

拓尔思 300229.SZ

非结构化信息处理领域的领导者

◇ 报告起因：新股上市

◆非结构化信息处理领域的领先者

公司是中文全文检索技术的创始者，主要从事以非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务业务，在中文信息检索和文本挖掘等领域处于领先地位。公司下游客户涵盖了众多国家部委和省级政府部门、涉密单位、主要新闻媒体以及各大企业集团，目前客户数量已超过 3000 家。过去数年公司收入与利润增长较为平稳，但随着行业逐步由导入期转向快速成长期，公司发展有望加速。

◆非结构化信息处理行业将快速成长

随着信息化程度的提高，各机构都积累了大量数据，而据 Gartner 预测，文本、格式文档、电子邮件、表格、图像和音视频等非结构化信息占信息总量的 80% 以上，正成为增长最快的信息类型。目前各单位都逐渐意识到各类信息的重要性，正通过非结构化信息的处理来支撑自身业务过程，由此将带动非结构化处理行业的快速增长。各细分领域中，企业搜索、垂直搜索、内容管理等市场增速较高，而知识管理及竞争情报软件市场等市场增长较为平稳。

◆处于领先地位，未来成长有望加速

经过多年的技术积累与市场耕耘，公司在各细分领域市场均处于领先地位，尤其是企业搜索、Web 内容管理及垂直搜索和舆情监测软件市场份额均位列第一。不过，从行业整体而言竞争格局较为分散，特别是发展速度最快的垂直搜索与舆情监测市场，未来公司将不断增强自身技术实力，并适时进行行业整合，不断提高市场份额。在深入行业核心应用与实现规模化运营等战略的带动下，公司收入与利润增长将快速增长。

◆建议询价区间为 18.0-21.6 元

我们预计 2011、2012 年公司营业收入增长率为 38.7% 和 38.3%，净利润分别增长 43.7% 和 46.1%，对应 EPS 分别为 0.72、1.06 元。考虑到企业级搜索引擎行业广阔的市场空间以及公司的龙头地位，我们给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，询价区间为 18.0-21.6 元。公司合理价值区间为 23.04-25.92 元，对应 2011 年 PE 为 32-36 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	125	148	205	283	382
净利润（百万元）	52	60	87	127	174
每股收益	0.43	0.50	0.73	1.06	1.45
每股自由现金流	0.14	0.13	-1.22	-0.88	-0.07
经营性 ROIC	20.55%	19.71%	14.92%	14.77%	17.07%
ROE	26.31%	23.82%	9.26%	12.07%	14.61%

合理申购价格 18-21.6 元

预计上市合理价 23.0-25.9 元

询价开始日期 5 月 30 日

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人：

浦俊懿

021-22169117

符健

021-22169112

fujian@ebcn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	30
发行后总股本(百万股)	90
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-06-07
主承销商	长城证券有限责任公司
主要股东	北京信科互动科技发展有限公司
第一大股东持有比例(%)	75.63%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
总金额	249.85

相关报告：

非结构化信息处理领域的领先企业

公司是中文全文检索技术的创始者，主要从事以非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务业务，在中文信息检索和文本挖掘等领域处于领先地位。公司下游客户涵盖了众多国家部委和省级政府部门、涉密单位、主要新闻媒体以及各大企业集团，目前客户数量已超过 3000 家。

公司产品主要包括企业搜索软件、内容管理软件、文本挖掘软件、垂直搜索软件、知识管理和竞争情报软件等：

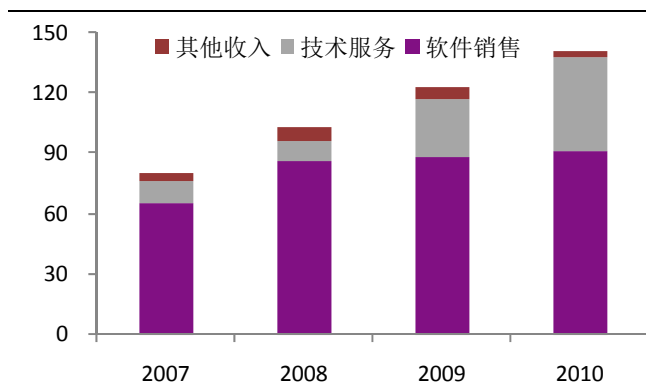
图表 1：公司主要产品类别和功能

产品类别	主要功能	代表性产品
TRS 企业搜索软件	实现企业搜索从信息采集到信息服务的全部功能，并支持多服务器系统的集群管理	TRS 全文数据库系统 TRS Database Server 等
TRS 内容管理软件	全面实现 Web 内容管理各类应用	TRS 内容协作平台（TRSWCM）等
TRS 文本挖掘软件	实现基于文本挖掘的智能化信息处理	TRS 文本挖掘软件（TRSCKM）等
TRS 垂直搜索软件	实现专业化和定制化的互联网信息垂直搜索应用和服务	TRS 网络信息雷达系统、TRS 互联网舆情管理系统（TRSOM）等
TRS 知识管理和竞争情报软件	实现企业竞争情报的采集、分析和利用以及企业知识门户应用	TRS 企业竞争情报系统（TRSCIS）、TRS 个性化门户（TRSPortal）等

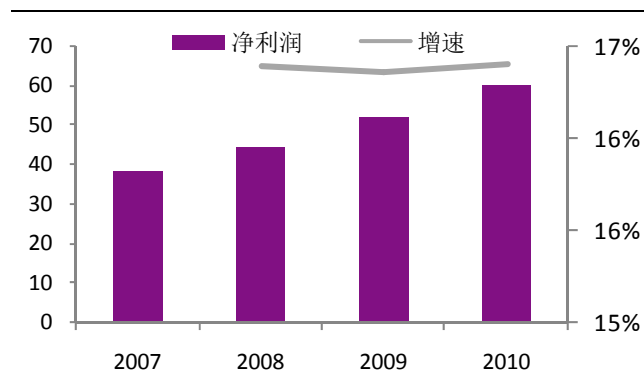
资料来源：光大证券研究所

过去数年，公司收入与利润增长较为平稳，2008-2010 年收入分别达到 1.04 亿、1.25 亿和 1.48 亿，主要是受到技术服务业务快速成长的拉动，而净利润分别为 4453 万元、5181 万元和 6030 万元，复合增速为 16.4%。我们认为随着行业逐步由导入期向快速成长期转变，公司此前所积累的技术与渠道基础将逐步发挥效益，公司的收入与利润增长有望加速。

图表 2：收入增长平稳，技术服务增速较高（百万元） 图表 3：公司净利润增长平稳（单位：百万元）



资料来源：招股说明书，光大证券研究所



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

行业由起步期进入快速发展期

非结构化信息处理成为下游客户应用趋势

与结构化信息不同，非结构化信息不便或无法用关系数据库系统进行存储和处理，其信息处理也不是数学和逻辑运算，而主要基于“理解”信息内容，包括各种形式的分类、检索、信息抽取、内容匹配等多种方法，将“理解”的结果提供给使用者或控制计算机系统运行。典型的非结构化信息包括公司公告、新闻、调研分析报告、图片等等。

图表 4：结构化与非结构化信息对比

项目	结构化信息	非结构化信息
典型数据类型	财务报表、股票行情、统计数据（以表格形式存在）	公告、新闻、调研报告（以网页、word 文档、图像、音频、视频等形式存在）
数据管理系统	关系数据库	内容管理系统
典型应用	财务管理软件、股票行情系统、企业资源计划（ERP）	搜索引擎、门户网站、知识管理、竞争情报、办公自动化、企业信息门户
应用侧重点	对面向过程和事务的业务信息进行记录、控制和分析	提供面向决策支持的信息处理和分析工具；文档密集、知识密集或 Web 化的内容应用
应用举例	（1）股票行情系统中当股票价格的波动率超过预先设定预警值时，自动提示风险或采取操作。 （2）财务管理和分析系统中根据报表数据统计和汇总，并与以往数据比较，生成财务指标趋势变化图表。	（1）投资者在搜索引擎中检索自己所关心的公司新闻、年报等资讯； （2）产品研发人员在存储专利文件的系统中查询已有的相关专利文档，辅助产品研发决策； （3）媒体编辑在新闻稿件库中查询某个新闻人物或热点事件的最新稿件或背景资料，组织专题报道稿件； （4）营销人员在竞争情报系统中查阅竞争对手近期媒体宣传投放的频次和具体内容，便于采取相应对策。

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

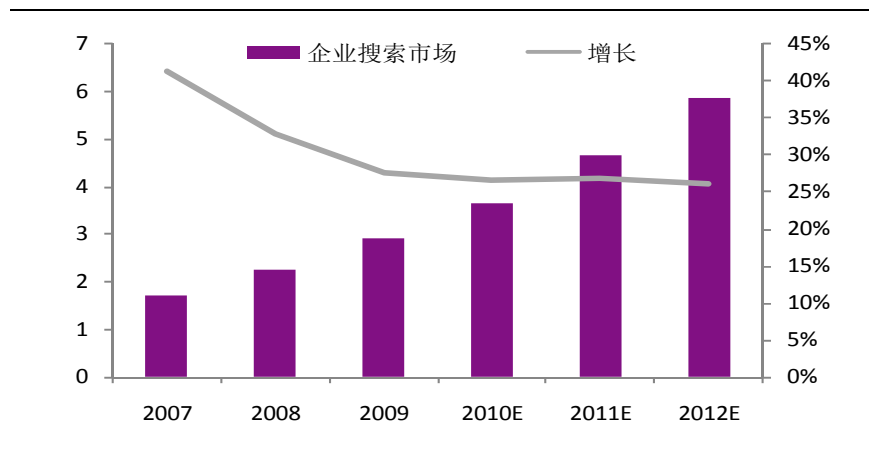
根据 IDC 与 EMC 公司的研究，全球的数字信息正经历着爆炸式的增长，而按照 Gartner 的预测，文本、格式文档、表格、电子邮件、图像和音视频等非结构化信息占机构中信息总量的 80% 以上，正成为增长最快的信息类型。目前，无论是政府部门还是各个企业，都已逐渐意识到各类信息的重要性及其对自身业务过程的巨大影响，因此应用非结构化信息处理技术正成为政府机构和企事业单位信息管理的重要趋势。

企业搜索市场快速增长，与互联网搜索存在明显区别

随着信息化程度的提高，政府机构、国家涉密单位、新闻媒体和大型企业集团等积累了大量的各种类型的数据，信息资源的价值不仅仅体现在历史业务的记录上，而是变成了在企业后续发展中提供增值应用。因此，整合企业内部分布式异构信息的要求日益迫切，由此拉动企业搜索行业的用户数量大幅增加，企业搜索市场呈现出快速增长的态势。

企业搜索和为大众所熟知的互联网搜索存在着较大差异。从技术上而言，企业搜索在排序、搜索结果的完整性以及搜索对象的异构性等方面要求都高于后者；从需求方面而言，企业搜索具有更高的实时性、安全性和更多的实施、维护需求；此外，企业搜索和互联网搜索在商业模式上的差异性更大，互联网搜索的盈利模式是在线广告销售，而企业搜索则是依靠软件销售及相关的技术服务。因此，百度、google 等厂商虽然都尝试进入企业搜索市场，但其所取得的成就都难言成功。

图表 5：中国企业搜索软件市场规模及增长率（单位：亿元）



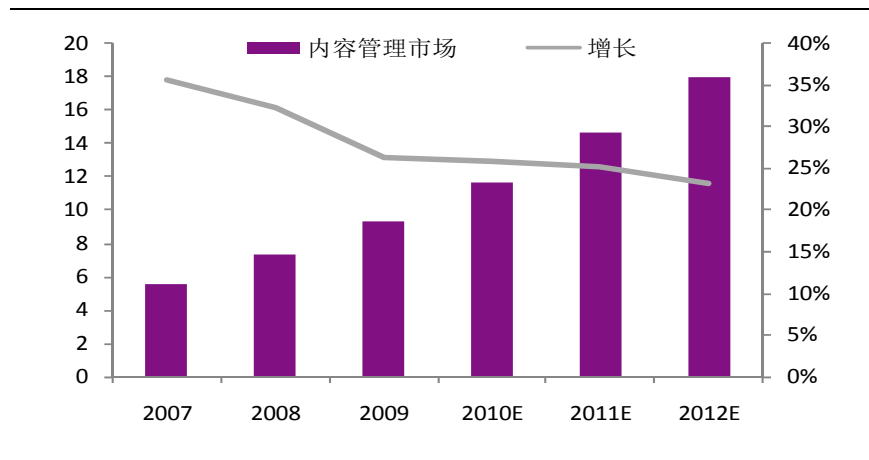
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

内容管理实现对非结构化信息的全面管理

内容管理则是指对非结构化信息对象从产生到消亡（或转换）全生命周期的管理，实现包括信息的采集、创建、存储、传递、发布、更新和删除等操作功能及流程，更加关注信息的存储和组织，内容管理系统可以看作是非结构化信息的“操作系统”。

由于非结构化信息的复杂性，依目前的技术发展现状，内容管理系统还没有形成像关系数据库系统那样拥有统一数据标准和数据操作语言，因而根据不同数据特点和应用场景涌现了网站内容管理、文档管理、数字资产管理、影像管理等多种类型的应用型平台产品。在各行各业应用需求的强势拉动下，中国内容管理市场将继续保持高速增长。

图表 6：中国内容管理市场规模及增长率（单位：亿元）

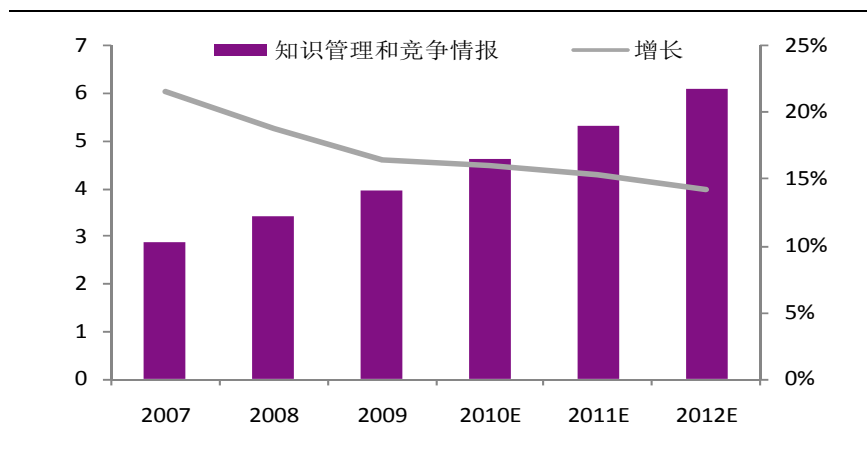


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

知识管理和竞争情报市场现状与未来发展

以知识管理为核心的企业管理和发展战略已成为理论界和企业管理界的共识，成为西方企业管理的热点和重点。知识管理在我国还属于新兴的应用，市场仍处在培育和成长初期。在我国，随着服务型政府建设的深入，国民经济由“中国制造”向“中国创造”模式的转型，以及新闻媒体、大型企业集团、电信、金融等现代服务业创新意识的增强，IT系统的应用已不仅仅局限在对于数据和管理之内，对于真正提升核心竞争力的知识更加关注，把知识融合进日常业务运行体系的需求越来越高，因此对于知识价值链的管理逐渐被接受，知识管理系统逐步开始试点应用，且投资效果初步显现，采购范围日益扩大，拉动市场开始快速成长。根据赛迪顾问的预测，2010~2012年，中国知识管理及竞争情报软件市场将继续保持年均15%左右的增长态势，到2012年，市场规模将达到6.09亿元。

图表 7：中国知识管理与竞争情报市场规模及增长率（单位：亿元）



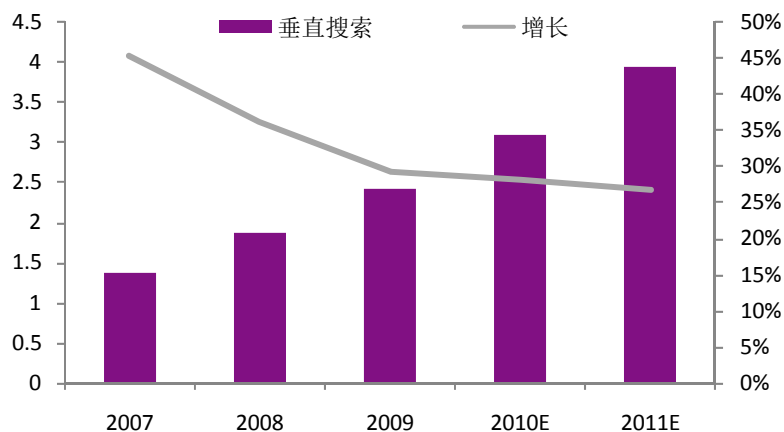
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

垂直搜索满足定制化与专业化需求

垂直搜索是针对某一个行业或领域的专业搜索，是互联网搜索的细分和延伸，是更专和更准的搜索引擎。与通用搜索引擎不足相对应，垂直搜索引擎可以满足用户定制化和专业化的需求，并实现搜索结果的准确化和实时性，受到了用户的广泛青睐，市场处于快速成长阶段，成为软件和互联网信息服务领域新的应用热点。

公司垂直搜索业务所定位的细分市场为第二类市场，即垂直搜索软件市场。目前，在这一市场中互联网舆情监测软件受到了用户的特别关注，迅速成为市场热点。在行业应用需求的强势拉动下，中国垂直搜索及舆情监测软件市场将保持快速增长态势。根据赛迪顾问的预测，2010~2012年，中国垂直搜索及舆情监测软件市场将保持接近26%的增长态势，到2012年，市场规模将达到4.98亿元。

图表 8：中国垂直搜索市场规模及增长率（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

处于领先地位，未来优势将进一步增强

市场份额领先，未来优势将进一步加强

经过多年的技术积累与市场耕耘，公司在各细分领域市场均处于领先地位。不过，从行业整体而言竞争格局较为分散，特别是发展速度最快的垂直搜索与舆情监测市场，未来公司将不断增强自身技术实力，并适时进行行业整合，从而不断提高市场份额。

企业搜索市场，公司连续三年稳居国内市场的第一位。当前企业搜索市场的主流用户为中高端机构用户，未来随着各行业信息化应用的进一步普及，更多行业客户和中小客户的企业搜索需求将持续涌现。

内容管理软件市场，公司近三年稳居市场份额前列，排在本公司之前的均为 IBM、微软、EMC 等国际一流 IT 厂商，本公司在国内厂商中排名第一，且与上述国际厂商在市场份额总体差距不大。

Web 内容管理软件市场，公司近两年市场份额均排名第一位。随着募投项目的进行，公司新版软件在企业内容管理、多媒体内容管理等方面的功能将大大增强，可以进一步提升公司的产品竞争力，满足金融、电信、能源等高端企业用户的需求。

国内垂直搜索和舆情监测软件市场目前属于发展初期。未来随着用户需求更加清晰明确，市场产品的功能和质量标准、相关服务模式将不断完善，市场集中度将不断提高。公司技术领先，客户资源丰富，综合实力较强，有望占有更大的市场份额。

知识管理和竞争情报软件市场目前处于培育和成长期。公司基于企业搜索、内容管理和文本挖掘等非结构化信息智能处理的核心技术，提供融合和创新的知識管理和竞争情报系统及行业解决方案，构建了差异化竞争优势。未来公司在该细分市场的份额将继续显著提高。

图表 9：2007-2009 公司各类产品市场占有率及排名

国内细分市场	2009 年		2008 年		2007 年	
	占有率	份额排名	占有率	份额排名	占有率	份额排名
企业搜索软件	29.0%	1	34.0%	1	33.9%	1

内容管理软件	9.3%	4	9.6%	4	9.5%	4
web 内容管理软件	14.8%	1	15.3%	1	15.2%	1
知识管理和竞争情报软件	5.0%	4	4.8%	4	3.5%	4
垂直搜索及舆情监测软件	8.1%	1	8.0%	1	-	-

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

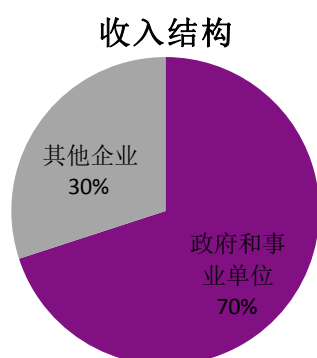
借助深入行业与规模化经营，公司有望快速成长

公司和国外知名厂商相比，在中文信息处理、海量非结构化信息处理等方面技术领先，在产品贴近中国用户需求、本地化服务渠道、特殊行业准入等方面具有比较优势；本公司和国内同类厂商相比，具有技术领先、产品丰富、品牌认同度高、研发力量强、业务规模大等显著优势。我们认为公司将受益于深入行业核心与实现规模化经营两大战略而实现收入与利润的快速增长。

深入行业核心战略是指公司将产品深入各主流行业的核心业务，尤其是决策和业务运营系统，并实现与上述相关系统的对接和集成，从而实现 TRS 在主流行业的核心应用价值。这些主流行业包括：政府机构、国家涉密单位、军队、新闻媒体、大型企业集团（金融、电信、能源等）、医药、科研教育等。在应用和推广方面，公司将面向各行业提供有针对性的应用解决方案，并根据需要联合行业性集成商和咨询中介机构进行行业推广。

实现规模化经营的目的是扩大 TRS 产品的销售套数，实现规模经济。即在产品研发投入成本相对固定的条件下，通过扩大销售量，降低平均每套固定成本，提高产品利润率，进而提升公司盈利水平。公司实现规模化经营的具体手段包括提高 TRS 各相关产品间的可集成性；研发适用于各个产品的集群技术，实现产品批量销售；与具备相关资质的应用解决方案提供商结成战略合作伙伴关系，实现大批量、多批次的持续销售和服务升级；挖掘和放大 TRS 已有客户群的潜在价值，通过客户行业纵向垂直推广及客户业务部门横向渗透传播；通过大力建设覆盖全国和各主流重点行业的营销网络，发展行业合作伙伴，以有效的营销手段迅速提高产品销售量和覆盖面。

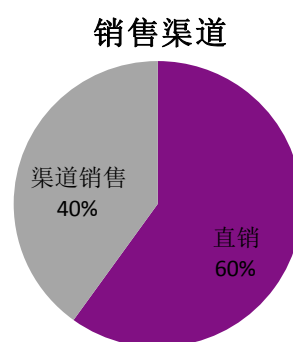
图表 10：公司主要收入结构



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 12：公司新老客户比例

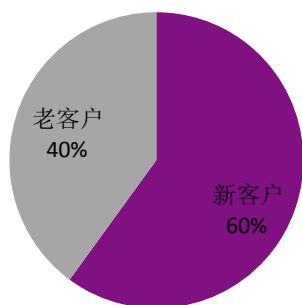
图表 11：公司销售渠道情况



资料来源：公司资料，光大证券研究所

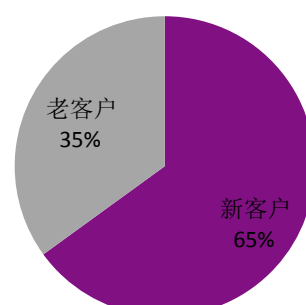
图表 13：公司新老客户贡献收入占比

新老客户数量比例



资料来源：公司资料，光大证券研究所

新老客户贡献收入占比



资料来源：公司资料，光大证券研究所

盈利预测与投资建议

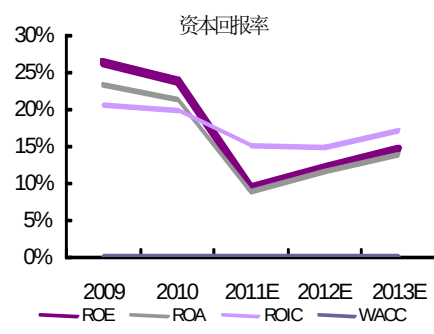
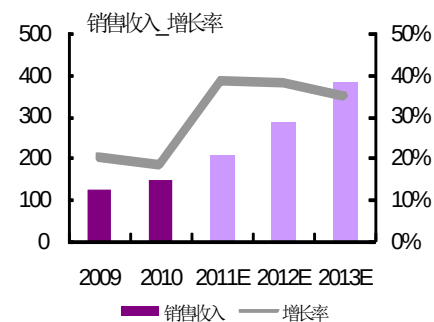
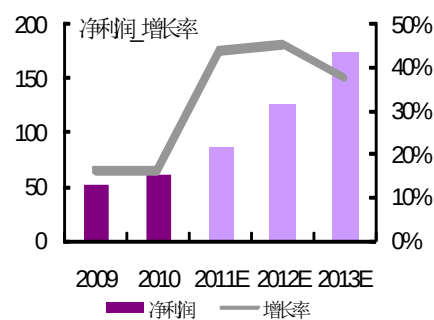
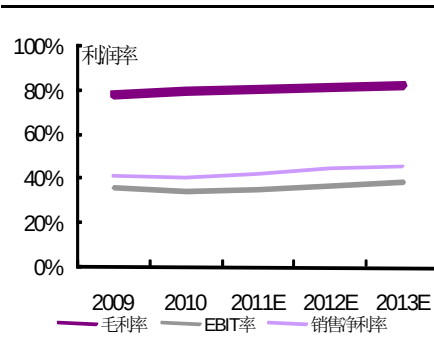
我们预计 2011、2012 年公司营业收入增长率为 38.7%和 38.3%，净利润分别增长 43.7%和 46.1%，对应 EPS 分别为 0.72、1.06 元。考虑到企业级搜索引擎行业广阔的市场空间以及公司的龙头地位，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的 PE，公司合理的询价区间为 18.00-21.60 元。上市首日定价区间 23.04-25.92 元，对应 2011 年 PE 为 32-36 倍。

图表 14：公司分产品收入与盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
收入（百万元）				
企业搜索软件	34.44	46.50	61.84	81.63
内容管理软件	32.49	37.36	42.97	49.41
知识管理竞争情报软件	10.50	14.70	19.84	26.78
文本挖掘软件	6.91	8.77	10.88	13.27
垂直搜索软件	6.73	10.44	15.87	23.48
其他软件产品	6.28	13.82	27.64	42.85
技术服务	47.18	69.83	100.55	140.78
其他收入	3.12	3.43	3.78	4.15
毛利率				
软件产品	85.6%	86.0%	86.5%	87.0%
技术服务	72.3%	75.0%	76.0%	77.0%
其他	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
总收入	147.66	204.85	283.37	382.36
综合毛利率	79.8%	81.1%	81.8%	82.6%
销售费用率	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用率	24.4%	23.8%	23.2%	22.2%
EPS（元）	0.50	0.72	1.06	1.45

资料来源：公司资料，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	125	148	205	283	382
营业成本	28	30	39	51	67
折旧和摊销	3	5	7	12	17
营业税费	3	4	6	9	11
销售费用	23	26	37	51	69
管理费用	24	36	49	66	85
财务费用	0	-1	-3	-7	-7
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	45	51	77	112	156
利润总额	58	67	97	141	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51.81	60.30	87.04	126.69	174.14

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	223	285	982	1,104	1,262
流动资产	168	227	784	788	893
货币资金	98	142	664	620	674
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	62	75	107	151	197
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	8	10	12	17	23
存货	0	0	0	0	0
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	47	47	112	200	238
无形资产	0	8	7	7	7
总负债	26	32	41	54	70
无息负债	26	32	41	54	70
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	197	253	940	1,050	1,192
股本	90	90	120	120	120
公积金	15	35	613	626	643
未分配利润	92	129	207	304	429
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	44	55	68	96	148
净利润	52	60	87	127	174
折旧摊销	3	5	7	12	17
净营运资金增加	25	28	72	84	91
其他	-36	-39	-99	-127	-134
投资活动产生现金流	-4	-8	-148	-130	-70
净资本支出	4	8	148	130	70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-8	-15	-297	-260	-140
融资活动现金流	-23	-4	603	-10	-25
股本变化	0	0	30	0	0
债务净变化	-10	0	0	0	0
无息负债变化	7	5	10	13	15
净现金流	17	43	523	-44	53

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	20.27%	18.52%	38.74%	38.33%	34.93%
净利润增长率	16.35%	16.40%	44.34%	45.55%	37.45%
EBITDA 增长率	28.68%	16.18%	44.26%	45.97%	41.13%
EBIT 增长率	30.96%	12.44%	45.21%	43.56%	41.60%
盈利能力 (%)					
毛利率	77.75%	79.84%	81.06%	81.83%	82.56%
EBITDA 率	38.97%	38.20%	39.36%	41.54%	43.44%
EBIT 率	36.42%	34.55%	35.80%	37.16%	38.99%
税前净利润率	46.25%	45.58%	47.48%	49.68%	50.60%
税后净利润率 (归属母公司)	41.58%	40.84%	42.49%	44.71%	45.54%
ROA	23.21%	21.17%	8.87%	11.48%	13.80%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.31%	23.82%	9.26%	12.07%	14.61%
经营性 ROIC	20.55%	19.71%	14.92%	14.77%	17.07%
偿债能力					
流动比率	6.40	7.19	19.95	15.09	13.22
速动比率	640.16%	718.85%	1995.16%	1508.66%	1321.85%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标					
EPS	0.43	0.50	0.73	1.06	1.45
每股红利	0.00	0.00	0.15	0.26	0.44
每股经营现金流	0.37	0.46	0.56	0.80	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.14	0.13	-1.22	-0.88	-0.07
每股净资产	1.64	2.11	7.84	8.75	9.93
每股销售收入	1.04	1.23	1.71	2.36	3.19

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 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

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。