

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

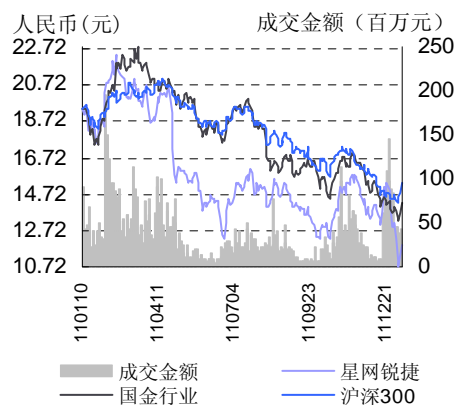
市价(人民币): 11.88元

目标(人民币): 19.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	243.21
总市值(百万元)	4,170.59
年内股价最高最低(元)	22.37/10.72
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《同时受益于云端和终端的爆发机会》，2011.12.7
- 《均衡基石战略及新业务开拓卓显成效》，2011.4.8
- 《细分市场多点开花,行业热点处处给力》，2011.3.14

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔 联系人
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

下一代网络确定性标的

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.808	0.790	0.510	0.652	0.836
每股净资产(元)	3.25	8.89	4.83	5.35	6.05
每股经营性现金流(元)	2.64	0.12	-0.01	0.78	0.98
市盈率(倍)	N/A	53.46	23.28	18.23	14.22
行业优化市盈率(倍)	53.96	40.24	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	53.63%	30.43%	29.29%	27.71%	28.19%
净资产收益率(%)	24.84%	8.88%	13.95%	12.19%	13.80%
总股本(百万股)	131.53	175.53	351.06	351.06	351.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **交换机路由器的差异化竞争策略:** 云计算、下一代网络、以及全网 IP 化进程将给国内数据通信设备行业带来五年以上的黄金发展机遇。目前国内厂商中仅华为、中兴和星网锐捷迈入了数据通信设备的门槛。通过 10 年的积累,星网锐捷已经牢牢立足于数据通信设备行业。通过对细分行业设备和解决方案的定制开发以及“软件+产品+服务”的差异化竞争,公司在网络设备上保持持续较快增长的确信性很高。
- **云终端的先发优势明显,高速增长行业契机来临:** 公司在云终端的市场份额约为 40%,具备非常明显的规模优势和先发优势。“桌面云”是目前云计算最成熟的应用模式,随着未来国内云计算建设力度以及各企业对 TCO 和安全性的重视程度的加大,云终端行业高速增长几成定局。同时,行业的技术壁垒高于市场认知,虚拟化、桌面云网管、外设管理等软件成为提高整体解决方案附加值的亮点。
- **依靠 IP 技术快速切入各类行业应用和终端市场:** 公司同时布局了 EPOS、DMB、安防监控、统一通信、智能家居市场,其中 EPOS 已经放量。公司布局各类终端的核心逻辑是:1、通过快速定制设计能力、柔性生产方式、规模成本优势满足千变万化的 ICT 终端市场。2、通过 IP 技术的优势快速切入各类正在 IP 化的行业应用市场。

投资建议

- 公司是 A 股中非常稀缺的数据通信设备的纯正标的,确定性的受益于云计算、下一代互联网和全网络 IP 化的进程;云终端的持续高速增长成为定局,虚拟化、桌面云网管、外设管理等软件逐渐增加云终端整体解决方案的附加值;并且公司通过 IP 技术的优势切入各种类型的 M2M 终端市场,具备快速研发、生产能力,向上弹性很高。公司未来三年成长明确,是前一轮下跌中被错杀的品种,目前具备很强的估值吸引力,建议买入。

估值

- 谨慎预测,2011-2013 年 EPS 分别为 0.51 元、0.65、0.84 元,考虑到公司未来三年的成长性非常明确,给予公司 30×2012EPS,估值 19.50 元,重申“买入”评级。

内容目录

交换机路由器业务面临行业机遇.....	3
下一代网络、全网 IP 化和云计算是行业持续五年高增长的催化剂.....	3
行业的技术门槛和公司份额本身已经证明公司的核心能力.....	3
行业化定制，软件+产品+服务是公司差异化战略的最重要组成部分.....	4
市场低估云终端业务价值.....	4
桌面云带来的云终端机会.....	4
公司云终端解决方案附加值逐步提高.....	5
发展各类行业应用终端的内在逻辑很强大.....	5
快速设计能力、柔性生产方式和规模成本优势.....	5
以 IP 技术优势快速切入正在 IP 化的行业应用.....	5
维持对公司的盈利预测，重申买入评级.....	6
附录：三张报表预测摘要.....	7

图表目录

图表 1: 2009 年星网锐捷在国内全部路由器、交换机规中占比约为 2.8%，若仅统计企业网，2009 年星网锐捷占比约为 6%.....	4
图表 2: 2009 年政府、电力、交通、金融、教育五行业的各厂商份额不完全统计，星网锐捷占比约 8.53%.....	4
图表 3: 2400 用户、5 年维护周期 TCO 分析.....	5
图表 4: 星网锐捷瘦客户机份额约为 40%.....	5
图表 5: 销售预测表.....	6

交换机路由器业务面临行业机遇

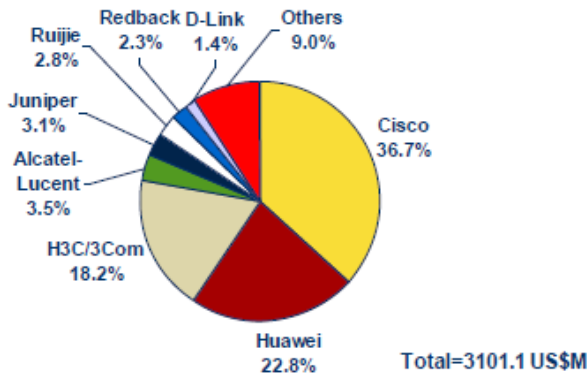
下一代网络、全网 IP 化和云计算是行业持续五年高增长的催化剂

- 整个通信设备网络可以分为固网、无线和 IP 三部分。五到十年前，传统的通信设备厂商对固网和无线的投入较大，而对 IP 设备的投入较少。IP 设备主要由路由器和交换机组成，这类设备在传统意义上被认为偏计算机网络的成分较高。思科、Juniper 这种 IP 设备的巨头和爱立信、阿朗、诺西有较大的区别。但是，技术进步到今天，整个 IT 和 CT 领域融合趋势已经确立。已经没有人怀疑 IP 数据通信设备将逐渐成为最主流的通信设备，语音业务也将逐渐在 IP 设备和 IP 协议上完成。
- 下一代互联网主要是指以 IP 技术和 IP 产品为核心的更大、更快、更泛在、更安全、更多电信应用 IP 化的互联网。其总体趋势是用全 IP 的方式实现更大规模的设备互联，在下一代网络中基于 IP 数据通信的重要性和规模甚至高于传统电信网络系统。2011 年 12 月 23 日，温总理主持召开国务院常务会议，决定大力推进下一代互联网建设，这是完全符合全球技术演进趋势的决定。我们认为，未来五年从主观和客观上，我国 IP 数据通信设备行业将进入黄金发展周期。
- 同时，云计算的建设将对路由器、交换机带来确定性的增量需求，我们已经在多篇报告中强调。在云计算的模式中，计算设备、存储设备和网络设备中受益最大的板块是网络设备。：
 - 云计算 IaaS 公有云和私有云建设，带来大量的新型数据中心需求。新数据中心的硬件设备组要由计算设备、存储设备和网络设备组成。
 - 在云计算的模式下，数据中心的规模比常规模式大；同时，原先本地化部署的设备也将进一步集中。随着设备的聚集，设备之间的互联需求呈几何级数增加，因此也带来交换机等网络设备的非线性增长。
 - 即使从云计算对本地部署形式的 IT 设备的替代效应上来说。路由器、交换机等网络设备是构成本地 IT 拓扑的基本设备，必需性高、冗余性低，受云计算模式的冲击较小。

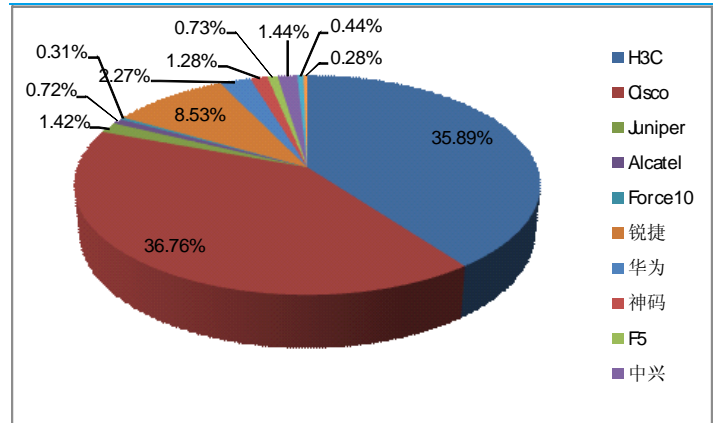
行业的技术门槛和公司份额本身已经证明公司的核心能力

- 除家用级别的产品以外，企业级和电信级的交换机、路由器都是高技术门槛的行业。通过 10 年的积累，星网锐捷已经牢牢立足于数据通信设备行业。
- 根据 IDC2009 年数据，星网锐捷在国内全部路由器、交换机规模中占比约为 2.8%。仅次于思科、华为、华三、阿朗、Juniper，与 Juniper 的份额非常接近。由于企业级路由器、交换机的规模略小于总体规模的一半，而星网锐捷几乎全部的供货都在企业级设备。因此 2009 年，星网锐捷在国内企业级路由器、交换机的份额约为 6%。根据行业增速和公司增速，这一比例在 2011 年提升至 7-8%。
- 路由器和交换机是技术门槛很高的行业，星网锐捷仅在企业网供货，就能在总份额上与阿朗、Juniper、Redback 等国际厂商相近，这已经足以证明公司的核心技术能力。

图表1: 2009年星网锐捷在国内全部路由器、交换机规模中占比约为2.8%，若仅统计企业网，2009年星网锐捷占比约为6%



图表2: 2009年政府、电力、交通、金融、教育五行业的各厂商份额不完全统计，星网锐捷占比约8.53%



来源: IDC,星网锐捷招股书,国金证券研究所整理

行业化定制，软件+产品+服务是公司差异化战略的最重要组成部分

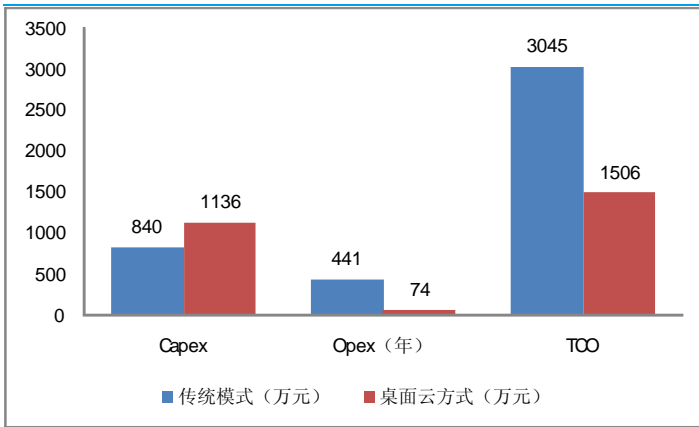
- 目前在企业网领域，星网锐捷主要和思科和 H3C 竞争。虽然在产品的绝对性能上，星网锐捷不如国际巨头思科和 H3C。但是星网锐捷仍然有生存和快速发展之道：
 - 思科和 H3C 产品的性能很强，但是产品绝对标准，除本身提供的 ios 命令外，不会再向客户提供任何定制。而星网锐捷针对不同的行业，不同的大客户，可能对交换机和路由器以及整体解决方案做一定程度的优化，这是公司赢得客户的重要方式。
 - 思科和 H3C 在咨询、销售和服务上主要通过金牌、银牌代理实施，而星网锐捷在咨询、整体解决方案以及服务上主要通过自身的技术团队。通过“软件+产品+服务”的一站式服务方式，给客户带来充分完美的业务体验。
- 随着近年来华为和中兴对路由器和交换机市场的拓展，星网锐捷目标市场和华为、中兴理论上的重合可能越来越大。但是仔细分析星网锐捷和华为、中兴仍然属于错位竞争：
 - 华为、中兴传统优势在于运营商网络，其路由器、交换机的主要销售目标仍然是运营商的数据网络、计算中心以及未来的传输网 IP 化改造。
 - 华为和中兴虽然也大举进军企业网，但是华为、中兴心目中的企业网指的是网络、存储、计算以及应用集成为一体的政府和大型企业项目。而并不是专注于企业级路由器、交换机的细节。
 - 华为、中兴的竞争目标为思科、Juniper 的中高端路由器，其销售上也必然选择标准的产品模式。与星网锐捷的专注于行业应用，为行业定制化服务的策略不同。
- 目前公司的体量仍然比较小，我们认为这种定制化、服务化的销售方式可以使公司未来 3 年在企业级网络设备上的保持确定性的较快增长。

市场低估云终端业务价值

桌面云带来的云终端机会

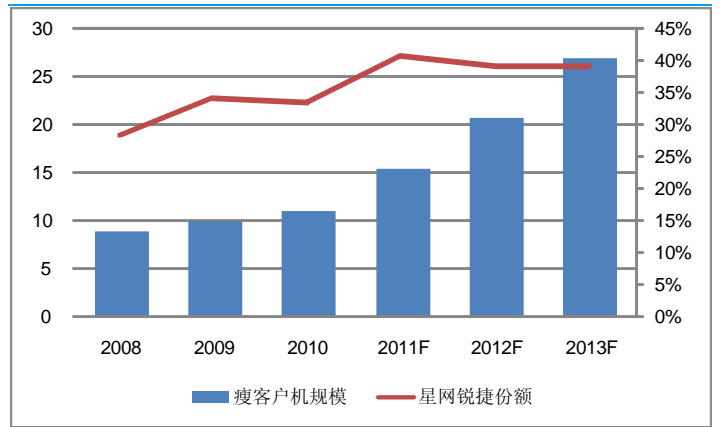
- 2011 年以来，全国各地纷纷上马云计算中心项目，云计算的商业模式也逐渐开始被一些大企业和政府采用。桌面云是目前云计算各种应用中最为成熟的种类之一，其 TCO 对比分析显示，桌面云正在为企业和政府实实在在省钱。我们预计未来两到三年内，大部分的云计算示范项目都将包含桌面云的建设。

图表3: 2400 用户、5 年维护周期 TCO 分析



来源: 星网锐捷招股书, 中兴通讯, 国金证券研究所

图表4: 星网锐捷瘦客户机份额约为 40%



公司云终端解决方案附加值逐步提高

- 经过本次调研, 我们充分认识到市场低估了星网锐捷云终端的技术门槛与产品附加值。市场总是将云终端理解为廉价 PC 或者显示器, 这实际上是对云终端的误区。
 - 从技术难点上看: 功耗管理、外设管理、虚拟化软件、桌面云网络管理都是云终端难于 PC 的之处。也正是因为星网锐捷掌握了云终端方案的这一系列核心技术, 2011 年下半年, 才出现了云终端量增价涨的局面。
 - 从产品形态上看: 云终端的形态随着行业应用需求的不同有非常强的定制化需求, 如类 PAD 型云终端、带 POS 型云终端。
 - 从产品架构上看: 基于 Intel、AMD、ARM、龙芯等的各种架构要求云终端设计和生产厂商非常全面。
- 我们认为云终端的软件、管理、定制成分非常高, 完全不是低技术含量的业务。未来业务的毛利率和净利率有进一步提升的空间。
- 关于该业务我们将在后续报告中详细论述。

发展各类行业应用终端的内在逻辑很强大

快速设计能力、柔性生产方式和规模成本优势

- 大部分参观过公司展厅的投资者都会有一种公司行业应用产品太多、太散的感觉。但是实际上, 公司所有行业应用终端背后有着统一的内在逻辑。
 - 未来的物联网 M2M 终端需求本身就是千变万化的, 公司能够基于 IP 技术、终端 IO 技术、嵌入式开发技术、工业设计技术等公司的核心技术能力, 快速的设计满足客户行业应用的终端品种。
 - 公司的柔性生产方式, 使得各种终端能够错峰生产, 使得各类小众化的需求在星网锐捷却呈现了经济性。
 - 公司具备足够的产能, 在某一类终端需求起量的时候, 能够迅速的放量生产, 以最快的速度降低成本。

以 IP 技术优势快速切入正在 IP 化的行业应用

- 安防监控、智能家居等未来的重要物联网 M2M 领域正在经历由各类异构的组网方式向 IP 同构组网方式变化的过程。与电信行业一样, IP 化是这些物联网通信技术的重要演进方向。公司在路由器、交换机积累深厚, 是国内对 IP 化领悟最深的厂商之一, 公司的 IP 技术优势有助于公司快速切入这些新兴的行业应用市场。
- 我们看好公司在这些新领域的向上弹性。

维持对公司的盈利预测，重申买入评级

- 按照我们的谨慎预测，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.51 元、0.65 元和 0.84 元，考虑到公司未来三年的成长性非常明确，给予公司 30 × 2012EPS，估值 19.50 元，重申“买入”评级。

图表5：销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
企业级网络设备							
销售收入（百万元）	504.35	725.47	859.42	1,117.25	1,396.56	1,675.88	2,178.64
增长率 (YOY)		43.84%	18.47%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	52.80%	57.50%	58.10%	54.00%	53.00%	52.00%	50.96%
销售成本（百万元）	238.05	308.32	360.10	513.94	656.38	804.42	1,068.40
增长率 (YOY)		29.52%	16.79%	42.72%	27.72%	22.55%	32.82%
毛利（百万元）	266.30	417.14	499.33	603.32	740.18	871.46	1,110.23
增长率 (YOY)		56.65%	19.70%	20.83%	22.69%	17.74%	27.40%
占总销售额比重	38.84%	42.43%	43.50%	41.72%	39.75%	38.00%	38.45%
占主营业务利润比重	49.81%	58.99%	60.93%	60.30%	57.87%	55.23%	55.47%
瘦客户机							
销售收入（百万元）	254.00	340.08	368.67	589.87	855.31	1,111.90	1,389.88
增长率 (YOY)		33.89%	8.41%	60.00%	45.00%	25.00%	25.00%
毛利率	25.39%	25.20%	22.81%	23.00%	22.00%	22.00%	21.56%
销售成本（百万元）	189.51	254.38	284.58	454.20	667.14	867.29	1,090.22
增长率 (YOY)		34.23%	11.87%	59.61%	46.88%	30.00%	25.71%
毛利（百万元）	64.49	85.70	84.09	135.67	188.17	244.62	299.66
增长率 (YOY)		32.88%	-1.87%	61.33%	38.70%	30.00%	22.50%
占总销售额比重	19.56%	19.89%	18.66%	22.03%	24.35%	25.21%	24.53%
占主营业务利润比重	12.06%	12.12%	10.26%	13.56%	14.71%	15.50%	14.97%
通讯产品							
销售收入（百万元）	267.80	374.41	382.23	368.27	417.81	483.29	579.94
增长率 (YOY)		39.81%	2.09%	-3.65%	13.45%	15.67%	20.00%
毛利率	20.41%	20.88%	18.07%	18.65%	19.35%	20.14%	19.94%
销售成本（百万元）	213.13	296.22	313.17	299.57	336.98	385.94	464.30
增长率 (YOY)		38.99%	5.72%	-4.34%	12.49%	14.53%	20.30%
毛利（百万元）	54.67	78.19	69.06	68.70	80.83	97.34	115.65
增长率 (YOY)		43.03%	-11.68%	-0.52%	17.66%	20.43%	18.80%
占总销售额比重	20.62%	21.90%	19.35%	13.75%	11.89%	10.96%	10.24%
占主营业务利润比重	10.23%	11.06%	8.43%	6.87%	6.32%	6.17%	5.78%
其他							
销售收入（百万元）	272.36	269.87	365.16	602.51	843.52	1,138.75	1,517.38
增长率 (YOY)		-0.92%	35.31%	65.00%	40.00%	35.00%	33.25%
毛利率	54.76%	46.74%	45.74%	32.00%	32.00%	32.00%	31.36%
销售成本（百万元）	123.22	143.73	198.14	409.71	573.59	774.35	1,041.53
增长率 (YOY)		16.65%	37.85%	106.78%	40.00%	35.00%	34.50%
毛利（百万元）	149.14	126.14	167.02	192.80	269.93	364.40	475.85
增长率 (YOY)		-15.43%	32.42%	15.44%	40.00%	35.00%	30.59%
占总销售额比重	20.97%	15.78%	18.48%	22.50%	24.01%	25.82%	26.78%
占主营业务利润比重	27.90%	17.84%	20.38%	19.27%	21.10%	23.10%	23.78%
销售总收入（百万元）	1298.51	1709.82	1975.48	2677.91	3513.20	4409.82	5665.85
销售总成本（百万元）	763.91	1002.65	1155.98	1677.42	2234.10	2832.00	3664.46
毛利（百万元）	534.60	707.17	819.50	1000.49	1279.10	1577.82	2001.39
平均毛利率	41.17%	41.36%	41.48%	37.36%	36.41%	35.78%	35.32%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E		2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	1,318	1,725	1,997	2,678	3,513	4,410	5,666	货币资金	232	364	1,251	1,213	1,532
增长率		30.8%	15.8%	34.1%	31.2%	25.5%	28.5%	应收款项	373	383	496	734	820
主营业务成本	-776	-1,013	-1,165	-1,677	-2,234	-2,832	-3,664	存货	252	278	446	572	700
%销售收入	58.8%	58.7%	58.3%	62.6%	63.6%	64.2%	64.7%	其他流动资产	9	37	33	50	67
毛利	543	712	833	1,000	1,279	1,578	2,001	流动资产	866	1,062	2,226	2,569	3,119
%销售收入	41.2%	41.3%	41.7%	37.4%	36.4%	35.8%	35.3%	%总资产	85.1%	85.6%	90.3%	91.0%	92.2%
营业税金及附加	-3	-3	-7	-13	-18	-22	-28	长期投资	17	43	43	43	43
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	106	109	183	186	188
营业费用	-258	-327	-375	-434	-550	-663	-907	%总资产	10.4%	8.8%	7.4%	6.6%	5.5%
%销售收入	19.6%	19.0%	18.8%	16.2%	15.7%	15.0%	16.0%	无形资产	24	22	10	26	34
管理费用	-192	-240	-310	-380	-492	-595	-737	非流动资产	152	179	240	254	264
%销售收入	14.6%	13.9%	15.5%	14.2%	14.0%	13.5%	13.0%	%总资产	14.9%	14.4%	9.7%	9.0%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	90	142	141	173	220	298	330	资产总计	1,018	1,240	2,466	2,823	3,383
%销售收入	6.8%	8.2%	7.1%	6.4%	6.3%	6.8%	5.8%	短期借款	213	65	90	0	0
财务费用	-27	-14	2	17	23	29	35	应付款项	265	417	495	624	830
%销售收入	2.0%	0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	114	167	154	269	341
资产减值损失	-3	-3	-3	-8	-1	-1	-3	流动负债	592	649	739	893	1,171
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	9	8	7	7	7
投资收益	2	2	0	10	12	13	15	其他长期负债	0	17	8	0	0
%税前利润	2.1%	1.3%	n.a	3.5%	3.2%	2.8%	2.9%	负债	601	674	754	900	1,179
营业利润	62	128	140	192	253	339	377	普通股股东权益	322	428	1,561	1,694	1,877
营业利润率	4.7%	7.4%	7.0%	7.2%	7.2%	7.7%	6.7%	少数股东权益	95	138	152	229	327
营业外收支	47	51	89	92	110	127	146	负债股东权益合计	1,018	1,240	2,466	2,823	3,383
税前利润	109	179	229	284	363	466	523	比率分析					
利润率	8.2%	10.4%	11.5%	10.6%	10.3%	10.6%	9.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E
所得税	-3	-16	-35	-28	-36	-47	-52	每股指标					
所得税率	2.9%	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.526	0.808	0.790	0.510	0.652
净利润	105	163	194	256	327	419	471	每股净资产	2.445	3.253	8.891	4.826	5.348
少数股东损益	36	57	56	77	98	126	141	每股经营现金净流	0.858	2.641	0.124	-0.007	0.778
归属于母公司的净利润	69	106	139	179	229	293	330	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130
净利率	5.2%	6.2%	6.9%	6.7%	6.5%	6.7%	5.8%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)								净资产收益率	21.51%	24.84%	8.88%	13.95%	12.19%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	6.79%	8.57%	5.62%	6.35%	6.76%
净利润	105	163	194	256	327	419	471	投入资本收益率	13.66%	20.21%	6.61%	8.05%	8.94%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	20	21	23	26	22	24	28	主营业务收入增长率	5.51%	30.81%	15.80%	34.08%	31.19%
非经营收益	24	11	6	-94	-121	-140	-161	EBIT增长率	-4.61%	58.01%	-0.81%	22.55%	27.20%
营运资金变动	-36	153	-202	-190	46	41	-119	净利润增长率	14.14%	53.63%	30.43%	29.29%	27.71%
经营活动现金净流	113	347	22	-2	273	344	218	总资产增长率	-3.33%	21.81%	98.87%	14.47%	19.82%
资本开支	-22	-21	-85	56	80	97	116	资产管理能力					
投资	0	-25	-2	0	0	0	0	应收账款周转天数	104.1	75.3	75.4	95.0	80.0
其他	1	2	2	10	12	13	15	存货周转天数	114.1	95.6	113.5	125.0	115.0
投资活动现金净流	-21	-44	-85	66	92	110	131	应付账款周转天数	77.8	63.0	85.2	80.0	80.0
股权募资	0	0	1,010	0	0	0	0	固定资产周转天数	29.1	22.5	23.3	16.4	11.6
债权募资	-47	-149	24	-98	0	1	2	偿债能力					
其他	-35	-40	-64	-3	-46	-46	-46	净负债/股东权益	-2.36%	-51.40%	-67.35%	-62.69%	-69.15%
筹资活动现金净流	-83	-189	971	-101	-46	-45	-44	EBIT利息保障倍数	3.3	10.5	-60.3	-9.9	-9.6
现金净流量	9	114	907	-38	319	409	305	资产负债率	59.07%	54.35%	30.57%	31.89%	34.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	4	8
买入	0	0	2	4	11
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.50	1.50	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-14	买入	20.93	55.60 ~ 55.60
2 2011-04-08	买入	20.07	50.00 ~ 50.00
3 2011-12-07	买入	13.84	19.50 ~ 19.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B