



证券、期货业/综合类证券公司

公司深度研究报告

2010年04月19日

东北证券(000686.sz)

有实力，有动力，强烈看好

曹恒乾 研究员
电话: 020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

王俊爽 研究助理
电话: 020-87555888-615
eMail: wjs@gf.com.cn

经纪业务高弹性、高成长性

公司主要的收入来源为经纪和自营业务，我们预计10年公司经纪业务收入占比将进一步上升。这决定了公司具有超高的经纪业务弹性。目前公司经纪业务市占率呈显著增长态势，10Q1份额较09年提升5%。我们认为公司的上升势头在10年全年都将持续。理由有三：1、公司市占率上升而吉林省整体交易额未发生明显变化，说明市场份额增量来自于新增客户产生的交易额增量。2、优势区域营业部的异地迁址将在未来贡献持续的市场份额增量。3、09年开始的营销体系建设将在10年显现成效。

东北地区佣金率水平较高而下降的空间有限：当地证监局对恶性竞争的监管力度大。

大股东激励计划使公司10年业绩确定性高

亚泰集团激励基金计划规定，10年WAROE达到10%后，集团将能提取3,000万元的激励基金。作为集团净利润的重要来源，东北证券10年的业绩对于实现激励目标至关重要。公司具有在10年释放业绩的动能。如果10年全年集团要达到10%的WAROE水平，则需要东北证券全年净利润达到8.30亿。所以公司有在10年释放业绩的动能。

盈利预测与评级

10~12年公司EPS分别为1.63元、1.85元、2.10元。

使用三种不同的估值模型得到公司合理的价值区间为40.05~41.56元。取中值为40.79元。给予其“买入”评级。

风险提示

未来有交易额大幅下降以及自营投资出现重大失误的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1116.09	1993.07	2200.99	2455.67	2741.09
净利润(百万元)	409.95	912.88	1043.02	1184.25	1343.64
净利润增长率	-63.19%	122.68%	14.26%	13.54%	13.46%
每股收益(元)	0.705	1.428	1.631	1.852	2.102
市盈率	17.04	26.87	20.64	18.18	16.03
市净率	3.10	8.03	5.21	4.03	3.21
每股红利(元)	0.10	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率(%)	0.83	0.39	0.45	0.45	0.45

来源:东北证券股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	33.68
目标价格(元)	40.79
前次评级	买入

股价走势

东北证券(000686)与沪深300(000300)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-0.03%	-7.73%	46.40%
沪深300	2.72%	-4.12%	26.62%

股票数据

总股本(万股)	63,931.24
流通A股(万股)	19,428.46
主要股东:	

吉林亚泰(集团)股份有限公司	30.71%
主要股东持股比例	30.71%

流通A股比例	30.39%
--------	--------

财务比率

ROE	29.86%
ROA	8.56%
资产负债率	83.70%
每股净资产(元)	4.78

2009年报数据

目录索引

调研要点与分析结论	3
经纪业务高弹性、高成长性	3
业务构成决定经纪业务高弹性	3
公司近期经纪业务成长迅速，趋势可持续	4
公司目前股基净费率水平较高，预计未来呈缓慢下降趋势	6
其他业务—风险控制、复苏与起步	7
风险控制：自营业务稳健经营	7
复苏：承销业务强势反弹	7
起步：资产管理扬帆起航	7
大股东激励计划将促使公司 10 年业绩确定	8
激励计划概况	8
公司 10 年业绩对亚泰集团很重要	8
公司配股—不会稀释亚泰集团 ROE 水平	9
东北证券 10 年净利润底线测算—8.30 亿	9
盈利预测与估值	9
相对估值—合理价值区间[40.05, 40.79]	9
绝对估值—合理价值 41.56	9
风险提示	10

图表索引

表 1: 09 年公司异地迁址营业部一览（不含吉林省外迁址）	5
表 2: 10 年一季度东北证券营业部股基交易额状况（单位：百万元）	6
表 3: 亚泰集团激励基金计划—额外激励	8
表 4: 亚泰集团净利润及净利润构成	8
表 5: 绝对估值预测表（单位：百万）	10
图 1: 06~12 年东北证券收入构成	4
图 2: 近期东北证券市占率提升显著领先于全吉林地区市占率变化	5
图 3: 公司权益类自营投资情况	7

调研要点与分析结论

4月15日下午，我们对东北证券(000686.sz)进行了调研。调研要点和分析结论如下：

- 1、公司经纪业务具有高弹性。市场占有率具有高成长性，而且这样的成长性将能在未来持续；佣金率水平较高而下降的空间有限。
- 2、自营投资人员稳定。从历史业绩看，团队具有较高的市场敏锐度，10年自营投资的思路是强调控制风险的前提下创收。
- 3、公司其他业务面临爆发式增长：10年一季度承销业务收入已是09年全年的5倍；资产管理业务即将进行第二支集合理财产品的募集。
- 4、母公司亚泰集团提出的激励基金计划对母公司10年的业绩提出要求：这将直接造成东北证券在10年将会努力实现母公司的业绩要求。10年公司业绩有保障。
- 5、使用三种不同的估值模型得到公司合理的价值区间为40.05~41.56元。取中值为40.79元。给予其“买入”评级。
10~12年公司EPS分别为1.63元、1.85元、2.10元。给予10年25X的PE，目标价40.79元。使用分部估值法，给予经纪业务25XPE，保守起见给予自营业务1XPE，则公司每股公允价值为40.05元。使用绝对估值法（三阶段剩余模型），得到公司公允价值为41.56元。

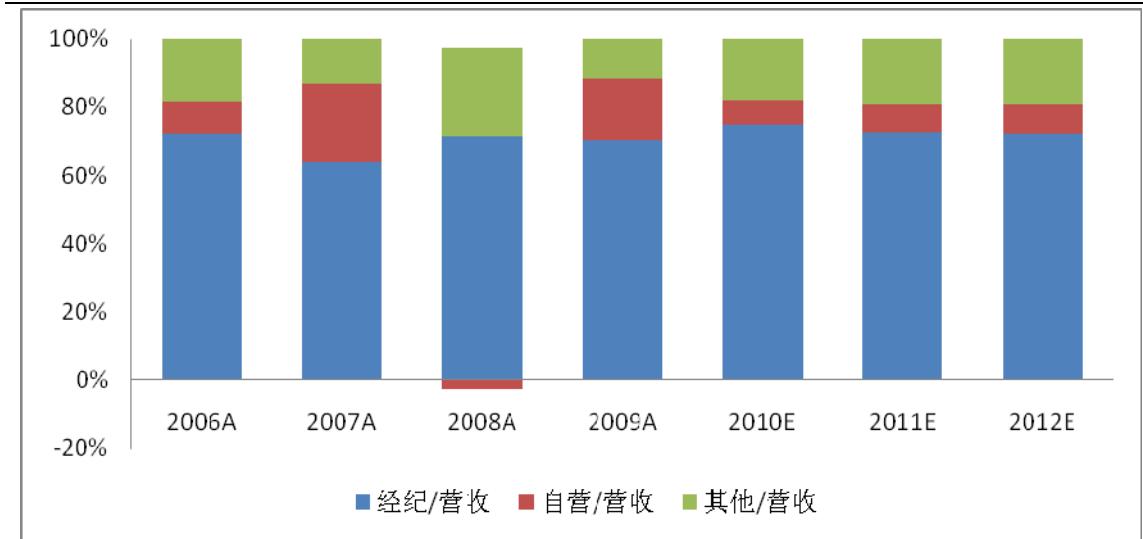
经纪业务高弹性、高成长性

经纪业务的高弹性加上其高成长性，造就公司10年将大幅受惠于该业务。

业务构成决定经纪业务高弹性

东北证券主要的收入来源为经纪和自营业务，09年经纪业务收入占总营业收入的70%，由于10年资本市场的情况更为复杂，投资难度较09年更大，我们预计10年公司经纪业务收入占比将进一步上升。

图 1: 06~12 年东北证券收入构成



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

超高的经纪业务占比决定了公司具有超高的经纪业务弹性。市占率的显著上升、佣金率小于同业的下跌都将显著的反应为营业收入的向好变化。经过我们的测算发现，公司股票交易市占率每提升一个百分点（约12%~13%的增幅），公司净利润将相应提升13%~14%。

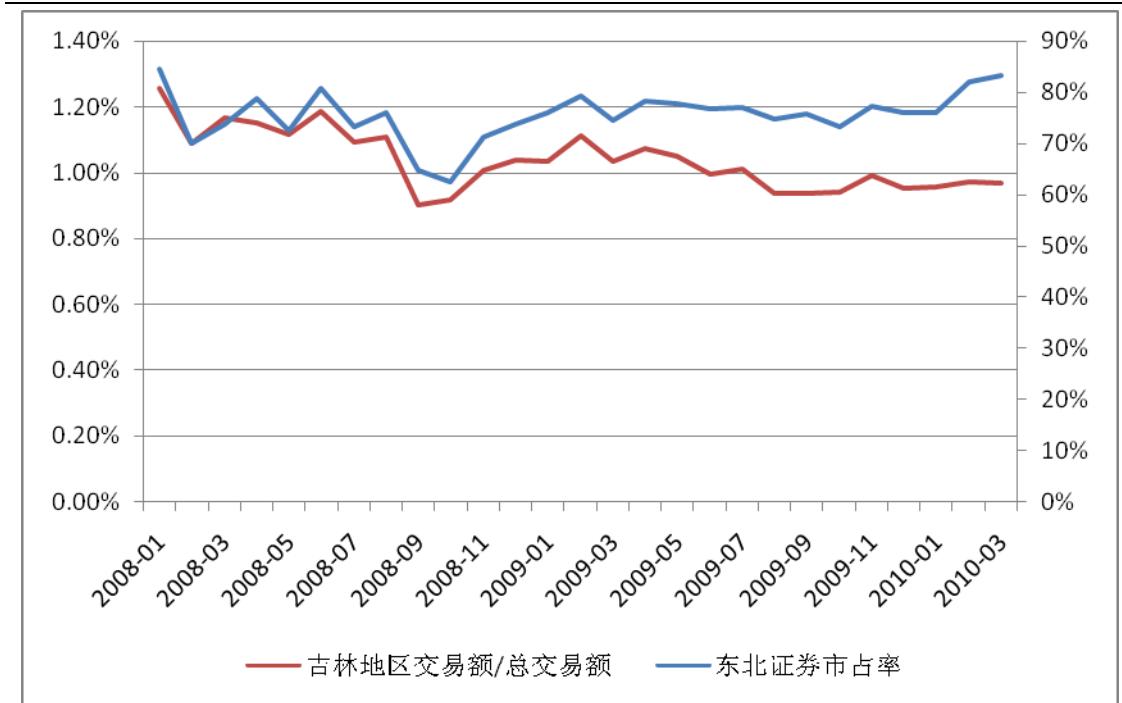
公司近期经纪业务成长迅速，趋势可持续

目前公司经纪业务的市场占有率呈现显著增长的态势，10年一季度市场份额较09年提升5%。

我们认为公司这种上升的势头在10年将会持续。理由有如下三点：

首先，公司市占率提升的驱动力是新增客户带来的交易额增量，这样的市占率提升能够持续。对于大多数券商而言，短期的市占率增长来源于属地整体交易额的向上波动。这样的增长具有偶然性而往往不可持续；但公司半年多以来市占率的上升则是在吉林省市占率未有显著变化的情况下取得的，这样的市占率提升能够持续。根据我们调研的情况，上海、吉林等区域的营业部实现快速增长是市占率增长的主因。

图 2: 近期东北证券市占率提升显著领先于全吉林地区市占率变化



数据来源：广发证券发展研究中心

其次是公司网点布局在10年将更为合理，更多的异地搬迁意味着市场份额的稳健扩张。公司当前主要对尚未升级的11家服务部完成升级，同时谋求本地网点的异地迁址。思路正确的前提下行动迅速：09年公司实现8家本地营业部的异地迁址，与监管层沟通的效率高。我们预计随着10年8月异地迁址底线的临近，公司将会加速进行网点布局的优化，市场份额上升趋势有望进一步提速。

表 1: 09 年公司异地迁址营业部一览 (不含吉林省内迁址)

迁出地审批日	迁入地审批日	迁出地	迁入地	状态
2009-01-12	2009-01-21	长春	广州	营业中
2009-04-13	2009-05-19	长春	济南	营业中
2009-04-13	2009-05-13	长春	南昌	营业中
2009-07-29	2009-08-17	四平	宁波	筹建中
2009-10-20	-	梨树	郑州	-
2009-10-20	-	扶余	石家庄	-
2009-10-23	2009-11-21	图们	晋江	筹建中

数据来源：公司报表

目前上表中7家异地新建的营业部还处于业务成长初期，交易额较小。假设今年上述营业部可以达到公司交易额前70%的水平，则这将为公司贡献接近8%的市占率提升幅度。

表 2: 10年一季度东北证券营业部股基交易额状况 (单位: 百万元)

营业部	股基交易	全国排名	营业部	股基交易	全国排名
长春前进大街证券营业部	10062.35	543	重庆科园一路证券营业部	2904	2540
江阴朝阳路证券营业部	9238.71	645	武汉香港路证券营业部	2878	2550
长春市解放大路证券营业部	8901.56	696	长春海口路证券营业部	2873	2554
长春同志街第三证券营业部	6233.6	1265	四平爱民路证券营业部	2746	2623
北京三里河证券营业部	5550.62	1477	吉林光华路证券营业部	2731	2628
上海局门路证券营业部	5134.57	1606	长春红旗街证券营业部	2714	2636
上海世纪大道证券营业部	4947.61	1678	长春西四马路证券营业部	2420	2752
白山浑江大街证券营业部	4829.73	1731	大连七七街证券营业部	2322	2786
吉林遵义路证券营业部	4824.47	1732	敦化证券营业部	2125	2859
长春西安大路证券营业部	4775.4	1752	重庆小新街证券营业部	2017	2904
延吉光明街证券营业部	4703.35	1787	通化新华大街证券营业部	1997	2912
上海迎春路证券营业部	4637.47	1816	太原解放路证券营业部	1974	2923
上海永嘉路证券营业部	4311.23	1953	长春东盛大街证券营业部	1971	2925
长春建设街证券营业部	4195.87	2011	四平英雄大街证券营业部	1939	2936
上海吴淞路证券营业部	4102.34	2063	福州东街证券营业部	1860	2958
上海洪山路证券营业部	4099.06	2064	长春东风大街第二证券营业部	1800	2983
辽源人民大街证券营业部	4013.39	2102	重庆铜梁证券营业部	1432	3123
长春东风大街证券营业部	3934.29	2131	天津卫津路证券营业部	1316	3164
白城中兴西大路证券营业部	3904.73	2141	梅河口证券营业部	1298	3169
上海长寿路证券营业部	3837.51	2168	公主岭证券营业部	1144	3238
北京朝外大街营业部	3714.54	2212	松原建设街证券营业部	826	3350
深圳百花四路证券营业部	3632.42	2245	深圳南山大道证券营业部	821	3353
南京瑞金路证券营业部	3601.29	2263	广州东风东路证券营业部	683	3416
杭州市体育场路证券营业部	3429.63	2333	上海西渡证券营业部	540	3473
长春东民主大街证券营业部	3353.36	2369	珲春证券营业部	431	3546
南京中山北路证券营业部	3195.26	2438	济南解放路证券营业部	166	3766
四平中央东路证券营业部	3126.37	2472	南昌阳明路证券营业部	61.7	3882

数据来源：广发证券发展研究中心

再次是09年开始大范围实施的经纪业务营销团队建设和激励机制建设将在10年进一步深化，营销体系的完善将有助于市场份额的扩大。

公司目前股基净费率水平较高，预计未来呈缓慢下降趋势

根据年报披露的数据进行测算，09年公司股基佣金率1.67‰。我们通过调研了解到，对于通过压低佣金率来进行业务拓展的恶性竞争手段，吉林证监局与协会对此的监管力度非常大，目前吉林地区的代理买卖业务市场处于一个相对平和的环境中，可以预期短期内当地费率不会出现快速下滑的情况。

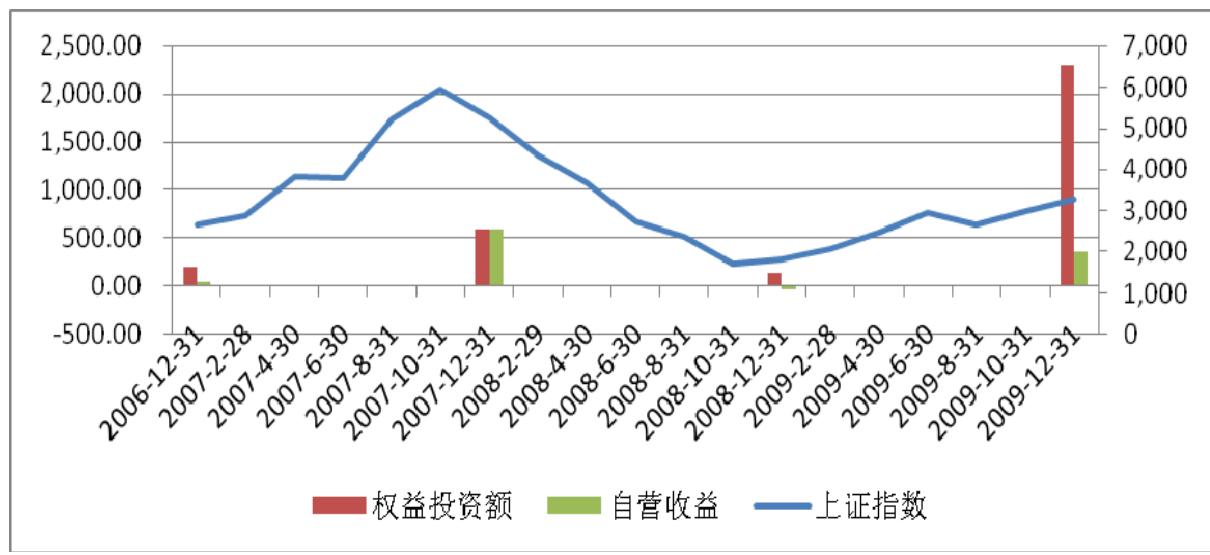
其他业务—风险控制、复苏与起步

风险控制：自营业务稳健经营

公司对于自营业务的发展思路是：在控制风险的前提下增加收入。09年公司成立上海分公司，专门负责自营投资，人员结构较为稳定，投资理念统一，多年来对市场的把握都较准确和成功。从最近四年的投资结果可以看出公司自营业务一直保持在一个较为稳定的盈利状况下，没有使公司遭遇较大的系统性风险。

同时我们调研了解到，公司领导层认为今年大市将保持震荡向上的格局，那么我们推测近期公司自营将会更强调风险控制。

图 3：公司权益类自营投资情况



数据来源：公司报表

复苏：承销业务强势反弹

09年6月，公司设立北京分公司经营全国范围的承销及保荐业务。全新的组织构架和组织形式使公司09年的投行业务遭遇滑铁卢—09年公司未完成一单股票或债券的承销业务，收入仅为1,340万。然而进入2010年，相对独立的管理结构和分公司的区域优势开始显现出优势。一季度公司完成3家中小板企业的IPO，承销收入达到6,648万，预计10年全年将实现投行业务的爆发式的发展。

起步：资产管理扬帆起航

09年7月，公司获批成立第一支集合理财产品，该产品为非限定性混合型产品，09年底规模达到6.10亿份。而短短半年后，公司第二支集

合理理财产品也开始推广。快速发展的资产管理业务虽然在短期内还不能为公司提供可观的收入，但我们看好公司该项业务巨大的成长潜力以及为经纪业务营销理财所起到的强大支撑作用。

大股东激励计划将促使公司10年业绩确定

激励计划概况

09年东北证券的大股东亚泰集团（持股比例30.71%）通过一项激励基金计划，计划规定从10年开始，如果集团年度加权平均净资产收益率达到10%，集团将能在净利润中提取3,000万元的激励基金。而在达到该项基本要求后，若集团年度净利润增长率达到10%以上，则还可按照以下比例额外提取激励基金。

表 3：亚泰集团激励基金计划—额外激励

净利润增长率	相应净利润增加额的提取比例
10%<净利润增长率≤30%	5%
30%<净利润增长率≤50%	7%
净利润增长率>50%	9%

数据来源：公司公告

公司10年业绩对亚泰集团很重要

从净利润角度看，东北证券的10年业绩水平对亚泰集团实现首年度的激励计划目标至关重要。下表是亚泰集团最近四年ROE水平和东北证券贡献的净利润占比情况，可以看到，东北证券净利润是集团净利润的重要来源。

表 4：亚泰集团净利润及净利润构成

	2009A	2008A	2007A	2006A
净利润（亿）	7.46	3.30	5.36	1.14
净资产（亿）	69.88	53.33	50.32	26.14
ROE（加权，扣除）	10.59%	6.04%	17.17%	3.52%
东北证券贡献净利润(亿)	2.80	1.26	3.42	0.26
东北证券贡献净利占比	37.59%	38.20%	63.82%	23.06%

数据来源：公司报表

从净资产角度看，东北证券释放可供出售金融资产的浮盈有助于降低亚泰集团的净资产。如果东北证券的可供出售金融资产浮盈较多，该部分资本公积增加项也将会按比例借记亚泰集团的长期股权投资同时贷记资本公积（其他资本公积）——事实上08年集团加权平均ROE水平较低，就是因为08年初东北证券资本公积大幅增长——从而使集团的净资产增加。

所以为使大股东完成首年的激励计划，东北证券具有在10年释放业

绩的动能。

公司配股一不会稀释亚泰集团ROE水平

东北证券计划通过配股方式融资不超过40亿，亚泰集团承诺将以现金方式按原有股权比例认购新增股份，该种情形不会直接增加集团的净资产，故也不会稀释集团10年的ROE水平。

东北证券10年净利润底线测算—8.30亿

09年亚泰集团除去东北证券贡献外的净利润4.66亿(主要由水泥业务贡献)，我们假设10年同比增长10%，达到5.13亿的水平(目前东北极端天气的持续使得煤炭在传统的淡季依旧维持高价格，而随着旺季的来临，东北地区全年的煤炭价格可能会居高不下，成本维持高位将吞噬水泥行业利润，所以我们在对水泥需求保持乐观的前提下谨慎看待亚泰集团10年的业绩增长)。如果10年全年集团要达到10%的WAROE水平，则需要东北证券全年净利润达到8.30亿，对公司当前股价，10年PE为26X。对于一家在各项业务方面都具有高成长特性的大型券商而言，这样的估值水平无疑具有相当的安全边际。

盈利预测与估值

预计东北证券10年经纪业务将实现快速增长，而投行业务、资管业务也将实现跨越式的蜕变。同时由于大股东激励基金计划的实施，公司有较强释放业绩的动能，我们看好公司未来的成长性以及业绩的确定性。

相对估值—合理价值区间[40.05, 40.79]

在10年日均A股交易额2500亿、上证指数3500点的市场假设下，我们预测10~12年公司EPS分别为1.63元、1.85元、2.10元。给予10年25X的PE，目标价40.79元。

同时我们使用分部估值法，给予经纪业务25XPE，保守起见给予自营业务1XPE，则公司每股公允价值为40.05元。

绝对估值—合理价值41.56

我们同时使用三阶段剩余法对公司价值进行预测。假设精确预测期(阶段二，2013~2018)NI增长率为20%，模糊预测期(阶段三，2018~)NI增长率为10%，贴现率为9.47%。得到公司合理价值为41.56元。

表 5: 绝对估值预测表 (单位: 百万)

Year	B	NI	ROE	r	D
2007	2138.31	1113.823	52.09%	9.47%	
2008	2257.615	409.9523	18.16%	9.47%	
2009	3057.01	912.8759	29.86%	9.47%	273.8628
2010	4129.857	1043.008	25.26%	9.47%	312.9025
2011	5338.904	1184.248	22.18%	9.47%	355.2744
2012	6709.295	1343.64	20.03%	9.47%	403.0919
2013	7837.953	1612.368	20.57%	9.47%	483.7103
2014	9192.341	1934.841	21.05%	9.47%	580.4523
2015	10817.61	2321.809	21.46%	9.47%	696.5428
2016	12767.93	2786.171	21.82%	9.47%	835.8514
2017	15108.31	3343.405	22.13%	9.47%	1003.022
2018	17916.77	4012.086	22.39%	9.47%	1203.626
2019	21006.08	4413.295	21.01%	9.47%	1323.989
2020	24404.32	4854.625	19.89%	9.47%	1456.387
2021	28142.38	5340.087	18.98%	9.47%	1602.026
2022	32254.24	5874.096	18.21%	9.47%	1762.229
2023	36777.3	6461.505	17.57%	9.47%	1938.452
2024	41752.66	7107.656	17.02%	9.47%	2132.297
2025	47225.55	7818.422	16.56%	9.47%	2345.526
2026	53245.74	8600.264	16.15%	9.47%	2580.079
2027	59867.94	9460.29	15.80%	9.47%	2838.087
2028	67152.36	10406.32	15.50%	9.47%	3121.896
2029	75165.23	11446.95	15.23%	9.47%	3434.085
2030	83979.38	12591.65	14.99%	9.47%	3777.494
2031	93674.95	13850.81	14.79%	9.47%	4155.243
2032	104340.1	15235.89	14.60%	9.47%	4570.768
2033	116071.7	16759.48	14.44%	9.47%	5027.844
2034	128976.5	18435.43	14.29%	9.47%	5530.629
2035	143171.8	20278.97	14.16%	9.47%	6083.692
2036	158786.6	22306.87	14.05%	9.47%	6692.061
2037	175962.9	24537.56	13.94%	9.47%	7361.267
2038	194856.8	26991.31	13.85%	9.47%	8097.393
2039	215640.1	29690.44	13.77%	9.47%	8907.133

数据来源：广发证券发展研究中心

基于以上判断，我们强烈看好公司未来业绩及成长性，给予公司“买入”评级。

风险提示

未来有交易额大幅下降以及自营投资出现重大失误的风险。

资产负债简表		单位: 百万元			
报表项目		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	13,342	15,482	17,030	18,733	
其中客户存款	12,789	14,708	16,178	17,796	
结算备付金	1,239	1,501	1,651	1,816	
其中客户备付金	1,216	1,471	1,618	1,780	
交易性金融资产	1,083	1,586	1,853	2,173	
衍生金融资产	0	0	0	0	
应收利息	0	0	0	0	
存出保证金	550	221	243	267	
代理业务资产	0	0	0	0	
可供出售资产	1,239	1,586	1,853	2,173	
持有至到期投资	0	0	0	0	
长期股权投资	284	313	344	378	
固定资产	855	940	1,034	1,137	
无形资产	40	44	49	54	
其中交易席位费	6	7	7	8	
递延所得税资产	12	13	14	16	
其他资产	137	144	151	159	
资产总计	18,781	21,828	24,221	26,906	
短期借款	0	0	0	0	
其中: 质押借款	0	0	0	0	
拆入资金	0	0	0	0	
交易性金融负债	0	0	0	0	
衍生金融负债	0	0	0	0	
卖出回购资产款	0	0	0	0	
代理买卖证券款	14,491	16,664	18,330	20,163	
应付职工薪酬	110	121	133	139	
应交税费	89	98	108	114	
递延所得税负债	67	74	81	85	
负债合计	15,720	17,694	18,877	20,192	
股本	639	639	639	639	
资本公积金	150	173	190	209	
减: 库存股	0	0	0	0	
盈余公积金	243	347	466	600	
未分配利润	1,538	2,268	3,097	4,037	
一般风险准备	243	452	689	957	
少数股东权益	4	4	5	5	
归属母公司权益	3,057	4,130	5,339	6,709	
所有者权益合计	3,061	4,134	5,344	6,714	
负债及股东权益	18,781	21,828	24,221	26,906	
每股净资产	4.78	6.46	8.35	10.49	

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位: 百万元			
报表项目		2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入		1,993	2,201	2,456	2,741
手续费及佣金净收入		1,446	1,818	1,978	2,180
其中: 经纪净收入		1,402	1,622	1,762	1,942
承销净收入		13	158	173	191
资管净收入		2	6	7	8
其他		28	33	36	39
利息净收入		102	130	158	182
联、合营企业投资收益		74	79	91	104
总营业收入		358	157	211	255
汇兑净收益		0	0	0	0
其他业务收入		14	16	18	19
二、营业支出		803	842	913	990
营业税金及附加		93	103	114	128
管理费用		695	740	798	863
资产减值损失		0	0	0	0
其他业务成本		0	0	0	0
三、营业利润		1,190	1,359	1,543	1,751
加: 营业外收入		2	2	2	2
减: 营业外支出		2	1	1	1
四、利润总额		1,190	1,360	1,544	1,752
减: 所得税		277	317	360	408
加: 未确认投资损失		0	0	0	0
五、净利润		913	1,043	1,184	1,344
少数股东损益		0	0	0	0
母公司所有净利润		913	1,043	1,184	1,344
六、每股收益:					
基本每股收益		1.43	1.63	1.85	2.10
稀释每股收益		1.43	1.63	1.85	2.10
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					
主要财务指标					
指标项目		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率		78.58%	10.43%	11.57%	11.62%
营业利润增长率		130.32%	14.16%	13.55%	13.47%
净利润增长率		122.68%	14.26%	13.54%	13.46%
净资产收益率		29.91%	25.26%	22.18%	20.03%
资产负债率		83.70%	81.06%	77.94%	75.05%
所得税税率		23.30%	23.30%	23.30%	23.30%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

- 买入 (Buy) 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有 (Hold) 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出 (Sell) 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。