

联系人： 彭琦 (8621) 68751090 pengqi@cjsc.com.cn

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

鸿利光电新股询价报告

事件描述

广州市鸿利光电股份有限公司将于近日在深圳证券交易所首次公开上市，基本情况如下：

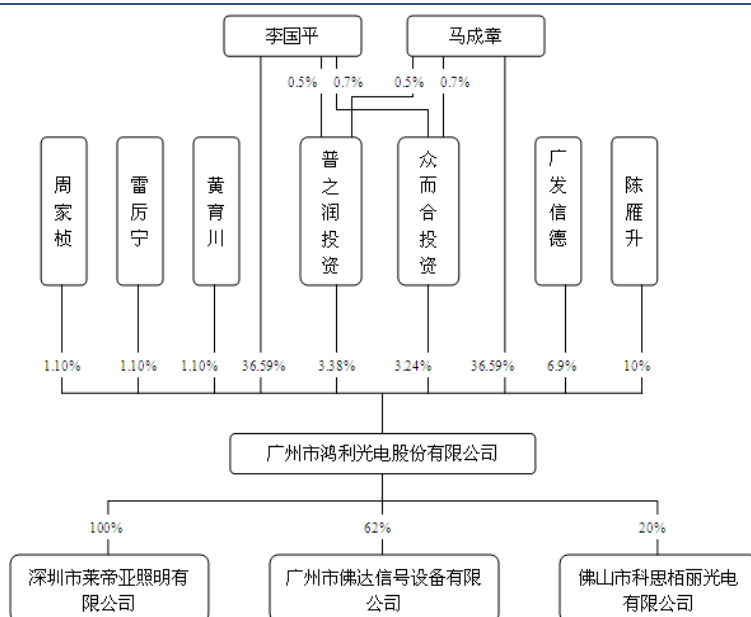
- 鸿利光电拟采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行为 3,100 万股（A 股），占发行后总股本（12,273 万股）的 25.26%。
- 我们预测 2011 年到 2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.97 元和 1.48 元，参考同类型上市公司估值水平，以公司 2011 年 27~30 倍市盈率计算，对应估值区间为 18.09 元~20.10 元，建议询价区间为 17.19 元~19.10 元。考虑近期创业板/中小板市场申购状况，最终报价可能达到 19.90 元~22.11 元。

事件评论

股权结构

广州市鸿利光电股份有限公司前身为 2004 年 5 月 31 日成立的广州市鸿利光电子有限公司，于 2010 年 2 月 25 日整体变更为股份有限公司，公司注册资本为 7263 万元。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

公司的实际控制人为李国平和马成章，分别直接持有本公司股份 33,567,950 股，合计共占本次发行前总股本的 73.19%，此外，李国平和马成章还分别通过普之润持有本公司 0.02% 的股份，分别通过众而和间接持有本公司 0.02% 的股份，合计直接和间接持有公司 73.26% 的股份，占绝对控股地位。

公司目前拥有 3 家子公司，其中深圳莱帝亚为全资子公司，广州佛达为控股子公司，佛山科思栢丽为参股子公司。深圳莱帝亚照明有限公司注册资金 100 万元，成立于 2009 年 1 月 5 日，主要从事 LED 照明产品的研发、销售和生，主要产品包括：LED 灯条、日光灯管、筒灯、面板灯和射灯。广州佛达信号设备有限公司成立于 2007 年 9 月 11 日，主要从事的汽车 LED 信号灯的研、生产和销售。主要产品包括汽车的前后信号灯（行车、刹车、转向、倒车、雾灯）和汽车内部照明产品。其所从事的汽车 LED 照明领域亦是发行人所从事的 LED 封装领域的下游，发行人生产的 LED 封装产品是广州佛达生产 LED 照明产品的重要原材料之一。佛山科思栢丽成立于 2009 年 8 月 21 日，主要从事 LED 照明产品的研发、生产和销售，主要产品为 LED 筒灯、面板灯。其从事的 LED 照明领域亦是发行人所从事的 LED 封装领域的下游，发行人生产的 LED 封装产品是佛山科思栢丽生产 LED 照明产品的重要原材料之一。

表 1：发行前后公司股本结构变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	比例	股份数（万股）	比例
李国平	3,357	36.59%	3,357	27.35%
马成章	3,357	36.59%	3,357	27.35%
陈雁升	917.3	10.00%	917.3	7.47%
广发信德	632.9	6.90%	632.9	5.16%
普之润	309.8	3.38%	309.8	5.16%
众而和	297.5	3.24%	297.5	5.16%
雷厉宁	100.7	1.10%	100.7	0.82%
周家桢	100.7	1.10%	100.7	0.82%
黄育川	100.7	1.10%	100.7	0.82%
社会公众投资者	0	0	3,100	25.26%
合 计	9,173	100%	12,273	100%

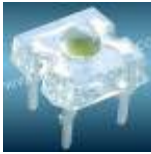
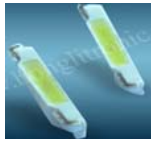
资料来源：招股意向书、长江证券研究部

主营业务

公司自设立以来一直从事从事 LED 器件及其应用产品的研发、生产与销售，产品广泛应用于通用照明、背光源、汽车信号/照明、特殊照明、专用照明、显示屏等众多领域。公司作为国内领先的白光 LED 封装企业，所生产的 LED 器件产品已成功应用于北京奥运会开幕式“星光”、“奥运五环”、“太空人”等节目；2010 年，公司大功率 LED 器件产品在上海世博会观景点卢浦大桥上成功实现大规模应用；同年，公司产品成功应用于“广州地铁 LED 绿色节能示范工程”。经过几年的快速发展，公司现已成为国内最具竞争力的 LED 封装企业之一。公司主要产品为 LAMP LED 器件、SMD LED 器件及其应用产品。

图 2：LED 器件产品及用途

LED 器件分类	图片示例	主要应用领域	封装难度
LAMP LED（支架式 LED） 直插式		消费电子产品、户外 显示屏、汽车信号/ 照明、家用电器、仪	相对较低

食人鱼式			仪器仪表、交通信号	
Chip LED (片式 LED)			消费电子产品、户内全彩显示屏、家用电器、仪器仪表、手机	相对较高
SMD LED (表面贴装型 LED)	Top LED (顶部发光 LED)		户内外全彩显示屏、中小尺寸背光源、汽车信号/照明、城市亮化工程、室内照明	相对较高
PLCC LED				
	Sideview LED (侧面发光 LED)		小尺寸背光源	相对较高

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 3: LED 应用产品及用途

器件类别	外形特征	图片示例	主要用途
LED 灯条	软板类、产品薄，并可任意弯曲，连接长度可达 30 米		家居装饰照明，局部照明等
	硬板类、可平贴在物体表面，可进行无缝对接		
LED 日光灯管	铝外壳，与传统日光灯尺寸相同		室内照明
LED 筒灯	金属外壳，表面烤漆		室内外照明
LED 面板灯	金属外壳，多孔散热		室内外照明
LED 射灯	金属压铸外壳，风型散热		室内局部照明
各种 LED 汽车灯			汽车的前后信号灯（行等、刹车、转向、倒车、雾灯）、汽车内部照明

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

行业分析

近年来，全球LED的市场规模快速增长，年均复合增长率超过20%。高亮度LED增长更加迅速，已成为LED市场的主流产品，其占全部LED产品的市场份额已由2001年的40%增长到2008年的80%以上。预计未来普通亮度LED将基本保持现有市场规模；高亮度LED市场将是未来增长的主要部分。根据Strategies Unlimited的研究，在高亮度LED照明市场中，白光LED的市值占比已由2006年的43%增长至2009年的65%，成为高亮度LED照明市场的主要组成部分。

Strategies Unlimited预计，在大尺寸背光源、通用照明等应用市场的推动下，2014年全球高亮度LED市场规模将达到202亿美元，2009年至2014年的年均复合增长率达到30.6%。

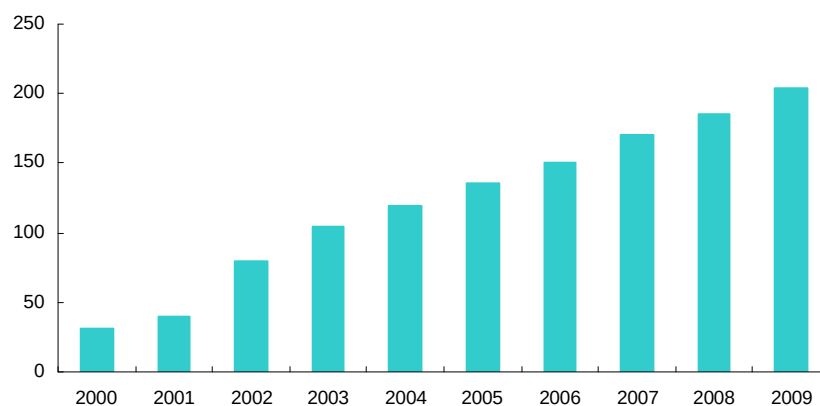
图 4：全球高亮度 LED 市场规模预测（2009~2014E）



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

相对于外延和芯片产业，中国大陆的LED封装业最具竞争力、最具规模，技术水平也最接近国际先进水平。随着国外LED企业纷纷进入国内设厂，中国LED封装业已经形成了一定的产业规模，已成为世界重要的LED封装生产基地。中国大陆LED封装行业发展迅速，营业总额已从2000年的31亿元增至2009年的204亿元，年复合增长率达23%。

图 5：大陆 LED 封装产业年度营业总额（亿元）

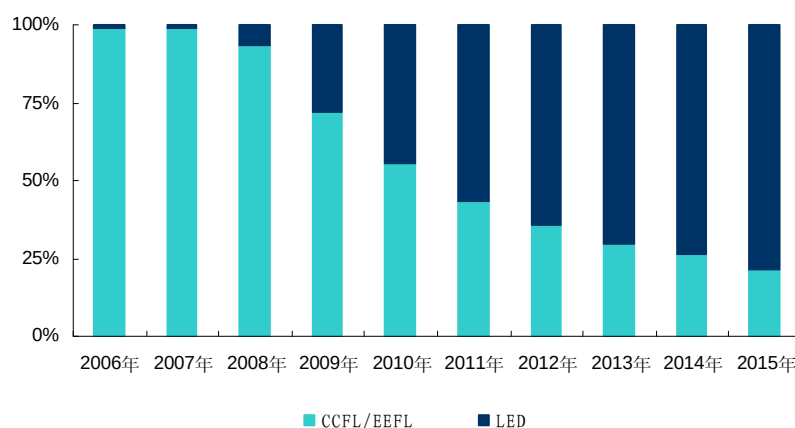


资料来源：招股意向书、长江证券研究部

大尺寸背光源是 LED 需求的主要动力

与传统的CCFL背光源相比，LED作为液晶显示背光源的优点在于：LED发光分布均匀，发光色更接近于太阳光，可以使得画面色彩得到更好的还原；LED不含有害物质“汞”，符合欧盟RoHS指令；LED背光源功耗低，有利于节能；LED具有更长的寿命；LED背光模组有利于将笔记本电脑、液晶电视等做得更轻薄。因此，随着高亮度白光LED技术的不断成熟和成本的不断下降，LED在笔记本电脑和液晶电视的渗透率正在迅速提升。根据IMS Research估计，2008年全球10%的笔记本电脑采用LED背光源，创造2亿美元LED市值；预计2010年全球将有50%的笔记本电脑采用LED背光源，并创造8亿美元LED市值。液晶电视应用方面，研究机构Display Bank调查结果显示，2009年全球LED TV出货量为320万台，并将于2010年达到2,590万台，未来几年将呈现爆发式增长，到2013年出货量将达到1.29亿台。目前每生产一台LED TV的LED背光源需要750~1,000颗LED，以750颗计，则2013年液晶电视领域对LED的需求量将达到967.5亿颗。

图 6：2015 年 LED 背光源占比将超过 78%



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

LED 车灯已成汽车照明新的增长亮点

由于LED具有响应速度快、低功耗、抗震性强等特点，应用在汽车照明上可缩短刹车信号灯的响应时间、节约油耗及降低维护成本等，从而可提升汽车的使用安全性、运行经济性及外表美观度。目前国际上高档轿车（如凯迪拉克、奔驰、宝马、奥迪、丰田和福特等）已纷纷推出配有LED灯具的新款轿车吸引顾客，可以说LED车灯已成为汽车电子产品中耀眼的新星。根据中国汽车行业协会的统计，2009年国内车灯销售额达到150亿元以上，其中LED车灯所占市场比重逐年上升。以上海小糸车灯公司为例，2009年LED车灯销售占全部车灯销售额的11.7%，2011年LED车灯销售占车灯比例将达到15%以上，而到2015年LED车灯销售占车灯全部销售的比例将达到30%以上。

表 2：LED 车灯销售占车灯全部销售的比例（2005~2009）

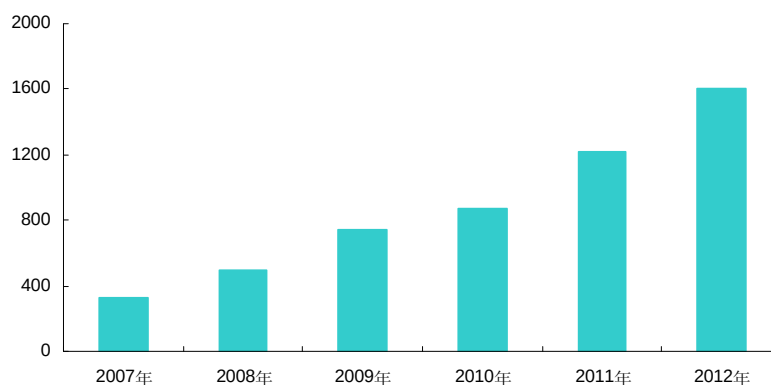
年度	车灯销售额（亿元）	LED 车灯销售额（亿元）	所占比例
2005 年	14.2	0.61	4.30%
2006 年	22.6	1.86	8.23%
2007 年	27.3	2.37	8.68%
2008 年	28.6	2.92	10.20%
2009 年	33.3	3.91	11.70%

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

通用照明将成为白光 LED 最具潜力应用领域

LED被誉为人类照明的第三次革命，与白炽灯、荧光灯等传统照明光源相比，白光LED有节能、环保、寿命长、耗电量低、体积小、响应速度快、耐震性强等优点，预计在未来会取代大部分的传统光源。全球LED照明产业受限于LED价格较高、产业标准未定、技术尚未成熟等问题，2007年市场规模仅为3.3亿美元。IEK预计，随着LED技术的不断提升及应用领域的不断扩展，预计至2012年LED照明市场规模将达到16亿美元，2007-2012年复合增长率达37%。

图 7: LED 照明市场规模 (2007-2012E, 单位: 百万美元)

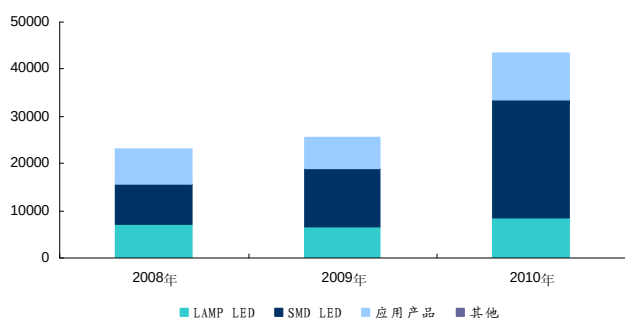


资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

公司经营分析

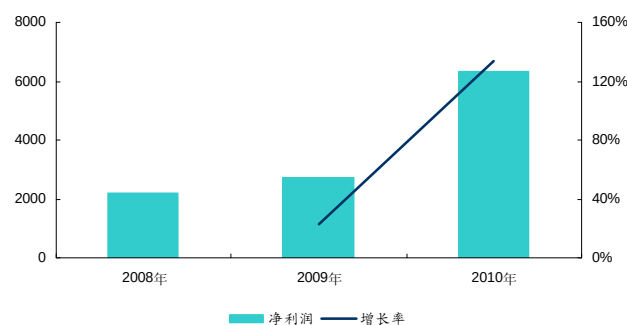
公司近年来发展迅速，技术持续创新，并在白光LED等领域不断取得核心竞争优势，销售市场得到快速拓展。报告期内，公司分别实现营业收入23,216.64万元、25,659.15万元和43,750.63万元，其中2009年、2010年分别较上年增长10.52%、70.51%；分别实现净利润2,204.36万元、2,709.00万元和6,324.47万元，其中2009年、2010年分别较上年增长22.89%、133.46%。

图 8: 2008~2010 年公司各产品营业收入情况 (万元)



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

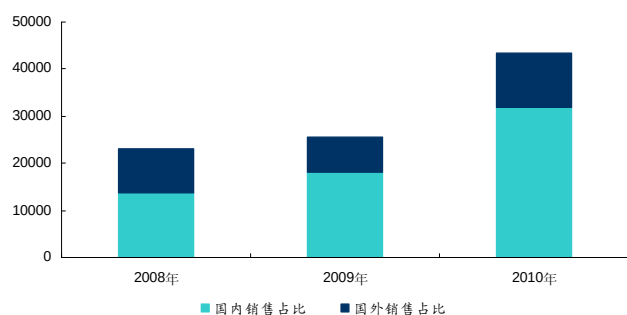
图 9: 2008-2010 年公司净利润情况 (万元)



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

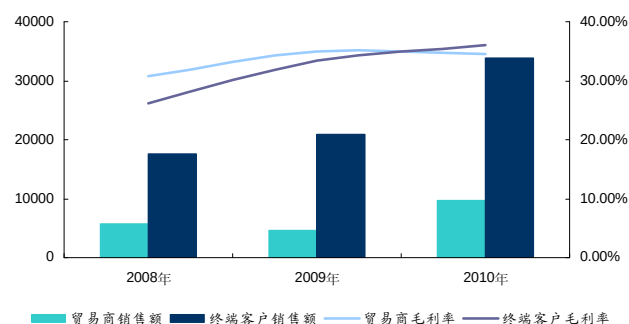
公司对贸易商和终端客户销售实现毛利率的差异主要是由贸易商以国外客户为主，而终端客户以国内客户为主；公司对贸易商以销售应用产品为主，而对终端客户以销售器件产品为主的客户结构、产品结构不同所造成的。近两年终端客户销售占比的不断提高，也是公司毛利率持续上升的关键因素。

图 10: 公司国内外销售构成情况 (万元)



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

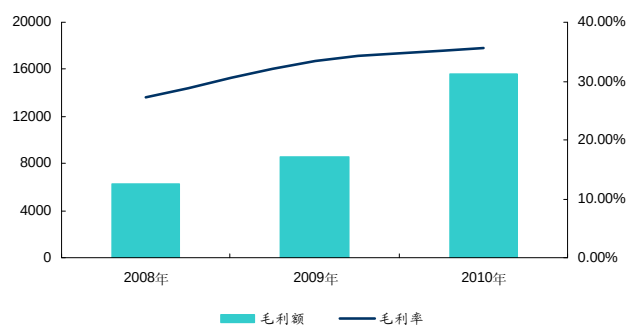
图 11: 终端客户的销售额和毛利率均在提高



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

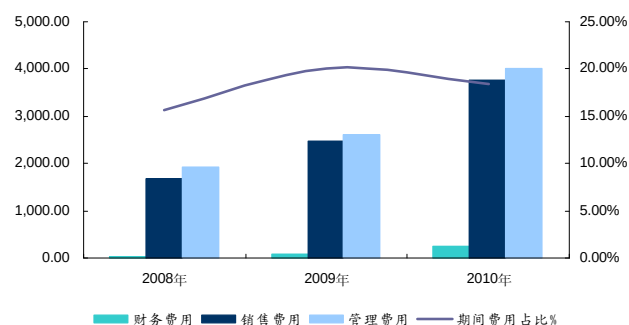
公司近三年毛利率呈现稳步提升, 与同行业上市公司基本相当但增速较快, 这主要和公司报告期内白光 LED 产品的毛利率提高较快, 且白光产品的销售占比不断提高有关。公司的期间费用率相对稳定, 期间费用的增速低于营业收入的增速; 不过与同行业公司相比, 公司的期间费用率仍较高, 上市后随着品牌优势的明显和财务费用的降低, 期间费用率有望进一步降低。

图 12: 2008-2010 年公司毛利和毛利率 (单位: 万元)



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

图 13: 2008-2010 年公司期间费用情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

公司竞争优势

公司一直以来秉承“光电无界，智领未来”的经营宗旨，致力于LED 器件及其相关应用产品的研发、生产与销售，凭借自身的核心竞争优势已成长为国内LED封装行业的领先者，在同行业中具有竞争优势：

丰富的人才储备以及研发能力，公司具有明显技术优势

公司具有较强的研发和自主创新能力，公司技术中心是广东省省级企业技术中心。此外，公司还在广州市科技与信息化局等上级部门的批准下组建广州市唯一一家“半导体照明封装工程技术研究开发中心”（筹建中）。目前公司及全资、控股子公司共拥有研发人员146名，分别来自不同的学科领域，包括材料物理、有机化学、半导体光电器件、电路控制、纳米科技、光学、散热研究等。公司LED封装技术、特别是白光LED封装技术先进，目前拥有4项发明专利，另有11项发明专利正在申请中，主要集中在未来最具市场空间的白光LED、大功率LED等行业重点技术攻关领域。人才和技术是公司能持续推出创新产品的保证。

公司产品进入奥运会、世博会，品牌优势突出

公司是广东省重点培育自主出口品牌、广州市重点培育自主出口品牌和广州市花都区十佳自主品牌。2008 年，公司生产的 LED 器件产品成功应用于北京奥运会开幕式“星光”、“奥运五环”、“太空人”等节目；2010 年，公司大功率 LED 器件产品在上海世博会观景点卢浦大桥上成功实现大规模应用；同年，公司产品成功应用于“广州地铁 LED 绿色节能示范工程”。公司产品在北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等重大赛事、博览会的成功应用，一方面体现了公司产品质量的优越性，另一方面也为公司在 LED 封装领域建立起了较高的品牌知名度。行业领先的 LED 封装技术、过硬的产品质量、良好的品牌知名度，是公司近几年实现快速发展的重要原因。

完善的国内外营销网络，是公司提高市场份额的保障

公司拥有一支行业经验丰富的营销团队，通过多年来的渠道建设，目前营销网络规模及管理水平均处于行业领先地位。2010 年，公司被上海广告设备器材供应商协会（CSA）评为“2010 中国广告风云榜·中国 LED 行业影响力企业”。国内市场方面，公司以总部为基地，以上海、杭州、厦门、深圳为中心设立直销中心，营销网络已覆盖全国大部分省市，能够对客户的要求实现快速反应、快速答复。国外市场方面，大部分出口产品已取得欧盟 CE 认证、E-MARK 认证，美国 UL、FCC 认证，并满足欧盟 RoHS 指令、REACH 法规中的相关质量要求，可在多国、多地区范围内进行产品的销售，目前产品已销往了欧洲、美洲、东南亚、南非等多个国家和地区。

募投资投向分析

根据发行方案，公司本次拟发行不超过 3,100 万股，占发行后总股本的 25.26%，拟募集资金 3.83 亿元；此次募集的资金将全部用于发展公司的核心业务：新型表面贴装 LED 建设项目、技术研发中心建设项目、LED 照明技术及产业化项目。报告期内，公司 SMD LED 业务及照明产品业务产能不断扩充，产能利用率、产销率指标良好，产品市场需求仍将保持较快增长，通过募集资金将快速扩充产能，满足公司未来的产能需求。

表 3：公司募投项目计划

项目名称	募集资金投入	建设期	备案情况
新型表面贴装 LED 建设项目	32,563.85	27 个月	粤发改备案 100100405929024
技术研发中心建设项目	2,912.80	12 个月	粤发改备案 100100405929025
LED 照明技术及产业化项目	2,800.00	11 个月	深发改备案 [2010]0148 号
其它与主营业务相关的营运资金项目			--

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

表 4：公司新型表面贴装 LED 募投项目效益分析

序号	项目	金额	备注
1	年均销售收入	65,864.21 万元	达产后
3	年均税后净利润	8,769.46 万元	达产后
4	投资利润率	26.36%	所得税后
5	内部收益率	37.38%	所得税后
6	静态投资回收期	3.72 年	含建设期，所得税后
7	动态投资回收期	4.21 年	含建设期，所得税后

8 盈亏平衡点 38.48%

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

表 5：公司 LED 照明技术及产业化募投项目效益分析

序号	项目	金额	备注
1	年均销售收入	7,164.13 万元	达产后
3	年均税后净利润	871.51 万元	达产后
4	投资利润率	31.13%	所得税后
5	内部收益率	47.00%	所得税后
6	静态投资回收期	3.15 年	含建设期，所得税后
7	动态投资回收期	3.50 年	含建设期，所得税后
8	盈亏平衡点	45.21%	

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

风险提示

市场竞争日益激烈：在过去的五年里，全球 LED 产业不断向中国大陆转移，国外行业龙头陆续开始在大陆设厂。同时，国内 LED 封装技术不断成熟和创新，内资 LED 封装企业快速成长壮大，珠三角、长三角及福建等地区已逐渐成长为重要的 LED 封装中心。受产业政策推动，在市场需求不断扩大的大背景下，未来可能有更多的资本进入 LED 行业，公司将面对更为激烈市场竞争。本公司虽为国内封装领域的领先企业，但受制于资金实力限制，在扩大产品生产规模和优化产品结构等方面受到一定的制约，特别是与台湾及国外行业龙头企业在综合实力上尚有一定差距。因此，若本公司不能持续在技术、管理、规模、品牌及技术研发等方面保持优势，公司在行业内的领先地位将受到一定影响。

产品价格下降压力：公司所处的 LED 行业属于新兴行业，技术进步明显，产品更新换代迅速，在生产成本逐年降低的同时，产品价格也出现了下降的趋势，这也是半导体元器件行业的普遍规律。市场竞争加剧及技术进步仍有可能导致产品价格进一步下降。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	438	587	861	1332	货币资金	73	734	804	949
营业成本	282	386	571	889	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	156	201	290	443	应收账款	88	118	173	268
% 营业收入	35.6%	34.3%	33.7%	33.3%	存货	74	101	150	233
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	3	4	5	8
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	38	51	74	115	流动资产合计	238	957	1132	1458
% 营业收入	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	40	54	77	115	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.2%	9.2%	8.9%	8.6%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	2	-1	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	161	179	215	228
资产减值损失	1	1	2	3	无形资产	26	25	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	73	95	138	210	其他非流动资产	-54	-54	-54	-54
% 营业收入	16.8%	16.2%	16.0%	15.8%	资产总计	380	1109	1319	1657
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	25	0	0	0
利润总额	75	95	138	210	应付款项	115	158	234	364
% 营业收入	17.2%	16.2%	16.0%	15.8%	预收账款	10	14	20	31
所得税费用	12	12	18	28	应付职工薪酬	10	14	20	31
净利润	63	83	120	182	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	3	4	6	9
的净利润	62.9	82.3	119.0	181.5	流动负债合计	163	189	280	436
少数股东损益	0	0	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.51	0.67	0.97	1.48	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	28	28	28	28
经营活动现金流净额	90	93	115	168	负债合计	191	217	308	463
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	188	890	1009	1191
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1	2	2	3
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	189	892	1012	1194
固定资产投资	-72	-28	-48	-26	负债及股东权益	380	1109	1319	1657
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-72	-28	-48	-26		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.513	0.671	0.969	1.479
股权融资	49	620	0	0	BVPS	2.05	9.71	8.22	9.70
银行贷款增加（减少）	-16	-25	0	0	PE	39.02	29.81	20.63	13.52
筹资成本	2	1	3	3	PEG	0.92	0.70	0.49	0.32
其他	-6	0	0	0	PB	9.75	2.06	2.43	2.06
筹资活动现金流净额	29	596	3	3	EV/EBITDA	27.53	16.24	11.16	6.80
现金净流量	47	660	70	145	ROE	33.4%	9.2%	11.8%	15.2%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

涂悦，中欧商学院工商管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事通信行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。