

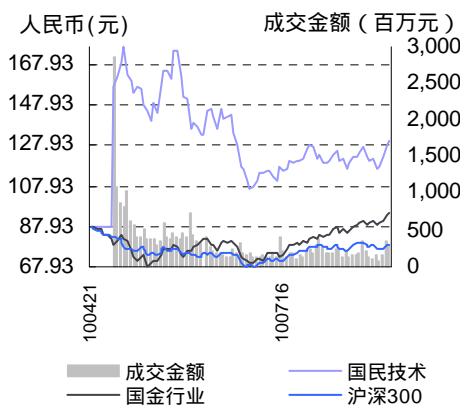
市价(人民币)：130.60元

目标(人民币)：180.00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)	27.20
总市值(百万元)	14,209.28
年内股价最高最低(元)	177.00/87.50
沪深300指数	2903.19



相关报告

1. 《收入超预期,新产品是亮点》, 2010.7.30
2. 《重新审视 2.4G 移动支付及公司的投资价值》, 2010.7.29
3. 《安全和射频芯片领域的自主创新者》, 2010.4.19

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

李哲人 联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

2.4G 移动支付有望国标

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.297	1.433	1.921	3.255	4.317
每股净资产(元)	1.15	2.72	24.03	26.45	29.76
每股经营性现金流(元)	0.40	1.15	1.32	2.51	3.56
市盈率(倍)	N/A	N/A	62.98	37.16	28.02
行业优化市盈率(倍)	14.18	46.89	46.89	46.89	46.89
净利润增长率(%)	71.94%	432.07%	78.68%	69.50%	32.61%
净资产收益率(%)	25.80%	52.71%	7.99%	12.31%	14.51%
总股本(百万股)	74.00	81.60	108.80	108.80	108.80

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **移动支付三线并进, 打开新的海量市场空间**: 公司目前 2.4G 移动支付采取三条战线齐头并进的发展策略: 第一是服务好现有的客户即运营商; 第二是推动与银行 RFID-SD 卡的合作; 第三则是拓展海外市场。目前在三个方向上都已取得不同程度的进展, 有望为 2.4G 技术培育起新的海量市场, 行业普遍预计国际国内市场空间将达到 500 亿量级;
- **移动支付已上升至国家层面, 2.4G 有望国标**: 13.56M 方案属于国际标准, 国家无论从信息安全角度、自主知识产权角度、还是从用户体验的市场角度考虑, 都存在很强的发展自有标准的动力。而从近期工信部组织的方案讨论, 行业内专家公开表态, 以及其他技术和市场因素考量, 2.4G 都极为有望成为移动支付国家标准;
- **其他业务全面铺开, 未来亮点不断**: 公司 USBKEY 业务处于市场领先地位, 未来受益于普及需求及后续升级需求仍将保持稳定高速增长。此外, TD-LTE 和 CMMB 射频芯片国内领先, 安全存储和可信计算上半年实现近 2000 万收入, 而 EMV 公司作为密码主导单位也在积极筹备相关产品。

业绩预测

- **调高业绩预测, 倾向前期推广情况**: 我们维持前期盈利预测范围, 但参考我们对市场及公司的调研情况, 和最近 2.4G 有望国标、中移动高层进入浦发董事会等行业积极因素, 我们认为此行业将向有利于公司的方向发展, 更加倾向于前期推广情景下的业绩预测, 即 2010-2012 年 EPS 分别为 1.921 元、3.255 元和 4.317 元, 同比增长 78.68%、69.50%和 32.61%。这一预测对于推广的量预测仍属于中性偏保守, 后续我们将视行业发展情况, 可能进一步调高公司的业绩预测。

估值

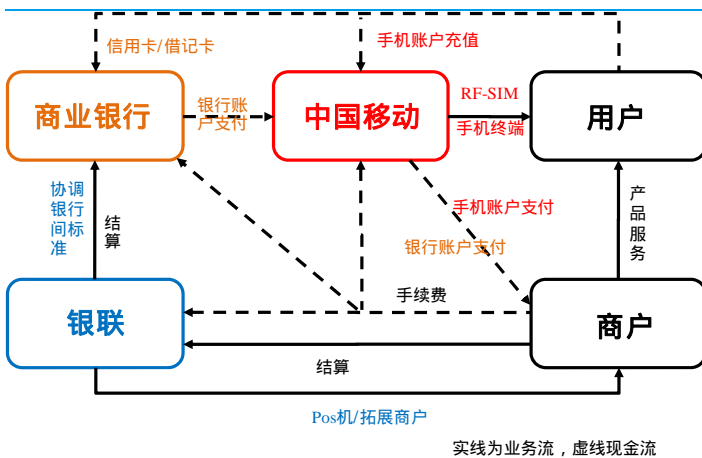
- **重申“买入”, 目标价 180 元**: 在此业绩预测情景下, 公司当前股价仅相当于 11 年 40 倍和 12 年 30 倍。考虑到 2.4G 可能成为国标所带来的广阔市场空间, 公司在行业内的龙头地位和 A 股市场具自主创新能力 IC 设计公司的稀缺地位, 我们认为公司 11 年 55 倍 PE 属于合理估值, 给予目标价 180 元, 再次强调对于公司的“买入”评级。

移动支付市场空间释放，2.4G 发展趋势向好

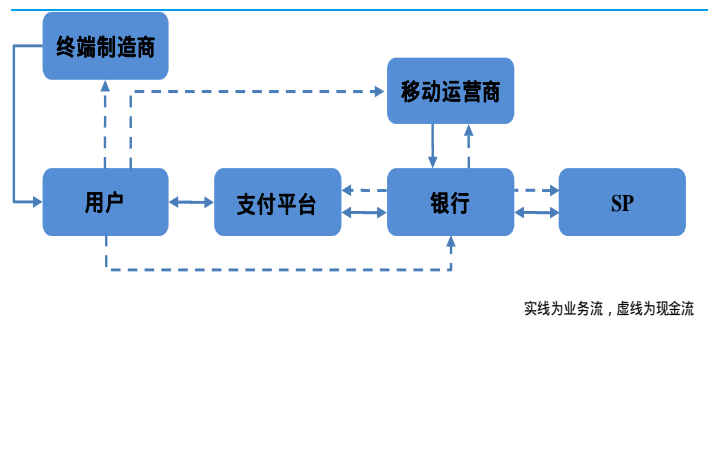
移动支付三头并进，市场空间获得释放

- **这里我们试图解答的问题：**市场普遍预期公司的 2.4G 业务完全依赖于运营商客户，但事实上我们认为，公司完全可以利用其 2.4G 基础专利的可复制性向其他行业拓展新的市场空间，比如公交一卡通、银行用户以及海外市场。
- 公司目前对于 2.4G 移动支付（如我们前期报告介绍的，不仅仅是 RF-SIM 卡形式）采取的是三条路线齐头并进的策略：**第一是服务好现有的客户即运营商；第二是拓展海外市场；第三则是推动 RFID-SD 卡的发展。**目前在三个方向上公司都在积极推进并取得一定进展，有望培育起新的移动支付应用市场，行业普遍预计国际国内市场空间将达到 500 亿：
 - **RF-SIM 出货量符合预期：**相关产品包括卡和读头上半年出货量超过 100 万，其中读头的量我们估计在 10 万左右，按最低 250 元，最高 500-600 元的价格计算，收入规模相当于 450 万张卡，所以这样看，上半年出货量为 125 万个，如折算成卡的量与我们之前估算的 160 万片基本一致；
 - **推动地方样板工程，突破业务模式：**目前 RF-SIM 市场工作除了各地移动的实验推广以外，下半年主要是与地方移动以及一卡通公司合作推动上海、深圳和北京公交系统的样板工程。我们认为深圳市的政府推动，一卡通公司主导，移动配合发卡的模式，今年将全面改造全部公交系统，有望让各方取得较为均衡的利益分配，从而成为未来市场推广的普遍模式；

图表1：移动主导的产业链模式



图表2：银行主导的产业链模式



来源：国金证券研究所

- **RFID-SD 是另一个海量市场：**相对于 RF-SIM 卡的形式，RFID-SD 卡可以与银行合作推广，其优势是不再受金融和支付牌照的限制，而且由于集成了 Flash 存储，可支撑的应用程序也更多，当然其缺点是不是所有手机都有 SD 卡插槽，以及接口标准兼容性工作量很大，需要一定的时间来解决。但总体上来说，优势大于缺点，而且考虑到银行的财务及推广实力，RF-SD 市场是运营商主推的移动支付之外又一个海量的支付市场，有望 9 月份推出产品；
- **海外市场有所突破：**将 2.4G 移动支付专利在全球申请并进入国际市场也是公司发展移动支付产品的一大重要方向，据悉目前已经取得一定市场的突破。

移动支付已上升至国家层面，2.4G 有望国标

- **这里我们试图解答的问题：**尽管前期我们已经从技术和商务角度为大家分析了 2.4G 较 13.56M 的优势，市场仍然存在担心，即最终是 13.56M 而不是 2.4G 成为移动支付的国家标准。对于这一事件，我们的观点是，不管从国家信息安全、知识产权角度考虑，还是从最近相关行业新闻，技术方案比较，及历史渊源等各方面来看，2.4G 都更有可能成为我国的移动支付标准方案。
- 移动支付业务在国内经过多年产业链实验和培育，现在其标准方案讨论已经上升至工信部级的国家层面。而不管从金融行业安全还是技术历史来考虑，2.4G 都更有可能成为最终的国家标准：
 - **国家层面标准讨论已经开始：**在日前举办的“2010 中国移动支付应用发展大会”上，工信部通信发展司政策标准处处长谢雨琦透露，为进一步推进移动支付标准工作，央行和三大电信运营商、中国银联等单位已经开始专门讨论移动支付标准问题；
 - **2.4G 有望国标：**中移动 2.4GHz 项目核心专家、中国移动通信研究院业务研究所主任黄更生透露，中移动的 2.4GHz 标准正在接受由工信部下属中国电子标准化研究所牵头，中移动、中电信、中国联通和银联参与的标准研讨，目前已经开了两次工作会议，第一次提交了各种技术方案，第二次提交了各种标准方案，2.4GHz 标准正在接受整个行业的检验，争取成为国标；
 - **其他因素考虑皆指向 2.4G：**此外，不管是从国家信息安全角度考虑，2.4G 作为中国厂商拥有核心专利的技术；还是与 13.56M 的技术方案对比；以及中国移动研究院被工信部指定成立“国家移动电子商务研究所”，最终培育出 2.4G 这一自有产权技术的历史渊源来看，工信部以及国内产业链的讨论，都指向 2.4G 成为国标这一合理结果。从另一个角度来看，13.56M 已经是国际通行的非接触智能卡标准，如果采用这一标准也并不需要国内展开大规模讨论。

移动支付业务在国内经过多年产业链实验和培育，现在其标准方案讨论已经上升至工信部级的国家层面。我们认为，不管从国家信息安全、知识产权角度考虑，还是从技术方案比较及历史渊源等各方面来看，2.4G 都更有可能成为我国的移动支付标准方案。我们从近期工信部及移动相关权威人士的公开表述就可以感受到这一趋势

图表3：13.56M与2.4G技术方案对比

	13.56MHz方案		2.4GHz方案	
	SIMpass	NFC	RF-SIM	
支付技术				
技术简介	<ul style="list-style-type: none"> SIMpass技术是基于双界面移动通信卡技术实现；一张SIM卡两个接口，接触式的金属接触接口和非接触RFID(非接触式射频识别)接口 	<ul style="list-style-type: none"> 即近距离无线通信，在单一芯片上结合感应式读卡器，感应式卡片，点对点功能；能在短距离与兼容设备进行识别和数据交换 手机中嵌入一块NFC芯片与SIM定制手机，将天线集成在手机卡互联 	<ul style="list-style-type: none"> SIM卡中分别融合了SIM卡芯片、安全芯片以及射频芯片三个芯片，这三个芯片通过连接能够实现内外信息交换 	
技术特点	<ul style="list-style-type: none"> 基于13.56MHz的频率运行操作距离只有几厘米到20厘米 	<ul style="list-style-type: none"> 基于13.56MHz的频率运行，距离短 NFC功能芯片可以存放一定的金额用以支付费用，同时也可以当做RFID读写器识别非接触电子标签，用于数据交换采集 NFC模块可在主动、被动和点对点三种模式下工作；电池断电时，只能在被动模式下工作 	<ul style="list-style-type: none"> RF-SIM工作频率是微波频段2.45GHz，波长较短，容易反射或者折射从一个屏蔽较好的环境中透出。 经过特别的技术处理后，目前已能将距离控制在10cm以内，可以满足近距离移动支付的需求 	
安装方式	<ul style="list-style-type: none"> 需要更换一个带有天线的SIM卡，附着于电池和手机后盖之间 	<ul style="list-style-type: none"> 定制手机，电池或主板上，使NFC应用与手机融为一体，主要采用这种方式 	<ul style="list-style-type: none"> 只用更换RF-SIM，不用更换手机，也没有天线 	
经济成本	<ul style="list-style-type: none"> SIMpass贴片卡单价20元 加装POS读头150元左右 	<ul style="list-style-type: none"> 若需更换手机终端，则更换成本为手机价格 NFC内置方式成本为50元 加装POS读头150元左右 	<ul style="list-style-type: none"> RF-SIM卡目前单价105元/张 RF-POS单价2000元左右，铺设运维1500元；若与银联合作，只换读头成本为250元左右 	
优缺点	优势	<ul style="list-style-type: none"> 无须更换手机，灵活性好 继承以往通信标准，无须扩展 可以把控业务渠道，得到运营商支持 支持DES, RSA安全算法，可以根据运营商要求更改 	<ul style="list-style-type: none"> 芯片和手机互为一体，信号较稳定 可以工作在主动、被动、点对点通信模式 产业链完整，可以得到芯片厂商、设备制造商、运营商和信用卡组织的支持 	<ul style="list-style-type: none"> 采用2.4GHz频率，不用天线，稳定性高 不用更换手机，灵活性好 内置独立的安全芯片和独立RF射频通道，安全性进一步增强,得到中国移动的支持
	劣势	<ul style="list-style-type: none"> 信号不稳定手机后盖如果是金属材料会屏蔽信号 占用OTA业务两个接口 只能工作在被动通信模式下，没有点对点通信功能 	<ul style="list-style-type: none"> 要更换新的定制手机，对于用户来说成本太高 由于NFC手机在出厂时就集成了芯片运营商在NFC产业链中不能起主导作用，所以得不到运营商的大力支持 手机终端类型较少，用户选择余地小 	<ul style="list-style-type: none"> RF-SIM卡价格偏贵，更换POS机成本较高 采用2.4GHz，要解决与ISO15693 13.56MHz兼容性问题

来源：国金证券研究所

其他业务全面铺开，未来亮点不断

USBKEY 基础业务健康发展，地位稳固

- 作为公司基础业务的 USBKEY 业务，近年来保持了稳定高速的成长，市场主要处于普及阶段，8 位芯片成为主流，在满足普及需要之后未来还会有 U 盾升级需求市场。公司在此市场具备先发优势，后来者很难撼动公司的既有市场地位：
 - 出货量大增，8 位普及需求为主：公司上半年 USBKEY 安全芯片实现收入 1.95 亿，估计出货量已经接近去年全年的量，从收入和量比来看 8 位芯片占比明显上升，不管是量还是收入上都已超过 32 位芯片，由

此我们可以判断 UKEY 市场仍然处于低价普及阶段，满足的是“拥有”的初级需求；

- **普及需求支撑市场高增长：**公司作为占据 80%份额的市场领头羊，历史累计 UKEY 发货量不到一亿张，而根据我们估计，网银潜在 UKEY 用户应在 2.5 亿左右，可以看到，未来两年，仅为了满足空白市场的普及需求，UKEY 市场也将保持较高速增长；
- **2 年后有望迎来升级需求：**工行已经启动了二代 U 盾的推广，具备用户确认和液晶显示等升级功能，预计 2 年以后，当普及需求基本满足的情况下，UKEY 市场有望迎来升级需求潮流，而公司的 32 位产品到时候也会逐步获得普及；
- **公司具备很强的先发优势：**IT 芯片行业的特点就是先发优势，客户，尤其是金融行业，一般不会为了较小的成本空间去承担更换供应商的用户体验风险，公司作为 UKEY 市场最早和最大的供货商，已经树立了很强的先发优势。新进 UKEY 提供商会对公司有一定竞争效应，但不会撼动公司的市场地位。

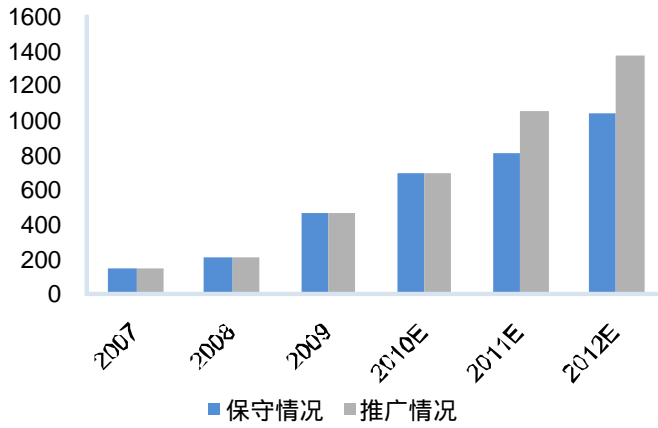
培育业务全面铺开，等待来年百花齐放

- 除了 USBKEY 和移动支付两项拳头业务以外，公司安全和射频方面的技术实力也具有非常强的延伸性，公司培育的各种新业务都保持较为良好的进展态势，未来任何一个取得启动都有望为公司带来巨大的增量市场：
 - **TD-LTE 和 CMMB 射频芯片领先厂商：**公司 TD-LTE 芯片试片非常成功，后续将进行与基带和终端的联调，目前处于国内领先水平；同时公司还是国内少数能够量产 CMMB Tuner 射频芯片的厂商之一；
 - **安全存储和 TCM 可信计算上半年近 2000 万收入：**公司上半年收入超出预告上限，主因即其安全存储及 TCM 产品订单实现了 1928 万收入，我们估计是以可信计算为主；
 - **EMV 加密主导单位：**而国内近年较为确定的银行卡 EMV 迁移，公司作为国家密码局 EMV 加密算法组的主导单位，也已经在准备相关产品，为未来的市场做好准备。

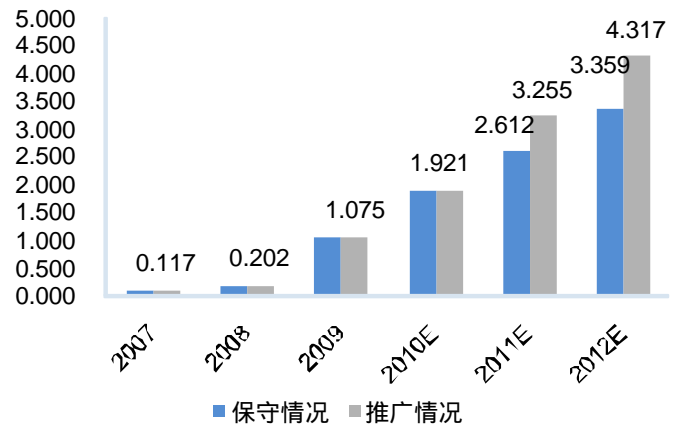
业绩预测及投资建议

- **调高业绩预测，倾向前期推广情况：**我们维持前期盈利预测范围，即 2.4G RF-SIM 未获大规模推广的保守情况预测和获得集团肯定的推广情况。但参考我们的市场及公司调研情况，和最近行业内移动支付上升到国标讨论、中移动高层进入浦发董事会以及超级网银等积极因素，我们认为，2.4G 移动支付行业发展将向着有利于公司的方向发展，更加倾向于前期的推广情景下的业绩预测，即 2010-2012 年 EPS 分别为 1.921 元、3.255 元和 4.317 元，分别同比增长 78.68%、69.50%和 32.61%。同时这一预测属于推广情境下较为中性偏保守的预测，后续我们将视行业发展情况，可能进一步调高公司的业绩预测。
 - 保守情况下我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.921 元、2.612 元和 3.359 元，分别同比增长 78.68%、36.01%和 28.60%；而在移动支付获得推广的情景下预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.921 元、3.255 元和 4.317 元，分别同比增长 78.68%、69.50%和 32.61%。
- **重申“买入”，目标价 180 元：**在此业绩预测情境下，公司当前股价仅相当于 11 年 40 倍和 12 年 30 倍。考虑到 2.4G 可能成为国标所带来的广阔市场空间，公司在行业内的龙头地位和 A 股市场具自主创新能力 IC 设计公司的地位溢价，我们认为给予公司 11 年 55 倍 PE 属于合理估值，给予目标价 180 元，再次强调对于公司的“买入”评级。

图表4：公司收入情景预测（百万元）



图表5：公司EPS情景预测（元）



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	150	219	466	704	1,055	1,377	货币资金	15	66	140	2,485	2,684	3,024
增长率		45.7%	113.0%	51.2%	49.8%	30.5%	应收款项	35	23	90	132	198	258
主营业务成本	-106	-135	-261	-346	-492	-623	存货	44	37	88	114	162	205
% 销售收入	70.9%	61.9%	56.0%	49.1%	46.7%	45.3%	其他流动资产	9	30	4	5	7	8
毛利	44	83	205	358	563	754	流动资产	104	156	322	2,737	3,051	3,495
% 销售收入	29.1%	38.1%	44.0%	50.9%	53.3%	54.7%	% 总资产	89.4%	93.6%	94.4%	96.6%	95.7%	96.4%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	9	10	15	83	117	104
营业费用	-6	-10	-19	-31	-45	-58	% 总资产	8.0%	6.1%	4.4%	2.9%	3.7%	2.9%
% 销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.4%	4.3%	4.2%	无形资产	3	1	4	9	17	23
管理费用	-28	-55	-94	-139	-204	-261	非流动资产	12	11	19	96	136	130
% 销售收入	18.7%	25.2%	20.2%	19.8%	19.4%	19.0%	% 总资产	10.6%	6.4%	5.6%	3.4%	4.3%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	9	18	90	186	310	431	资产总计	116	167	341	2,832	3,187	3,625
% 销售收入	6.0%	8.2%	19.4%	26.5%	29.4%	31.3%	短期借款	8	4	0	0	0	0
财务费用	-1	-2	-1	19	54	59	应付款项	37	31	68	93	133	168
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.2%	-2.7%	-5.1%	-4.3%	其他流动负债	5	46	52	124	177	218
资产减值损失	0	0	-2	-3	-1	-1	流动负债	50	82	120	217	309	386
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	14	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	64	82	120	217	309	387
营业利润	8	16	87	203	362	489	普通股股东权益	52	85	222	2,615	2,878	3,238
营业利润率	5.5%	7.3%	18.7%	28.8%	34.4%	35.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	6	30	32	40	48	负债股东权益合计	116	167	341	2,832	3,187	3,625
税前利润	13	22	117	235	402	537	比率分析						
利润率	8.5%	10.0%	25.1%	33.3%	38.1%	39.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	0	0	0	-26	-48	-67	每股指标						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	12.0%	12.5%	每股收益	0.200	0.297	1.433	1.921	3.255	4.317
净利润	13	22	117	209	354	470	每股净资产	0.818	1.151	2.719	24.035	26.450	29.759
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.136	0.405	1.147	1.321	2.510	3.564
归属于母公司的净利润	13	22	117	209	354	470	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.840	1.008
净利率	8.5%	10.0%	25.1%	29.7%	33.6%	34.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.42%	25.80%	52.71%	7.99%	12.31%	14.51%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	10.98%	13.17%	34.25%	7.38%	11.11%	12.96%
净利润	0	22	117	209	354	470	投入资本收益率	15.03%	20.16%	40.64%	6.34%	9.49%	11.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	6	7	6	10	13	主营业务收入增长率	31.50%	45.74%	112.97%	51.21%	49.80%	30.48%
非经营收益	0	2	1	-33	-40	-48	EBIT增长率	40.89%	98.45%	400.78%	106.77%	66.44%	38.88%
营运资金变动	0	0	-32	-38	-51	-47	净利润增长率	90.33%	71.94%	432.07%	78.68%	69.50%	32.61%
经营活动现金净流	0	30	94	144	273	388	总资产增长率	32.48%	43.42%	104.56%	729.54%	12.53%	13.75%
资本开支	-2	-4	-11	-47	-9	43	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	50.6	17.9	30.2	60.0	60.0	60.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	131.5	109.2	87.3	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-2	-4	-11	-48	-9	43	应付账款周转天数	52.1	58.4	62.8	85.0	85.0	85.0
股权募资	0	11	17	2,249	0	0	固定资产周转天数	22.7	16.9	11.9	27.1	29.9	23.4
债权募资	-2	-4	-24	0	0	1	偿债能力						
其他	-1	18	-1	0	-65	-91	净负债/股东权益	-14.15%	-72.91%	-63.14%	-95.04%	-93.27%	-93.38%
筹资活动现金净流	-3	25	-9	2,249	-65	-90	EBIT利息保障倍数	11.4	11.5	86.5	-9.8	-5.8	-7.3
现金净流量	-5	51	74	2,345	199	340	资产负债率	55.02%	48.95%	35.02%	7.67%	9.70%	10.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
强买	0	1	1	1	1
买入	0	3	5	6	6
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

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 2010-04-19	减持		62.25 ~ 68.73
2 2010-07-29	买入	127.39	130.61 ~ 162.75
3 2010-07-30	买入	121.10	130.61 ~ 162.75

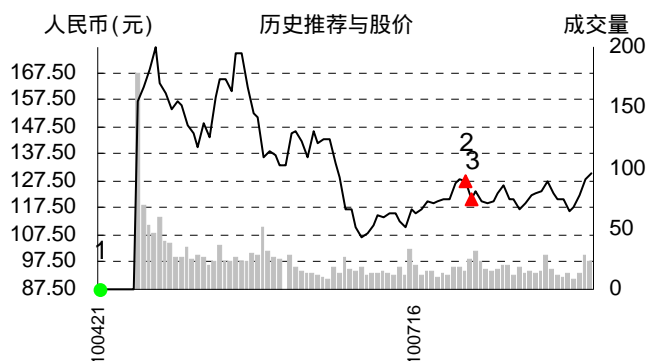
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室