

系统集成

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人: 熊丹

S0960112060046

0755-82026849

xiongdan@china-invs.cn

**捷顺科技****002609****强烈推荐**

## 出入口控制龙头企业挺近智慧城市，社区一卡通切入金融支付领域

捷顺科技是出入口控制行业龙头企业，占据深圳 50%以上存量市场，出入口控制业务 CAGR 保持 20%以上。智能社区安防平台 (NISSP) 产品即将上线，能够将社区内的人、车在卡口端的数据信息汇总到平台并接入到智慧城市大平台中。社区一卡通具备支付功能，手续费分成和投资收益将使公司盈利模式变为现金流永续增长模式。新产品顺利推广将为公司未来净利润增速带来强劲动力，预计未来三年 CAGR 达 36%。

### 投资要点：

- 公司是国内出入口控制行业龙头企业，未来三年增速 20%。公司有 20 年行业经验，近两年大幅扩张营销渠道，在全国区域布局完善。公司 70%收入来自新修建筑，30%来自老建筑，凭借品牌和渠道优势公司将超越行业发展。
- 房地产竣工面积持续增长，全年竣工面积增速约 10%。2011 年全年新开工项目同比增速 20%以上，预计 2013 年全国房屋竣工面积同比增 10%。房地产调控政策对新楼盘的销售影响较小，停车场系统渗透率在持续提高，行业增速约 15-20%，存量替换市场规模达数百亿元的规模，市场集中度进一步提高的趋势明显。
- 公司推出智能社区安防系统平台切入智慧城市领域。NISSP 能够将社区所有出入口控制端的人、车信息收录入平台，接入到智慧城市大平台中。深圳市已经要求所有停车场信息接入到公安局的平台，该趋势将在全国范围内逐步延续。公司已经占据 20 多万个社区客户，按照一个社区 2 万年费计算，可拓展的空间达 80 亿元；全国 150 个试点智慧城市平均 4000 个社区，市场空间达 120 亿元。
- 社区一卡通增加支付功能，切入小额支付领域。公司累计发卡量 4000-5000 万张，每年增发卡 200-300 万张。盈利模式为消费手续费分成和余额投资收益，每年新增发卡用户带来的收入增量为 3000 万，存量全部替换将带来 4-6.5 亿元收入规模，现金流永续递增模式彻底颠覆了公司盈利模式。
- 给予“强烈推荐”评级。预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.37、0.50 和 0.76 元。公司切入智慧城市且商业模式升级，龙头地位更为稳固，合理估值 13 年 39 倍。

### 风险提示：

- 房地产政策进一步调控；新产品推广效果有待进一步验证

### 主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	412	506	676	901
收入同比(%)	7%	23%	34%	33%
归属母公司净利润	56	68	93	140
净利润同比(%)	31%	22%	37%	51%
毛利率(%)	49.6%	50.2%	51.5%	52.5%
ROE(%)	8.4%	9.5%	11.5%	14.7%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.50	0.76
P/E	32.06	26.27	19.24	12.76
P/B	2.70	2.49	2.21	1.88
EV/EBITDA	21	16	12	8

资料来源：中投证券研究所

### 相关报告



## 目 录

一、出入口控制国内龙头厂商 .....	4
1.1 占据社区出入口，产业延伸到平安城市平台和一卡通 .....	4
二、下游房地产行业增速稳定，更新需求大 .....	5
2.1 出入口控制行业增速超越房地产开发速度 .....	5
2.2 市场规模足够大，具备长期发展空间 .....	6
三、出入口控制数据平台接入智慧城市带来新发展 .....	7
3.1 出入口控制行业占据了城市小区入口的数据，未来将接入智慧城市大平台 .....	7
3.2 东莞麻涌镇试点项目是起点，智慧城市空间巨大 .....	9
四、社区一卡通增加小额支付功能 .....	9
4.1 社区一卡通实现小额支付功能 .....	9
五、盈利预测和估值 .....	10

## 图目录

图 1: 出入口控制行业属于社区安防行业.....	4
图 2: 捷顺科技发展示意图 .....	5
图 3: 房地产施工、竣工和销售同比增速.....	6
图 4: 房地产投资同比增速.....	6
图 5: NISSP 平台设计架构图 .....	8
图 6: NISSP 平台网络拓朴图 .....	8

## 表目录

表 1: 存量住宅小区市场空间预测 .....	6
表 2: 推广一卡通的有利因素 .....	10
表 3: 一卡通的收入测算（假设 IC 卡手续费 2%，分成 10%-20%） .....	10
表 4: 营业收入及毛利率预测（百万） .....	11

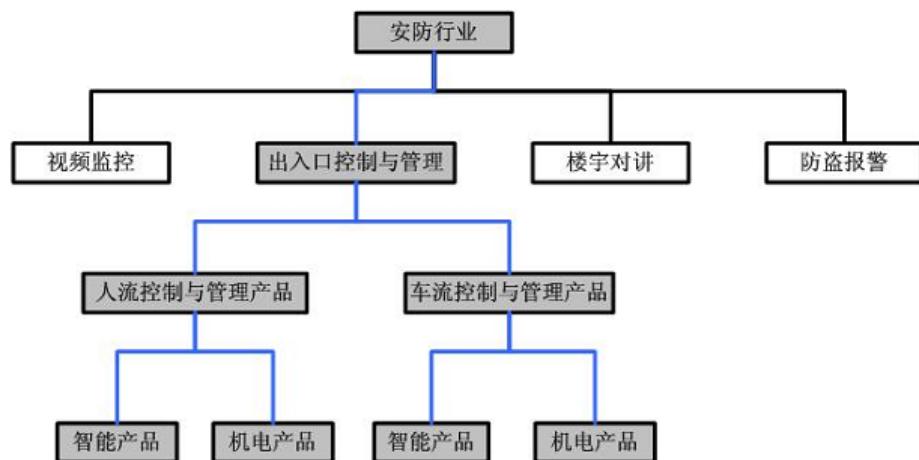
## 一、出入控制国内龙头厂商

### 1.1 占据社区出入口，产业延伸到平安城市平台和一卡通

捷顺科技是国内最早一批出入控制产品供应商，产品包括停车场进出口控制系统和智能人行进出口控制系统等，主要用于车辆和人的出入身份认证、信息记录、安全管理和收费等。下游的客户主要是住宅小区、商业地产和大型企事业单位。

出入控制系统是一种嵌入式设备，由机电设备、智能管理系统、智能卡等环节组成的用于管理车辆和人流的一套系统，主要包括停车场管理系统、车位引导系统、门禁、道闸、折叠门、收费管理系统、通道管理、岗亭等。

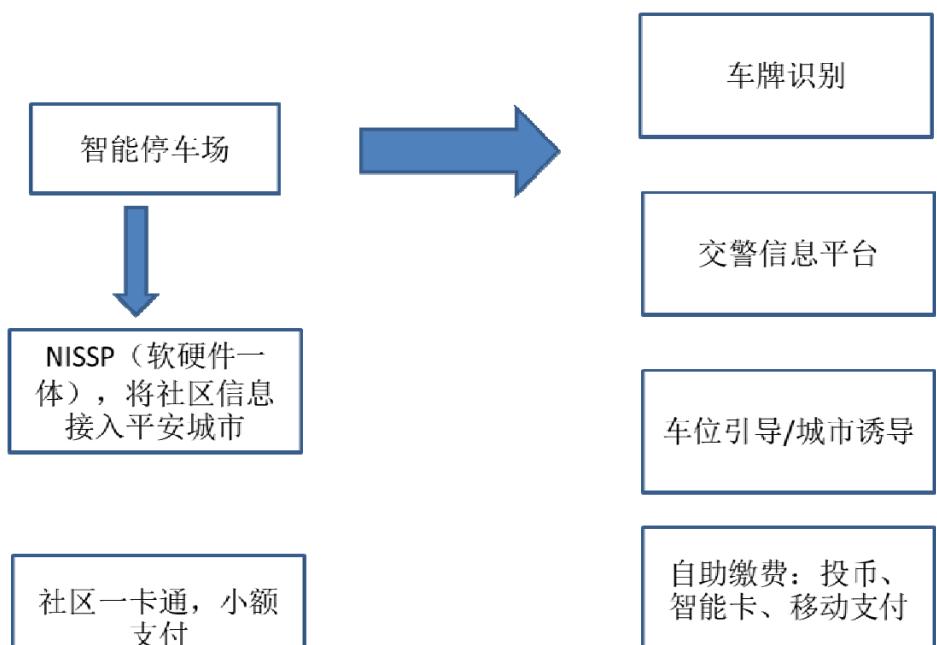
图 1：出入控制行业属于社区安防行业



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

捷顺科技在出入控制行业占据着国内龙头地位，具有 20 年的行业经验，在深圳地区的存量占有率达到 50%以上。在传统业务占据先发优势的基础上，公司通过两个方面延伸产业，一方面增加产品功能和用途，完成了 NISSL 平台系统的研发，打造智能社区安防设备和平台一体化解决方案，为接入平安城市/城市交通联网系统做准备；同时依托公司在出入口占据的存量设备优势，推广具有小额支付功能的一卡通业务，切入第三方电子支付领域。

图 2: 捷顺科技发展示意图



资料来源：中投证券研究所

## 二、下游房地产行业增速稳定，更新需求大

### 2.1 出入口控制行业增速超越房地产开发速度

出入口控制行业下游主要为房地产，可分为小区住宅和商业地产。行业增长一方面和房地产开发投资相关，同时行业又能够以高于房地产行业的增速发展，原因主要来自三点：1、出入口控制设备产品渗透率上升；2、停车场新产品不断推出拉高单价；3、产品通常3-5年升级换代或更新，这部分收入占捷顺科技收入的20%~30%。

捷顺科技过去几年收入来源中，住宅客户约占收入的70%，商业地产约占30%。房地产投资增速稳定，1-5月全国房地产累计开发投资为26798亿元，同比增长20.6%，1-5月商品住宅投资18363亿元，同比增21.6%，占房地产开发投资比重为68.5%，办公楼投资1526亿元，同比增41%，商业营业用房3582亿元，同比增24.1%。1-5月全国商品房销售面积3.91亿平方米，同比增长36%。

社区安防属于大安防领域，“十二五”期间保持了快速的增长，CAGR约20%。全国2012年安防市场规模接近3000亿元，其中出入口控制占比大约15%，400-500亿元的市场规模。

社区安防行业和房地产竣工面积直接相关，2010-2011年房地产新开工面积增速快，地产调控政策导致一些项目延后，将平滑后几年竣工增速，预计2013年全国竣工面积增速为10%。出入口控制设备产品渗透率在不断提高，行业增速约15%~20%。房地产政策虽然有不确定性，但是对捷顺科技的影响并不明显，主要原因是市场分散程度依然很高，捷顺科技还有提高市场份额的空间。

图 3: 房地产施工、竣工和销售同比增速

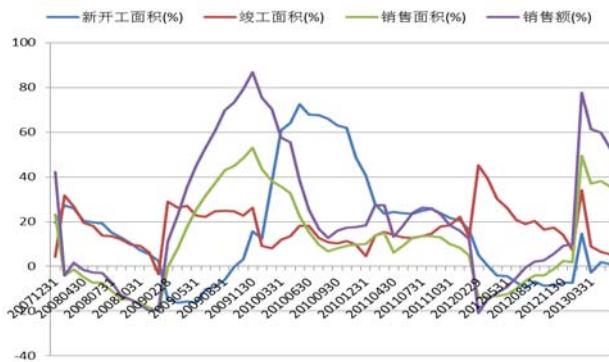
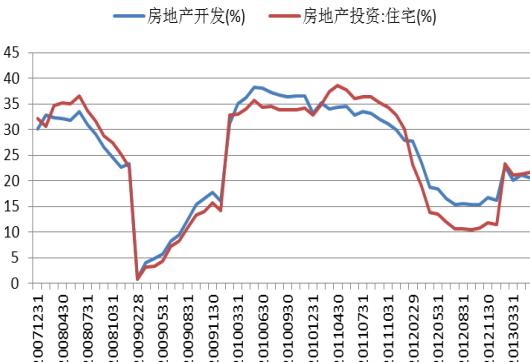


图 4: 房地产投资同比增速



资料来源: Wind, 中投证券研究所

## 2.2 市场规模足够大，具备长期发展空间

出入口控制作为社区安防的核心设备系统，在安全保护方面具有举足轻重的作用。从国外的经验来看，门禁系统、视频监控、闸口保护等应用的范围非常广，绝大多数的住宅区都安装了出入口控制设备。同时出入口控制技术在不断发展，从早期单一的机械化闸口控制和刷卡出入控制，发展到了现在的智能化停车场系统、智能车位引导系统、车联网控制系统、一卡通系统等，充分受益于IT电子技术的发展，属于物联网应用的重要领域之一。

出入口控制行业的销售规模占整个安防产业规模的15%左右，年销售规模达到300亿元左右。住宅市场的存量市场空间巨大，根据搜房网的数据，一个一线城市约1万个楼盘，一个楼盘价格50-80万元，二线城市3000-5000个楼盘，一个楼盘价格20-40万元，三线城市平均1000个楼盘，平均一个楼盘单价15-20万。

表 1: 存量住宅小区市场空间预测

城市分级	城市数量	住宅小区数量	平均出入口数	平均单价	市场空间
一线城市	4	10000	4	13万	208亿元
二线城市	40	4000	2	10万	320亿元
三线城市	240	1000	2	8万	384亿元

资料来源: 中投证券研究所

存量楼盘中，有一部分年代较为久远，没有修建地下停车场，或者停车场并没有使用出入口控制设备，这部分住宅占全国存量的比例大约20%~30%（假设2002年以后的楼盘都带有地下停车场）。中西部落后地区，很多楼盘只用功能最简单的停车场设备，甚至不采用停车场系统，从全国存量市场来看未来有很大的改善空间。随着渗透率的进一步提升，出入口控制行业增速依然会超越房地产增速。

从产品的更新周期来看，出入口控制产品属于电子产品具有较快的更新速度，更换可分为使用损坏/老化而更换（周期5年）、技术更新推动更换（周期3年）。从客户角度看，高端客户更换频率更高，使用技术更新产品的概率大，

单位售价也更高，而中低端客户的需求主要集中于产品因损坏/老化而进行的更换。

### 三、出入口控制数据平台接入智慧城市带来新发展

#### 3.1 出入口控制行业占据了城市小区入口的数据，未来将接入智慧城市大平台

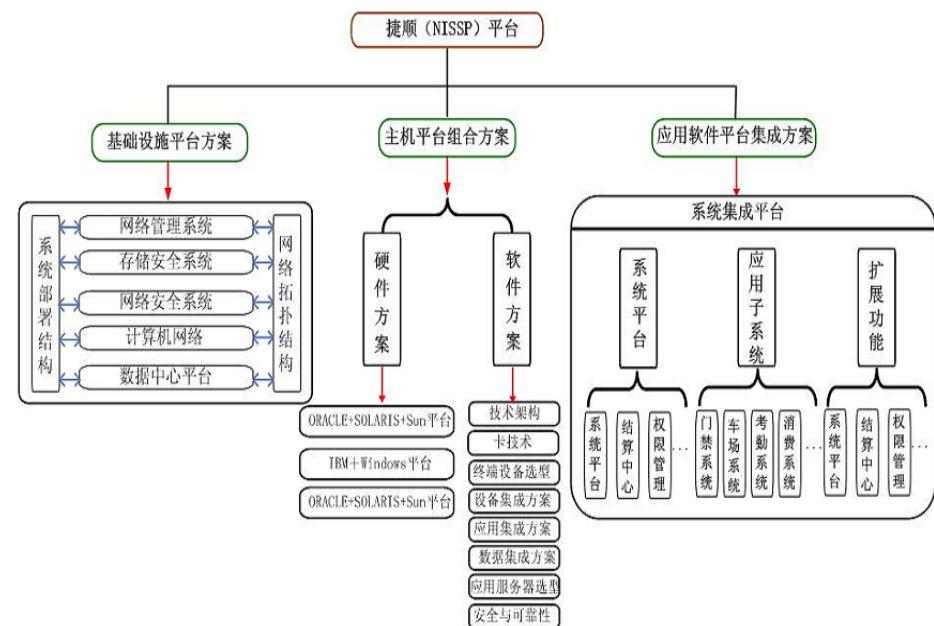
社区、楼宇出入口是城市安全的重要区域，是人们在城市中活动最为频繁且容易发生事故的场所之一。社区、楼宇出入口通过均需要刷卡，作为社区安防的核心一环，出入口控制行业在平安城市/智慧城市建设中占据了重要位置。

平安城市/智慧城市的核心思想，是通过 IT 技术，将城市生活中关键的有用信息通过电子设备收集，并将数据集中到平台进行智能化处理，处理后的结果能够自动反馈到系统的平台端去执行或者指导人们执行相应的对策。整个系统虽然庞大复杂，但是可以按照功能分为数据采集和反馈端、分行业的数据集中平台、总的数据集中处理中心、互联互通的网络系统。社区安防数据接入到平安城市大平台之中是顺理成章的事情。

其占据的社区、楼宇出入口数据和安全管理密切相关，好比海康威视、大华股份占据了公路的视频监控数据，卫宁软件占据了医院的病人信息数据，这些数据是智慧城市的初始数据来源端，市场份额高、在位优势明显的企业，未来在需要接入平安城市的数据平台产品上具有天然先发优势。

什么是 NISSP? NISSP 是捷顺智能安防信息系统平台的简称，在这个平台上，可以实现捷顺的停车场、门禁、通道、考勤、收费等智能管理系统的互联互通互动、统一决策管理，同时还可将其它如视频监控、防盗报警、楼宇对讲、企业 ERP、HR 等系统也纳入该平台，通过该平台与连接的各子系统的信息采集与交换、联动预案处理以及综合监视管理业务，构建可视化、可决策化的动态信息资源库，实现系统的智能安防管理。

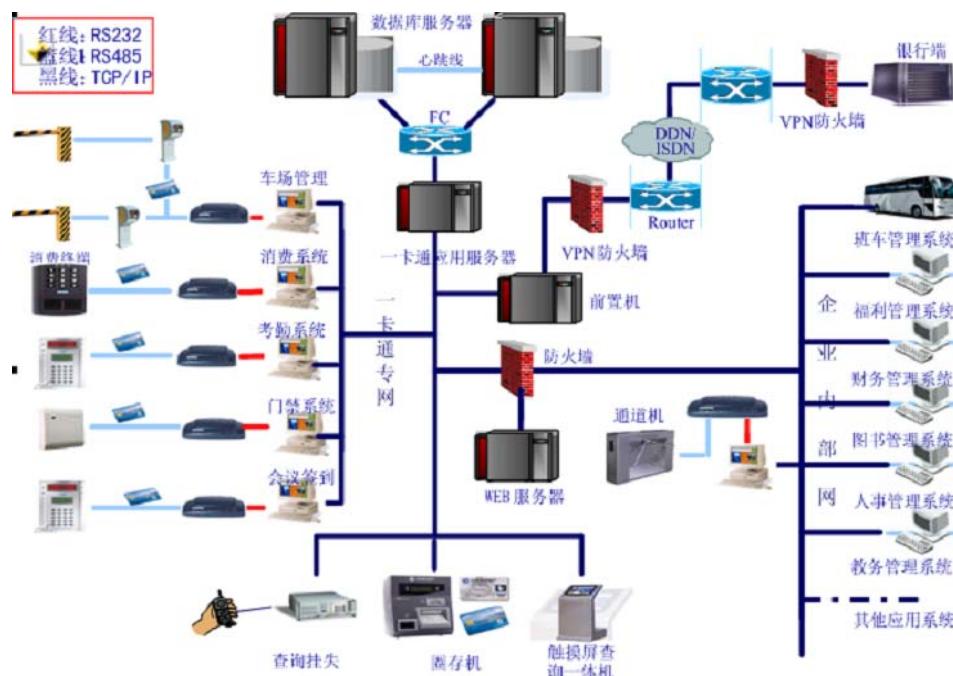
图 5: NISSP 平台设计架构图



资料来源：中投证券研究所

NISSP 适用于大型组网、跨区域多级分权管理环境下，实现车行出入口系统、人行出入口系统、视频监控系统、防盗报警设备及第三方系统的集中监控与管理，可满足未来平安城市建设在“利用已有的社会资源、引导新建资源，实现以社会资源协同为主、共建、共管、共同受益”为背景下的警民联动管理体系的构建。

图 6: NISSP 平台网络拓扑图



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

NISSP 是一项极具战略意义的产品，通过系统平台、一卡通和 RFID 等，将社区安防设备联起来，把数据接入到平台中，实现多种管理功能，展现“智慧小区”。捷顺科技由此构建出和竞争对手完全不同的竞争格局，将公司的高度从设备商提高到了社区安防整体解决方案提供商，成为行业地位最高者，龙头地位不仅得以巩固，发展速度也将明显超越业内其他对手。

NISSP 是一种软件产品，除服务器以外，只需在原有社区安防设备基础上进行模块、软件添加即可，高毛利率能够为公司净利润增长带来较大弹性。占据卡口和平台将为公司在社区安防长期发展中带来进一步的优势，市场份额提升是大概率事件。

### 3.2 东莞麻涌镇试点项目是起点，智慧城市空间巨大

公司目前已经实施的试点项目包括佛山和东莞，金额虽然不大，但是作为公司新业务的开拓意义重大，面临智慧城市建设的巨大机会，公司有机会赢来大发展。

东莞项目政府直接出资建设，按照社区为单位进行，项目以服务费的形式每年进行支付，一个社区的金额约一两万元/年。东莞所有的社区数据都将接入到东莞市政府的大平台上，整个东莞市有数百个社区，预计总金额可达数百万元。

根据深圳市公安局的要求，深圳市所有的社区和商业停车场数据都要连到公安局平台，捷顺科技在深圳市停车场占有率超过 50%，将明显受益。未来智慧城市将停车场数据纳入平台是趋势，如果依然按照服务费形式支付，其平台高粘性和现金流的稳定性，将支撑平台类公司长期的业务高速发展，估值将明显提升。假设试点智慧城市每年投入 1 亿元（每个社区 2 万）于智能社区安防平台，全国市场空间达 150 亿，未来还有很大发展空间。

## 四、社区一卡通增加小额支付功能

### 4.1 社区一卡通实现小额支付功能

社区出入口是人们在城市活动中每日必经之地，是安全要求级别很高的场所之一。社区一卡通具备了门禁、停车、人物识别的功能，在一卡通加入小额支付功能具有天然优势，捷顺科技正是看中了社区一卡通的这一优点，着手推广具有预付卡功能的社区一卡通业务。

具备支付功能的社区一卡通，物业公司推广的动力何在？我们从三个角度来分析：1、作为大型的物业公司，本身对于全国的分公司掌控力度是不足的，集团总部希望加强对地方的控制力度，一卡通正好具有住户的身份、出入信息、支付信息、安全信息等，可成为物业公司重要的信息了解途径；2、物业公司在小区会有超市、药店、理发店、美容等商铺，社区成员使用社区一卡通进行消费，物业公司能够获得分成，拉动社区商铺的消费，有利于商铺更好的推广；3、通过一卡通，提高物业的整体品质，加入科技化元素，与竞争对手呈现差异化竞争。

**表 2: 推广一卡通的有利因素**

技术原因	磁条卡不具有身份识别功能，不具有小额支付功能
	1、加强对地方分公司的控制
物业动力	2、带动物业周边商铺消费
	3、提高品质，差异化竞争
住户是否接受	一卡通多了小额支付功能，忘记带钱也能小区消费，更加方便。
在位优势	国内停车场龙头企业，占据深圳 50%以上存量市场

资料来源：中投证券研究所

公司计划推出的社区一卡通符合央行 PBOC 标准，和社保卡、银行金融 IC 卡类似，具有身份认证和支付功能。由于支付金额较小，其安全要求比银行 IC 卡略低，成本更低。

预付卡的收入来自两种方式，消费手续费分成和余额投资收益。国家针对预付卡的管理较为严格，其投资渠道相对受限，但是可以投资货币基金等短期理财产品。捷顺科技累积发卡量已经达到 4000-5000 万张，每年新客户的发卡量约 200-300 万张，如果每张卡每年平均余额为 200 元，每张卡每周消费 100 元，那么每年新发卡带来的收入将达到 2000-4000 万元，存量市场旧卡升级随着转化率提升也将带来巨大的空间。

**表 3: 一卡通的收入测算（假设 IC 卡手续费 2%，分成 10%-20%）**

	发卡量	每张卡余额	总现金余额	投资收益 3.5%	每张卡每周消费	消费金额	手续费分成
存量市场	4500 万张	200 元	90 亿元	3.15 亿元	100 元	2340 亿元	4.68-9.36 亿元
每年增量	250 万张	200 元	5 亿元	0.175 亿元	100 元	130 亿元	0.13-0.26 亿元

资料来源：中投证券研究所

物业推广的阻力可能来自于旧卡需要更新，门禁、停车场、社区刷卡机器也需要升级更新。IC 卡成本较高，大面积更换的固定投入大，同时需要工程投入。以一个一千户的小区测算，发卡 2000 张，停车场设备金额约 40 万，升级费用 10 万左右，新发卡费用 1.4 万元。升级金额占原投入金额的 30% 左右。我们认为升级带给大型物业公司的品质提升和安全级别提高相比，资金投入并不大，同时物业可以获得消费手续费分成，因此物业有动力去推进这项业务。

## 五、盈利预测和估值

公司切入智慧城市领域，平台产品每年收服务费，且有产品更新升级扩容，且产品具有很强的可扩展性；社区一卡通切入第三方支付领域，永续现金递增的盈利模式使得业绩稳定性大幅加强，此盈利模式类似于网宿科技，是实现高成长的最佳模式。公司占据了设备、卡口数据、平台和卡，客户替换需要一整套系统都更换，客户粘性非常强。

预计公司 2013-2015 年的 EPS 为 0.37、0.50 和 0.76，公司切入智慧城市且商业模式升级，龙头地位更为稳固。同为社区安防领域的安居宝规模和捷顺科技相当，市值已达 30 亿元，而捷顺科技市值仅 17 亿元，我们认为公司的价值被明显低估，合理估值 13 年 39 倍，未来 6-12 月的目标价格为 14.43 元。

**风险因素:**

- 1、房地产政策进一步调控。由于公司的最终客户主要来自房地产企业，地产的开工竣工情况直接影响到公司的销售情况，如果房地产进一步受到政策打压，会对产品销售有负面影响。
- 2、新产品推广效果有待进一步验证。公司的智慧城市项目产品已经基本研发完成，但是客户是否能够接受存在不确定性，后续依然需要调试研发升级等。政府招标的时间点具有不确定性。社区一卡通的推广需要大型物业公司的配合，推动力度仍需进一步观察。
- 3、公司目前仅有广东地区的第三方支付牌照。要想全国推广，必须获得其他省份的牌照，预计公司后续会通过收购方式获得。

**表 4：营业收入及毛利率预测（百万）**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>1. 停车场系统</b>						
收入	309.81	383.18	411.76	496.91	611.20	764.00
增长率	26.84%	23.68%	7.46%	20.68%	23.00%	25.00%
毛利	160.02	182.09	204.19	248.46	305.60	382.00
成本	-149.79	-201.09	-207.57	-248.46	-305.60	-382.00
毛利率	51.65%	47.52%	49.59%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>2. 智慧城市</b>						
收入			3.00	25.05	52.61	
增长率				735.00%	105.00%	
毛利			1.83	15.12	31.82	
成本			-1.17	-9.93	-20.79	
毛利率			61.03%	60.36%	60.49%	
<b>3. 社区一卡通</b>						
收入			5.65	39.32	84.75	
增长率				596.00%	115.52%	
毛利			3.42	27.53	59.33	
成本			-2.23	-11.80	-25.43	
毛利率			60.47%	70.00%	70.00%	

资料来源：中投证券研究所预测

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	689	735	868	1053
应收账款	520	533	611	711
其它应收款	69	76	95	134
预付账款	3	6	7	9
存货	2	3	4	5
其他	94	117	151	193
<b>非流动资产</b>				
长期投资	130	129	131	133
固定资产	0	0	0	0
无形资产	101	92	85	76
其他	17	27	36	46
<b>资产总计</b>	819	864	999	1186
<b>流动负债</b>				
短期借款	146	143	184	231
应付账款	68	72	99	126
其他	78	71	85	106
<b>非流动负债</b>				
长期借款	11	5	7	6
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	157	148	190	237
少数股东权益	11	1	1	1
股本	123	184	184	184
资本公积	384	322	322	322
留存收益	155	209	302	442
<b>归属母公司股东权益</b>	661	715	808	948
<b>负债和股东权益</b>	819	864	999	1186

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	85	27	80	100
折旧摊销	56	68	93	140
财务费用	9	13	13	13
投资损失	-12	-12	-13	-15
营运资金变动	-0	0	0	0
其它	20	-39	-16	-42
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	12	-3	4	3
长期投资	51	0	1	1
其他	15	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	30	-12	-14	-13
长期借款	-14	-2	13	15
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	61	0	0
其他	18	-61	0	0
<b>现金净增加额</b>	36	13	78	100

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	412	506	676	901
营业成本	208	252	327	428
营业税金及附加	5	4	7	10
营业费用	83	103	141	182
管理费用	66	80	105	135
财务费用	-12	-12	-13	-15
资产减值损失	1	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	62	76	106	159
营业外收入	4	4	4	6
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	66	80	110	165
所得税	10	13	17	26
<b>净利润</b>	56	68	93	140
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	56	68	93	140
<b>EBITDA</b>	59	78	106	158
<b>EPS (元)</b>	0.45	0.37	0.50	0.76

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.5%	22.8%	33.6%	33.4%
营业利润	24.7%	24.2%	38.2%	50.9%
归属于母公司净利润	30.5%	22.0%	36.5%	50.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.6%	50.2%	51.5%	52.5%
净利率	13.5%	13.4%	13.7%	15.5%
ROE	8.4%	9.5%	11.5%	14.7%
ROIC	27.9%	28.9%	38.2%	50.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.2%	17.1%	19.1%	20.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.73	5.14	4.72	4.55
速动比率	4.08	4.32	3.90	3.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.60	0.73	0.83
应收账款周转率	5.41	6.41	7.28	7.23
应付账款周转率	3.46	3.61	3.83	3.81
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.50	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.15	0.44	0.54
每股净资产(最新摊薄)	3.60	3.89	4.40	5.16
<b>估值比率</b>				
P/E	32.06	26.27	19.24	12.76
P/B	2.70	2.49	2.21	1.88
EV/EBITDA	21	16	12	8

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上  
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%  
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上  
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

熊丹，中投证券研究所计算机行业分析师，清华大学电子科学与技术专业硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传递、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等的相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务  
中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际  
大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434