

2011-05-12

海能达 002583.SZ

由终端龙头向领先的整体方案提供商迈进

◇ 报告起因：新股 IPO

◆ 公司为国内专网通信终端供应商龙头

公司是国内领先的专网无线通信服务及产品综合提供商。公司在国内专用通信终端领域排名第二、本土品牌排名第一，在全球专网无线通信市场排名第三。公司 2010 年实现营业收入 9.9 亿元，净利润 1.16 亿元，同比增速分别达 38.4% 和 72.9%。2008-2010 年营业收入和净利润复合增速分别为 28.2% 和 62.1%。

◆ 全球专用通信需求不断提升、模拟系统逐步升级替换为数字系统

在全球范围内，应对自然灾害和维护公共安全的需求使专业无线通信市场规模将持续稳定增长，而模拟系统向数字系统逐步升级替换的趋势也非常明显。根据咨询机构的统计，2009 年全球专网通信市场规模为 624 亿元，预计到 2013 年将达 830 亿元人民币。未来专用通信系统将逐步由模拟系统向数字系统进行替代升级，预计到 2016 年市场规模将达 95.3 亿元，年均复合增速约为 14.5%。

◆ PDT 国内部署在即、未来有望推向发展中国家，公司是标准先行者

2008 年 8 月，公安部信息通信局组织成立了中国警用数字集群（PDT）产业联盟。PDT 系统除了具备现有 TETRA 系统全部基本功能外，还支持加密功能以及平滑过渡。由于采用大区制，PDT 部署成本仅为 TETRA 的 1/7，节省大量投资。PDT 系统有望从 2011 年中后期开始进入批量装备，未来还将推向发展中国家和地区，市场空间非常广阔。

公司是公安部委托的 PDT 标准制定牵头单位，参与 PDT 标准的制定和产品的研发，并于 2010 年 4 月率先推出符合 PDT 标准的通讯设备，有望在 PDT 规模部署过程中占尽先机、保持产品技术和市场份额领先。

◆ 募资有望提升公司数字化时代竞争力，给予合理价格 20.7-24.12 元

公司此次募集资金所需约 4.55 亿元，募投项目将显著提升公司在专业通信数字终端和数字系统两大领域的竞争实力，并有效提升公司海外营销实力和服务水平，未来公司有望逐步发展壮大成为全球领先的整体解决方案提供商。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别有望达到 0.69 元、0.97 元和 1.21 元，三年净利润复合增速有望达到 42%。我们认为公司的估值合理价格在 20.7-24.15 元之间，对应 2011 年 EPS 为 30-35 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	718	994	1,346	1,731	2,144
净利润（百万元）	67	116	191	271	337
每股收益	0.24	0.42	0.69	0.97	1.21
自由现金流(FCFF)	-0.23	-0.16	-0.65	0.08	0.17
经营性 ROIC	13.29%	17.32%	15.47%	17.58%	18.98%
ROE（摊薄）	32.03%	30.23%	9.05%	11.62%	13.03%

合理申购价格 20.7-24.15 元

预计上市合理价 26.22 元

初步询价日期 5 月 11-13 日

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	70
发行后总股本(百万股)	278
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-05-18
主承销商	招商证券股份有限公司
主要股东	陈清州
第一大股东持有比例(%)	79.54%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
数字终端产业化	224.51
PDT 系统产业化	105.47
数字终端开发平台	49.34
数字集群研发中心	39.38
海外营销和服务网络	36.48
总金额	455.18

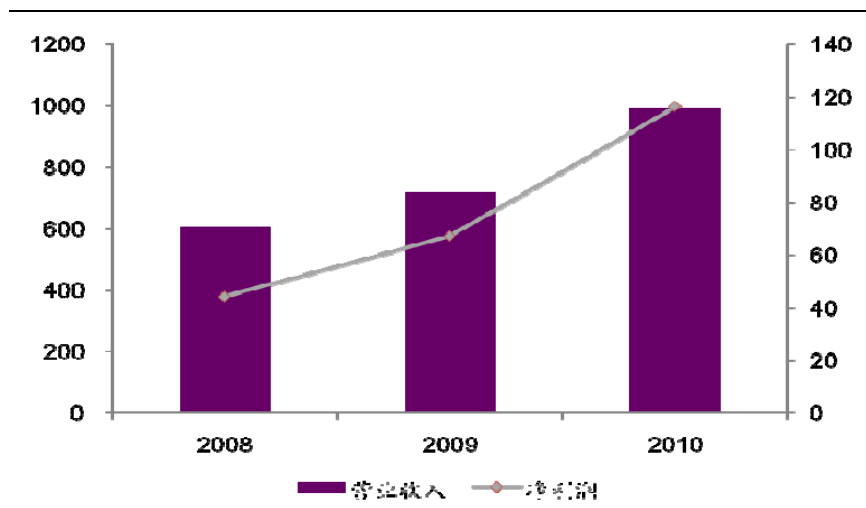
相关报告：

国内专网无线通信领域龙头

公司是国内领先的专网无线通信服务及产品综合提供商。公司在国内专用通信终端领域排名第二、本土品牌排名第一，在全球专网无线通信市场排名第三。公司 2010 年实现营业收入 9.9 亿元，净利润 1.16 亿元，同比增速分别达 38.4% 和 72.9%。2008-2010 年营业收入和净利润复合增速分别为 28.2% 和 62.1%。

图 1：公司业绩保持持续稳定增长

2008 年-2010 年公司营业收入和净利润（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司的主营业务收入分为专业无线通信终端与系统两大类，包括模拟产品与数字产品，其中数字产品业务收入的占比在逐年提高。数字产品中数字终端占主营业务收入比例由 09 年的 2% 提高到了 10 年的 6.3%，数字系统由 3.3% 上升到了 6.4%，10 年综合占比达 12.74%，提高了 7.47 个百分点，是公司未来营收的主要增长点。

表 1：专网无线通信数字产品占主营业务比例逐年提高

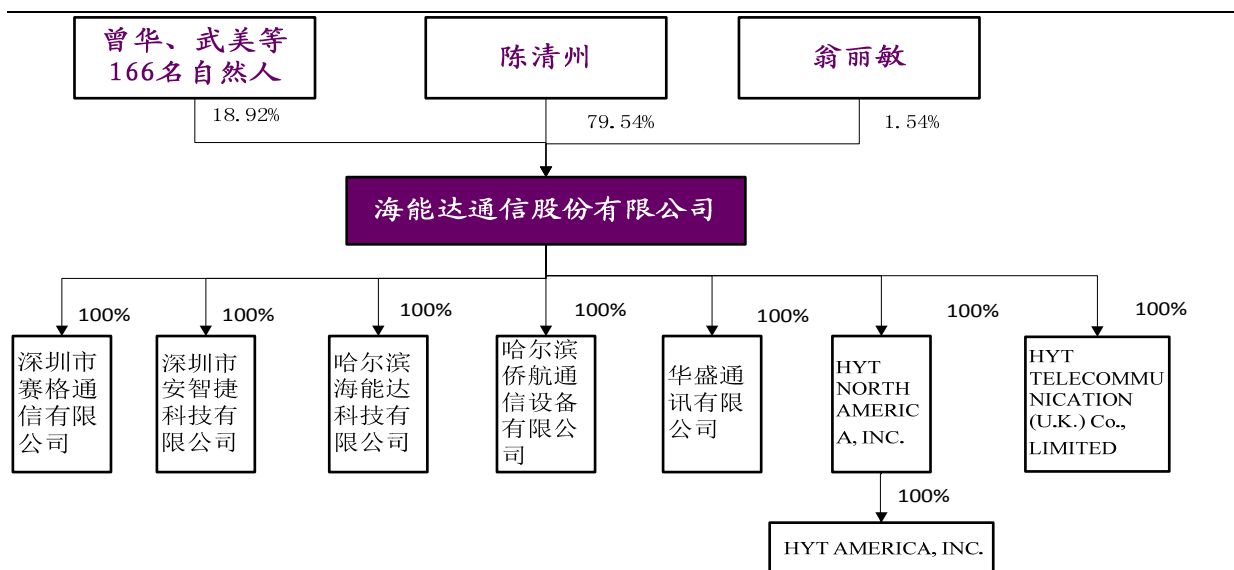
公司主营业务为专业无线通信终端与系统（单位：百万元）

营业收入	2008 年度		2009 年度		2010 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
终端	507.5	83.9	524.1	73.0	606.6	61.0
模拟终端	507.5	83.9	509.9	71.1	543.9	54.7
数字终端	--	--	14.2	2.0	62.7	6.3
系统	74.1	12.2	110.7	15.4	221.9	22.3
模拟系统	74.1	12.2	87.1	12.1	157.9	15.9
数字系统	--	--	23.6	3.3	64.1	6.4
OEM（数字）	12.2	2.0	78.6	11.0	150.6	15.2
合计	593.8	98.1	713.4	99.4	979.1	98.5

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司本次发行新股 7000 万，发行后总股本为 2.78 亿股。公司控股股东为陈清州，其将持有发行后 59.51% 的股份。海能达的其他董事、监事、技术骨干以及高级管理人员等核心人员 166 名拥有公司 18.92% 的股份。

图 2：公司发行前的股权结构



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

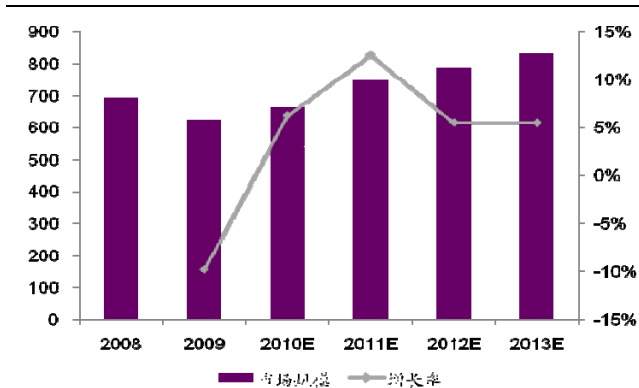
技术升级与全球信息化驱动专网无线通信持续增长

区别于公网通信主要为社会公众用户提供个人通信服务，网络运营商以经济效益为主要目的，专网通信则主要为政府与公共安全、公用事业和工商业等提供应急通信、指挥调度、日常工作通信等服务，更强调社会效益。专网通信系统方面更加关注通信管理、可靠、高效与安全等特性，终端方面为适应特定工作环境，用户更强调终端可靠性，例如具备防水、防尘、防震、防爆等特性。

随着全球经济的回暖和人们对地震、海啸等公共安全事件的关注，全球专业无线通信市场规模将持续稳定增长。2009 年全球专网通信市场规模为 624 亿元，预计到 2013 年将达 830 亿元人民币，相比 2009 年增长 33%。近年来，随着我国信息化的步伐逐渐加大，3G 和三网融合的进程不断加速，我国专网通信市场有望获得持续快速增长。2009 年我国专网通信市场规模 37 亿元，预计到 2016 年市场规模将达 95.3 亿元，复合增速为 14.5%。

图 3：全球专网通信市场或将保持稳定增长

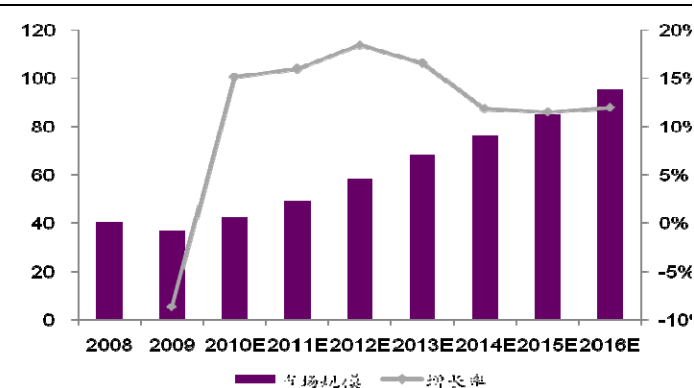
08-13 年全球专业无线通信市场规模（单位：亿元）



资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

图 4：我国专网通信市场有望获得持续快速增长

08-16 年我国专业无线通信市场规模（单位：亿元）



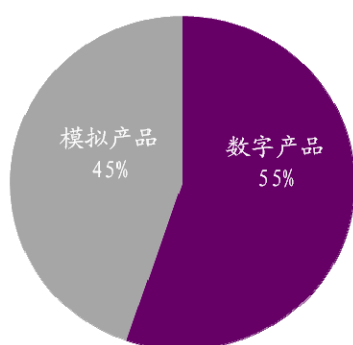
资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

专用通信由模拟系统逐步升级替换为数字系统

随着专网通信的发展,专业无线通信技术从模拟走向数字是未来的发展方向。相比模拟技术,数字技术具有语音质量好、通信安全性高、频谱利用效率高、可以提供 IP 互联/自动车辆定位等丰富业务功能的特点。近年来,随着专网通信设备及应用的普及,频率资源变得非常紧张,用户需求不断提升,在频谱效率和业务功能方面具备较大优势的数字产品逐步成为市场的主流选择。根据汉鼎咨询的数据,2009 年,数字产品在全球专网通信市场的占比已经达到了 44.71%,在我国市场的占比也超过了 28%。

图 5：数字产品是专网通信未来发展方向

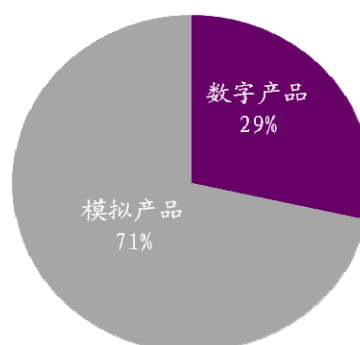
2009 年全球专网通信细分产品市场规模分布



资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

图 6：数字产品是专网通信未来发展方向

2009 年我国专网通信细分产品市场规模分布



资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

我国自主提出的 PDT 标准即将进入规模部署

在专业无线通信领域，国际上主流的专网通信数字标准有四种：TETRA、P25、DMR 和 dPMR。受技术成本、应用及相关政策等影响，国际四大标准在我国发展均较为缓慢。TETRA 建网和运维成本高，且核心技术为国外厂商拥有，不符合公安等安全部门的加密要求。摩托罗拉的专有标准 iDEN、中兴基于 CDMA 开发的 GoTa、华为基于 GSM 开发的 GT800 等三种标准，均由于功能、技术、安全性等原因，未能在我国得到规模应用。

目前，以海能达为总体组组长单位，由公安部牵头制定的具有中国自主知识产权的 PDT 标准已被公安部“金盾工程”二期工程采纳，有望通过试点成为未来公安部门的统一标准。PDT 具有高性价比、安全保密性好、大区制、可扩展和向下兼容 DMR 及 MPT1327 等五大优点，可广泛应用于军队、武警、铁路、港口、林业、地铁、矿山、大型企业等领域和部门。此外，在 PDT 联盟的推动下，PDT 已被国家标准化管理委员会列入 2010 年国家标准制修订计划，未来有望成为国家标准并进入规模部署阶段。未来，PDT 标准和系统还有望推向以发展中国家和地区为主的海外市场。

表 2：PDT 将成为我国专业无线通信数字标准

全球主要专业无线通信数字标准对比（单位：百万元）

标准	TETRA	P25	DMR	dPMR (DCR/NDR)	PDT
制订	欧洲	美国	欧洲	欧洲	中国
制式	TDMA 制式、 四时隙	TDMA 制式、 双时隙	TDMA 制式、 双时隙	FDMA 制式	TDMA 制式、 双时隙
速率	28.8kps	上 9.6 下 12.5kbps	9.6kbps	4.8kbps	9.6kbps
频宽	25khz	12.5khz	12.5khz	6.25khz	12.5khz
区制	小区制	大区制	大区制	大区制	大区制
应用领域	政府与公共安全、 公用事业	政府与公共安全	公用事业、工商业	工商业	政府与公共安全、 公用事业、 高端工商业
应用区域	除北美外 80 多个 国家和地区， 以欧洲为主	北美为主，主要在 中东和澳大利亚	近年来开始在发 达国家及地区应 用	dPMR：欧洲 DCR：日本 NDR：中国	主要为中国，计 划在部分发展中 国家推广
优势	①传输速率高； ②用户密度高； ③产品成熟，广 泛应用④支持全 双工通话及复杂 调度管理功能	①兼容模拟；②产 品成熟稳定，广泛 应用；	①产品可兼容模 拟常规；②终端价 格较低；③技术门 槛较低	①技术门槛 低；②终端成本 低	①建网及维护成 本低，可扩展； ②国产算法；③ 系统间互联规 范；④平滑升级， 保护现有投资；
劣势	①建网维护成本 高，终端价格高； ②加密协议开放 性差；③难以国 产化；④系统互 联互通不规范	①系统、终端价格 非常高；②技术门 槛高；③不支持较 高速率的数据业务	①集群功能欠完 善；②通信安全业 务能力弱；③不支 持较高速率的数据 业务及全双工通 信	①业务功能较 简单；②只支持 常规通信；③数 据速率低	①标准处于市场 导入期，还需要 市场的验证；② 不能支持较高速 率的数据业务及 全双工通信

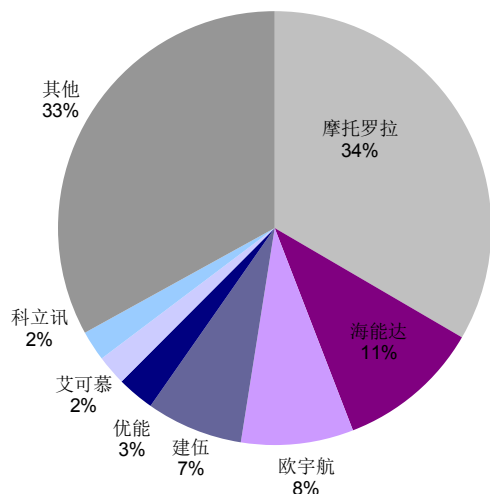
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

数字终端、PDT 及全球化布局推动公司业绩快速增长

我国专网通信设备厂商超过 100 家，海能达在本地品牌中排名第一。根据汉鼎咨询的报告显示，2009 年公司在国内专网通信市场的市场份额为 10.8%，为国内市场第二专网通信设备厂商。在全球专网通信市场，海能达也有较大市场份额，根据 IMS Research 的数据，2008 年公司在全球模拟终端市场占有率为 9.4%，仅次于摩托罗拉和建伍，排名第三。

图 7：公司在中国专网通信市场排名第二

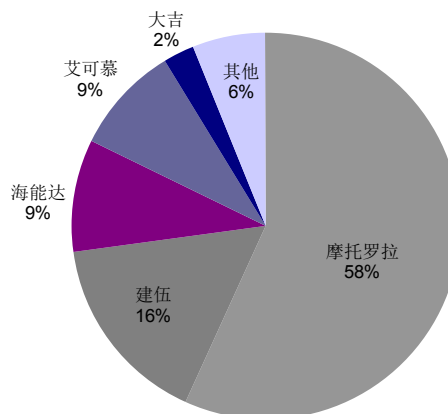
2009 年中国专业无线通信市场分布



资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

图 8：公司在全球专网通信市场排名第三

2009 年我国专网通信细分产品市场规模分布



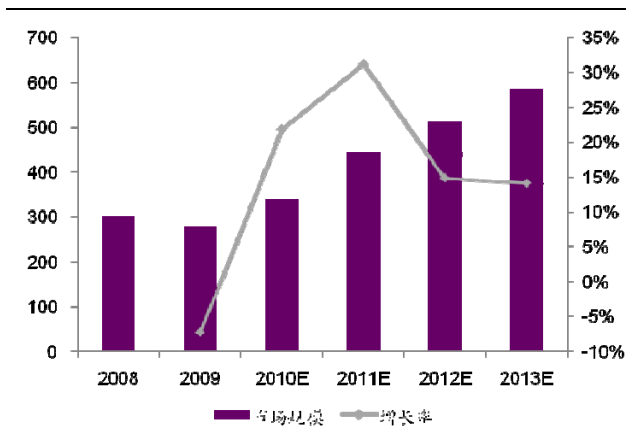
资料来源：IMS Research、光大证券研究所

随着全球信息化步伐的不断加大以及专业无线通信技术升级的需要，未来几年专网通信数字产品市场或将迎来强劲增长。根据汉鼎咨询的数据，2009 年全球专网通信数字产品市场规模为 279 亿元，预计 2013 年将达到 584 亿元，年复合增长率达到 20%。在国内，工信部通过相关政策在逐步推动模拟技术向数字技术升级，预计从 2009 年到 2016 年，我国专业无线通信数字产品市场年复合增长率将达到 35%。

海能达在数字终端产品方面，已推出 PDT、DMR、TETRA 等终端产品，并拥有高性价比、快速定制等优势。此外公司是第一家推出 PDT 产品的厂商，并计划于 2011 年推出单基站 PDT 集群系统、多基站 PDT 集群系统。公司数字产品的占比由 09 年的 5.27% 提高到了 10 年的 12.74%，提高了 7.47 个百分点，数字产品是公司未来业绩的重要增长点。

图 9：全球专网通信数字产品市场快速增长

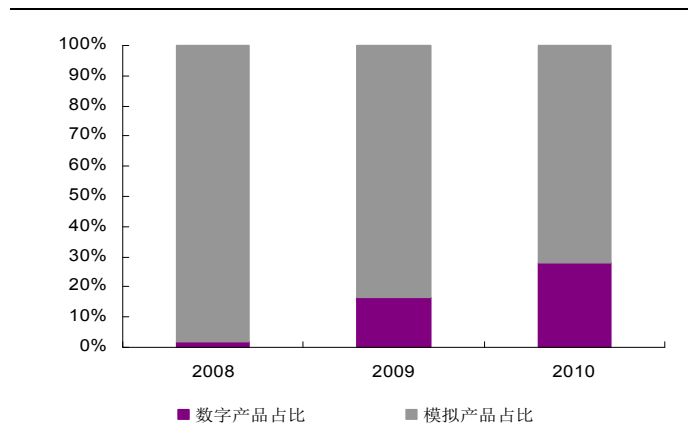
08-13 年全球专网通信数字产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：汉鼎咨询、光大证券研究所

图 10：数字产品业务是公司未来业绩重要增长点

公司营业收入数字产品/模拟产品占比情况

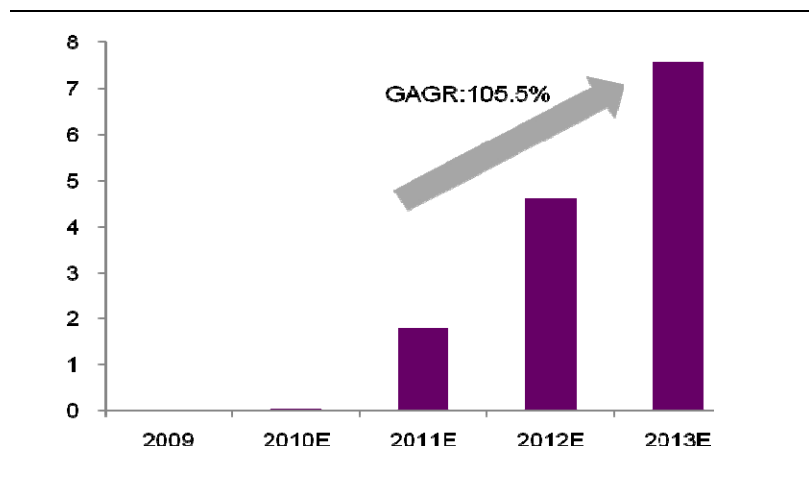


资料来源：招股说明书、光大证券研究所

以公司为总体组组长单位、公安部牵头制定的我国具有自主知识产权的 PDT 标准已得到中国公安部的认可，在 PDT 联盟推动下，有望成为国家标准。PDT 已经在我国的公安部门实现了产业化应用，未来将逐步向机场、港口、石油石化等领域，并有望在发展中国家的政府与公共安全、公用事业和工商业高端市场得到推广。目前，公司 PDT 数字终端产品与系统均已推出，各项功能均稳定正常。根据汉鼎咨询的报告，预计 2013 年国内 PDT 终端市场规模将达到 7.56 亿元，复合增长率达 105.5%。

图 11：PDT 产品是公司未来业绩重要增长点之一

2009 -2013 年中国 PDT 市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

海能达作为全球排名第三的专网通信企业，随着全球专网通信市场的发展和公司自身综合实力的提高，公司的全球化布局将进一步推动公司快速成长。目前，公司业务已经覆盖全球 80 多个国家和地区，在香港、美国、英国都设立了子公司，在莫斯科、雅加达等地设立了办事处，与海外 200 多家经销商建立了合作关系。未来公司将通过“海外营销和客户服务网络建设项目”在迪拜、俄罗斯、南非、印度、巴西等地建立办事处，进一步完善全球性营销网络，全球化布局也是公司未来业绩的重要增长点。

募集资金项目

公司此次募集资金所需约 4.55 亿元，募投项目将显著提升公司在专业通信数字终端和数字系统两大领域的竞争实力，并有效提升公司海外营销实力和服务水平，未来公司有望逐步发展壮大成为全球领先的整体解决方案提供商。

表 3：募集资金项目及其金额

项目名称	金额（百万元）
数字终端产业化	224.51
PDT 系统产业化	105.47
数字终端开发平台	49.34
数字集群研发中心	39.38
海外营销和服务网络	36.48
总金额	455.18

资料来源：公司招股书、光大证券研究所整理

盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别有望达到 0.69 元、0.97 元和 1.21 元，三年净利润复合增速有望达到 42%。

表 4：PDT 将成为我国专业无线通信数字标准

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	605.3	717.7	994.4	1346.1	1730.6
模拟终端	507.5	509.9	543.9	592.8	634.3
模拟系统	74.1	87.1	157.9	153.1	148.5
数字终端	0.0	14.2	62.7	250.8	501.5
数字系统	0.0	23.6	64.1	160.1	256.2
OEM	12.2	78.6	150.6	173.2	173.2
其他业务收入	11.5	4.3	15.3	16.1	16.9

资料来源：光大证券研究所整理

估值

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.98%
β ($\beta_{levered}$)	0.85
$R_m - R_f$	8.85%
K_e (levered)	11.48%
税率	12.50%
K_d	5.61%
V_e	513.7
V_d	256.5
目标资本结构	10.00%
WACC	10.82%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	27.90	0.54%
第二阶段	1,371.17	26.53%
第三阶段(终值)	3,769.48	72.93%
企业价值 AEV	5,168.55	100.00%
加：非经营性净资产	31.93	0.62%
价值		
减：少数股东权益(市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	256.50	-4.96%
总股本价值	4,943.98	95.66%
股本(百万股)	278.00	-
每股价值(元)	17.78	-
PE(隐含)	25.82	-
PE(动态)	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.02	0.025	0.03	0.035	0.04
9.82%	19.78	20.88	22.15	23.62	25.34
10.32%	17.83	18.75	19.80	21.01	22.40
10.82%	16.13	16.91	17.78	18.78	19.92
11.32%	14.64	15.30	16.04	16.87	17.81
11.82%	13.33	13.89	14.51	15.21	16.00

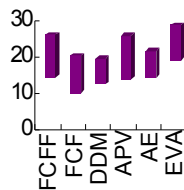
资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值		敏感度分析区间
FCFF	18	13	-	25	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	13	9	-	19	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	14	12	-	19	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	17	13	-	25	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	16	14	-	21	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	22	18	-	28	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

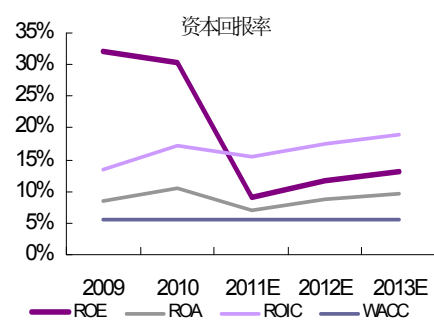
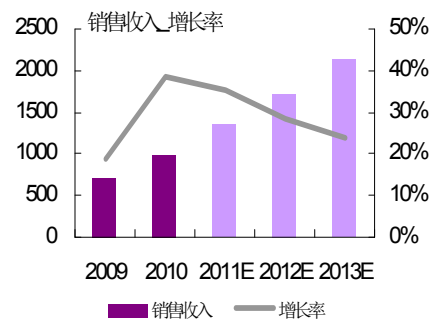
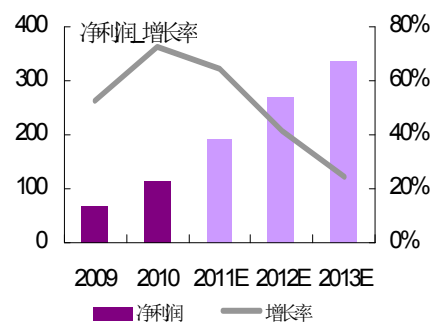
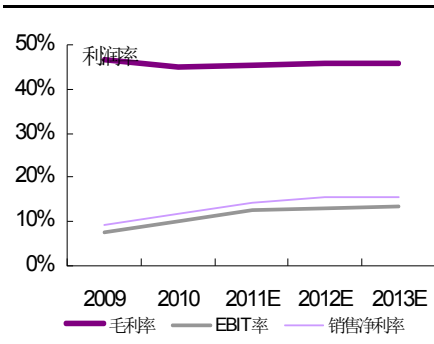


资料来源：光大证券研究所

投资风险

- (一) 行业政策变化、政府投资预算不达预期的风险；
- (二) 市场竞争激烈导致公司市场份额及产品毛利率下降的风险；
- (三) 汇率波动造成汇兑损失的风险；
- (四) 资产负债率偏高影响公司偿债能力，以及存货较多未来可能贬值较多的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	718	994	1,346	1,731	2,144
营业成本	383	549	736	941	1,158
折旧和摊销	19	23	25	29	31
营业税费	3	4	13	17	21
销售费用	91	121	162	208	257
管理费用	166	191	256	329	407
财务费用	15	22	-10	-35	-37
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	55	100	179	263	328
利润总额	75	129	219	309	385
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67.33	116.19	191.45	270.65	336.86

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	787	1,122	2,686	3,058	3,461
流动资产	589	875	2,368	2,739	3,143
货币资金	153	214	1,459	1,572	1,702
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	255	373	486	625	774
应收票据	1	0	27	35	43
其他应收款	18	14	16	19	22
存货	136	247	358	459	567
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	142	216	218	219
无形资产	13	40	38	36	35
总负债	576	737	570	729	876
无息负债	288	459	540	698	846
有息负债	289	279	30	30	30
股东权益	210	384	2,116	2,329	2,585
股本	20	208	278	278	278
公积金	31	52	1,541	1,568	1,602
未分配利润	158	123	295	481	703
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	11	97	39	157	196
净利润	67	116	191	271	337
折旧摊销	19	23	25	29	31
净营运资金增加	111	119	245	184	218
其他	-186	-161	-422	-327	-389
投资活动产生现金流	-102	-67	-103	-30	-30
净资本支出	39	67	120	30	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-141	-134	-223	-60	-60
融资活动现金流	128	29	1,309	-14	-36
股本变化	0	188	70	0	0
债务净变化	139	-10	-248	0	0
无息负债变化	53	171	81	158	148
净现金流	37	54	1,246	113	130

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.58%	38.55%	35.37%	28.57%	23.88%
净利润增长率	52.69%	72.58%	64.77%	41.37%	24.46%
EBITDA 增长率	16.10%	68.16%	34.11%	32.12%	25.31%
EBIT 增长率	14.22%	83.56%	38.86%	34.72%	27.80%
盈利能力 (%)					
毛利率	46.66%	44.79%	45.32%	45.64%	46.00%
EBITDA 率	10.21%	12.39%	14.43%	14.83%	15.00%
EBIT 率	7.60%	10.06%	12.56%	13.16%	13.57%
税前净利润率	10.38%	13.02%	16.25%	17.87%	17.96%
税后净利润率 (归属母公司)	9.38%	11.69%	14.22%	15.64%	15.71%
ROA	8.54%	10.36%	7.13%	8.85%	9.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.03%	30.23%	9.05%	11.62%	13.03%
经营性 ROIC	13.29%	17.32%	15.47%	17.58%	18.98%
偿债能力					
流动比率	1.23	1.31	4.61	4.12	3.91
速动比率	94.75%	93.96%	391.10%	343.21%	320.65%
归属母公司权益/有息债务	0.73	1.38	69.49	76.50	84.90
有形资产/有息债务	2.54	3.73	85.81	98.07	111.39
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.24	0.42	0.69	0.97	1.21
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.29	0.36
每股经营现金流	0.04	0.35	0.14	0.57	0.71
每股自由现金流(FCFF)	-0.23	-0.16	-0.65	0.08	0.17
每股净资产	0.76	1.38	7.61	8.38	9.30
每股销售收入	2.58	3.58	4.84	6.23	7.71

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。