

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

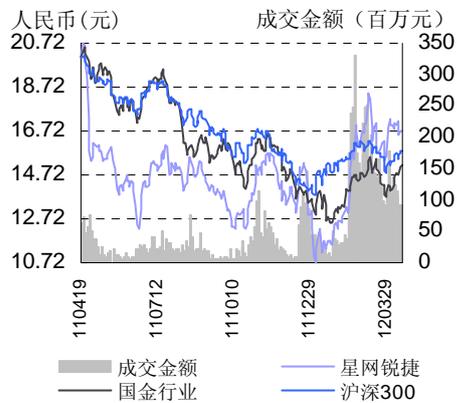
市价(人民币): 16.70元

目标(人民币): 20.10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)	5,862.70
年内股价最高最低(元)	20.72/10.72
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

- 《各项业务高速增长,经营性现金流超预期》, 2012.3.23
- 《下一代网络确定性标的》, 2012.1.11
- 《同时受益于云端和终端的爆发机会》, 2011.12.7

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

## 珍惜通信新白马的买入机会

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.790	0.509	0.671	0.917	1.227
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.45	6.13	7.23
每股经营性现金流(元)	0.12	0.51	0.75	0.96	1.26
市盈率(倍)	53.46	25.76	24.88	18.21	13.61
行业优化市盈率(倍)	40.24	31.87	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	30.43%	28.91%	31.87%	36.64%	33.81%
净资产收益率(%)	8.88%	10.38%	15.68%	14.96%	16.98%
总股本(百万股)	175.53	351.06	351.06	351.06	351.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 星网锐捷 4月19日发布 2012Q1 季报, 实现营业收入 4.37 亿元, 同比增长 20.88%; 实现净利润 690 万元, 同比增长 150%以上, 单季度 EPS 0.02 元; 同时公司预计 2012 年 1-6 月的净利润增长区间为 20%-50%。

## 经营分析

- 2012Q1 淡季不淡:** 从企业设备的行业特征以及公司的历年经营状况来看, Q1 是公司业务的淡季。但是 2012Q1, 公司营业收入增长 20%以上, 若剔除已砍掉的产品线, 收入的增长在 30%以上; 同时, 公司的净利润 690 万元, 也接近年报预测的 0-700 万区间的上限。**12 年淡季不淡, 非常明显。**
- 毛利率水平大幅提升:** 2012Q1 公司毛利率 41.93%, 较 2011Q1 显著提升, 已经接近 2011 年全年水平。毛利率提升主要来自于: **1、公司淡季仍然较饱满的销售量带来的平均固定成本下降; 2、公司云终端等产品的附加值提升; 3、公司调整产品线, 主动退出部分亏损状态的通讯产品终端。**
- 费用仍然保持较快的扩张:** 2012Q1 公司的销售费用和管理费分别同比增长 19.62%和 20.09%, 费用的扩张是因为公司处于业务的快速扩张期。一季度管理费的增长比例基本上预示着全年的投入力度, **20%左右的力度是提升净利润和支撑高成长之间的平衡点。**

## 新白马即将诞生, 珍惜买入机遇

- 我们认为星网锐捷是通信行业中难得的真正的成长股, 是一只即将成为白马股的投资标的。** IP 化趋势、云终端对 PC 的替代、终端碎片化和物联网带来的机会, 都使得这家兼具“IP 化”和“定制化”核心特征的公司, 具备长期的投资价值, **珍惜新白马股的买入机遇。**

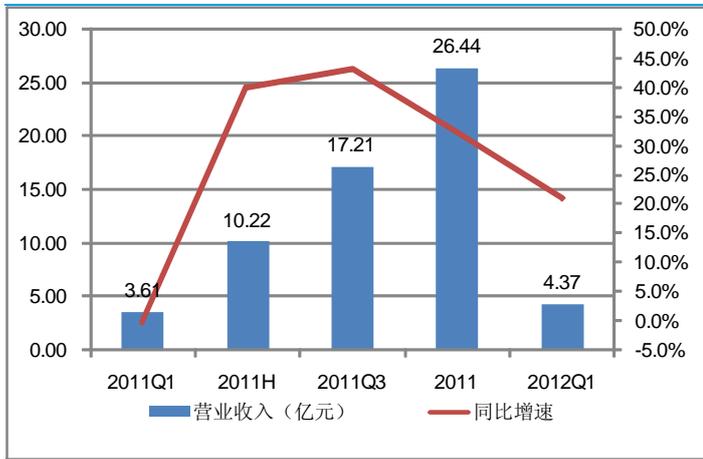
## 投资建议

- 上调 2012-2014 年的营业收入与净利润预测, 我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 32.67 亿元、43.83 亿元和 59.07 亿元, EPS 分别为 0.67 元、0.92 元和 1.23 元。
- 考虑到公司未来复合增速超过 30%的可靠性非常高, 给予公司 30 × 2012EPS 估值, 20.10 元。根据未来行业和公司基本面情况, 我们保留进一步上调盈利预测和目标价的空间, **重申“买入”评级。**

## Q1 收入增长超预期，净利润达到预期上限

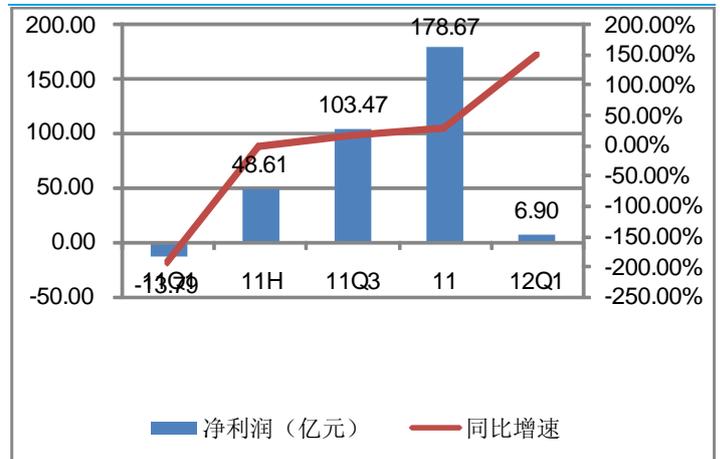
- 星网锐捷 4 月 19 日发布 2012Q1 季报，实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 20.88%；实现净利润 690 万元，同比增长 150%以上，单季度 EPS 0.02 元；同时公司预计 2012 年 1-6 月的净利润增长区间为 20%-50%。
- 从收入上来看：虽然 Q1 的收入增速为 20.88%，但是这是一个非常不错的数字。从公司 2011 年年报明细可以推断，公司下半年已经砍掉了无线通固话产品线。我们预计 2011Q1 无线通的收入在 3000 万元以上，因此 2012Q1 营业收入的可比增长在 30%以上。
- 从净利润：公司在 2011 年年报中对 12Q1 业绩展望为 0-700 万元净利润，最终业绩 Q1 业绩为 690 万元，达到了预期的上限。这也验证了公司的保守谨慎预测原则。
- 从业绩展望上来看：公司预计 2012 年 1 月到 6 月的业绩增长为 20%-50%，依据公司的谨慎预测风格，这已经充分的表现了公司对业绩的信心。

图表1：公司撤销部分亏损的产品线后，2012Q1 收入增速仍有 20.88%，淡季不淡



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2012Q1 公司实现税后净利润 690 万元，接近年报预测的上限，表现强劲

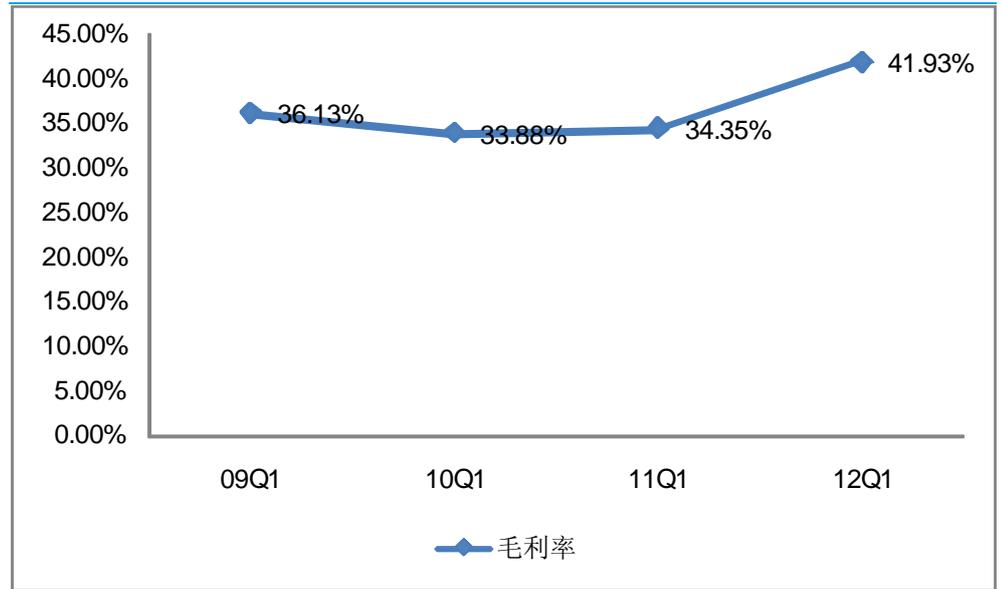


- 2012Q1 营业外收入增加 1400 万元，主要是实际收到的软件增值税退税的增加。若假设营业外收入平稳增长，公司 2012Q1 基本保持盈亏平衡，同比增长也在 100%以上。
- 但我们需要格外强调的是，星网锐捷的收入季节特征非常明显，虽然 2012Q1 表现强劲，但是相对全年仍然是淡季。一般而言，收入仅占全年的七分之一。因此，未来几年公司即使出现 Q1 亏损的情况也非常正常，投资者将来遇到这种情况也无需反应过度。辩证的看，正是 2011Q1 公司亏损以后投资者的过度反应，给公司带来了较长时间的低估机会。

## 毛利率和费用率持续改善

- 对比 09 年至 12 年 Q1 的毛利率水平，12Q1 综合毛利率显著上升。由 2011Q1 的 34.35% 上升至 41.93%。带来这个提升的主要原因有：1、公司淡季仍然较饱满的销售量带来的平均固定成本下降；2、公司云终端等产品的附加值提升；3、公司调整产品线，主动退出部分亏损状态的通讯产品终端。
- 12Q1 的毛利率已经超过我们对公司全年的毛利率预测，因此 12 年全年毛利率超出我们预期的概率很高。

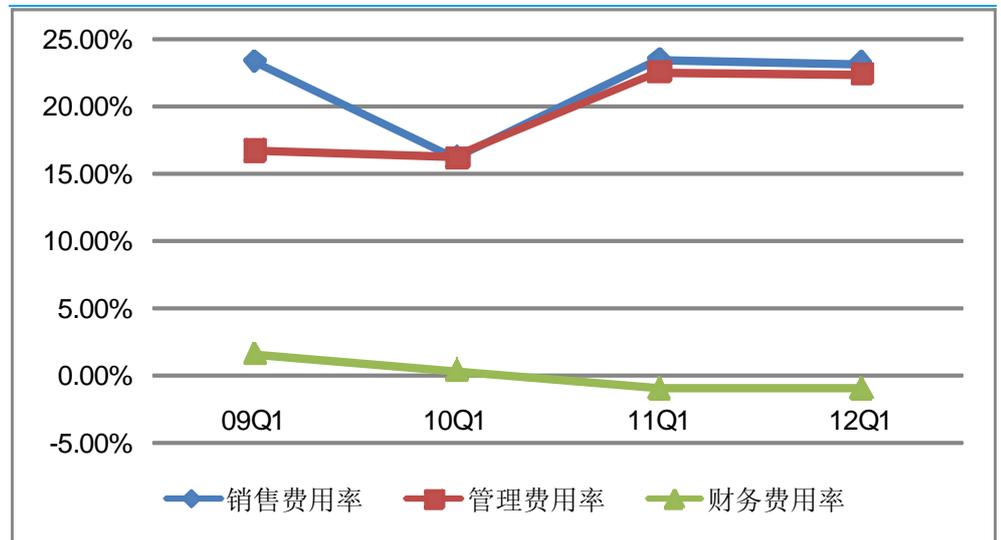
图表3: 12Q1 毛利率快速提升, 收入规模效应、产品结构调整和附加值提升是根本原因, 12 年全年毛利率可能超预期!



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 过去几年公司一直处于快速扩张期, 作为扩张的最主要资源人力资源的投入持续加大。虽然销售收入高速增长, 但总体而言销售费用率和管理费用率并没有明显降低。
- 从 2012Q1 公司的管理费用同比增加 20%, 这基本上预示着公司全年在人力资源投入的扩张力度。我们认为 20% 左右的力度是提升净利润和支撑高成长之间的平衡点, 收入和利润双丰收可期待。

图表4: 公司处于快速扩张期, Q1 费用率保持在较高水平。



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 通信行业新白马

- 我们认为星网锐捷是通信行业中难得的真正的成长股, 是一只即将成为白马股的投资标的, 投资者需要珍惜买入的机会:
  - 星网锐捷的 IP 设备业务是通信行业最可以被长期看好的细分, IP 化的趋势不可逆转, 正在加速。IPv6 只是一个助推因素, 即使没有 IPv6 的推动, IP 设备仍然前途无量。

- 桌面云终端技术门槛、附加价值、行业前景没有被市场充分认识，桌面云替代企业 PC 的趋势刚刚开始。从 2011 年开始，行业增速将长时间维持在 40% 以上。
- 公司围绕 IP 设备和工业级终端两条主线进行适度的多元化，产品梯队非常完整，持续盈利能力强，出现青黄不接的概率很低。
- 国内大部分的科技公司目前还处于研发投入的不经济状态，星网锐捷已经进入研发投入的经济状态，良性循环将使其增长非常稳定。

### 上调未来三年业绩预测

- 考虑到公司的经营表现持续四个季度超预期，以及行业景气和公司经营策略带来的增长确定性，我们上调对公司未来三年的业绩预测。
- 预计 2012-2014 年公司的营业收入分别为 32.67 亿元、43.83 亿元和 59.07 亿元，净利润为 2.36 亿元、3.22 亿元和 4.31 亿元，对应 EPS0.67 元、0.92 元和 1.23 元。
- 给予公司 30×2012EPS 估值，20.10 元。依据我们未来观察到的行业和公司基本面情况，保留进一步上调盈利预测和目标价的空间，重申“买入”评级。

图表5: 预计 2012-2014 年公司销售收入为 32.67 亿元、43.83 亿元和 59.07 亿元



图表6: 上调 2012-2014 年 EPS 至 0.67 元、0.92 元和 1.23 元



来源: 国金证券研究所

图表7: 销售预测表

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>企业级网络设备</b>						
销售收入 (百万元)	725.47	859.42	1,176.37	1,470.47	1,911.61	2,485.09
增长率 (YOY)		18.47%	36.88%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	57.50%	58.10%	57.77%	56.00%	54.00%	53.00%
销售成本 (百万元)	308.32	360.10	496.78	647.00	879.34	1,167.99
增长率 (YOY)		16.79%	37.96%	30.24%	35.91%	32.83%
毛利 (百万元)	417.14	499.33	679.59	823.46	1,032.27	1,317.10
增长率 (YOY)		19.70%	36.10%	21.17%	25.36%	27.59%
占总销售额比重	42.43%	43.50%	44.92%	45.01%	43.61%	42.07%
占主营业务利润比重	58.99%	60.93%	61.57%	60.60%	58.21%	55.93%
<b>瘦客户机</b>						
销售收入 (百万元)	340.08	368.67	541.93	758.70	1,062.18	1,487.05
增长率 (YOY)		8.41%	47.00%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	25.20%	22.81%	24.52%	24.50%	24.50%	25.00%
销售成本 (百万元)	254.38	284.58	409.05	572.82	801.94	1,115.29
增长率 (YOY)		11.87%	43.74%	40.04%	40.00%	39.07%
毛利 (百万元)	85.70	84.09	132.88	185.88	260.23	371.76
增长率 (YOY)		-1.87%	58.02%	39.89%	40.00%	42.86%
占总销售额比重	19.89%	18.66%	20.69%	23.22%	24.23%	25.17%
占主营业务利润比重	12.12%	10.26%	12.04%	13.68%	14.67%	15.79%
<b>通讯产品</b>						
销售收入 (百万元)	374.41	382.23	220.68	86.15	77.53	69.78
增长率 (YOY)		2.09%	-42.27%	-60.96%	-10.00%	-10.00%
毛利率	20.88%	18.07%	18.75%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	296.22	313.17	179.29	69.78	62.80	56.52
增长率 (YOY)		5.72%	-42.75%	-61.08%	-10.00%	-10.00%
毛利 (百万元)	78.19	69.06	41.39	16.37	14.73	13.26
增长率 (YOY)		-11.68%	-40.07%	-60.45%	-10.00%	-10.00%
占总销售额比重	21.90%	19.35%	8.43%	2.64%	1.77%	1.18%
占主营业务利润比重	11.06%	8.43%	3.75%	1.20%	0.83%	0.56%
<b>其他</b>						
销售收入 (百万元)	269.87	365.16	679.67	951.54	1,332.15	1,865.02
增长率 (YOY)		35.31%	86.13%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	46.74%	45.74%	36.76%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	143.73	198.14	429.82	618.50	865.90	1,212.26
增长率 (YOY)		37.85%	116.93%	43.90%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	126.14	167.02	249.85	333.04	466.25	652.76
增长率 (YOY)		32.42%	49.59%	33.30%	40.00%	40.00%
占总销售额比重	15.78%	18.48%	25.96%	29.13%	30.39%	31.57%
占主营业务利润比重	17.84%	20.38%	22.64%	24.51%	26.29%	27.72%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>1709.82</b>	<b>1975.48</b>	<b>2618.65</b>	<b>3266.85</b>	<b>4383.47</b>	<b>5906.93</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>1002.65</b>	<b>1155.98</b>	<b>1514.94</b>	<b>1908.10</b>	<b>2609.98</b>	<b>3552.06</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>707.17</b>	<b>819.50</b>	<b>1103.70</b>	<b>1358.75</b>	<b>1773.49</b>	<b>2354.87</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>41.36%</b>	<b>41.48%</b>	<b>42.15%</b>	<b>41.59%</b>	<b>40.46%</b>	<b>39.87%</b>

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)					
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,725</b>	<b>1,997</b>	<b>2,644</b>	<b>3,267</b>	<b>4,383</b>	<b>5,907</b>	<b>7,703</b>	货币资金	364	1,251	1,300	1,569	1,921
增长率	15.8%	32.4%	23.5%	34.2%	34.8%	30.4%		应收款项	383	496	654	759	982
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,013</b>	<b>-1,165</b>	<b>-1,529</b>	<b>-1,908</b>	<b>-2,610</b>	<b>-3,552</b>	<b>-4,668</b>	存货	278	446	490	572	711
%销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	58.4%	59.5%	60.1%	60.6%	其他流动资产	37	33	53	57	78
<b>毛利</b>	<b>712</b>	<b>833</b>	<b>1,115</b>	<b>1,359</b>	<b>1,773</b>	<b>2,355</b>	<b>3,035</b>	流动资产	1,062	2,226	2,497	2,957	3,693
%销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	41.6%	40.5%	39.9%	39.4%	%总资产	85.6%	90.3%	89.0%	91.5%	92.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-31</b>	<b>-41</b>	<b>-54</b>	长期投资	43	43	29	29	29
%销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	109	183	230	232	233
<b>营业费用</b>	<b>-327</b>	<b>-375</b>	<b>-490</b>	<b>-592</b>	<b>-758</b>	<b>-995</b>	<b>-1,297</b>	%总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.2%	5.9%
%销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.1%	17.3%	16.8%	16.8%	无形资产	22	10	41	15	23
<b>管理费用</b>	<b>-240</b>	<b>-310</b>	<b>-402</b>	<b>-477</b>	<b>-605</b>	<b>-784</b>	<b>-1,022</b>	非流动资产	179	240	310	276	285
%销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	14.6%	13.8%	13.3%	13.3%	%总资产	14.4%	9.7%	11.0%	8.5%	7.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>142</b>	<b>141</b>	<b>201</b>	<b>266</b>	<b>380</b>	<b>535</b>	<b>661</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,241</b>	<b>2,466</b>	<b>2,806</b>	<b>3,233</b>	<b>3,978</b>
%销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	8.2%	8.7%	9.1%	8.6%	短期借款	65	90	82	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	应付款项	417	495	571	696	949
%销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	167	154	201	306	399
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	流动负债	649	739	854	1,001	1,348
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	长期贷款	8	7	0	0	0						
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	其他长期负债	17	8	26	0	0
%税前利润	1.3%	n.a	2.6%	2.6%	2.2%	1.9%	1.7%	<b>负债</b>	<b>674</b>	<b>754</b>	<b>881</b>	<b>1,001</b>	<b>1,348</b>
<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>216</b>	<b>291</b>	<b>419</b>	<b>582</b>	<b>719</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>428</b>	<b>1,561</b>	<b>1,722</b>	<b>1,912</b>	<b>2,152</b>
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	8.9%	9.6%	9.9%	9.3%	少数股东权益	138	152	204	320	478
<b>营业外收支</b>	<b>51</b>	<b>89</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>132</b>	<b>152</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,240</b>	<b>2,466</b>	<b>2,806</b>	<b>3,233</b>	<b>3,978</b>
<b>税前利润</b>	<b>179</b>	<b>229</b>	<b>297</b>	<b>391</b>	<b>534</b>	<b>714</b>	<b>871</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	12.0%	12.2%	12.1%	11.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>-16</b>	<b>-35</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>-53</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>	<b>每股指标</b>					
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.808	0.790	0.509	0.671	0.917
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>194</b>	<b>267</b>	<b>352</b>	<b>480</b>	<b>643</b>	<b>784</b>	每股净资产	3.253	8.891	4.905	5.446	6.129
<b>少数股东损益</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>89</b>	<b>116</b>	<b>159</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	每股经营现金净流	2.641	0.124	0.513	0.750	0.961
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>179</b>	<b>236</b>	<b>322</b>	<b>431</b>	<b>525</b>	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.130	0.130
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	7.2%	7.3%	7.3%	6.8%	<b>回报率</b>					
								净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	15.68%	14.96%
								总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.29%	8.09%
								投入资本收益率	20.21%	6.61%	9.01%	10.75%	13.00%
								<b>增长率</b>					
								主营业务收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	23.54%	34.18%
								EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	32.49%	42.50%
								净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	31.87%	36.64%
								总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	15.21%	23.02%
								<b>资产管理能力</b>					
								应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	73.0	70.0
								存货周转天数	95.6	113.5	111.7	110.0	100.0
								应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	75.0	75.0
								固定资产周转天数	22.5	23.3	18.4	14.0	9.6
								<b>偿债能力</b>					
								净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-70.31%	-73.03%
								EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-12.3	-12.8
								资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	30.97%	33.88%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>194</b>	<b>267</b>	<b>352</b>	<b>480</b>	<b>643</b>	<b>784</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	23	31	26	23	26	29
非经营收益	11	6	-7	-99	-127	-145	-167
营运资金变动	153	-202	-113	-15	-40	-83	-167
<b>经营活动现金净流</b>	<b>347</b>	<b>22</b>	<b>179</b>	<b>263</b>	<b>337</b>	<b>441</b>	<b>479</b>
资本开支	-21	-85	-91	106	85	102	122
投资	-25	-2	29	0	0	0	0
其他	2	2	2	10	12	13	15
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>-85</b>	<b>-60</b>	<b>116</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>137</b>
股权募资	0	1,010	10	0	-37	0	0
债权募资	-149	24	-15	-108	0	1	2
其他	-40	-64	-69	-3	-46	-46	-46
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-189</b>	<b>971</b>	<b>-74</b>	<b>-110</b>	<b>-82</b>	<b>-45</b>	<b>-44</b>
<b>现金净流量</b>	<b>114</b>	<b>907</b>	<b>45</b>	<b>269</b>	<b>352</b>	<b>512</b>	<b>572</b>

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	1	1	3	4	8
买入	0	5	5	5	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.71	1.67	1.63	1.60

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
4 2012-01-11	买入	12.23	19.50 ~ 19.50
5 2012-03-23	买入	15.93	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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B