

2011-06-21

计算机行业

汉得信息 300170-SZ

行业火爆驱动公司进入高速通道

◇ 报告起因: 首次覆盖

◆本土知名 IT 咨询服务提供商, 有望成为中国的 Infosys

公司已成长为中国内陆人员规模最大、服务范围最广、客户群体最多的 IT 咨询服务公司之一, 在高端 ERP 实施咨询领域具有较高的知名度和影响力。相对于行业应用软件大多受行业规模的先天限制不同, 公司整体市场空间非常广阔。如果未来公司能够充分利用上市积聚的品牌效应和资金优势, 通过外部收购等方式提升市场份额和进军上层管理咨询领域, 我们认为公司有望成为中国版的 Infosys。

◆管理软件步入快速发展周期, 公司有望实现高速增长

伴随着民工荒、老龄化等人口问题的出现, 中国制造业原本拥有的人口红利正在逐步消失。ERP 实施项目将成为绝大部分企业提高效率的第一选择方案。根据 JP Morgan 研究报告反映, Oracle 公司亚太地区新增软件授权销售业务在最新一个财务季度出现了爆发式的增长, Oracle 的新增软件授权销售情况构成高端 ERP 实施行业景气度的一个先行指标。我们预计公司未来三年营业收入复合增长率约为 35%。

◆政策支持持续发酵, 营业税减免值得期待

公司被审核认定为 2010 年度国家规划布局内重点软件企业, 随着今年所得税减免的落实, 预计对公司净利润有 5% 左右的正效应。我们预计今年下半年国发〔2011〕4 号文关于软件企业营业税减免的落实政策将正式出台, 根据我们的财务模型进行估算, 营业税减免对公司净利影响比例约为 15.7%, 政策落实效果值得我们进行期待。

◆口碑营销, 奠定公司低费用结构

受益于上市超募资金, 公司财务费用出现大幅度下降。公司历史上一直重视 ERP 实施的品质, 奉行口碑营销的策略, 成功的营销策略带来了公司营业收入中超过 90% 来自于老客户或引荐项目, 奠定了公司低销售费用的特点, 公司管理费用和销售费用率未来将呈下降趋势。受益于三费的下降, 公司未来毛利率将保持稳中有升。

◆首次评级“买入”, 目标价 24 元

我们对公司 2011-2013 年 EPS 的预测为 0.61、0.94 和 1.28 元。我们预测未来三年公司净利复合增长将高达 48.6%, 考虑到公司广阔的成长空间和未来三年比较确定的收入增长, 我们赋予其 0.8 倍 P/E/G, 即 39 倍 2011 年 P/E, 目标价格 24 元, 首次评级“买入”。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	312	361	482	652	891
营业收入增长率	13.00%	15.60%	33.55%	35.30%	36.61%
净利润(百万元)	46	63	100	152	208
净利润增长率	35.38%	36.71%	57.43%	52.53%	36.71%
EPS(元)	0.29	0.39	0.61	0.94	1.28
ROE(归属母公司)	29.19%	28.47%	9.44%	12.58%	14.68%
P/E	56	41	26	17	12
P/B	16	12	2	2	2
EV/EBITDA	4	23	21	13	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	15.92 元
目标价格	24.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

联系人:

浦俊懿

021-22169117

pujunyi@ebsecn.com

符健

021-22169112

fujian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	162
总市值(百万元)	2,579
流通比例(%)	25.92%
12 个月最高/最低(元)	29.50/14.80
近 3 月日均成交量(百万股)	0.53
主要股东	上海迪宣投资管理有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.63	-9.68	0.00
绝对收益	-5.17	-19.21	0.00

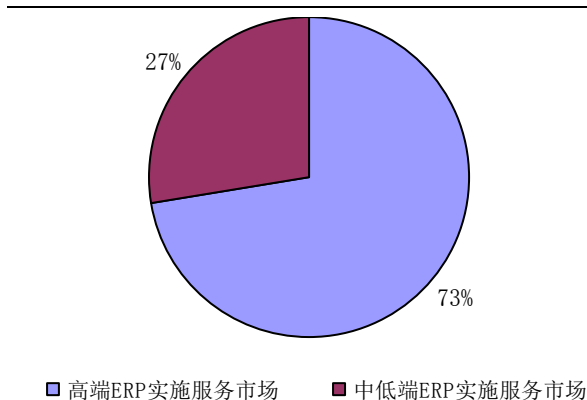
相关报告:

本土知名 IT 咨询服务提供商,有望成为中国的 Infosys

公司已成长为中国内陆人员规模最大、服务范围最广、客户群体最多的 IT 咨询服务公司之一,在 ERP 实施咨询领域具有较高的知名度和影响力,针对企业客户提供高端 ERP 实施服务。

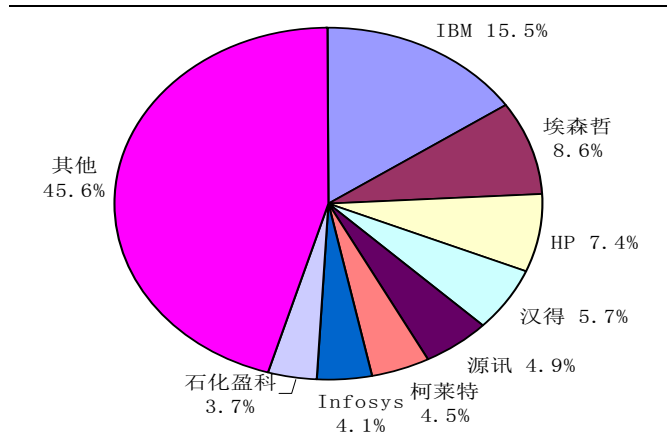
高端 ERP 实施服务市场主要是为以 SAP 和 Oracle 为代表的大型 ERP 软件提供实施服务的市场。公司的服务领域涉及企业信息化的各个方面,包括业务流程优化管理与 IT 规划、高端 ERP 软件 (ORACLE 及 SAP 全线产品) 实施、软件离岸外包开发 (Offshore Developing)、信息系统长期支持维护服务、信息化应用产品培训、大型 IT 系统定制开发与信息系统集成等服务。

图表 1: 2009 年中国 ERP 实施服务市场细分结构图



资料来源: 赛迪顾问, 光大证券研究所

图表 2: 2009 年中国高端 ERP 软件实施服务市场份额图



资料来源: 赛迪顾问, 光大证券研究所

公司核心竞争力主要体现在优秀的咨询实施顾问团队和实施方法论, 公司目前拥有一支中国大陆地区在人数和经验上领先的 IT 应用实施咨询服务团队, 并在长期的企业信息化建设服务中积累了丰富的实战经验。通过多年的市场实践, 公司总结出一套适合中国企业的信息化实施方法论 (QUICK-HAND)。

公司客户群体遍布各大行业, 包括机械、电子、能源电力、汽车、制药、化工、钢铁、高科技、快速消费品、金融、电信以及航天业等。客户中既有欧美及日本驻华企业, 也有高速发展中的国有及民营企业, 自成立至今, 公司已成功为近 500 家公司提供 ERP 实施服务。汉得信息一直秉承口碑营销的策略, 在客户中享有良好的声誉, 并成为了多家企业的信息化长期合作伙伴。

随着国内信息化工业化深度融合的刺激, 必将驱动国内 IT 咨询行业的蓬勃发展, 相对于行业应用软件大多受行业规模的先天限制不同, 公司整体市场空间非常广阔。

公司是目前 A 股市场第一家上市的 ERP 实施企业, 在中国市场缺乏有效的比较对象, 但是在全球资本市场, 该领域上市公司众多, 比较有代表性有美国的 Accenture (NYSE: ACN)、Emerson Electric Co (NYSE: EMR)、印度的 Infosys (NasdaqGS: INFY) 等公司。

我们选取与公司主营业务接近的印度 IT 巨擘 Infosys (中文名: 印孚瑟斯技术有限公司) 进行比较分析。Infosys 为印度历史上第一家在美国上市的公司, 在全球拥有雇员超过 100,000 名, 分布于 27 个国家, 在 56 个主要城市设有办事处或分公司。2000 年位列全球 20 强, 2008 年《福

布斯》全球最具声望排行榜位列第 14 位，2008 年国际外包专业组织发布全球软件出口 100 强中，Infosys 和埃森哲、IBM 名列全球前三名。2004 年该公司正式成立全资中国子公司，进军中国市场，根据赛迪数据，2009 年 Infosys 中国高端 ERP 软件实施服务市场份额约为 4.1%。

图表 3：Infosys 和汉得信息规模对比数据

公司名称	总市值（亿）	总收入（亿）	总利润（亿）
Infosys	2,277.1	390.7	96.9
汉得信息	25.5	3.6	0.7

资料来源：公司 2010 年报，光大证券研究所

在人员流动频繁的 IT 咨询服务行业，汉得公司凭借感恩型企业文化建设和广覆盖的员工持股计划，在过去几年始终保持着低于 10% 的人员流失率，同时公司利用自身成熟的培训体系，通过每年招收国内重点院校应届毕业生来摊薄单位员工劳动成本。公司独特的企业文化和人力资源战略奠定了公司具备长期增长的潜力。

如果未来公司能够充分利用上市积聚的品牌效应和资金优势，通过外部收购等方式进行市场份额提升和进军上层管理咨询领域，我们认为公司有望成为中国版的 Infosys。

管理软件步入快速发展周期，公司有望实现高速增长

伴随着民工荒、老龄化等人口问题的出现，中国制造业原本拥有的人口红利正在逐步消失，效率的提升对于中国制造企业将变得越来越重要，而我国信息化建设的程度和整体投入仍然偏低，随着中国两化建设的深入和制造业的整体转型，可以预计中国企业信息化的投入将进一步加速，而统一企业物流、资金流、信息流的 ERP 实施项目将成为绝大部分企业提高运行和管理效率的第一选择方案。

根据 JP Morgan 研究报告反映，Oracle 公司的新增软件授权销售业务在最新一个财务季度出现了爆发式的增长，主要是源于亚太地区超预期的销售增长率。

作为高端 ERP 实施行业上游企业，SAP 和 Oracle 等公司的新增软件授权收入确认通常早于实施服务，SAP 和 Oracle 的新增软件授权销售情况往往构成高端 ERP 实施行业景气度的一个先行指标，软件授权增长情况对实施服务增长有一定预测功能。根据 Oracle 公司最新季报披露数据显示，Oracle 公司亚太地区新增软件授权销售总额高达 4.02 亿美元，同比增长 32%，远高于历史平均水平和行业一致预期。从数据的角度印证了我们对于整个行业的观点。

对公司 2010 年年度报告数据进行分析可以发现，公司营业收入中 53.18% 来源于 Oracle 相关的软件销售或者实施服务，分别占公司软件销售收入和实施服务的百分比为 62.89% 和 65.77%，因此我们通过分析 Oracle 亚太地区新软件授权销售情况，基本可以把握公司营业收入增长的一个大概。我们预计公司未来 2-3 年将实现高速增长，营业收入将增长 30% 以上，三年复合增长率约为 35%。

根据中国软件资讯网报导，6 月 16 日，用友软件高级副总裁郑雨林在大连软交会期间表示，管理软件市场已经进入高速发展通道，是市场发展的黄金十年，具体到今年来说，管理软件发展形势非常好，市场需求强劲。这是行业内专业人士对我们观点的进一步印证。

图表 4：Oracle 公司最新季报披露数据

	Three Months Ended February 28,			
		Percent Change		
(Dollars in millions)	2011	Actual	Constant	2010
<i>New Software License Revenues:</i>				
Americas	\$ 1,110	35%	34%	\$ 823
EMEA	702	19%	20%	590
Asia Pacific	402	32%	23%	305
Total revenues	2,214	29%	27%	1,718

资料来源：彭博资讯，光大证券研究所

政策支持持续发酵，营业税减免值得期待

根据国家发展和改革委员会、工业和信息化部、商务部、国家税务总局联合下发的《关于发布 2010 年度国家规划布局内重点软件企业名单的通知》（发改高技[2011] 342 号），公司被四部委联合审核认定为 2010 年度国家规划布局内重点软件企业。根据《财政部、国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税[2008] 1 号）关于“国家规划布局内重点软件企业当年未享受免税优惠的，减按 10% 的税率征收企业所得税”。

对公司过去三年和今年一季度的财务数据进行分析可以知道，公司过去三年所得税实际税率约为 10%，但是今年一季度公司所得税实际税率约为 15%，主要是所得税减免政策今年迟迟没有落实，不过根据四部委文件精神，这部分税收减免预计今年将实现落地，对公司净利润有 5% 左右的正效应。

同时根据国发〔2011〕4 号文规定，为“进一步落实和完善相关营业税优惠政策，对符合条件的软件企业和集成电路设计企业从事软件开发与测试，信息系统集成、咨询和运营维护，集成电路设计等业务，免征营业税”。

这是今年政府扶持软件产业而推出的一项新政策。与部分分析人士在考虑营业税减免时，分析政策落实影响公司营业收入的观点不同，我们认为营业税的减免将直接贡献于企业税前利润，从而同比例的影响企业净利润所得。

通过回溯公司历史财务数据可以发现，历史上公司营业税金及附加对于公司税前利润的影响比例高达 20% 左右，今年虽然由于财务等费用的大幅下滑，营业税金及附加对税前利润的影响比例略微有所下降，但根据我们的财务模型进行估算，影响比例仍然有 15.7% 左右。

目前关于营业税减免的政策还未正式落实，随着整体经济进入下半年，我们预计国家宏观产业扶持政策操作办法和具体解读将陆续出台，预计对汉得信息将构成比较重大的利好，后续政策落实效果值得我们进行期待。

图表 5：公司营业税分析（亿元）

年度	2008	2009	2010	2011E
营业税金及附加	8.57	10.73	13.13	17.36
利润总额(税前)	38.46	50.86	69.04	110.69
影响比例	22.29%	21.10%	19.02%	15.69%

资料来源：公司年报，光大证券研究所

口碑营销，奠定公司低费用结构

公司在今年1月成功发行IPO以后，超募资金对于企业财务费用的下降做出了极大贡献，根据最新季报披露的数据，公司一季度财务费用减少267.37%，经过我们测算，财务费用的减少解释了公司一季度净利润同比增加73.81%中超过20%的内容。

在ERP项目实施过程中，是存在一定实施风险的，企业在投入大量项目资金和管理精力的情况下，ERP实施一旦失败，往往会对一个企业的管理流程产生巨大冲击，甚至伤到企业运营的元气。因此ERP实施成功与否及实施过程中的品质是一个ERP实施服务商安身立命的根本，在高端ERP实施领域更是实施服务商成败的关键。

汉得信息历史上一直重视ERP实施的品质，奉行口碑营销的策略，具体包括以下内容：通过建立标杆客户的方式在不同行业内起到良好的示范效应，注重与客户建立长期合作关系，弹性的服务定价、收费模式，多渠道树立公司专业形象等。

公司在行业中持续积累实施经验和客户资源，通过成功实施项目来积累业内口碑、开拓新客户、维系老客户。正是源于公司优秀的品质管理和口碑营销策略，汉得信息实施服务收入中大约70%来自老客户的新项目。

图表 6：汉得信息收入来源构成分析

年度	2007	2008	2009
老客户新项目	67.00%	77.00%	74.00%
引荐项目*	13.00%	14.00%	20.00%
自主培养项目	20.00%	9.00%	6.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

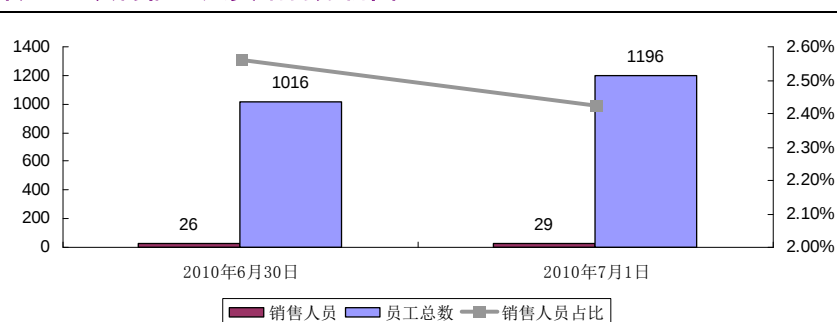
*引荐项目来自于老客户引荐和原厂商引荐

口碑营销策略在不断提升公司品牌形象，给公司带来持续不断营业收入增长的同时，也奠定了公司低销售费用的特点。

由于公司主要以招聘应届毕业生为主，每年的7月是公司员工大量增长的关键时间点，我们选取最新的披露数据进行分析可以印证我们的观点：公司销售人员占比整体处于极低的水平，且不会随着公司营业收入的增长而增长，未来将呈现下降的趋势，主要贡献于公司销售费用率的下降。

同时企业进入快速发展周期以后，还将摊薄企业管理费用率，综合分析，我们认为公司未来三费将呈现下降的趋势，必将带来公司毛利率的增长。

图表 7：汉得信息人员结构分析图



资料来源：公司年报，招股说明书，光大证券研究所

首次评级“买入”，目标价格 24 元

我们预测公司将持续受益于管理软件快速增长，信息化建设提速，国家政策支持力度加大等因素。公司 2011 年营业收入增长有望超过 30%，高于行业平均水平，由于公司口碑营销所具有的客户黏性，三费将出现不同程度的下降。受益于公司营业收入的高速增长和三费的下降，公司毛利率将保持稳中有升。

	2010	2011E	2012E	2013E
收入（百万元）				
ERP 服务收入	306.50	416.66	573.69	796.69
ERP 实施服务	239.85	335.79	470.10	658.14
ERP 软件外包	36.39	40.03	48.04	62.45
ERP 客户支持服务	30.25	40.84	55.55	76.10
ERP 软件销售	54.17	65.01	78.01	93.61
同比增长率				
ERP 服务收入	14.5%	35.9%	37.7%	38.9%
ERP 实施服务	15.9%	40.0%	40.0%	40.0%
ERP 软件外包	-2.4%	10.0%	20.0%	30.0%
ERP 客户支持服务	29.5%	35.0%	36.0%	37.0%
ERP 软件销售	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率				
ERP 服务收入	41.4%	41.9%	42.6%	43.5%
ERP 实施服务	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%
ERP 软件外包	55.6%	56.0%	56.5%	57.0%
ERP 客户支持服务	51.3%	52.0%	53.0%	54.0%
ERP 软件销售	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
总收入	360.7	481.7	651.7	890.3
综合毛利率	36.6%	37.5%	38.7%	39.9%
销售费用率	5.10%	4.60%	4.10%	3.60%
管理费用率	11.10%	10.90%	10.80%	10.70%
EPS（元）	0.39	0.61	0.94	1.28

我们对公司 2011-2013 年 EPS 的预测为 0.61, 0.94 和 1.28 元。我们预测未来三年公司净利复合增长将高达 48.6%，考虑到公司广阔的成长空间和未来三年比较确定的收入增长，我们赋予其 0.8 倍 P/E/G，即 39.0 倍 2011 年 P/E，目标价格 24.00 元，首次评级“买入”。

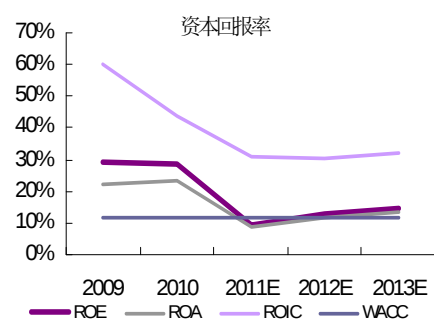
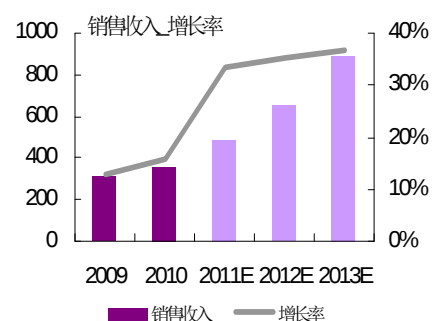
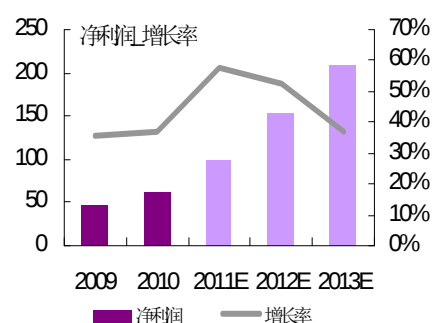
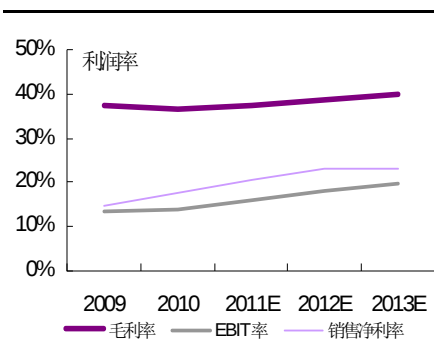
主要风险包括：

市场竞争加剧的风险，IBM 和 Accenture 等国际咨询实施服务商加大对公司市场份额的侵蚀，导致企业营收低于预期。

人力资源风险，大量核心人才流失使得企业核心竞争力受到威胁，单位人力成本上升幅度可能超出预期所带来的业绩压力等。

政策支持力度减弱的风险，如果政府各项行业扶持政策陆续退出，将对行业前景和公司利润增长造成较大负面影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312	361	482	652	891
营业成本	196	229	301	400	536
折旧和摊销	4	3	5	14	26
营业税费	11	13	17	23	32
销售费用	23	24	27	33	41
管理费用	39	42	52	72	97
财务费用	0	-4	-14	-26	-28
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	42	54	91	143	205
利润总额	51	69	111	169	231
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	46.29	63.28	99.62	151.95	207.73

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	211	270	1,125	1,296	1,533
流动资产	205	261	1,071	1,186	1,361
货币资金	142	172	902	959	1,051
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	56	75	152	206	281
应收票据	0	4	5	7	9
其他应收款	2	6	6	8	10
存货	4	1	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	4	4	39	83	132
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	53	48	69	89	117
无息负债	53	48	69	89	117
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	159	222	1,056	1,208	1,415
股本	18	86	162	162	162
公积金	12	65	758	773	794
未分配利润	129	72	136	273	460
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	56	34	34	101	153
净利润	46	63	100	152	208
折旧摊销	4	3	5	14	26
净营运资金增加	4	39	76	65	89
其他	2	-72	-147	-131	-171
投资活动产生现金流	-2	-6	-51	-70	-88
净资本支出	1	6	51	70	88
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2	-12	-102	-140	-176
融资活动现金流	0	0	748	26	28
股本变化	0	68	76	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	0	-4	21	19	29
净现金流	54	29	731	56	92

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	13.00%	15.60%	33.55%	35.30%	36.61%
净利润增长率	35.38%	36.71%	57.43%	52.53%	36.71%
EBITDA 增长率	44.97%	17.37%	53.78%	59.77%	54.78%
EBIT 增长率	50.83%	20.32%	53.85%	52.33%	51.24%
估值指标					
PE	56	41	26	17	12
PB	16	12	2	2	2
EV/EBITDA	4	23	21	13	8
EV/EBIT	5	25	23	15	9
EV/NOPLAT	5	27	25	16	10
EV/Sales	1	3	4	3	2
EV/IC	3	12	8	5	3
盈利能力 (%)					
毛利率	37.39%	36.67%	37.53%	38.67%	39.92%
EBITDA 率	14.58%	14.81%	17.05%	20.13%	22.81%
EBIT 率	13.30%	13.85%	15.95%	17.96%	19.88%
税前净利润率	16.28%	19.12%	22.95%	25.87%	25.89%
税后净利润率 (归属母公司)	14.82%	17.52%	20.66%	23.29%	23.30%
ROA	21.92%	23.40%	8.85%	11.72%	13.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.19%	28.47%	9.44%	12.58%	14.68%
经营性 ROIC	59.88%	43.69%	30.65%	30.39%	32.00%
偿债能力					
流动比率	3.89	5.42	15.41	13.39	11.61
速动比率	381.87%	539.64%	1541.45%	1339.42%	1160.64%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标					
EPS	0.29	0.39	0.61	0.94	1.28
每股红利	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.34	0.21	0.21	0.62	0.94
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.05	-0.28	-0.06	0.10
每股净资产	0.98	1.37	6.52	7.45	8.74
每股销售收入	1.93	2.23	2.98	4.03	5.50

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。

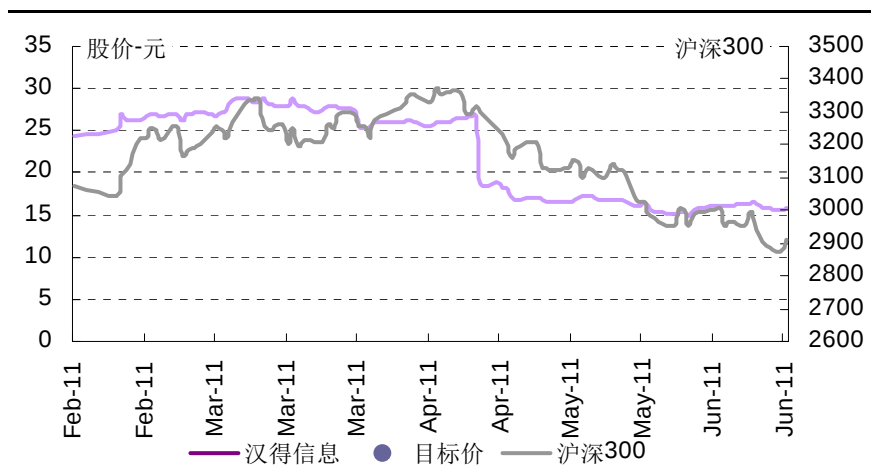
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

汉得信息（300170）

分析师：周励谦



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

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	lixu1@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。