

以 IT 连锁带动战略转型

中性 首次评级

投资要点:

● 架构多元业务体系以推进战略转型

公司推进经营战略转型和商业模式调整,业务框架逐步转变为通讯产品及系统集成业务、互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁经营三大业务体系。通讯产品及系统集成业务将逐步提升赢利能力,而互联网服务和电信增值业务随着募集资金项目建设,我们预计 2009-2012 年营业收入复合增长率将达到 61.06%,2011-2012 年对公司 EPS 贡献将达到 0.10-0.13 元。

● IT 连锁成为公司经营重心

2012 年 IT 连锁经营业务占营业收入比例有望达到 90%。IT 零售市场集中度很低,又处于由传统模式向连锁模式的嬗变中,这为公司提供了行业整合空间。公司以“恒昌 IT”和“高鸿 IT”两个连锁品牌为主导,重点发展“全国连锁销售和服务中心”的商业模式,我们预计 2009-2012 年营业收入复合增长率将达到 64.39%,2012 年对公司 EPS 贡献将达到 0.16-0.18 元。

● 给予“中性”的首次评级

由于公司新型业务体系建立和募集资金项目建设需要周期,我们预计 2012 年后业绩才得到全面释放,我们给予公司“中性”的投资评级,但 IT 连锁经营业务值得投资者长期关注。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	519	730	1459	2850	4846
EBITDA(百万元)	31	40	68	125	209
净利润(百万元)	11	11	16	46	82
摊薄 EPS(元)	0.04	0.04	0.05	0.14	0.25
PE(X)	316	300	273	94	52
EV/EBITDA(X)	110	89	55	31	18
PB(X)	6.7	6.6	3.7	3.5	3.3
ROIC	2.0%	2.4%	2.9%	5.8%	7.8%
总资产周转率	0.58	0.69	0.97	1.37	1.72

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

分析师

陈雷

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

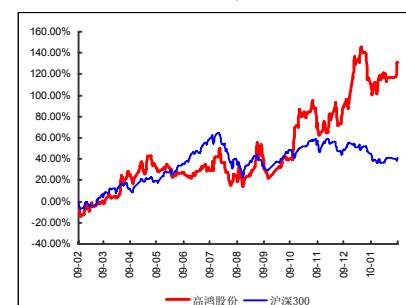
☎: (8610) 6656 8162

市场数据

时间 2010.02.24

A 股收盘价(元)	12.90
A 股一年内最高价(元)	14.27
A 股一年内最低价(元)	4.90
上证指数	3022.18
市净率	3.7
总股本(万股)	33290
实际流通 A 股(万股)	25396
限售的流通 A 股(万股)	7894
流通 A 股市值(亿元)	32.76

相对沪深 300 指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

一、关键假设

- 1、随着公司业务重新定位，通讯产品及系统集成业务毛利率水平稳步提升；
- 2、“3G 移动互联网增值业务及互联网增值业务”项目建设期为 2009-2011 年；
- 3、“IT 连锁门店拓展和基于 3G 的移动电子商务系统”项目建设期为 2009-2012 年；

表 1: 营业收入(万元)增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
IT 连锁经营业务					
营业收入	-	6413	116339	245894	432376
增长率	-	-	1714.19%	111.36%	75.84%
通讯产品及系统集成					
营业收入	51880	65405	24125	30080	38919
增长率	18.56%	26.07%	-63.11%	24.68%	29.39%
互联网增值服务业务					
营业收入	-	1127	5349	9017	13264
增长率	-	-	374.80%	68.58%	47.11%
总计					
营业收入	51,941	73,005	145,863	285,046	484,619
增长率	11.26%	40.55%	99.80%	95.42%	70.01%

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 毛利率 (%) 变化假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
IT 连锁经营业务	-	12.76%	9.23%	9.48%	9.83%
通讯产品及系统集成	13.97%	9.86%	20.84%	21.73%	22.53%
互联网增值服务业务	89.68%	35.50%	42.50%	47.00%	89.68%
综合毛利率	14.02%	11.37%	12.12%	11.82%	11.87%

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究所

二、公司估值分析

(一) 绝对估值分析- DCF 模型

表 3: 绝对估值基本参数假设

无风险收益率	5.0%	风险溢价	15.0%
目标资产负债率	55.0%	税率	25.0%
债务融资成本	7.5%	股权融资成本	13.8%
WACC	9.30%	永续增长率	2.0%

资料来源: 中国银河证券研究所

根据 DCF 模型, 高鸿股份的估值为 11.08 元。

(二) 分行业估值分析

IT: IT 上市公司平均动态 PE 为 30-35 倍。公司拥有电信和互联网领域核心技术, 互联网服务和电信增值业务具有很大的成长空间。我们给予 35 倍的 PE。

商业: 商业上市公司平均动态 PE 为 25-30 倍。我们预计 2009-2012 年 IT 连锁经营业务营业收入复合增长率将达到 64.39%。我们给予 30 倍的 PE。

表 4: 分行业估值分析

		2009	2010	2011
IT:	EPS	0.02	0.08	0.13
	估值 X35	0.70	2.80	4.55
商业:	EPS	0.03	0.06	0.12
	估值 X30	0.90	1.80	3.60
	合计	1.60	4.60	8.15

资料来源: 中国银河证券研究所

由于公司传统业务赢利水平较低, 新型业务体系建立和募集资金项目建设需要周期, 我们预计 2012 年后业绩才得到全面释放, 我们给予公司“中性”投资评级, 但 IT 连锁经营业务值得投资者长期关注:

(1) IT 零售市场具有特殊的经营规律, 而公司在该领域拥有品牌和管理优势;

(2) IT 零售市场集中度很低, 又处于由传统模式向连锁模式的嬗变中, 这为公司提供了行业整合空间;

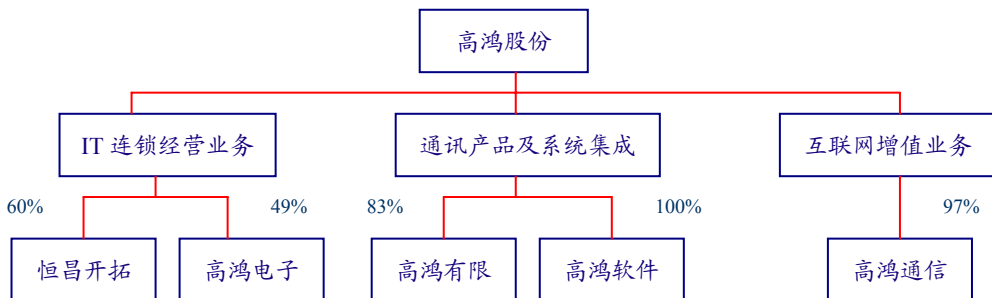
(3) 公司将利用电信增值服务积累的技术优势, 通过实体门店和网络营销形成现有零售渠道与其它零售渠道的融合, 以适应行业变化趋势。

三、以 IT 连锁带动战略转型

(一) 架构多元业务体系

公司原有主营业务为电信产品和系统集成，2007 年随着电信行业环境的变化，公司开始进行经营战略转型和商业模式调整。2008 年 10 月公司通过转让和增资获得恒昌开拓科技有限公司 60% 股权，公司的业务框架由宽带数据产品和多媒体产品业务逐步转变为通讯产品及系统集成业务、互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁经营三大业务体系。公司战略定位于建立“面向广大独立决策的投资和消费主体的服务体系”，以“恒昌 IT”和“高鸿 IT”两个连锁品牌为主导，重点发展“全国连锁销售和服务中心”的商业模式。

图 1、高鸿股份业务结构图



资料来源：中国银河证券研究所

1、定向增发推进战略转型

公司于 2009 年 12 月完成的定向增发共募集资金 46,350 万元，将用于“IT 连锁门店拓展和基于 3G 的移动电子商务系统”和“3G 移动互联网增值业务及互联网增值业务”项目，这表明公司将继续推进战略转型，不断拓展业务空间。

表 5、定向增发募集资金项目

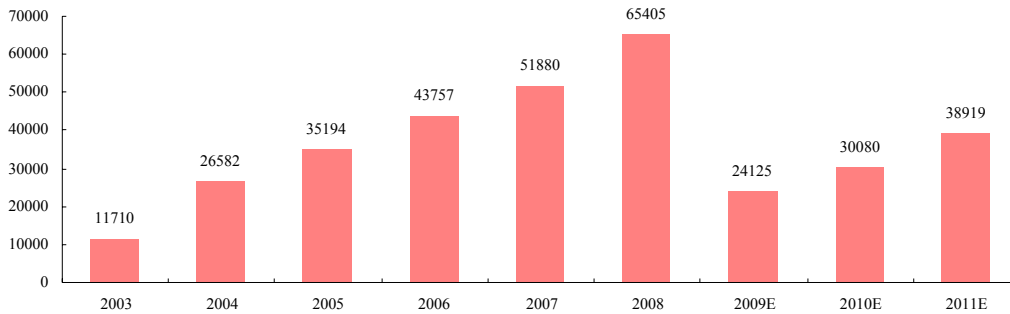
序号	项目名称	项目投资(万元)
1	连锁门店拓展项目	19,350
2	ERP-MBI 信息系统项目建设	6,000
3	呼叫中心项目建设	1,500
4	基于 3G 和互联网的 B2C 网购平台	4,500
IT 连锁门店拓展和基于 3G 的移动电子商务系统		31,350
1	3G 移动互联网门户网站	5,500
2	固网互联网渠道	4,500
3	全网移动通信增值业务综合服务平台	3,500
4	流动资金	1,500
3G 移动互联网增值业务及互联网增值业务		15,000
总计		46,350

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

2、通讯产品及系统集成-提升赢利能力

公司通讯产品及系统集成业务面对市场变化，特别是电信运营商需求变化的情况下，以 IP 语音应用产品为核心，强化计算机涉密及系统集成产品，依托关键核心技术，为公司和行业的信息化建设提供整体解决方案。

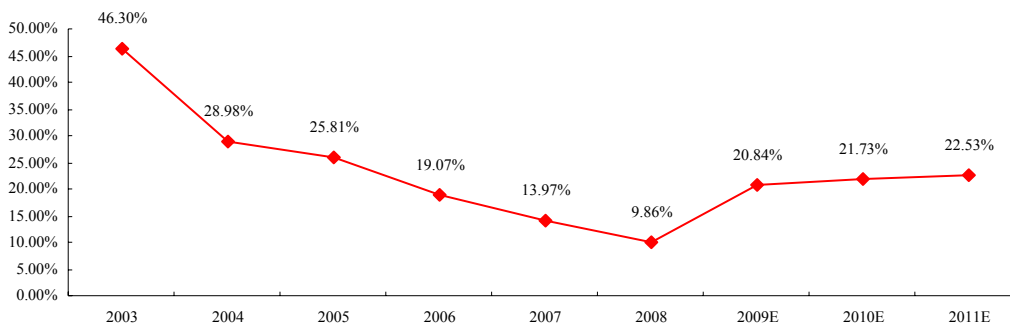
图 2、通讯产品及系统集成收入（万元）



资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

由于通讯行业产品和服务竞争日趋激烈，公司该业务主营业务利润率逐年走低。2004-2007 年在公司未进入互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁业务的情况下，虽然通讯产品及系统集成业务收入年复合增长率为 25.0%（其中多媒体类及服务收入年复合增长率达到 32.1%），但营业利润波动幅度较大，整体呈下降趋势。随着公司业务的重新定位，我们预计该业务毛利率水平将稳步提升。

图 3、通讯产品及系统集成营业利润率（%）



资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

3、互联网服务和电信增值业务-分享高成长市场

随着 3G 在全球进入规模发展的阶段，移动互联网市场快速发展，我们预计国内市场规模将达到 3000-5000 亿元，增速将保持在 20-30%。因此该领域成为厂商开拓新市场的重要目标。公司拥有多年从事 3G 移动互联网增值业务的实践，跨地区增值电信经营许可范围由六个地区扩展到全国的申请已获得工信部批准。高鸿通信在全国六大区域成立分支机构，在北京等 12 个省市通信管理局备案，并与中国电信、中国联通总部签署增值业务服务协议。定向增发募集资金将投资 3G 移动互联网门户网站、电信增值业务综合服务平台和连锁互联网运营服务平台

并推广 3G 移动和宽带数据增值业务，目标是建设成为国内知名的数字娱乐综合服务提供商。我们预计 2009-2012 年该业务营业收入复合增长率将达到 61.06%，2011-2012 年对公司 EPS 贡献将达到 0.10-0.13 元。

图 4、互联网服务和电信增值业务收入（万元）



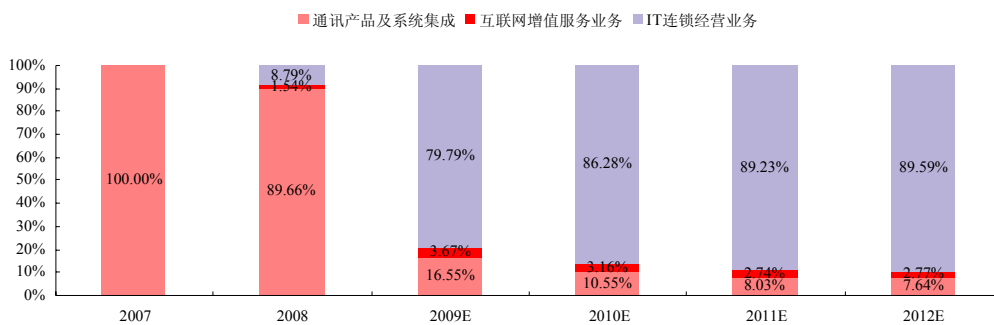
资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

（二）IT 连锁成为公司经营重心

1、IT 连锁经营业务成为收入主体

公司 IT 连锁门店拓展项目包括在华北、华东、华南、华中、西南、西北等地电脑卖场或周边物业开展 IT 连锁销售业务，新开 135 家连锁门店。我们预计随着门店拓展项目的实施，IT 连锁经营业务占营业收入的比例将大幅提高，2012 年有望达到 90%，对公司业绩的贡献也将超过 50%。

图 5、公司主营业务收入结构（%）

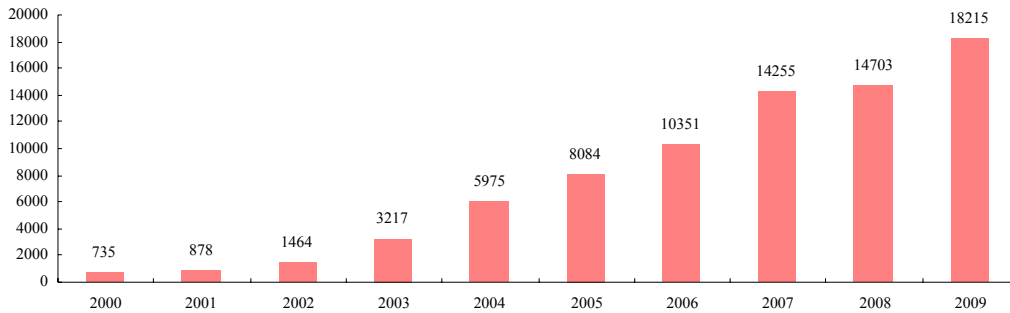


资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

2、连锁经营是 IT 零售的方向

RNCOS 研究报告指出 2007-2011 年我国消费电子市场复合增长率预计将达到 12%。实际上 2009 年在全球消费类电子产品销售额下降 2% 的情况下，我国消费电子市场增长 10%。虽然我国消费电子市场增速较高，但占全球消费电子市场的比例仅为 12-14%，因此市场发展空间巨大。

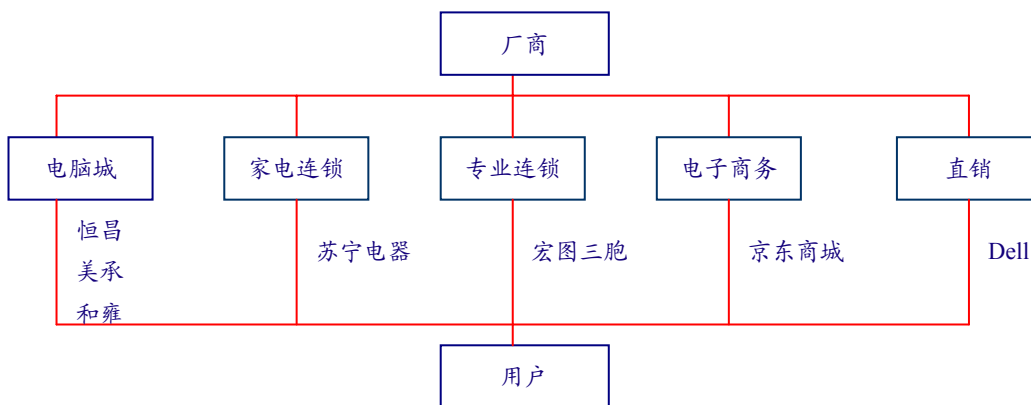
图 6、我国微机产量（万台）



资料来源: Wind 中国银河证券研究所

电脑城是传统 IT 零售渠道。随着 IT 渠道向“扁平化”方向发展，零售渠道趋向多样化，在整个 IT 供应链中处于越来越重要的地位。

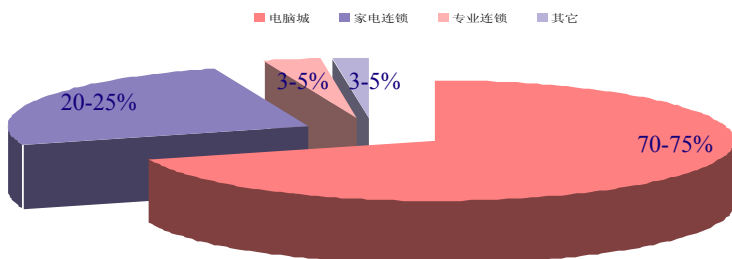
图 7、IT 零售渠道



资料来源: 中国银河证券研究所

虽然电脑城依然占据 IT 零售份额的主体，但其它零售渠道的规模迅速增长。例如以 3C 产品为主的电子商务公司京东商城 2007-2009 年销售额年复合增长率超过 220%。

图 8、我国微机销售渠道份额



资料来源: 中国银河证券研究所

与家电零售相比，IT 零售具有其特殊性，从而决定 IT 零售具有不同的运营特征：

(1) IT 制造业集中度不断提高，IT 厂商在 IT 产业链中的话语权不断强化。例如根据 CBIResearch，2009 年国内笔记本前三位厂商联想、HP 和 Asus 的市场占有率分别为 20.90%、17.50%和 10.30%。而 IT 零售商规模较为分散，无法象家电连锁企业那样处于强势地位，难以将经营压力和资金压力向上游转移。

(2) IT 行业发展动力与其它行业不同，主要来自于技术创造新需求，产品更新换代速度很快。因此 IT 零售专业性更为突出，零售商要在认真研究产品生命周期的基础上，具备把握技术和市场的能力。

(3) IT 产品价格变动很大，例如根据 IDC，2009 年一季度传统笔记本电脑价格同比下降 17%，由于价格下降是行业趋势，导致零售端毛利率不断走低，这对 IT 零售商产生很大的经营压力。

(4) IT 零售行业强调服务性，虽然硬件产品正趋于标准化，但对服务的要求不断提升，客户不仅追求低廉的价格，而且还包括质量、环境、售后服务等，就要求销售人员具有较高的专业水准和服务意识。

传统 IT 零售模式在成本控制、质量保证和品牌服务上都面临挑战，同时其它零售渠道不断蚕食市场份额并压制行业利润空间。在市场嬗变过程中，传统 IT 零售商在不断消失。只有通过连锁经营对 IT 零售市场进行整合，才能适应行业发展的需要。

3、公司是 IT 零售市场的整合者

公司控股子公司恒昌开拓和高鸿电子已在全国 18 个城市设立子公司，业务覆盖东部主要发达城市和中部分省会城市，“恒昌 IT”和“高鸿 IT”两个业务品牌独立运作，在业务区域和产品分类上形成优势互补。定向增发开设的新门店将主要向发达二三线城市拓展。公司发展 IT 零售的优势在于：

(1) 公司与上游厂商有长期的合作，与 ACER、HP、东芝、SONY、三星、联想、方正、清华同方等国内外知名 IT 企业形成了紧密的战略伙伴关系，并成为惠普和宏碁等国际 IT 企业在亚太地区最大的零售商。

(2) 与竞争对手美承和和雍零售+分销的模式相比，公司更专注于零售层面，并形成有效的经营模式，例如通过整机促进散件的销售，从而在整机毛利率水平下移的情况下，高毛利率的散件产品成为利润的重要来源。

(3) 公司拥有统一的供应链管理体系，通过 ERP 系统加强对门店的管理，从而从根本上解决了传统 IT 门店库存管理和服务质量问题。

(4) 公司拥有良好的品牌形象，对客户的吸引力不断增强。

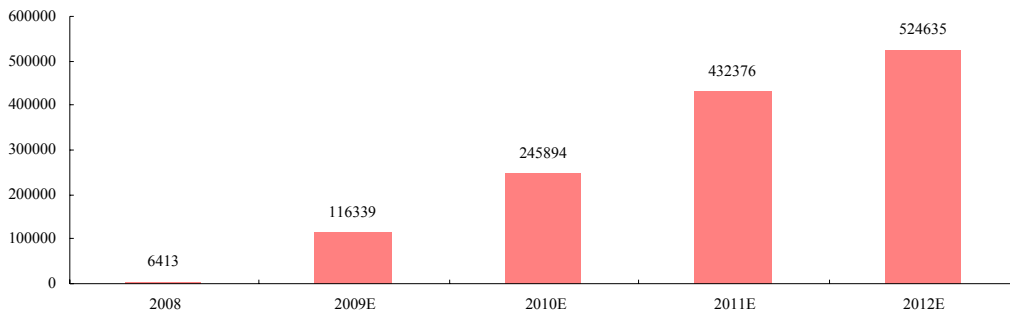
(5) 公司正计划建立培训中心，加强对销售人员和管理人员的培养，从而有助于突破在门店扩张中的人力资源瓶颈。

目前国内二三线城市大多设有电脑城，零售商普遍实力较弱，经营模式落后，因此虽然从长远看，电脑城占 IT 零售的市场份额有下降的趋势，但依然存在巨大的整合空间，而高鸿股

份将成为这一市场的整合者。

我们预计 2009-2012 年该业务营业收入复合增长率将达到 64.39%，在募集资金门店全面建成后，2012 年对公司 EPS 贡献将达到 0.16-0.18 元。

图 9、IT 连锁经营业务收入（万元）



资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

四、风险因素

1、宏观经济形势

为了实现“保八”的经济增长目标，中央政府推出了 4 万亿刺激经济的投资计划，出台了一系列行业振兴规划和区域振兴规划，并采取各种措施扩大内需。但如果经济增速下滑，对公司三大业务都将产生负面影响。例如 2009 年一季度 IT 零售商普遍面临需求持续低迷、价格快速下跌的不利局面。

2、零售市场竞争

虽然公司在 IT 零售领域拥有品牌和管理优势，并通过拓展门店对电脑城市场进行整合，但上游厂商集中度的提高必将强化其在供应链中的地位，家电连锁、专业连锁和电子商务模式也在不断蚕食传统的零售渠道。同时在新技术日新月异的环境下，消费者的消费倾向和消费模式也在发生深刻的变化，这将对 IT 零售市场产生深远的影响。

3、经营战略转型

公司的业务框架由宽带数据产品和多媒体产品业务转变为通讯产品及系统集成业务、互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁经营三大业务体系，公司的经营战略由面向电信运营商转向建立“面向广大独立决策的投资和消费主体的服务体系”，这就必然要求公司内部管理理念和管理体系进行全面的转型。

五、公司战略与竞争力分析

公司以通讯产品及系统集成业务、互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁经营作为主营业务体系，将战略定位于建立“面向广大独立决策的投资和消费主体的服务体系”，以“恒昌 IT”和“高鸿 IT”两个连锁品牌为主导，重点发展“全国连锁销售和服务中心”的商业模式。公司于 2009 年 12 月完成的定向增发共募集资金 46,350 万元，将用于“IT 连锁门店拓展和基于 3G 的移动电子商务系统”和“3G 移动互联网增值业务及互联网增值业务”项目，这表明公司将继续推进战略转型，不断拓展业务空间。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.1
优势	在电信和互联网领域拥有关键核心技术 在 IT 零售行业具有品牌和管理优势	分值: 4.5
劣势	通信产品业务实力相对较弱 IT 零售整合对相关人员需求较大	分值: 4.0
机会	互联网服务和电信增值市场潜力巨大 IT 零售行业存在整合空间	分值: 4.5
威胁	电信运营商需求发生变化 其它 IT 零售渠道冲击电脑城市场	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.8
供应商力量	上游厂商拥有较强的话语权	分值: 3.0
新进入壁垒	进入壁垒较低, 但失败率较高	分值: 3.5
客户力量	对产品价格、定位、质量和服务较为敏感	分值: 4.0
替代产品	家电连锁、专业连锁、电子商务和其它渠道	分值: 4.0
竞争对手	竞争对手实力普遍较弱, 存在巨大的整合空间	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

表 6、公司报表和主要财务指标预测表

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	152	124	744	636	969	营业收入	519	730	1459	2850	4846
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	447	647	1282	2514	4271
应收账款	214	267	220	351	398	营业税金及附加	2	3	6	11	19
预付款项	131	104	104	104	104	销售费用	22	22	69	125	208
其他应收款	28	104	73	143	242	管理费用	32	33	54	100	170
存货	185	256	421	689	1170	财务费用	8	11	15	5	10
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	19	14	0	0	0
长期股权投资	49	43	43	43	43	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	39	40	108	180	251	投资收益	0	18	0	0	0
在建工程	113	114	82	91	96	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-10	18	33	95	168
无形资产	44	50	45	40	35	营业外收支净额	37	-1	0	0	0
长期待摊费用	0	9	8	7	6	税前利润	27	17	33	95	168
资产总计	986	1139	1862	2297	3328	减: 所得税	4	3	6	19	35
短期借款	120	225	53	0	296	净利润	23	14	27	76	133
应付票据	52	58	123	241	410	归属母公司净利	11	11	16	46	82
应付账款	115	124	246	482	819	少数股东损益	12.34	2.86	11.71	30.50	50.35
预收款项	34	53	83	140	236	基本每股收益	0.04	0.04	0.05	0.14	0.25
应付职工薪酬	2	1	1	1	1	稀释每股收益	0.04	0.04	0.05	0.14	0.25
应交税费	5	5	0	0	0						
其他应付款	57	33	33	33	33	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	11	25	25	25	营收增长率	11.1%	40.6%	99.8%	95.4%	70.0%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-58.6%	51.5%	92.9%	106.9%	77.3%
负债合计	410	532	582	941	1840	净利润增长率	70.3%	5.1%	40.9%	190.8%	79.8%
股东权益合计	576	607	1280	1356	1489	盈利性					
						销售毛利率	14.0%	11.4%	12.1%	11.8%	11.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	2.0%	1.5%	1.1%	1.6%	1.7%
净利润	23	14	27	76	133	ROE	2.1%	2.2%	1.3%	3.8%	6.3%
折旧与摊销	14	15	20	25	31	ROIC	2.0%	2.4%	2.9%	5.8%	7.8%
经营活动现金流	-95	-47	186	49	148	估值倍数					
投资活动现金流	-4	-67	-50	-100	-100	PE	315.8	300.3	273.0	93.9	52.2
融资活动现金流	167	86	405	-58	286	P/S	6.5	4.6	2.9	1.5	0.9
现金净变动	68	-28	542	-108	334	P/B	6.7	6.6	3.7	3.5	3.3
期初现金余额	84	152	124	744	636	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	152	124	665	636	969	EV/EBITDA	109.8	88.6	55.0	30.5	18.4

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所预测

表 7、公司 DCF 折现模型

(万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	2512	4847	10030	17783	22588	26325	27678	29061	30513	32038
所得税	481	872	2006	3735	4969	5792	6089	6393	6713	7048
NOPLAT	1412	2031	3974	8024	14049	17619	20534	21589	22668	23800
营运资金净变动	-14931	-16442	12131	-5711	-2568	-439	8665	9145	9705	10190
资本支出	-182	-5000	-10000	-10000	-10000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000
自由现金流	-13082	13057	-5189	4552	10837	31209	32981	34798	36565	38399

WACC	9.30%	Ke	13.8%	11.08		G				
						1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
永续增长率	2.0%	Kd	7.5%	加权资本成本 WACC	7.80%	12.96	13.68	14.53	15.54	16.76
终值	19092	t	25%		8.30%	11.90	12.50	13.19	14.01	14.98
企业价值	392385	Rf	5%		8.80%	10.98	11.48	12.06	12.73	13.51
非核心资产价值	16669	E(Rm)	0.15		9.30%	10.18	10.60	11.08	11.64	12.28
债务价值	23635	Rm - Rf	10%		9.80%	9.47	9.83	10.24	10.70	11.23
股权价值	368750	D/A	5.2%		10.30%	8.84	9.15	9.50	9.89	10.34
股本	25990	E/A	94.8%		11.80%	7.33	7.53	7.75	8.00	8.27
每股价值	11.08	Beta	0.88							

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908