

光迅科技 (002281.SZ) 通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

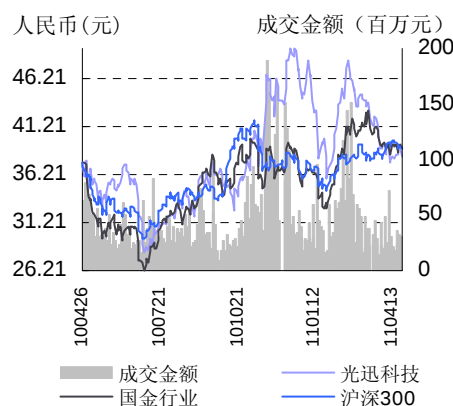
市价(人民币): 38.00 元

目标(人民币): 48.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	82.00
总市值(百万元)	6,080.00
年内股价最高最低(元)	49.27/27.99
沪深 300 指数	3299.94
中小板指数	7156.68



相关报告

1. 《业绩略低于预期,未来三年高速增长》, 2011.2.25
2. 《无源器件高速增长,国家扶持力度加大》, 2010.9.14

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

短期业绩低于预期,看好中长期发展

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.651	0.793	0.970	1.362	1.812
每股净资产(元)	5.92	6.46	7.18	8.29	9.85
每股经营性现金流(元)	0.41	0.43	0.65	0.63	0.96
市盈率(倍)	51.00	57.89	39.17	27.90	20.97
行业优化市盈率(倍)	48.43	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	37.07%	21.72%	22.39%	40.38%	33.04%
净资产收益率(%)	11.01%	12.27%	13.51%	16.43%	18.39%
总股本(百万股)	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年第一季度实现营业收入 2.02 亿元,同比减少 7.47%;实现净利润 2090 万元,同比减少 15.80%;摊薄每股收益 0.13 元,低于我们预期。业绩同比下降的主要原因是受主要客户调整积压库存水平及北非动乱影响公司,出口业务收入出现短期下滑。同时由于公司出口减少且出口退税延至下月办理,营业税金及附加同比大幅增加。

经营分析

- 由于市场整体毛利率较稳定,公司报告期内综合毛利率为 25.40%,与上年同期毛利率水平持平。期间费用率为 14.24%,同比上升 1.14 个百分点。管理费用因为新产品研发费用的增加而上升 0.64 个百分点。销售费用由于市场营销网络的建设和海外市场拓展而增加 0.51 个百分点,财务费用则由于公司募集资金的利息收入而仍旧为负并与去年同期水平持平。
- 随着移动互联网及宽带视频业务的飞速发展,光通信行业从 2010 年开始逐渐复苏。公司处于光通信产业链最上游,将首先受益于行业的复苏。同时公司产品用于海外市场的占比超过 50%,未来将充分享受全球行业盛宴。
- 国内光通信市场由于 3G 和 FTTH 推动未来三年将维持高速增长趋势。公司目前产品在传输网和接入网均有布局:用于接入网的 PLC 分路器、光连接器等未来三年 40%以上的收入复合增长率;波分复用和光纤放大器等传输网相关产品为公司重点投入方向,未来三年保守估计 30%的复合增长率。
- 智能电网预计十二五期间投资额高达 2.55 万亿元,电力光纤到户和智能电网的实时监测保护控制对光通信设备市场需求巨大,成为光通信新的增量市场。公司凭借光纤线路保护子系统类产品市场占有率第一的优势,有望在智能电网的巨大市场中分得一块蛋糕。

业绩预测及投资建议

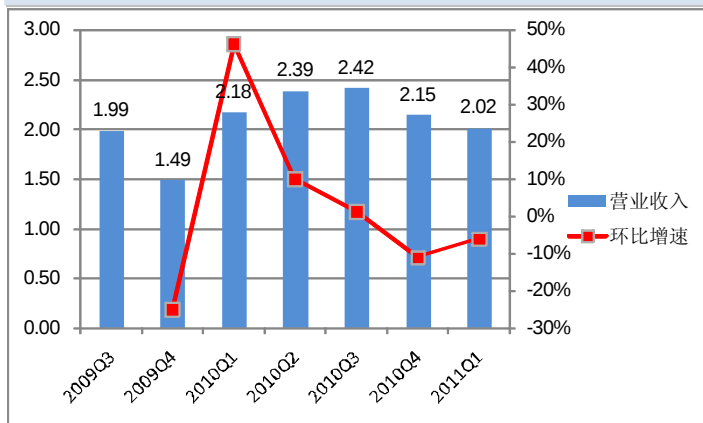
- **维持买入评级:** 考虑到日本地震对全球光器件行业需求形成短期冲击,加上公司上下为准备年中搬迁事务对运营的影响,预计公司二季度业绩仍难以出现较大增长,因此我们对公司今年业绩略作下调,并由于基数降低而调低未来几年业绩。公司股权激励方案近期有望通过,未来三年业绩快速稳定增长确定性极强,并于 2012 年出现大幅跃升拐点。预计公司 11-13 年实现营业收入 11.06 亿, 15.84 亿和 16.78 亿元,分别增长 20.99%, 43.18%和 34.23%;实现 EPS 为 0.970 元, 1.362 元和 1.812 元,分别增长 22.39%, 40.38%和 33.04%。基于 2012 年 35XPE 的估值水平,公司对应目标价为 47.67 元。我们看好公司中长期发展趋势,并维持对公司的买入评级。

2011 年 Q1 业绩简评

短期业绩低于预期

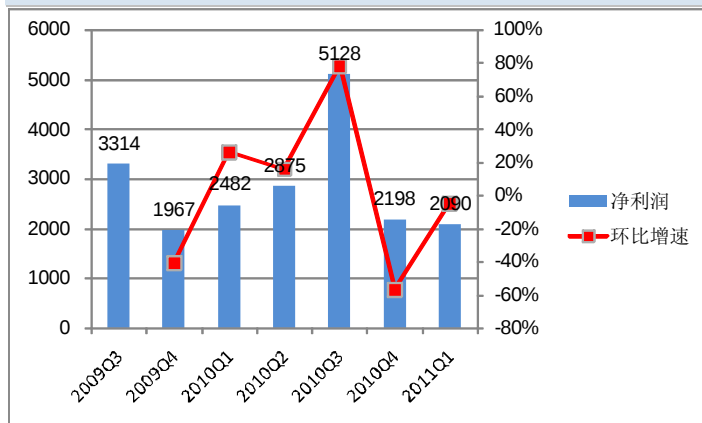
- 公司 2010 年第一季度实现营业收入 2.02 亿元，同比减少 7.47%；实现净利润 2090 万元，同比减少 15.80%；摊薄每股收益 0.13 元，低于预期。业绩同比下降的主要原因是受主要客户调整积压库存水平及北非动乱影响，公司出口业务收入出现短期下滑超过 30%，但国内业务收入仍保持稳定增长。同时由于公司出口减少且出口退税延至下月办理，营业税金及附加同比大幅增加 378.31%至 232 万元。

图表1：2009Q3-2011Q1 营业收入趋势（亿元）



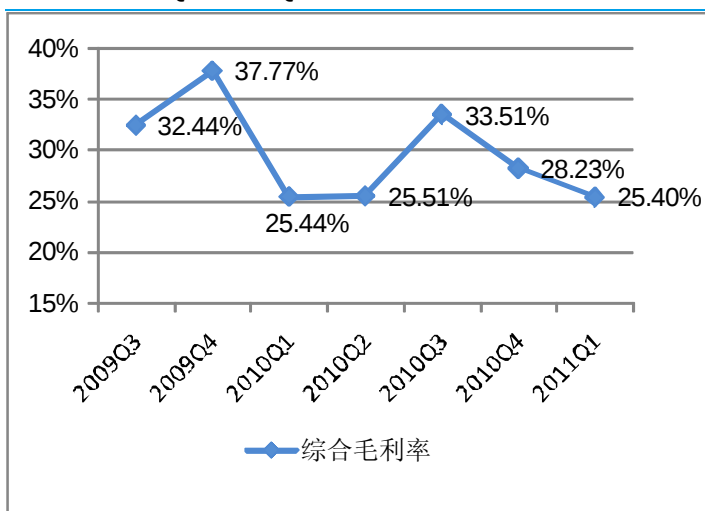
来源：公司报告，国金证券研究所

图表2：2009Q3-2011Q1 净利润趋势（万元）



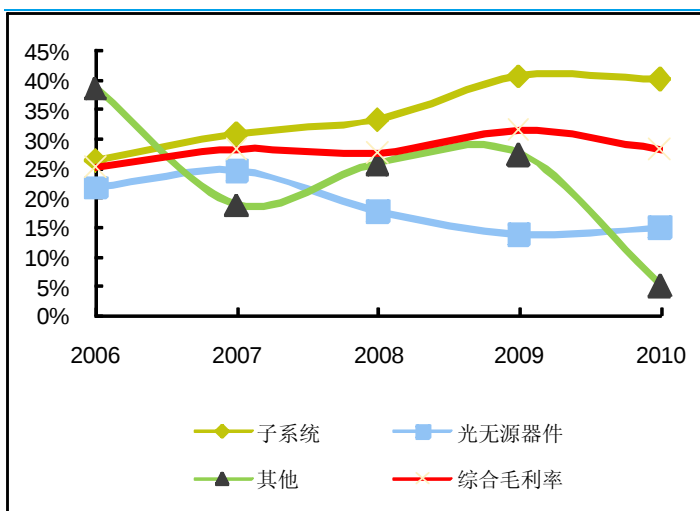
- **毛利率分析：**公司报告期内综合毛利率为 25.40%，与上年同期 25.44% 的毛利率水平持平，主要缘于市场整体毛利率波动较小。公司目前子系统类有源产品毛利率较高为 40.14%，无源器件毛利率相对较低为 14.87%。作为 OLP 类产品市场占有率第一的厂商，未来凭借智能化、集成化、小型化方面的产品优势，光纤放大器和 OLP 等子系统毛利率将稳中有升；而波分复用器和光连接器等无源器件由于高意科技、昂纳信息等竞争者的冲击，短期内仍将略有下降。介于公司目前无源产品占比不足 40% 且低端产品仍将实现外包，而未来发展重点为中高端光电子器件，特别是高利润率的智能子系统产品和无源器件中技术壁垒较高的基于 PLC 技术的 AWG 器件，公司未来三年综合毛利率有望保持稳定并略有回升。

图表3：2009Q3-2011Q1 综合毛利率趋势



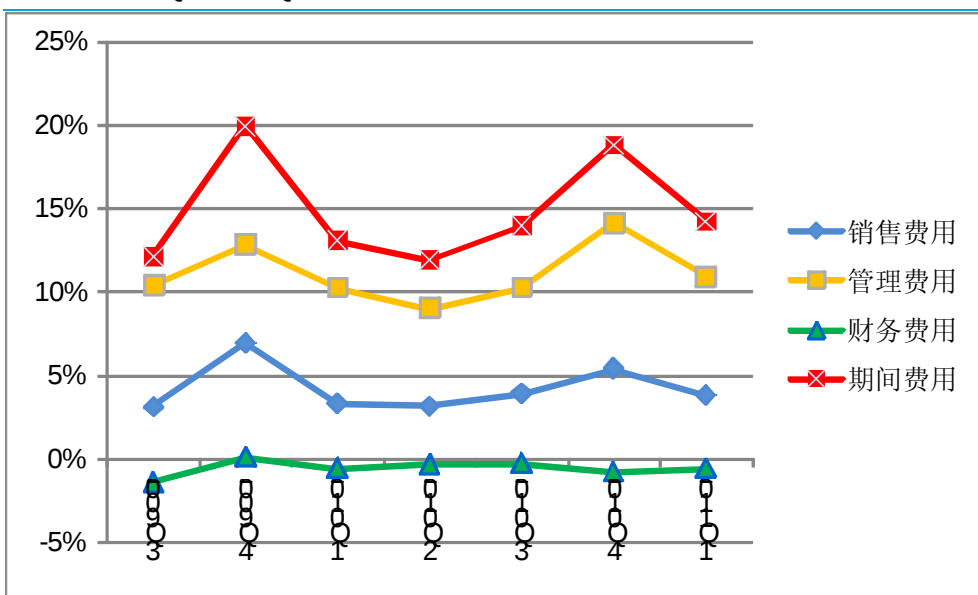
来源：公司报告，国金证券研究所

图表4：2006-2010 公司各业务毛利率



- **期间费用率分析：**2011 年 Q1 公司期间费用率为 14.24%，同比上升 1.14 个百分点。其中管理费用因为新产品研发费用的增加而上升 0.64 个百分点。销售费用由于市场营销网络的建设和海外市场拓展而增加 0.51 个百分点，财务费用则由于公司募集资金的利息收入而仍旧为负并与去年同期水平持平。考虑到光电子器件行业知识与技术密集型的特点，以及公司股权激励行权条件中新产品销售收入占主营业务收入不低于 20% 的要求，预计公司未来 3 年管理费用中研发成本仍将维持较高水平。

图表5：2009Q2-2011Q1 三项费用率趋势

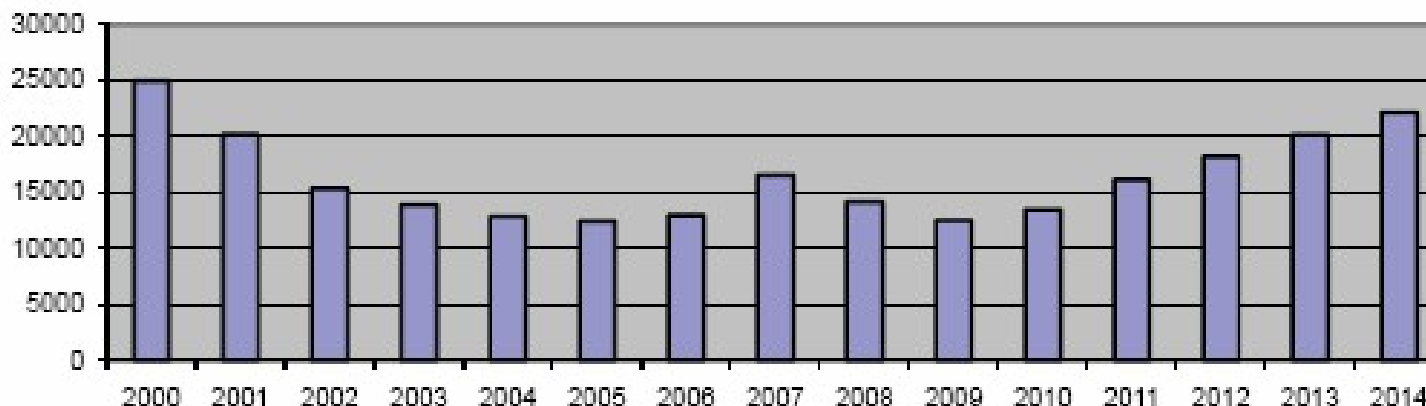


来源：公司报告，国金证券研究所

- 随着移动互联网及宽带视频业务的飞速发展，全球互联网流量出现井喷，2010 年流量增长了 62%。对带宽的爆发式需求促使全球电信运营商均加大了光网络建设和升级的投资力度，光通信行业从 2010 年开始逐渐复苏。根据全球电子制造领域权威市场研究公司 iSuppli 的预测，2010 年全球光通信设备的收入将达到 135 亿美元，并与 2014 年增至 221 亿美元（接近 2000 年 249.5 亿的峰值水平），四年复合增长率 13%。公司作为光电子器件厂商，处于光通信产业链的最上游，将首先受益于光通信行业的复苏。同时，公司 10 大客户中有 6 个为海外客户，产品用于海外市场

的占比超过 50%，并成立美国和欧洲分公司，海外市场的拓展已成为公司的核心发展方向，未来将充分享受全球行业盛宴。

图表6：全球光通信设备营业收入（百万美元）



来源：iSuppli，国金证券研究所

- 在 3G 和 FTTH 建设的推动下，中国光通信行业也进入了高速发展期。今年初中国电信宣告“宽带中国光网城市”工程正式启动，计划将接入带宽在 3~5 年内提升 10 倍以上。FTTH 的建设大潮将直接拉动电信运营商在光纤接入网的投资规模，预计将从 2010 年的 350 亿增至 2012 年的 630 亿元，复合增速 30%。而接入网的带宽拓宽后会带动上游城域网和骨干网带宽带来更大的需求，预计电信运营商在传输网的投资规模将从 2009 年的 268 亿元提升至 469 亿元，复合增速 20%。产业链目前产品在传输网和接入网均有布局：用于接入网的 PLC 分路器、光连接器等在光纤到户大规模建设推动下预计未来三年将保持 40% 以上的收入复合增长率；波分复用和光纤放大器等传输网相关产品为公司重点投入方向，未来三年保守估计 30% 的复合增长率。
- 根据国家电网计划，2011 年是智能电网全面建设的开局之年，预计十二五期间投资额高达 2.55 万亿元。光通信是实现智能电网的基础，除计划推广建设的 6.2 万户电力光纤到户外，智能电网的实时监测保护控制也对光通信设备市场需求巨大。公司凭借光纤线路保护子系统类产品市场占有率第一的优势，有望在智能电网的巨大市场中分得一块蛋糕。
- 除电信运营商和电力系统的光通信网络外，铁路、军队、公安等专网近年来也纷纷扩大光网络建设规模，增加投资力度。这些专网所需的子系统产品因规模较小，是被中兴华为等大系统设备商所忽视的利基市场。公司的子系统产品在这些专网领域市场份额占先，市场竞争压力较小。
- 公司的核心竞争力在于公司跟设备商客户的关系和对运营商的了解，通过对客户网络设计的了解从而相应提高软件的功能和 IC 的集成度。与海外竞争对手 JDSU，Finisar 等相比，公司在研发和制造成本方面具有较大优势，服务也做得更好，同时享有中国政府的大额财政补贴和税收优惠制度。而与国内对手相比，公司则在技术工艺、生产规模和品牌方面处于领先地位。虽然公司国内主要竞争对手昂纳信息在海外发展较快且在某几个产品上更加聚焦，但在光器件市场份额将进一步集中和全球通信设备商加速洗牌产业“中”移的趋势下，公司作为行业龙头凭借齐全的产品线和成熟的集成能力将更具有优势。

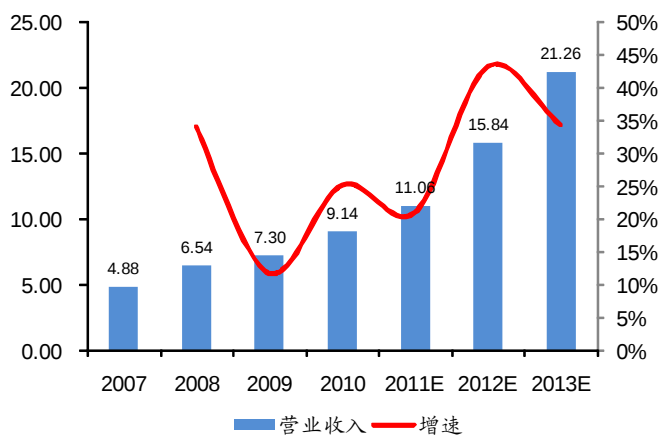
业绩预测及投资建议

- **业绩预测及投资建议：维持买入评级。**考虑到日本地震对全球光器件行业需求形成短期冲击，加上公司上下为准备年中搬迁事务对运营的影响，预计公司二季度业绩仍难以出现较大增长，因此我们对公司今年业绩略作下调，并由于基数降低而调低未来几年业绩。但公司股权激励方案已经获得国资委的批复，有望于近期通过证监会的核准。基于其每年 20% 以上净利润增长率等行权条件的保障以及 2012 年募投项目完成后产能释放的贡

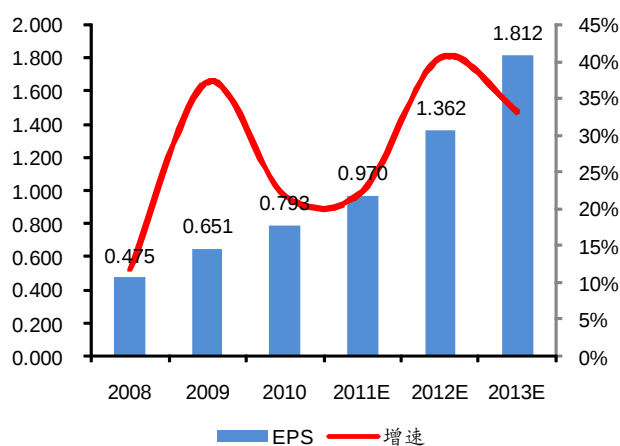
献，公司未来三年业绩快速稳定增长确定性极强，并于 2012 年出现跃升拐点。预计公司 11-13 年实现营业收入 11.06 亿，15.84 亿和 16.78 亿元，分别增长 20.99%，43.18%和 34.23%；实现 EPS 为 0.970 元,1.362 元和 1.812 元，分别增长 22.39%，40.38%和 33.04%。基于 2012 年 35XPE 的估值水平，公司对应目标价为 47.67 元。

- 公司做为国内光器件市场龙头，未来 3 年将直接受益于全球光通信行业的复苏及国内光纤到户建设大潮推动下光通信领域的超预期投资，我们看好公司中长期发展趋势，并维持对公司的买入评级。

图表7：公司收入走势预测（亿元）



图表8：公司 EPS 走势预测（元）



来源：公司报告，国金证券研究所

图表9：公司各项业务收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
光纤放大器						
销售收入（百万元）	282.69	316.62	332.31	365.54	475.20	594.00
增长率（YOY）	37.03%	12.00%	4.96%	10.00%	30.00%	25.00%
毛利率	32.13%	38.50%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利（百万元）	90.83	121.90	132.92	146.22	190.08	237.60
增长率（YOY）	71.39%	34.20%	9.05%	10.00%	30.00%	25.00%
占总销售额比重	43.24%	43.35%	36.35%	33.04%	30.00%	27.94%
占主营业务利润比重	50.31%	52.86%	49.12%	45.62%	42.74%	39.48%
光转发器						
销售收入（百万元）	38.57	32.78	29.50	28.91	30.36	31.88
增长率（YOY）	155.46%	-15.00%	-10.00%	-2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.21%	42.50%	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%
毛利（百万元）	13.97	13.93	12.98	12.72	13.36	14.03
增长率（YOY）	#DIV/0!	-0.23%	-6.82%	-2.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	5.90%	4.49%	3.23%	2.61%	1.92%	1.50%
占主营业务利润比重	7.74%	6.04%	4.80%	3.97%	3.00%	2.33%
光纤线路保护子系统						
销售收入（百万元）	60.25	99.41	129.24	155.09	217.12	282.26
增长率（YOY）	313.83%	65.00%	30.00%	20.00%	40.00%	30.00%
毛利率	36.21%	42.50%	44.80%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利（百万元）	21.82	42.25	57.90	69.79	97.71	127.02
增长率（YOY）	#DIV/0!	93.66%	37.04%	20.54%	40.00%	30.00%
占总销售额比重	9.22%	13.61%	14.14%	14.02%	13.71%	13.27%
占主营业务利润比重	12.09%	18.32%	21.40%	21.77%	21.97%	21.11%
其他子系统						
销售收入（百万元）	19.03	16.18	14.56	14.27	14.98	15.73
增长率（YOY）	336.03%	-15.00%	-10.00%	-2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.21%	42.50%	44.30%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利（百万元）	6.89	6.87	6.45	6.42	6.74	7.08
增长率（YOY）	#DIV/0!	-0.24%	-6.19%	-0.45%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	2.91%	2.21%	1.59%	1.29%	0.95%	0.74%
占主营业务利润比重	3.82%	2.98%	2.38%	2.00%	1.52%	1.18%
波分复用器						
销售收入（百万元）	71.21	96.29	149.25	194.02	291.03	407.44
增长率（YOY）	1.87%	35.22%	55.00%	30.00%	50.00%	40.00%
毛利率	18.21%	16.00%	14.00%	14.00%	13.86%	13.72%
毛利（百万元）	12.97	15.41	20.89	27.16	40.34	55.91
增长率（YOY）	-22.93%	18.81%	35.63%	30.00%	48.50%	38.60%
占总销售额比重	10.89%	13.18%	16.32%	17.54%	18.37%	19.16%
占主营业务利润比重	7.18%	6.68%	7.72%	8.47%	9.07%	9.29%
光连接器						
销售收入（百万元）	26.36	21.09	31.63	41.12	57.57	63.33
增长率（YOY）	56.58%	-20.00%	50.00%	30.00%	40.00%	10.00%
毛利率	17.44%	15.00%	12.50%	12.38%	12.25%	12.13%
毛利（百万元）	4.60	3.16	3.95	5.09	7.05	7.68
增长率（YOY）	#DIV/0!	-31.19%	25.00%	28.70%	38.60%	8.90%
占总销售额比重	4.03%	2.89%	3.46%	3.72%	3.63%	2.98%
占主营业务利润比重	2.55%	1.37%	1.46%	1.59%	1.59%	1.28%
光集成器件						
销售收入（百万元）	31.17	26.50	42.40	55.12	77.16	100.31
增长率（YOY）	198.20%	-15.00%	60.00%	30.00%	40.00%	30.00%
毛利率	17.44%	15.00%	12.50%	12.38%	12.25%	12.13%
毛利（百万元）	5.44	3.97	5.30	6.82	9.45	12.17
增长率（YOY）	#DIV/0!	-26.89%	33.33%	28.70%	38.60%	28.70%
占总销售额比重	4.77%	3.63%	4.64%	4.98%	4.87%	4.72%
占主营业务利润比重	3.01%	1.72%	1.96%	2.13%	2.13%	2.02%
其他无源器件						
销售收入（百万元）	97.15	82.58	129.02	167.73	251.60	327.08
增长率（YOY）	76.64%	-15.00%	56.24%	30.00%	50.00%	30.00%
毛利率	17.44%	15.00%	12.50%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	16.94	12.39	16.13	25.16	37.74	49.06
增长率（YOY）	#DIV/0!	-26.89%	30.20%	56.00%	50.00%	30.00%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	654	730	914	1,106	1,584	2,126
增长率		11.7%	25.2%	21.0%	43.2%	34.2%
主营业务成本	-473	-500	-656	-786	-1,139	-1,524
% 销售收入	72.4%	68.4%	71.7%	71.0%	71.9%	71.7%
毛利	181	231	258	321	445	602
% 销售收入	27.6%	31.6%	28.3%	29.0%	28.1%	28.3%
营业税金及附加	-2	-3	-1	-3	-4	-5
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-26	-28	-36	-45	-62	-82
% 销售收入	3.9%	3.8%	4.0%	4.1%	3.9%	3.9%
管理费用	-62	-74	-99	-124	-170	-226
% 销售收入	9.5%	10.2%	10.9%	11.2%	10.7%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	90	125	122	149	209	288
% 销售收入	13.8%	17.2%	13.3%	13.5%	13.2%	13.6%
财务费用	-3	-1	4	9	10	11
% 销售收入	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-6	-7	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	117	123	157	218	299
营业利润率	12.4%	16.1%	13.4%	14.2%	13.8%	14.1%
营业外收支	4	4	22	20	30	31
税前利润	86	121	145	177	248	330
利润率	13.1%	16.5%	15.8%	16.0%	15.7%	15.5%
所得税	-10	-17	-18	-22	-31	-40
所得税率	11.2%	13.8%	12.4%	12.5%	12.3%	12.2%
净利润	76	104	127	155	218	290
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	76	104	127	155	218	290
净利率	11.6%	14.3%	13.9%	14.0%	13.8%	13.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	76	104	127	155	218	290
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	23	18	26	33	35
非经营收益	4	1	2	-18	-30	-31
营运资金变动	-56	-62	-78	-59	-120	-140
经营活动现金净流	50	66	69	104	102	154
资本开支	-24	-38	-151	-120	-20	1
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-38	-151	-120	-20	1
股权募资	0	619	0	0	0	0
债权募资	-20	-30	0	-41	0	1
其他	-34	-43	-43	-1	-40	-40
筹资活动现金净流	-54	546	-43	-42	-40	-39
现金净流量	-29	574	-124	-58	42	116

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	56	630	506	448	490	605
应收款项	216	290	288	424	587	767
存货	172	247	394	323	453	585
其他流动资产	15	32	18	39	57	76
流动资产	458	1,199	1,206	1,235	1,587	2,033
% 总资产	83.6%	92.3%	83.1%	77.5%	80.9%	84.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	63	72	204	309	318	304
% 总资产	11.6%	5.5%	14.1%	19.4%	16.2%	12.7%
无形资产	25	25	36	45	54	62
非流动资产	90	101	244	358	375	370
% 总资产	16.4%	7.7%	16.9%	22.5%	19.1%	15.4%
资产总计	548	1,299	1,450	1,593	1,961	2,403
短期借款	70	47	39	0	0	0
应付款项	169	250	320	337	511	684
其他流动负债	28	23	55	106	122	141
流动负债	268	320	414	443	634	825
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	21	33	3	1	1	1
负债	288	353	417	444	635	827
普通股股东权益	260	947	1,033	1,149	1,327	1,576
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	548	1,299	1,450	1,593	1,961	2,403

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.633	0.651	0.793	0.970	1.362	1.812
每股净资产	2.169	5.916	6.459	7.179	8.291	9.853
每股经营现金净流	0.415	0.414	0.434	0.651	0.634	0.963
每股股利	0.000	0.250	0.000	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	29.20%	11.01%	12.27%	13.51%	16.43%	18.39%
总资产收益率	13.86%	8.02%	8.74%	9.75%	11.11%	12.06%
投入资本收益率	24.29%	10.88%	9.93%	11.34%	13.80%	16.04%
增长率						
主营业务收入增长率	34.07%	11.72%	25.17%	20.99%	43.18%	34.23%
EBIT增长率	47.55%	38.67%	-3.09%	22.50%	40.20%	38.05%
净利润增长率	11.79%	37.07%	21.72%	22.39%	40.38%	33.04%
总资产增长率	28.98%	136.94%	11.63%	9.81%	23.14%	22.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.7	62.1	50.8	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	118.0	152.8	178.4	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	48.4	74.1	79.3	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	34.2	30.2	38.9	50.4	32.4	21.9
偿债能力						
净负债/股东权益	5.66%	-61.58%	-45.24%	-39.01%	-36.90%	-38.32%
EBIT利息保障倍数	34.1	173.0	-29.7	-17.3	-21.5	-25.5
资产负债率	52.53%	27.14%	28.75%	27.88%	32.36%	34.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	5	6	11
买入	0	1	6	7	13
持有	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.69	1.67	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-23	买入	35.69	N/A
2 2010-04-20	买入	36.73	N/A
3 2010-09-14	买入	37.34	41.55 ~ 47.48
4 2011-02-25	买入	46.07	58.50 ~ 58.50

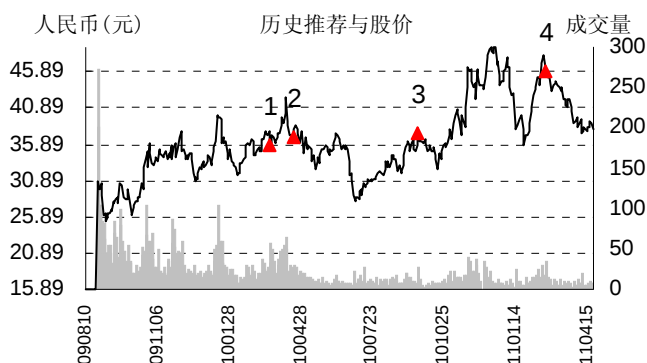
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室