

2013年10月10日


国金证券
SINOLINK SECURITIES

延华智能 (002178.SZ)

其他通信设备行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

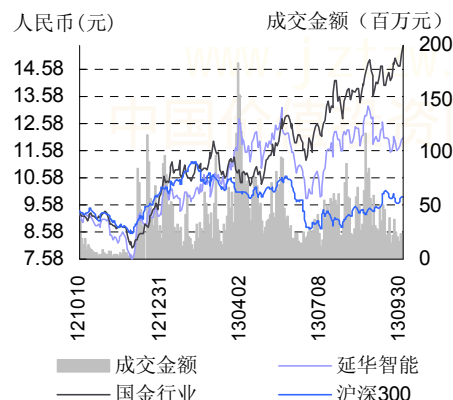
市价(人民币)：12.23元

公司积淀完备，只待行业发展东风

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)	110.50
总市值(百万元)	20.75
年内股价最高最低(元)	13.20/7.58
沪深300指数	2429.32
中小板指数	6234.78



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	-0.070	0.131	0.218	0.336	0.447
每股净资产(元)	2.24	2.37	3.84	4.05	4.37
每股经营性现金流(元)	0.27	0.40	0.05	-0.06	-0.01
市盈率(倍)	-137.75	71.17	55.27	35.87	26.99
行业优化市盈率(倍)	N/A	110.28	53.92	53.92	53.92
净利润增长率(%)	N/A	N/A	113.73%	54.12%	32.90%
净资产收益率(%)	-3.12%	5.52%	5.67%	8.30%	10.23%
总股本(百万股)	134.40	134.40	172.18	172.18	172.18

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **智慧城市服务商——延华智能**：公司从最早单区域、单专业、单行业的建筑集成商，成功转型为智慧城市服务商，业务覆盖范围也由传统地产领域拓展到多个公建领域，在近年智能建筑协会十大品牌评选中，公司一直位列前十名，一定程度上说明了公司在行业内的竞争实力。
- **收并购+智城模式推动公司快速发展**：收并购是加速公司快速发展的重要手段，一方面通过对产业链横向或纵向收购，增强协同能力，提升利润率和项目体量；另一方面通过收购可以很快打开其他区域市场，完善公司布局。智城模式有效的结合了技术和资源，让公司和政府之间达成双赢，缩短了公司异地布局的周期，目前情况来看，武汉智城收入增长较快，随着后续武汉智慧城市投入的加大，我们预计武汉智城业务量也将相应增加。
- **顺利增发有助公司后续发展**：对于龙头公司，近年来承接的项目体量逐渐扩大，一方面源于项目整体体量的上升，一方面源于系统集成越发复杂，公司涉及弱电、强电领域扩大。单体项目体量的增加，有助于加快整体周转效率，但同时也对公司资金实力提出了更高的要求。此次公司顺利增发，不仅有效补充了流动资金，也为后续研发、区域扩张、EMC、BT项目推进，收并购战略实施创造了良好的条件。
- **市场广阔，上海自贸区建设增加智能化需求**：公司面对市场空间广阔，以智能化业务占建筑物总投资额的5%-10%来测算，潜在市场近万亿；此次上海自贸区设立，无论政府层面还是企业层面，对于建筑智能化、数据中心和机房建设均存在新增需求，利好上海本地智能化企业。

投资建议

- 智能化市场广阔，随着国家重视程度提升，试点建设工作的推进，未来几年行业仍将保持较快速增长；延华智能经过几年积淀，收并购和智城模式逐渐成熟，产业链和区域布局逐渐完善，加上此次成功募集资金，预计公司将步入一个快速增长期
- 预计公司2013-2015年EPS分别为0.22、0.34、0.45元，分别对应55、36、27倍估值水平，目前公司市值仅21亿，考虑到行业后续广阔空间以及存在业绩超预期可能，给予公司“增持”评级。

风险

- 政府智慧城市投资进度低于预期

孙鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130513090001
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

智慧城市服务商——延华智能	3
公司业务布局广泛，涉及智慧城市多领域	3
综合解决方案、建筑节能增强公司抢占项目优势	3
收并购+智城模式推动公司快速发展	4
公司通过收并购拓展行业和区域	4
智城模式效果逐步显现	5
顺利增发有助公司后续发展	6
项目单体体量逐步增加	6
顺利增发将加快公司发展	7
市场广阔，上海自贸区建设增加智能化需求	7
市场容量广阔	7
自贸区建设利好公司	8
投资建议	8
风险提示	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：上半年公司业务构成	3
图表 2：公司在协会评选中名列十强	3
图表 3：智能化企业分类	3
图表 4：节能业务（收入）近年来增长较快	4
图表 5：收并购是公司拓展的重要方式	5
图表 6：近年来武汉智城收入增长较快	6
图表 7：金螳螂近年来项目单体体量逐年增加	6
图表 8：近年来项目体量逐步增加	7
图表 9：公司募投项目	7
图表 10：智能化工程业务占比	8

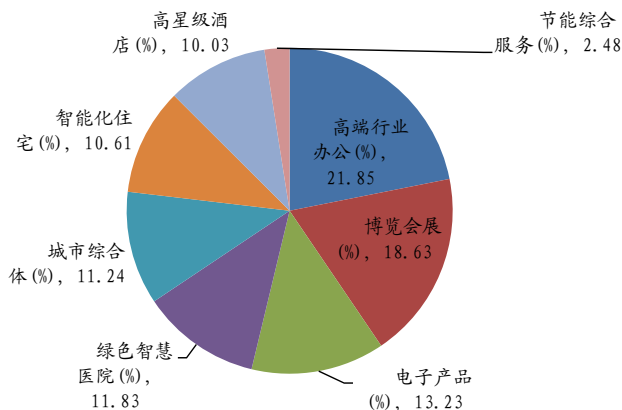
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

智慧城市服务商——延华智能

公司业务布局广泛，涉及智慧城市多领域

- 公司目前已经从最早单区域、单专业、单行业的建筑集成商，成功转型为智慧城市服务商，业务覆盖范围也由传统地产领域拓展到多个公建领域，如酒店、医院、博览会等，项目单体体量以及系统集成复杂程度相比过去有了明显的提升。
- 在智能建筑协会十大品牌评选中，公司一直位列前十名，一定程度上说明了公司在行业内的竞争实力。

图表1：上半年公司业务构成



来源：国金证券研究所

图表2：公司在协会评选中名列十强

2012	2011	2010
同方股份	同方股份	同方股份
太极股份	太极股份	太极股份
泰豪科技	泰豪科技	北京捷通
北京捷通	中建电子	中程科技
中建电子	北京捷通	中建电子
延华智能	中程科技	中电兴发科技
浙大中控	延华智能	泰豪科技
赛为智能	汉鼎股份	汉鼎股份
冠林电子	浙大中控	延华智能
浙大网新	冠林电子	赛为智能

综合解决方案、建筑节能增强公司抢占项目优势

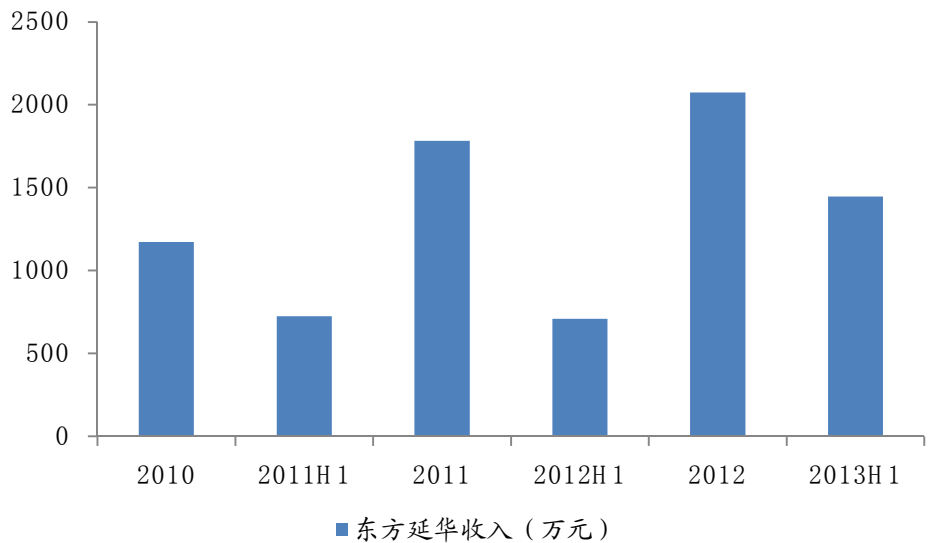
- 针对业主需求，公司可以提供智能化的综合解决方案，从设计咨询，到施工，再到后续维护。设计咨询对于项目承接意义重大，从源头接触项目可以更深入了解业主需求，做出更合理的项目规划，为后续施工业务顺利进行打下基础，提升项目投标中标率。目前随着项目体量增长，集成系统越发复杂，综合解决方案商在项目运作中地位逐步加强，这也是设备及软件提供商进入工程领域，试图从源头以及整体上影响业主的主要原因。

图表3：智能化企业分类

序号	类型	业务内容
第一类	应用设备制造	主要从事智能化产品及服务技术的开发、生产及销售，提供产品解决方案
第二类	软件开发	主要从事智能化软件开发、生产、销售及提供相关技术服务
第三类	综合解决方案提供商	主要从事智能化工程设计、施工，根据客户需求提供行业智能化解决方案

来源：国金证券研究所

- 节能建筑发展将逐渐成为趋势，国家节能标准在不断提升，“十二五”规划也提出了更高的要求，具备节能服务的公司不仅可以增加整体工程服务的附加值，而且预计节能服务在项目整体投入中占比会逐步提升，收入贡献逐步加大。东方延华是公司下属控股子公司，在节能领域具备较强咨询实力，一方面配合母公司完成智能化项目，增加整体项目价值，另一方面东方延华也在探索 EMC 等节能业务运作模式，进一步增加在节能业务上的营收规模。

图表4：节能业务（收入）近年来增长较快

来源：国金证券研究所

收并购+智城模式推动公司快速发展**公司通过收并购拓展行业和区域**

- 收并购是加速公司快速发展的重要手段，一方面通过对产业链横向或纵向收购，增强协同能力，提升利润率和项目体量；另一方面通过收购可以很快打开其他区域市场，完善公司布局。
- **产业链收购：**目前收并购已经成为行业龙头公司未来拓展的重要手段，但不同公司对于收并购定位有所不同，有的倾向于弱电领域的纵向并购，收购设备商或软件商，增加自身盈利能力同时，打造在弱电智能化领域的综合实力，有的公司倾向于产业链的横向并购，通过收购强电、消防领域其他企业，打造公司大机电模式，提升单体项目金额；
- **区域布局：**智能化企业同样面临区域扩张问题，当地企业在项目竞争上往往具备较强的话语权，收购当地企业，使公司人员属地化，是很好解决异地拿项目主要办法。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表5：收并购是公司拓展的重要方式

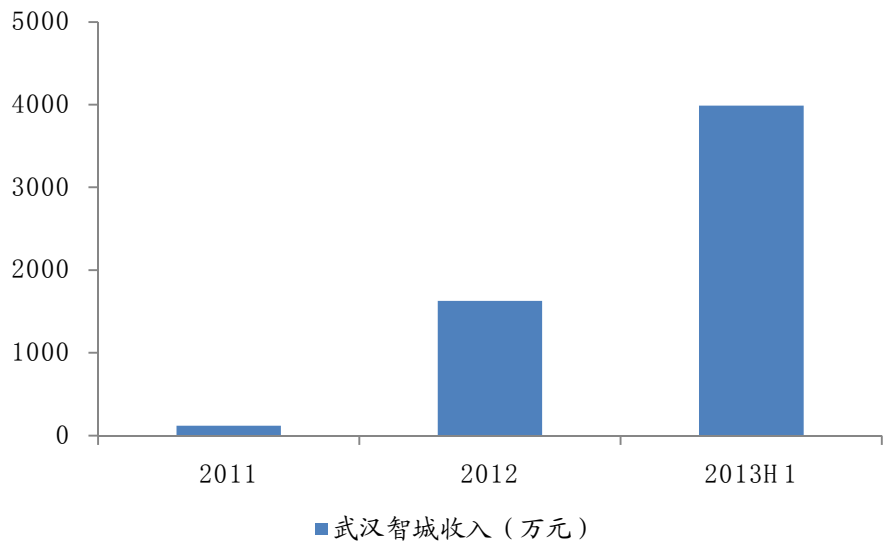
时间	业务拓展情况	经营范围
2011/5/27	琦昌建筑工程(上海)有限公司100%股权	以建设工程总承包的形式从事机电设备安装工程施工, 消防设施工程施工, 建筑装修装饰工程施工, 钢结构工程施工, 并提供承接的上述相关工程的技术咨询服务。
2011/8/30	上海震旦消防工程有限公司100%股权	消防设施工程、建筑工程, 生产、销售消防器材。
2011/9	收购深圳市嘉柏电子系统工程有限公司51%的股权	建筑智能化工程专业承包(凭建设行政主管部门颁发的资质证书经营); 舞台音响、灯光、视频设备的购销, 设计, 施工及相关技术咨询, 计算机系统集成(以上不含限制项目); 国内贸易(不含专营、专控、专卖商品)。
2011/10/28	延华智能联合武汉城投与武汉东湖管委在湖北省武汉市签订了《合作框架协议书》	为武汉智慧城市建设提供完整解决方案
2012/2/22	拟在深圳市设立深圳延华	与母公司业务范围相同
2012/9/5	延华智能携手三亚智慧城市一卡通发展有限公司、江苏金茂创业投资管理有限公司、上海榮乾投资有限公司、武汉光谷软件有限公司, 拟发起设立三亚智慧城市科技股份有限公司	城市一卡通、智能交通相关的业务; 广告运营、第三方支付、IT工程、广告设计、制作、代理、发布; 企业管理咨询, 市场信息调查, 电脑图文制作, 计算机科技、网络科技领域内的技术咨询、技术服务、技术转让、技术开发; 网络工程等;
2012/10/29	延华智能携手上海睿孚投资有限公司、加连有限公司共同投资组建上海延华卡申物联网有限公司	研发物联网硬件、软件, 销售本公司自产产品并提供物联网系统集成和相关技术服务

来源：国金证券研究所

智城模式效果逐步显现

- 智城模式开辟了公司拓展区域的新模式, 在与政府建立了良好合作的基础上, 与其下属企业共同设立子公司, 承揽当地智能化业务, 对于政府来讲, 此类合作不仅增加了本地投资, 而且引进了龙头智能化企业, 推动当地智慧城市发展, 对于公司来讲, 通过与政府下属企业合作, 可以为公司带来更多的当地资源, 缩短异地布局的周期。
- 武汉是本次智慧城市试点之一, 根据其智慧城市总体规划设计, 未来将在社会综合管理与服务、国土规划、市政设施、旅游、公共安全、交通、城管、文化、教育、医疗卫生、环保、水务、食品药品监管、社区、物流等15个领域加强智慧建设, 预计投资将超过800亿元。公司下属武汉智城将受益于该过程, 业务量有望快速提升。

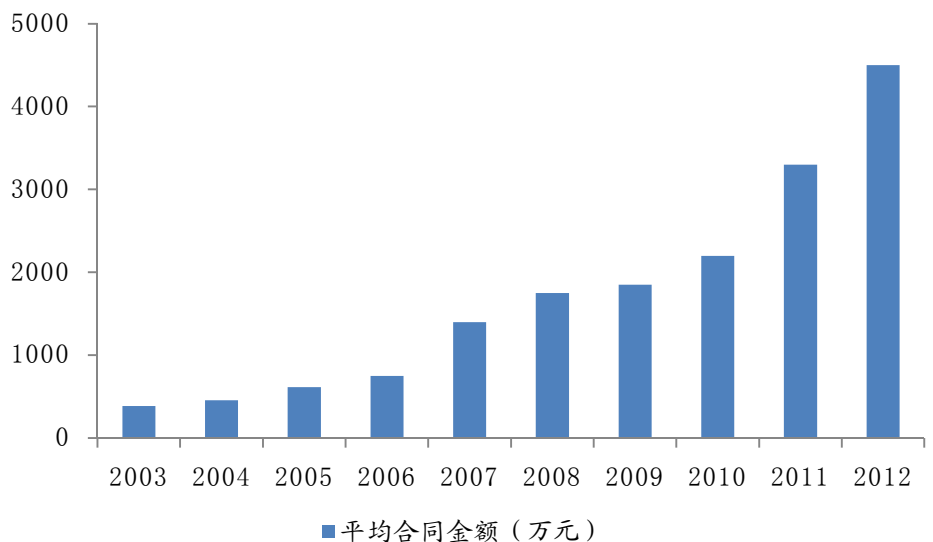
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表6：近年来武汉智城收入增长较快

来源：国金证券研究所

顺利增发有助公司后续发展**项目单体体量逐步增加**

- 近年来，智能化业务单体体量逐步增加，一方面源于项目整体体量的上升，一方面源于系统集成越发复杂，公司涉及弱电、强电领域扩大。单体项目体量的增加，有助于公司节约人员，加快整体周转效率，但同时也对公司资金实力提出了更高的要求。
- 项目单体体量增加为公司营收增长，突破发展瓶颈打下了基础，对比装饰行业，龙头装饰公司在过去几年中快速增长，除了得益于管理实力提升，人员大幅扩张外，单体项目体量逐年增长也起到了重要作用。

图表7：金螳螂近年来项目单体体量逐年增加

来源：国金证券研究所

图表8：近年来项目体量逐步增加

2012年底增发方案公告的8个项目			2007年上市招股书公告17个重大项目		
序号	项目名称	合同额	序号	项目名称	合同额
1	东方肝胆医院“绿色智慧医院”建设工程	5,858.06	1	上海滩花园智能化系列合同	971.73
2	辽宁省国际会议中心智能化工程	1,827.66	2	上海由由国际广场智能化合同	590.00
3	上海跨国采购中心智能化系统工程	4,680.00	3	浙江新湖集团股份有限公司智能化合同	1,677.64
4	武汉国际博览中心会议中心智能化系统工程	5,680.00	4	江苏盐城机电高等专科学校新校区智能化系统工程施工合同	1,233.68
5	天津汤臣津湾广场信息化工程	4,415.00	5	明珠国际广场智能化合同	570.66
6	吉林省电力有限公司调度通信楼智能化工程及长春市南部新城智能停车场建设工程	3,680.00	6	山东齐鲁商会大厦弱电工程合同	750.32
7	宁波滨海国际学校“绿色智慧校园”建设工程	2,345.49	7	北京怡海花园国际学校智能化合同	506.54
8	圣诺亚皇冠假日酒店（五星级）智能化系统工程	1,750.13	8	青岛银都花园景观节点设施项目（暨婚庆主题广场）智能化系统建设合同	865.64
	项目均值	3,779.54	9	白鹭湖别墅弱电智能化系统工程合同	3,002.45
			10	上海好世鹿鸣苑项目智能化工程合同	647.00
			11	东北电网电力调度交易中心大楼智能化系统工程合同	3,036.27
			12	上海市长寿路商业广场弱电系统工程合同	631.31
			13	中凯余山别墅弱电工程施工承包合同	565.59
			14	上海市东方社区信息苑弱电工程合同	1,079.78
			15	上海中环现代大厦弱电系统工程协议	636.12
			16	上海康桥镇社区敬老院一期弱电智能化系统工程合同	967.78
			17	江苏省海安县行政中心建设工程智能化（弱电）系统承包合同	1,668.59
				项目均值	1,141.24

来源：公司公告 国金证券研究所

顺利增发将加快公司发展

- 今年上半年公司通过非公开发行股票成功募集 3.27 亿元（扣除承销费用等），对于以集成业务为主公司来说，流动资金的补充有助于工程项目顺利实施，也为公司后续推进 EMC、BT 项目，收并购战略实施创造了良好的条件。
- 此次募投的部分资金将用在软件研发和区域扩张项目上，对于公司集成实力提升，业务拓展起到帮助作用。

图表9：公司募投项目

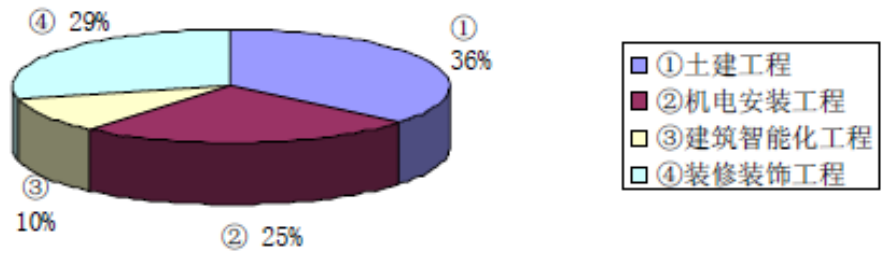
序号	项目名称	总投资额	募集资金拟投入金额
1	智慧城市及智能建筑建设总承包项目	23,950.66	18,000.00
2	智慧城市支撑软件研发及产业化项目	1,806.50	1,700.00
3	区域中心建设项目	4,511.95	4,300.00
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
	合 计	40,269.11	34,000.00

来源：国金证券研究所

市场广阔，上海自贸区建设增加智能化需求**市场容量广阔**

- **潜在市场：**作为未来城市、建筑发展的趋势，智慧城市、智能建筑需要满足政府、商业、个人等多层级需求，市场空间广阔。根据建筑历史施工经验来看，智能化业务占建筑物总投资额的 5%-10%，2012 年建筑业产值 13.5 万亿，照此估算智能化整体市场规模近万亿。
- 目前规模较大的智能化工程企业，在稳步发展智能化业务的同时，开始延伸产业链，逐步向大机电工程领域拓展，扩大了自身的营业范围，市场空间更加广阔。

图表10: 智能化工程业务占比



来源: 延华智能招股书 国金证券研究所

自贸区建设利好公司

- 近期, 上海自贸区总体建设方案公布, **政府层面**, 加快政府职能转变, 完善信息网络平台, 实现不同部门的协同管理机制。建立行业信息跟踪、监管和归集的综合性评估机制, 加强对试验区内企业在区外经营活动全过程的跟踪、管理和监督。建立集中统一的市场监管综合执法体系, 实现搞笑监管; **企业层面**, 鼓励跨国公司建立亚太地区总部, 建立整合贸易、物流、结算等功能的营运中心。深化国际贸易结算中心试点, 拓展专用账户的服务贸易跨境收付和融资功能。支持试验区内企业发展离岸业务。鼓励企业统筹开展国际国内贸易, 实现内外贸一体化发展。探索在试验区内设立国际大宗商品交易和资源配置平台, 开展能源产品、基本工业原料和大宗农产品的国际贸易。
- 此次自贸区方案公布, 不仅利好上海本地传统建筑公司, 而且政府职能转变, 金融机构业务拓展也将加快数据中心、机房的建设, 作为上海本地的智能化企业延华智能, 必将受益于上海自贸区未来的建设。

投资建议

- 智能化市场广阔, 随着国家重视程度提升, 试点建设工作的推进, 未来几年行业仍将保持较快速增长; 延华智能经过几年积淀, 收并购和智城模式逐渐成熟, 产业链和区域布局逐渐完善, 加上此次成功募集资金, 预计公司将步入一个快速增长期
- 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.22、0.34、0.45 元, 分别对应 55、36、27 倍估值水平, 给予“增持”评级。

风险提示

- 政府智慧城市投资进度低于预期

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	389	478	602	854	1,265	1,772
增长率		22.9%	25.9%	41.7%	48.2%	40.0%
主营业务成本	-321	-398	-488	-695	-1,029	-1,441
% 销售收入	82.4%	83.2%	81.1%	81.4%	81.3%	81.3%
毛利	68	81	114	159	236	331
% 销售收入	17.6%	16.8%	18.9%	18.6%	18.7%	18.7%
营业税金及附加	-11	-13	-14	-21	-32	-44
% 销售收入	2.8%	2.8%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-15	-12	-13	-17	-25	-35
% 销售收入	3.7%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-22	-36	-52	-81	-108	-147
% 销售收入	5.5%	7.6%	8.6%	9.5%	8.5%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	22	19	35	39	72	104
% 销售收入	5.6%	3.9%	5.9%	4.6%	5.7%	5.9%
财务费用	-2	-8	-13	-4	1	-3
% 销售收入	0.5%	1.8%	2.1%	0.4%	-0.1%	0.2%
资产减值损失	0	-20	-2	7	-2	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	6	5	5	5
% 税前利润	n.a	-55.3%	22.8%	9.4%	6.2%	4.7%
营业利润	19	-7	27	48	76	102
营业利润率	5.0%	n.a	4.5%	5.6%	6.0%	5.8%
营业外收支	1	1	1	5	5	5
税前利润	20	-6	28	53	81	107
利润率	5.1%	n.a	4.7%	6.2%	6.4%	6.1%
所得税	-4	1	-8	-11	-16	-21
所得税率	21.0%	n.a	27.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	16	-5	21	43	65	86
少数股东损益	0	5	3	5	7	9
归属于母公司的净：	16	-9	18	38	58	77
净利率	4.1%	n.a	2.9%	4.4%	4.6%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	16	-5	21	43	65	86
少数股东损益	1	5	3	0	0	0
非现金支出	2	23	9	3	16	20
非经营收益	2	1	7	4	-3	-1
营运资金变动	-59	16	17	-41	-87	-107
经营活动现金净流	-38	41	57	9	-10	-1
资本开支	-24	-40	-20	-53	-44	-45
投资	-9	-43	-13	-13	0	0
其他	1	3	4	5	5	5
投资活动现金净流	-32	-80	-30	-61	-39	-40
股权募资	25	8	0	329	0	0
债权募资	41	107	-15	-52	-64	153
其他	-10	-8	-13	-10	-29	-32
筹资活动现金净流	56	106	-29	266	-93	122
现金净流量	-15	67	-1	214	-142	80

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	135	206	198	412	270	350
应收款项	119	179	168	233	340	470
存货	156	175	222	285	423	592
其他流动资产	51	21	23	37	53	74
流动资产	461	580	610	967	1,086	1,486
% 总资产	88.8%	77.1%	73.4%	77.8%	77.7%	81.1%
长期投资	16	49	77	90	89	89
固定资产	40	111	133	164	193	220
% 总资产	7.7%	14.8%	16.0%	13.2%	13.8%	12.0%
无形资产	0	5	6	20	28	34
非流动资产	58	172	221	276	312	345
% 总资产	11.2%	22.9%	26.6%	22.2%	22.3%	18.9%
资产总计	520	752	831	1,244	1,398	1,832
短期借款	92	199	173	133	73	226
应付款项	85	183	254	331	491	687
其他流动负债	13	20	18	57	74	95
流动负债	190	401	446	522	638	1,008
长期贷款	0	4	14	4	0	0
其他长期负债	3	3	2	0	0	0
负债	193	408	462	526	638	1,008
普通股股东权益	310	301	318	662	697	752
少数股东权益	17	44	51	56	63	72
负债股东权益合计	520	752	831	1,244	1,398	1,832

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.120	-0.070	0.131	0.218	0.336	0.447
每股净资产	3.233	2.239	2.368	3.844	4.050	4.367
每股经营现金净流	-0.407	0.267	0.405	0.052	-0.057	-0.008
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.10%	-3.12%	5.52%	5.67%	8.30%	10.23%
总资产收益率	3.05%	-1.25%	2.11%	3.02%	4.14%	4.20%
投入资本收益率	4.08%	2.76%	4.65%	3.69%	6.89%	7.92%
增长率						
主营业务收入增长率	30.08%	22.88%	25.89%	41.74%	48.24%	40.00%
EBIT增长率	20.41%	-13.77%	89.91%	11.34%	81.89%	44.94%
净利润增长率	-1.60%	N/A	N/A	113.73%	54.12%	32.90%
总资产增长率	18.62%	44.77%	10.48%	49.60%	12.40%	31.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.0	100.5	90.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	169.3	151.6	148.2	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	76.5	88.1	109.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	37.6	47.0	80.7	61.2	43.8	32.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.28%	-0.94%	-2.82%	-38.27%	-25.90%	-15.01%
EBIT利息保障倍数	10.8	2.2	2.8	10.5	-57.3	34.3
资产负债率	37.06%	54.19%	55.60%	42.29%	45.62%	55.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	6	8
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.05

来源：朝阳永续

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

www.jztzw.net

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。

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 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net