

署名人：李超
S0960511030016
021-62178345
lichao@cjis.cn

合理估值区间：16.6-20.75 元/股

基本资料

上证综合指数	2330.41
新发行股本（百万股）	90.00
发行后总股本（百万股）	120.00
发行前一年 EPS	0.48
发行后摊薄 EPS	0.83
发行前每股净资产（元）	2.35
计划募集资金总额（亿）	3.00

共达电声

002655

具有全球竞争力的微型电声元器件制造商

投资要点：

- **公司主营驻极体麦克风为核心的微型电声元器件。**公司主要产品包括微型麦克风（驻极体和 MEMS 麦克风）、微型扬声器/受话器和电声组件及系统这三大类，目前收入和利润的 90% 左右来源于微型驻极体麦克风。公司产品以自有品牌直接销售为主，出口比例一般占到公司销售收入的 50-65%，下游客户主要有 MWM 公司（其主要客户为苹果、微软、思科等）和索尼、索尼爱立信、三星、华为等国内外著名消费类电子企业。
- **全球微电声市场需求有望持续增长、MEMS 麦克风可能是最重要的发展趋势。**微型电声器件的需求主要来源于手机和笔记本等消费电子产品，根据中电元信息中心预测，2011-2015 年全球微型驻极体麦克风市场年均增长 8% 左右、全球微型扬声器/受话器市场年均增长 9.8% 左右。由于 MEMS 麦克风具有可表面贴装，可靠性高，抗 RF 干扰能力强，体积小等诸多优点，有望成为微型麦克风市场未来最重要的发展趋势；根据中电元信息中心预测，未来五年全球 MEMS 麦克风市场有望年均增长 20% 以上。
- **公司在微型驻极体麦克风市场具备全球竞争地位。**我国已成为全球电声产品制造基地、产量占据全球 70% 左右的份额，而公司在微型驻极体麦克风这一细分市场具有全球竞争力。2010 年公司微型驻极体麦克风在全球和中国市场的占有率分别为 12.28% 和 13.99%、位居中国第二、全球第四；公司在该市场主要竞争对手是歌尔声学、宝星和星电。
- **募投项目主要用于扩充主营业务产能。**公司募投项目总计 5 个、总投资 3 亿元。项目建成后，每年将驻极体麦克风产能从 3.5 亿提高到 4.5 亿只、扬声器/受话器产能从 2200 万只提高到 1.5 亿只，并新建成硅微麦克风产能 1.2 亿只、超薄平板音响阵列模组产能 200 万套。
- **公司合理估值区间 16.6-20.75 元/股、对应 2012 年 20-25 倍 PE。**我们预测公司 11-13 年营业收入分别为 4.65、7.60 和 9.87 亿元，净利润分别为 0.58、1.0 和 1.33 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.48、0.83 和 1.11 元。公司估值区间在 16.6-20.75 元之间，对应 2012 年 20-25 倍 PE。

风险提示：

- 需求波动风险、硅微麦克风替代风险、市场竞争风险、募投项目风险

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	387	466	760	987
收入同比(%)	69%	20%	63%	30%
归属母公司净利润	50	58	100	133
净利润同比(%)	228%	14%	74%	33%
毛利率(%)	31.8%	30.3%	30.5%	30.7%
ROE(%)	24.7%	27.2%	12.9%	15.3%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.83	1.11
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：中投证券研究所

相关报告

一、公司简介

1.1 公司控股股东为潍坊高科，实际控制人为四位自然人股东

公司 IPO 前的总股本为 9000 万股，本次拟向社会公开发行 3000 万股，发行后总股本为 12000 万股。发行后，公司第一大股东为注潍坊高科、持有 42.3% 的股份，第二大股东为注册于香港的镇贤实业、持有 10.91% 的股份，华逸投资等 6 家公司合计持有 21.79% 的股份，社会公众股占比 25%。

表 1: 公司 IPO 前后股权结构

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	股份 (万股)	持股比例	股份 (万股)	持股比例
潍坊高科	5,076.00	56.40%	5,076.00	42.30%
镇贤实业	1,308.60	14.54%	1,308.60	10.91%
华逸投资	761.40	8.46%	761.40	6.35%
福曜公司	657.00	7.30%	657.00	5.47%
福匡公司	657.00	7.30%	657.00	5.47%
晟达投资	270.00	3.00%	270.00	2.25%
鑫汇投资	180.00	2.00%	180.00	1.50%
太峰资产	90.00	1.00%	90.00	0.75%
本次发行 A 股	--	--	3,000.00	25.00%
合计	9,000.00	100%	12,000.00	100.00%

资料来源：公司招股书

公司实际控制人为赵笃仁、杨进军、董晓民和葛相军，四人分别持有公司控股股东潍坊高科 22.78% 股权、合计持有 91.12% 股份。此外，均为共达电声在职及退休员工持股的华达投资和广达投资分别持有潍坊高科 4.44% 的股权。

1.2 公司主要产品是微型麦克风、微型扬声器/受话器和电声组件

公司是专业的电声元器件及电声组件制造商和服务商、电声技术解决方案提供商。主要产品包括微型麦克风（驻极体和 MEMS 麦克风）、微型扬声器/受话器和电声组件及系统这三大类，广泛应用于移动通讯设备及其周边产品、笔记本电脑、平板电视、个人数码产品、汽车电子等消费类电子产品领域。

图 1: 公司营业收入构成

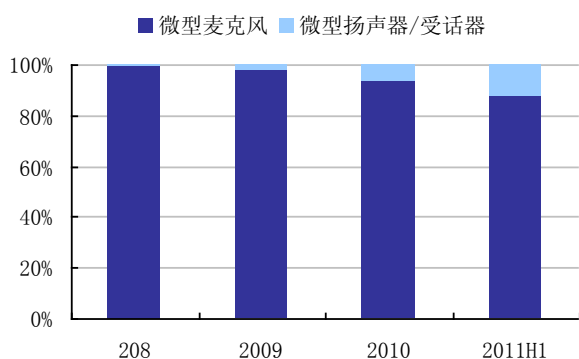
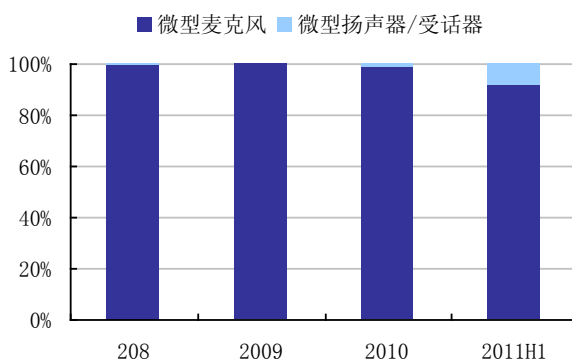


图 2: 公司营业毛利结构



资料来源：公司招股书

目前公司收入和利润主要来源是微型驻极体麦克风，微型扬声器/受话器比例有所增加，但占比还比较低。以 2011 年上半年为例，微型驻极体麦克风占收入的 87.7%、毛利润的 91.2%。此外，公司还研发设计了硅微麦克风并计划在此次募集资金投资项目上实施。

公司产品以自有品牌直接销售为主，出口比例一般占到公司销售收入的 50-65%。下游客户主要有 MWM 公司（其主要客户为苹果、微软、思科等北美著名企业）和索尼、索尼爱立信、三星、西门子、佳能、大北欧、罗技、正崧、华硕、中兴、华为、天宇、海尔、海信、联想、华冠和富士康等国内外著名消费类电子企业，前五大客户一般占到公司销售收入的 45-55%。

二、微型电声元器件市场需求分析

2.1 微型电声器件的需求主要来源于手机和笔记本等消费电子产品

微型电声元器件的需求，主要来自于其下游的消费类电子产品，包括手机及其周边产品（如耳机）、笔记本电脑、平板电视、数码相机和便携式媒体播放器等。

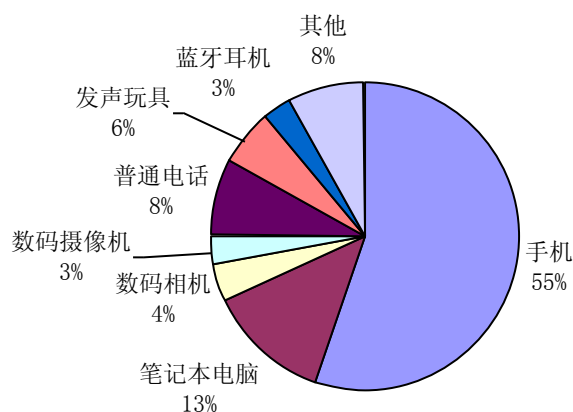
表 2：单位消费类电子产品对微型电声元器件的基本需求

（单位：只）	麦克风	扬声器	受话器
手机	1 或 2 以上	1 或 2	1
手机用耳机	1	0	1 或 2
笔记本电脑	1 或 2 以上	2 或 2 以上	0
平板电视	0	8 或 8 以上	0
数码相机/摄像机	2 或 3 以上	1	0
PMP	1 或 4	1 或 2	0
PMP 耳机	0 或 1	0	2

资料来源：公司招股书

以微型驻极体麦克风为例，2010 年其应用主要集中在手机和笔记本领域。

图 3：全球微型驻极体麦克风应用领域（按需求量）



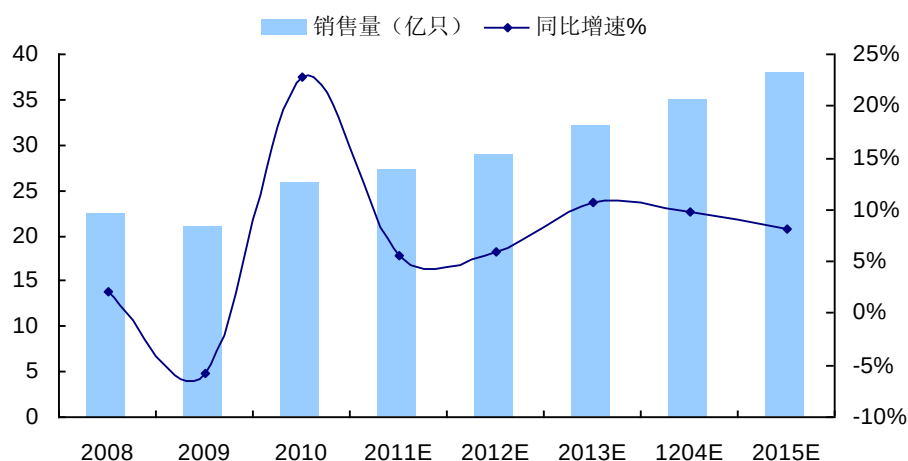
资料来源：中电元信息中心、公司招股书

随着微型电声元器件阵列技术的应用，单个消费类电子产品趋向于使用多个微型电声元器件。例如，为获得更好的降噪效果，手机采用的麦克风由 1 只向 2-4 只及更多数量发展，笔记本电脑也已经开始内置双麦克风；为了满足平板电视超薄化和更好的音响效果的要求，每台电视采用 8 只或 8 只以上微型扬声器。

2.2 未来几年全球微型电声元器件市场需求有望持续稳定增长

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2008 年全球微型驻极体麦克风的市场需求量约 22.34 亿只，受金融危机影响 2009 年下降 5.86%、为 21.03 亿只。2010 年需求开始回升，达到 25.82 亿只、比 2009 年增长 22.78%。未来几年，全球微型驻极体麦克风的市场需求量将保持稳定的增长率，2011 年销量将达到 27.24 亿只、2015 年将达到 37.91 亿只，2011-2015 年间平均增长率 8% 左右。

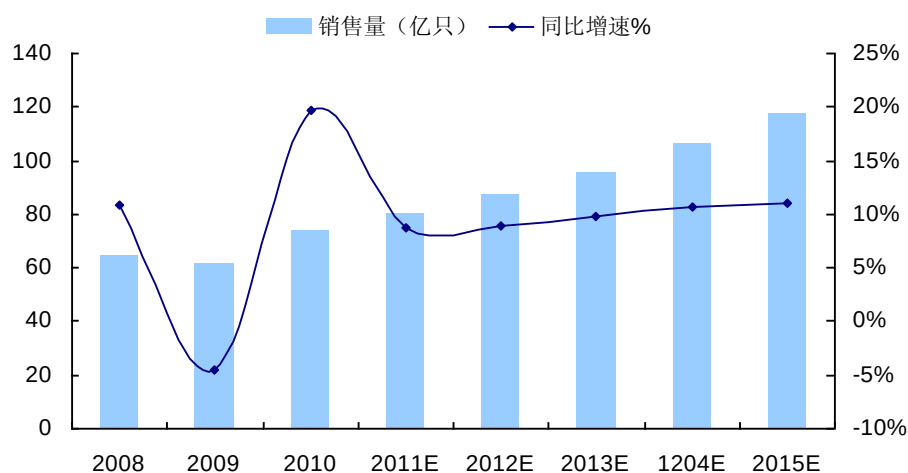
图 4：全球微型驻极体麦克风销量预测



资料来源：中电元信息中心、公司招股书

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2008 年全球扬声器/受话器的总销量 64.60 亿只，2009 年略有下降、为 61.65 亿只，2010 年销量达到 73.75 亿只、比 2009 年增长 19.63%。未来几年全球微型扬声器/受话器的市场需求量将持续增长，预计 2011 年全球销量将达到 80.15 亿只、2015 年将达到 117.72 亿只，2011-2015 年间平均增长率 9.8% 左右。

图 5：全球微型扬声器/受话器销量预测



资料来源：中电元信息中心、公司招股书

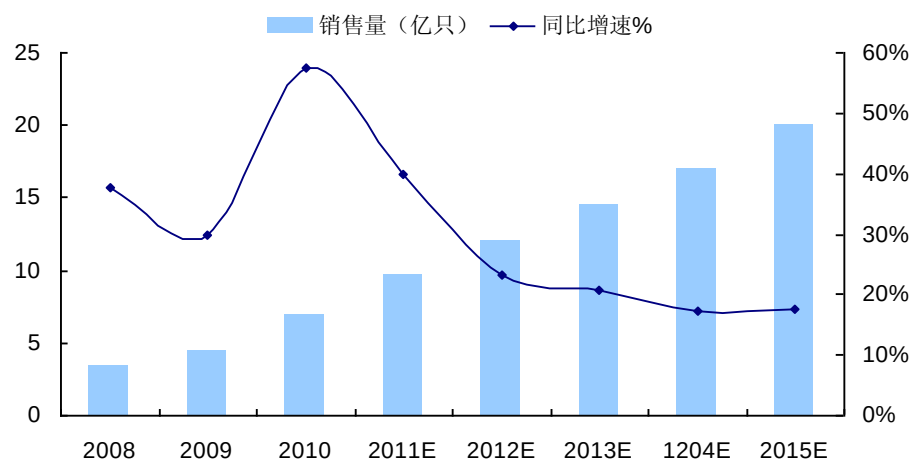
2.3 MEMS 技术有望成为微型麦克风市场最重要的发展趋势

MEMS 有望成为微型麦克风市场未来最重要的发展趋势。硅微麦克风是一种新型电容麦克风，通过利用集成电路技术将微型机械系统（MEMS）与电子组件集成于硅晶面板的表面。结构形式由专用 MEMS 芯片、专用 IC 芯片及多层 PCB 粘合外壳组成。相对于传统的驻极体麦克风，MEMS 麦克风有着可表面贴装，可靠性高，抗 RF 干扰能力强，体积小等诸多优点。目前，在硅微麦克风市场，楼氏公司主导着全球近 80% 的份额，是全球最大的硅微麦克风生产厂商。

目前手机是硅微麦克风最主要的应用领域。比如 iPhone 4 就使用了 MEMS 麦克风，iPhone 4 采用了两颗独立的 MEMS 麦克风以抑制噪声，这种方式能够降低背景音，以提升语音通话的清晰度。iSuppli 预测，苹果将成为 2010 年全球第二大的 MEMS 麦克风买主，紧追于三星电子之后；到 2014 年，大多数智能手机将会采用 2 颗以上的 MEMS 麦克风，届时手持设备与笔记本电脑仍将会是 MEMS 麦克风的最大应用产品，接下来则是例如苹果 iPad 那样的平板电脑。

未来五年全球 MEMS 麦克风市场有望年均增长 20% 以上。根据中国电子元件行业协会信息中心的统计数据，2007 年硅微麦克风市场全球销量为 2.47 亿只，经过三年的快速发展，2010 年全球硅微麦克风销量迅速增加到 6.95 亿只，其占微型麦克风的市场份额也相应增加。中国电子元件行业协会信息中心预计，未来两年内，硅微麦克风将占据全球微型麦克风产品总销售额的 20%-30%。随着硅微麦克风未来价格的下降及其应用领域的不断扩大，未来几年硅微麦克风仍将继续快速增长，预计 2011 年硅微麦克风年销量将达到 9.73 亿只，2015 年将达到 20 亿只，2011-2015 年间复合增长率 23.5%。

图 6：全球 MEMS 麦克风市场需求预测



资料来源：中电元信息中心、公司招股书

三、竞争格局及竞争优势分析

3.1 我国已成为全球电声产品制造基地、产量占据全球 70% 左右的份额

我国已成为全球电声产品制造基地。电行业兼具技术密集与劳动密集的产业特征，出于比较优势的考虑，过去几年国际范围内微型电声元器件的生产发生了大规模的产业转移，生产中心已由欧美、日韩向我国大陆地区转移。目前我国已成为国际电声产品最大的生产基地，世界知名电声企业均在中国设立了制造工厂。

表 3: 全球微型电声元器件生产制造格局

	微型驻极体麦克风产量（亿只）			微型扬声器/受话器产量（亿只）		
	全球	中国	中国占比	全球	中国	中国占比
2008	23.50	21.15	90.00%	65.20	41.72	63.99%
2009	22.10	19.80	89.59%	62.05	40.90	65.91%
2010	27.18	23.84	87.71%	74.10	50.30	67.88%

资料来源：中电元信息中心、公司招股书

3.2 公司在微型驻极体麦克风市场具备全球竞争地位

公司在微型驻极体麦克风市场具有全球竞争力。根据中国电子元件行业协会信息中心的统计数据，2010 年公司微型驻极体麦克风在全球市场和中國市場的占有率分别为 12.28%和 13.99%、位列中国第二、全球第四位。

表 4: 公司微型驻极体麦克风市场占有率（以产量计算）

	产量（万只）	销量（万只）	全球市场占有率	中国市场占有率
2008	20,400.32	21,567.05	8.68%	9.65%
2009	18,708.12	18,928.21	8.47%	9.45%
2010	33,363.92	31,219.77	12.28%	13.99%

资料来源：中电元信息中心、公司招股书

微型扬声器/受话器为公司 2008 年的新产品，产量与市场占有率一直不高，但逐年大幅提升，2010 年全球和中国市场分别达到 0.25%和 0.37%的市场份额。

表 5: 公司微型扬声器/受话器市场占有率（以产量计算）

	产量（万只）	销量（万只）	全球市场占有率	中国市场占有率
2008	161.49	161.49	0.02%	0.04%
2009	358.06	344.72	0.06%	0.09%
2010	1850.63	166.02	0.25%	0.37%

资料来源：中电元信息中心、公司招股书

3.3 公司主要竞争对手是歌尔声学、宝星和星电等

目前公司在国内的竞争对手主要包括瑞声声学、歌尔声学和新嘉联，国际上竞争对手主要有韩国的宝星（BSE）、日本的星电（Hosiden）和荷兰的恩智浦（NXP，已于 2011 年被美国 Knowles 收购）。

其中在公司最核心的微型驻极体麦克风市场，主要竞争对手是歌尔声学、宝星和星电；在扬声器/受话器行业主要竞争对手是瑞声、星电、恩智浦、歌尔和新嘉联。在 MEMS 市场主要竞争对手是美国楼氏集团和国内的瑞声、歌尔。

表 6: 微型驻极体麦克风行业主要企业最近三年的产量

（亿只）	2008 年	2009 年	2010 年
歌尔声学	3.10	3.42	4.74
宝星	5.31	4.53	4.65
星电	5.11	5.00	3.60
共达电声	2.04	1.87	3.34

资料来源：中电元信息中心、公司招股书

四、募投项目及产能变化

公司此次募投项目大致可以分为两类：一是传统的驻极体麦克风和扬声器/受话器的产能扩充，一是新建 MEMS 麦克风和超薄平板音响项目。五个项目计划总投资 3 亿元，建设周期 3 年。

表 7：募集资金投资项目及投资进度

项目（单位：万元）	总投资额	第 1 年	第 2 年	第 3 年
微型驻极体麦克风技改	4079	2095	1808	176
微型扬声器/受话器技改	9712	5282	3872	558
新建硅微麦克风项目	5527	2675	2232	620
新建超薄平板电视音响项目	6939	3378	3168	393
工程技术研发中心	3826	3826		
总计	30083	17256	11080	1747

资料来源：公司招股书

驻极体麦克风技改项目将手工生产线改造成全自动生产线，项目建成后产能将从目前的 3.5 亿只增加到 4.5 亿只，新增年产能 1 亿只。扬声器/受话器项目新建自动生产线 4 条、半自动生产线 12 条，项目建成后产能将由 2200 万只增加到 15000 万只，新增年产能 12800 万只。硅微项目建成后年产硅微麦克风 1.2 亿只，其中数字硅微麦克风 6000 万只，模拟硅微麦克风 6000 万只。超薄平板音响项目建成后年产阵列模组 200 万套。根据公司测算，这些项目达产后年平均增加营业收入 7.41 亿元，年平均利润总额 1.18 亿元。

表 8：产能变化情况

（万只）	2010 年	项目新增产能	增加比例	达产后整体产能
微型驻极体麦克风	35000	10000	29%	45000
微型扬声器/受话器	2200	12800	582%	15000
硅微麦克风	0	12000	--	12000
超薄平板音响阵列模组	0	200	--	200
合计	37200	35000	94%	72200

资料来源：公司招股书

五、A 股可比公司估值中枢对应 2012 年 20 倍 PE

目前 A 股市场可比公司主要是歌尔声学，另外我们也选取了一些电子零部件制造公司来进行比较，如长盈精密、立讯精密、得润电子、水晶光电、安洁科技。根据 Wind 一致盈利预测数据，这 6 家企业的估值中枢对应 2011 年 30 倍、2012 年 20 倍 PE。

表 9: A 股可比电子类公司估值

股票代码	公司名称	股价 2012/2/5	EPS				P/E			
			09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E
002241.SZ	歌尔声学	24.05	0.14	0.39	0.69	1.11	166.1	61.2	34.8	21.7
300115.SZ	长盈精密	32.80	0.32	0.53	0.93	1.35	104.0	62.2	35.3	24.2
002475.SZ	立讯精密	33.26	0.32	0.50	1.08	1.68	102.5	67.0	30.7	19.8
002055.SZ	得润电子	16.14	0.15	0.29	0.61	0.93	108.2	56.0	26.4	17.3
002273.SZ	水晶光电	29.58	0.45	0.74	1.08	1.59	65.1	40.2	27.4	18.6
002635.SZ	安洁科技	27.13	0.40	0.46	0.77	1.07	67.5	58.7	35.4	25.4
		中值					103.3	59.9	32.8	20.7
		均值					102.2	57.5	31.7	21.2

资料来源: Wind

六、风险提示

6.1 需求波动风险

公司电声元器件产品的下游系消费类电子产品,需求受宏观经济波动影响较大。以 2008 年下半年为例,始于美国的次贷危机迅速演变为全球性的金融危机,消费电子相关产业表现低迷,公司产品的主要应用领域手机、数码产品等出货量下滑,主要客户高度重视库存清理。虽然随着经营规模的扩大和产品结构的丰富,公司抗风险能力逐渐增强,但影响消费类电子相关产业发展的不稳定性因素依旧存在,公司产品订单量、销售价格及毛利率水平均存在波动风险。

6.2 硅微麦克风替代风险

相对于微型驻极体麦克风,硅微麦克风具有可表面贴装、耐高温、稳定性好、微型化等优点,但成本较高、工艺成熟度存在不足;在信噪比、指向性上由于固有结构限制存在一定缺陷。目前二者的细分市场存在差异,并各有侧重,未来微型驻极体麦克风和硅微麦克风的容量均将保持持续增长的趋势。但是,如果短期内硅微麦克风对微型驻极体麦克风产生很大的替代作用,而公司的硅微麦克风产品不能及时扩大产能,公司的生产经营将会受到一定的不利影响。

6.3 市场竞争风险

尽管公司在技术、研发、人才、生产设备和客户资源等方面都建立了相对竞争优势,已成为国内电声行业中具有综合竞争优势的厂商之一。但随着新企业的涌入和跨国公司不断在中国内地投资设厂,公司将面临市场竞争加剧的风险。

6.4 募投项目风险

公司本次发行募集资金投资项目的可行性分析是基于当前的国内外市场环境、技术发展趋势、产品价格、原材料供应、工艺技术水平 and 公司订单预计执行情况等因素做出的,一旦市场需求、竞争形势或客户订单发生不利变化,或者公司的管理能力、市场拓展能力没有及时跟上,将在一定程度上影响预期效果和公司的净资产收益率。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	240	264	706	671	营业收入	387	466	760	987
现金	46	258	695	656	营业成本	264	325	528	684
应收账款	95	7	11	14	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	3	0	0	0	营业费用	15	14	24	32
预付账款	6	0	0	0	管理费用	48	56	93	123
存货	78	0	0	0	财务费用	8	3	-4	-9
其他流动资产	12	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	173	214	399	575	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	132	180	366	542	营业利润	51	68	118	156
无形资产	33	33	33	33	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	8	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	413	478	1105	1246	利润总额	59	68	118	156
流动负债	130	148	210	257	所得税	8	10	18	23
短期借款	30	50	50	50	净利润	50	58	100	133
应付账款	77	81	132	171	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	24	17	28	36	归属母公司净利润	50	58	100	133
非流动负债	78	69	69	69	EBITDA	59	79	128	172
长期借款	69	69	69	69	EPS (元)	0.42	0.48	0.83	1.11
其他非流动负债	9	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	209	217	279	326	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	90	90	120	120	营业收入	69.2%	20.4%	63.1%	29.9%
资本公积	22	22	475	475	营业利润	316.2	32.7%	74.3%	32.7%
留存收益	42	100	182	275	归属于母公司净利润	228.4	13.9%	74.3%	32.7%
归属母公司股东权益	204	211	777	870	获利能力				
负债和股东权益	413	478	1105	1246	毛利率	31.8%	30.3%	30.5%	30.7%
现金流量表					净利率	13.1%	12.3%	13.2%	13.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	24.7%	27.2%	12.9%	15.3%
经营活动现金流	50	250	167	192	ROIC	18.8%	49.3%	38.5%	32.7%
净利润	50	58	100	133	偿债能力				
折旧摊销	0	8	14	24	资产负债率	50.5%	45.4%	25.2%	26.1%
财务费用	8	3	-4	-9	净负债比率	49.58	54.81%	42.73	36.54%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.85	1.79	3.37	2.61
营运资金变动	0	195	57	44	速动比率	1.24	1.79	3.37	2.61
其他经营现金流	-9	-14	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-49	-50	-200	-200	总资产周转率	1.05	1.05	0.96	0.84
资本支出	51	50	200	200	应收账款周转率	4	9	83	75
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	3.70	4.11	4.95	4.52
其他投资现金流	2	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	12	12	470	-31	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	0.83	1.11
短期借款	-1	20	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	2.77	1.86	2.13
长期借款	27	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.35	8.64	9.67
普通股增加	0	0	30	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	453	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13	-8	-13	-31	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12	212	438	-39	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超，电子行业分析师。理学学士、管理学硕士，在富士通（中国）通信业务部门工作多年，涉及供应链、生产制造和研发等环节，2008 年 6 月加入中投证券研究所，先后获得今日投资 2009 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 2010 年行业研究领先奖。

覆盖公司：生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份、银河磁体、环旭电子、共达电声等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434