

通信行业

物联网看典型应用，三网融合看确定性 ——通信行业下半年投资策略

研究结论

- **物联网：视频监控是当前物联网投资的典型应用，看好大华股份。**2010年8月是温总理访问无锡物联网基地一周年，新一轮的刺激政策有望推出，成为物联网板块的催化剂。我们认为，物联网的应用是物联网投资价值最大的板块，其中，视频监控是物联网的一个典型应用，已经显现出相当的投资价值，看好在视频监控领域的领先地位的**大华股份**。
- **三网融合：融合进程存在较大不确定性，寻找确定性的投资机会：接入网建设和家庭网络建设，看好烽火通信。**虽然三网融合的试点方案已经推出，但融合的进程依然存在较大的不确定性。我们认为三网融合中确定性的一面是：通信设备生产商是的最大受益者，包括光通信行业和家庭网络设备。重点关注**烽火通信**。
- **运营商：联通的终端瓶颈解决，W网用户数增加可持续。**联通的3G营销策略起到了应有的效果，并将继续对用户数产生正面影响。随着终端瓶颈的解决，联通W网的3G用户数会进一步增长。下半年，终端的进一步丰富，3G用户数会逐步好转，达到150万户左右甚至之上时，市场会认可联通的投资价值。
- 此外，**东山精密新投LED相关项目，预计2010—2012三年增厚业绩分别为0.04、0.53和0.62元，达到0.92、1.84和2.19元（全面摊薄）。**我们认为，产业化能力强是公司的核心竞争能力。公司的技术实力和精密制造的能力首先体现在公司的产业化能力上，公司能够将实验室技术进行产业化改造，保证并提升量产的良品率。按照11年PEG的0.8倍估值，PE约为40—45倍，对应估值中枢，目标价78.2元，维持买入评级。
- **风险因素：大盘系统性风险。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

吴友文

通信行业分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn;

执业证书编号：S0860110030045

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

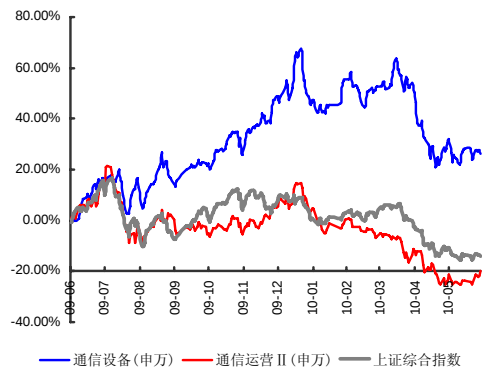
行业

通信

报告日期

2010年6月29日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EP(E)	11EPS(E)	股价	评级
中国联通	0.15	0.18	0.24	5.42	买入
烽火通信	0.57	0.98	1.46	25.72	买入
东山精密	0.45	0.92	1.84	63.55	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

通信行业二季度投资策略：一个核心带动四个热点

2010.3.25

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

物联网：新一轮刺激政策可期，视频监控是典型应用	4
新一轮刺激政策可期.....	4
应用层的发展是物联网最大的价值所在	4
视频监控是当前物联网最典型应用	5
视频监控标的：“新大海”（新海宜、大华股份、海康威视）	8
三网融合：在不确定性中寻找确定性的机会	9
三网融合进程面临很大不确定性.....	9
不确定环境下的确定性机会：改进接入、做好家庭网络，看好烽火通信	9
精密制造业：关注具有产业化优势的东山精密	11
新投 LED 项目增厚公司业绩	11
运营商：终端瓶颈解决，W 网用户数增长可持续	12
投资标的	14
风险因素分析	15

图表目录

图 1 中国移动物联网层次架	5
图 2 3G 视频监控体系示意图	6
图 3 国内视频监控市场规模与增速	7
图 4 3G 视频监控应用领域众多	7
图 5 我国市场正处在向智能化视频监控发展的规模爆发阶段	8
图 6 3G 视频监控产业链模型	8
图 7 联通新推出的 3G 手机：天语 W366	13
图 8 联通新推出的 3G 手机：中兴 x850	13
图 9 联通新推出的 3G 手机：华为 U8110	13
图 10 联通新推出的 3G 手机：索爱 Mli	13
图 11 联通新推出的 3G 手机：诺基亚 5235	13
图 12 中国联通 2G 新增用户数	14
图 13 中国联通 3G 新增用户数及到达数	14
图 14 中国联通固网业务净新增数	14
图 15 中国联通宽带业务净新增数	14
表 1 中国物联网发展大事记	4
表 2 物联网的主要应用及对应的上市公司	5
表 3 国际运营商家庭网关应用带来良好效果	10
表 4 国内电信运营商家庭网关推进情况	10
表 5 家庭网关预计市场发展和烽火通信份额占比	10
表 6：LED 项目营业收入估算	11
表 7：公司总体盈利预测	12
表 8：投资标的	14
附表：中国联通财务报表预测与比率分析	17
附表：东山精密财务报表预测与比率分析（不考虑新上项目）	19
附表：烽火通信财务报表预测与比率分析	21

物联网：新一轮刺激政策可期，视频监控是典型应用

2010 年 8 月是温总理访问无锡物联网基地一周年，新一轮的刺激政策有望推出，成为物联网板块的催化剂。我们认为，物联网的应用是物联网投资价值最大的板块，其中，视频监控是物联网的一个典型应用，已经显现出相当的投资价值，主要的上市公司包括：**海康威视（未评级）、大华股份（未评级）、新海宜、大立科技（未评级）**。

新一轮刺激政策可期

2010 年 8 月，我们即将迎来温总理访问无锡物联网基地一周年。在有关部门经历了一年的调查研究的基础上，新一轮产业激励政策有望推出。**我们提醒投资者关注：该激励政策有望成为物联网板块新一轮行情的催化剂。**

表 1 中国物联网发展大事记

2009 年 8 月	国务院总理温家宝视察中科院无线传感网工程中心，提出“在传感网发展中，要早一点谋划未来，早一点攻破核心技术”，要求尽快建立“感知中国”中心；
2009 年 9 月	经国家标准化管理委员会批准，全国信息技术标准化技术委员会组建了传感器网络标准工作组；
2009 年 11 月	中科院、江苏省政府、无锡市政府签署协议，在无锡共建中国物联网研究发展中心；2009 年 11 月，中国移动与无锡市政府签订了推进“TD-SCDMA 与物联网融合”合作框架协议，将在无锡建立中国移动物联网研究院和物联网数据中心；
2009 年 11 月	由数十家组织发起在北京成立了“中关村物联网产业联盟”，其工作内容包括支撑北京市正在制订的“感知北京”的示范工程建设方案。

资料来源：东方证券研究所

应用层的发展是物联网最大的价值所在

中国移动将物联网的层次架构分为应用层、网络层和感知层三个层次。我们认为：

- 感知层的价值将主要体现为初期产品价格下降过程中形成的使用量暴增，而在中后期其价值将显著降低；
- 网络层的电信运营商在流量计费的背景下获益不大，而其逐步向应用层的数据处理等领域拓展是未来主要方向；
- 应用层将是未来物联网产业链的主要价值所在，体现为以数据处理、智能应用为主要的商业特征。

图 1 中国移动物联网层次架



资料来源：中国移动；东方证券研究所

主要的物联网应用包括：视频监控、智能交通、智能电网、智能医疗等等，相关上市公司如下表所示。

表 2 物联网的主要应用及对应的上市公司

物联网主要应用	上市公司
视频分析、处理	海康威视、大华股份
智能交通	银江股份、川大智胜
综合数据处理与应用平台	同方股份
智能电网	国电南瑞、积成电子、东方电子
智能医疗	银江股份
智能物流和防伪	华工科技

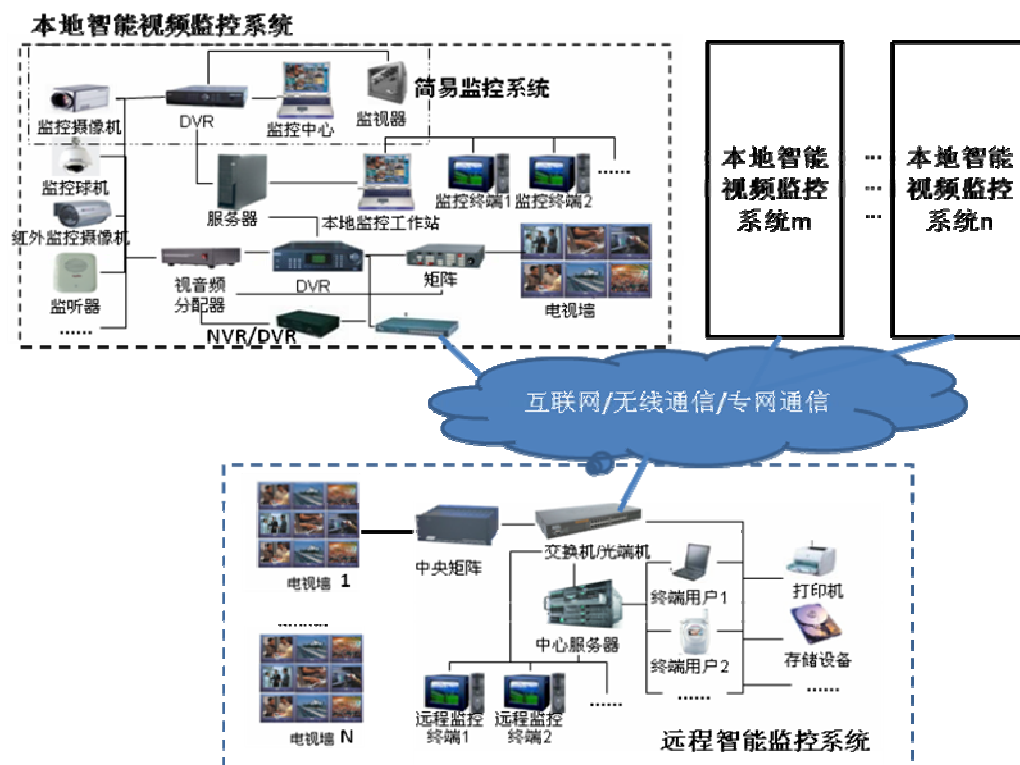
资料来源：东方证券研究所

视频监控是当前物联网最典型应用

3G 视频监控是指通过对前端视音频信息的采集，然后通过有线或无线通信的方式，实现本地化或远程化的对相关视音频信息的监控，并通过智能化、应用化的信息处理手段，实现对监控信息的最终应用。

3G 视频监控体系是物联网时代的关键应用方向，其能够实现对目标事物视音频的采集、处理、识别、应用，然后自动的智能化的进行对相关事务的处理和对相关对象的控制，将是物联网时代的典型应用。

图 2 3G 视频监控体系示意图

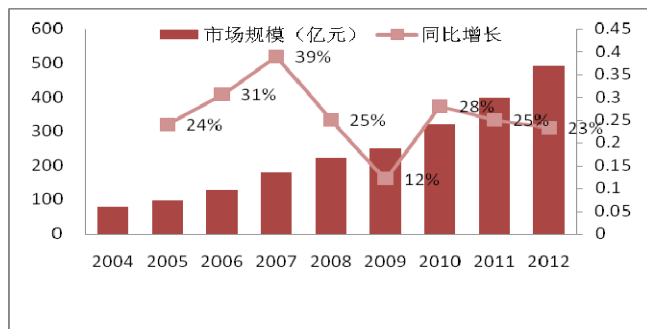


资料来源：海康威视;东方证券研究所整理

3G 视频监控市场目前正呈现着高速的发展态势，广泛应用于交通、电力、安防等领域。就全球市场增长来看，根据 IMS Research 的研究显示，全球视频监控市场在目前金融危机的影响下在 2009 年呈 10% 的增长率，2010 年将有望恢复到较高的增长率水平，行业整体高增长。从中国市场的增长来看，经历过 2009 年相对较低的增长后，我们预计 2010 年有望恢复到 28% 左右的高增速（如图 2 所示）。

总之，3G 视频监控业务是物联网的关键应用方向，随着其在网络化、智能化、低成本方向的推进，应用的深度和广度都在不断的拓展，已迎来高速发展的新阶段。

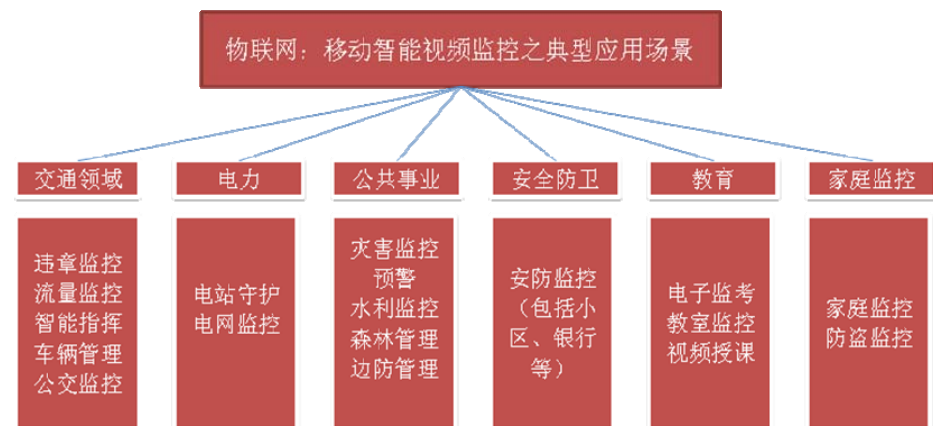
图 3 国内视频监控市场规模与增速



资料来源：赛迪顾问；东方证券研究所预测

3G 视频监控应用领域广泛，其典型应用场景涵盖交通、电力、公用事业、安全防卫、教育、家庭等多个方面。而目前主要应用为交通、安全防卫等领域，其他领域应用正在迅速拓展，随着已有应用的不断拓宽深入和在新行业领域的不断应用，3G 视频监控应用发展潜力巨大。

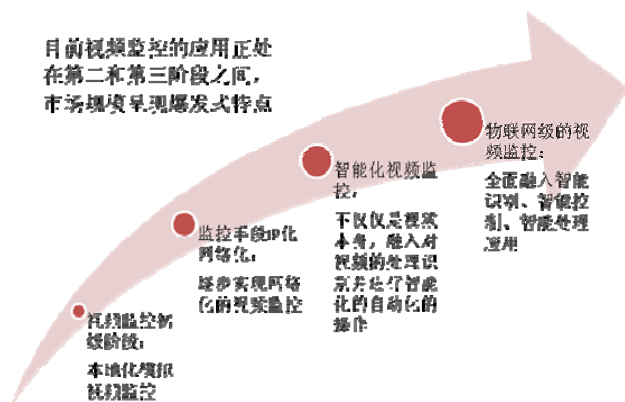
图 4 3G 视频监控应用领域众多



资料来源：东方证券研究所

目前国内 3G 视频监控市场正处在应用的广度和深度都在快速提升的阶段（如图 8 所示），市场规模正处在高速增长的阶段。

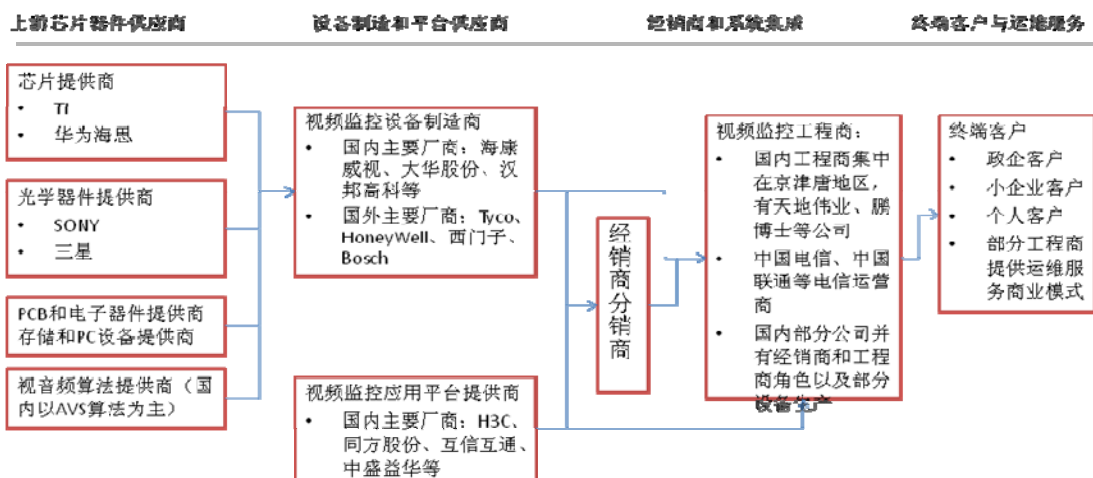
图 5 我国市场正处在向智能化视频监控发展的规模爆发阶段



资料来源：东方证券研究所

3G 视频监控的产业链已经成型，形成贯穿上游芯片与器件制造商、监控设备制造商、监控应用平台开发商、经销商和系统集成商、终端客户和运维服务商为链条的完整产业链。

图 6 3G 视频监控产业链模型



资料来源：东方证券研究所

视频监控标的：“新大海”（新海宜、大华股份、海康威视）

新海宜非公开发行方案获得证监会通过，3G视频监控是主要的募投项目之一，总投资6900 万元，生产规模为年产DVR（硬盘录像机，含3G 功能）3 万套、IPC（网络摄像机）2 万套、视频服务器等其他设备1 万台套。该项目建设期2 年，投产期1 年，达产年均销售收入16,500 万元，年均利润总额2,484 万元。

海康威视是国内领先的视频监控设备制造商。2007 年，公司视频监控产品销量国内市场位居第一。

公司目前已经成长为国内安防视频监控领域的龙头企业，在国际市场具备一定影响力，具有突出的行业地位。海康威视是中电集团五十二所的控制企业，具备深厚的技术研发积累，拥有多项发明专利，在视音频解码技术方面具备国内领先地位。

大华股份为安防行业中的视频监控产品供应商龙头，公司的主营业务是安防视频监控产品的研发、生产和销售。公司是我国安防产品主流供应商之一。公司已形成音视频编解码算法技术、信息存储调用技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术、嵌入式开发技术五大核心技术平台和面向安防视频监控前沿领域的“大安防”产品架构，公司产品被应用于世界最大水电工程三峡葛洲坝电厂远程监控项目、国内最大直流 500KV 换流站宜昌龙泉换流站项目等重大项目。

三网融合：在不确定性中寻找确定性的机会

三网融合进程面临很大不确定性

6 月初，三网融合试点方案第六稿终于获得了国家三网融合领导小组的认可；根据领导小组的实施意见，该方案将在 6 月 15 号之前向各地征集试点城市实施方案，在 6 月 28 号开始实施；此前争议已久的音视频节目播控权被确定为广电总局独家所有，同时广电总局下属单位有权开展有线互联网 IP 电话等业务。

我们认为，虽然三网融合的试点方案已经推出，但试点城市的划定进程低于预期，表明各方的博弈依然在进行之中，三网融合的进程依然存在较大的不确定性。

虽然三网融合的政策利好有线运营商，但有线运营商想要凭借政策与电信公司展开有效竞争仍有难度，主要由于：付费电视业务模式在中国并没有形成消费习惯，难以在保持 ARPU 值的前提下大规模推广；有线运营商在基础设施、公司体制以及电信业务经营经验方面不如电信企业。总的来说广电系形成“第四大运营商”的理想还有较长的路要走。

不确定环境下的确定性机会：改进接入、做好家庭网络，看好烽火通信

我们认为三网融合中确定性的一面是：通信设备生产商是的最大受益者。未来 3 年电信公司和有线运营商将增加骨干网和宽带网络基础设施的资本支出。因此，最受益的行业将是设备生产商行业，包括光通信行业和家庭网络设备。**重点关注烽火通信。**

三网融合实质推进将进一步提升光通信投资增长预期。三网融合 5 月以来的六稿均默认广电作为电信运营主体的形式，这意味着无论后续的具体试点是否会涉及到网络的共建共享，都将会带来确定性的光通信网络投资增长，利好烽火通信。

家庭网关产品将借三网融合试点东风爆发。我们认为家庭网关是电信运营商在三网融合试点中为加强对家庭业务的推广所必需借力的关键平台，从国际发展的趋势来看就是如此。我们近期了解到，很少有人在国内用到过或者看到过家庭网关的应用，这正说明了家庭网关在国内还在起步阶段（截至 2009 年中运营商累计采购没有超过 1000 万台），存在巨大的市场空间。再次强调烽火通信将大幅度受益家庭网关的爆发。

烽火在 FTTx 设备方面的优势将持续到家庭网络产品，促进烽火家庭网关成为重要收入组成部分。家庭网关预计先期主要通过运营商采购的方式扩大市场，而同时通过消费电子渠道销售也是重要方

式；烽火通信在 FTTx 方面的技术优势将使得其产品在运营商招标和市场推广中均处以有利地位。我们预计，在考虑三网融合触发的情况下，烽火通信未来三年家庭网关收入有望达到 6、12、15 亿，大幅提升烽火通信投资价值。

表 3 国际运营商家庭网关应用带来良好效果

国际运营商	家庭网关业务推进效果
	日本电信(NTT)的家庭网关更关注智能化。家庭网关是整个家庭网络的核心并且能够成为整个家庭的服务器，适应数字家庭的发展。
日本 NTT	它支持与 3G 的融合，支持 VoIP 功能。日本 NTT 通过家庭网关实现数字家庭的各项应用，表现出以下优势：功能强大，实现了所有的控制、语音、视频的功能；终端模式适配广泛，支持了 WiFi、3G 以及蜂窝网络多种形式；家庭网络网关支持多种接入方式，包括 FTTH、以太网等等。
法国电信 FT	2004 年启动 LiveBox 家庭网络业务，截至 2008 年 LiveBox 用户达到 800 万户；也正是得益于家庭用户业务的良好发展，2008 年其家庭用户收入占据总收入 44%左右
英国电信 BT	2006 年启动 HomeHub 计划，截至 2008 年底，累计出货量超过 300 万，由于家庭网关提供的融合业务，使得家庭用户 ARPU 提升 5%，一定程度弥补了语音资费下降损失
Vodafone	2007 年开始推广家庭网关，已发展 40 万用户
Telefonica	2008 年采购了 220 万台高端家庭网关，2009 年在南美市场推出

资料来源：东方证券研究所

表 4 国内电信运营商家庭网关推进情况

	家庭网关推进情况
中国电信	在 2008 年前累计采购 400 万台，主要是配合“我的 e 家”套餐的推广，2009 年上半年采购了 300 万台
中国移动	发展和拓展 TD 上行的家庭网关，希望藉此打开家庭用户市场短板
中国联通	在 2008 年采购了 39 万台做为测试和部分推广

资料来源：东方证券研究所

表 5 家庭网关预计市场发展和烽火通信份额占比

	2010 年		2011 年		2012 年	
家庭网关类型	高端	中低端	高端	中低端	高端	中低端
累计采购数量（万台）	100	800	200	1200	400	1500
采购均价（元）	800	200	750	200	720	200
采购规模（万元）	80000	160000	150000	240000	288000	300000
总市场规模（亿元）		24		39		58.8
烽火预计份额估计（亿元）		6		12		15
市场份额占比		25.00%		30.77%		25.51%

资料来源：东方证券研究所

精密制造业：关注具有产业化优势的东山精密

东山精密的产业化能力是公司的核心竞争能力。公司的技术实力和精密制造的能力首先体现在公司的产业化能力上，公司能够将实验室技术进行产业化改造，保证并提升量产的良品率。人才、技术、设备是公司产业化成功的保障。在通信设备、通信天线、太阳能产业、机床制造等行业的摸索，使得公司形成了一套将技术进行产业化改造的机制。产业化已经内化为了公司的核心竞争能力和企业文化。

新投 LED 项目增厚公司业绩

我们看好公司新投的 LED 产业化项目。从行业来看，未来三年，LED TV 渗透率将从 3% 升至 30%。届时将有约 21% 的显示器采用 LED 背光源，而 NB 更将 100% 采用 LED 背光源。至 2014 年，LED 背光源将可超越冷阴极荧光灯管(CCFL)，成为市场上主要的背光源技术。

以 LED 占普通照明市场 10% 计，LED 的普通照明市场的潜在规模将达 250 亿美元。据 Strategies Unlimited 预测，高亮度 LED 市场规模将会从 2008 年的 51 亿美元增长至 2013 年的 149 亿美元，复合年均增长率为 24.0%。仅中国全国每年照明路灯的市场规模就在 50 亿元以上。

公司新投 LED 相关项目，预计三年增厚业绩分别为 0.04、0.53 和 0.62 元。LED 项目背光源今年投产，照明产品明年投产。2010 年至 2014 年预期收益分别为 2,166.13 万元、9,126.57 万元、13,890.13 万元、15,091.16 万元、18,830.08 万元，公司拥有 30% 的权益。LCD 模组金属背板本项目建设期为 1 年，第 2 年开始满产，达产后年销售额约为 23000 万元，净利润约为 5,817.08 万元，公司拥有全部权益。

我们预计，公司可实现 2009-2012 年四年的按照发行后股本数计算的 EPS 分别为 0.45、0.92、1.84 和 2.19 元，10 年到 12 年年均复合增长率达到了 54%。鉴于公司的新增业务在 2011 年开始放量，按照 11 年 PEG 的 0.8 倍估值，PE 约为 40-45 倍，对应估值中枢，目标价 78.2 元。

公司原有业务关键假设：

- 公司 10 年募投项目达产 60%、11 年达到满产；
- 公司钣金业务和铸造业务的毛利率稳定在 27% 和 25% 左右；
- 有效税率为 24%。

LED 业务关键假设：

2010 年 LED 背光源销售收入 13000 万元，2011 年起 LED 照明项目开始贡献收入。

2010 年至 2014 年净收入分别为 2,166.13 万元、9,126.57 万元、13,890.13 万元、15,091.16 万元、18,830.08 万元，公司享受其中 30% 的收益。

表 6：LED 项目营业收入估算

产品	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
LED 彩电背光源	13,000.00	60,528.00	79,372.80	104,345.28	125,214.34
LED 路灯	-	3,600.00	4,320.00	5,184.00	6,220.80
LED 室内照明灯	-	750.00	900.00	1,080.00	1,296.00

LED 投射灯	-	11,250.00	13,500.00	16,200.00	19,440.00
合计	13,000.00	76,128.00	98,092.80	126,809.28	152,171.14

资料来源：公司公告，东方证券研究所

LCD 模组金属背板业务关键假设：

建设期 1 年，2011 年开始全系列产品生产能力达到设计能力的 100%。

年销售额约为 23000 万元，净利润约为 5,817.08 万元，销售净利率约为 25.29%。

公司总体盈利预测：

表 7：公司总体盈利预测

		2009	2010	2011	2012
销售收入 (万元)	原有业务	58,896.63	103,453.28	148,628.97	179,259.39
	LED 业务		13,000.00	76,128.00	98,092.80
	LCD 模组金属背板			23,000.00	23,000.00
	合计[注]	58,896.63	103,453.28	171,628.97	202,259.39
净利润 (万元)	原有业务	7,231.02	14,109.79	20,822.17	25,007.55
	LED 业务		2,166.13	9,126.57	13,890.13
	LCD 模组金属背板			5,817.08	5,817.08
	合计[注]	7,231.02	14,759.63	29,377.22	34,991.67
EPS(原有业务)		0.45	0.88	1.30	1.56
EPS(含新投资项目)		0.45	0.92	1.84	2.19
EPS 增厚		0.00	0.04	0.53	0.62

[注]：LED 业务并未并表，LED 的销售收入不计入公司总体收入，公司享受其 30% 的投资收益。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

运营商：终端瓶颈解决，W 网用户数增长可持续

随着联通 4 月份开始的积极的营销政策，截止至 5 月份，其 3G 用户数达到了 652.8 万户，5 月单月新增 102.3 万户，创出历史新高。我们认为，联通的 3G 营销策略起到了应有的效果，并将继续对用户数产生正面影响。

随着终端瓶颈的解决，联通 3G 用户数将迎来持续性的增长。最新的 6 月 23 日消息，联通宣布推出系列沃 3G 千元智能手机，共 5 款，其中包括：诺基亚 5235、索爱 Mli、中兴 X850、华为 U8110 和天语 W366，于 6 月 25 日前陆续上市。此外，7-9 月份，中国联通还将推出多款 3G 千元智能手机。我们认为，随着终端瓶颈的解决，联通 W 网的 3G 用户数会进一步增长。

下半年，终端的进一步丰富，3G 用户数会逐步好转，达到 150 万户左右甚至之上时，市场会认可联通的投资价值。

图 7 联通新推出的 3G 手机：天语 W366



资料来源：C114、东方证券研究所

图 8 联通新推出的 3G 手机：中兴 x850



资料来源：C114、东方证券研究所

图 9 联通新推出的 3G 手机：华为 U8110



资料来源：C114、东方证券研究所

图 10 联通新推出的 3G 手机：索爱 Mii



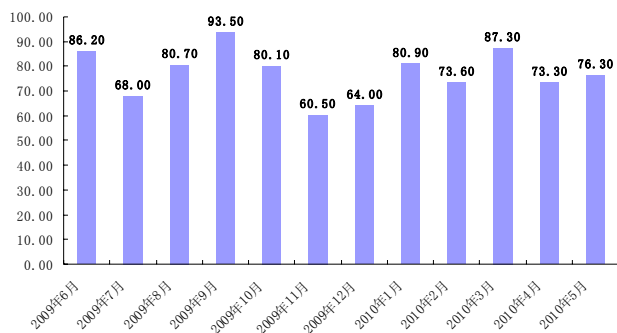
资料来源：C114、东方证券研究所

图 11 联通新推出的 3G 手机：诺基亚 5235



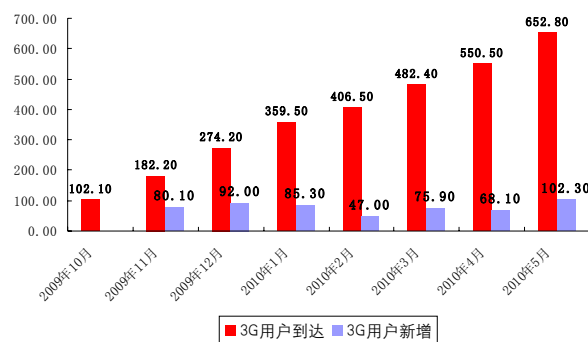
资料来源：C114、东方证券研究所

图 12 中国联通 2G 新增用户数



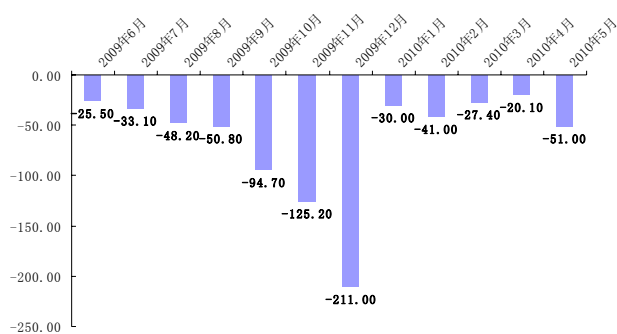
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 13 中国联通 3G 新增用户数及到达数



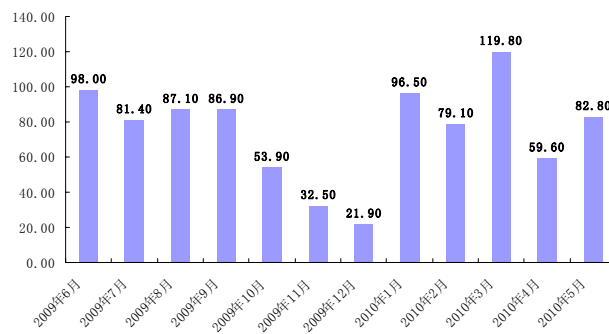
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 14 中国联通固网业务净新增数



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 15 中国联通宽带业务净新增数



资料来源：公司公告、东方证券研究所

投资标的

我们认为，下半年，通信行业以运营商为核心，存在两大投资主题，包括物联网应用和三网融合中的确定性机会，我们重申整个行业的看好评级，并建议投资者关注如下投资标的：

表 8：投资标的

股票代码	简称	EPS(元/股)			PE(倍)			评级	变动
		2009	2010	2011	2009	2010	2011		
600050	中国联通	0.15	0.18	0.24	36.13	30.11	22.58	买入	维持
600498	烽火通信	0.57	0.98	1.46	45.12	26.24	17.62	买入	维持

002384	东山精密	0.45	0.92	1.84	69.08	34.54	34.54	买入	维持
--------	------	------	------	------	-------	-------	-------	----	----

资料来源：东方证券研究所

风险因素分析

大盘系统性风险。

终端瓶颈解决，W 网用户数增长可持续

事件：

[C114 讯] 6 月 23 日下午消息，中国联通今天下午在京举行媒体沟通会，宣布推出系列沃 3G 千元智能手机。中国联通副总裁李刚、多家终端厂商和渠道商的高管出席了本次媒体沟通会。

中国联通本次共推出 5 款 3G 千元智能手机，其中包括：诺基亚 5235、索爱 Mli、中兴 X850、华为 U8110 和天语 W366，上述新品将于 6 月 25 日前陆续上市。此外，7-9 月份，中国联通还将推出多款 3G 千元智能手机。

中国联通量身定制了超值的合约计划，包括“预存话费送手机”和“购手机入网送话费”两种模式供消费者选择。其中，“购手机入网送话费”在联通的自有渠道和社会渠道销售；“预存话费送手机”合约计划在联通自有渠道销售，除“预存话费”方式外，用户还可选择银行信贷等方式参加合约计划。

研究结论：

- **低端 3G 手机丰富联通的手机终端，配套的合约计划有利于用户的快速增长。**这批的手机均基于智能操作系统，其市场售价在 800-2000 元之间。与之配套的两种合约计划给予了消费者极大的选择余地，进一步降低用户使用 3G 手机的门槛，为联通 W 网用户的增长奠定了扎实的基础。
- **终端瓶颈逐步解决，3G 用户数增长可持续。**5 月，联通的 3G 用户数第一次突破了 100 万。我们认为，联通的营销策略已经起到了效果，其营销力度不会降低，加上终端供应瓶颈的解决，联通 W 网的 3G 用户数的增长是可持续的。
- **下半年，终端的进一步丰富，3G 用户数会逐步好转，达到 150 万户左右甚至之上时，市场会认可联通的投资价值。**我们预计中国联通 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.18、0.24、0.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：电信监管对市场策略的限制风险，竞争风险等等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

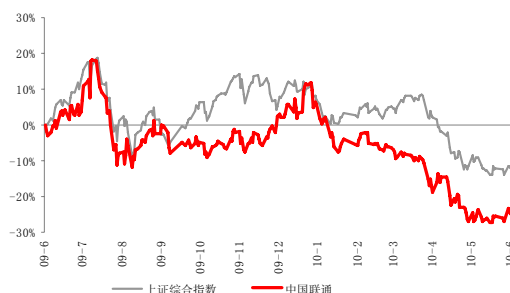
zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2010 年 6 月 18 日)	5.21
目标价格	10.00
总股本 (万股)	2119659.64
国家/地区	中国
行业	通信
报告日期	2010 年 6 月 25 日

股价表现



相关研究报告

3G 用户数首次突破 100 万，符合预期	2010.06.21
积极营销政策见效，3G 用户数增长可期	2010.05.20
用户数发力在即	2010.04.22
本月正常反弹，下月超常发展	2010.04.19
终端补贴启幕，联通发力在即	2010.04.01

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：中国联通财务报表预测与比率分析

损益表	2008	2009	2010	2011	2012	资产负债表	2008	2009	2010	2011	2012
销售收入	148,906	159,050	173,670	193,860	214,430	资产					
销售成本	-47,490	-51,214	-54,359	-60,290	-66,473	现金与现金等价物	12,216	12,419	12,711	13,115	13,527
销售利润	101,416	107,836	119,311	133,570	147,957	应收账款	8,587	10,338	11,289	12,601	13,938
其他净营业利润	-413	-477	-521	-582	-643	其他应收账款	1,319	1,272	1,389	1,551	1,715
销售及管理费用	-31,514	-35,786	-38,207	-42,649	-46,102	预付账款	2,427	3,073	3,262	3,617	3,988
EBITDA	69,489	71,573	80,583	90,339	101,211	存货	1,171	3,073	3,262	3,617	3,988
折旧	-46,791	-56,781	-63,094	-66,533	-67,931	短期投资/存款	9,238	9,238	434	485	9,238
摊销	-887	-795	-868	-1,086	-1,201	流动资产合计	25,958	30,573	32,347	34,986	37,693
EBIT	21,811	13,996	16,620	22,720	32,079	固定资产	283,912	334,005	364,707	378,027	385,974
利息收入	239	286	313	349	386	无形资产	2,837	2,704	2,952	3,296	3,645
非经常项目净收益	1,994	159	174	194	214	商誉	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
财务费用	-2,411	-2,684	-2,527	-2,833	-2,983	递延税款资产	5,326	952	1,358	2,069	3,007
终止经营业务利润	1,907	0	0	0	0	其他非流动资产	6,159	7,953	8,684	9,693	10,722
税前利润	23,540	11,758	14,579	20,430	29,697	总资产	326,963	378,958	412,818	430,842	443,811
所得税	-1,801	-2,352	-3,353	-5,108	-7,424	负债和所有者权益					
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	应付账款	65,687	59,690	63,355	70,269	77,475
净利润	21,738	9,406	11,225	15,322	22,271	其他应付款	18,950	18,985	20,151	22,350	24,642
EPS(A 股/人民币)	-	0.15	0.18	0.24	0.35	短期借款	20,780	20,780	20,780	20,780	20,780
EPS(H 股/人民币)	-	0.4	0.48	0.65	0.95	一年内到期的长期负债	1,216	3,788	3,788	3,788	3,788
现金流量表	2008	2009	2010	2011	2012	其他流动负债	13,374	23,873	26,068	29,098	32,186
经营活动产生的现金流量						流动负债合计	120,007	127,117	134,142	146,285	158,870
净利润	21,739	9,407	11,226	15,323	22,272	长期负债	9,596	9,600	9,600	9,600	9,600
固定资产折旧	47,678	57,576	63,963	67,618	69,132	递延税款负债	16	148	175	238	333
财务费用	2,411	2,684	2,527	2,833	2,983	其他非流动负债(不付息)	3,383	4,772	5,210	5,816	6,433
投资损失	-2,233	-445	-486	-543	-600	总负债	133,002	141,636	149,127	161,939	175,236
存货的减少	1,644	-1,902	-189	-356	-371	少数股东权益	0	4	4	4	4
经营性应收项目的减少	2,427	-1,751	-950	-1,312	-1,337	股本(普通股)和股本溢价	169,113	169,113	169,113	169,113	169,113
经营性应付项目的增加	23,348	-5,962	4,831	9,112	9,498	储备	-23,183	-18,531	-7,777	6,423	25,629
其他流动资产项目的减少	0	0	0	0	0	所有者权益	206,710	150,582	161,336	175,536	194,742
其他流动负债项目的增加	-3,535	10,499	2,194	3,031	3,088	负债和所有者权益合计	339,712	292,222	310,467	337,478	369,982
股息、利息和税务净流出	-6,318	37,960	-4,664	-24,352	-40,120	新发债	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	87,161	108,065	78,451	71,354	64,544	股东权益					
投资活动产生的现金流量						上年留存余额	76,275	-23,183	-18,531	-7,777	6,423
投资收益	2,233	445	486	543	600	本年净利润	21,738	9,406	11,225	15,322	22,271
短期存款的净减少	497	-160	8,804	-50	-51	实际派息与其他	6,231	4,754	470	1,123	3,064
长期投资净额的减少	3,490	-1,794	-731	-1,010	-1,029	本年留存余额	91,782	-18,531	-7,777	6,423	25,629
固定资产净额(除折旧)的减少	-54,593	-106,874	-93,796	-79,853	-75,878						
无形及其他非流动资产的减少	-919	-662	-1,117	-1,429	-1,550						
投资活动产生的现金流量净额	-49,292	-109,044	-86,354	-81,799	-77,908						
筹资活动产生的现金流量											
短期借款的增加	-11,070	0	0	0	0						
一年内到期的非流动负债的增加	-6,298	2,572	0	0	0						
长期借款的增加	-16,666	4	0	0	0						
其他非流动负债项目的增加	-1,863	1,389	439	606	617						
减去：财务费用	-2,411	-2,684	-2,527	-2,833	-2,983						
减去：股利	-6,231	-4,754	-470	-1,123	-3,064						
减去：少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1						
普通股的增加	103,356	0	0	0	0						
资本公积的增加	-99,458	4,652	10,755	14,199	19,207						
少数股东权益的增加	-4	4	0	0	0						
筹资活动产生的现金流量净额	-40,646	1,182	8,195	10,848	13,776						
期末现金及现金等价物余额	12,216	12,419	12,711	13,115	13,527						
减：期初现金及现金等价物余额	14,993	12,216	12,419	12,711	13,115						
现金及现金等价物净增加额(2)	-2,777	203	292	404	411						

资料来源：东方证券研究所

产业化实力强劲，进军 LED 新领域

- **新投 LED 相关项目，预计三年增厚业绩分别为 0.04、0.53 和 0.62 元。**LED 项目背光源今年投产，照明产品明年投产。2010 年至 2014 年预期收益分别为 2,166.13 万元、9,126.57 万元、13,890.13 万元、15,091.16 万元、18,830.08 万元，公司拥有 30% 的权益。LCD 模组金属背板本项目建设期为 1 年，第 2 年开始满产，达产后年销售额约为 23000 万元，净利润约为 5,817.08 万元，公司拥有全部权益。
- **未来三年，LED TV 渗透率将从 3% 升至 30%。**届时将有约 21% 的显示器采用 LED 背光源，而 NB 更将 100% 采用 LED 背光源。至 2014 年，LED 背光源将可超越冷阴极荧光灯管 (CCFL)，成为市场上主要的背光源技术。
- **以 LED 占普通照明市场 10% 计，LED 的普通照明市场的潜在规模将达 250 亿美元。**据 Strategies Unlimited 预测，高亮度 LED 市场规模将会从 2008 年的 51 亿美元增长至 2013 年的 149 亿美元，复合年均增长率为 24.0%。仅中国全国每年照明路灯的市场规模就在 50 亿元以上。
- **Flipchip 倒装技术量产促使应用推广。**倒装芯片 (Flipchip) 结构极大地解决了传统 LED 照明中发热大、转换效率不高的问题，能够在同样的发光效率下使用更少的材料，同时散发更少的热能。公司解决了 Flipchip 倒装技术的量产难题，进军 LED 领域可谓势在必得。
- **产业化能力强是公司的核心竞争能力。**公司的技术实力和精密制造的能力首先体现在公司的产业化能力上，公司能够将实验室技术进行产业化改造，保证并提升量产的良品率。人才、技术、设备是公司产业化成功的保障。在通信设备、通信天线、太阳能产业、机床制造等行业的摸索，使得公司形成了一套将技术进行产业化改造的机制。产业化已经内化为了公司的核心竞争能力和企业文化。
- **风险因素：技术风险、汇率风险。**
- 我们预计，公司可实现 2009—2012 年四年的按照发行后股本数计算的 EPS 分别为 0.45、0.92、1.84 和 2.19 元，10 年到 12 年年均复合增长率达到了 54%。鉴于公司的新增业务在 2011 年开始放量，按照 11 年 PEG 的 0.8 倍估值，PE 约为 40—45 倍，对应估值中枢，目标价 78.2 元，维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

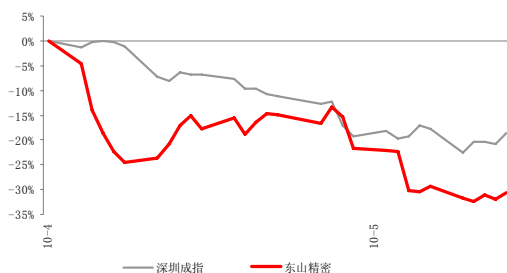
zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2010 年 6 月 8 日) 60.01 元
目标价 78.2 元
总股本/A 股 (万股) 16000/16000
A 股市值 (百万元) 9601.6
国家/地区 中国
行业 通信设备
报告日期 2010 年 6 月 9 日

股价表现



财务预测 (未包含新项目)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	589	1035	1486	1793
利润总额	93	183	270	325
净利润	72.3	141.1	208.2	250.1
EBITDA	127.77	211.45	297.81	354.68
EPS (元)	0.45	0.88	1.30	1.56
每股经营现金	0.53	0.69	0.80	1.16
每股净资产	2.26	9.55	10.73	12.13
净资产收益率	20.0%	9.2%	12.1%	12.9%

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。

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：东山精密财务报表预测与比率分析（不考虑新上项目）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	54	857	945	1095	营业收入	589	1035	1486	1793
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	425	758	1089	1314
应收账款	207	343	492	594	毛利	164	276	397	479
存货	84	149	214	258	%营业收入	27.8%	26.7%	26.7%	26.7%
预付账款	11	20	29	35	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	0	0	0	0	%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
流动资产合计	389	1410	1740	2054	销售费用	14	25	36	43
可供出售金融资产	0	0	0	0	%营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	46	72	104	125
长期股权投资	0	0	0	0	%营业收入	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	7	-6	-16	-18
固定资产合计	279	484	474	454	%营业收入	1.1%	-0.6%	-1.1%	-1.0%
无形资产	11	10	10	9	资产减值损失	4	0	0	0
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	4	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业利润	92	182	269	324
资产总计	683	1904	2224	2517	%营业收入	15.6%	17.6%	18.1%	18.1%
短期贷款	100	0	0	0	营业外收支	1	1	1	1
应付款项	201	341	460	519	利润总额	93	183	270	325
预收账款	0	0	0	1	%营业收入	15.8%	17.7%	18.2%	18.1%
应付职工薪酬	8	14	20	25	所得税费用	21	42	62	75
应交税费	8	15	23	27	净利润	72	141	208	250
其他流动负债	0	0	0	0	归属于母公司所有者	72.3	141.1	208.2	250.1
流动负债合计	317	371	504	572	的净利润				
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	EPS（元/股）	0.45	0.88	1.30	1.56
递延所得税负债	0	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	4	4	4	4		2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	321	375	508	576	经营活动现金流净额	84	110	128	185
归属于母公司所有者	362	1529	1716	1941	取得投资收益收回现金	0	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	无形资产投资	0	0	0	0
股东权益	362	1529	1716	1941	固定资产投资	-63	-240	-35	-28
负债及股东权益	683	1904	2224	2517	其他	0	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-63	-240	-35	-28
EPS	0.452	0.882	1.301	1.563	债券融资	0	0	0	0
BVPS	3.01	12.74	10.73	12.13	股权融资	0	1040	0	0
PE	57.53	29.48	19.98	16.63	银行贷款增加（减少）	7	-100	0	0
PEG	1.12	0.58	0.39	0.32	筹资成本	5	-8	-5	-7
PB	8.62	2.04	2.42	2.14	其他	-11	0	0	0
EV/EBITDA	32.92	15.62	10.80	8.64	筹资活动现金流净额	1	932	-5	-7
ROE	20.0%	9.2%	12.1%	12.9%	现金净流量	22	802	88	150

资料来源：东方证券研究所

黑白兼修，价值凸显

研究结论

- **黑白兼修，价值凸显：**
- ✓ **白马股之白：光通信投资高景气推动主业稳健增长。**三网融合推动电信运营商加速带宽升级应对新竞争。具体来看，FTTx 建设推动下，PON 类别产品今年将有望大幅增长；PTN 等传输产品均处在升级的时间点，以及网络流量的持续提升和当前国际环境下国内主设备国产化要求的积极执行，增长趋势显著；光纤光缆预计今年价格下降成定局，但随着腾仓项目推进有望提升盈利能力和抗风险能力。
- ✓ **黑马股之黑，三网融合下预计将带来新品家庭网关等终端产品大规模采购，催生新黑马。**从国际发展来看，家庭网关有助运营商提升家庭用户 ARPU 抵抗语音和资费下降风险，家庭网关已是发展趋势。一旦三网融合试点确定并加速推进，则推进家庭网关的两大基本因素全业务运营和多业务融合发展均已具备，将推动国内运营商大规模采购家庭网关等三网融合终端产品。我们预计，若 6 月准时启动试点，运营商采购预计将会为烽火通信 2010-2012 年三年分别带来 0.14、0.28、0.34 元的每股收益贡献，催生新黑马。
- **公司随网络发展趋势加强接入层面产品发展战略思路清晰。**公司发展起步于网络传输主设备，随着当前网络逐步向“最后一公里”“最后一公尺”的延伸，战略上已加强接入层面产品发展，有望全面受益三网融合。
- **必须强调，在国内光通信市场，三分天下有其一。**其在国内光通信市场，与中兴、华为等在多项产品方面三足鼎立，势头强劲。且随着经济发展特别是高铁建设，坐享武汉经济区升级所带来的发展优势。
- **投资建议：**考虑到广发基金的股权投资收益和因为家庭网关等三网融合业务终端带来的新增收入，我们预计 2010-2012 年三年 EPS 分别为 0.98、1.43、1.76 元。我们分别对原光通信等主业（30X）、广发基金股权、家庭网关等三网融合和终端业务（30X）分别估值（如表 7 所示），取 2010 年估值 30.6 元和 2011 年估值 44 元的中值，给予烽火通信目标价 37.3 元，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**三网融合进程滞后风险；电信投资的不确定性风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888*6091

wuyouwen@orientsec.com.cn;

执业证书编号：S0860110030045

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（首次）

股价（2010 年 5 月 28 日） 28.36 元

目标价格 37.3 元

总股本/A 股（万股） 44180

A 股市值（百万元） 125.29 亿

国家/地区 中国

行业 通信及相关设备制造

报告日期 2010 年 5 月 31 日

股价表现



营收预测(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
通信网络	26.52	40	52	62
MSTP 和 PTN	10.30	14.00	20.00	25.00
ASON	5.30	5.50	6.10	7.00
DWDM 和 OTN	5.20	5.50	6.20	7.00
PON	5.80	15.00	20.00	23.00
光纤光缆及电	14.83	16.10	17.00	17.50
数据网络产品	5.13	6.41	7.89	9.54
家庭网关终端		6.00	12.00	15.00
进口代理费	0.08	0.12	0.15	0.18
营业总收入	46.64	68.63	89.34	104.22
营收增长率	36.80%	47.16%	30.17%	16.66%

资料来源：东方证券研究所

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：烽火通信财务报表预测与比率分析

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	342696	468839	689924	898046	1047688	经营活动产生的现金流量					
销售成本	-249902	-342108	-507547	-656717	-762859	净利润	23393	34593	52967	74336	90429
销售利润	92794	126731	182377	241329	284829	固定资产折旧	9028	10440	11552	13602	15434
其他利润	4781	2750	-552	-718	-838	财务费用	-1360	-248	2442	2491	2464
销售及管理费用	-73286	-88949	-122116	-158954	-185441	投资损失	0	0	0	0	0
EBI TDA	24289	40532	59708	81656	98550	存货的减少	-40274	-49285	-130230	-111878	-79607
折旧	-8185	-9374	-10634	-12525	-14528	经营性应收项目的减少	-27867	-7101	-52096	-55683	-40010
摊销	-844	-1066	-918	-1078	-905	经营性应付项目的增加	17895	32182	64994	52968	37690
EBI T	15261	30091	48156	68054	83116	其他流动资产项目的减少	310	360	-7394	269	202
利息收入	0	0	0	0	0	其他流动负债项目的增加	1066	3151	1057	2249	1617
投资等营业外收入	5937	8624	13798	17961	20954	经营活动产生的现金流量净额	-17808	24093	-56709	-21645	28220
财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464	投资活动产生的现金流量					
终止经营业务利润	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
税前利润	22557	38964	59513	83524	101605	短期存款的净减少	0	0	0	0	0
所得税	836	-4370	-6546	-9188	-11177	长期投资净额的减少	-119	-18349	4960	-5230	-3760
少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873	固定资产净额(除折旧)的减少	-18712	-21517	-24788	-29886	-34668
净利润	17452	26129	43233	63142	77555	无形及其他非流动资产的减少	-404	-669	-2309	-399	-1354
EPS(人民币)	0.40	0.59	0.98	1.43	1.76	投资活动产生的现金流量净额	-19234	-40536	-22137	-35515	-39782
每股股息	0.00	0.00	0.24	0.36	0.44	筹资活动产生的现金流量					
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	短期借款的增加	-20088	33444	0	0	0
资产						一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
现金与现金等价物	119709	183003	126234	121592	138502	长期借款的增加	-23375	15705	0	0	0
应收账款	118063	124580	172481	224511	261922	其他非流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
其他应收账款	23564	32009	48845	63580	74174	减去：财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464
预付账款	7649	8234	12428	16081	18680	减去：股利	-7747	-8018	-10808	-15785	-19389
存货	201145	250430	380660	492538	572144	减去：少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873
短期存款/投资	0	0	0	0	0	普通股的增加	0	3180	0	0	0
流动资产合计	470131	598255	740649	918302	1065422	资本公积的增加	2902	52566	10808	4977	3603
固定资产	82216	94359	108512	125874	146014	少数股东权益的增加	5209	6090	-38092	11194	12873
无形资产	8664	8267	9659	8980	9429	筹资活动产生的现金流量净额	20853	79737	22077	52518	28473
商誉	0	0	0	0	0	期末现金及现金等价物余额	119709	183003	126234	121592	138502
递延税款资产	481	703	-693	-962	-1165	减：期初现金及现金等价物余额	135899	119709	183003	126234	121592
其他非流动资产	3947	22296	17336	22565	26326	现金及现金等价物净增加额(2)	-16189	63294	-56769	-4642	16910
总资产	565439	723880	875463	1074760	1246027						
负债和所有者权益											
应付账款	83047	115229	180223	233191	270880	经营比率 (%)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	191463	184893	274075	354627	411944	税前ROI C	8.0%	11.1%	14.5%	16.8%	17.7%
短期借款	600	34044	34044	34044	34044	经营利润率	3.4%	4.5%	5.5%	6.6%	41.5%
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0	毛利率	27.1%	27.0%	26.4%	26.9%	27.2%
其他流动负债	3248	6399	7456	9705	11322	SG&A/收入	21.4%	19.0%	17.7%	17.7%	17.7%
流动负债合计	278358	340565	495798	631567	728191	折旧/收入	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	11.2%
长期负债	0	15705	15705	15705	15705	平均资本周转率	232.4%	245.9%	265.6%	254.5%	42.6%
递延税款负债	0	0	0	0	0	经营流动资金/收入	22.8%	22.6%	22.6%	24.3%	144.7%
其他非流动负债(不付息)	0	0	0	0	0	固定资产/收入	20.1%	15.7%	14.0%	13.9%	83.7%
总负债	278358	356270	511503	647272	743895						
少数股东权益	32875	38965	873	12067	24941						
股本(普通股)和股本溢价	41000	44180	44180	44180	44180						
总留存(储备、拟派发与留存)	204998	275675	318907	371241	433011						
所有者权益	278873	358820	363960	427488	502131						
负债和所有者权益合计	557230	715090	875463	1074760	1246027						

资料来源：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，未给予投资评级等相关信息。

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