

华星创业(300025.sz)

产业链布局完善，客户全面延伸完成，享受行业高增长

开晨 分析师

电话: 020-87555888-391

eMail: qc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020016

2011年运营商侧重补网及网络优化，网优行业发展前景广阔

2011年无线网优投资支出将明显放大，软网优行业需求空间也将明显增加。随着08年以来通信行业2G、3G网络的持续规模建设，无线网络设备存量的不断增加，将带来其后期优化（日常检测服务、运维服务）市场的不断增加；另外2011年运营商无线支出的重心来自于网络优化及补充网络，随之而来的现有网络全面的检测、评估等软网优服务需求将明显放大。

公司成长分析

- 1) 系统产品：公司在测试产品及平台投入逐步加大，在后期新网建设中，可能获得较高的系统产品市场份额，后期有望获得更大的成长空间。
- 2) 网优服务一方面受益于行业市场规模放大，另外合并明讯网络后将业务拓展到电信、联通及主设备商，相关收入有望实现乘性增长
- 3) 并购上海鑫众，快速进入室内覆盖网优工程及服务维护业务，公司可以利用自己网点将工程业务拓展到全国，另一方面公司将抓住WLAN建设高峰热潮，获取相关订单收入。

盈利预测及估值

预计2011-2013年公司收入分别为5.12亿元、6.66亿元、8.21亿元。归属母公司净利润分别为6841万元、9287万元、11947万元，净利润增长率分别为72%、36%、29%。EPS分别为0.57、0.77元、1.0元。我们给予公司2011年35倍PE，12个月目标价格为19.95元，给予买入评级。

风险提示

竞争加剧风险；WLAN市场开拓低于预期；控股公司整合风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	155.62	241.36	512.33	666.03	821.17
增长率(%)	32.94%	55.10%	112.27%	30.00%	23.29%
EBITDA(百万元)	35.27	56.45	87.67	114.79	147.02
净利润(百万元)	26.37	39.70	68.41	92.87	119.47
增长率(%)	51.22%	50.53%	72.33%	35.75%	28.64%
每股收益(元)	0.659	0.496	0.57	0.77	1.00
市盈率	69.88	67.07	28.07	20.67	16.07
市净率	7.16	9.21	4.83	3.92	3.15
EV/EBITDA	47.14	44.98	19.85	13.90	10.53

数据来源: 杭州华星创业通信技术股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	16.54
目标价格(元)	19.95
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-15.59%	-12.76%	-7.06%
沪深300	-1.88%	4.35%	4.69%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	120.00/56.64
主要股东:	程小彦
主要股东持股比例	14.80%

财务比率

ROE	13.74%
ROA	13.98%
资产负债率	21.93%
每股净资产(元)	3.61
2010年报数据	

投资亮点

2011年运营商侧重补网及网络优化，网优行业发展前景广阔

2011年无线网优投资支出将明显放大，软网优行业需求空间也将明显增加。随着2008年以来，通信行业2G、3G网络的持续规模建设，无线网络设备存量的不断增加，将带来其后期优化（日常检测服务、运维服务）市场的不断增加；另外2011年运营商无线支出的重心来自于网络优化及补充网络，随之而来的现有网络全面的检测、评估，并根据现有网络进行网络优化方案的提出及实施需求必将同比出现迅速增加，软网优服务需求将明显放大。2012年后随着建网的不断进行及运营商对网络质量和体验性要求的不断提升，该行业需求依然繁荣。

公司成长分析

1) 系统产品：公司在测试产品及平台的投入将逐步加大，并且公司已经在积极布局WLAN、LTE等相关通信制式测试产品、平台的研究和开发，公司可能在后期新网建设中，获得较高的系统产品市场份额，后期有望获得更大的成长空间。

2) 网优服务一方面受益于行业市场规模放大，另外合并明讯网络将业务拓展到电信、联通及主设备商，上述两方面契合下，相关收入有望实现乘性增长

3) 收购上海鑫众，可以快速进入室内覆盖网优工程及服务维护业务，从而完善了自己服务的产业链，实现双方优势的互补，公司可以利用自己网点将工程业务拓展到全国，另一方面公司将抓住WLAN建设高峰热潮，获取相关订单收入。

盈利预测及估值

综合考虑公司明讯、鑫众报表并入，我们预计2011-2013年公司收入分别为5.12亿元、6.66亿元、8.21亿元，增长率分别为112%、30%、23%，归属母公司净利润分别为6841万元、9287万元、11947万元，净利润增长率分别为72%、36%、29%，对应EPS分别为0.57、0.77元、1.0元。考虑到公司较快成长速度，我们给予公司2011年35倍PE，12个月目标价格为19.95元，给予买入评级。

控股子公司明讯网络并入报表，带来业务快速增长

收入增长超过50%

公司2010年收入规模为2.41亿元，同比增长55%；营业利润4686万元，同比增长68%；归属母公司净利润3970万元，同比增长50.5%。EPS为0.5元。

从母公司经营情况来看，母公司收入规模为1.96亿元，同比增长29%，营业利润3302万元，同比增长18.5%，净利润为3263万元，同比增长22.8%。

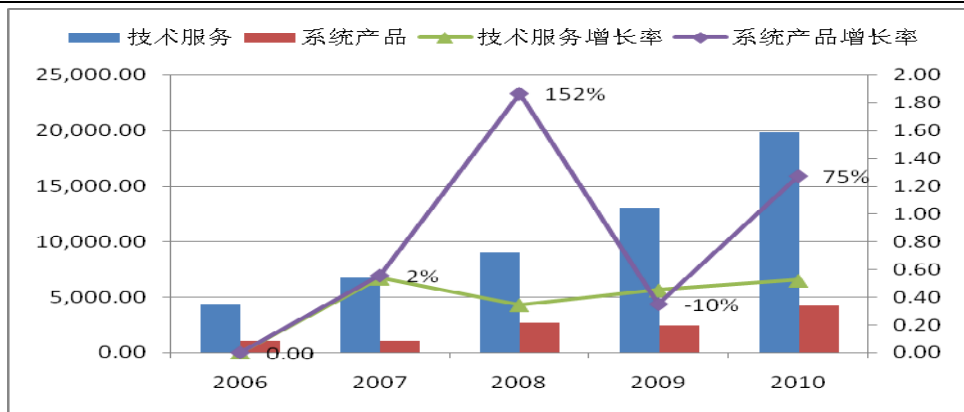
明讯网络从5月份进行报表合并，并表期收入为4281万元，净利润1256万元。

服务收入增长50%，系统产品收入增长75%

公司主要收入来源为网优服务和相关测试设备，其中2010年技术服务收入为1.98

亿元，同比增长52%，测试系统产品收入规模为4200万元，同比增长75%。公司测试系统产品的不断完善和创新，以及积极市场开拓，带来其收入的快速增长；技术服务收入由于子公司明讯的合并及公司扩大了高端服务业务量，收入也实现了快速增长。

图1：公司主要业务收入（万元）及增长率

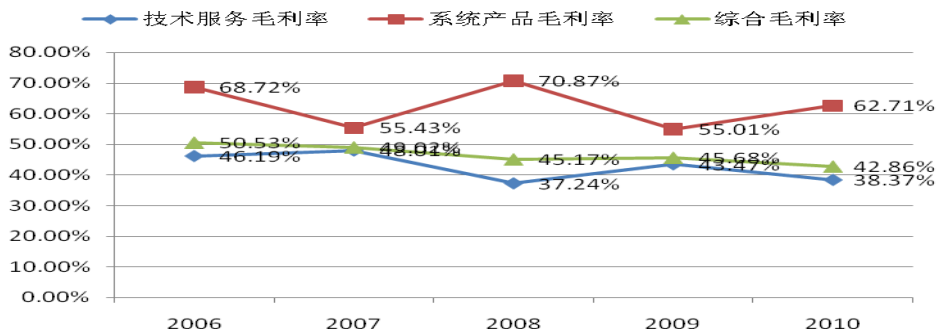


数据来源：广发证券发展研究中心、公司定期报告

毛利率下降2.8%，净利率上升1.5%

公司2010年综合毛利率为42.86%，较09年45.68%下降2.8%，毛利率下降主要因为其技术服务毛利率出现明显下滑，该业务毛利率由2009年43.47%降至38.37%，下降超过5%；尽管系统产品毛利率同比上升7.7%，达到62.71%，但由于其在收入构成中占比较小，对毛利率正向作用有限。

图2：公司毛利率变化分析



数据来源：广发证券发展研究中心、公司定期报告

从1季度收入来看，收入规模6804万元，同比增长122%，营业利润989万元，同比增长46%，净利润增长877万元，同比增长2%。我们觉得公司1季度增长符合我们预期，收入由于合并明讯、鑫众及自身业务拓展增长迅速所致，人员扩充、市场开拓投入加大、研发费用增加、政府补助同期减少致使归属母公司净利润略有增长，从全年来看这种效应不可能持续，后期利润率将明显上升。

2011年运营商侧重补网及网络优化，网优行业发展前景广阔

伴随国内移动用户数量的不断增长，数据业务接受程度越来越高，对现有网络质量带来较高的挑战，国内网优行业发展前景广阔。对于三家运营商而言，中国移动2010年受用户数据应用需求迅速膨胀影响（2010年数据流量业务量增长超过112.3%，达到1031亿MB），移动网络容量和网络饱和程度已超出正常承受能力，2011年2G网络扩容及建设支出明显增加，从其年度资本支出金额可以看出，2011年2G网络投资达到701.72亿元，较2010年547亿元同比增长28.3%。根据我们的判断，由于中国移动2G网络运营及不断完善已超过10年，网络覆盖已经比较完善，所以2011年2G网络建设支出将主要用于各现已覆盖区域的扩容和优化，提升网络容量和覆盖质量，2011年对现有无线网络的全面评估、建设规划及网优投资必将占比明显提升，中国移动投资规模增速将明显快于无线支出增速，保守估计增长率将超过30%。

中国联通：总体来看，中国联通2010年3G用户数量出现快速增长，已经初具规模，手握最好的3G网络制式及最丰富的终端数量，联通2011年战略意图非常明显，大力发展3G用户，2011年新增用户目标为3000万。从其无线投资支出也有力佐证了这一点，2011年3G投资规模达到194.7亿元，同比增长24.33%；2G投资仅为34.1亿元，同比下降54.5%。我们将分别分析2G、3G投资：公司2G网络的发展战略为完善2G网络覆盖，截止2010年底，中国联通共有2G基站数量32.9万个，载频161.4万个，已经基本覆盖所有乡镇及主要行政村，我们认为其基础网络建设已经基本完善，后期将进行重点区域覆盖和进一步的网优，由于联通重点发现3G用户并将数据业务引导到3G业务上来，2G网络压力将比较小，其支出的主要用途将用于网络优化。

3G：中国联通2011年3G资本支出同比增长24.3%，而截至到2010年底，其无线网络容量使用率不超过20%，所以3G资本支出将主要用于完善3G网络各地市的网络覆盖（热点地区补网、室内覆盖）以及网络优化，这将带来网络测试和服务需求的明显增加。

中国电信：2011年3月22日中国电信业绩发布会上，王晓初董事长指出：2011年中国电信母公司移动资本性支出为230亿元，主要用于网络优化。尽管从总量来看，移动资本支出有一定下降，但网优投入仍将有明显增长。

无线网优分为硬、软网优两种，其中通过添加硬件，进行网优涵盖网络补充比如建设直放站、RRU、载频板及室分设备；软网优涵盖了无线网络巡检、路测、性能分析及优化方案并进行相关运维服务和工程优化服务等。

图1： 传统无线网优构成

	方式	内容	运营商对口部门	执行方
传统 无线 网优	软方式	对其无线网络进行日常巡检、路测	无线网络优化中心	华星创业、世纪鼎利等
		分区域承包所有站点，在合同期限内对所承包站点进行检测维修	运维部、工程建设部门	京信通信、三维通信等

	硬方式	通过新建设基站、直放站等投资方式对无线网络进行优化	网络发展部、工程建设部、采购部	三维通信、三元达等
--	-----	---------------------------	-----------------	-----------

数据来源：广发证券发展研究中心

从上面分析明显看出，2011年无线网优投资支出将明显放大，上述软网优行业需求空间也将明显增加。由于软网优市场规模主要于网络存量及建网所处阶段有关。

1) 随着2008年以来，通信2G、3G网络的持续规模建设，无线网络设备存量的不断增加，将带来其后期优化（日常检测服务、运维服务）市场的不断增加。

2) 由于2011年运营商无线支出的重心来自于网络优化及补充网络，随之而来的现有网络全面的检测、评估，并根据现有网络进行网络优化方案的提出及实施需求必将同比出现迅速增加，软网优服务需求将明显放大。

综合来看，公司所处的软网优行业2011年需求空间明显增加，2012年后随着建网的不断进行及运营商对网络质量和体验性要求的不断提升，该行业需求依然繁荣。

公司成长分析

1、系统产品

公司2010年系统产品增长非常迅速，我们认为随着公司整个业务规模的逐步做大，公司有实力在其测试产品及平台的投入将逐步加大，并且公司已经在积极布局WLAN、LTE等相关通信制式测试产品、平台的研究和开发，力争在后期新网建设中，获得较高的系统产品市场份额，后期有望获得更高的成长空间。

2、网优服务增长分析：

1) 母公司方面：从过去成长来看，公司2010年前主要收入来自中国移动，凭借良好的产品和服务，公司和中国移动各省市合作关系非常良好。已经为中国移动及其设计院、近30个省公司进行了服务。其中网络普查、网络评估及第三方网络优化服务在中国移动的市场份额中分别占40%、20%和10%左右。我们认为公司技术演进和服务的迅速跟进，未来这种合作关系仍将能保持，公司将直接受益于中国移动2G、3G两网网络优化市场的放大。

2) 合并明讯网络，优化服务顺利拓展到电信、联通及主设备商

公司2010年并购明讯网络，持有其60%股份，通过明讯2010年业绩情况来看，公司扩充公司技术服务团队及下游客户拓展的战略非常成功（明讯网络主要客户为主设备商、电信及联通），对上市公司客户机构有很好的互补性。

除了电信运营商，从2009年开始公司先后与华为、中兴签署了为其进行无线网络优化的合作协议，公司业务范围从运营商顺利拓展到主设备商。受益于明讯网络及母公司业务拓展，公司2010年华为、中兴收入分别达到2808万元（2009年仅为1092万元）、903万元，收入占比分别达到11.6%，3%。由于在网络测评中，首先主设备商要对网络进行自己测评，合格后交由运营商或者第三方测评验收，如果公司能进入主设备合作体系，一方面说明公司测评收到主设备商的信任，另一方面验证了测评向第三方转移的趋

势将逐步开始，我们预计公司和主设备合作后期将更加密切，收入有望持续高增长。

明讯2010年完全实现了业绩承诺，我们认为通信服务外包将成为趋势，而明讯规模有较小，2011-2012年的业绩增长承诺完全可以实现。按照能够实现承诺计算，合并报表后，明讯2011-2012年可以给公司贡献净利润1121.4万元、1450.2万元，增厚公司EPS 0.09、0.12元。

表 2：明讯未来净利润及对上市公司利润贡献

年份	2010	2011	2012
净利润（万元）	1256	1869	2417
净利润增长率		30.70%	29.32%
对上市公司利润贡献（万元）	754	1121.4	1450.2
股本数量（万股）	12000	12000	12000
增厚 EPS（元）	0.06	0.093	0.121

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

3）收购鑫众进入工程领域，WLAN或成增长契机

公司2010年12月29日斥资5814万元，收购上海鑫众60%股份，由于鑫众具有乙级施工资质，公司可以快速进入室内覆盖网优工程及服务维护业务，从而完善了自己服务的产业链，实现双方优势的互补。鑫众2009、2010年1-9月份收入分别为7665、7629万元，业务规模不是很大，根据我们判断鑫众可能是一个区域性公司，华星创业可以借助自己的网点和资源实现其业务范围的拓展，特别是新的业务工程，我们认为WLAN或成增长契机，首先WLAN建设是2011年建设的全新业务，各地工程商和设备商圈地尚未开始，另一方面WLAN在2011年将是规模放量的一年，有利于公司快速拓展工程业务，此外公司正积极研发WLAN相关测试设备和方案，其在评估和测试的优势，可以帮助其在建网初期更能深刻理解建网的需求，其工程更能适合客户的需求，结合上述3个方面我们认为鑫众带来的工程业务将有所突破。上市公司对WLAN业务也非常重视，成立专门事业部协调WLAN工程、测试及服务的配套业务，并外聘在无线领域浸润多年的田建忠先生作为WLAN业务总监。

从WLAN国内建设来看，2011年将是建设爆发元年，我们看好该行业未来几年需求前景。下面我们进行具体分析：

中国移动：TD网络天生缺陷带来其网络数据能力处于劣势，而WLAN是唯一出路。中国移动2011年成立专项资金投资WLAN网络。2010年中国移动WLAN热点到达数为5.65万个(对应9万个AP)，而未来3年将建设100万个AP，投资规模明显提升。

中国联通方面，因为用3G网络处理暴增的数据流量不尽现实，相比3G基站，WLAN每用户成本更加低廉，投入产出比更高。同时中国联通启动的WLAN启动较另外两家运营商晚，所以2011年建设规模增加比例更加激进，2011年上半年某省联通将建设2.3万个热点，增长率为400%--500%，按照广东联通一般情况下占全国建设比例的1/10计算，全国将建设23万个热点。

中国电信方面，其CDMA2000网络峰值速率为3.4Mbps，相比联通网络的14.4Mbps，仍有所欠缺，WLAN是弥补此方面不足最直接并且廉价的方式，所以中国电信在WLAN方面的建设规模也将保持高位。

虽然某些运营商在谈覆盖点的时候有排他性协议，但是现WLAN热点覆盖仍处于初始时期，有非常多公共区域需要建设，所以如此大规模的WLAN建设将保持3—5年，不会出现高增长不能持续现象。如果综合考虑工程及相关服务，将启动至少百亿的需求空间（福建移动2011年相关招标金额就达到3亿元）。

据此判断，我们认为上市公司和鑫众的WLAN业务将成为最好的爆发点，2011年将能获得一定数额的收入。

单纯从鑫众管理团队业绩承诺来看，2011-2013年可以给公司贡献净利润1121.4万元、1450.2万元，增厚公司EPS 0.13、0.16元。

表 3：鑫众未来净利润承诺及对上市公司利润贡献

年份	2010	2011	2012	2013
净利润		1950	2535	3296
归属上市公司		1170	1521	1977.6
股本		12000	12000	12000
EPS 增厚		0.10	0.13	0.16

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

盈利预测及估值

综合考虑公司明讯、鑫众报表并入，我们预计2011-2013年公司收入分别为5.12亿元、6.66亿元、8.21亿元，增长率分别为112%、30%、23%，归属母公司净利润分别为6841万元、9287万元、11947万元，净利润增长率分别为72%、36%、29%，对应EPS分别为0.57、0.77元、1.0元。考虑到公司较快成长速度，我们给予公司2011年35倍PE，12个月目标价格为19.95元，给予买入评级。

风险提示

竞争加剧风险

公司所处行业竞争较为激烈，地方性小企业居多，随着公司市场开拓，业务区域逐步扩展，将直接面临与小企业竞争的局面。如果竞争加剧，将导致公司毛利率出现下滑，影响公司业务增长。

WLAN业务拓展低于预期

WLAN作为国内运营商新兴投资主题，主设备商、配套设备商、工程提供商及服务商均进入或者拟进入该领域，必将带来行业竞争的加剧，如果公司WLAN业务拓展低于预期，将对公司业绩增长带来负面影响。

控股公司整合风险

公司上市后并购明讯、鑫众，在拓展自己业务范围及产业链上下游的同时，也存在整合控股公司能否发挥其原有竞争力的风险。

资产负债表

单位：百万元

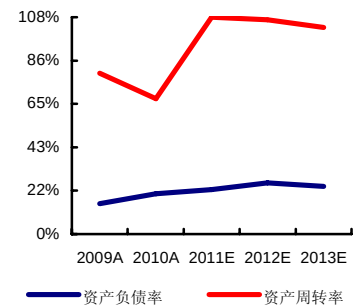
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	284	325	450	676	804
货币资金	204	158	180	325	372
应收及预付	75	162	259	337	416
存货	4	5	11	14	17
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	20	89	87	38	80
长期股权投资	5	10	10	10	10
固定资产	14	22	21	18	15
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	56	56	10	55
其他长期资产	1	1	0	0	0
资产总计	304	414	536	714	885
流动负债	46	90	127	192	218
短期借款	24	0	0	0	0
应付及预收	22	90	127	192	218
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0
负债合计	46	91	127	192	218
股本	40	120	120	120	120
资本公积	182	142	142	142	142
留存收益	36	67	136	229	348
归属母公司股东权益	257	329	397	490	610
少数股东权益	1	34	52	72	96
负债和股东权益	304	454	576	754	925

利润表

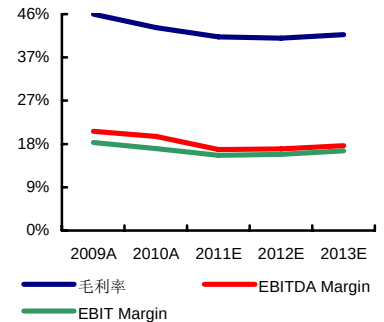
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	156	241	512	666	821
营业成本	85	138	303	396	482
营业税金及附加	8	12	23	29	36
销售费用	8	18	37	47	57
管理费用	26	33	68	87	108
财务费用	1	-1	-2	-3	-3
资产减值损失	2	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	8	10	11	13
营业利润	28	47	93	121	154
营业外收入	3	5	7	10	13
营业外支出	0	1	1	1	2
利润总额	31	51	99	130	166
所得税	4	6	13	17	22
净利润	26	45	86	113	144
少数股东损益	0	5	18	20	25
归属母公司净利润	26	40	68	93	119
EBITDA	33	48	88	115	147
EPS (元)	0.66	0.33	0.57	0.77	1.00

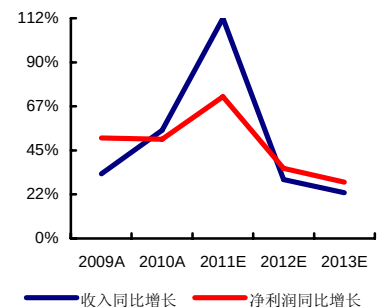
资产负债率趋势



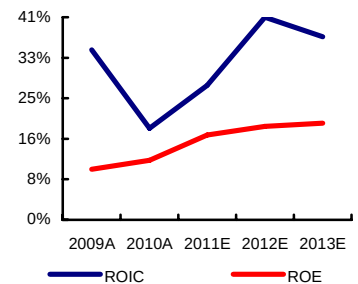
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

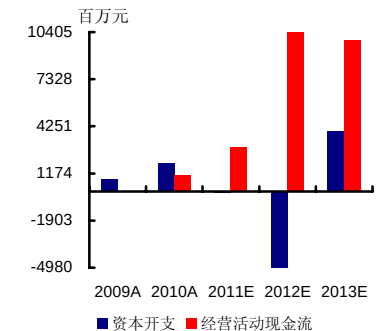
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	0	11	11	84	74
净利润	26	45	86	113	144
折旧摊销	4	6	6	8	9
营运资金变动	-31	-35	-66	-16	-55
其它	1	-5	-15	-20	-24
投资活动现金流	-11	-91	11	61	-27
资本支出	-8	-18	1	50	-40
投资变动	-3	-14	10	11	13
其他	0	-59	0	0	0
筹资活动现金流	184	-35	0	0	0
银行借款	34	0	0	0	0
债券融资	-15	-26	0	0	0
股权融资	185	0	0	0	0
其他	-19	-10	0	0	0
现金净增加额	174	-115	22	145	47
期初现金余额	31	204	158	180	325
期末现金余额	204	89	180	325	372

主要财务比率

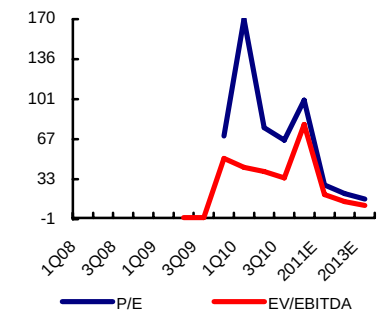
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	32.9%	55.1%	112.3%	30.0%	23.3%
营业利润	48.1%	68.0%	97.7%	30.4%	27.8%
归属于母公司净利润	51.2%	50.5%	72.3%	35.7%	28.6%
获利能力			172.3%	135.7%	128.6%
毛利率	45.7%	42.9%	40.9%	40.6%	41.3%
净利率	17.0%	18.5%	16.8%	16.9%	17.6%
ROE	10.3%	12.1%	17.2%	18.9%	19.6%
ROIC	34.4%	18.6%	27.3%	41.1%	37.1%
偿债能力					
资产负债率	15.1%	20.0%	22.0%	25.5%	23.6%
净负债比率	-70.2%	-43.4%	-40.0%	-57.8%	-52.6%
流动比率	6.19	3.61	3.54	3.52	3.68
速动比率	6.09	3.45	3.34	3.34	3.49
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.67	1.08	1.07	1.03
应收账款周转率	2.77	2.16	2.15	2.15	2.15
存货周转率	31.38	30.11	28.08	28.08	28.08
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.33	0.57	0.77	1.00
每股经营现金流	0.00	0.09	0.09	0.70	0.62
每股净资产	6.43	2.74	3.31	4.09	5.08
估值比率					
P/E	69.9	100.6	28.1	20.7	16.1
P/B	7.2	12.1	4.8	3.9	3.1
EV/EBITDA	50.9	79.9	19.9	13.9	10.5

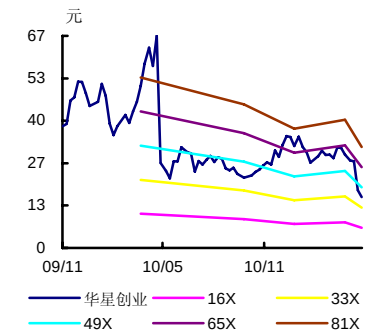
资本支出与经营活动现金流



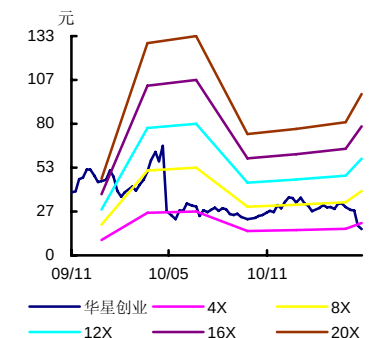
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发通信行业研究小组

亢辰，分析师，哈尔滨工业大学通信与信息工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

梁?，研究助理，中山大学岭南学院经济学硕士，南京邮电大学通信工程学士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：ly42@gf.com.cn，020-87555888-627。

相关研究报告

华星创业(300025.sz)_公司调研简报	亢辰	2010-06-28
华星创业(300025.sz)_新股发行与上市定价报告	亢辰	2009-10-15

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。