国内小型生活电器智能控制器的龙头企业，而且在发钳、咖啡壶、风筒等智能控制器市场占有率名列前茅，成长性较好。

预计 2010-2012 年，公司将分别实现营业总收入 3.09、4.31 和 5.80 亿元，同比分别增长 33.68%、39.56%和 34.73%；分别实现归属于母公司所有者净利润 0.40、0.65 和 0.93 亿元，同比分别增长 53.84%、62.50%和 43.07%；对应每股收益分别为 0.87、1.41 和 2.02 元/股。

6. 估值与投资建议

公司是创业板上市的一家企业，成长性较好。同类上市公司有和尔泰、和拓邦股份。和尔泰是主营大型家电智能控制板、毛利和成长性与小型生活电器毛利和成长性不同。拓邦股份智能控制器主要立足于工业控制，目前拓邦股份正在着手打造动力锂电池项目，以上两家公司与公司可比性较小。结合目前的大环境、和行业增长以及股价爆发力来看，我们认为公司 2011 年应该享有高估值，公司合理动态市盈率区间应该在 45-50 之间，合理的价值区间为 63.45-70.5 元/股，我们给予公司“买入”的投资评级。

表 5：相关公司估值情况

证券代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
		11 月 30 日	2009	2010	2011	2009	2010	2011
002139	拓邦股份	22.7	0.32	0.43	0.61	81.23	50.84	35.82
002402	和而泰	44.80	0.73	0.81	1.18	79.59	53.58	36.81
002214	大立科技	39.18	0.45	0.67	0.98	83.66	56.89	38.78
002236	大华股份	87.00	1.75	1.61	2.28	107.05	55.97	39.41
002055	得润电子	27.18	0.15	0.34	0.63	145.73	77.81	42.10
002106	莱宝高科	63.20	0.54	0.93	1.44	147.79	65.15	42.16
002273	水晶光电	48.20	0.66	0.84	1.29	91.63	55.74	36.26
002241	歌尔声学	45.70	0.42	0.71	1.15	169.32	63.15	39.03
300131	英唐智控	50.65	0.77	0.87	1.41	87.07	59.48	50
	行业平均					110.34	59.84	39.10

资料来源：Wind 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn