

## 极海车规级芯片进展顺利，奔图逐步完善 A3 产品线

### 核心观点

- **极海车规级芯片进展顺利。**纳思达控股子公司极海近日获得 5 张 SGS AEC-Q100 车规认证证书。安全是汽车设计中需要考虑的首要因素，汽车领域对于电子产品的稳定性和可靠性要求极高，入门门槛也高。面对关注度日益升高的功能性安全需求，MCU 厂商必须要保证可靠性，以及拥有硬件系统的汽车资格认证。2022 年 9 月，极海顺利通过 ISO 26262 功能安全管理体系认证，是大湾区首个获得 TÜV 莱茵 ISO 26262 功能安全管理体系认证的集成电路设计企业。这标志着极海已建立起符合汽车功能安全最高等级 ASIL-D 级别完整的产品开发流程体系，具备为国内外客户提供满足功能安全标准车规级 MCU 的能力。目前极海的 5 款产品已获得 7 张 AEC-Q100 车规认证，其中 2 款产品同时获得 Grade1 及 Grade2 双等级证书，车规级芯片已实现批量供货。
- **A3 打印机市场空间广阔，奔图逐步完善产品线。**A3 激光打印机常常在打印速度、分辨率等方面具有较高性能，对打印机内部的机械结构设计和零部件的性能提出了较高要求，例如更快的激光扫描速度、更高运算速度的主控芯片和更大容量的存储空间等。从全球市场来看，由于 A3 机的性能和技术难度，其价格相对较高。A3 激光打印机市场缺乏绝对优势的龙头厂商，奔图自 2019 年起切入 A3 机市场，逐步掌握了数据控制板等关键技术，与国际主要大厂惠普、佳能等的差距逐步缩小。国内打印机市场仍存在较大增长空间，A3 打印机占比略低于全球水平。未来受国内市场对激光打印机消费水平提高、打印需求多元化等多重因素影响，中国 A3 激光打印机市场规模有望持续增长。

### 盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 22-24 年每股收益分别为 1.47/2.02/2.80 元的预测，维持可比公司 22 年 47 倍 PE 估值，对应目标价为 69.15 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险；假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
同比增长(%)	-9%	8%	27%	17%	15%
营业利润(百万元)	(280)	2,025	2,829	3,823	5,256
同比增长(%)	-124%	823%	40%	35%	37%
归属母公司净利润(百万元)	145	1,163	2,083	2,854	3,963
同比增长(%)	-80%	701%	79%	37%	39%
每股收益(元)	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
毛利率(%)	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
净利率(%)	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
净资产收益率(%)	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
市盈率	517	65	36	26	19
市净率	8.9	5.3	4.5	3.9	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

### 投资评级 买入 (维持)

股价 (2022 年 12 月 12 日)	53 元
目标价格	69.15 元
52 周最高价/最低价	58.99/34.13 元
总股本/流通 A 股 (万股)	141,605/120,649
A 股市值 (百万元)	75,050
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 12 月 13 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.45	-3.83	16.12	13.61
相对表现	1.28	-8.19	19.55	35.4
沪深 300	0.17	4.36	-3.43	-21.79



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514050005 香港证监会牌照: BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522090002

### 联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

### 相关报告

扣非归母净利润创新高	2022-10-29
奔图和利盟销量高增长	2022-10-15
各业务全面增长	2022-08-29

## 目录

极海车规级芯片进展顺利 .....	4
A3 打印机市场空间广阔，奔图逐步完善产品线 .....	6
盈利预测与投资建议 .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

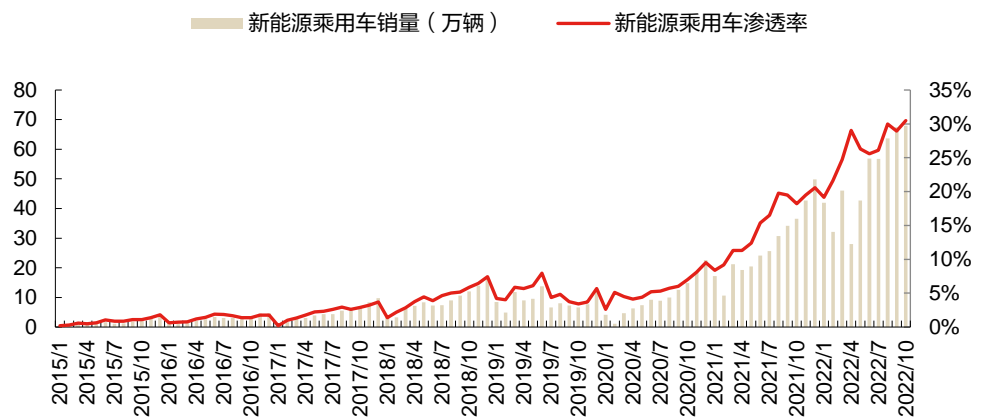
图 1: 中国新能源乘用车销量及渗透率.....	4
图 2: ISO 26262 标准确定四种汽车安全等级 (ASIL-A、B、C 和 D) .....	4
图 3: AEC-Q100 测试项目.....	5
图 4: 极海 APM32F103RCT7 芯片.....	5
图 5: APM32F103RCT7 芯片框图.....	5
图 6: 全球 A3 激光打印机和 A4 激光打印机价格对比 .....	6
图 7: 中国打印机出货量 (百万台) .....	7
图 8: 全球 A3、A4 激光打印机出货量 (万台) .....	7
图 9: 全球 A3、A4 激光打印机销售额 (亿美元) .....	7
表 1: 奔图 A3 激光打印机机和 A4 激光打印机机对比 .....	6
表 2: 奔图逐步完善 A3 打印机产品线 .....	7

## 极海车规级芯片进展顺利

纳思达控股子公司极海近日获得 5 张 SGS AEC-Q100 车规认证证书。

**车规 MCU 可靠性要求高。**新一轮科技革命赋能汽车产业加速向“电动化、网联化、智能化”迈进，汽车市场前景广阔，内需潜力在不断释放。Omdia 近期报告预测，汽车半导体市场将大幅增长，市场规模将由 2021 年的 500 亿美元增至 2025 年的 840 亿美元。这不仅催化了车规 MCU 需求的大幅增加，也对芯片功能有着更高要求。安全是汽车设计中需要考虑的首要因素，汽车领域对于电子产品的稳定性和可靠性要求极高，入局门槛也高。面对关注度日益升高的功能性安全需求，MCU 厂商必须要保证可靠性，以及拥有硬件系统的汽车资格认证。

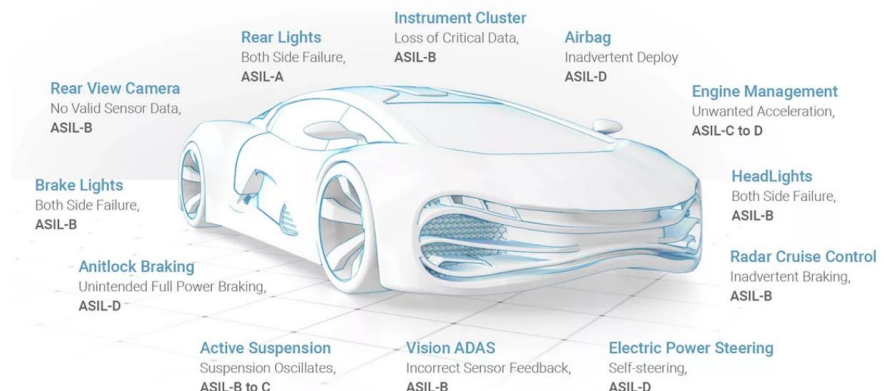
图 1：中国新能源乘用车销量及渗透率



数据来源：中国汽车工业协会、东方证券研究所

**极海通过 ISO 26262 认证。**面对日益增长的汽车市场需求，极海加速研发符合 ISO 26262 功能安全标准的下一代微控制器及传感器等车规级产品，产品布局将覆盖 ASIL-B 到 ASIL-D 安全等级，满足车身控制到域控制等不同场景的安全等级需求。2022 年 9 月，极海顺利通过 ISO 26262 功能安全管理体系认证，是大湾区首个获得 TÜV 莱茵 ISO 26262 功能安全管理体系认证的集成电路设计企业。这标志着极海已建立起符合汽车功能安全最高等级 ASIL-D 级别完整的产品开发流程体系，具备为国内外客户提供满足功能安全标准车规级 MCU 的能力。

图 2：ISO 26262 标准确定四种汽车安全等级（ASIL-A、B、C 和 D）



数据来源：新思科技、东方证券研究所

**极海 5 款产品获得 7 张 AEC-Q100 车规认证证书。**AEC-Q100 系列认证是车规级芯片应用于汽车制造领域的基本门槛，由汽车电子委员会(Automotive Electronics Council)制定，在全球汽车产业都具备极高的权威性。目前极海的 APM32A407VGT7、APM32A407ZGT7、APM32A103VET7、APM32F072RBT7、APM32F103RCT7 芯片已获得 AEC-Q100 车规认证，其中 APM32A407ZGT7 及 APM32A103VET7 系列产品同时获得 Grade1 及 Grade2 双等级证书，可用于环境温度范围-40° C 到 125° C 的车载应用环境。这标志着极海已搭建起完善全面符合国际标准的车规级别的品质管控体系，2023 年极海还将推出 G32A072、G32A103、G32A144 等新的车规级芯片产品系列。

图 3：AEC-Q100 测试项目

AEC-Q100 测试项目	
A 组	加速环境压力测试
B 组	加速寿命模拟测试
C 组	封装组装完整性测试
D 组	晶圆制造可靠度测试
E 组	电气特性确认测试
F 组	瑕疵筛选监控测试
G 组	空封器件完整性测试

数据来源：极海半导体、东方证券研究所

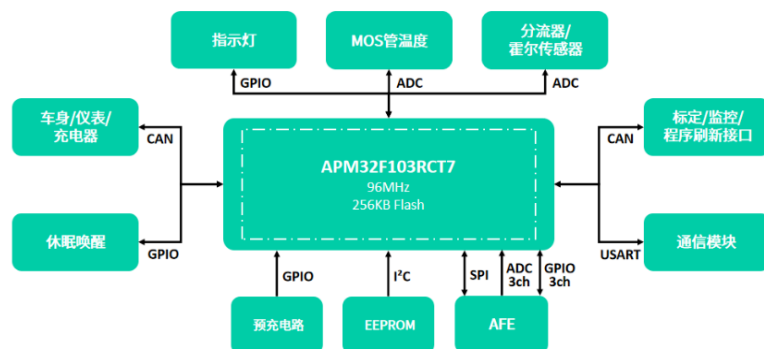
图 4：极海 APM32F103RCT7 芯片



数据来源：极海半导体、东方证券研究所

**极海车规级芯片已批量供货。**极海注重对接车企需求，与国内整车厂、一级配套厂深度合作，在产品定义、迭代升级和应用验证等方面充分协同，集中技术优势优先开发与各车企需求对应的产品型号，从设计到晶圆、封装测试，所有流程都严格符合车规级规范。车规级芯片已实现批量供货，可提供车身域控制、中控屏、智能座椅、车载语音、倒车雷达、EDR、马达驱动、BMS 电池管理等产品应用方案。例如基于 APM32F103RCT7 芯片的智能电池管理系统应用方案，支持实时采集、处理、存储电池组运行过程中的重要信息，可配合外部设备如整车控制器交换信息，解决电池系统中安全性、可用性、易用性、使用寿命等关键问题，有效延长电池使用寿命，提高电池能源的利用率。

图 5：APM32F103RCT7 芯片框图



数据来源：极海半导体、东方证券研究所

## A3 打印机市场空间广阔，奔图逐步完善产品线

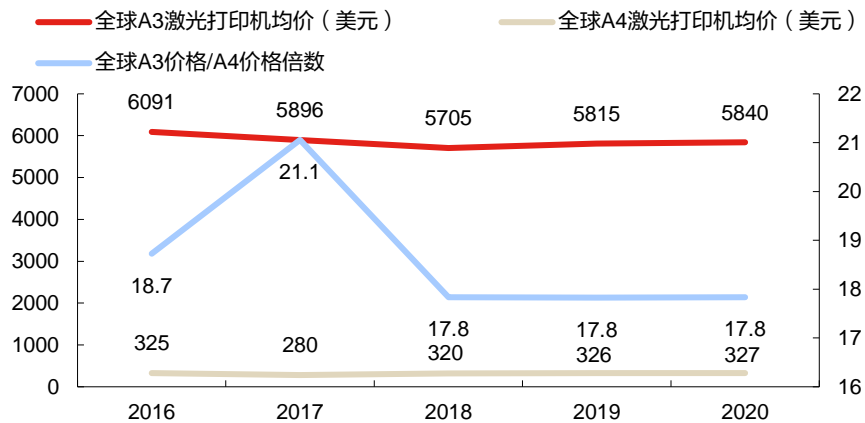
**A3 打印机技术壁垒高、对应更高价格。**按照最大打印幅面，激光打印机可以分为 A3 机和 A4 机，大多 A3 激光打印机兼具扫描、复印、打印等功能，因此又被称为一体机、复印机，主要用于集中办公场景。A3 激光打印机常常在打印速度、分辨率等方面具有较高性能，打印流程包括充电、曝光、显影、转印、消电、清洁、定影七道工序。A3 机较快的打印速度对打印机内部的机械结构设计和零部件的性能提出了较高要求，例如更快的激光扫描速度、更高运算速度的主控芯片和更大容量的存储空间等。以奔图 CP9502DN 彩色单功能 A3 机为例，打印速度为 55ppm，黑色和彩色首页输出时间分别为 5.2 秒和 6.1 秒，远快于其彩色单功能 A4 机。从全球市场来看，由于 A3 机的性能和技术难度，其价格相对较高，2020 年全球均价约为 5840 美元，是 A4 激光打印机的 18 倍左右。

表 1：奔图 A3 激光打印机机和 A4 激光打印机机对比

幅面	型号	打印速度	首页输出时间	最大分辨率	价格（元）
A3	M9006DN 黑白激光多功能一体机	45ppm	黑色 5.6 秒	1200*1200dpi	58,999
	CP9502DN 彩色激光单功能打印机	55ppm	黑色 5.2 秒，彩色 6.1 秒	1200*1200dpi	53,999
	CM8506DN 彩色激光多功能一体机	35ppm	黑色 7 秒，彩色 8.3 秒	1200*1200dpi	64,999
A4	M6203 黑白激光多功能一体机	20ppm	黑色 7.8 秒	1200*600dpi	1,049
	CP1108DN 彩色激光单功能打印机	18ppm	黑色 10 秒，彩色 11 秒	1200*600dpi	2,899
	CM1108ADN 彩色激光多功能一体机	18ppm	黑白 10 秒，彩色 12 秒	1200*600dpi	6,999

数据来源：奔图官网、东方证券研究所

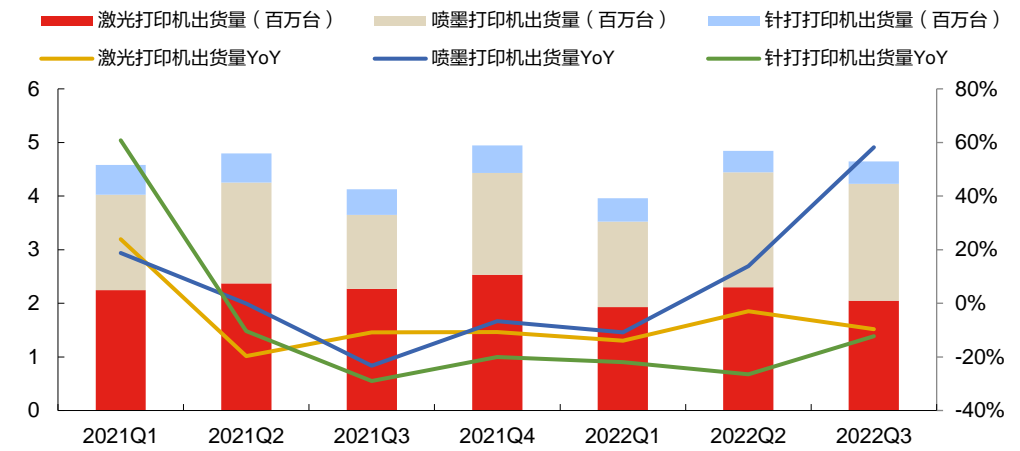
图 6：全球 A3 激光打印机和 A4 激光打印机价格对比



数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

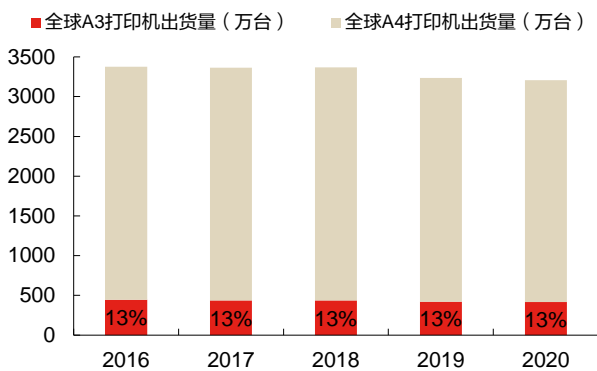
**国内打印机市场仍存在较大增长空间，A3 打印机占比略低于全球水平。**根据 IDC，国内打印机出货量从 2016 年的 1551 万台增长到 2021 年的 1845 万台，CAGR 为 4.1%。22Q3 中国打印机市场出货量为 465.0 万台，同比增长 12.7%，四季度商用市场的出货量或不及去年，但未来在疫情得到有效控制下，经济逐步回暖，商用打印机市场也将恢复。根据 IDC，22Q3 国内激光打印机出货量为 205 万台，其中 A3 激光打印机出货量为 22 万台，占比为 11%。而近年来全球 A3 打印机出货量占比约为 13%，销售额占比约为 73%。未来受国内市场对激光打印机消费水平提高、打印需求多元化等多重因素影响，中国 A3 激光打印机市场规模有望持续增长。

图 7：中国打印机出货量（百万台）



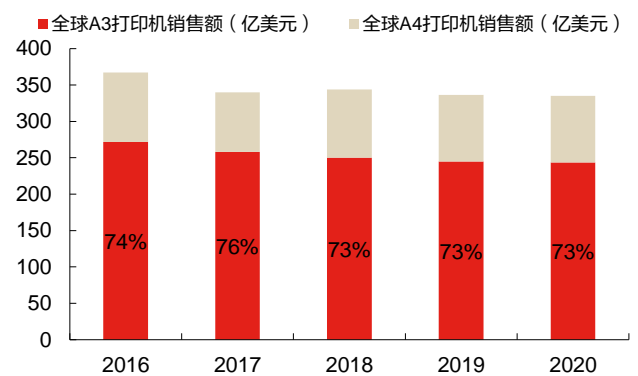
数据来源：IDC、东方证券研究所

图 8：全球 A3、A4 激光打印机出货量（万台）



数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

图 9：全球 A3、A4 激光打印机整机销售额（亿美元）



注：不包含整机厂商的原装耗材市场

数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

**奔图逐步完善 A3 产品线。**根据主要的激光打印机厂商网站的产品线情况，日本兄弟没有 A3 激光打印机产品，柯尼卡美能达只有 A3 多功能机。A3 激光打印机市场缺乏绝对优势的龙头厂商，根据 IDC，22Q1 惠普 A3 复合机/打印机以 20.1% 的份额位列中国市场第一，远低于惠普在中国激光打印机市场整体约 4 成的份额。奔图自 2019 年起切入 A3 机市场，逐步掌握了数据控制板等关键技术，与国际主要大厂商惠普、佳能等的差距逐步缩小。未来奔图将进一步基于其在信创市场的优势推出 A3 安全复印机。

表 2：奔图逐步完善 A3 打印机产品线

2019	导入 A3 产品线，包括黑白机和彩机的单功能/多功能产品，开始进入 A3 市场。掌握了 A3 彩色产品数据控制板开发技术、A3 复印机数据控制板开发关键技术。完成了 A3 彩色打印机样机开发。
2020	导入 55ppmA3 多功能彩机，补充 A3 高端产品线。
2021	截至 6 月末已拥有 2 款在研 A3 打印机引擎。
2022 以来	A3 安全复印机开发。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

我们维持公司 22-24 年每股收益分别为 1.47/2.02/2.80 元的预测，维持可比公司 22 年 47 倍 PE 估值，对应目标价为 69.15 元，维持买入评级。

## 风险提示

商誉减值风险；行业需求不及预期；汇兑损益风险；假设条件变化影响测算结果。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,043	9,750	12,042	14,126	17,441	营业收入	21,116	22,792	28,967	34,017	39,256
应收票据、账款及款项融资	2,584	3,033	3,418	4,014	4,632	营业成本	14,258	15,016	18,853	21,959	25,081
预付账款	282	252	290	340	393	营业税金及附加	92	107	136	159	184
存货	3,406	4,068	3,771	4,392	5,016	营业费用	2,111	2,135	2,689	3,124	3,448
其他	2,041	1,977	2,096	2,193	2,293	管理费用及研发费用	3,323	3,252	4,036	4,548	4,952
<b>流动资产合计</b>	<b>15,356</b>	<b>19,081</b>	<b>21,616</b>	<b>25,065</b>	<b>29,775</b>	财务费用	1,624	613	607	546	493
长期股权投资	61	144	144	144	144	资产、信用减值损失	155	158	117	88	73
固定资产	2,673	2,423	2,970	3,193	3,277	公允价值变动收益	23	199	150	100	100
在建工程	461	873	574	425	350	投资净收益	4	100	50	30	30
无形资产	6,214	6,170	5,845	5,520	5,196	其他	142	215	100	100	100
其他	14,923	14,893	14,719	14,571	14,571	<b>营业利润</b>	<b>(280)</b>	<b>2,025</b>	<b>2,829</b>	<b>3,823</b>	<b>5,256</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>24,332</b>	<b>24,504</b>	<b>24,253</b>	<b>23,853</b>	<b>23,537</b>	营业外收入	3	6	5	6	6
<b>资产总计</b>	<b>39,688</b>	<b>43,585</b>	<b>45,869</b>	<b>48,918</b>	<b>53,313</b>	营业外支出	10	26	15	10	10
短期借款	1,755	1,190	1,000	1,000	1,000	<b>利润总额</b>	<b>(286)</b>	<b>2,006</b>	<b>2,819</b>	<b>3,819</b>	<b>5,252</b>
应付票据及应付账款	3,416	4,309	4,645	5,411	6,180	所得税	(323)	409	620	840	1,155
其他	9,966	7,565	7,194	6,708	6,522	<b>净利润</b>	<b>36</b>	<b>1,596</b>	<b>2,199</b>	<b>2,979</b>	<b>4,097</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>15,137</b>	<b>13,064</b>	<b>12,840</b>	<b>13,118</b>	<b>13,701</b>	少数股东损益	(109)	433	115	124	134
长期借款	7,040	7,487	7,487	7,487	7,487	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145</b>	<b>1,163</b>	<b>2,083</b>	<b>2,854</b>	<b>3,963</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
其他	4,566	4,658	4,658	4,658	4,658						
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,606</b>	<b>12,145</b>	<b>12,145</b>	<b>12,145</b>	<b>12,145</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>26,743</b>	<b>25,209</b>	<b>24,985</b>	<b>25,263</b>	<b>25,846</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	4,553	4,083	4,198	4,322	4,456	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,075	1,411	1,416	1,416	1,416	营业收入	-9%	8%	27%	17%	15%
资本公积	4,270	8,855	8,855	8,855	8,855	营业利润	-124%	823%	40%	35%	37%
留存收益	3,304	4,332	6,416	9,061	12,739	归属于母公司净利润	-80%	701%	79%	37%	39%
其他	(256)	(305)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,945</b>	<b>18,376</b>	<b>20,885</b>	<b>23,655</b>	<b>27,466</b>	毛利率	32.5%	34.1%	34.9%	35.4%	36.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39,688</b>	<b>43,585</b>	<b>45,869</b>	<b>48,918</b>	<b>53,313</b>	净利率	0.7%	5.1%	7.2%	8.4%	10.1%
						ROE	2.1%	10.3%	13.4%	15.8%	18.7%
						ROIC	-0.7%	7.8%	8.8%	10.5%	12.7%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.4%	57.8%	54.5%	51.6%	48.5%
净利润	36	1,596	2,199	2,979	4,097	净负债率	34.4%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	768	1,039	816	874	791	流动比率	1.01	1.46	1.68	1.91	2.17
财务费用	1,624	613	607	546	493	速动比率	0.76	1.11	1.35	1.53	1.76
投资损失	(4)	(100)	(50)	(30)	(30)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(616)	(1,920)	67	(673)	(685)	应收账款周转率	7.9	7.9	8.5	8.6	8.6
其它	468	1,628	272	(12)	(27)	存货周转率	3.9	3.6	4.3	4.7	4.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,277</b>	<b>2,857</b>	<b>3,911</b>	<b>3,684</b>	<b>4,638</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
资本支出	961	(565)	(575)	(475)	(475)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(58)	(83)	0	0	0	每股收益	0.10	0.82	1.47	2.02	2.80
其他	(1,842)	(76)	200	130	130	每股经营现金流	2.12	2.02	2.76	2.60	3.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>(939)</b>	<b>(724)</b>	<b>(375)</b>	<b>(345)</b>	<b>(345)</b>	每股净资产	5.93	10.09	11.78	13.65	16.25
债权融资	(1,087)	154	(451)	(500)	(200)	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,800	4,922	5	0	0	市盈率	517	65	36	26	19
其他	(572)	(4,441)	(798)	(754)	(778)	市净率	8.9	5.3	4.5	3.9	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,140</b>	<b>635</b>	<b>(1,244)</b>	<b>(1,254)</b>	<b>(978)</b>	EV/EBITDA	38.6	22.2	19.2	15.6	12.5
汇率变动影响	(94)	(53)	-0	-0	-0	EV/EBIT	60.7	30.9	23.7	18.7	14.2
<b>现金净增加额</b>	<b>2,384</b>	<b>2,716</b>	<b>2,292</b>	<b>2,084</b>	<b>3,315</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有纳思达(002180)占发行量 1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。