

需求广阔 星河生辉

星河生物 (300143)

定价区间: 24.42-27.72 元

新股分析报告

2010年11月24日 星期三

消费品小组

李臣燕 lcy@longone.com.cn

农业行业 010-59707102

证书编号 S0630210110001

消费品小组

卢媛媛 lyy@longone.com.cn

021-50586660-8631

证书编号 S0630208010054

联系人: 沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股) 5000

本次发行股数(万股) 1700

发行后总股本(万股) 6700

财务指标

每股收益(元/股) 0.26

每股净资产(元/股) 2.60

净资产收益率(%) 7.81

资产负债率(%, 母公司) 58.01

申购要点

- **企业概况:** 公司主营业务为鲜品食用菌的研发、生产和销售, 主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇等鲜品食用菌。公司采用工厂化模式生产鲜品食用菌, 代替了传统的手工农业生产方式。由于菌种低成本无限繁殖的特性、广阔的消费市场, 以及公司自身的管理, 工厂化生产模式具有良好的可复制性。此外, 这一模式还具有高效、安全、高效益等优势。目前, 公司已经成长为全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业。
- **行业前景:** 随着我国国民收入水平的快速上升, 我国食用菌市场也需求旺盛, 市场容量不断增加, 是一个蓬勃发展的朝阳产业。2000年-2008年, 我国食用菌产量的年复合增长率为13.48%, 产值的年复合增长率为18.20%。当前国内消费者更加注重健康饮食, 将带动菌类消费的持续增长。如果按照每年增长8% (与GDP增速相当) 的速度预测, 到2015年, 全国食用菌的消费量将达到2,888.11万吨, 市场空间广阔。
- **核心竞争优势:** 公司从2000年起就开始采用近几十年新兴的工厂化方式生产鲜品食用菌, 是行业内少数能够实行规模化、标准化、周年化生产的企业之一。公司的竞争优势包括: 1. 快速成长优势。公司工厂化的生产模式具备良好复制性, 有利于快速扩张; 2. 产品优势。公司生产规模领先, 品种多样化, 产品品质优良, 并且生产不受季节影响, 供货稳定。3. 技术优势。多年发展积累起丰富的菌种、生产控制、培养基配方、杂菌感染等行业关键技术。
- **定价区间与申购建议:** 我们预测公司2010-2012年净利润分别为3280万、4770万和8270万, 其CARG为58.93%, 摊薄后2010-2012年EPS分别为0.66、0.95和1.65。综合市场可比公司的整体市盈率水平, 我们给与公司2010年EPS市盈率区间为37-42倍, 对应的询价区间为24.42-27.72元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司控股股东、实际控制人为叶运寿先生。本次发行前叶运寿先生持有公司股份 24,484,716 股，占发行前总股本的 48.97%。公司发行前、后股东持股情况如表 1 所示：

表 1: 公司股权结构表

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
叶运寿	24,484,716	48.97	24,484,716	36.54
南峰集团	8,471,846	16.94	8,471,846	12.64
广州御新	5,000,000	10.00	5,000,000	7.46
其他 20 名自然人股东	3,413,245	24.09	3,413,245	17.99
社会公众股	-	-	17,000,000	25.37
合计	50,000,000	100.00	67,000,000	100.00

资料来源：公司招股说明书

1.2 公司主营业务

公司主营业务为鲜品食用菌的研发、生产和销售，拥有三大食用菌生产基地，主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇等鲜品食用菌，是行业内少数能够实行规模化、标准化、周年化生产的企业之一。公司采用**工厂化模式**生产鲜品食用菌，是全国食用菌**工厂化生产领域**的龙头企业。经中国食用菌协会统计，截至 2009 年 12 月 31 日，公司日产鲜品食用菌 36 吨，在全国 246 家食用菌工厂化生产企业中排名第一。

2008 年公司通过引种、选育，新增真姬菇产品，改变公司产品种类单一的状况。2009 年公司新增白玉菇产品，并实现产业化生产，主营产品增加到三种，进一步完善了公司产品结构，成为行业内**少数能同时工厂化生产多种低温型食用菌产品**的现代农业企业之一。

公司具备较强的自主创新能力和研发实力。2005 年公司“出口型无公害食用菌（纯白金针菇）选育及仿生高效栽培高技术产业化示范工程”被国家发改委列入国家高技术产业发展项目计划。2007 年 12 月公司与广东省微生物研究所等单位联合实施的“食用菌优质高效大规模生产关键技术研究”获得国家科技进步二等奖。2008 年 12 月公司被广东省科学技术厅等四部门联合认定为**国家高新技术企业**。公司已取得多项具有自主知识产权

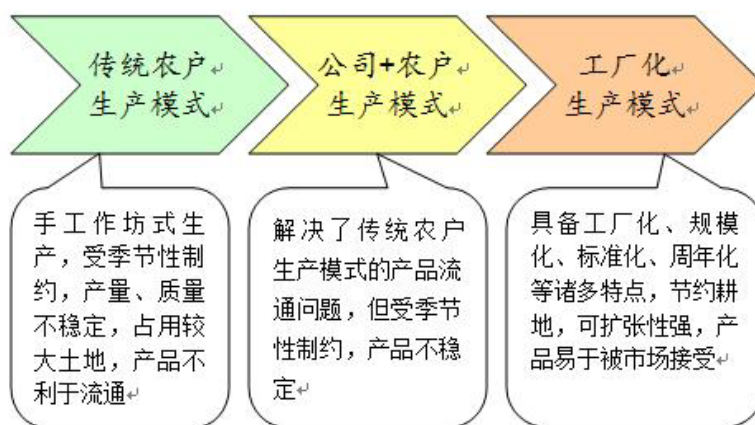
权的科研成果，拥有 9 项专利，另外有 8 项专利申请已被国家知识产权局受理。公司通过自主研究和合作培育的方式，开发广东虫草、灰树花、真菌精华素等新产品，目前已进入实验室实验阶段。

2、行业背景

2.1 行业生产经营模式

食用菌行业主要存在三种经营模式，即传统农户生产模式、公司+农户生产模式和工厂化生产模式，在不同的历史阶段存在不同的经营模式。不同生产模式的演变及特点如下：

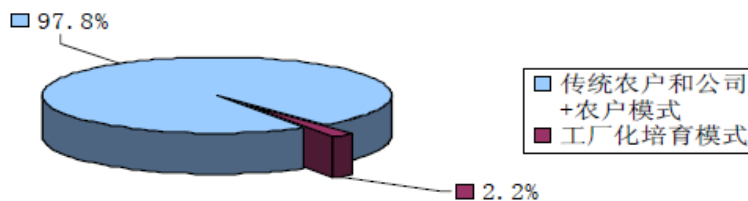
图 1 食用菌行业经营模式



资料来源：公司招股说明书

目前我国食用菌行业三种生产模式处于并存的状态，由于工厂化生产模式属于近十年来兴起的一种新型模式，其市场份额相对较小，处于初级发展阶段，同时由于其具备其他两种模式不可比拟的优势，其发展空间也远大于其他两种模式。根据中国食用菌协会统计，截止 2008 年末，工厂化生产模式所占的市场份额如图 2 所示，只有 2.2%，份额非常小，以其生产效率高、可周年化生产和产品易于被市场接受等优势，尚有很大的增长空间。

图 2 食用菌行业经营模式市场份额



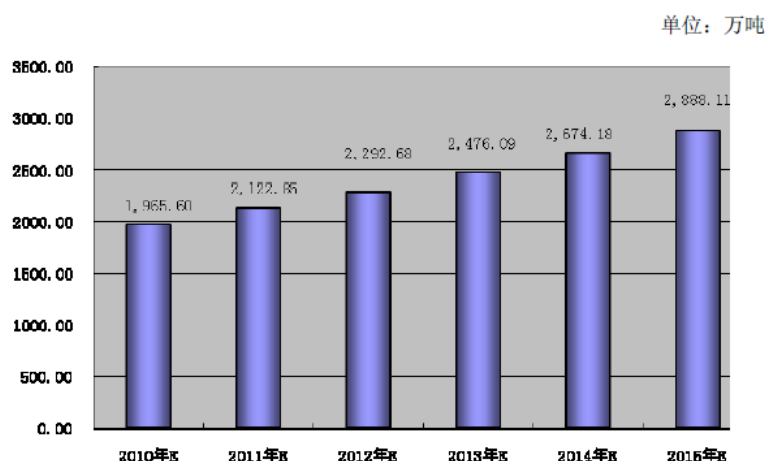
资料来源：公司招股说明书

2.2 行业市场空间

食用菌营养丰富，近年来，菇类在各大餐馆的“点击率”也呈上升趋势。我国食用菌市场需求旺盛，市场容量不断增加，是一个蓬勃发展的朝阳产业，2000年-2008年，我国食用菌产量的年复合增长率为13.48%，产值的年复合增长率为18.20%。

2008年我国食用菌产量为1,827万吨。以目前人均消费量为基础，并按2008年人均消费14公斤（以13亿人口计算），每年增长8%（与GDP增速相当）的速度进行预测，到2015年，全国食用菌的消费量将达到2,888.11万吨。2010年-2015年全国食用菌消费需求量预测如图3所示：

图3 全国食用菌消费需求量



资料来源：公司招股说明书

2.2 行业竞争的情况

目前我国食用菌市场处于自由竞争、分散竞争的阶段。食用菌行业没有形成企业品牌垄断竞争的格局，但是相同区域内的工厂化产品之间的竞争已经开始形成。

从供给来看，根据食用菌商务网统计，2008年全国工厂化食用菌生产量约为40万吨，而全国食用菌总产量为1,827.22万吨。2009年，产量居全国前十位的工厂化食用菌生产企业总产量不超过同期全国工厂化食用菌总产量的20%，而其余200余家企业共享其他80%份额。这显示了我国食用菌行业的极度分散的特征。

食用菌工厂化生产处于起步阶段，行业平均利润率相对较高，因此越来越多的国内外同行参与国内竞争，特别是日本、韩国等国外先进企业具备工厂化生产历史时间长、产品开发能力强、资金雄厚的优势，它们在国

内的投资设厂将加剧国内食用菌市场的竞争。同时，国内进入者也不断增加。据中国食用菌商务网调查，2006年工厂化生产企业仅有47家，2007年为78家，2008年为186家，2009年12月已经达到246家（不含日生产能力1吨以下的小型企业），2007年-2009年企业家数增长率分别为65.96%、138.46%和32.26%，呈现快速发展势头。

从需求来看，近年来金针菇市场需求旺盛，全国及广东省金针菇产量增长较快，2000-2008年全国产量复合增长率为18.26%，广东省产量复合增长率达到47.22%，远高于全国增速，呈现产销两旺的势头。不断扩张的市场要求企业开足马力满足市场需求。仅从公司的情况来看，2007-2009年，公司产能利用率分别达到93.90%、100.62%和112.65%，2009年公司金针菇产品全年实际供货量仅占经销商订货量的50.4%，真姬菇占29.18%，白玉菇占10.58%。

总体来说，未来食用菌行业的竞争激烈程度将有所上升。

3、公司竞争优势分析

3.1 工厂化生产模式的优势

1. 生产效率高

食用菌工厂化生产具备规模化、集约化、产业化、品牌化等鲜明特点，集现代农业、生物工程技术、现代管理和品牌建设为一体，是农业工业化的现代新农业生产经营模式。工厂化生产的机械化和自动化程度较高，在同等条件下，工厂化生产的效率比传统模式高出约40倍。

2. 快速扩张优势

工厂化生产具备良好的可复制性，实现企业规模的快速扩张。理论上在适宜的温度和湿度条件下生物菌种具备无限繁殖的能力，没有严格的地域限制，因此公司只要具备技术、人员、资金等条件，可在较短时间内实现快速扩张。

3. 产品质量优势

一般说来，工厂化生产流程清晰，标准统一，产品质量更可控。食用菌工厂化生产采用环境控制技术和无土栽培技术等新型设施栽培技术，生产的产品具有优质、高效、高产、抗逆性好等特点，符合当前对食品安全和质量要求越来越严的市场发展趋势。

公司产品安全无公害，品质优良。在产品生产过程中无需使用农药和化肥，消毒使用臭氧气体，保证产品安全无污染、无残留。公司先后通过ISO国际质量管理体系认证、中国农业良好规范GAP一级认证和无公害

农产品产地认定。

3.2 技术优势

公司食用菌工厂化生产工艺技术已经达到国际先进水平，菌种培育和保存技术、培养基配方技术、食用菌生产环境智能综合控制技术、杂菌感染和病虫害控制技术、新型保鲜技术等亦达到国内先进水平。公司完成了多项省、市级科研项目，获得国家专利9项，正在申请的专利有8项；取得科技成果7项。

生产技术方面的优势体现在公司产品种类上，公司率先突破了食用菌工厂化生产模式下单个工厂（生产线）只能生产单个低温型产品的限制，是国内少数能同时规模化生产多品种瓶栽食用菌的企业之一，将来公司还将增加广东虫草、灰树花等其他菌类产品，进一步增加公司的产品种类，满足市场消费多样性的需求。

3.3 品牌优势

公司产品已经在广东省内确立了品牌优势。公司拥有的“玉龙洞”品牌在鲜品食用菌领域享有较高的知名度，是广东省著名商标。“玉龙洞”牌金针菇于2008年被广东省工商行政管理局评为“广东省名牌产品”，获得中国绿色食品发展中心“绿色食品A级产品”认证，并于2009年被第七届中国国际农产品交易会组委会评为“交易会金奖”。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

公司主营产品为金针菇、真姬菇及白玉菇。2007 年公司营业收入主要由金针菇销售形成，其收入占收入总额的 98.84%；2008 年 5 月开始新增真姬菇产品，当年实现销售收入 829.99 万元；2009 年真姬菇收入继续增加，同年 7 月再次新增白玉菇产品，当年实现销售收入 332.52 万元；2010 年 1-6 月真姬菇销售收入、白玉菇销售收入占主营业务收入的比例继续提高，公司产品结构进一步改善。

表 2: 星河生物毛利结构表

项 目	2009 年		2008 年		2007 年	
	毛利率	占总收入比例 (%)	毛利率	占总收入比例 (%)	毛利率	占总收入比例 (%)
金针菇	40.98	69.59	39.20	87.78	30.32	98.84
真姬菇	39.53	26.04	6.28	11.23	-	-
白玉菇	24.32	3.47	-	-	-	-
综合毛利率	40.56		36.10		31.14	

资料来源：公司招股说明书

4.2 盈利能力分析

1、收入增长

公司主营鲜品食用菌的生产和销售，主营业务突出。报告期内，公司营业收入保持较快增长，其中 2008 年比 2007 年增加 1,338.34 万元，同比增长 22.12%，2009 年比 2008 年增加 2,188.05 万元，同比增长 29.61%，三年平均复合增长率为 25.81%。2010 年 1-6 月公司营业收入为 6,545.49 万元，比 2009 年 1-6 月增加 2,991.47 万元，同比增长 84.17%。公司具备良好的成长性。

2、毛利率分析

2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 31.14%、36.10%、40.56%，呈逐年上升趋势，公司的毛利率水平较同行业高。食用菌价格具有季节性波动特征，一般上半年平均价格低于下半年，导致公司上半年销售毛利率低于下半年水平。2010 年 1-6 月，公司综合毛利率为 37.04%，高于 2009 年 1-6 月的 29.59%。这一差异主要源于真姬菇价格在今年上半年上升

11.85%，同时成本下降 21.89%。公司主要通过扩大规模降低成本，毛利获利的能力较强。

4.3 偿债能力分析

公司 2009-2007 年末的资产负债率分别为 50.50%、43.83%和 42.24%，有上升趋势。同期公司的利息保障倍数也逐年上升，分别为 7.16、3.51、4.14 倍，显示了公司较强的盈利能力。

同时，公司获取现金的能力也较强，应收账款相对于主营业务收入占比一直较低。销售商品、提供劳务收到的现金 2007-2009 年的同比增长情况为-22.56%，69.44%，同期主营收入的同比增长情况为 22.15%，29.61%。2008 年现金流受到金融危机的影响，应收账款大幅上升，从而影响当年现金流。总体来说，公司具备较强的偿债能力。

表 3: 公司其他财务指标

其他财务指标	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.42	0.67	0.45	0.65
速动比率	1.17	0.48	0.33	0.5
应收账款周转率	9.22	9.33	9.87	16.23
存货周转率	2.89	5.47	6.42	6.49
资产负债率（母公司，%）	58.01	50.5	43.83	42.24
	2010 年半年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	2,592.53	3,918.92	2,780.71	2,042.21
利息保障倍数	8.38	7.16	3.51	4.14
每股经营活动的净现金流量（元）	0.38	0.58	0.57	0.86
基本每股收益（元/股）	0.26	0.42	0.25	0.29
加权平均净资产收益率（%）	7.81	17.41	11.28	12.43

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 市场风险

竞争加剧的风险

由于保鲜技术的限制，公司的销售半径局限于省的范围内，目前尚难扩张到广东省外的市场。另一方面，由于食用菌产业的准入门槛很低，行业利润相对较高，很可能吸引大量企业涌入该行业。因此，虽然目前市场保持供不应求的态势，但这一缺口也可能较快被快速增加的产能填补。事实上，目前在珠三角区域，就已经有三家产量排位居全国前十的食用菌生产企业。此外，农户分散养殖由于低成本优势还占据食用菌市场绝大部分份额。供给的增加可能带来销量和价格的双重压力，因此公司将面临市场竞争加剧的风险。

原料、能源价格风险

公司原料、燃料费用占总成本的比重保持在 30% 左右。麦糠、玉米、棉壳等为食用菌种植的主要原材料，而生产用电费用占到营业成本的 20% 左右。这部分采购价格受农产品价格、能源价格波动的影响明显，从而可能对公司盈利能力的稳定性产生影响。

5.2 杂菌感染和病虫害风险

食用菌人工栽培过程中如管理不当易发生杂菌感染和病虫害。生产过程中由于菌种不合格、生产过程灭菌不彻底或空气净化不达标等原因，菌丝体会发生感染并传染培养房内其他栽培瓶，如果没有及时发现并加以控制，可能发生杂菌感染。2007-2009 年公司因杂菌感染而导致的损失分别为 207.69 万元、104.30 万元和 98.39 万元，占当期营业成本的比例分别为 4.98%、2.21% 和 1.73%。杂菌感染将直接导致公司的成本上升，从而降低毛利率，影响公司的盈利能力。

食用菌栽培过程中也会发生虫害，最常见的害虫为螨类，容易侵入菌种瓶食取菇类菌丝。生产实践中，杂菌感染容易影响菇类发育，进而影响产品的产量和质量，从而给公司带来一定经济损失。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 1,700 万股，募集资金拟投资于表 4 所列的 4 个项目，项目投资总额 13,168.89 万元，募集资金将全部投入到项目中。

表 4: 星河生物募集资金投向

单位: 万元

项目名称	总投资额	静态投资回收期(年)	达产后年新增收入	内部收益率
韶关食用菌生产线整体技术改造项目	8,000.00	3.76	8,850.00	27.21%
塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目	3,168.89	5.47	1,800.00	18.39%
工程技术研究开发中心技术改造项目	2,000.00	-	-	-
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书

募投项目对公司发展的意义

韶关食用菌生产线整体技术改造项目、塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目是为了填补公司产能与市场需求之间的巨大缺口。同时，通过技术改造，公司将在不同菌种业务之间更加平衡，满足不同的市场需求。项目达产后，产品综合毛利率将达到 43.19%，高于公司现有毛利率水平，真正体现规模经济效应。项目达产后，将每年新增销售收入 10,650 万元，年平均新增净利润 2,440.78 万元，公司经营业绩将大幅提升。

工程技术研究开发中心技术改造项目将进一步增加公司的研发实力，保持公司技术研发在业内的领先地位，为公司的持续发展奠定技术基础，也能够更好应对可能加剧的竞争态势。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

1、公司在 2010-2012 年主要收入来源还是金针菇、真姬菇、白玉菇三种产品的销售收入;

2、公司的三种产品在未来三年都能够与目前一样,几乎保持 100%的产销率;

3、不考虑市场的短期波动,三种主要产品的价格保持平稳增长,年均递增 3%左右;

4、募投项目如期在 2012 年开始产生收益。由此,我们估算出 2010-2012 年的销售收入,如表 5 所示:

表 5: 销售收入预测表

单位: 万元

年度	2012E	2011E	2010E	2010 半	2009	2008	2007
品种	生产量 (吨)						
金针菇	15722.12	13065.56	11877.79	4923.52	6598.77	9643.03	5229.23
真姬菇	6907.90	3405.26	2270.18	988.99	1464.63	602.90	0.00
白玉菇	1436.98	597.37	519.46	213.64	162.33	0.00	0.00
	销售量 (吨)						
金针菇	15250.46	12673.60	11521.45	4,913.52	6,552.12	5,978.65	5,187.49
真姬菇	6907.90	3405.26	2270.18	990.3	1,459.12	599.44	0.00
白玉菇	1436.98	597.37	519.46	213.43	158.68	0.00	0.00
	产销率						
金针菇	97.00%	97.00%	97.00%	99.80%	99.29%	62.00%	99.20%
真姬菇	100.00%	100.00%	100.00%	100.13%	99.62%	99.43%	-
白玉菇	100.00%	100.00%	100.00%	99.90%	97.75%	-	-
	平均价格 (元/吨)						
金针菇	11115.55	10791.79	10477.47	8,651.17	10,172.30	10,848.92	11,525.44
真姬菇	18673.83	18129.93	17601.88	17,927.65	17,089.20	13,846.09	-
白玉菇	23565.48	22879.11	22212.72	22,218.69	20,955.40	-	-
	销售收入 (万元)						
金针菇	16951.72	13677.08	12071.57	4250.77	6665.01	6486.19	5978.81
真姬菇	12899.69	6173.72	3995.94	1775.38	2493.52	829.99	0.00
白玉菇	3386.31	1366.74	1153.85	474.21	332.52	0.00	0.00
销售收 入合计	33237.72	21217.55	17221.36	6500.36	9491.05	7316.18	5978.81

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

在得到销售收入预测结果的基础上,我们再结合公司不同产品毛利情况和三项费用率的变动情况进行预测,得到公司的盈利预测,如表6所示:

表6: 星河生物盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60.5	73.9	95.8	172.2	212.2	332.4
营业总成本	52.6	65.2	78.2	142.0	167.0	252.2
营业成本	41.7	47.2	56.9	96.7	117.7	178.5
营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
销售费用	3.0	3.8	6.5	10.3	10.6	16.6
管理费用	5.6	8.8	11.6	25.8	33.9	53.2
财务费用	3.2	4.6	3.5	8.6	4.2	3.3
资产减值损失	-0.9	0.8	-0.3	0.5	0.5	0.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	7.8	8.7	17.6	30.3	45.2	80.2
加: 营业外收入	2.8	3.0	2.8	3.0	3.0	3.0
减: 营业外支出	0.2	0.2	0.0	0.5	0.5	0.5
利润总额	10.4	11.6	20.4	32.8	47.7	82.7
减: 所得税	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	9.9	11.5	20.4	32.8	47.7	82.7
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	9.9	11.5	20.4	32.8	47.7	82.7
每股收益(元/股)	0.20	0.23	0.41	0.66	0.95	1.65

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司所处的食用菌行业是一个蓬勃发展的朝阳产业,市场需求旺盛,市场容量不断增加,行业平均利润率高。但众多的新进入者可能改变市场竞争格局。经过十年的发展,公司已积累起难以短期逾越的丰富的行业经验,是行业中先进生产方式的代表,位居行业龙头企业之一。公司的产品目前供不应求,产品价格处于上升通道,产能扩张不断进行,具有良好的盈利能力和成长性。

基于上述考虑,再综合可比公司的整体市盈率水平,我们给与公司2010年EPS市盈率区间为37-42倍,对应的询价区间为24.42-27.72元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，公司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，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122