

进入气象领域，开拓全球市场

事件：

- 神州泰岳公告计划与大连华信、贾杨先生（深圳掌控总经理）、廖淳先生（深圳掌控董事长）共同出资设立合资公司，合资公司注册资本 2,000 万元，其中，公司以自有货币资金出资 760 万元，占合资公司注册资本的 38%。合资公司北京华泰德丰技术有限责任公司主要从事面向气象局领域的软件开发、系统集成等业务。
- 神州泰岳公告公司董事会谨慎研究决定，拟以超募资金出资 3,550 万元人民币，在中华人民共和国香港特别行政区设立全资子公司，子公司暂定名为：神州泰岳软件（香港）有限公司（名称以最终注册为准，下称“香港泰岳公司”），资金全部用于海外市场销售网络建设及海外市场开拓。

研究结论：

- **拓展气象领域软件开发的行业应用，为公司提供新的利润增长点。**神州泰岳与大连华信、深圳掌控相关人员成立的合资公司，有利于丰富公司的产品线，为公司寻找电信、金融、等行业外的其他行业应用，为公司提供新的利润增长点，提升公司的竞争优势。公司的合作方行业经验丰富，大连华信是一家面向全球客户提供领先的应用软件产品、信息服务及行业解决方案的供应商，而深圳掌控行业经验丰富，有成熟的气象预警信息发布平台、气象应急指挥系统等行业解决方案，合资公司各股东的技术优势、行业优势和客户优势，将为公司实现业务快速扩张、获取市场份额提供保障。（<http://www.zhangkongtech.com/jj.asp>）
- **成立香港子公司，进一步开拓全球市场。**公司近年来积极进行海外市场开拓，并取得了一定的进展，预计随着公司香港子公司的成立，公司与海外客户的沟通将更加顺畅。依托香港的地域优势，充分发挥其技术服务和辐射中心的作用，能够增强公司在国际人才的交流与引进、最新市场和技术信息以及技术支持等方面的能力和水平，为公司海外业务的拓展提供便捷和保障。根据公司预测，力争用 3-5 年左右的时间，使公司来自海外市场的产品和服务收入突破 1.2 亿元人民币（公司公告数据）。
- **公司估值低，盈利佳。**目前公司 2011 年动态 PE 为 24 倍，2010 年为 33 倍，明显低于行业平均相对于 11 年 33 倍左右的 PE 水平。公司盈利能力良好，内涵外延扩张皆进展顺利。我们分析认为，随着与中移动飞信协议的续约完成，压制公司估值的因素不再。预测公司 2011-2013 年 EPS 为：1.20、1.64、2.06 元，目标价为 52.5 元，维持公司买入评级。
- **风险因素：**中国移动客户集中度风险、对飞信业务依赖的风险以及飞信业务模式转换的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

通信行业分析师

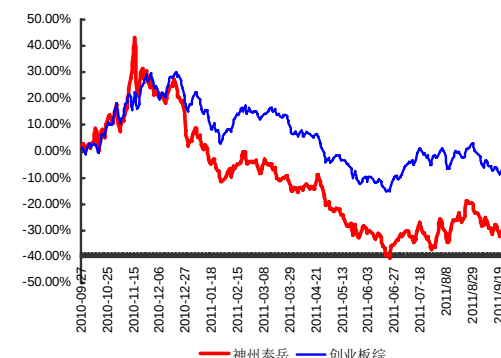
021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 9 月 22 日）	28.86 元
目标价格	52.50 元
总股本（万股）	37920
国家/地区	中国
行业	通信设备
报告发布日期	2011 年 9 月 23 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	842	1,184	1,557	1,907
同比(%)	16%	41%	32%	22%
归属母公司净利	328	455	623	781
同比(%)	21%	39%	37%	25%
毛利率(%)	73.9%	73.9%	73.9%	74.0%
ROE(%)	12.9%	15.6%	18.2%	19.4%
每股收益(元)	0.86	1.20	1.64	2.06
P/E (倍)	33.37	24.03	17.56	14.01
P/B (倍)	4.29	3.76	3.20	2.72
EV/EBITDA	27	19	14	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间

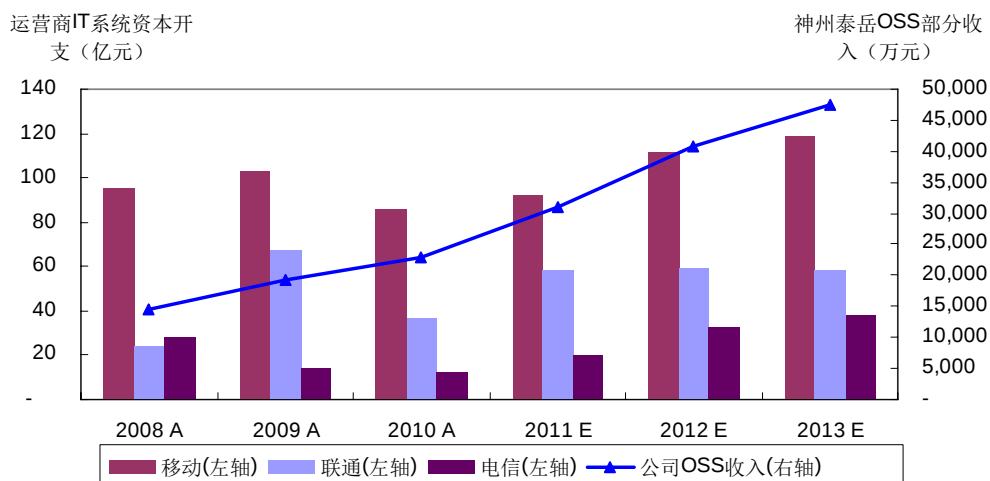
三驾马车同发力，引领公司高成长	2011.04.18
向运营商 OSS 业务拓展更进一步	2011.06.29
中报给力，股价低估	2011.07.29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

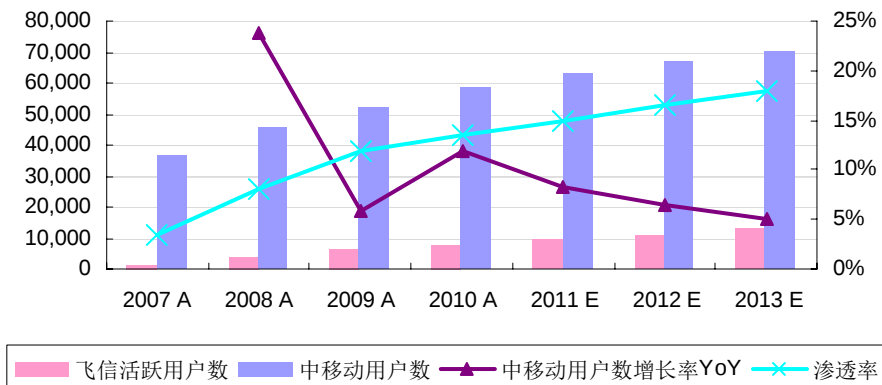
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：神州泰岳 OSS 部分的收入将随着运营商智能管道的建设加速成长



资料来源：公司公告，东方证券研究所预测

图 2：飞信业务用户数预测



资料来源：公司公告，东方证券研究所

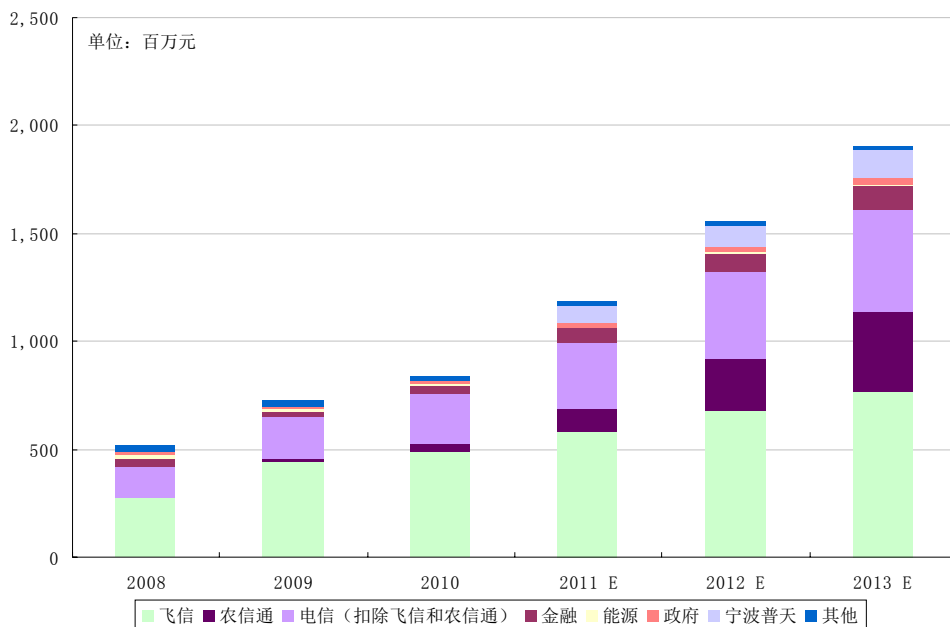
表 1：神州泰岳分拆业务收入估计

	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
IT 运维管理业务	24,144.75	26,269.39	31,712.32	49,706.10	64,196.17	76,824.50
YOY	68.01%	8.80%	20.72%	56.74%	29.15%	19.67%
<u>IT 运维管理业务毛利率</u>	49.69%	75.91%	80.26%	75.80%	75.93%	76.30%
IT 运维管理业务-营业成本	12,147.70	6,328.42	6,260.15	12,029.17	15,450.32	18,208.79
IT 运维管理业务毛利润	11,997.25	19,940.97	25,452.17	37,676.93	48,745.85	58,615.71
 电信（扣除飞信和农信通）	14,545.57	19,159.33	23,019.18	30,909.60	40,900.00	47,520.00
YOY		31.72%	20.15%	34.28%	32.32%	16.19%
<u>毛利率</u>	35.49%	71.49%	79.88%	80.00%	80.00%	80.00%
营业成本	9,382.84	5,462.84	4,632.41	6,181.92	8,180.00	9,504.00
毛利润	5,162.73	13,696.49	18,386.77	24,727.68	32,720.00	38,016.00
 金融	3,297.14	2,207.16	4,237.31	6,355.96	8,262.75	10,741.58
YOY		-33.06%	91.98%	50.00%	30.00%	30.00%
<u>毛利率</u>	76.75%	80.38%	76.97%	76.97%	76.97%	76.97%
营业成本	766.53	433.01	975.76	1,463.64	1,902.73	2,473.55
毛利润	2,530.61	1,774.15	3,261.55	4,892.33	6,360.02	8,268.03
 能源	1,539.90	1,284.80	861.84	689.47	586.05	527.45
YOY		-16.57%	-32.92%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
<u>毛利率</u>	77.17%	80.90%	82.64%	80.00%	80.00%	80.00%
营业成本	351.53	245.37	149.60	137.89	117.21	105.49
毛利润	1,188.37	1,039.43	712.24	551.58	468.84	421.96
 政府	1,558.91	895.28	1,291.18	1,678.54	2,182.10	2,836.73
YOY		-42.57%	44.22%	30.00%	30.00%	30.00%
<u>毛利率</u>	57.79%	79.09%	61.09%	61.09%	61.09%	61.09%
营业成本	657.99	187.20	502.38	653.09	849.02	1,103.73
毛利润	900.92	708.08	788.80	1,025.45	1,333.08	1,733.00
 其他	3,203.23	2,722.82	2,302.80	2,072.52	1,865.27	1,678.74
YOY		-15.00%	-15.43%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
<u>毛利率</u>	69.10%	67.95%	42.46%	42.46%	42.46%	42.46%
营业成本	989.72	872.74	1,325.14	1,192.62	1,073.36	966.02
毛利润	2,213.51	1,850.09	977.66	879.90	791.91	712.72
				1.20	1.64	2.06
宁波普天				8,000.00	10,400.00	13,520.00
YOY					30.00%	30.00%

毛利率	70.00%	68.00%	70.00%
营业成本	2,400.00	3,328.00	4,056.00
毛利润	5,600.00	7,072.00	9,464.00

移动互联网开发及运维支撑业务						
撑业务	27,783.54	46,020.66	52,450.58	68,678.24	91,550.02	113,883.04
YOY		65.64%	13.97%	30.94%	33.30%	24.39%
毛利率	50.94%	74.22%	72.51%	72.51%	72.51%	72.51%
营业成本	13,629.80	11,863.38	14,419.98	18,881.37	25,169.40	31,309.31
毛利润	14,153.74	34,157.28	38,030.60	49,796.87	66,380.63	82,573.74
YOY	0.54	0.61	0.59	0.49	0.44	0.40
飞信	27,783.08	44,102.83	49,120.76	58,022.82	68,108.09	76,375.95
YOY		58.74%	11.38%	18.12%	17.38%	12.14%
毛利率		73.28%	74.13%			
营业成本		11,785.67	12,708.49			
毛利润		32,317.16	36,412.27			
农信通		1,917.83	3,329.82	10,655.42	23,441.93	37,507.09
YOY			73.62%	220.00%	120.00%	60.00%
毛利率		95.93%	48.60%			
营业成本		78.11	1,711.49			
毛利润		1,839.72	1,618.33			
合计(万元)	51,928.29	72,290.05	83,956.09	118,384.34	155,746.20	190,707.54
YOY	17.28%	39.21%	16.14%	41.01%	31.56%	22.45%
毛利率	50.36%	74.83%	75.37%	73.89%	73.92%	74.03%
营业成本	25,777.30	18,191.80	20,680.13	30,910.54	40,619.72	49,518.09
毛利润	26,150.99	54,098.25	63,275.96	87,473.80	115,126.48	141,189.45

资料来源：东方证券研究所

图 3：公司分业务收入预测


资料来源：东方证券研究所

表 2：软件行业公司估值水平

代码	名称	EPS				P/E			
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011	2012	2013
002230	科大讯飞	0.4012	0.6146	1.0256	1.7652	86.49	56.46	33.83	19.66
002253	川大智胜	0.5418	0.7866	1.1107	1.7573	59.93	41.27	29.23	18.47
300059	东方财富	0.3178	0.4919	0.6764	0.9267	68.37	44.17	32.12	23.45
600289	亿阳信通	0.1450	0.1731	0.2164	0.2562	48.68	40.78	32.62	27.55
300074	华平股份	0.4841	0.7740	1.1017	1.5553	49.17	30.75	21.60	15.30
002439	启明星辰	0.3035	0.4610	0.6149	0.7379	58.68	38.63	28.96	24.13
300104	乐视网	0.3186	0.5629	0.8446	1.2171	70.99	40.18	26.78	18.59
002401	中海科技	0.6765	0.8994	1.2387	1.2782	54.62	41.08	29.83	28.91
300113	顺网科技	0.3441	0.5208	0.8224	1.1338	63.36	41.86	26.51	19.23
600446	金证股份	0.2828	0.3615	0.4582	0.5552	51.07	39.95	31.51	26.01
002405	四维图新	0.4849	0.7202	1.0390	1.4884	54.06	36.39	25.23	17.61
002093	国脉科技	0.1192	0.1946	0.2748	0.3831	52.78	32.33	22.89	16.42
300017	网宿科技	0.2482	0.3079	0.4166	0.5478	51.57	41.57	30.73	23.36
300182	捷成股份	0.5989	0.9545	1.4439	2.0832	62.22	39.03	25.80	17.89
002153	石基信息	0.6920	0.9131	1.2513	1.6961	43.23	32.76	23.90	17.63
300098	高新兴	0.4553	0.7479	1.1077	1.2708	61.35	37.35	25.21	21.98
002410	广联达	0.6112	1.0630	1.6225	2.3721	61.68	35.46	23.24	15.89

300036	超图软件	0.3756	0.5347	0.7446	1.0641	54.66	38.39	27.57	19.29
002279	久其软件	0.4211	0.5506	0.7281	1.0603	41.66	31.85	24.09	16.54
300166	东方国信	1.0413	1.5705	2.3096	3.2405	45.34	30.06	20.44	14.57
300183	东软载波	1.0362	1.5775	2.2264	3.0190	44.11	28.98	20.53	15.14
002296	辉煌科技	0.4823	0.7529	1.0484	1.4742	53.91	34.53	24.80	17.64
002095	生意宝	0.3170	0.3768	0.4859	0.5868	51.74	43.53	33.75	27.95
300235	方直科技	0.8046	0.9778	1.2462	1.5725	33.00	27.15	21.30	16.88
300212	易华录	0.5676	0.9891	1.5095	2.2499	61.66	35.39	23.19	15.56
300085	银之杰	0.2831	0.3263	0.4479	0.6421	40.55	35.19	25.63	17.88
600588	用友软件	0.4069	0.6963	0.9132	1.2023	56.05	32.76	24.98	18.97
300231	银信科技	0.6696	0.9693	1.3660	1.8679	46.60	32.19	22.84	16.70
300020	银江股份	0.2703	0.4440	0.6628	0.9368	53.28	32.43	21.73	15.37
300226	上海钢联	0.6745	0.9660	1.3669	1.8806	41.90	29.25	20.67	15.03
002474	榕基软件	0.7531	1.2418	1.8528	2.4850	50.62	30.70	20.57	15.34
300245	天玑科技	0.6517	0.8950	1.2674	1.7571	41.43	30.17	21.30	15.37
601519	大智慧	0.2312	0.2107	0.2761	0.7194	62.97	69.11	52.73	20.24
300209	天泽信息	0.6004	0.8897	1.2566	1.6718	44.05	29.73	21.05	15.82
300010	立思辰	0.2561	0.4503	0.6822	0.9638	52.36	29.01	19.15	13.46
300168	万达信息	0.4431	0.7021	1.0258	1.3842	50.78	32.05	21.93	16.25
002544	杰赛科技	0.3236	0.4711	0.7503	1.0295	47.90	32.90	20.66	15.06
002195	海隆软件	0.4038	0.6231	0.8572	1.1867	42.66	27.65	20.10	14.52
300052	中青宝	0.2732	0.4016	0.5565	0.6847	45.17	30.73	22.18	18.02
002368	太极股份	0.4411	0.6834	0.9691	1.3853	46.57	30.03	21.18	14.81
300150	世纪瑞尔	0.4698	0.8349	1.2011	1.6942	47.76	26.88	18.68	13.25
600410	华胜天成	0.3817	0.4449	0.5867	0.7795	33.49	28.73	21.78	16.40
002315	焦点科技	1.2797	1.7419	2.3538	3.3219	34.43	25.29	18.72	13.26
300170	汉得信息	0.3906	0.6127	0.8973	1.2092	46.42	29.59	20.20	14.99
300075	数字政通	0.5959	0.8661	1.1739	1.5708	39.57	27.23	20.09	15.01
600570	恒生电子	0.3506	0.4664	0.6255	0.7990	41.39	31.10	23.19	18.16
300229	拓尔思	0.5025	0.7110	0.9970	1.3673	44.28	31.30	22.32	16.27
002232	启明信息	0.2210	0.3411	0.5523	0.8297	46.89	30.38	18.76	12.49
300079	数码视讯	0.6660	0.9483	1.2757	1.7112	34.54	24.25	18.03	13.44
002063	远光软件	0.5670	0.7074	0.9761	1.3768	35.61	28.54	20.69	14.66
002065	东华软件	0.5979	0.8231	1.0824	1.4082	34.70	25.21	19.17	14.74
300033	同花顺	0.6791	0.6559	0.8600	1.1942	29.75	30.80	23.49	16.92
300051	三五互联	0.2193	0.4663	0.7256	1.0598	45.97	21.62	13.89	9.51
600718	东软集团	0.3948	0.4310	0.5267	0.6524	23.38	21.41	17.52	14.15
600845	宝信软件	0.6620	0.8020	0.9955	1.2477	21.75	17.96	14.47	11.54
300047	天源迪科	0.3964	0.5879	0.8020	1.0389	30.86	20.80	15.25	11.77
600536	中国软件	0.4113	0.8340	1.1440	1.5680	38.78	19.13	13.94	10.17
					平均数	48.01	33.05	23.55	17.11
					中位数	46.89	31.30	22.18	16.27
300002	神州泰岳	0.8648	1.201	1.644	2.060	33.37	24.03	17.56	14.01

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,118	2,428	2,969	3,579	营业收入	842	1,184	1,557	1,907
现金	1,678	1,966	2,261	2,772	营业成本	220	309	406	495
应收账款	344	334	537	598	营业税金及附加	11	16	21	25
其它应收款	7	20	20	28	营业费用	29	41	54	66
预付账款	16	15	24	27	管理费用	253	355	436	515
存货	71	93	126	154	财务费用	(33)	(36)	(42)	(50)
其他	4	0	0	1	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	624	697	732	759	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	76	76	76	76	投资净收益	4	4	4	5
固定资产	381	615	649	682	营业利润	354	492	676	850
无形资产	0	(0)	(0)	(0)	营业外收入	13	15	18	20
其他	168	7	7	1	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2,743	3,125	3,701	4,338	利润总额	365	506	693	868
流动负债	171	193	255	291	所得税	38	51	69	87
短期借款	-	-	-	-	净利润	327	455	623	781
应付账款	44	60	80	97	少数股东损益	(1)	-	-	-
其他	127	132	175	194	归属于母公司净利润	328	455	623	781
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	331	469	650	817
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)-全面摊薄	0.86	1.20	1.64	2.06
其他	18	18	18	18	主要财务比率				
负债合计	189	211	273	309	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	3	3	3	3	成长能力				
股本	316	379	379	379	营业收入	16.4%	40.7%	31.6%	22.4%
资本公积	1,562	1,499	1,499	1,499	营业利润	24.9%	39.1%	37.4%	25.7%
留存收益	673	1,033	1,547	2,148	归属于母公司净利润	21.3%	38.9%	36.9%	25.3%
归属母公司股东权益合计	2,551	2,911	3,425	4,026	获利能力				
负债和股东权益	2,743	3,125	3,701	4,338	毛利率	73.9%	73.9%	73.9%	74.0%
现金流量表					净利率	39.0%	38.5%	40.0%	41.0%
单位:百万元					ROE	12.9%	15.6%	18.2%	19.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.3%	14.1%	16.6%	17.9%
经营活动现金流	145	428	410	686	偿债能力				
净利润	327	455	623	781	资产负债率	6.9%	6.8%	7.4%	7.1%
折旧摊销	10	13	16	17	净负债比率	93.10%	93.25%	92.61%	92.87%
财务费用	(33)	(36)	(42)	(50)	流动比率	12.40	12.60	11.64	12.30
投资损失	(4)	(4)	(4)	(5)	速动比率	11.99	12.12	11.14	11.77
营运资金变动	(173)	(1)	(195)	(68)	营运能力				
其它	18	1	12	11	总资产周转率	0.33	0.40	0.46	0.47
投资活动现金流	(527)	(24)	(46)	(45)	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	401	81	50	50	应付账款周转率	5.48	5.92	5.78	5.58
长期投资	76	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	(50)	57	4	5	每股收益	0.86	1.20	1.64	2.06
筹资活动现金流	(12)	(116)	(69)	(130)	每股经营现金流	0.52	1.13	1.08	1.81
短期借款	-	-	-	-	每股净资产	6.73	7.68	9.03	10.62
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	190	-	-	-	P/E	33.37	24.03	17.56	14.01
资本公积增加	(196)	(59)	-	-	P/B	4.29	3.76	3.20	2.72
其他	(5)	(56)	(69)	(130)	EV/EBITDA	26.78	18.91	13.64	10.86
现金净增加额	(393)	288	295	511					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn