

国内智能卡领域领先企业

研究结论

- **公司是国内智能卡领域领先企业。**公司业务均为智能卡领域，主要产品包括通信智能卡、金融智能卡、多媒体广播电视卡、社保卡、石化加油卡、城市一卡通和相关的智能卡领域技术服务和系统集成业务。公司 2010 年实现营业收入 5.27 亿元，净利润 5211 万元，主要营业收入来自于通信卡、金融 IC 卡、多媒体广播卡、石油卡等领域。公司通信卡领域客户涵盖三大运营商，银行 IC 卡领域是当前工商银行唯一供货商，银行 IC 领域拓展包括工行和农行等客户，移动广播电视 CMMB 系列产品方面是中广移动独家供应商和中国移动重要供应商在加油卡、社保卡、市政卡等方面也成功打入相应的主流市场。
- **银行 IC 卡将成为公司增长最大动力。**当前国内银行 IC 卡最为积极的银行为工商银行和交通银行，其中规模最大的为工商银行，公司在 2007 年率先成为工行 IC 卡供应商，占据先发优势，去年累计银行 IC 卡供货 770 多万张。我们预计，银行 IC 卡的推进将在 2011 年开始迎来高峰，我们预计 2011-2013 年公司发货将达到 1600、2400、2800 万张，银行 IC 卡将成为公司增长最大动力。我们认为，其它业务方面，通信卡受 3G 和智能终端推动影响将恢复到稳健增长阶段，而 CMMB 系列产品、社保卡、技术服务与开发等业务将会较快增长。
- **募投项目重点落在公司的主要营收领域和即将迎来爆发机遇的领域，有效提升公司价值。**公司募投项目为两个，其一电子支付智能卡系列产品项目着眼银行 IC 卡迁移爆发性机会，银行 IC 卡迁移有望在未来两年迎来高峰期，公司加强该领域的研发和生产能力，有望进一步强化公司在银行 IC 卡领域的先发优势，抓住市场机遇，提升营收规模和盈利能力；其二智能 SD 卡/大容量 SIM 卡系列产品着力夯实现有最大业务领域通信卡，公司 2010 年通信卡领域营收 1.78 亿，且 2010 年在整个 3G 市场推动和全球市场拓展推动下，国内通信卡供应的单价对比 2009 年出现大幅度下跌之后 2010 年开始回升。稳定通信卡业务领域和营收规模和盈利能力是稳定公司整体增长的关键所在。
- **合理价格区间 36.4-43.68 元。**我们预计天喻信息 2011-2013 年三年 EPS 分别为 1.04、1.57、2.11 元。综合考虑当前 A 股市场智能卡类、智能卡芯片类、RFID 标签类、POS 读卡机具类个股的估值水平，2011 年平均 PE 倍数为 39.47 倍，考虑当前市场中小盘和 TMT 板块行情环境，我们给予 2011 年 PE 区间为 35-42 倍，对应合理价格区间为 36.4-43.68 元。
- **风险因素：**银行 IC 卡进程的不确定性、技术风险、竞争风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

合理股价区间	36.4-43.68 元
发行前总股本（百万股）	59.73
拟发行股份（百万股）	19.91
国家/地区	中国
行业	通信与通信设备制造业
报告发布日期	2011 年 4 月 8 日

财务预测

单位：百万元

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	528	759	1,006	1,204
同比(%)	47%	44%	32%	20%
归属母公司净利润	52	82	125	168
同比(%)	62%	58%	52%	34%
毛利率(%)	35.5%	36.9%	37.6%	38.4%
ROE(%)	22.6%	8.6%	12.2%	14.4%
每股收益(元)	0.87	1.04	1.57	2.11
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

资料来源：公司数据，东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、公司介绍和发行概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权和本次 IPO 发行概况	4
二、主要业务领域发展前景分析	5
2.1 国内智能卡产业即将面临金融 IC 和社保卡双重机遇	5
2.2 银行 IC 卡进程有望成为公司最大增长动力	6
2.3 通信卡、移动媒体广播电视卡等其他主要业务分析	7
三、募投项目分析	8
四、盈利预测与询价建议	9
五、风险提示	11

图表目录

图 1 天喻信息发行前股权结构图.....	4
图 2 国内智能卡产业链示意图	5
图 3 国内智能卡市场规模发展轨迹	5
图 4 国内智能卡年发卡量发展趋势	5
图 5 央行 PBOC2.0 迁移时间表.....	6
图 6 公司银行 IC 出货量与均价预测	6
表 1 天喻信息 IPO 募投项目情况	8
表 2 天喻信息分业务营业收入预测（单位:百万元）	9
表 3 天喻信息分业务营业成本预测（单位:百万元）	9
表 4 天喻信息分业务毛利率预测	10
表 5 天喻信息同类别公司估值参考	10
表 6 天喻信息财务预测（单位：百万元）	12

一、公司介绍和发行概况

1.1 公司简介

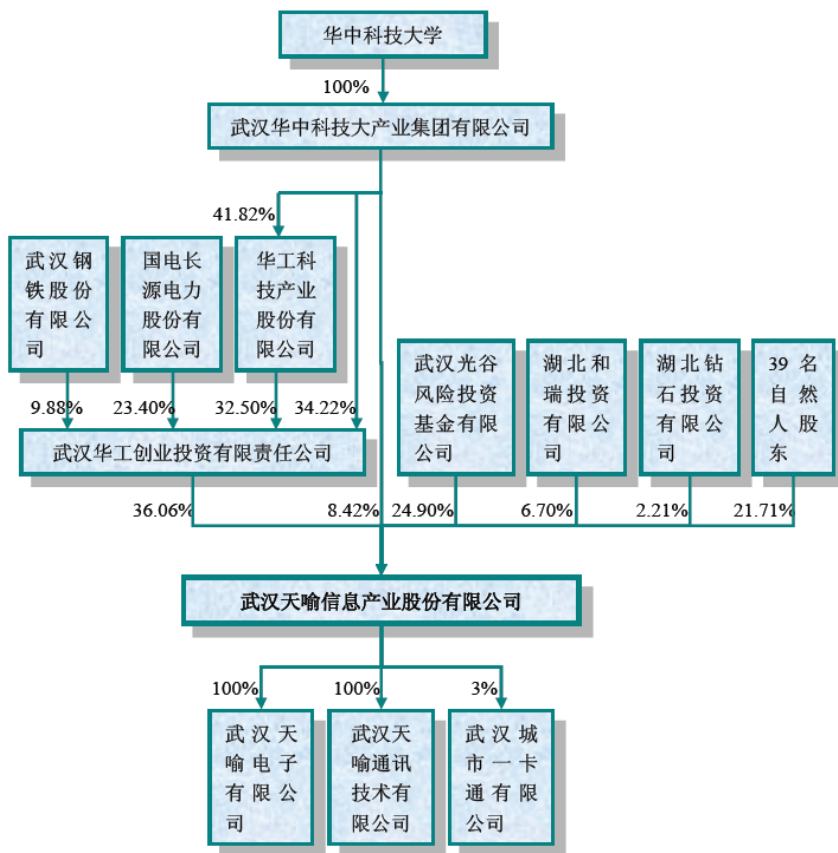
公司前身天喻信息产业有限公司成立于 1998 年，实际控制人为华中科技大学，主要通过华工创投和华工产业集团实现控制。公司业务均为智能卡领域，主要产品包括通信智能卡、金融智能卡、多媒体广播电视卡、社保卡、石化加油卡、城市一卡通和相关的智能卡领域技术服务和系统集成业务，其中全资子公司天喻电子专注智能卡领域系统、读写机具等的研发和服务，天喻通讯专注通信行业增值服务的开发拓展等。

公司 2010 年实现营业收入 5.27 亿元，净利润 5211 万元，主要营业收入来自于通信卡、金融 IC 卡、多媒体广播卡、石油卡等领域。

1.2 股权和本次 IPO 发行概况

公司发行前总股本为 5973 万股，本次 IPO 拟发行股份 1991 万股，本次发行后总股本为 7964 万股，本次发行股份数占发行后总股份数的 25%。其中，发行前公司的股权控制结构如图 1。

图 1 天喻信息发行前股权结构图



资料来源：招股意向书

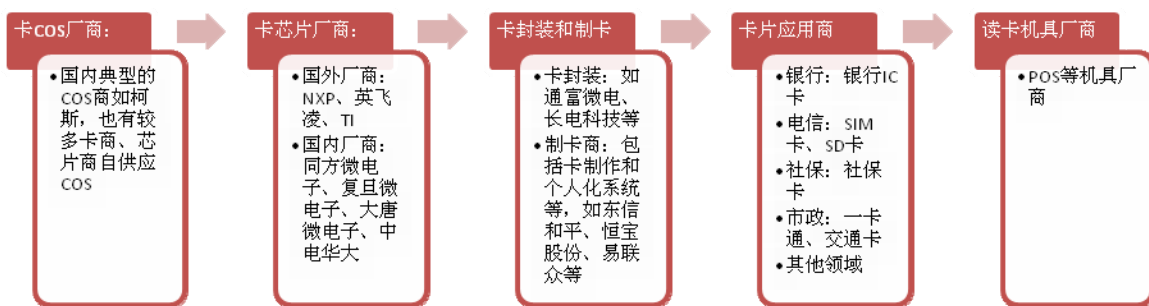
二、主要业务领域发展前景分析

2.1 国内智能卡产业即将面临金融 IC 和社保卡双重机遇

国内智能卡产业目前已经基本成熟（如图 2）。总体来看呈现以下特点：

- **高端智能卡芯片还需进口：**目前在二代身份证等领域已经实现了芯片的国产化，但在银行 IC 卡领域目前所应用的芯片主要还来自于国外。但是国内相关芯片厂商部分已经通过了相关认证，未来智能芯片领域有望全面实现国产化；
- **卡商领域正逐步国内主导：**在卡商领域，目前 SIM 卡、二代证、社保卡等领域基本为国内卡商主导，银行 IC 卡领域目前也正在呈现这种态势；
- **应用领域正在不断扩张：**智能卡应用已经深入到社会经济的方方面面，应用领域的不断扩张将使得智能卡行业迎来发展的良机。

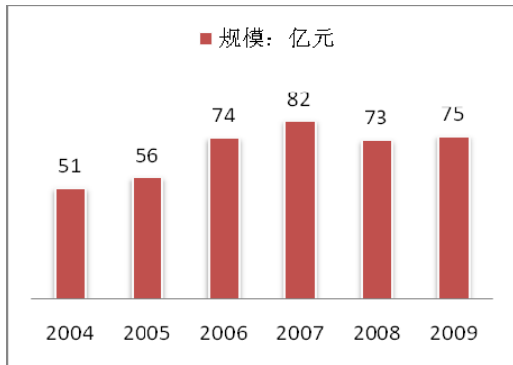
图 2 国内智能卡产业链示意图



资料来源：东方证券研究所

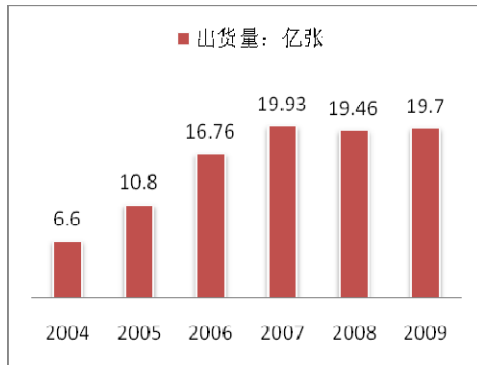
从国内智能卡市场发展来看，身份证二代证推动了智能卡市场从 2005 年之后的三年黄金发展期，无论从市场规模还是发卡量都高速增长（如图 3、图 4 所示）。目前国内智能卡领域的机遇在于 EMV 迁移推动的银行 IC 卡机会和十二五规划推动的 8 亿张社保卡目标带来的机会。

图 3 国内智能卡市场规模发展轨迹



资料来源：智能卡网；东方证券研究所

图 4 国内智能卡年发卡量发展趋势

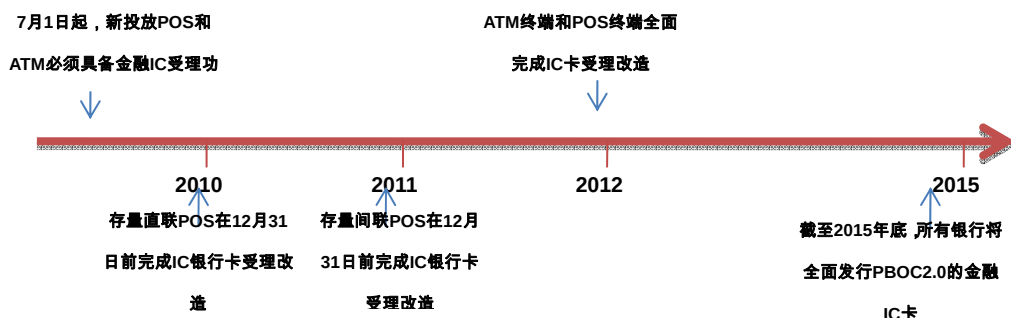


资料来源：智能卡网；东方证券研究所

2.2 银行 IC 卡进程有望成为公司最大增长动力

央行在 2010 年就拟定了 PBOC2.0 迁移日程表（如图 5 所示），并在 2011 年 3 月份再次强调了推进银行 IC 卡迁移的决心。

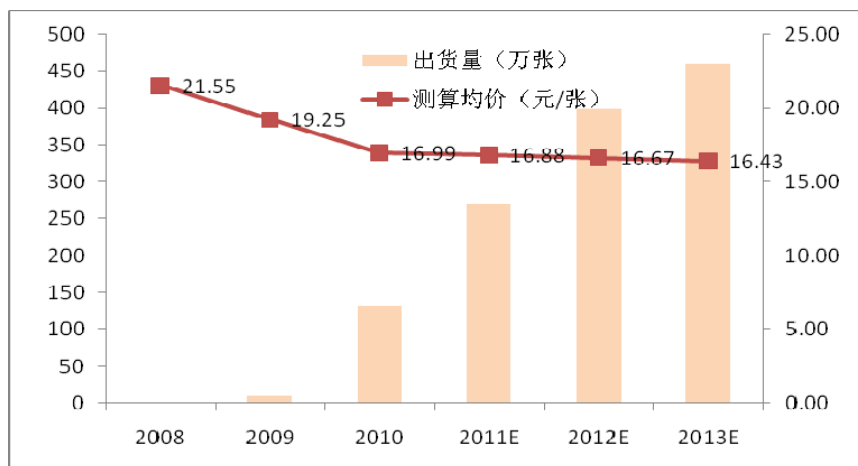
图 5 央行 PBOC2.0 迁移时间表



资料来源：人民银行；东方证券研究所

公司在 2010 年的银行卡出货量为 776 万张，目前主要进入了工商银行和农业银行的市场，就目前市场发展来看，工商银行、交通银行是推进银行 IC 卡相对积极的企业。按照目前了解的情况，工行年度发展目标在 3000 万张左右，我们预计在银行 IC 替换的高峰时期，年度总发卡量有望超过两亿张。考虑到银行市场的特性，预计未来天喻信息的市场总占有率有望达到 10% 或者更高。我们预计天喻信息 2011—2013 年发卡量分别为 1600 万、2400 万、2800 万张，按照 15—10 元的平均价格，预计营业收入有望获得大幅增长（如图 6 所示）。

图 6 公司银行 IC 出货量与均价预测



资料来源：招股意向书；东方证券研究所预测

2.3 通信卡、移动媒体广播电视卡等其他主要业务分析

通信卡：3G 推动需求，有望恢复平稳增长

公司 2010 年实现通信卡收入 1.78 亿元，公司通信卡业务在近年来需求程缓趋势下，产品价格下降较快，总体发展不理想。但是随着 3G 的逐步发展和深入，SIM 大容量化需求的推动，在 2010 年国内通信卡价格呈现上升趋势（如图），我们认为，通信卡业务有望在 3G 和移动智能终端推动下，在未来三年恢复 10—15% 的平均增长速度。

移动广播电视多媒体卡：受中广移动和中移动双重推动有望较高增长

公司 2010 年移动广播电视多媒体卡出货量 78.44 万张，营业收入 7272 万。目前，公司是中广移动机卡分离有条件接受卡的独家供应商，同时也是中国移动 TD 手机终端 CMMB 卡的重要供应商，预计未来两年受中广移动移动电视推广的影响和中移动 TD 终端推广受益，预计在 2011—2013 年将会实现较高增长。

其他类别分类分析

- 城市通卡：应用领域扩展平稳增长可期，市政用卡领域正在不断扩展，推动城市通业务的增长有望持续较为平稳；
- 社保卡：有望成为爆发潜力点，公司目前社保卡业务很少，但国家十二五规划目标要完成 8 亿张社保 IC 卡，截至 2010 年底全国社保 IC 卡数量不到 1 亿张，空间巨大，视公司开拓情况有望成潜力增长点；
- 技术服务与开发：基于公司长期对多行业应用领域智能卡业务的理解，公司未来有望更多的为客户提供全面的智能卡系统解决和运维方案，提升公司在 IT 领域的盈利能力。

三、募投项目分析

公司拟募资 2.18 亿元，主要用途为电子支付智能卡系列项目、和通信卡领域智能 SD 卡/大容量 SIM 卡系列产品研发（如表 1 所示）。

我们认为，募投项目重点落实在公司的主要营收领域和即将迎来爆发机遇的领域：

- **电子支付智能卡系列产品项目着眼银行 IC 卡迁移爆发性机会：**银行 IC 卡迁移有望在未来两年迎来高峰期，公司加强该领域的研发和生产能力，有望进一步强化公司在银行 IC 卡领域的先发优势（作为国内 IC 迁移最为积极的工商银行的目前最大供应商），抓住市场机遇，提升营收规模和盈利能力；
- **智能 SD 卡/大容量 SIM 卡系列产品着力夯实现有最大业务领域通信卡：**公司 2010 年通信卡领域营收 1.78 亿，且 2010 年在整个 3G 市场推动和全球市场拓展推动下，国内通信卡供应的单价对比 2009 年出现大幅度下跌之后开始回升。稳定通信卡业务领域和营收规模和盈利能力是稳定公司整体增长的关键所在。公司重点定位加强通信卡领域研发和产业化，有望进一步夯实公司该块业务，提升公司整体竞争力。

表 1 天喻信息 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	募集资金投入额	项目投资进度	
			第一年	第二年
1	电子支付智能卡系列产品的研发及产业化项目	11,939.00	3,252.50	8,686.50
2	智能 SD 卡/大容量 SIM 卡系列产品研发及产业化项目	9,879.50	1,695.50	8,184.00
合计		21,818.50	4,948.00	16,870.50

资料来源：招股意向书

四、盈利预测与询价建议

按照我们对公司背景、市场前景的分析，分别对公司分类业务营收预测、营业成本预测、毛利率预测如表 2、表 3、表 4 所示。

考虑到发行后总股本，在盈利预测中我们以 35 元为发行价作为预测基础，我们预计天喻信息 2011—2013 年三年 EPS 分别为 1.04、1.57、2.11 元。综合考虑当前 A 股市场智能卡类、智能卡芯片类、RFID 标签类、POS 读卡机具类个股的估值水平，2011 年平均 PE 倍数为 39.47 倍，考虑当前市场中小盘和 TMT 板块行情环境，我们给予 2011 年 PE 区间为 35—42 倍，对应合理价格区间为 36.4—43.68 元。

表 2 天喻信息分业务营业收入预测（单位:百万元）

营业收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通信智能卡	234.79	192.29	178.02	195.00	224.25	255.65
金融 IC 卡	1.17	10.02	131.9	270.00	400.00	460.00
移动多媒体广播电视卡		46.33	72.73	100.00	120.00	140.00
城市通卡	2.18	28.15	48.52	55.80	66.96	80.35
技术服务与开发	7.7	24.89	32.55	61.85	92.77	139.15
加油卡	50.31	27.71	23.48	27.00	32.40	38.88
其他智能卡	5.87	7.88	11.69	15.78	21.31	28.76
社保卡	15.96	6.73	7.29	9.11	18.23	25.52
系统集成等其他类别	12.89	15.38	21.60	24.84	29.81	35.77
合计	330.87	359.38	527.78	759.38	1,005.72	1,204.08

资料来源：招股意向书；东方证券研究所

表 3 天喻信息分业务营业成本预测（单位:百万元）

营业成本	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通信智能卡	191.57	159.18	149.66	163.80	189.49	216.28
金融 IC 卡	0.94	6.15	80.87	167.40	252.00	294.40
移动多媒体广播电视卡	0.00	27.29	42.21	60.00	72.00	84.00
城市通卡	1.41	20.12	33.16	39.06	46.87	56.24
技术服务与开发	1.91	3.89	3.94	9.90	14.84	22.26
加油卡	19.37	9.68	8.38	9.99	11.99	14.39
其他智能卡	2.91	4.21	8.61	11.84	16.40	22.72
社保卡	5.47	2.28	2.89	3.83	8.02	11.48
系统集成等其他类别	8.37	5.93	10.52	13.66	16.40	19.68
总营业成本	231.95	238.74	340.23	479.47	628.01	741.45

资料来源：招股意向书；东方证券研究所

表 4 天喻信息分业务毛利率预测

毛利率	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通信智能卡	18.41%	17.22%	15.93%	16.00%	15.50%	15.40%
金融 IC 卡	19.99%	38.60%	38.69%	38.00%	37.00%	36.00%
移动多媒体广播电视卡	0.00%	41.09%	41.96%	40.00%	40.00%	40.00%
城市通卡	35.55%	28.52%	31.66%	30.00%	30.00%	30.00%
技术服务与开发	75.18%	84.36%	87.90%	84.00%	84.00%	84.00%
加油卡	61.49%	65.08%	64.31%	63.00%	63.00%	63.00%
其他智能卡	50.36%	46.57%	26.33%	25.00%	23.00%	21.00%
社保卡	65.74%	66.07%	60.39%	58.00%	56.00%	55.00%
系统集成等其他类别	35.05%	61.42%	51.33%	45.00%	45.00%	45.00%
总毛利率	29.90%	33.57%	35.54%	36.86%	37.56%	38.42%

资料来源：招股意向书；东方证券研究所

表 5 天喻信息同类别公司估值参考

代码	名称	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	12 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE
002017	东信和平	0.1581	0.2107	0.4293	0.6422	137.30	107.06	52.56	35.13
002104	恒宝股份	0.2129	0.2934	0.3698	0.5164	77.73	56.41	44.76	32.05
600198	大唐电信	0.1309	0.3158	0.5352	0.7309	108.08	51.49	30.38	22.25
002512	达华智能	0.3501	0.4126	0.5420	0.7038	83.11	70.52	53.69	41.35
300077	国民技术	1.0749	1.8399	2.3182	3.1719	67.70	59.87	47.52	34.73
002049	晶源电子	0.2525	0.3198	0.0000	0.5177	87.60	76.30	0.00	47.13
300096	易联众	0.3656	0.5742	0.7987	1.0354	95.76	60.97	43.83	33.81
002161	远望谷	0.1670	0.2706	0.4529	0.7069	76.72	81.82	48.88	31.32
000977	新大陆	0.0174	0.1628	0.2884	0.5209	143.52	140.67	79.41	43.96
600271	航天信息	0.6611	0.9457	1.1529	1.4087	24.52	25.49	20.91	17.12
002177	御银股份	0.2637	0.3098	0.5246	0.7434	49.62	43.74	25.83	18.23
600571	信雅达	0.1290	0.2884	0.4621	0.6495	92.85	41.54	25.92	18.44
平均数						87.04	67.99	39.47	31.29
中位数						85.35	60.42	44.30	32.93

资料来源：Wind；东方证券研究所

五、风险提示

银行 IC 卡进程不确定性：当前银行卡 IC 迁移进程存在不确定性，但是存在低于预期和超预期双重可能；

技术风险：在 SIM 卡、银行 IC 卡等领域都存在不断进化演进的标准，对技术路线的跟进是公司实现市场能力的基础；

竞争风险：尽管行业的资质门槛较高，但总体来看具备行业能力的公司也不少，一旦引入竞争对产品价格公司盈利能力都有较大影响。

表 6 天喻信息财务预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	514	1,165	1,290	1,507	营业收入	528	759	1,006	1,204
现金	145	647	664	783	营业成本	340	479	628	741
应收账款	185	322	413	476	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	13	20	27	31	营业费用	57	87	116	132
预付账款	2	8	10	10	管理费用	64	98	126	144
存货	169	168	176	208	财务费用	7	(3)	(12)	(12)
其他	-	-	-	-	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	66	91	128	128	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	0	-	-	-
固定资产	43	70	98	89	营业利润	56	93	142	191
无形资产	10	19	28	37	营业外收入	5	4	5	6
其他	12	1	0	0	营业外支出	0	1	2	2
资产总计	580	1,256	1,418	1,635	利润总额	62	96	145	195
流动负债	347	295	398	473	所得税	10	13	20	27
短期借款	128	20	30	40	净利润	52	82	125	168
应付账款	120	171	226	264	少数股东损益	-	-	-	-
其他	99	104	142	168	归属于母公司净利润	52	82	125	168
非流动负债	5	1	1	1	EBITDA	73	103	153	208
长期借款	-	-	-	-	EPS（元）	0.87	1.04	1.57	2.11
其他	5	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	352	296	399	473	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	60	80	80	80	营业收入	46.9%	43.9%	32.4%	19.7%
资本公积	49	690	640	640	营业利润	70.7%	64.8%	53.3%	34.4%
留存收益	122	192	301	444	归属于母公司净利润	62.0%	58.3%	51.6%	34.4%
归属母公司股东权益合计	230	962	1,021	1,164	获利能力				
负债和股东权益	582	1,258	1,420	1,637	毛利率	35.5%	36.9%	37.6%	38.4%
现金流量表					净利率	9.9%	10.9%	12.4%	14.0%
单位:百万元					ROE	22.6%	8.6%	12.2%	14.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	15.2%	7.9%	10.6%	12.7%
经营活动现金流	58	(6)	122	152	偿债能力				
净利润	52	82	125	168	资产负债率	60.5%	23.5%	28.1%	28.9%
折旧摊销	10	13	22	29	净负债比率				
财务费用	7	(3)	(12)	(12)	流动比率	1.48	3.95	3.24	3.19
投资损失	(0)	-	-	-	速动比率	1.00	3.38	2.80	2.75
营运资金变动	(12)	(101)	(14)	(33)	营运能力				
其它	1	2	(0)	0	总资产周转率	1.09	0.83	0.75	0.79
投资活动现金流	(19)	(44)	(59)	(29)	应收账款周转率	3.03	2.99	2.74	2.71
资本支出	(19)	(49)	(59)	(29)	应付账款周转率	3.26	3.30	3.16	3.02
长期投资	-	(5)	-	-	每股指标（元）				
其他	0	9	-	-	每股收益	0.65	1.04	1.57	2.11
筹资活动现金流	16	552	(45)	(4)	每股经营现金流	0.72	-0.08	1.53	1.91
短期借款	63	(108)	10	10	每股净资产	2.89	12.08	12.82	14.61
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	20	-	-	P/E	-	-	-	-
资本公积增加	(0)	642	(50)	-	P/B	-	-	-	-
其他	(47)	(1)	(5)	(14)	EV/EBITDA	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
现金净增加额	52	501	18	119					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn