

快速发展的游艇龙头

给予公司股票“买入”评级

太阳鸟
300123

复合材料游艇领头羊，上市第一股

公司是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一。公司在内资企业中复合材料船艇行业市场占有率第一。公司主要生产商务艇、特种艇和私人游艇，目前生产船型为3—42米，共100多个品种。

行业处于起步期，空间巨大

伴随着中国财富增长，中国游艇消费开始启动。游艇业在我国还处于朝阳行业，国家政策大力推动游艇产业发展。未来游艇业市场需求巨大，其中私人游艇市场总量超过400亿，特种艇的需求量超过4000艘。巨大的市场需求和国家不断完善的水上运动产业政策将推动行业快速发展。

公司具有业内竞争优势

与国内竞争对手相比，公司在资金、品牌、市场方面有竞争优势。作为第一家上市的游艇类公司，公司通过上市获得发展需要的资金；公司具有自己的品牌，在行业内已经广为认可；公司设计理念与国际同步，市场份额不断提升，与国家海洋局等特种艇客户合作关系稳定。与国外竞争对手相比，公司产品价格便宜三分之一，优势明显。

公司成长具有持续性

公司私人游艇和商务艇需求巨大，且船型逐渐向高端发展；特种艇方面有国家海洋局超过2.7亿的订单，并有望持续获得海洋局的订单；募投项目使产能增加约80%；公司产品结构升级，毛利率不断提高；公司超募资金3.8亿，未来存在着并购预期。基于以上判断，我们认为公司的成长具有持续性。

盈利预测与估值

我们预计公司2010—2013年EPS分别为0.51元、1.19元、1.84元、2.82元。结合目前公司的经营状况及未来的成长性，给予买入评级。

业绩预测	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	182	254	510	790	1166
增长率	28.2%	39.7%	101.2%	54.9%	47.6%
净利润(百万元)	28	44	104	160	246
增长率	39.1%	58.4%	133.3%	54.4%	53.7%
每股净资产(元)	1.90	9.70	10.88	12.72	15.54

买入

首次

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S0630209060131

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：赵语涛

021-50586660-8637

zhaoyt@longone.com.cn

机械行业

日期

分析：2011年1月24日

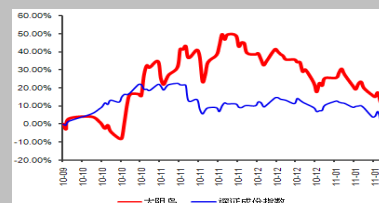
调研：有

价格

当前市价：38.20元

半年目标：47.60元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	0.32	0.51	1.19	1.84	2.82
PE	0.0	75.0	32.1	20.8	13.5
PB	0.0	3.9	3.5	3.0	2.5

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、国内复合材料游艇领头羊，上市第一股	4
二、国内游艇业处于起步期，行业空间巨大	4
1、GDP 增长+政策支持，国内游艇消费开始启动	4
2、国内游艇业发展空间巨大	5
三、公司在复合材料游艇行业竞争优势明显	7
1、公司具有设计和品牌优势	7
2、先发和资金优势使公司具备并购的能力	7
四、公司成长具有持续性	8
1、订单有望继续稳定高速增长	8
2、产能能够保证业务发展需求	8
3、行业向好，产品结构升级，公司能够保持高毛利	8
五、盈利预测与估值	9
1、盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 55.1%	9
2、估值: 合理价格为 47.6 元	10
六、风险提示	10

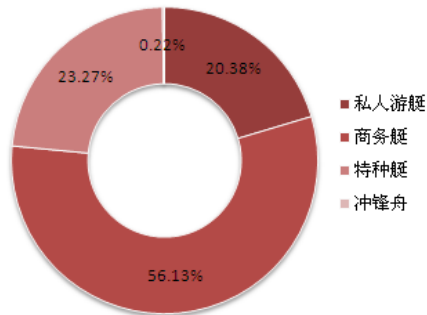
图表目录

图 1. 公司收入分产品情况	4
图 2. 公司收入分区域情况	4
图 3. 2007-2009 公司收入复合增长率 39.44% (单位: 百万元)	4
图 4. 复合材料游艇企业市场份额	4
图 5. 我国 2009 年部分地区人均 GDP (单位: 美元)	5
图 6. 我国人均 GDP 变化及其带来的消费升级 (单位: 美元)	5
图 7. 中国富豪人数变化 (单位: 万人)	6
图 8. 中国国际游艇展参展商数目变化	6
图 9. 国内游艇出口额变化 (单位: 百万美元)	7
图 10. 国内出口游艇生产企业类型分布	7
图 11. 中国复合材料船艇制造企业数量及分布图	7
图 12. 公司毛利率变化	9
图 13. 公司各项业务毛利率变化	9
表 1. 各地游艇相关政策	5
表 2. 国家海洋局与公司合作情况	8
表 3. 公司募投资金运用 (单位: 万元)	8
表 4. 公司收入分项预测 (单位: 万元)	9
表 5. 主要可比上市公司	10
表 6. 公司财务预测	11

一、国内复合材料游艇领头羊，上市第一股

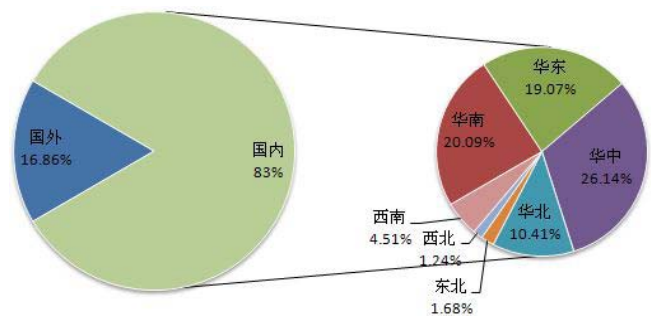
公司是国内第一家上市的游艇公司，主要生产商务艇、特种艇和私人游艇，目前生产船型为3—42米，共100多个品种，是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一，2008年复合材料船艇销售额和产量（10米以上）位列内资企业第一名。2007年至2009年，公司的营业收入年复合增长率39.44%。

图 1. 公司收入分产品情况



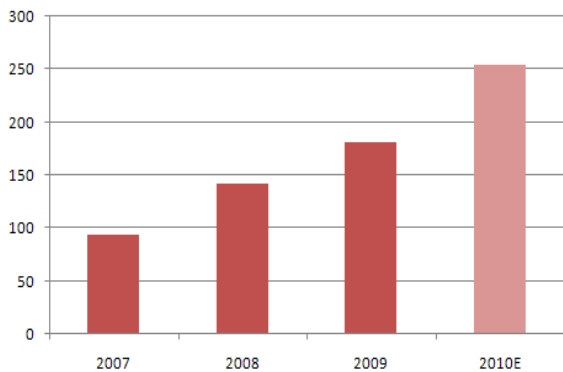
资料来源：东海证券研究所，公司公告

图 2. 公司收入分区域情况



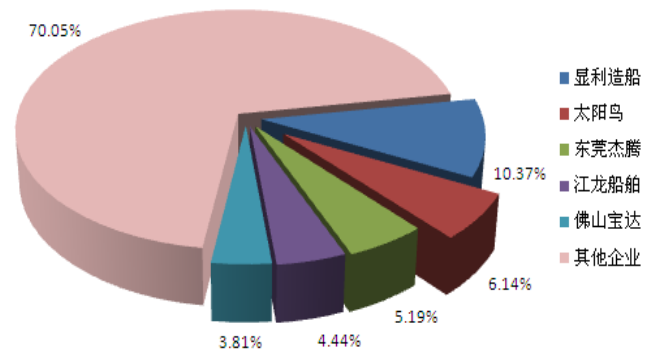
资料来源：东海证券研究所，公司公告

图 3. 2007-2009 公司收入复合增长率 39.44%（单位：百万元）



资料来源：东海证券研究所，公司公告

图 4. 复合材料游艇企业市场份额



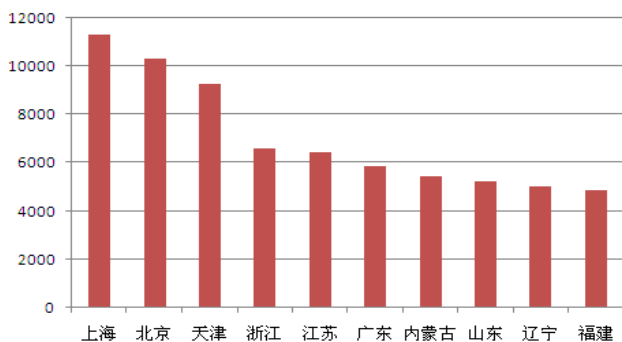
资料来源：东海证券研究所，公司公告

二、国内游艇业处于起步期，行业空间巨大

1、GDP 增长+政策支持，国内游艇消费开始启动

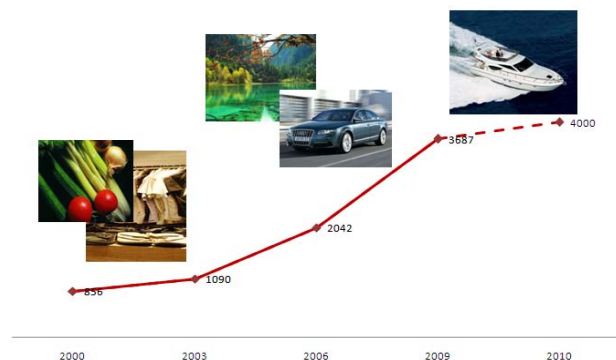
根据欧美的发展经验，当地区人均GDP达到3000美元时，游艇经济开始萌芽。2000年，我国人均GDP只有856美元，那是占我国消费主体的为食品、鞋类、服装等生活必需品。2003年后，我国人均GDP突破1000美元后，以住宅及家具、汽车、通讯和旅游为代表的新兴消费增长点比重上升，约占居民消费的1/3左右。2009年，我国人均GDP达到3687美元，2010年有望达到4000美元。国内消费目前正在升级，休闲正成为时代的鲜明特征，我国沿海多个城市达到甚至超过游艇经济的这一临界点，以上海、江苏、浙江组成的长三角地区为例，该地区2009年经济总量达到一万亿美元，列世界第11大经济区，相当于韩国和印度的总和，人均GDP达到7000美元，游艇消费的发展即将到来。

图 5. 我国 2009 年部分地区人均 GDP (单位: 美元)



资料来源: 东海证券研究所

图 6. 我国人均 GDP 变化及其带来的消费升级 (单位: 美元)



资料来源: 东海证券研究所

2009年12月1日, 国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》, 首次提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业, 并首次提出“把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录”。2010年4月, 《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》发布, 提出: 研究完善游艇管理办法, 创造条件适应扩大开放水域, 做好经批准的境外游艇停泊海南的服务工作; 积极推进游艇码头建设; 培育发展游艇等旅游装备制造业。游艇产业的发展将给地方政府带来的巨大经济效益, 被誉为“漂浮在黄金水道上的巨大商机”。在游艇上1美元的投资, 可以引发6.5至10美元的经济效应。近年来, 游艇的高附加值效应引起了我国沿海和内陆水上旅游资源丰富且经济相对发达省市的重视, 如上海、深圳、广州、杭州、厦门、三亚等城市均将游艇产业列为优先发展的产业之一。

表 1. 各地游艇相关政策

地区	主要的相关游艇政策
上海	成为城市滨水游船旅游胜地和长三角游艇市场消费的中心区域。水上旅游产业成为上海新型服务经济的增长点, 其贡献占到全市GDP的3%-4%
深圳	优先发展产业
广州	制定《推动海港经济发展的工作方案》, 提出要充分利用广州发展休闲航海业的资源优势 and 条件, 打造区域性国际休闲航海旅游基地, 并努力将游艇休闲产业培育成为广州经济社会发展新增长极的重要组成部分。
杭州	鼓励产业重要发展方向
厦门	打造游艇业成为“海西”产业的新兴龙头
三亚	积极鼓励发展私人游艇和游艇企业会所, 建设中国一流的游艇基地

资料来源: 东海证券研究所

2、国内游艇业发展空间巨大

国内目前购买的游艇主要有三类: 一是用于国家海洋局等海事部门和公安部门的特种艇; 二是作为公务接待和各种商务、婚庆等的商务艇; 三是作为私人消费的私人游艇。公司生产产品覆盖商务艇、特种艇和私人游艇, 拥有广阔的发展空间。

特种艇: 刚性需求空间超40亿

特种艇是指政府部门或军事机构用于各类特殊目的的非商业性复合材料船艇; 主要包括水上执法、水文、

科研、抗洪救灾和军用等目的的船艇。

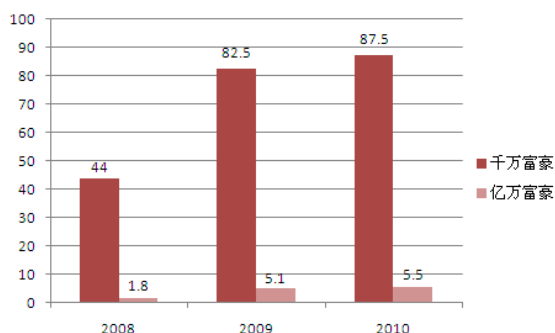
国家海洋局于今年 10 月招标 4.2 亿海洋执法艇，公司中标 2.7 亿，未来海洋局还有超过 40 亿的招标。我国目前拥有海洋执法艇 260 多艘，而为了满足执法需求要求每千平方公里配备一艘（超过 4000 艘），特种艇有着广阔的需求空间。

私人游艇：市场需求超过 400 亿

据中国船舶工业行业协会船艇分会的资料表明，目前世界平均每 171 人拥有一条私人游艇，挪威、新西兰等国家，人均拥有游艇的比例高达 8 比 1，美国为 14 比 1，内陆国家瑞士人均拥有游艇也达到 69 比 1。另据国家海事局 2008 年 7 月发布的数据，我国大陆每 1300 万人才拥有 1 条私人游艇。中国经济最发达的长三角地区，拥有私人游艇的人数不过百人，这种巨大差距揭示了私人游艇产业未来在中国所能够达到的高度。

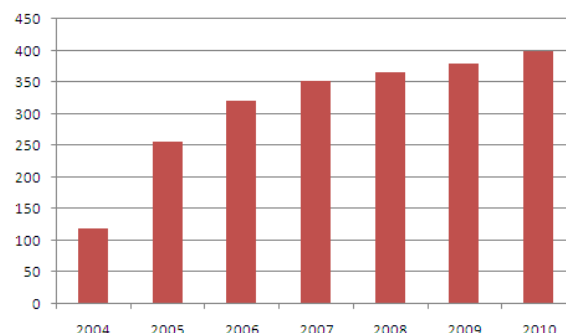
中国内地的千万富豪人数已达 87.5 万人，亿万富豪达 5.5 万，按照 5% 的千万富豪有购买意愿，保守估计以每艘价格 100 万，私人游艇市场需求超过 400 亿。中国每年有八个大型的游艇展，最大的是中国国际游艇展。该展会参展商规模不断扩大，最新一届展会上全球四大游艇制造集团巨头法拉帝、阿兹姆特-贝内蒂、博纳多、宾士域联同公主、菲尔兰、圣斯克、亚诺等顶级游艇品牌继续保持着往年的强劲销售势头，英国公主签下两艘 84 尺和 54 尺游艇的意向合约，售价分别在 5000 万和 1400 万，宾士域水星更是售出 13 条价格在两、三百万的游艇，这些显示出高端游艇市场的潜力巨大。

图 7. 中国富豪人数变化（单位：万人）



资料来源：东海证券研究所

图 8. 中国国际游艇展参展商数目变化



资料来源：东海证券研究所

商务艇：市场空间超过 150 亿元

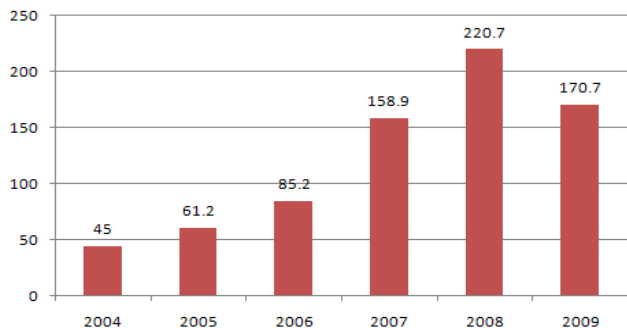
商务艇指以营利和商务活动为目的，符合广义上游艇概念或功能的船艇，由船检部门颁发游船、客船等证书。旅游、商务活动和公关宣传用的商务艇是目前我国商务游艇市场的主要需求。以 2009 年国内游艇业 30 亿产值，商务艇占比按照 35% 计算，并保守估计商务艇行业增长率为 40%，未来五年商务艇市场空间超过 150 亿元。

出口：未来五年超过 10 亿美元

根据 E-Composites 公司预测，2010 年世界休闲游艇市场的年需求将达到 332 亿美元。2004—2009 年，国内出口游艇复合增长率为 30.56%，出口的船型以中小船型为主，目的地主要有美国、中国香港地区、澳大利亚、俄罗斯和荷兰。2008 年出口额达到了 2.2 亿美元，2009 年由于经济危机滞后影响出口为 1.7 亿美元，目前重新进入上升轨道，最新数据截至 2010 年 11 月出口已达 1.75 亿美元，超过 09 年全年。保守估计未来出口增长率为 10%，

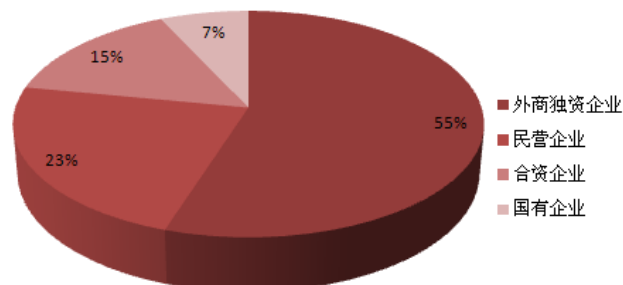
未来五年的出口市场空间超过10亿美元。

图 9. 国内游艇出口额变化 (单位: 百万美元)



资料来源: 东海证券研究所

图 10. 国内出口游艇生产企业类型分布



资料来源: 东海证券研究所

三、公司在复合材料游艇行业竞争优势明显

1、公司具有设计和品牌优势

相比国外游艇公司, 公司产品价格便宜1/3, 有价格优势, 而相比国内公司具有设计研发和品牌优势。

设计方面, 公司的优势体现在材料、设计、和无模造船工艺上。公司近年来开发应用了具有国内领先水平的真空树脂导流成型工艺和FRP无模建造技术, 与传统工艺相比强度提高20%, 树脂节省20%。公司现有设计人员90多人, 核心设计人员20多人, 另正与华东理工大学合作培养120人的游艇专业设计人员。公司现已能设计生产出船长42米, 船速18km/h以上的高速船, 游艇的空间设计和功能匹配也日趋合理。

品牌方面, 公司是国内少数几家具有自主品牌的游艇企业, 太阳鸟品牌不仅得到了民用船艇用户的认可, 也得到了军事用户认可, 公司已被国家有关部门和军事单位列为装备定点生产单位。在品牌的市场开拓方面, 公司通过游艇俱乐部、4S店和8个主要销售点的客户体验等方式提高品牌知名度。

2、先发和资金优势使公司具备并购的能力

图 11. 中国复合材料船艇制造企业数量及分布图



资料来源: 东海证券研究所, 公司招股说明书

游艇业的壁垒除了设计和品牌，资金也是非常的因素。公司通过首先上市募集资金5.87亿元，扣除募项目资金1.59亿元和补充流动资金0.48亿元，资金剩余3.8亿元。中国复合材料船艇制造企业370多家，其中年销售收入1000万以上的主要企业有40多家，公司具备并购同类公司丰富生产线的能力。

四、公司成长具有持续性

1、订单有望继续稳定高速增长

公司生产周期为3—6个月，目前商务艇和私人游艇在手订单1-2亿，预计这两项全年订单超3亿。由于商务艇和私人游艇下游的巨大需求，我们认为公司作为行业龙头，未来三年能够保持行业内的平均增速，40%—50%。

特种艇方面，公司获得的价值2.72亿元的国家海洋局34艘特种艇订单将在11年将确认大部分收入。国家海洋局是由国土资源部管理的行政机构，2010年10月招标共4.2亿，公司获得2.7亿，未来国家海洋局还有超过40亿的订单，公司与海洋局有稳定的合作关系，我们认为公司未来能够持续获得海洋局的订单，与公司主营业务收入占比在30%-50%之间。

表2. 国家海洋局与公司合作情况

年份	金额（元）	占当年收入比重（%）
2007	4,863,418.80	5.20%
2008	11,954,876.06	8.43%
2009	14,531,282.04	8.00%

资料来源：东海证券研究所，公司公告

2、产能能够保证业务发展需求

公司共有沅江和珠海两个生产基地，其中沅江基地500多人、产能200艘、产品主要为商务艇和特种艇；珠海基地400多人、产能50艘、产品主要为私人艇和商务艇。公司募投的“高性能复合材料船艇扩能建设”项目，建成后新增游艇84艘、特种艇116艘，总体提升约80%的产能。公司特种艇生产模具无需大批量个性化定制，所需产能少于定制化生产的商务艇和私人游艇，因此综合来看，我们认为公司的产能能够保证业务发展。

表3. 公司募投资金运用（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金使用计划	
			第一年	第二年
1	高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	5,107	6,905
2	技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	918	918
3	营销服务网络建设项目	2,055	1,027	1,028

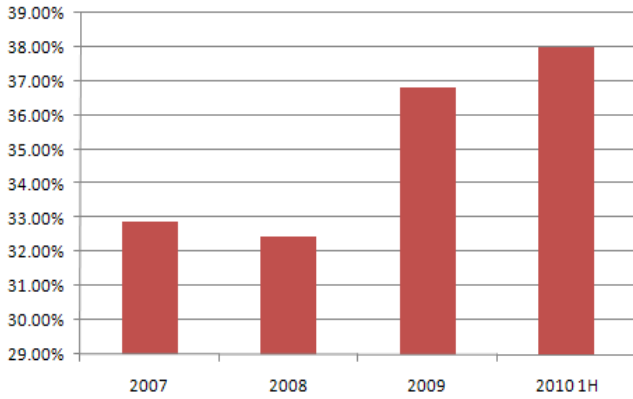
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3、行业向好，产品结构升级，公司能够保持高毛利

游艇产业作为我国的新兴产业，目前正处于快速成长期。公司特种艇业务面对的是下游国家海事部门的刚性需求，有望保持稳定增长；私人游艇和商务艇业务下游处于起步期，产品不断向高端大型化发展，收入

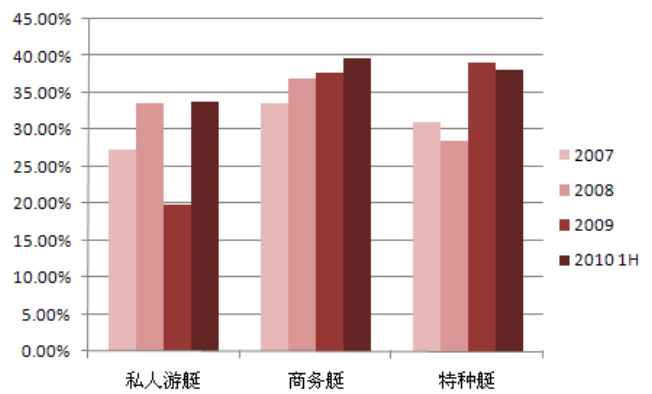
和毛利有望加速增长。上游成本方面，我国复合材料、高分子材料等行业发展迅速，已发展成为世界第二大国，复合材料船艇成型所需材料已完全国产化，市场处于良性竞争态势，各类材料市场供应充足，有利于公司毛利率的提高。基于以上判断，我们认为公司能够在未来维持高毛利率。

图 12. 公司毛利率变化



资料来源：东海证券研究所

图 13. 公司各项业务毛利率变化



资料来源：东海证券研究所

五、盈利预测与估值

1、盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 55.1%

预测假设: (1) 募投项目顺利达产; (2) 原材料价格保持稳定; (3) 各项费率保持稳定, 基于以上假设, 我们对公司各项业务进行了预测:

表 4. 公司收入分项预测 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
私人游艇	18.05	25.27	50.54	101.08	151.62
收入增长率	102.80%	40%	100%	100%	50%
成本	14.48	16.43	31.33	59.64	86.42
毛利率	19.76%	35%	38%	41%	43%
商务艇	83.53	112.77	157.87	236.81	378.89
收入增长率	40.50%	35%	40%	50%	60%
成本	51.97	68.79	94.72	139.72	219.76
毛利率	37.78%	39.00%	40%	41%	42%
特种艇	78.59	113.96	300.00	450.00	630.00
收入增长率	30.80%	45%	163%	50%	40%
成本	47.86	70.65	186.00	279.00	390.60
毛利率	39.10%	38%	38%	38%	38%
其他	1.53	1.76	2.11	2.64	5.94
收入增长率		15%	20%	25%	125%
成本	1.08	1.23	1.46	1.79	3.98

	毛利率	29.41%	30%	31%	32%	33%
收入合计		181.7	254	510.52	790.53	1166.45
收入增长率		28.20%	39.65%	101.19%	54.85%	47.55%
成本合计		115.39	157	313.51	480.15	700.76
综合毛利率		32.44%	38.09%	38.59%	39.26%	39.92%

资料来源：东海证券研究所

2、估值：合理价格为 47.6 元

A 股可比相关上市公司主要有 6 家，分别是上海佳豪、机器人、三特索道、中国船舶、广船国际、中国重工。

表 5. 主要可比上市公司

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE	2012PE
300008	上海佳豪	34.10	42.17	31.13	23.19
300024	机器人	56.41	90.43	59.01	45.92
002159	三特索道	79.37	55.35	41.46	30.07
600150	中国船舶	19.09	18.10	16.86	16.37
600685	广船国际	26.41	19.15	17.83	15.19
601989	中国重工	55.91	36.70	28.54	28.84
均值		45.22	43.65	32.47	26.60

资料来源：WIND，东海证券研究所

鉴于公司作为第一家上市游艇公司的高成长性和盈利能力，并结合公司净利润增长情况以及可比公司的估值实际情况、对应 2011 年 EPS 1.19 元，给予公司 40 倍市盈率估值，公司合理股价为 47.6 元，买入评级。

六、风险提示

- (1) 人才短缺风险；(2) 原材料价格波动风险；(3) 特种艇订单低于预期影响

表 6. 公司财务预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37	675	692	764	927	营业收入	182	254	510	790	1166
应收款项	30	32	54	87	122	增长率	28.2%	39.7%	101.2%	54.9%	47.6%
存货净额	51	80	137	234	330	营业成本	115	157	313	480	701
其他流动资产	21	20	43	73	19	营业成本/营业收入	63.5%	61.9%	61.4%	60.7%	60.1%
流动资产合计	140	806	926	1158	1398	营业税金及附加	1	3	6	10	15
固定资产	126	190	264	313	363	销售费用	11	12	19	31	46
无形资产及其他	18	17	17	16	16	销售费用/营业收入	5.9%	4.7%	3.8%	3.9%	4.0%
投资性房地产	0	0	0	0	0	管理费用	20	30	54	86	121
长期股权投资	0	0	0	0	0	管理费用/营业收入	10.9%	11.8%	10.6%	10.9%	10.4%
资产总计	284	1014	1208	1488	1777	财务费用	4	0	(3)	(4)	(4)
短期借款及交易性金融负债	52	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
应付款项	26	38	66	113	160	资产减值及公允价值变动	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	30	119	180	252	248	其他收入	0	(0)	0	0	0
流动负债合计	108	157	246	365	408	营业利润	30	51	120	186	288
长期借款及应付债券	10	10	10	10	10	营业外净收支	3	1	2	2	2
其他长期负债	2	2	3	4	4	利润总额	33	52	122	188	289
长期负债合计	12	12	13	14	14	增长率	41.0%	70.5%	135.4%	55.0%	54.3%
负债合计	119	169	259	379	423	所得税费用	7	15	24	37	56
少数股东权益	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
股东权益	165	845	949	1109	1354	归属于母公司净利润	45	88	139	220	328
负债和股东权益总计	284	1014	1208	1488	1777	增长率	85.4%	96.9%	57.2%	58.7%	49.1%

关键财务与估值指标						现金流量表(百万元)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.32	0.51	1.19	1.84	2.82	净利润	28	44	104	160	246
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	1	(1)	0	0	0
每股净资产	1.90	9.70	10.88	12.72	15.54	折旧摊销	10	14	21	32	40
ROE	17%	5%	11%	14%	18%	公允价值变动损失	1	0	0	0	0
毛利率	36%	38%	39%	39%	40%	财务费用	4	0	(3)	(4)	(4)
EBIT Margin	19%	20%	23%	23%	24%	营运资本变动	(54)	72	(13)	(40)	(33)
EBITDA Margin	24%	26%	27%	27%	28%	其它	(1)	1	0	(0)	0
收入增长	28%	40%	101%	55%	48%	经营活动现金流	(15)	130	113	152	253
净利润增长	39.1%	58.4%	133.3%	54.4%	53.7%	资本开支	(47)	(76)	(95)	(80)	(90)
资产负债率	42%	17%	21%	25%	24%	投资活动现金流	(47)	(76)	(95)	(80)	(90)
P/E	0.0	75.0	32.1	20.8	13.5	其它融资现金流	93	(52)	0	0	0
P/B	0.0	3.9	3.5	3.0	2.5	融资活动现金流	93	583	0	0	0
EV/EBITDA	1.4	53.9	26.0	17.4	11.6	现金净变动	30	637	17	72	163

资料来源：东海证券研究所

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

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，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。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，本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。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本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，未经本公司书面授权，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。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897