

中科金财 (002657.SZ)

软件行业

新股研究

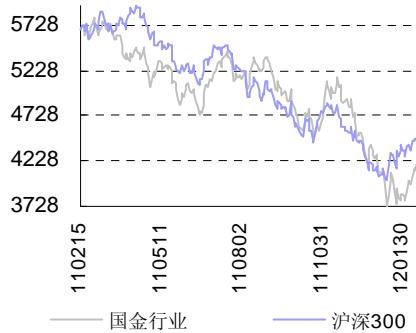
上市定价 (人民币)：21.00-26.00 元

**靠精细化服务紧抓客户的 IT 服务提供商；**

长期竞争力评级：高于行业均值

**市场数据(人民币)**

发行 A 股上限(百万股)	17.45
总股本(百万股)	52.35
国金软件指数	4196.62
沪深 300 指数	2522.11
中小板指数	5163.21

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.817	1.076	1.048	1.360	1.773
每股净资产(元)	3.92	5.00	9.44	10.56	12.33
每股经营性现金流(元)	0.82	1.23	1.36	1.22	1.89
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	60.85	48.97	48.97	48.97	48.97
净利润增长率(%)	46.86%	31.60%	29.88%	29.83%	30.37%
净资产收益率(%)	20.85%	21.53%	11.10%	12.88%	14.38%
总股本(百万股)	52.35	52.35	69.80	69.80	69.80

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 中科金财扎根于 IT 行业的三个细分市场：数据中心、银行影像以及 IT 服务管理，提供根据客户不同业务需求开发的软件，系统与客户业务需求的有效系统集成以及完整的运维和培训服务。与此同时，通过对于整体解决方案的专注，公司为客户提供了完整的服务链，在市场中占据了领先地位。
- **信息化进程加快，行业前景广阔：**作为公司的主要客户，银行、企业和政府都在加快信息化进程的关键阶段，需求增长较快。银行业对于银行影像的应用已经从推广阶段进入大规模应用阶段，企业和政府对于数据中心大规模升级，软硬件集成的需求越来越大。
- **中科金财的独特竞争优势：**公司通过为客户提供完整的解决方案以及精细化的服务，保证了用户的价值，并且在不懈追求完善的过程中获得了市场的认可。同时公司建立了有效保持创新能力的研发体制，通过对于人才以及沉淀技术的储备，为未来的快速增长奠定了基础。

**估值与投资建议**

- 我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 为 1.048 元、1.360 元和 1.773 元，通过与行业同比公司比较，我们认为中科金财的发行市盈率对应 2012 年在 20-28 倍较为合适，据此我们认为中科金财的目标价为 21-28 元。

**风险**

- 市场竞争风险；近期固定资产的购买可能导致未来的折旧和摊销费用上升，影响收益。

感谢实习生石天逸对本文的贡献

## 内容目录

专业的数据中心、银行影像和 IT 服务管理解决方案提供商 .....	4
致力于软件开发、系统集成和技术服务 .....	4
持续高速增长的营业收入和净利润 .....	4
细分市场的竞争者以及企业生态环境 .....	4
信息化进程加快，行业前景广阔 .....	6
数据中心：信息化进程催生需求，迎来数据中心建设大潮 .....	6
银银行影像：高密度资本寻求效率 .....	6
IT 服务管理：基础设施逐步完善，增值服务需求凸显 .....	7
高行业壁垒保证市场优势 .....	8
三大细分市场壁垒详析 .....	8
客户行业特性决定高黏性，先发优势明显 .....	8
中科金财的独特竞争优势 .....	9
源自专注的精细化服务 .....	9
领先在科技与研发 .....	9
公司募投项目及未来战略 .....	11
募投项目分析 .....	11
公司未来两年发展战略 .....	11
盈利估值定价 .....	12
相对估值 .....	12
风险提示 .....	12
附录：三张报表预测摘要 .....	13

## 图表目录

图表 1：公司主营业务定位图 .....	4
图表 2：公司发展历史 .....	4
图表 3：公司 2008 至 2011 营业收入增长稳定 .....	4
图表 4：公司 2008 至 2011 净利润增速较快 .....	4
图表 5：公司生态图 .....	5
图表 6：数据中心市场规模预测 .....	6
图表 7：银行影像市场规模预测 .....	7
图表 8：银行影像对于银行业务的完整覆盖 .....	7
图表 9：中国 2009-2010 IT 服务管理市场细分 .....	7
图表 10：IT 服务管理市场规模预测 .....	7
图表 11：五大市场壁垒示意 .....	8

图表 12: 用户黏性的驱动因素 .....	8
图表 13: 银行机构客户数量逐年增长 .....	9
图表 14: 软件开发服务流程示意 .....	10
图表 15: 2008-2011H 研发费用及其占销售收入比 .....	10
图表 16: 公司募投项目及建设内容 .....	11
图表 17: 公司未来发展战略 .....	11
图表 18: 国内可比公司估值情况 .....	12

## 专业的数据中心、银行影像和IT服务管理解决方案提供商

### 致力于软件开发、系统集成和技术服务

- 中科金财成立于2003年，是一家为用户提供咨询、培训、应用软件开发、系统集成、运维外包等IT综合服务的公司。
- 公司在草创期主要通过与大型IT企业合作提供外围业务。在发展的过程中经过大量的经验积累和客户沟通，逐步确立了以数据中心、银行影像以及IT服务管理为主的业务架构，并在这一过程中培训了一批熟悉客户业务需求、专业知识精通的技术人才并掌握了大量忠实的用户。与此同时，公司不断完善在这三个细分市场的完整解决方案提供能力，为未来的发展打下了坚实的基础。

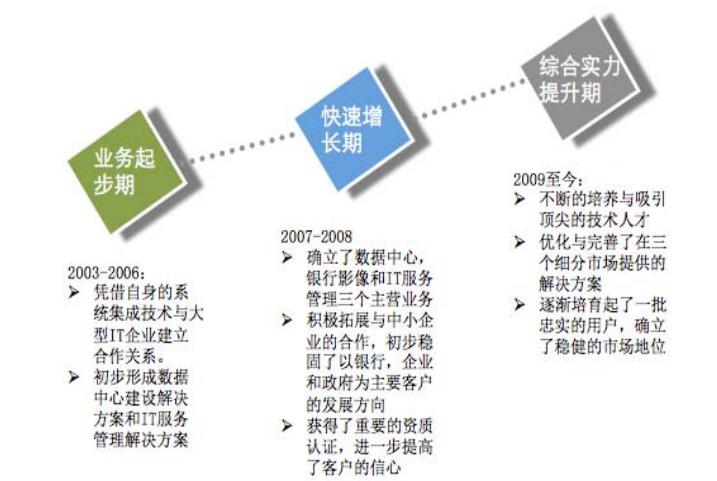
**图表1：公司主营业务定位图**

公司主营业务定位图



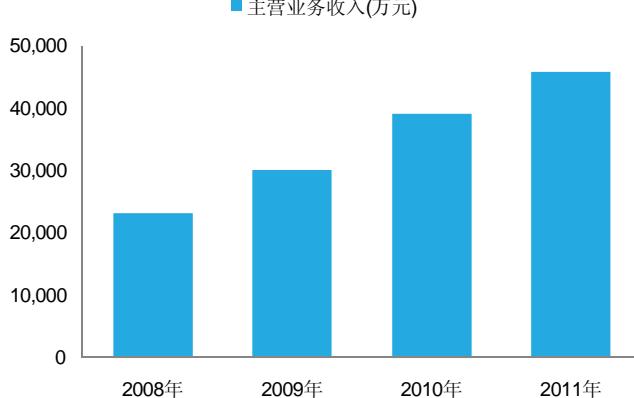
来源：公司资料，国金证券研究所

**图表2：公司发展历史**



**图表3：公司2008至2011营业收入增长稳定**

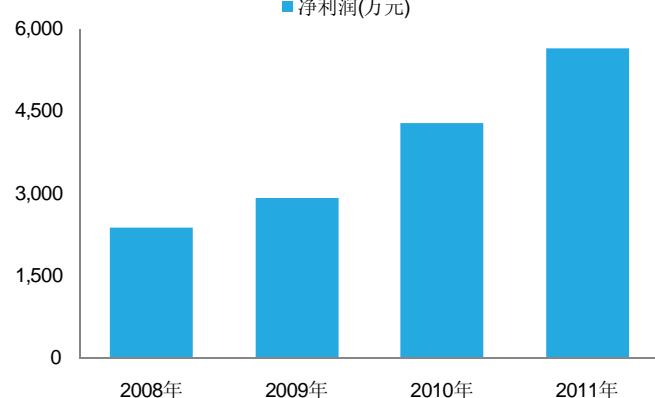
■ 主营业务收入(万元)



来源：公司资料、国金证券研究所

**图表4：公司2008至2011净利润增速较快**

■ 净利润(万元)



来源：公司资料、国金证券研究所

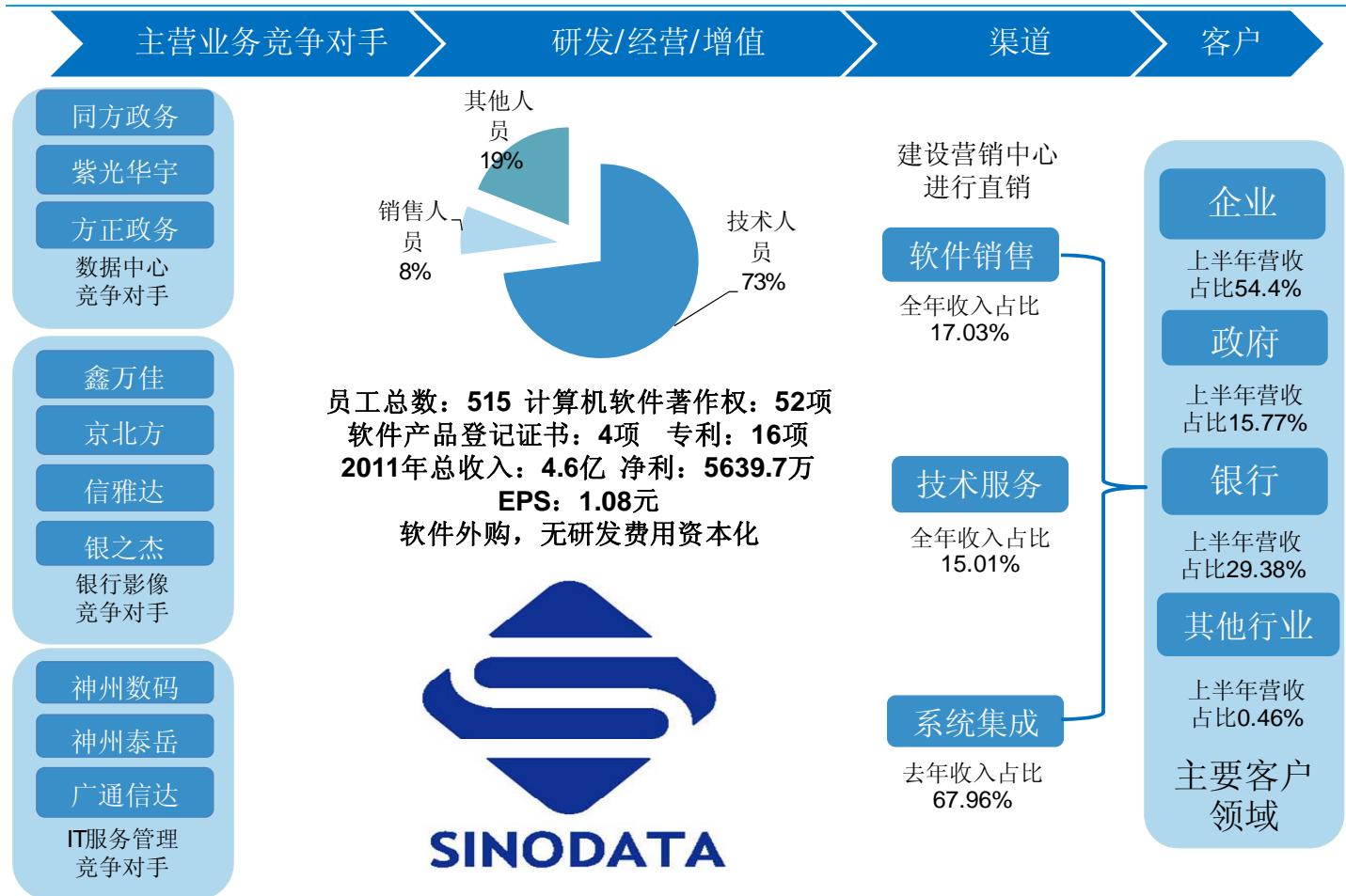
### 细分市场的竞争者以及企业生态环境

- 公司的主营业务集中于数据中心、银行影像和IT服务管理三个细分市场。在数据中心领域的代表竞争企业包括：同方政务，紫光华宇以及方正政务。银行影像作为一个新兴技术密集的市场竞争对手主要集中在鑫万佳、

京北方、银之杰以及信雅达四家公司。IT 服务管理则由于技术门槛较低，市场发展较为成熟，拥有大量规模不一，服务能力不一的竞争者。

- 公司的主要客户中企业、政府与银行占据了超过 99%的份额。这些行业大多具有信息化需求大，IT 基础建设较为成熟，对于完整系统解决方案要求较高等特点。

图表5：公司生态图



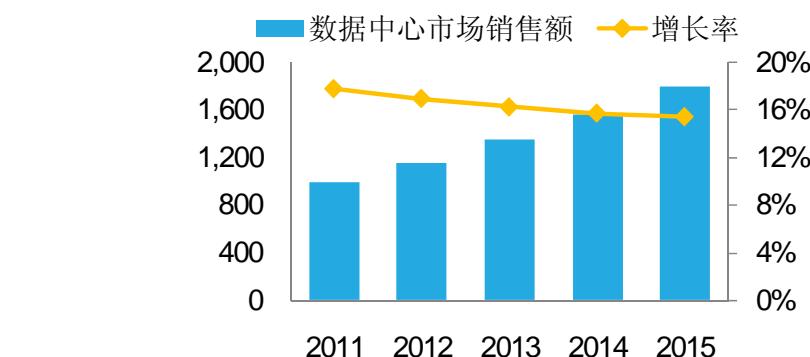
来源：公司资料、国金证券研究所

## 信息化进程加快，行业前景广阔

### 数据中心：信息化进程催生需求，迎来数据中心建设大潮

- 随着信息化进程的加快，数据中心在提高企业运营效率、支撑业务流程以及保障决策的准确性等方面起到越来越重要的作用。在国家的大力支持下，各行各业，尤其是金融、政府和企业三个领域对于新一代数据中心的需求越来越旺盛。2010年我国的数据中心市场规模达到了841.4亿元；根据CAITEC的预测，这一市场将在未来五年持续以超过15%的增速增长。
- 在当下云计算、物联网等科技大趋势的推动之下，用户对于数据中心的存储能力、计算能力、安全性以及高效等方面提出了更高的要求；旧的数据中心已经无法满足现代的标准。而过去数据中心的一系列问题，例如高能耗和低效率更推动了相关技术在节能环保、高效集成上的进步，为新一轮的数据中心增长提供了基础。

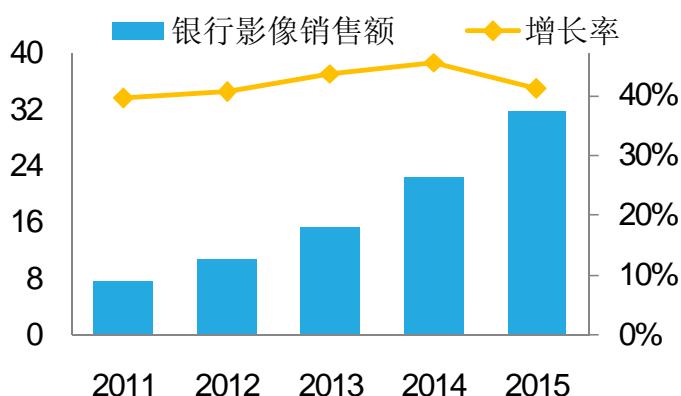
图表6：数据中心市场规模预测



来源：公司资料、国金证券研究所

### 银行影像：高密度资本寻求效率

- 银行业在过去五年内经过整合与收购，法人机构数量从将近20000家下降到2010年的不足4000家，资本不断地聚集产生了对于更高效、更准确的IT服务的需求，特别是由于繁杂的票据，支票储存备查以及跨行的信用转换导致的高运营成本和可能的业务风险使得银行对于票据、支票的影像化产生了日益增长的需求。
- 截至2009年末同城清算机构当中仍在采用手工清分的占到了总数的61.8%。随着票据影像化的大趋势不断推进，银行影像化在效率、成本以及安全方面的优势将越来越明显，市场对于这一服务的需求增长也会加速。与此同时，中国人民银行也在全国范围内大力推广这一信息化的创新业务，推动了这个市场的高速发展。
- 银行流程再造作为现在银行业提升竞争力的重要途径之一已经成为各大银行的重点关注对象；银行影像正是这一流程再造的关键基础。只有将银行主要业务的存储票据处理以及跨行清算自动化，集中化和流程化，才能保证流程再造以及更高层面上信息化管理创新的成功。
- 我国银行影像市场的规模在2010年达到了7.64亿元；根据CAITEC的预测，这一市场将在未来五年持续保持在40%以上的增速，并于2015年达到31.73亿元。

**图表7：银行影像市场规模预测**


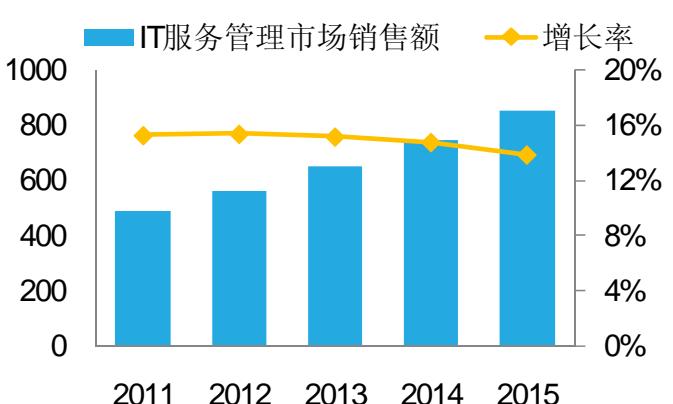
来源：公司资料、国金证券研究所

**图表8：银行影像对于银行业务的完整覆盖**

**图表9：中国 2009-2010 IT 服务管理市场规模细分**

细分市场	2009年		2010年		增长率
	销售额(亿元)	市场份额	销售额(亿元)	市场份额	
IT运维服务	347.9	95.3%	404.8	95.1%	16.4%
IT服务管理软件	10.3	2.8%	12.4	2.9%	20.6%
IT服务管理咨询及其他	6.7	1.8%	8.4	2.0%	25.8%
合计	364.9	100%	425.6	100%	16.7%

来源：公司资料、国金证券研究所

**图表10：IT 服务管理市场规模预测**


## 高行业壁垒保证市场优势

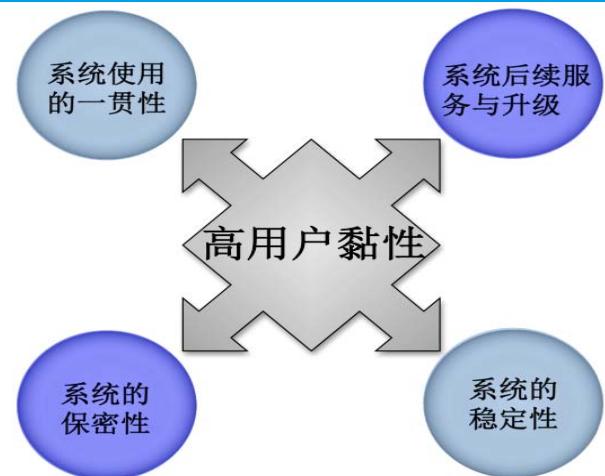
### 三大细分市场壁垒详析

- 数据中心市场的壁垒主要存在于人才以及客户资源两方面。由于数据中心市场对于技术人员在客户相关领域有大量的了解，能够合理的高效的将数据中心的架构与建设合理的与客户的业务特性和目标整合，新入公司缺乏相应经验与人才，难以有效的满足客户的需求；同时用户的数据中心往往是运营的核心部分，往往是与用户有大量过去合作经历的公司才能得到信任，而这正是新兴企业所匮乏的。
- 银行影像市场的准入门槛集中在核心技术、资本两个层面。整个行业掌握相关的核心技术、获得国家资质的大公司只有六家；为保证在未来不被同业竞争者淘汰，公司也需要每年大量的资金投入于研发并且制定一整套有效保持创新能力的研究体制；新公司在技术的积累期很难打入这一细分市场；在资本市场上也很难在草创初期就获得足够的资金支持，因此银行影像市场的特性已经成为了较高的准入门槛。
- IT服务管理市场的壁垒相对来说较为隐性难以分辨。尽管IT服务管理市场由于发展时间较长、技术门槛较低等特质使得较多企业涌入这一领域，但是这些公司大多局限于为用户提供基础的软件设施而缺乏依据不同客户的不同需求为其提供从软硬件的整合到后续培训的完整解决方案；在客户对于IT服务管理的效率要求愈发高涨的现在，这些公司往往逐渐失去竞争优势而成为软件开发外包的基地；只有积累了大量的系统集成领域经验与行业知识的公司才能跨过这道隐性的门槛。

图表11：五大市场壁垒示意



图表12：用户黏性的驱动因素



来源：公司资料、国金证券研究所

### 客户行业特性决定高黏性，先发优势明显

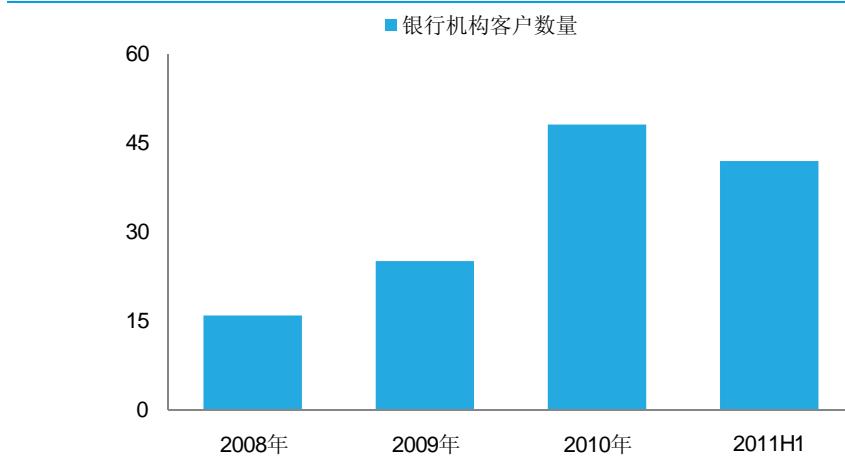
- 三个细分市场的客户通常分散在金融、政府、电信与企业几个行业。这些用户往往对于保密性具有较高的要求；将业务交给从未接触过的公司对于这些用户来说有很大的泄密风险。同时更换新系统时，如果选择的是全新的公司，那么用户需要付出额外的培训成本以及转换期由于对于新系统的不熟练带来的额外成本。并且原有系统经常与客户的业务进行了大量的整合，一旦决定改换系统那么与之对应的业务的稳定性会受到极大的影响，短期内可能出现大量的问题。更关键的是，信息系统往往进步与升级非常迅速，客户需要公司提供持续的软硬件以及系统整体的升级以适应快速增长的业务需求；只有对于特定用户的系统有足够了解的公司才能迅速的有效地将其更新，而选择新的服务提供商则必须容忍其由于对客户的不熟悉而导致的失误与低效。因此这三个细分市场的客户黏性较高，现有企业先发优势较大。

## 中科金财的独特竞争优势

### 源自专注的精细化服务

- 相比于规模更大的竞争者中科金财 99%的收入来自政府、企业与银行三个领域。长时间的对于这三个领域的关注使得公司在服务当中能够更加清晰的理解客户的业务需求并有效地将其与客户的软硬件设施进行整合；与此同时公司更是创造性的提出了以 IT 咨询服务为前导，进行有效诊断后提供跨细分市场进行综合性服务的方法论，以保证用户要求的完美满足。通过这种业务模式的实施，公司在竞争当中获得了一批忠实的、具有标杆效应的用户，为未来的增长抢占了先机。
- 中科金财为了保证综合性服务的实施制定了详细的服务流程以指导员工。从项目每一个发展阶段的仔细划分到项目组中每一个角色在特定阶段需要完成的任务都通过对于服务流程的细化进行了指导。这种精细化的服务相较于大而广的竞争对手能够对客户的目标进行更加仔细的剖析，保证了用户需求的完美达成。
- 公司通过不断完善精细化服务与完整解决方案也获得了丰厚的回报。自 2008 年起每年公司服务的银行机构数量快速增长，至 2010 年已从初期的 16 家增长到 48 家，与老客户例如中国银行和华夏银行的业务额更是高速增长。

图表13：银行机构客户数量逐年增长

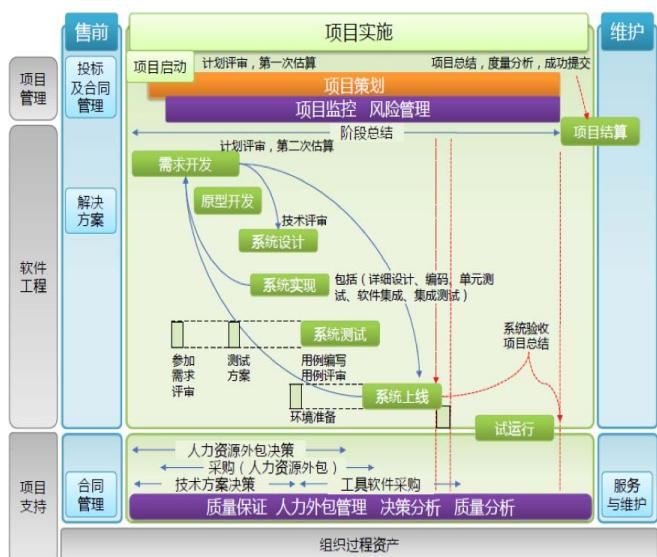


来源：公司资料、国金证券研究所

### 领先在科技与研发

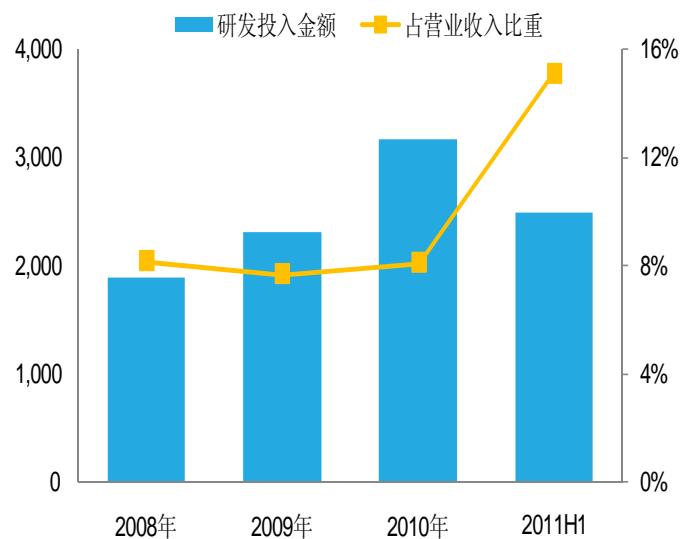
- 领先在研发体系现代 IT 产业的公司核心竞争力很大程度上来源于科技的领先性。公司通过对于三个细分市场的精耕，持续保持在行业的前端。同时公司还逐渐成为了行业标准的制定者，例如在行业信息技术服务标准制定，银行监管报表的 XBRL 扩展分类标准制定，ATM 终端标准制定中科金财都扮演了重要的角色。
- 在拥有细分市场的科技优势的同时如何构建一套保证未来创新潜力的研发体系就成为重中之重。一方面公司不断加大在科研上的投入，另一方面也大力推广在高校中的人才吸引计划，以期不断改善创新能力。在 2010 年公司中科研人员所占比例达到了 73%，绝对人数还将在保证科研人员占比超过 70%的情况下不断增长。

图表14：软件开发服务流程示意



来源：公司资料、国金证券研究所

图表15：2008-2011H 研发费用及其占销售收入比



## 公司募投项目及未来战略

### 募投项目分析

- 公司本次拟公开发行股票数量 1,750 万股，中科金财将主要把募集的资金用于更新软件以及对于营销和服务网络的进一步改善。具体投资三个项目是：（1）IT 服务综合业务管理系统；（2）影像集中作业平台 V2.0；（3）基础组件支撑平台 V2.0；（4）营销与服务网络建设。
- 在现在的竞争环境下软件的更新换代非常快，如果没有办法保证软件的先进性，市场会快速将其淘汰。过去过分投资于扩张营销的做法逐渐过时。客户对于软件的设计、能够完成特定的业务需求的能力越来越看重。投资于此能够使得中科金财进一步加强快速准确应对客户个性化需求的能力。与此同时，维持投资于营销服务网络建设能够将公司较为成熟和先进的技术推广到全国，进一步提升盈利能力。

图表16：公司募投项目及建设内容

项目名称	项目总投资	募集资金使用金额	
		第一年	第二年
IT服务综合业务管理系统	4522. 96	2422. 68	2100. 28
影像集中作业平台V2. 0	6526	3961. 55	2564. 45
基础组件支撑平台V2. 0	2650. 6	2650. 6	0
营销与服务网络建设	3228. 2	1825. 4	1402. 8
总计	16927. 76	10860. 23	6067. 53

来源：公司资料、国金证券研究所

### 公司未来两年发展战略

- 中科金财在未来两年将继续巩固在数据中心，银行影像和 IT 服务管理的领先地位。同时通过开发全新的软件系统以及完善服务链，进一步扩大在全国的营销范围和影响力。公司也会增强与大学的联系与合作，大力吸引高级人才，从而保证在技术与创新上的优势。与此同时，公司会进一步推进治理结构的调整，以精简管理层级，推动去层级化，从而提高企业效率，保证投资者的利益。

图表17：公司未来发展战略



来源：公司资料、国金证券研究所

## 盈利估值定价

### 相对估值

- 我们采用相对估值法对公司进行分析，预测公司 2012-2014 年的 EPS 为 1.048 元、1.360 元和 1.773 元，选取行业可比公司进行比较，并综合考虑公司的盈利能力、成长性以及同行业相关公司的估值情况，我们认为给予中科金财 12 年市盈率 20-27 倍较为合理，据此我们认为中科金财的目标价在 21-27 元。

图表18：国内可比公司估值情况

名称	最新收盘价 (元)	EPS		PE	
		11E	12E	11E	12E
广联达	28.80	1.07	1.50	26.92	19.20
榕基软件	35.94	1.20	1.80	29.95	19.97
四维图新	20.14	0.62	0.83	32.48	24.27
立思辰	10.01	0.33	0.49	30.33	20.43
顺网科技	20.10	0.48	0.68	41.88	29.56
华力创通	19.11	0.46	0.58	41.54	32.95
平均				33.85	24.39

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 市场竞争加剧。目前各类市场参与者均在加大投入力度以提高自身的竞争能力。公司作为专业的 IT 系统集成商，目前主要收入来源于数据中心，并且市场份额相对较低。如果不能持续增强自身的技术优势，提高解决方案和服务的产品化程度，并将已有的成熟解决方案在全国市场进行快速推广和复制，公司的竞争优势将会被削弱。
- 新增固定资产折旧及研发支出摊销对业绩增长造成的风险。根据本次募集资金使用计划，募投项目新增固定资产折旧和无形资产摊销将会产生的折旧和摊销费用，在项目实施的第 3 年到第 5 年折旧和摊销额相对较高，每年影响损益 2,794.66 万元，占 2010 年净利润的 65.21%，给公司利润增长带来一定的影响。若募集资金项目无法实现预期收益且公司无法保持目前的盈利水平和增长速度，公司则存在因固定资产折旧和无形资产摊销大幅增加而导致经营业绩下滑的风险。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	301	391	459	576	709	873
增长率		29.7%	17.4%	25.5%	23.0%	23.2%
主营业务成本	-227	-285	-293	-372	-461	-562
% 销售收入	75.2%	72.9%	63.8%	64.6%	65.0%	64.4%
毛利	75	106	166	204	248	311
% 销售收入	24.8%	27.1%	36.2%	35.4%	35.0%	35.6%
营业税金及附加	-2	-2	-5	-8	-9	-11
% 销售收入	0.7%	0.5%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-8	-9	-14	-17	-21	-26
% 销售收入	2.5%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-41	-55	-92	-109	-128	-153
% 销售收入	13.6%	14.0%	20.0%	19.0%	18.0%	17.5%
息税前利润 (EBIT)	24	40	55	69	90	121
% 销售收入	7.9%	10.4%	12.0%	12.1%	12.6%	13.8%
财务费用	-1	-1	-3	4	8	10
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.7%	-0.6%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-1	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	22	40	49	73	98	131
营业利润率	7.3%	10.2%	10.8%	12.7%	13.8%	15.0%
营业外收支	8	9	15	10	10	10
税前利润	30	49	64	83	108	141
利润率	10.0%	12.6%	14.0%	14.4%	15.2%	16.1%
所得税	-1	-6	-7	-10	-13	-17
所得税率	3.0%	12.7%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	29	43	57	73	95	124
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	29	43	56	73	95	124
净利率	9.7%	10.9%	12.3%	12.7%	13.4%	14.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	72	163	158	392	410	552
应收款项	27	26	81	61	75	92
存货	73	96	78	102	126	154
其他流动资产	12	25	7	11	14	17
流动资产	185	310	324	566	625	815
% 总资产	88.6%	87.4%	78.2%	74.2%	72.3%	80.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	6	18	65	174	227	199
% 总资产	2.8%	5.1%	15.8%	22.8%	26.3%	19.6%
无形资产	16	23	21	21	10	0
非流动资产	24	45	90	196	240	201
% 总资产	11.4%	12.6%	21.8%	25.8%	27.7%	19.8%
<b>资产总计</b>	<b>208</b>	<b>354</b>	<b>414</b>	<b>763</b>	<b>864</b>	<b>1,017</b>
短期借款	20	50	62	0	0	0
应付款项	63	79	64	88	108	132
其他流动负债	2	5	10	13	16	19
流动负债	85	134	137	100	124	152
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	8	12	13	0	0	0
<b>负债</b>	<b>93</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>100</b>	<b>124</b>	<b>153</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>115</b>	<b>205</b>	<b>262</b>	<b>659</b>	<b>737</b>	<b>861</b>
少数股东权益	0	3	3	3	3	3
<b>负债股东权益合计</b>	<b>208</b>	<b>354</b>	<b>414</b>	<b>763</b>	<b>864</b>	<b>1,017</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.700	0.817	1.076	1.048	1.360	1.773
每股净资产	2.773	3.920	4.996	9.438	10.561	12.334
每股经营现金净流	0.651	0.822	1.231	1.364	1.218	1.885
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.26%	20.85%	21.53%	11.10%	12.88%	14.38%
总资产收益率	13.98%	12.07%	13.59%	9.59%	10.98%	12.17%
投入资本收益率	17.00%	13.68%	14.95%	9.23%	10.65%	12.28%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	29.73%	29.70%	17.43%	25.50%	23.03%	23.17%
EBIT增长率	6.37%	70.58%	36.47%	25.76%	29.01%	34.76%
净利润增长率	22.30%	46.86%	31.60%	29.88%	29.83%	30.37%
总资产增长率	37.36%	70.03%	16.91%	84.03%	13.37%	17.62%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.4	15.4	29.2	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	101.0	108.6	108.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	55.7	45.0	48.9	46.0	46.0	46.0
固定资产周转天数	7.0	17.0	52.1	109.6	116.6	83.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-45.50%	-54.41%	-36.26%	-59.20%	-55.33%	-63.78%
EBIT利息保障倍数	22.7	37.5	16.9	-19.0	-10.8	-12.2
资产负债率	44.67%	41.27%	36.08%	13.17%	14.35%	15.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B