

主攻煤炭供应链业务，逐步涉足有色金属品类

谨慎推荐 (维持)

飞马国际 (002210) 调研报告

风险评级：一般风险

投资要点：

2012年9月5日

- 受宏观经济影响，主营收入增幅下滑。从2011年下半年开始收入增速下滑，2012年上半年公司实现营业收入38.46亿元，同比增速下滑至7.76%。主要原因是公司主营业务涉及的煤炭需求受宏观经济的影响出现下滑，低迷经济大环境下公司的业务拓展遭遇困难。
- 煤炭贸易执行业务是公司目前的主要利润来源。公司的主营业务分为贸易执行服务、综合物流服务和物流园经营三大结构，其中贸易执行服务又以能源资源行业为主，上半年能源资源行业贸易执行服务收入占比92%，毛利占比75%，业务收入同比增长8.52%。
- 公司主攻煤炭供应链业务，逐步涉足有色金属品类。能源资源行业供应链服务是公司未来拓展的业务方向。目前，除了煤炭供应链业务外，公司于2011年11月开始涉足有色金属（电解铜）供应链业务，目前量尚小，公司表示将逐步介入有色金属品类的供应链服务。
- 自营车队后将提高保障系数。公司的煤炭配送以公路运输为主，去年募投项目变更为1.69亿元用于西北地区煤炭供应链物流网络的建设和运作。公司在内蒙古子公司组建了自营车队，购买了将近100台煤炭运输车辆。运输车队从以前全部以外包形式改为自营与外包相结合形式。目前自营车队正在上牌阶段，预计下半年可投入使用。自营车队可以提高运输服务的保障系数，降低煤炭运输运营成本的概率较大。
- 盈利预测及投资建议。预计2012-2014年EPS分别为0.26元、0.37元、0.44元，对应PE分别为18.5倍、13倍、10.93倍。估值水平偏低，但考虑到目前尚处于低迷的宏观经济大环境下，公司主业增速受宏观经济影响大有下滑的风险，以及衍生金融交易存在汇兑损失的风险，维持“谨慎推荐”的投资评级。

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

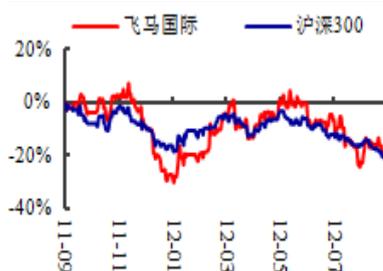
研究助理：黄秀瑜

电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2012年9月5日

收盘价(元)	4.81
总市值(亿元)	19.13
总股本(百万股)	397.8
流通股本(百万股)	378.1
ROE(TTM)	14.5%
12月最高价(元)	8.60
12月最低价(元)	4.52

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5960	6509	8334	10700
同比%	106.5	9.20	28.04	28.39
归属母公司净利润(百万元)	76.76	104.1	149.1	176.8
同比%	49.96	35.56	43.24	18.62
毛利率%	5.56	5.36	5.28	5.22
ROE%	14.04	14.63	18.27	18.82
每股收益(元)	0.25	0.26	0.37	0.44
每股净资产(元)	1.77	1.79	2.05	2.36
市盈率(倍)	19.24	18.50	13.00	10.93
市净率(倍)	2.72	2.69	2.35	2.04

相关报告

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1.公司基本情况	3
1.1 公司股权结构	3
1.2 发展历程	3
2.经营情况	3
2.1 受宏观经济影响，营业收入增幅下滑	3
2.2 煤炭贸易执行业务是公司目前的主要利润来源	4
2.3 煤炭贸易执行业务拓展致综合毛利率下降，财务费用增加	5
2.4 衍生金融交易影响业绩波动	6
2.5 税负不平衡导致所得税费用增加	6
3.公司主攻煤炭供应链业务，逐步涉足有色金属品类	错误！未定义书签。
3.1 煤炭贸易执行业务模式	6
3.2 自营车队提高保障系数，提升公司服务质量和效率	6
3.3 煤炭供应链业务具有可观市场空间	7
4.综合物流服务和物流园以稳定经营为主调	7
5.盈利预测和投资建议	7
6.风险提示	8

插图目录

图 1：飞马国际控股股东和实际控制人	3
图 2：公司近 5 年营业收入和净利润增长情况（单位：百万元）	3
图 3：2012 年上半年营业收入占比	4
图 4：2012 年上半年毛利占比	4
图 5：毛利率走势	5
图 6：期间费用	5

表格目录

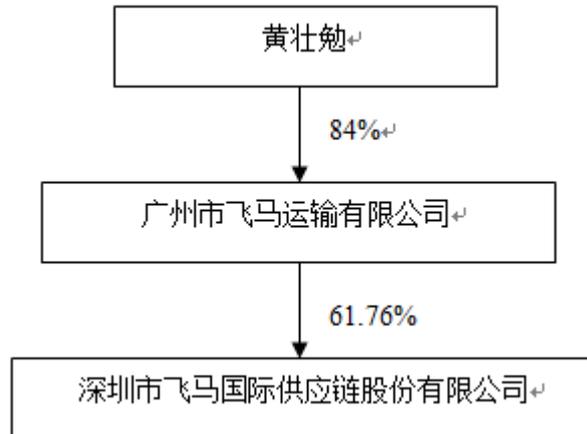
表 1：2012 上半年分业务经营情况	4
表 2：公司历年营业收入分业务情况	5
表 3：分业务收入预测（单位：百万元）	8

1. 公司基本情况

1.1 公司股权结构

飞马国际的控股股东是广州市飞马运输有限公司，实际控制人为公司的现任总经理黄壮勉先生。

图 1：飞马国际控股股东和实际控制人



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

1.2 发展历程

公司从 2001 年介入中石油国际设备采购总包服务开始涉足现代物流服务。2004 年公司自主投资建设黄江塑胶物流园，依托物流园拓展包含为客户集中采购、仓储、物流、结算等综合物流服务，同时提供塑胶原料的贸易执行服务。2007 年贸易执行业务延伸至 IT、电子行业。从 2009 年底开始开展煤炭贸易执行业务，2010 年取得实质性突破，在客户开拓方面获得大唐、华电等大型客户。

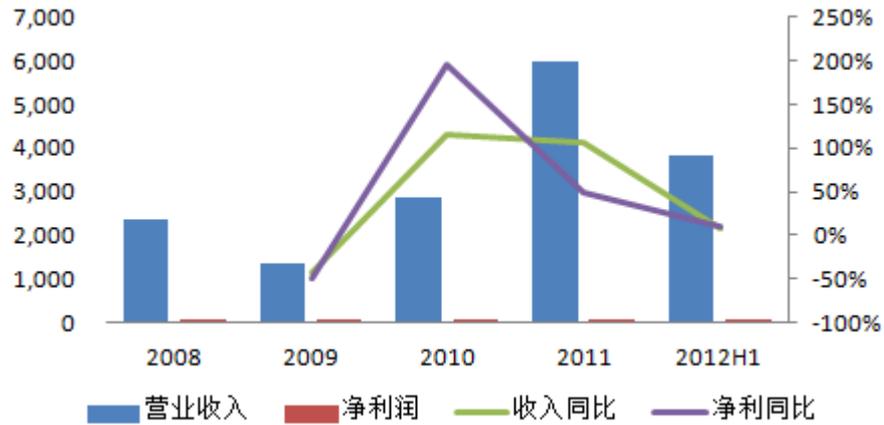
公司的综合物流服务、物流园经营以及 IT、电子行业贸易执行业务已经发展成熟，公司将保持上述业务的稳定经营，业务拓展的主攻方向仍是煤炭供应链服务，并已逐步开展有色金属品类供应链服务。

2. 经营情况

2.1 受宏观经济影响，主营收入增幅下滑

公司从 2009 年底开始开展煤炭贸易执行业务，2010 年取得实质性突破，在客户开拓方面获得大唐、华电等大型客户，2010、2011 年的营业收入因此获得大幅增长。但从 2011 年下半年开始增速下滑，2012 年上半年公司实现营业收入 38.46 亿元，同比增速下滑至 7.76%。主要原因是公司业务量比重最大的能源资源需求受宏观经济的影响出现下滑，低迷经济大环境下公司的业务拓展遭遇困难。

图 2：公司近 5 年营业收入和净利润增长情况（单位：百万元）

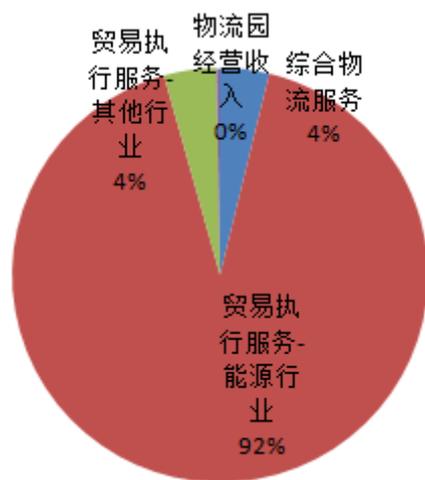


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2.2 煤炭贸易执行业务是公司目前的主要利润来源

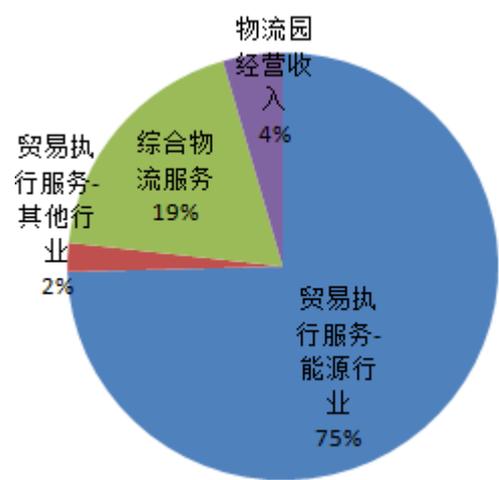
公司的主营业务分为贸易执行服务、综合物流服务和物流园经营三大结构，其中贸易执行服务又以能源资源行业为主，上半年能源资源行业贸易执行服务收入占比 92%，毛利占比 75%。

图 3：2012 年上半年营业收入占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：2012 年上半年毛利占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

虽然上半年公司的营业收入和业绩增速下滑，但是公司业绩的增长还是来源于能源资源行业贸易执行业务收入的增加，该业务收入同比增长 8.52%，是公司上半年唯一收入和毛利率均提升的业务。

表 1：2012 上半年分业务经营情况

分业务	营业收入 (百万元)	同比	毛利率	同比
综合物流服务	145.26	20.33%	19.41%	-7.88%
贸易执行服务-能源资源行业	3533.79	8.52%	3.17%	0.73%
贸易执行服务-电子、其他行业	156.21	-11.62%	2.09%	-2.64%
物流园经营	10.54	-30.43%	63.81%	-10.76%

资料来源：东莞证券研究所，公司财报

表 2: 公司历年营业收入分业务情况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012H1
营业收入 (百万元)	2348.93	1345.68	2886.97	5960.16	3845.8
YOY	297.81%	-42.71%	114.54%	106.45%	7.76%
综合物流服务	197.88	271.89	391.83	231.17	145.26
YOY	-19.22%	37.4%	44.11%	-41%	20.33%
占比%	8.42%	20.2%	13.57%	3.88%	3.78%
贸易执行业务	447.17	527.69	2457.63	5695.81	3690
YOY	45%	18.01%	365.73%	131.76%	7.48%
——能源资源行业	--	--	1902.18	5412.45	3533.79
YOY	--	--	--	184.54%	8.52%
占比%			65.89%	90.81%	91.89%
——电子、其他行业	--	--	555.46	295.06	156.21
YOY	--	--	--	-46.88%	-11.62%
占比%			19.24%	4.95%	4.06%
物流园经营	32.65	32.39	37.5	33.18	10.54
YOY	-12.02%	-0.8%	15.78%	-11.52%	-30.43%
占比%	1.39%	2.41%	1.3%	0.56%	0.27%

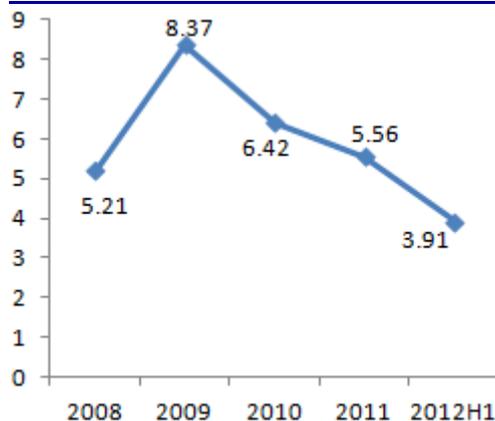
资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

2.3 煤炭贸易执行业务拓展致综合毛利率下降, 财务费用增加

与去年上半年比较, 经过 2 年多的市场运营, 公司对能源行业贸易执行业务的操作和掌控能力比去年同期有所增加, 毛利率同比提升 0.73 个百分点。从近几年的综合毛利率走势看, 随着毛利率较低的能源行业贸易执行业务收入的比重不断上升, 公司综合毛利率逐年下降。

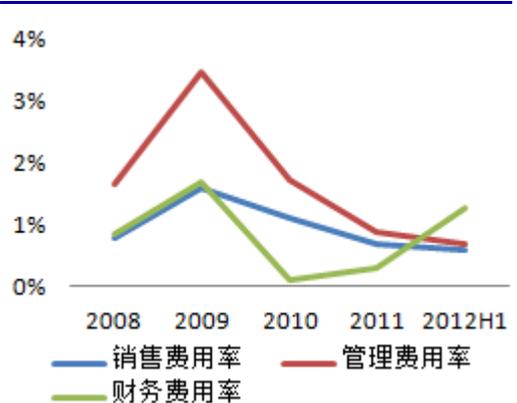
在销售费用和管理费用方面, 公司控制得较好, 近年来销售费用率和管理费用率水平平均呈下降态势。但是财务费用自 2010 年以来逐年上升, 是由于公司业务规模扩大, 业务所需流动资金贷款增加以及使用票据结算增加导致手续费增加所致。随着公司的业务规模继续扩大, 公司的高融资需求仍将继续。

图 5: 毛利率走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

图 6: 期间费用



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

2.4 衍生金融交易影响业绩波动

上半年公司有 24% 的海外业务。由于外汇市场波动大，公司为稳定收益，进行衍生品交易。公司的金融衍生工具业务主要是以进口供应链业务为依托的“人民币质押存款+外币贷款（或信用证）”或“人民币质押存款+外币贷款（或信用证）+境外 NDF”业务，其收益为本金*到期收益率，到期收益率取决于人民币存款利率、美元贷款利率、操作日市场汇率和 NDF 合约汇率四种因素。公司所进行的金融衍生工具交易均双边锁定。衍生品金融交易的前提是存在人民币升值的预期，若这种预期减弱，公司的收益率会下降，也会淡化这种操作。

2.5 税负不平衡导致所得税费用增加

我们发现，自 2011 年下半年开始，公司的所得税费用大幅增加。2012 年上半年公司所得税费用同比增加 70.11%，一方面是因为公司利润增长，另一方面是因为今年母公司所得税率从 24% 上升至 25%。同时，报告期内，公司依托进口供应链业务开展的外汇业务的总体盈利是综合计算境外及国内收益的，报告期内大部分业务是国内盈利、境外亏损，造成了税负不平衡，也使得公司的所得税费用有所上升。公司目前没有获得相关的税收优惠。

3. 公司主攻煤炭供应链业务，逐步涉足有色金属品类

能源资源行业供应链服务是公司未来拓展的业务方向。除了煤炭供应链业务外，公司于 2011 年 11 月开始涉足有色金属供应链业务，目前主要以电解铜为主，量尚小，公司表示将逐步介入有色金属品类的供应链服务。公司之所以选择能源资源行业，因为看好能源资源持续稳定的需求和可发展空间。

3.1 煤炭贸易执行业务模式

公司的业务由下游的电厂或上游的煤厂驱动。公司是集合和优化整个市场资源的行为，可以帮助下游的电厂组织需要的货源或者帮助上游的煤厂销售货物。

盈利模式：公司采取“形式买断”的运作方式，通过合同对采购、销售价格和途中的运输成本的约定，实现对贸易执行收益的锁定。公司按所提供贸易执行服务的业务量或业务额的一定比例收取综合服务费。

具体操作：客户事先提供货值 10-30% 的保证金，公司按客户的指令，先行从煤矿、煤炭供应商处付款提货。客户可以在规定的时限内，分批付款提货。业务的回款期通常为 30-45 天，由于公司接触的客户多为国有企业，因此回收账款的风险并不大。

贸易执行业务风险较低。公司“形式买断”供应商产品，但不承担跌价和库存等风险。遇有经销商或贸易商未按合同约定提货情形，产品供应商须按合同约定的规定时限内回购原产品。否则，公司具有货物处置权，加上有保证金作为保障，公司的业务风险是很低的，但是也存在存货跌价处理的风险。

3.2 自营车队提高保障系数，提升公司服务质量和效率

去年公司将原募投项目变更为投资 1.69 亿元用于西北地区煤炭供应链物流网络的建设和运作。该项目以满都拉、二连浩特、张家口、天津、秦皇岛为中心点，整合蒙古、三西（山西、陕西、蒙古西部）地区的煤炭资源，建设西北地区的煤炭供应链网络。

公司的煤炭配送以公路运输为主，以前运输车队全部以外包的形式进行。现在公司在内蒙古子公司组建了自营车队，购买了将近 100 台煤炭运输车辆，以自营和外包相结合的形式进行运输。目前自营车队正在上牌阶段，预计下半年可投入使用。自营车队可以提高运输服务的保障系数，有效提升公司的服务质量和效率。自营车队后降低煤炭运输运营成本的概率较大。

3.3 煤炭供应链业务具有可观市场空间

公司的业务范围属于全国煤炭需求计划外的那部分，每年计划外的煤炭需求量约占全国总需求量的 20%-30%。而具体到公司的业务量目前在全国的市场占有率也仅为千分之六。

我国煤炭西煤东运、北煤南调的格局长期存在，决定了我国煤炭物流市场具有广阔的前景。公司致力于成为全国煤炭供应链业务龙头。公司已成为相对成熟且大型的煤炭供应链企业，在全国煤炭物流领域已经有一定的名声，全国前五大电厂均为公司的客户。而公司在西北地区建设煤炭供应链网络，有利于获取丰富廉价的资源。此外，公司也能满足客户获取国外煤炭资源的需求，货源主要来自印尼、新加坡等。

我们认为，国内对煤炭的需求将会持续增长，随着经济形势好转，需求复苏，公司煤炭供应链业务仍有较大的可拓展空间。但由于公司面对的客户是电厂和煤厂等相对强势的国有企业，公司距离真正掌控煤炭供应链管理尚远，以贸易执行为主。

4. 综合物流服务和物流园以稳定经营为主调

综合物流服务和物流园区的经营已经较成熟，公司表示将保持这部分业务的相对稳定，但不会加大投资。

公司的综合物流服务主要包括国际设备采购的物流服务和塑胶物流园的综合物流服务。公司已是中石油设备国际采购物流细分市场的龙头服务商，与全球主要的石油设备供应商以及最终用户建立了长期、稳定的合作关系。与中石油的稳定合作贡献公司综合物流服务收入的三分之一。公司在塑胶综合物流服务行业也处于领先地位，经营较为成熟稳定。

公司自主投资的黄江塑胶物流园是中国塑胶供应链基地，占地面积约 16.7 万平方米，拥有商铺 1290 间。已包括中石油、中石化、台塑、LG 甬兴、三星、陶氏、奇美等品牌近千家塑胶商家进驻，园区利用率基本达到饱和。物流园经营是公司为园区塑胶贸易商提供商铺和仓库出租及园区管理服务。

今年上半年，综合物流服务和物流园经营的毛利率分别同比下降 7.88 和 10.76 个百分点。综合物流服务的毛利率下降，主要是物流运输、报关等环节的成本费用上升所致。物流园经营的毛利率下降，主要是收入有所下降所致。物流园的收入主要来自商铺租金和仓库租金。近年物流园经营收入持续在下降，是因为对租客给予了免租优惠。而因为房地产摊销等因素造成成本基本固定，最终导致该业务毛利率大幅下降。

5. 盈利预测和投资建议

盈利假设：

(1) 综合物流服务和物流园区的经营保持相对稳定。

(2) IT、电子及其他行业贸易执行业务发展较为成熟，拥有稳定的客户群，保持一定的业务量。

(3) 公司将积极拓展能源资源行业供应链业务，是公司利润的主要增长点。煤炭行业贸易执行业务规模继续增长，有色金属品类的业务量也将逐步放大。

分业务预测如下：

表 3：分业务收入预测（单位：百万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
综合物流服务					
收入	391.83	231.17	282.03	324.33	372.98
YOY	44.11%	-41%	22%	15%	15%
毛利率	16.28%	24.28%	19.5%	19.5%	20%
贸易执行业务--能源资源行业					
收入	1902.18	5412.45	5953.70	7739.8	10061.74
YOY	--	184.54%	10%	30%	30%
毛利率	4.48%	4.59%	4.60%	4.60%	4.60%
贸易执行业务--电子、其他行业					
收入	555.46	295.06	262.6	262.6	262.6
YOY	--	-46.88%	-11%	0%	0%
毛利率	1.26%	3.23%	2.50%	3.00%	3.00%
物流园经营					
收入	37.5	33.18	23.23	23.23	23.23
YOY	15.78%	-11.52%	-30%	0%	0%
毛利率	78.05%	52.59%	60%	60%	60%
营业收入合计	2886.97	5971.86	6521.55	8349.96	10720.56
YOY	114.54%	106.45%	9.20%	28.04%	28.39%
综合毛利率	6.42%	5.56%	5.36%	5.28%	5.22%

资料来源：东莞证券研究所

国内对能源资源有持续的需求，市场空间大。我们认为，公司的煤炭供应链业务还具备可拓展空间，并且公司已经逐步介入有色金属供应链业务，未来二者将成为公司主要的利润增长点。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.26 元、0.37 元、0.44 元，对应 PE 分别为 18.5 倍、13 倍、10.93 倍。估值水平偏低，但考虑到目前尚处于低迷的宏观经济大环境下，公司主业增速受宏观经济影响大有下滑的风险，以及衍生金融交易存在汇兑损失的风险，维持“谨慎推荐”的投资评级。

6. 风险提示

- 1、宏观经济下滑或国家煤炭产业政策变化，致煤炭需求下滑；
- 2、资金需求大，融资困难或融资成本上升；
- 3、应收账款、预付款不能及时收回导致坏账损失；

- 4、煤炭供应链上下游拓展的难度大；
- 5、衍生金融交易风险。

利润表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	5,960.16	6,508.77	8,333.60	10,699.55
营业成本	5,628.59	6,160.09	7,893.38	10,141.39
营业税金及附加	7.77	8.46	10.83	13.91
销售费用	40.60	44.26	56.67	72.76
管理费用	50.92	55.32	70.84	90.95
财务费用	17.57	68.09	78.16	112.72
资产减值损失	49.53	19.53	25.00	32.10
其他经营收益	-42.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	123.11	153.02	198.73	235.72
利润总额	113.27	153.02	198.73	235.72
减 所得税	36.69	48.97	49.68	58.93
净利润	76.58	104.05	149.05	176.79
减 少数股东损益	-0.18	0.00	0.00	0.00
归母公司净利润	76.76	104.05	149.05	176.79
资产负债表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,629.44	4,271.70	5,478.46	7,030.53
应收账款	1,338.42	1,007.19	1,289.57	1,655.68
预付账款	1,416.37	1,891.19	2,423.32	3,113.48
存货	412.91	366.28	468.97	602.11
其它	500.53	512.97	585.43	679.58
流动资产合计	7,297.67	8,049.32	10,245.75	13,081.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	35.00	31.87	32.87	34.87
长期待摊费用	2.32	1.59	1.08	0.74
其它	157.03	149.26	147.43	144.73
非流动资产合计	194.35	182.72	181.38	180.34
资产总计	7,492.03	8,232.04	10,427.13	13,261.72
短期借款	3,090.91	3,254.39	4,166.80	5,349.77
应付账款	261.50	286.19	366.72	471.16
预收款项	288.80	405.80	519.98	668.07
其它	3,303.75	3,573.76	4,557.54	5,832.87
流动负债合计	6,944.95	7,520.13	9,611.04	12,321.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	125.90	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	125.90	0.00	0.00	0.00
负债合计	6,944.95	7,520.13	9,611.04	12,321.87
实收资本	306.00	397.80	397.80	397.80
资本公积	50.69	50.69	50.69	50.69
留存收益及其它	189.99	262.83	367.16	490.92
所有者权益合计	546.68	711.32	815.65	939.41
负债和权益总计	7,491.64	8,231.45	10,426.69	13,261.28

现金流量表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	76.58	104.05	149.05	176.79
折旧与摊销	66.25	25.63	30.33	37.26
财务支出	14.90	68.09	78.16	112.72
投资损失	8.71	0.00	0.00	0.00
净营运资本变动	632.00	306.21	188.68	244.31
经营活动现金流	831.78	503.98	446.21	571.08
资本支出	-73.41	-13.99	-28.99	-36.22
其它投资	6.69	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-66.72	-13.99	-28.99	-36.22
股权融资	0.00	91.80	0.00	0.00
债券融资	5,080.01	159.77	912.41	1,182.97
股利分配及其它	-125.72	-99.30	-122.87	-165.76
筹资活动现金流	4,954.28	152.26	789.54	1,017.22
货币资金净变动	5,719.34	642.25	1,206.76	1,552.08
主要财务比率				
科目	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力(YOY)				
营业收入	106.45%	9.20%	28.04%	28.39%
营业利润	86.79%	24.29%	29.87%	18.62%
归母公司净利润	49.96%	35.56%	43.24%	18.62%
盈利能力				
销售毛利率	5.56%	5.36%	5.28%	5.22%
销售净利率	1.29%	1.60%	1.79%	1.65%
ROE	14.04%	14.63%	18.27%	18.82%
ROIC	2.81%	4.70%	4.24%	4.63%
偿债能力				
资产负债率	95.3%	95.76%	95.37%	95.36%
流动比率	1.05	1.07	1.07	1.06
速动比率	0.99	1.02	1.02	1.01
营运能力				
资产周转率	0.98	0.83	0.89	0.90
存货周转率	19.33	15.81	18.90	18.94
应收账款周转率	5.16	5.55	7.26	7.27
每股指标				
每股收益	0.25	0.26	0.37	0.44
每股经营现金流	2.72	1.27	1.12	1.44
每股净资产	1.77	1.79	2.05	2.36
每股股利	0.10	0.08	0.11	0.13
估值指标				
PE	19.24	18.50	13.00	10.93
PB	2.72	2.69	2.35	2.04
EV/EBITDA	3.28	3.68	2.95	2.34

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
 邮政编码：523000
 电话：（0769）22119430
 传真：（0769）22119430
 网址：www.dgzq.com.cn