

无线你的生活

研究结论

公司是无线外设技术领域的专业厂商，主要产品包括鼠标、键盘、耳机、游戏手柄，在我国无线键鼠行业市场占有率排名第一。2010 年公司销售收入中有 96.67%来自键鼠产品销售，3.07%来自其他无线产品销售。

- **五大品牌瓜分键鼠市场。**根据 ZDC 统计显示，2010-2012 年我国键鼠市场的增长率分别为 17.90%、23.30%和 26.10%，2012 年整体销量将达到 5,012.70 万套，增长速度逐步提升。在键鼠市场中，市场关注份额主要被罗技、雷柏、双飞燕、微软和雷蛇五大主力品牌所瓜分，其他品牌与这几大品牌相比有着难以逾越的差距，市场竞争也主要在这几大品牌之间展开。
- **无线键鼠成为市场王者指日可待。**随着近年来无线技术的不断发展完善，无线键鼠的制造成本也快速下降，得到了消费者的青睐，无线键鼠的普及已然是大势所趋。随着笔记本电脑、智能电视等终端市场的快速发展，将有望拉动无线键鼠市场，无线键鼠将继续高速增长，2012 年销量预计突破 2,200 万套。
- **公司产品竞争优势：品牌、价格、技术、设计。**公司自主品牌“雷柏”虽然创立时间较短，但已成为国内键鼠市场领导品牌之一，主要因为公司在 2007 年抓住了 2.4GHz 产品的换代机会，成为了国内无线键鼠的龙头企业。今年公司又发布“2.4G 多通道融合解决方案”，并推出“刀锋”系列键盘产品和 5.8G 无线产品，新技术、新产品的推出再次展示了公司实力，我们认为公司将凭借新技术在无线产品领域持续保持领先优势。
- **募投项目将解决产能瓶颈，保证公司长期快速的发展。**公司产能利用率和产销率都常年处于高位，随着募投项目达产，将增加键鼠产品年产能 2,500 万套/年，无线音频产品 360 万套/年，无线游戏手柄产品 120 万套/年，预计募投项目要在明年初才能投产，这将大大缓解公司目前产能不足的问题，保证公司长期快速的发展。
- **无线产品、自主品牌将提升公司综合毛利率。**未来公司对无线产品的研发、生产及市场推广的投入会不断增加，同时计划从今年 9 月开始全部生产自主品牌产品，明年将完全生产自主品牌，并将自有品牌“雷柏”产品作为一线品牌打入海外市场，这将大幅帮助公司提升公司的知名度以及产品的毛利率水平。
- **我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.80 元、1.11 元、1.46 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司 2012 年 28 倍 PE，对应目标价为 30.8 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**公司可能存在市场竞争风险、人力成本上涨的风险、人机交互方式变化的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 12 月 2 日) 25.61 元

目标价格 30.80 元

总股本/A 股 (万股) 12,800/12,800

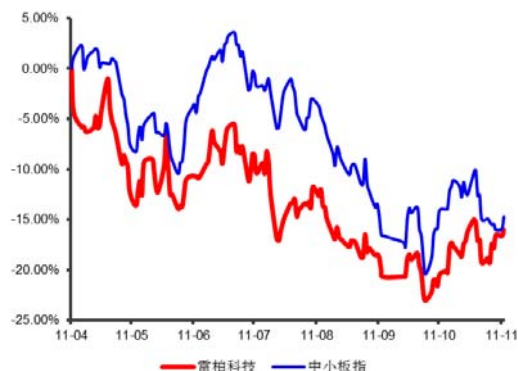
A 股市值 (百万元) 3278

国家/地区 中国

行业 电子行业

报告发布日期 2011 年 12 月 2 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	649	604	805	1076
同比(%)	16%	-7%	33%	34%
净利润	110	103	142	187
同比(%)	18%	-7%	38%	31%
毛利率(%)	32.3%	32.9%	34.5%	34.4%
ROE(%)	50.6%	7.0%	8.8%	10.4%
每股收益(元)	0.86	0.80	1.11	1.46
P/E(X)	30.14	32.31	23.35	17.76
P/B(X)	15.25	2.25	2.05	1.84

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

目 录

一、公司是无无线外设领域的专业厂商	5
二、五大品牌瓜分键鼠市场.....	6
1、我国键鼠市场增长速度逐步提升	6
2、罗技独领风骚键盘市场	7
3、五大领军品牌垄断鼠标市场	7
4、罗技、雷柏、双飞燕三足鼎立键鼠套装市场	8
三、无线键鼠成为市场王者指日可待	9
1、鼠标与键鼠套装均失陷，有线退守键盘市场	9
2、无线键鼠价格平民化改变了键鼠市场格局	9
3、笔记本电脑、智能电视有望拉动无线键鼠市场	10
四、公司产品竞争优势：品牌、价格、技术、设计.....	12
1、品牌认知高	12
2、价格平民化	13
3、无线产品领域技术领先	14
4、工艺设计能力强	15
五、三大增长动力推动公司持续高增长.....	15
1、募投项目将解决产能瓶颈，保证公司长期快速的发展	15
2、无线产品、自主品牌提升公司综合毛利率	16
3、大力拓展连锁渠道和网络销售渠道，积极开拓海外市场	17
六、盈利预测与估值分析	19
1、盈利预测	19
2、相对估值	22
3、绝对估值	23
4、风险提示	23

图表目录

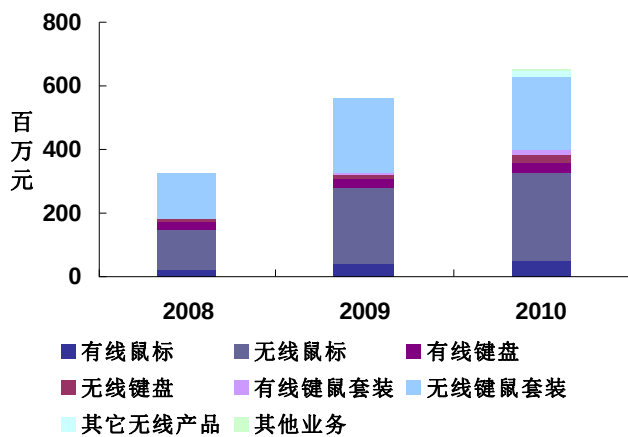
图 1：公司各类业务收入变化	5
图 2：公司各类业务毛利率变化	5
图 3：公司 2.4G 无线系列产品	5
图 4：公司蓝牙无线系列产品	5
图 5：公司游戏 V 系列产品	6
图 6：公司有线 N 系列产品	6
图 7：2007-2012 年我国键鼠市场增长速度逐步提升	6
图 8：2010 年我国键盘市场品牌关注比例分布	7
图 9：2009 年我国键盘市场品牌份额占比	7
图 10：2010 年我国鼠标市场品牌关注比例分布	8
图 11：2009 年我国鼠标市场品牌份额占比	8
图 12：2010 年我国键鼠套装市场品牌关注比例分布	8
图 13：2009 年我国键鼠套装市场品牌份额占比	8
图 14：我国键鼠市场不同连接方式关注比例与产品数量分布	9
图 15：您在未来购买键鼠设备更加倾向于？	9
图 16：罗技不足百元的 M215 无线鼠标在京东商城上热卖	10
图 17：雷柏不足百元的 nano3100 无线鼠标在京东商城热卖	10
图 18：迷你接收器解决了无线鼠标接收器过长的问题	11
图 19：无线键鼠将会进军智能电视市场	11
图 20：2007-2012 年全球笔记本电脑（NB）出货量	11
图 21：2009-2014 年全球互联网电视出货量	11
图 22：2007-2012 年我国不同连接方式的键鼠市场份额占比	12
图 23：2007-2012 年我国无线键鼠市场快速增长	12
图 24：五大领军鼠标品牌关注度变化趋势	13
图 25：公司拥有模具制造、注塑、喷油、贴片、邦定、插件、测试、组装等全部工序	14
图 25：公司自主品牌产品的毛利率水平一直高于贴牌产品	17
图 26：公司无线产品的毛利率水平一直高于有线产品	17
图 27：公司国内市场主要销售渠道包括：传统 IT 渠道、连锁渠道、网络销售渠道	17
图 28：连锁渠道和网络销售渠道销售收入将呈现爆发式增长	18

表 1：公司在无线外设领域保持技术领先	14
表 2：公司产能利用率和产销率长期高位运行	15
表 3：公司现有产能及募投投产后产能预测情况	16
表 4：分业务收入预测表	20
表 5：盈利预测表（百万元）	22
表 6：可比上市公司估值比较	22
表 7：DCF 估值模型	23
附表：财务报表预测与比率分析	24

一、公司是无线外设领域的专业厂商

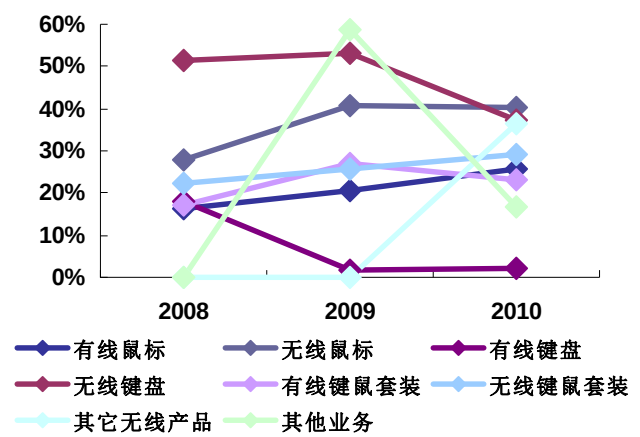
公司是无线外设技术领域的专业厂商，致力于向全球用户提供包括鼠标、键盘、耳机、游戏手柄等高性能、高品质的无线外设产品。2007 年及以前，公司主要为国外客户提供贴牌生产服务；2007 年，公司开始推出“雷柏”自主品牌键鼠产品；2008 年，自主品牌产品迅速得到国内市场的认可，目前在国内无线键鼠行业市场占有率排名第一。2010 年公司销售收入中有 96.67%来自键鼠产品销售，3.07%来自其他无线产品销售。

图 1：公司各类业务收入变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司各类业务毛利率变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司拥有 2.4G 无线系列、蓝牙无线系列、游戏 V 系列和有线 N 系列等多个系列产品，以无线为主，有线为辅，在 2.4G 无线连接、无延迟、免对码智能连接、蓝光寻迹、省电等技术应用方面居于行业领先水平。

图 3：公司 2.4G 无线系列产品



7100 NANO 无线鼠标

- 2.4GHz 零延迟无线传输
- 无需对码的智能连接技术
- 额外四键实现“前进”“后退”功能
- 500/1000dpi 可调节的高精度光学引擎
- NANO 超迷你超薄设计
- 电源开关

目标群体：笔记本、上网本用户



8800 无线键鼠套装

- 2.4GHz 零延迟无线传输
- 无需对码的智能连接技术
- 额外四键实现“前进”“后退”功能
- 12 个功能按键，方便快捷
- 静音应用音量飞梭
- 800/1600dpi 可调节的超精准激光引擎
- 13mm 超薄薄型，舒适的人体工学设计

目标群体：使用台式机的家庭或者办公用户

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司蓝牙无线系列产品



6900 无线鼠标

- 无需接收器的蓝牙连接
- 办公、演示、多媒体三种功能模式
- 800/1600dpi 可调节的超精准激光引擎
- 左右翻页金属质感滚轮
- 额外四键实现“前进”“后退”功能
- USB 充电功能
- 集成光源指示灯

目标群体：HTPC 爱好者、白领、商务、移动商务人士



6500 无线键盘

- 无需接收器的蓝牙连接
- 6 个多媒体功能按键
- 独有的省电技术
- 低电压报警功能

目标群体：HTPC 爱好者、追求生活品质年轻人群、享受聆听音乐的用户

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司游戏 V 系列产品



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司有线 N 系列产品



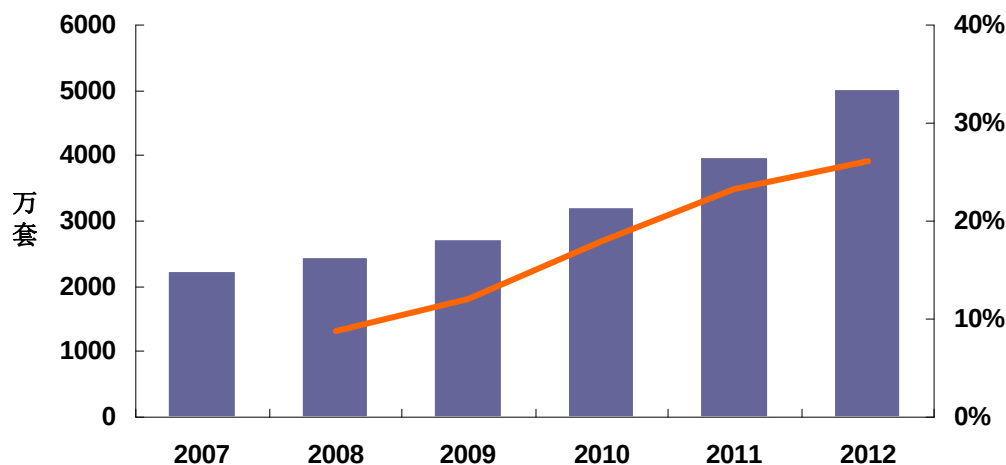
资料来源：公司公告，东方证券研究所

二、五大品牌瓜分键鼠市场

1、我国键鼠市场增长速度逐步提升

2008 年、2009 年我国键鼠市场销量增长率分别为 8.80%和 12.10%，随着全球金融危机影响的逐步减弱，我国键鼠市场增长速度逐步提升。根据 ZDC 统计显示，2010-2012 年我国键鼠市场的增长率分别为 17.90%、23.30%和 26.10%，2012 年整体销量将达到 5,012.70 万套。在键鼠市场中，市场关注份额主要被罗技、雷柏、双飞燕、微软和雷蛇五大主力品牌所瓜分，其他品牌与这几大品牌相比有着难以逾越的差距，市场竞争也主要在这几大品牌之间展开。

图 7：2007-2012 年我国键鼠市场增长速度逐步提升

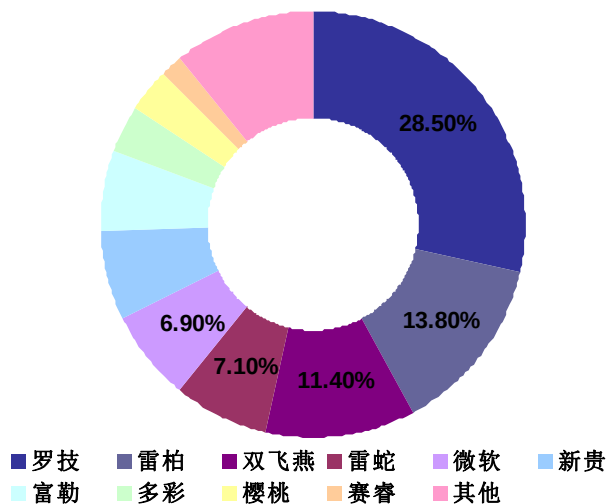


资料来源：ZDC，东方证券研究所

2、罗技独领风骚键盘市场

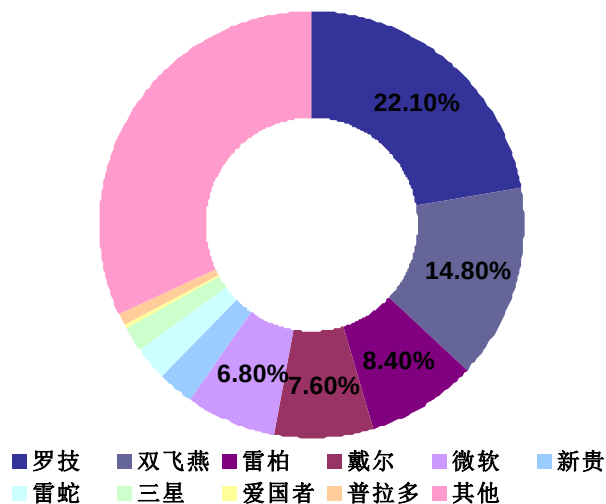
在 2010 年键盘市场中，罗技以 28.5% 的关注比例超越众多品牌，成为了 2010 年最受用户关注的键盘品牌，市场领先优势较为明显。雷柏和双飞燕两大品牌的关注比例也较高，分别获得了 13.8% 和 11.4% 的关注比例，排名前五大品牌所占市场关注份额近七成。

图 8：2010 年我国键盘市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

图 9：2009 年我国键盘市场品牌份额占比

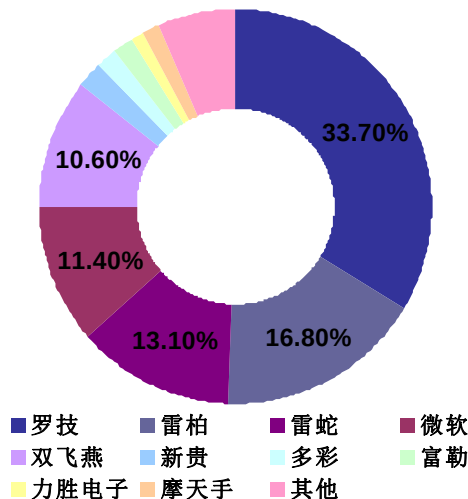


资料来源：ZDC，东方证券研究所

3、五大领军品牌垄断鼠标市场

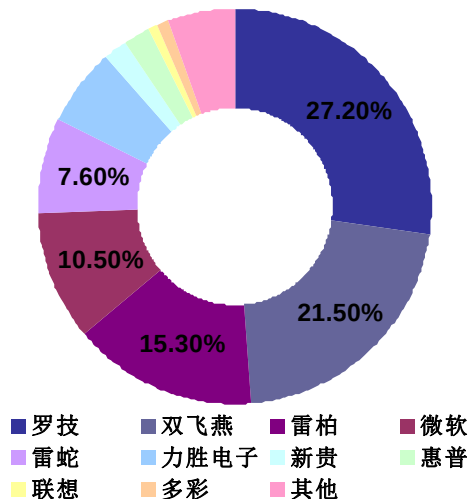
在 2010 年鼠标市场中，罗技以 33.7% 的关注比例夺冠，雷柏、雷蛇、微软和双飞燕四大品牌分别以 16.8%、13.1%、11.4% 和 10.6% 的关注比例排在第二至第五位。排名前五的五大主力品牌总计垄断了八成以上市场关注份额，其他品牌的关注比例较低，均在 2% 左右或者以下，完全没有实力与五大品牌进行正面竞争，市场格局已经确立。

图 10：2010 年我国鼠标市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

图 11：2009 年我国鼠标市场品牌份额占比

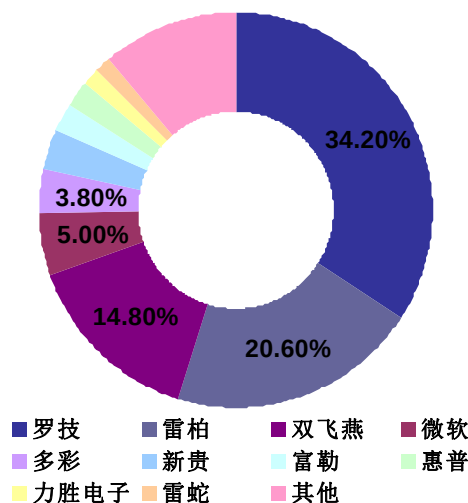


资料来源：ZDC，东方证券研究所

4、罗技、雷柏、双飞燕三足鼎立键鼠套装市场

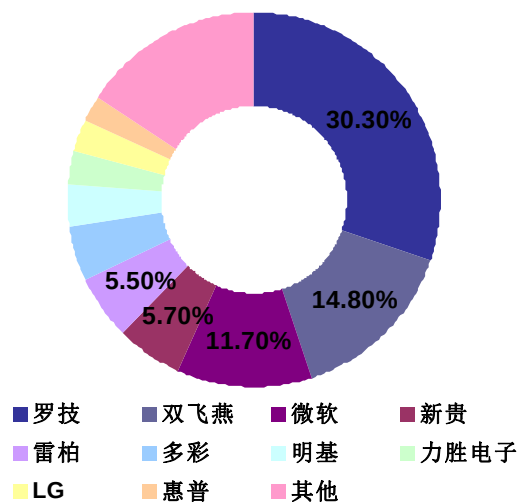
在 2010 年键鼠套装市场中，罗技以 34.2% 的关注比例再次位列第一，市场地位无人可以动摇，雷柏紧随其后，以 20.6% 的关注比例排在第二位，双飞燕排在第三位，获得了 14.8% 的关注比例。排名前三位的品牌总计占据了近七成的市场关注份额，对整个键鼠套装市场形成了垄断。微软以 5% 的关注比例排在第四位，其他品牌的关注比例则相对有限，关注比例均在 4% 以下。

图 12：2010 年我国键鼠套装市场品牌关注比例分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

图 13：2009 年我国键鼠套装市场品牌份额占比



资料来源：ZDC，东方证券研究所

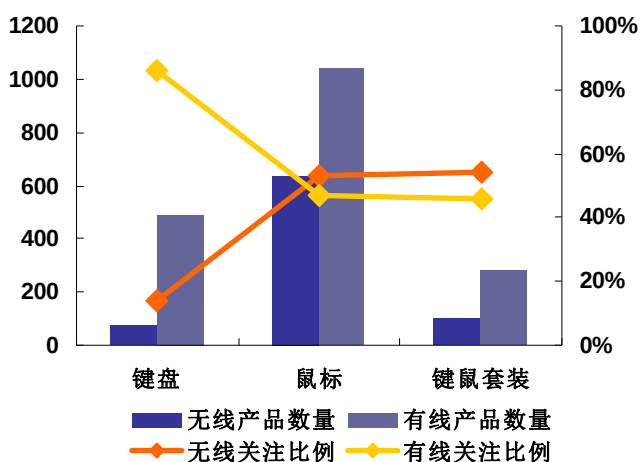
三、无线键鼠成为市场王者指日可待

1、鼠标与键鼠套装均失陷，有线退守键盘市场

2010 年无线键鼠便在键鼠市场中大行其道，消费者对无线键鼠的接受程度也在不断提高。根据 ZDC 在 2011 年 4 月的统计数据，在产品数量方面，虽然有线键鼠产品数量要多于无线键鼠产品数量，但是从消费者的角度来看就会发现，在鼠标市场和键鼠套装市场中，无线鼠标和无线键鼠套装产品分别获得了 52.9% 和 54.3% 的关注比例，均高于有线鼠标和有线键鼠套装 47.1% 和 45.7% 的关注比例，消费者对采用无线技术的鼠标和键鼠套装产品越来越关注，无线键鼠的普及已然是大势所趋。

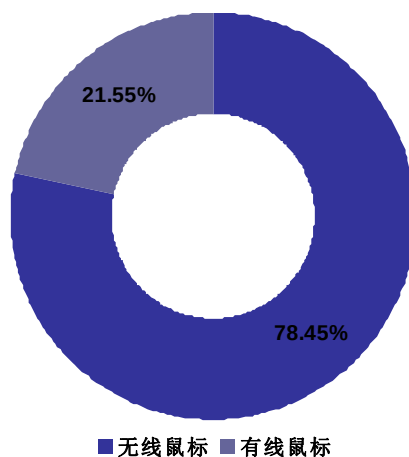
幸好在键盘市场有线键盘仍然保持着十分明显的优势，有线键盘获得了 85.8% 的关注比例，要远远高于无线键盘 14.2% 的关注比例。与鼠标和键鼠套装市场有所不同，键盘的移动性和便携性不佳，大部分用户使用键盘的场所相对固定，即便是有少部分对键盘手感要求较高从而使用外接键盘的笔记本电脑用户，也由于外接键盘难以移动从而对键盘的便携性要求大幅降低，所以键盘市场也成了有线键鼠产品最后的堡垒。

图 14：我国键鼠市场不同连接方式关注比例与产品数量分布



资料来源：ZDC，东方证券研究所

图 15：您在未来购买键鼠设备更加倾向于？



资料来源：ZDC，东方证券研究所

2、无线键鼠价格平民化改变了键鼠市场格局

有线键鼠之所以在前几年能够死死的压制住无线键鼠的势头而称霸市场，价格低廉是其最大的杀手锏，但随着近年来无线技术的不断发展完善，无线键鼠的制造成本也快速下降，之前价格高高在上的无线键鼠迅速的放下身段，键鼠厂商们也嗅到了其中的商机，纷纷大幅拉低旗下产品的价格，甚至多家厂商向市场推出了数十款百元以下价位的键鼠外设产品，受到了消费者的热烈追捧。

其实有线键鼠真正面临危机还是由于一线品牌在无线键鼠方面的发力，之前虽然有部分品牌推出了价格只有几十元的无线键鼠产品，但不少用户出于对手感和性能的考虑对这部分低质低价的产品并不予以考虑。然而，随着罗技、雷柏等一线键鼠厂商对无线领域的投入不断加大，一线厂商旗下的

无线键鼠价格也被大幅拉低，百元、甚至不足百元的无线键鼠产品也纷纷面世，这部分品牌由于有着雄厚的技术研发实力，其低价产品的质量也能得到一定的保证，得到了消费者的青睐。

图 16：罗技不足百元的 M215 无线鼠标在京东商城上热卖



资料来源：京东商城，东方证券研究所

图 17：雷柏不足百元的 nano3100 无线鼠标在京东商城热卖



资料来源：京东商城，东方证券研究所

3、笔记本电脑、智能电视有望拉动无线键鼠市场

目前市场中购买无线鼠标的用户有相当一部分均属于笔记本电脑用户，无线鼠标的便携性成为了这部分用户主要考虑的因素，相比有线鼠标，无线鼠标携带更加方便，尤其是近年来迷你接收器已经普及，以往无线接收器过长的问题也得以很好的解决。无线鼠标摒弃了有线鼠标连接线的缠绕以及接口的反复插拔等不足，一下子便赢得了许多对移动性和便携性要求较高的用户欢迎。根据台湾拓扑产业研究中心的统计，全球笔记本电脑的出货量 2010-2012 年复合年增长率 17% 左右，到 2012 年有望接近 2.7 亿台，未来笔记本电脑的销量增长直接刺激了无线鼠标的销量。

除了笔记本电脑市场，无线键鼠在未来的发展空间其实非常广阔，无线键鼠不再仅仅局限于 PC 领域，正向其他领域进行扩张。以目前在家电市场中炒得火热的智能电视以及之前风靡市场的互联网电视为例，人们通过电视便可以玩转互联网以及其他娱乐设备。但是随着电视功能的不断丰富，其对负责人机交流的输入设备要求也越来越高，仅仅一个小小的遥控器已经难以应付，预计在未来智能家用设备发展到一定阶段的时候，无线键鼠很有可能接替遥控器从而向家电市场进军。根据台湾拓扑产业研究中心的统计，2009 年全球仅互联网电视机的出货量就达到了 1,700 万台，而到 2014 年全球互联网电视的出货量有望接近 1.5 亿台，复合年增长率高达 54% 左右，智能电视（互联网电视）市场的兴起无疑会大幅提升对无线键鼠的需求。

图 18：迷你接收器解决了无线鼠标接收器过长的问题



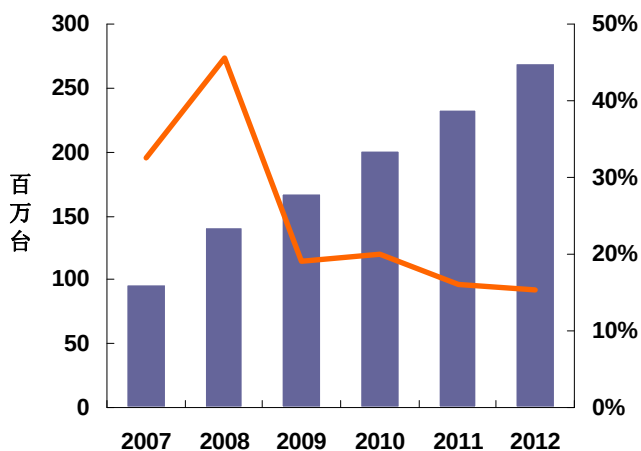
资料来源：东方证券研究所

图 19：无线键鼠将会进军智能电视市场



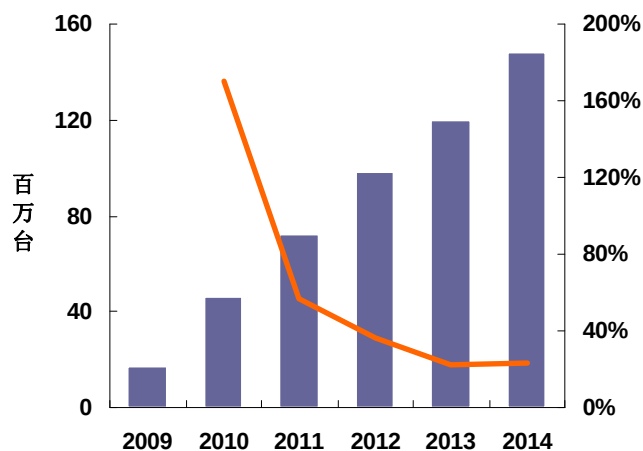
资料来源：东方证券研究所

图 20：2007-2012 年全球笔记本电脑（NB）出货量



资料来源：台湾拓扑产业研究中心，东方证券研究所

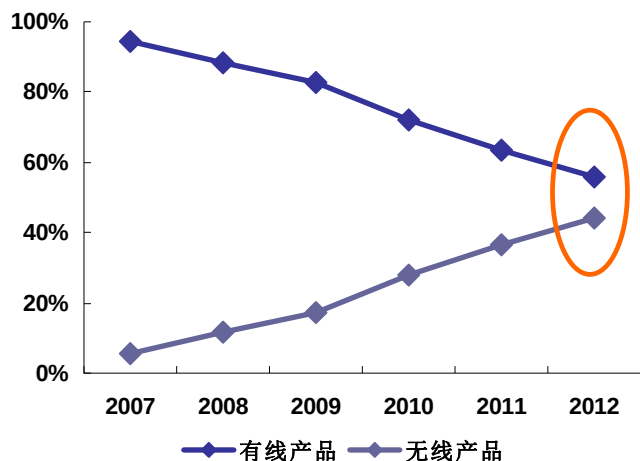
图 21：2009-2014 年全球互联网电视出货量



资料来源：台湾拓扑产业研究中心，东方证券研究所

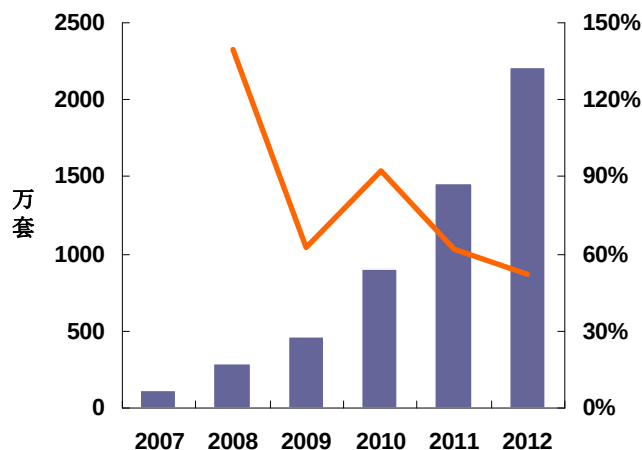
随着笔记本电脑、智能电视等终端市场的快速发展，将有望拉动无线键鼠市场。从整体上来看，无线键鼠将继续高速成长，2012 年销量预计突破 2,200 万套，其中无线鼠标在未来继续成为最具前景的产品，2012 年有望突破 1,000 万套。

图 22：2007-2012 年我国不同连接方式的键鼠市场份额占比



资料来源：ZDC，东方证券研究所

图 23：2007-2012 年我国无线键鼠市场快速增长



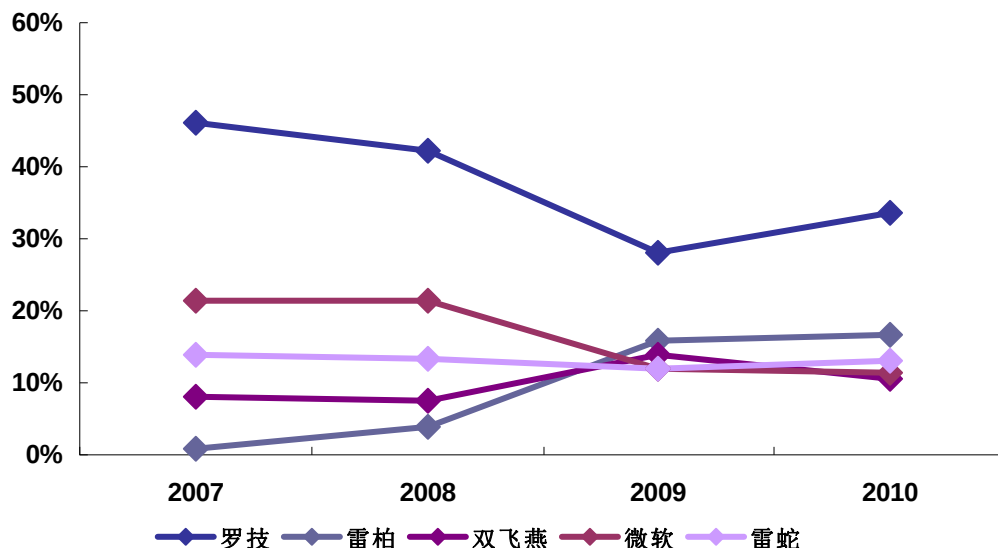
资料来源：ZDC，东方证券研究所

四、公司产品竞争优势：品牌、价格、技术、设计

1、品牌认知高

公司自主品牌“雷柏”虽然创立时间较短，但已成为国内键鼠市场领导品牌之一。在众多媒体的市场调查中，“雷柏”品牌在品牌关注度、用户首选品牌、用户关注产品等方面都处于前列。以公司拳头产品鼠标为例，2007 年在我国鼠标市场最受用户关注品牌分布中，刚刚推出的“雷柏”品牌就占据了 0.80% 的份额，排在第八位；2008 年“雷柏”已占据 4%，排名也上升至第五位；2009 年“雷柏”一举超过双飞燕、微软和雷蛇，占据 15.70%，排名上升至第二位，仅次于罗技；2010 年再接再厉，占据 16.8%，保持第二的排名。可见，消费者对“雷柏”品牌已有较强的认可。

在国内市场，成功的市场运作和高性价比的产品往往是成功的关键。从品牌关注度变化趋势来看，罗技和微软近三年关注度下滑明显，这一方面是由于国际品牌市场推广力度不够，除非是两大品牌的忠实用户，普通用户对他们的产品了解甚少；另一方面，国际品牌定位和定价过高也影响用户的接受程度。与国际品牌逐步下滑趋势相反的是，“雷柏”品牌保持了强劲的增长势头。

图 24：五大领军鼠标品牌关注度变化趋势


资料来源：ZDC，东方证券研究所

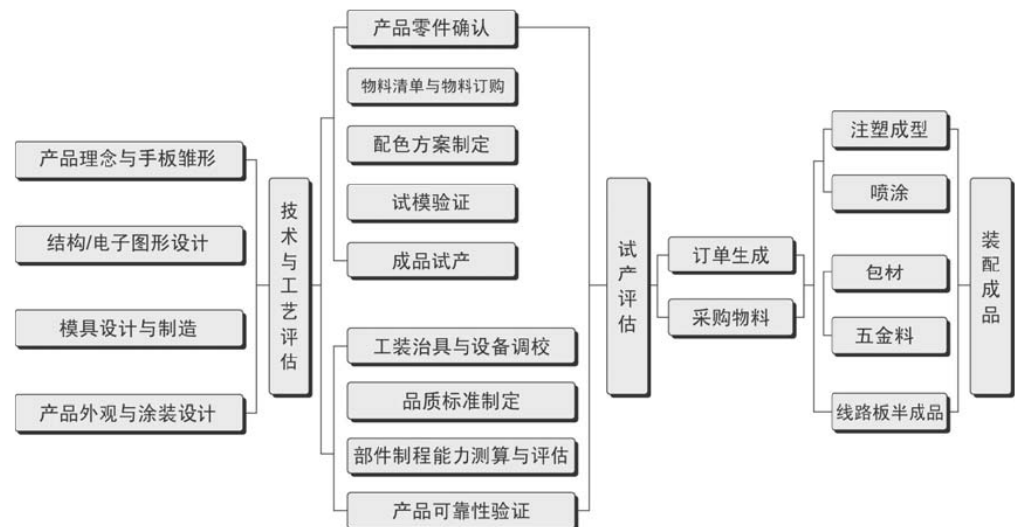
2、价格平民化

2007 年初，国内无线市场基本还是处于完全的高价阶段，那时候不到 400 元别想买无线产品，各大品牌几乎都没有把自己的精力放到无线产品线上，导致无线键鼠可供选择的产品非常少。在 2007 年下半年，公司杀入国内市场，率先推出了 168 元的无线鼠标 7100，正式拉开了国内市场的“无线时代”，也确立了自己无线市场的领军地位。

价格战对于厂商来说，可能很多人首先想到的是会减少厂商自己的利润，厂商不会轻易打价格战。其实并不是那样，有实力的厂商反而更愿意打价格战，谁先把自己的明星产品杀至百元价位，谁就占得了先机，同时也有效抑制了山寨市场对产品销量的冲击。

那么公司产品的价格是如何做到如此平民化，我们认为与公司垂直制造能力密不可分。公司拥有模具制造、注塑、喷油、贴片、邦定、插件、测试、组装等全部工序，完成了产品线从开发到出货的整体设计及工艺的垂直整合，是业内极少数具有垂直制造实力的厂商，具有一定的制造优势。垂直整合最大好处就是能提高产品质量控制和市场响应速度。目前，公司交货周期仅需 7-20 天，低于同行业水平。

图 25：公司拥有模具制造、注塑、喷涂、贴片、邦定、插件、测试、组装等全部工序



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3、无线产品领域技术领先

公司拥有 2.4G 无线系列、蓝牙无线系列、游戏 V 系列和有线 N 系列等多个系列产品，以无线为主，有线为辅，在 2.4G 无线连接、无延迟、免对码智能连接、蓝光寻迹、省电等技术应用方面居于行业领先水平。今年公司发布“2.4G 多通道融合解决方案”，并推出“刀锋”系列键盘产品和 5.8G 无线产品，新技术、新产品的推出再次展示了公司实力，我们认为公司将凭借新技术在无线产品领域持续保持领先优势。

表 1：公司在无线外设领域保持技术领先

时间	行业领先的研究成果及应用
2002年	推出感应式无线光学鼠标
2004年	推出发光鼠标
2006年	推出电池寿命超长2.4G无线激光鼠标
2008年	推出带触摸多媒体按键键盘
2009年	推出无线游戏鼠标
2010年	推出高端机械键盘、2.4G 无线触摸鼠标
2011年	推出“2.4G 多通道融合解决方案”、“刀锋”系列键盘产品和 5.8G 无线产品

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4、工艺设计能力强

除此以为，公司也把工业设计作为产品战略的一部分。目前公司拥有优秀的工业设计团队，涵盖了工业设计、模型制作、色彩材质设计、交互界面设计、包装设计、平面设计等多个方面，工业设计能力在业内居于领先地位。

正是对工业设计的严格要求和不断追求，公司多款产品获得了较好的销售业绩和市场的广泛关注。2007 年推出的采用人体工学设计的 7100 无线鼠标，曾于 2009 年 11 月创下了单月销售量突破 8 万只的佳绩；2008 年推出的 8500 花蝴蝶无线键鼠套装打破了传统键鼠产品呆板的外观设计和单调配色风格；2009 年推出的 3700.Fit 与 2900.TOUCH，受到市场广泛的关注，其中 3700.Fit 获得中关村在线网站评选的“2009 年度卓越产品奖”，2900.TOUCH 获得《电脑迷》杂志评选的“2009-2010 年度电脑迷编辑选择奖”，展现出雷柏和中国键鼠行业强大的工业设计能力和一流的工业设计水平。

五、三大增长动力推动公司持续高增长

1、募投项目将解决产能瓶颈，保证公司长期快速的发展

公司自 2008 年以来，产能利用率和产销率长期高位运行：2008 年以来鼠标产品的产能利用率始终在 100%左右，键盘产品的产能利用率在 2009 年以来也都超过了 100%；鼠标产品的产销率一直维持在 94.6%以上，键盘产品产销率在 2010 年超过了 100%，而键鼠套装产品的产销率更是持续三年高达 98%以上。尽管近年公司不断提高生产效率扩充产能，但无奈受限于租用厂房的面积和设计所限，其产能始终无法很好的满足市场需求，产能瓶颈限制了公司进一步的发展。

表 2：公司产能利用率和产销率长期高位运行

年度	产品类别	产能（套）	产量（套）	销量（套）	产能利用率（%）	产销比（%）
2010 年	鼠标	8,000,000	8,228,865	8,047,166	102.86%	97.79%
	键盘	1,450,000	1,501,792	1,508,286	103.57%	100.43%
	键鼠套装	4,000,000	3,798,821	3,730,147	94.97%	98.19%
2009 年	鼠标	6,500,000	6,691,692	6,329,526	102.95%	94.59%
	键盘	1,300,000	1,307,766	1,231,247	100.60%	94.15%
	键鼠套装	3,400,000	3,348,294	3,296,882	98.48%	98.46%
2008 年	鼠标	3,000,000	2,998,123	2,995,624	99.94%	99.92%
	键盘	870,000	765,002	732,057	87.93%	95.69%
	键鼠套装	1,700,000	1,569,331	1,545,402	92.31%	98.48%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

为此公司将募投资金 47,975 万元投资于 5 个项目：键鼠产品建设项目、音频（无线音箱、耳机）产业化项目、无线游戏手柄产业化建设项目、技术中心建设项目和营销总部及信息平台建设项目，建设周期为 18 个月。我们预计募投项目要在明年初才能投产，第一年投产 40%，第二年投产 80%，第三年达产，达产后有望新增键鼠产品年产能 2,500 万套，无线音频产品年产能 360 万套，以及无线游戏手柄年产能 120 万个，这将大大缓解公司目前产能不足的问题，保证公司长期快速的发展。目前无线键鼠市场空间非常广阔，预计新增产能顺利消化的概率较高。

表 3：公司现有产能及募投投产后产能预测情况

产品	募投投产前（万套）				募投投产后（万套）		
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
鼠标	300	650	800	850	1,220	1,590	1,690
键盘	87	130	145	200	360	520	580
键鼠套装	170	340	400	500	660	820	850
音频产品	-	-	25	50	144	288	360
游戏手柄	-	-	1	20	48	96	120
合 计	557	1,120	1,366	1,620	2,432	3,314	3,600

资料来源：公司公告，东方证券研究所

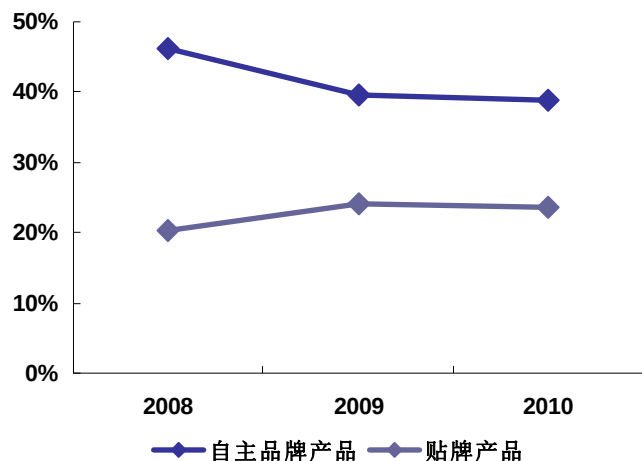
2、无线产品、自主品牌提升公司综合毛利率

2008-2010 年公司综合毛利率分别为 24.14%、30.99%、32.34%，逐年递增，其中公司 2010 年的毛利率已经非常接近全球 PC 外设行业的龙头企业罗技 35%的毛利率，处于较高水平；而公司自主品牌“雷柏”2010 年的毛利率为 38.79%，已经超过了罗技的毛利率水平。公司能够达到较高的毛利率水平，除了卓有成效的垂直制造能力和成本控制能力以外，还与公司毛利率较高的自主品牌产品和无线产品销售占比逐年递升密不可分。

近年来公司自主品牌“雷柏”的毛利率水平一直高于贴牌产品，2010 年自主品牌产品毛利率为 38.79%，大大高于贴牌产品的 23.69%；同时，由于“雷柏”品牌在国内知名度的提升，自主品牌销售占比也从 2008 年的 14.79%持续上升到 2010 年的 57.39%，公司计划从今年 9 月开始全部生产自主品牌产品，预计该比例将上升至 60%以上，明年公司将完全生产自主品牌，这无疑将提升了综合毛利率水平。

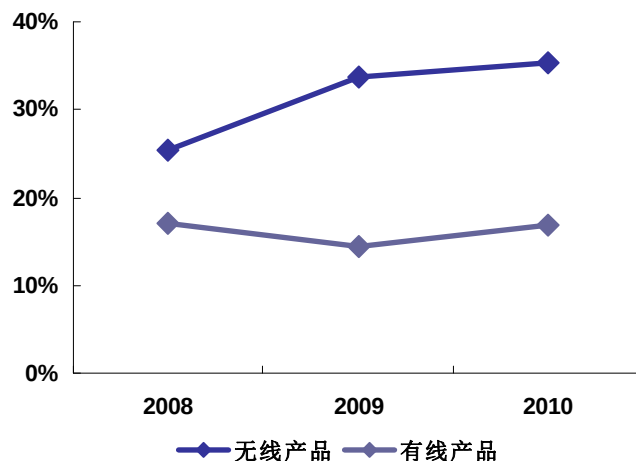
同时公司无线产品的销售占比较高，一直维持在 84%左右的水平；而无线产品的技术附加值大大高于有线产品，其毛利率水平也都高于同类的有线产品，2010 年无线产品的毛利率为 35.36%，大大高于有线产品 16.87%的毛利率水平，未来公司对无线产品的研发、生产及市场推广的投入会不断增加，这也将帮助推高公司的毛利率水平。

图 25：公司自主品牌产品的毛利率水平一直高于贴牌产品



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：公司无线产品的毛利率水平一直高于有线产品

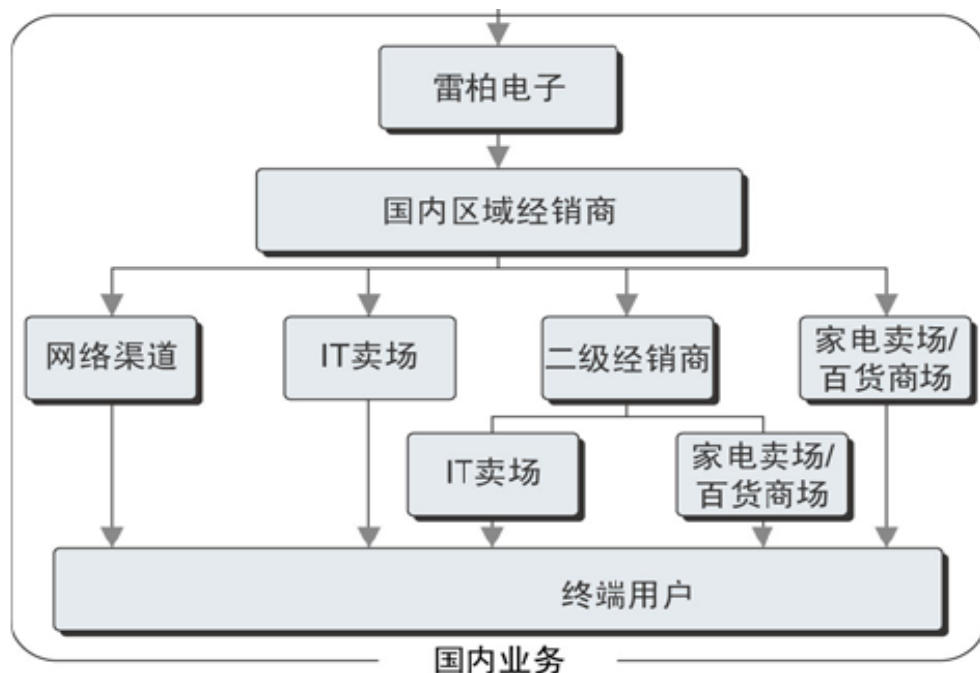


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3、大力拓展连锁渠道和网络销售渠道，积极开拓海外市场

公司以方便消费者进行购买和体验为目标在国内市场搭建了多层次的销售渠道，主要包括：传统 IT 渠道、连锁渠道、网络销售渠道，并根据销售渠道不同组建了相应的销售团队，实行三个体系共同运作，既相互独立又相互支撑。

图 27：公司国内市场主要销售渠道包括：传统 IT 渠道、连锁渠道、网络销售渠道



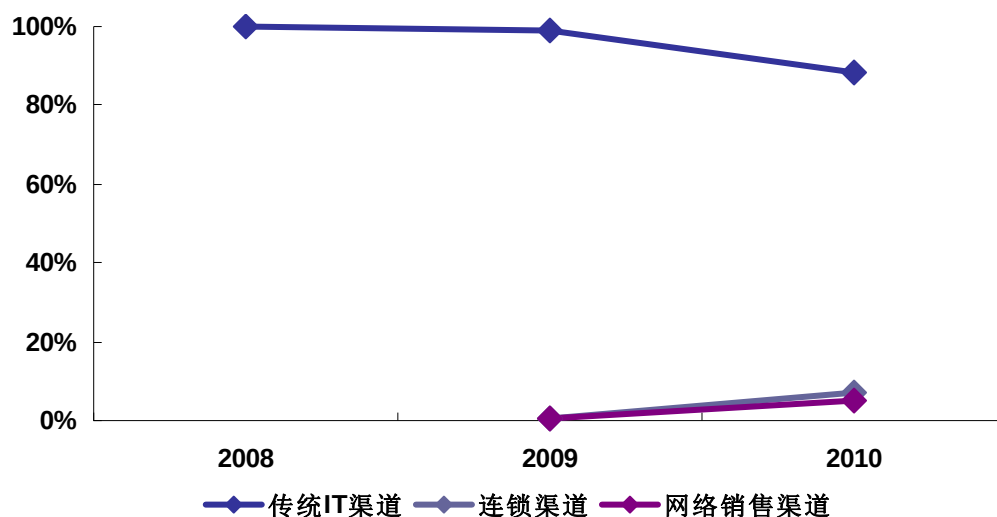
资料来源：公司公告，东方证券研究所

传统的 IT 渠道：以细化渠道、细分市场为目标搭建，将全国区域划分为七个大区，二十多个二级区域，建立了以总部为中心，各省级分销为总代理，各地市为二级代理商的分销渠道管理体系。目前，公司建立了以北京、上海、广州为核心的七大营销区域，构建了适合于整体市场发展的传统渠道网络，能够做到快速有效覆盖一级城市，并对二级城市进行渗透，实现覆盖并占领各级 IT 市场终端。

连锁渠道：根据连锁模式的特点，同时借鉴公司在传统渠道的成功经验，公司专门组建了连锁渠道管理部门。连锁渠道目前主要包括：苏宁、国美等。

网络销售渠道：公司在雷柏电子专设电子商务部负责管理与运营，支撑雷柏在京东、淘宝、拍拍等 B2C、C2C 网络销售运营。

图 28：连锁渠道和网络销售渠道销售收入将呈现爆发式增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们可以看出传统 IT 渠道仍然是公司业务收入的主要来源，但从 2009 年才贡献收入的连锁渠道发展迅速，例如苏宁在 2010 年进入到公司前 5 的客户之列，收入贡献超过 1500 万元；同时随着中国网民数量的不断增加，网上零售市场规模预计也将持续提高，预计网络销售渠道销售收入也将呈现爆发式增长。

除了在国内市场的拓展，公司也制定了开拓海外市场的战略目标：从“中国的雷柏”逐步发展到“世界的雷柏”。在北美和欧洲，大型连锁超市是无线键鼠产品的主要销售通道，仅国际外设巨头罗技，微软所服务的键鼠产品零售市场就高达 100 亿人民币。以前公司主要是通过为欧洲二、三线品牌提供 ODM/OEM 的方式，今年上半年，公司开始全力推进“雷柏”品牌的国际化进程，重点发展欧洲和北美两个市场，已经在荷兰鹿特丹设立了办事处并正式运作，与相关合作方的洽谈进展顺利，公司自有品牌产品预期于今年第三季度末开始在海外铺货。随着海外自主品牌业务在四季度的放大，公司的盈利能力将得以提升，力争在今年实现海外自有品牌销售 8000 万元到 1 亿元人民币，这将大幅帮助公司提升公司的知名度以及产品的毛利率水平。

六、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

主要假设：

- 1、随着笔记本电脑、智能电视等终端市场的快速发展，将有望拉动无线键鼠市场。从整体上来看，无线键鼠将继续高速增长，2012年销量预计突破2,200万套，其中无线鼠标在未来继续成为最具前景的产品，2012年有望突破1,000万套。
- 2、我们预计募投项目要在年底才能投产，第一年投产40%，第二年投产80%，第三年达产，达产后有望新增键鼠产品年产能2,500万套，无线音频产品年产能360万套，以及无线游戏手柄年产能120万个。目前无线键鼠市场空间非常广阔，预计新增产能顺利消化的概率较高。
- 3、公司自主品牌“雷柏”的毛利率水平一直高于贴牌产品，公司计划从今年9月开始全部生产自主品牌产品，预计该比例将上升至60%以上，明年公司将完全生产自主品牌，这无疑将提升了综合毛利率水平。
- 4、无线产品的技术附加值大大高于有线产品，其毛利率水平也都高于同类的有线产品，未来公司对无线产品的研发、生产及市场推广的投入会不断增加，这也将帮助推高公司的毛利率水平。
- 5、自今年下半年开始，公司将自有品牌“雷柏”产品作为一线品牌打入海外市场，随着海外自主品牌业务在四季度的放大，公司的盈利能力将得以提升，力争在今年实现海外自有品牌销售8000万元到1亿元人民币，这将大幅帮助公司提升公司的知名度以及产品的毛利率水平。
- 6、其它无线产品，如耳麦、游戏手柄，去年是新产品尝试性的上市销售，产品较单一，收入较少，但今年已实现大批量产与销售，由于基数较低，未来会呈现快速增长。
- 7、随着公司收入的快速增长，我们预期公司管理费用的增长保持同步增长，随着雷柏品牌的国际化进程推进，销售费用将会小幅提升，随着募集资金定期存款利息增加，财务费用将会大幅下降。
- 8、预计公司未来三年实际所得税率为22.5%左右。

表 4：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
有线鼠标					
销售数量（万套）	197.36	241.97	229.87	252.86	278.14
增长率（YOY）	99.6%	22.6%	-5.0%	10.0%	10.0%
单价（元）	20.5	21.0	20.6	20.2	19.8
增长率（YOY）	-20.4%	2.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
销售收入（百万元）	40.4	50.9	47.4	51.1	55.1
增长率（YOY）	58.9%	26.0%	-6.9%	7.8%	7.8%
毛利率（%）	20.8%	25.6%	27.0%	29.0%	29.0%
无线鼠标					
销售数量（万套）	431.72	562.74	506.47	658.41	855.93
增长率（YOY）	115.4%	30.3%	-10.0%	30.0%	30.0%
单价（元）	56.0	48.8	43.9	41.7	39.7
增长率（YOY）	-9.8%	-12.7%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
销售收入（百万元）	241.6	274.7	222.5	274.8	339.4
增长率（YOY）	94.2%	13.7%	-19.0%	23.5%	23.5%
毛利率（%）	40.6%	40.4%	40.0%	40.0%	40.0%
有线键盘					
销售数量（万套）	113.62	137.59	110.07	121.08	133.19
增长率（YOY）	72.8%	21.1%	-20.0%	10.0%	10.0%
单价（元）	24.9	27.0	32.4	31.8	31.1
增长率（YOY）	-32.8%	8.5%	20.0%	-2.0%	-2.0%
销售收入（百万元）	28.3	37.2	35.7	38.4	41.4
增长率（YOY）	16.1%	31.4%	-4.0%	7.8%	7.8%
毛利率（%）	1.6%	2.1%	6.0%	18.0%	18.0%
无线键盘					
销售数量（万套）	9.49	13.24	17.21	22.38	29.09
增长率（YOY）	27.1%	39.5%	30.0%	30.0%	30.0%
单价（元）	78.7	136.6	123.0	116.8	111.0
增长率（YOY）	-21.7%	73.6%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
销售收入（百万元）	7.5	18.1	21.2	26.1	32.3
增长率（YOY）	-0.5%	142.2%	17.0%	23.5%	23.5%
毛利率（%）	53.3%	37.1%	37.0%	38.0%	38.0%

有线键鼠套装

销售数量 (万套)	24.76	42.89	38.60	42.47	46.71
增长率 (YOY)	1910.8%	73.2%	-10.0%	10.0%	10.0%
单价 (元)	34.9	38.7	40.6	39.8	39.0
增长率 (YOY)	-42.6%	10.8%	5.0%	-2.0%	-2.0%
销售收入 (百万元)	8.7	16.6	15.7	16.9	18.2
增长率 (YOY)	1053.3%	91.9%	-5.5%	7.8%	7.8%
毛利率 (%)	27.1%	23.2%	23.0%	25.0%	25.0%

无线键鼠套装

销售数量 (万套)	304.93	330.14	313.63	407.72	530.04
增长率 (YOY)	98.9%	8.3%	-5.0%	30.0%	30.0%
单价 (元)	77.1	69.8	66.3	63.0	59.8
增长率 (YOY)	-15.9%	-9.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
销售收入 (百万元)	235.2	230.4	207.9	256.8	317.1
增长率 (YOY)	67.3%	-2.0%	-9.8%	23.5%	23.5%
毛利率 (%)	25.9%	29.1%	32.0%	34.0%	34.0%

其它无线产品

销售收入 (百万元)		20.0	52.1	138.4	269.8
增长率 (YOY)			160.8%	165.6%	95.0%
毛利率 (%)		36.4%	32.0%	32.0%	32.0%

其他业务

销售收入 (百万元)	0.1	1.6	2.0	2.5	3.0
增长率 (YOY)		1677.8%	25.0%	25.0%	20.0%
毛利率 (%)	58.7%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%

合计 (百万元)	561.6	649.4	604.5	805.1	1076.4
增长率 (YOY)	73.9%	15.6%	-6.9%	33.2%	33.7%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 6.04 亿元、8.05 亿元、10.76 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.03 亿元、1.42 亿元、1.87 亿元；对应预测 EPS 分别为 0.80 元、1.11 元、1.46 元。

表 5：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	649	604	805	1076
营业成本	439	405	527	706
营业税金及附加	1	3	4	5
营业费用	34	29	40	54
管理费用	34	40	60	81
财务费用	2	-5	-9	-9
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	139	131	182	239
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	142	132	183	241
所得税	31	30	41	54
净利润	110	103	142	187
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	110	103	142	187
EPS（元）	0.86	0.80	1.11	1.46

资料来源：Wind，东方证券研究所

2、相对估值

我们选取与公司业务模式与特点类似的 5 家公司进行对比，目前行业可比公司 2011、2012 年平均 PE 分别为 35 和 24 倍。结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司 2012 年 28 倍 PE，对应目标价为 30.8 元，首次给予公司“买入”评级。

表 6：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002351.SZ	漫步者	33	29	23
002376.SZ	新北洋	55	37	25
002369.SZ	卓翼科技	51	35	23
002241.SZ	歌尔声学	72	39	24
平均		53	35	24

资料来源：Wind，东方证券研究所

3、绝对估值

我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 33.77 元，对应 2012 年 PE 为 30 倍。

表 7：DCF 估值模型

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率(%)		2%
贝塔值 (β)	1.050	1.050
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	11.00%	11.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K_e)	13.35%	13.35%
债务成本 K_d (%)	5.79%	5.79%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	10.00%	0.00%
WACC	12.59%	12.59%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
10.59%	37.81	39.89	42.45	45.68	49.89	55.62
11.59%	34.12	35.70	37.62	39.98	42.96	46.85
12.59%	31.08	32.31	33.77	35.54	37.71	40.47
13.59%	28.54	29.50	30.64	31.99	33.62	35.64
14.59%	26.39	27.16	28.06	29.11	30.36	31.87

资料来源：Wind，东方证券研究所

4、风险提示

市场竞争风险

公司主要从事键鼠等电脑外设产品的研发、生产和销售。由于行业进入的资金门槛不高，国内有线键鼠市场竞争充分，具有一定规模的厂商达数百家。虽然公司在无线键鼠领域占得先机且“雷柏”品牌已成为国内无线键鼠主流品牌之一，具备技术、品牌、规模和渠道等多方面的优势，但由于新进入者对市场的低价冲击，公司仍面临较大的市场竞争风险。

人力成本上涨的风险

公司人工成本呈逐年上升趋势，人工成本占营业成本比例从 2008 年的 11.88% 上升到 2010 年的 13.79%。如果劳动力成本增长过快，将成为影响公司利润持续快速增长的不利因素。

人机交互方式变化的风险

随着技术的进步，人机交流出现了声控、触摸屏等新的方式，目前受制于技术水平、成本、干扰和保密等因素，声控操作不适于办公及公共场所，触摸屏也受到距离、精度的限制，此类应用尚未成熟。作为人机交流的关键设备，键盘鼠标仍是最为重要的电脑外设产品，但也不排除未来可能出现新的方式替代键鼠作为人机沟通的媒介。

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	246	1277	1258	1365	营业收入	649	604	805	1076
现金	114	1163	1111	1166	营业成本	439	405	527	706
应收账款	44	39	53	70	营业税金及附加	1	3	4	5
其它应收款	5	6	7	10	营业费用	34	29	40	54
预付账款	8	5	8	10	管理费用	34	40	60	81
存货	69	63	79	107	财务费用	2	-5	-9	-9
其他	5	1	1	1	资产减值损失	1	0	1	1
非流动资产	102	307	497	618	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	64	263	442	551	营业利润	139	131	182	239
无形资产	22	33	46	59	营业外收入	3	2	2	2
其他	16	11	9	8	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	348	1584	1755	1983	利润总额	142	132	183	241
流动负债	131	102	131	172	所得税	31	30	41	54
短期借款	0	0	0	0	净利润	110	103	142	187
应付账款	97	76	102	138	少数股东损益	0	0	0	0
其他	33	26	29	34	归属于母公司净利润	110	103	142	187
非流动负债	0	6	6	6	EBITDA	154	141	205	278
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.80	1.11	1.46
其他	0	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	131	108	137	179	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	96	128	128	128	营业收入	15.6%	-6.9%	33.2%	33.7%
资本公积	9	1132	1132	1132	营业利润	18.7%	-5.8%	38.6%	31.7%
留存收益	112	215	357	544	归属于母公司净利润	17.9%	-6.7%	38.4%	31.5%
归属母公司股东权益合计	218	1475	1618	1804	获利能力				
负债和股东权益	348	1584	1755	1983	毛利率	32.3%	32.9%	34.5%	34.4%
现金流量表					净利率	17.0%	17.0%	17.6%	17.4%
单位:百万元					ROE	50.6%	7.0%	8.8%	10.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	50.3%	6.6%	8.3%	9.9%
经营活动现金流	130	102	161	214	偿债能力				
净利润	110	103	142	187	资产负债率	37.5%	6.8%	7.8%	9.0%
折旧摊销	13	15	32	48	净负债比率				
财务费用	2	-5	-9	-9	流动比率	1.88	12.52	9.60	7.92
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.35	11.90	9.00	7.30
营运资金变动	6	-17	-4	-11	营运能力				
其它	-1	7	0	0	总资产周转率	2.10	0.63	0.48	0.58
投资活动现金流	-61	-220	-222	-169	应收账款周转率	16	15	18	18
资本支出	-53	-209	-209	-155	应付账款周转率	5.63	4.68	5.94	5.89
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-8	-11	-13	-14	每股收益	0.86	0.80	1.11	1.46
筹资活动现金流	-83	1166	9	9	每股经营现金流	1.02	0.80	1.26	1.67
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.70	11.53	12.64	14.10
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	10	32	0	0	P/E	30.14	32.31	23.35	17.76
资本公积增加	9	1123	0	0	P/B	15.25	2.25	2.05	1.84
其他	-102	11	9	9	EV/EBITDA	14	15	10	8
现金净增加额	-14	1049	-52	55					

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