

## 星网锐捷 (002396.SZ)

## 通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

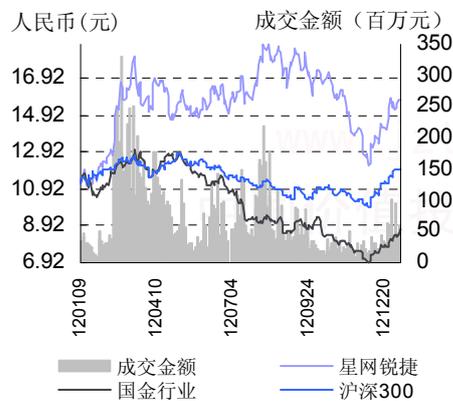
市价(人民币): 15.75元

目标(人民币): 25.16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)	55.29
年内股价最高最低(元)	18.77/10.96
沪深300指数	2526.13
中小板指数	4946.93



## 相关报告

1. 《2013年云终端和IP设备将会并驾齐驱》，2012.12.23
2. 《成长性强于周期性,阿米巴模式典范》，2012.11.23
3. 《品牌树立过程带来ROE持续提升机会》，2012.10.25

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

## 正面看待激励问题,网络和云终端将双翼齐飞

## 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	0.693	0.926	1.258
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.30	5.89	6.79
每股经营性现金流(元)	0.12	0.51	0.83	0.87	1.15
市盈率(倍)	53.46	25.76	22.72	17.00	12.52
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	18.38	18.38	18.38
净利润增长率(%)	30.43%	28.91%	36.04%	33.70%	37.21%
净资产收益率(%)	8.88%	10.38%	13.07%	15.71%	18.68%
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

## 投资逻辑

- **锐捷投资增资完成,激励问题解决:** 2012年12月21日,星网锐捷公告星网锐捷骨干员工持股公司锐捷投资对锐捷网络增资7972万元,持股比例为19.86%。锐捷投资增资解决了子公司的激励问题,解决了公司在激烈的IP设备领域的留人-用人问题,有助于公司的长远发展;
- **锐捷网络收入占比高、业务毛利高,业绩弹性大:** 锐捷网络是公司的传统支柱,毛利率58%左右。锐捷网络近年来人力扩张基本结束,管理费用刚性上升趋势趋于稳定,该业务的高毛利意味着收入增长转化为利润的高弹性。锐捷网络增资后,一方面激励问题得以解决,队伍更加稳定;另一方面锐捷网络调整其营销策略,从原来深耕行业市场转向零散的低端市场,形成“以二线品牌公司业务团队对一线品牌经销商”的局部优势,有望取得快速的收入增长。
- **升腾资讯2013年着重追求收入增长:** 升腾资讯2012年上半年收入仅增长14.65%,但由于深耕用户,通过定制化提高了每个客户的销售额,因此毛利率提升撬动净利润以更高的利润增长。预计公司2013年将把瘦客户机的进一步推广、做大客户基础作为工作重点;

## 投资建议

- 我们认为由于公司的国有性质,升腾资讯的少数股东增持担忧在客观上也不是短期内能实现的问题,因此市场并不担心这一问题。同时,星网锐捷的品牌定位和规模决定了公司必然遵循“从垂直精耕行业市场到适度扩展渠道”、“从内线达到外线去”的稳健扩张逻辑,表现为扩张的谨慎性和节奏性。我们认为明年将是锐捷网络收入和业绩增长的大年,而升腾资讯将客户外延式扩张、打造下一步发展平台的阶段,表现为收入、费用同步快速增长,利润增速预计有所放缓。总体而言,公司管理层经营稳健,策略定位准确,节奏把握好,看好公司持续增长的确定性。

## 估值

- **维持“买入”评级,目标价位25.16元,对应2014年20倍PE。**我们预计公司2012-2014年,营业收入分别为28.9亿元(增速9.4%)、38.3亿元(32.8%)和51.8亿元(35.1%);实现EPS分别为0.69元、0.93元和1.26元,净利润增速分别为36.2%、33.7%和35.8%。

## 风险

- 华为、思科等竞争对手采取激烈的竞争策略、中移动中标落地未达预期。

## 内容目录

激励问题靴子落地 向前看看公司长远发展 .....	3
锐捷网络激励问题靴子落地 升腾资讯增持不必过于担心 .....	3
锐捷网络是公司明年业绩增长的弹性来源 .....	3
业绩预测与投资建议 .....	4
业绩预测与估值 .....	4
风险 .....	4
附录：三张报表预测摘要 .....	5

## 图表目录

图表 1：锐捷网络增资前后的持股比例变动 .....	3
图表 2：收入预测 .....	5

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

## 激励问题靴子落地 向前看看公司长远发展

### 锐捷网络激励问题靴子落地 升腾资讯增持不必过于担心

- **锐捷投资增资完成，激励问题解决：**2012年12月21日，星网锐捷公告星网锐捷骨干员工持股公司锐捷投资对锐捷网络增资3217万元，持股比例为19.86%。锐捷投资增资解决了子公司的激励问题，解决了公司在激烈的IP设备领域的留人-用人问题，有助于公司的长远发展；
- 锐捷网络处于竞争激烈的IP设备市场，思科、华三等传统优势厂商在产品布局、渠道等领域优势明显，品牌认同度极高；华为、中兴在运营商市场基本饱和后，纷纷把IP设备和企业网市场作为发展重点，人力资源增多十分激励。在锐捷网络高层及骨干组成的锐捷投资增资锐捷网络后，锐捷网络的骨干员工的“留人-用人”问题得以解决，长远发展的瓶颈得以解决；

图表1：锐捷网络增资前后的持股比例变动

	增资前	增资后
股份公司	63.64%	51.00%
锐捷投资	0.00%	19.86%
其他	36.36%	29.14%

来源：国金证券研究所

- **激励机制巧妙设计，导向公司长远发展：**员工持股公司的激励机制通过现金分红实现，离职时按净资产折算退出。我们认为在子公司层面做激励避免了减持问题的短视性，分红激励和按净资产退出的激励机制设计将激励导向长期持有和与公司共同成长，我们认为这是面向未来的机制，有助于公司的长远发展。
- 锐捷网络的激励方式与华为有一定相似之处，侧重分红、提高推出成本都有华为员工持股机制的影子。而与华为不同的是，该机制未包括集资融资、也没有全民持股的覆盖面，仅面向少数骨干员工，是适合锐捷网络二线厂商、上市公司监管较严的现实选择；
- **升腾资讯少数股东增持问题不必过于担心：**由于公司的国有性质，升腾资讯的少数股东增值问题在客观上也不是短期内能实现的问题，因此市场并不担心这一问题。

### 锐捷网络是公司明年业绩增长的弹性来源

- **锐捷网络收入占比高、业务毛利高，业绩弹性大：**锐捷网络是公司的传统支柱，毛利率58%左右。锐捷网络近年来人力扩张基本结束，管理费用刚性上升趋势趋于稳定，该业务的高毛利意味着收入增长转化为利润的高弹性。锐捷网络增资后，一方面激励问题得以解决，队伍更加稳定；另一方面锐捷网络调整其营销策略，从原来深耕行业市场转向零散的低端市场，形成“以二线品牌公司业务团队对一线品牌经销商”的局部优势，有望取得快速的收入增长。
- IP设备是一个高度分散的市场，不同的细分用户有着不同的需求，同时也有不同的价值。锐捷网络深耕的教育市场为例，表现为客户支付能力相对较弱，但投入高（组网规模大、网管计费系统复杂、安全负担重）的经济性优势并不明显的细分市场。而锐捷网络通过自上而下的商务策略、定制开发的服务策略，成功开拓了一块稳固的市场；
- 随着锐捷当前市场份额逐步稳固，前期人员及平台搭建准备工作基本就绪，公司从2013年起将适度扩张，对楼宇交换机等分散的低端市场进行渗透。同时，公司近期获得中移动二三层交换机23%以上的市场份额、5%左右的服务器份额，实现质的突破。合同规模预计在2亿

到 2.5 亿之间，相当于公司 2011 年该业务收入的 20%左右。因此我们预计明年锐捷网络的增长将达到 35%左右；

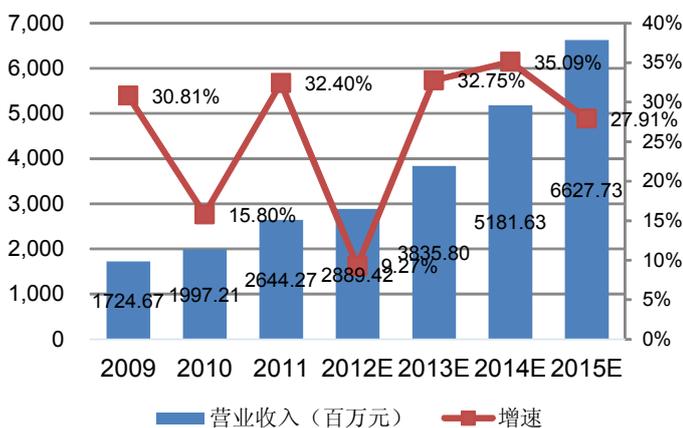
- **升腾资讯 2013 年着重追求收入增长：**升腾资讯 2012 年上半年收入仅增长 14.65%，但由于深耕用户，通过定制化提高了每个客户的销售额，因此毛利率提升撬动净利润以更高的利润增长。预计公司 2013 年将把瘦客户机的进一步推广、做大客户基础作为工作重点；
  - 瘦客户机的用户相对专业、稳定，单一用户规模大。在产品本身处于导入期的推广难度，考虑到公司规模相对较小、产品定制性强、资源消耗大，公司采取了深耕客户稳步扩张的思路。一年拓展、一年消化的营销节奏，表现为利润增长一低一高的业绩节奏；
  - 我们预计公司 2013 年瘦客户机业务增长 50%左右，而毛利率则稳定在 25%左右。
- 星网锐捷的品牌定位和规模决定了公司必然遵循“从垂直精耕行业市场到适度扩展渠道”、“从内线达到外线去”的稳健扩张逻辑，表现为扩张的谨慎性和节奏性。我们认为明年将是锐捷网络收入和业绩增长的大年，而升腾资讯将客户外延式扩张、打造下一步发展平台的阶段，表现为收入、费用同步快速增长，利润增速预计有所放缓。总体而言，公司管理层经营稳健，策略定位准确，节奏把握好，看好公司持续增长的确性。

### 业绩预测与投资建议

#### 业绩预测与估值

- 我们预计公司 2012-2014 年，营业收入分别为 28.9 亿元（增速 9.4%）、38.3 亿元（32.8%）和 51.8 亿元（35.1%）；实现 EPS 分别为 0.69 元、0.93 元和 1.26 元，净利润增速分别为 36.2%、33.7%和 35.8%。
- 维持“买入”评级，未来 6 个月至 12 个月内目标价位 25.16 元，对应 2014 年 20 倍 PE。

图表2：12-15 年收入复合增长 32%



图表3：12-15 年净利润复合增长 33%



来源：公司财报，国金证券研究所

### 风险

- 华为、思科等竞争对手采取激烈的竞争策略、中移动中标落地未达预期。

图表4: 公司业务收入与业务毛利率分析与预测

项 目	2009	2010H	2010	1H11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>企业级网络设备</b>										
销售收入(百万元)	725.47	273.86	859.42	368.40	1,176.37	406.25	1,235.19	1,667.51	2,167.76	2,709.70
增长率(YOY)			18.47%	34.52%	36.88%	10.27%	5.00%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利率	57.50%	55.57%	58.10%	55.31%	57.77%	57.55%	57.50%	56.50%	56.50%	56.50%
销售成本(百万元)	308.32	121.68	360.10	164.64	496.78	172.45	524.96	725.37	942.98	1,178.72
增长率(YOY)										25.00%
毛利(百万元)	417.14	152.18	499.33	203.76	679.59	233.80	710.24	942.14	1,224.78	1,530.98
增长率(YOY)										25.00%
占总销售额比重	42.43%	37.84%	43.50%	36.49%	44.92%	38.75%	42.75%	43.47%	41.84%	40.88%
占主营业务利润比重	58.99%	52.65%	60.93%	54.37%	61.57%	52.23%	55.54%	56.08%	54.83%	53.86%
<b>瘦客户机</b>										
销售收入(百万元)	340.08	133.00	368.67	231.26	541.93	265.14	650.31	975.47	1,463.20	1,902.16
增长率(YOY)			8.41%	73.88%	47.00%	14.65%	20.00%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利率	25.20%	24.40%	22.81%	23.39%	24.52%	26.27%	26.60%	25.50%	25.50%	25.50%
销售成本(百万元)	254.38	100.55	284.58	177.17	409.05	195.49	477.33	726.72	1,090.09	1,417.11
增长率(YOY)										30.00%
毛利(百万元)	85.70	32.45	84.09	54.09	132.88	69.65	172.98	248.74	373.12	485.05
增长率(YOY)										30.00%
占总销售额比重	19.89%	18.37%	18.66%	22.90%	20.69%	25.29%	22.51%	25.43%	28.24%	28.70%
占主营业务利润比重	12.12%	11.23%	10.26%	14.43%	12.04%	15.66%	13.53%	14.81%	16.70%	17.06%
<b>通讯产品</b>										
销售收入(百万元)	374.41	191.21	382.23	167.11	220.68	57.31	86.36	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)			2.09%	-12.61%	-42.27%	-65.70%	-60.87%	-100.00%	#DIV/0!	10.00%
毛利率	20.88%	20.26%	18.07%	19.37%	18.75%	22.76%	22.46%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	296.22	152.48	313.17	134.73	179.29	44.27	66.96	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)										#DIV/0!
毛利(百万元)	78.19	38.73	69.06	32.38	41.39	13.04	19.40	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)										#DIV/0!
占总销售额比重	21.90%	26.42%	19.35%	16.55%	8.43%	5.47%	2.99%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	11.06%	13.40%	8.43%	8.64%	3.75%	2.91%	1.52%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>其他</b>										
销售收入(百万元)	269.87	125.74	365.16	242.89	679.67	319.67	917.56	1,192.82	1,550.67	2,015.87
增长率(YOY)			35.31%	93.16%	86.13%	31.61%	35.00%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	46.74%	52.22%	45.74%	34.81%	36.76%	41.03%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本(百万元)	143.73	60.08	198.14	158.34	429.82	188.51	541.36	703.76	914.89	1,189.36
增长率(YOY)										30.00%
毛利(百万元)	126.14	65.66	167.02	84.55	249.85	131.16	376.20	489.06	635.77	826.51
增长率(YOY)										30.00%
占总销售额比重	15.78%	17.37%	18.48%	24.06%	25.96%	30.49%	31.76%	31.10%	29.93%	30.42%
占主营业务利润比重	17.84%	22.72%	20.38%	22.56%	22.64%	29.30%	29.42%	29.11%	28.46%	29.08%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>1709.82</b>	<b>723.82</b>	<b>1975.48</b>	<b>1009.66</b>	<b>2618.65</b>	<b>1048.38</b>	<b>2889.42</b>	<b>3835.80</b>	<b>5181.63</b>	<b>6627.73</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>1002.65</b>	<b>434.79</b>	<b>1155.98</b>	<b>634.88</b>	<b>1514.94</b>	<b>600.72</b>	<b>1610.60</b>	<b>2155.86</b>	<b>2947.96</b>	<b>3785.19</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>707.17</b>	<b>289.03</b>	<b>819.50</b>	<b>374.78</b>	<b>1103.70</b>	<b>447.66</b>	<b>1278.82</b>	<b>1679.94</b>	<b>2233.68</b>	<b>2842.54</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>41.36%</b>	<b>39.93%</b>	<b>41.48%</b>	<b>37.12%</b>	<b>42.15%</b>	<b>42.70%</b>	<b>44.26%</b>	<b>43.80%</b>	<b>43.11%</b>	<b>42.89%</b>

来源: 公司报表, 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,725</b>	<b>1,997</b>	<b>2,644</b>	<b>2,889</b>	<b>3,836</b>	<b>5,182</b>	<b>6,628</b>
增长率		15.8%	32.4%	9.3%	32.8%	35.1%	27.9%
主营业务成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,611	-2,156	-2,948	-3,785
%销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	55.7%	56.2%	56.9%	57.1%
毛利	712	833	1,115	1,279	1,680	2,234	2,843
%销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	44.3%	43.8%	43.1%	42.9%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-20	-27	-36	-46
%销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-327	-375	-490	-529	-674	-874	-1,095
%销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.3%	17.6%	16.9%	16.5%
管理费用	-240	-310	-402	-451	-574	-753	-924
%销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	15.6%	15.0%	14.5%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	279	405	571	776
%销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	9.7%	10.6%	11.0%	11.7%
财务费用	-14	2	14	17	24	30	37
%销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-3	-3	-7	-7	-2	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	8	3	3	4	5
%税前利润	1.3%	n.a	2.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	128	140	216	293	431	602	815
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	10.1%	11.2%	11.6%	12.3%
营业外收支	51	89	81	120	156	195	215
税前利润	179	229	297	413	587	797	1,029
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	14.3%	15.3%	15.4%	15.5%
所得税	-16	-35	-30	-50	-70	-96	-124
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	163	194	267	363	516	701	906
少数股东损益	57	56	89	120	191	259	335
归属于母公司的净利润	106	139	179	243	325	442	571
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	163	194	267	363	516	701	906
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	23	31	26	23	26	28
非经营收益	11	6	-7	-112	-159	-199	-219
营运资金变动	153	-202	-113	14	-75	-125	-170
经营活动现金净流	347	22	179	290	304	403	545
资本开支	-21	-85	-91	84	126	165	185
投资	-25	-2	29	0	0	0	0
其他	2	2	2	3	3	4	5
投资活动现金净流	-44	-85	-60	87	129	169	189
股权募资	0	1,010	10	0	0	0	0
债权募资	-149	24	-15	-108	0	1	2
其他	-40	-64	-69	-3	-105	-116	-128
筹资活动现金净流	-189	971	-74	-110	-105	-115	-126
现金净流量	114	907	45	267	329	457	609

来源: 公司年报、国金证券研究所

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	364	1,251	1,300	1,567	1,896	2,353	2,961
应收款项	383	496	654	687	891	1,161	1,486
存货	278	446	490	505	617	844	1,083
其他流动资产	37	33	53	48	65	88	114
流动资产	1,062	2,226	2,497	2,807	3,468	4,446	5,644
%总资产	85.6%	90.3%	89.0%	89.8%	91.4%	93.0%	94.4%
长期投资	43	43	29	29	29	29	29
固定资产	109	183	230	232	233	232	231
%总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.4%	6.1%	4.9%	3.9%
无形资产	22	10	41	57	65	72	78
非流动资产	179	240	310	318	326	333	338
%总资产	14.4%	9.7%	11.0%	10.2%	8.6%	7.0%	5.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,241</b>	<b>2,466</b>	<b>2,806</b>	<b>3,125</b>	<b>3,795</b>	<b>4,779</b>	<b>5,982</b>
短期借款	65	90	82	0	0	0	0
应付款项	417	495	571	612	797	1,087	1,395
其他流动负债	167	154	201	329	414	533	661
流动负债	649	739	854	941	1,211	1,621	2,055
长期贷款	8	7	0	0	0	1	3
其他长期负债	17	8	26	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>674</b>	<b>754</b>	<b>881</b>	<b>941</b>	<b>1,211</b>	<b>1,622</b>	<b>2,058</b>
普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,860	2,069	2,384	2,814
少数股东权益	138	152	204	324	515	774	1,109
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,240</b>	<b>2,466</b>	<b>2,806</b>	<b>3,125</b>	<b>3,795</b>	<b>4,779</b>	<b>5,982</b>

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>							
每股收益	0.808	0.790	0.509	0.693	0.926	1.258	1.626
每股净资产	3.253	8.891	4.905	5.298	5.895	6.790	8.016
每股经营现金净流	2.641	0.124	0.513	0.827	0.867	1.148	1.553
每股股利	0.000	0.100	0.300	0.300	0.330	0.363	0.399
<b>回报率</b>							
净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	13.08%	15.72%	18.53%	20.28%
总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.79%	8.57%	9.24%	9.54%
投入资本收益率	20.21%	6.61%	9.01%	11.25%	13.78%	15.90%	17.40%
<b>增长率</b>							
主营业务收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	9.27%	32.75%	35.09%	27.91%
EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	38.74%	45.04%	41.01%	36.03%
净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	36.20%	33.65%	35.80%	29.20%
总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	11.35%	21.44%	25.94%	25.16%
<b>资产管理能力</b>							
应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	75.0	73.0	70.0	70.0
存货周转天数	95.6	113.5	111.7	115.0	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	80.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	22.5	23.3	18.4	15.8	11.0	7.4	5.1
<b>偿债能力</b>							
净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-71.76%	-73.36%	-74.47%	-75.40%
EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-16.1	-16.7	-19.2	-21.0
资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	30.12%	31.91%	33.93%	34.41%

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
买入	0	2	5	15	31
增持	0	0	2	5	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.22	1.24	1.23

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 2012-01-11	增持	12.02	19.50 ~ 19.50
2 2012-03-23	增持	15.64	19.50 ~ 19.50
3 2012-04-20	增持	15.98	20.10 ~ 20.10
4 2012-07-26	买入	16.49	20.40 ~ 20.40
5 2012-08-30	买入	16.45	25.50 ~ 25.94
6 2012-10-25	买入	16.32	25.25 ~ 25.25
7 2012-11-23	买入	14.17	24.75 ~ 24.75
8 2012-12-23	买入	14.11	24.10

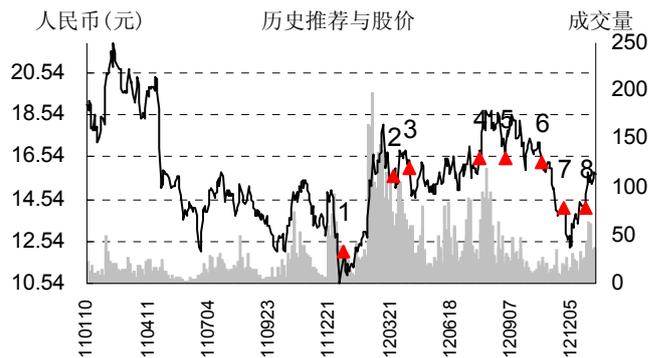
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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:

- 买入: 预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上;
- 增持: 预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%;
- 中性: 预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;
- 减持: 预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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为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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net