

量子高科 (300149.sz)

期待终端产品突破放量，带动收入快速增长

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-8634

eMail: twl@gf.com.cn

执业编号: S0260511020009

投资要点分析: 明年毛利率提高或存困难, 终端产品成为关键点

1) 毛利率明显回升存在一定困难, 销量继续小幅增长: 明年蔗糖价格下跌空间不大, 而公司产品提价难, 提价困难的原因: 下游客户议价能力强, 使得明年毛利率回升存在一定困难, 公司主要采取调整产品结构以及提高工艺技术来保证毛利率水平, 预计明年综合毛利率维持 39% 附近。预计 2011 年全年销量预计 9000 多吨, 同比增长约 10%, 公司现有产能 1.5 万吨, 募投资项目达产前, 不存在产能受限问题。**2) 1 万吨低聚果糖募投资项目最快 2012 年底投产, 而 2000 吨低聚半乳糖项目可能需到 2013 年初。**2012 年销售收入贡献主要来源于原有技改产能的释放, 同时, 10 月份收购的生和堂公司或将增厚 4000 万元左右收入, 此外, 注资时, 承诺业绩为 11-13 年分别不低于 500 万元、750 万元和 1125 万元, 这将增厚公司 10-20% 的净利水平。

3) 行业增长的推动因素: A、政策支持, 如政府明文规定若添加益生元的产品, 一定要添加多少量以及哪些产品必须添加益生元等, 这样行业或将迎来爆发性增长, 但目前没有看到有这样的政策出台; B、进入新领域, 如目前益生元主要运用在保健品和乳品行业, 若未来加大饮料、化妆品、饲料添等行业, 将推动行业带来快速增长。C、消费者的认知度提高等因素。

4) 期待公司终端产品突破放量: 2011 年公司主要精力都投入在此方面, 并于 10 月收购具有渠道优势的 生和堂食品公司, 剩余 1.65 亿元超募资金仍将投放下游终端产品, 寻找与公司优势互补的企业, 实现终端产品的快速扩张。

盈利预测与估值: 相比食品饮料其它公司, 估值不便宜

预计 2011-2013 年销售收入为 1.6 亿元、2.5 亿元和 3.3 亿元, 11-13 年 EPS 为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元, 对应当前 13 元股价的 PE 分别为 57 倍、36 倍和 26 倍, 考虑终端产品成长性, 给予公司“持有”评级。

风险提示: 原料价格继续上涨带来毛利率下滑, 终端产品开拓失败
预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	100.24	123.81	160.77	250.07	335.57
增长率(%)	3.26%	23.51%	29.85%	55.54%	34.19%
EBITDA(百万元)	38.63	41.42	36.97	59.57	81.48
净利润(百万元)	29.39	33.75	30.51	48.44	65.60
增长率(%)	26.81%	14.82%	-9.61%	58.76%	35.43%
每股收益(元)	0.59	0.50	0.23	0.36	0.49
市盈率	0.00	68.92	56.52	36.11	26.53
市净率	0.00	4.07	2.59	2.41	2.21
EV/EBITDA	-0.36	45.19	33.17	21.07	15.11

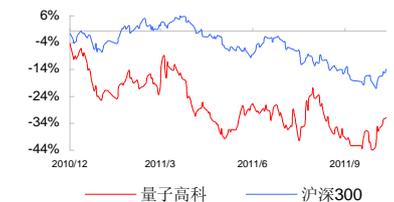
数据来源: 江门量子高科生物股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	13.00 元
合理价值	14.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	18.40	-4.20	
沪深 300	7.07	-6.64	-20.59

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

134/34

主要股东:

QUANTUM HI-TECH GROUP
 LIMITED

主要股东持股比例

32.12%

流通 A 股比例

25.37%

财务比率

ROE	5.91%
ROA	9.33%
资产负债率	2.74%

2010 年报数据

投资要点：终端产品能否突破放量成为关键点

- **毛利率明显回升存在一定困难：**明年蔗糖价格下跌空间不大，而公司产品提价难，使得明年毛利率回升存在一定困难，公司主要采取调整产品结构以及提高工艺技术来保证毛利率水平，预计综合毛利率维持 39%附近；
- **募投项目方面**预计 2012 年底才开始贡献收入，低聚果糖可能明年底，低聚半乳糖可能需到 2013 年初，现在的 1.5 万吨总产能还没有消化完。
- **2012 年收入增长来源：**主要来源于原有技改产能的释放，同时，10 月份收购的生和堂公司预计增厚 4000 万元左右收入，其中，注资时，承诺业绩为 11-13 年分别不低于 500 万元、750 万元和 1125 万元，这将增厚公司 10-20% 的净利水平。
- **行业增长的推动因素：**A、政策支持，如政府明文规定若添加益生元的产品，一定要添加多少量以及哪些产品必须添加益生元等，这样行业或将迎来爆发性增长，但目前没有看到有这样的政策出台；B、进入新领域，如目前益生元主要运用在保健品和乳品及饮料行业，若未来加大化妆品行业、饲料添加行业，也将给行业带来快速增长。C、消费者的认知度提高等因素。
- **期待公司终端产品突破放量：**2011 年公司主要精力都投入在此方面，如 2011 年 10 月公告注资生和堂食品公司，且公司剩余 1.65 亿元的超募资金或将继续投放终端产品，因此，未来公司的核心看点为：**终端产品放量**，同时，募投产能逐渐释放。
- **盈利预测与估值：**预计 2011-2013 年销售收入为 1.6 亿元、2.5 亿元和 3.3 亿元，11-13 年 EPS 为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元，对应当前 13 元股价的 PE 分别为 57 倍、36 倍和 26 倍，考虑到终端产品或放量带给公司收入快速增长，给予“持有”评级。

低聚果糖和半乳糖销量同比增长约10%

公司09年技改以后，公司总产能可达1.5万吨，而2010年公司低聚果糖和低聚半乳糖销量不到1万吨，不存在产能受限问题，且今年公司将大部分精力倾注在做好终端产品上。因此，在公司今年并没有新增大客户情况下，我们预计2011年公司总销量仅有小幅增长，其中，低聚果糖销量8000多吨，低聚半乳糖500-600吨，则全年销量9000多吨，同比2010年小幅增长约10%。

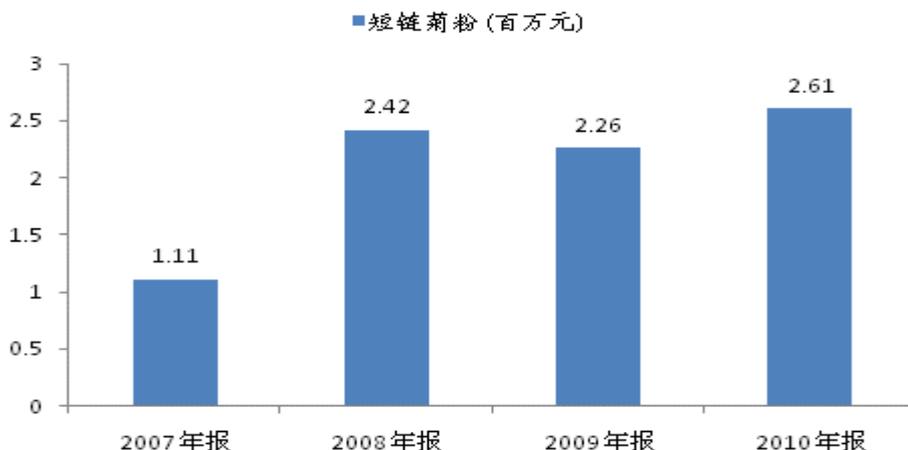
低聚果糖方面：今年1-3季度，低聚果糖销量约6000多吨，预计全年销量为8000多吨，其中，60%以上为高纯度产品，粉状产品占销售收入的比重约为1/3，占比小幅提升。

低聚半乳糖方面：预计全年低聚半乳糖的销售量为500-600吨，公司产能为1000吨，而2009-2010年1-6月生产量分别为93.6吨，和132吨，相比前两年，低聚半乳糖的销量有明显提高，目前低聚半乳糖和低聚果糖仍是共生产线，因此，产能利用率不能达到100%，更改生产半乳糖时需要清理以及占用生产时间，会影响低聚果糖的生产。

短链菊粉方面：1) 短链菊粉是益生元的一种，也是低聚果糖，只是原料不同而已。目前世界流行低聚果糖的原料主要有菊粉和蔗糖，而欧洲采取菊粉原料比较多，所以公司少数客户要求采用菊粉制低聚果糖，公司也在尽力说服客户改用蔗糖生产低聚果糖。因此，每年公司短链菊粉的量不多，近几年销量约90-100吨左右。2008年-2010年销售收入分别为242万元、262万元和261万元。

2) 国内种植菊粉原料的人不多，若大规模采购存在一定困难，公司目前主要从西北采购菊粉。因此，原料供应有问题，公司在蔗糖价格高涨的情况下换菊粉作为原料生产低聚果糖存在一定的困难。此外，短链菊粉和低聚果糖的分子长短不一，不是添加低聚果糖的产品就一定能添加短链菊粉。

图1：短链菊粉近3年销售收入稳定在260万元左右



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

产品虽有小幅提价，但难覆盖成本上涨致毛利率下滑

公司主要以低聚果糖为主，其销售收入占比近几年维持在 85%左右，而低聚果糖的生产主要原料为蔗糖，蔗糖价格的继续攀升，带给公司很大成本压力，自 2008 年 10 月以来，白糖价格一路上涨，柳州白糖现货价格从 2600 多元/吨最高上涨至 7800 多元/吨，尤其是 2010 年白糖价格同比上涨 50%以上。尽管近期柳州和昆明白糖价格已有所回落，柳州白糖现货价格从 2011 年 8 月份 7760 元/吨价格回落至约 7200 元/吨，但是历史高位水平。

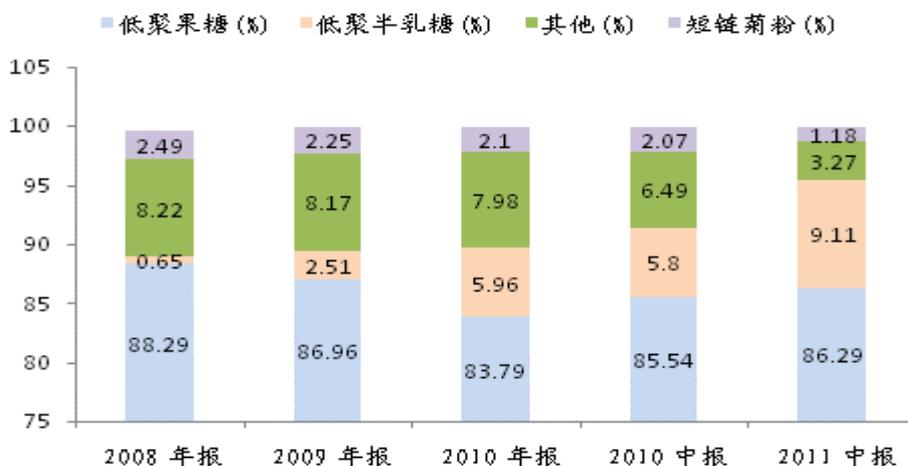
公司产品大幅提价存在一定的困难，主要原因为：第一、今年下游客户面临的成本全面上涨(各种原料、劳动力等)，所以不轻易答应公司的提价要求；第二、目前低聚糖的添加量国家并没有明文规定(如盐里面添加碘的比例有规定，但是低聚果糖则没有)，若公司强行加价，则客户或许会考虑减少添加量。

因此，公司在今年 3 季度对不同纯度和不同形态的产品进行提价，如低聚果糖产品加权均价提价 6%左右，其中，低纯度提的提价幅度大一些，如低纯度的浆状 2010 年售价才 7000 元/吨，还不如白糖价格，所以提价幅度会大一些。但是，综合而言，公司单品的毛利率水平同比大幅下滑，目前低纯度的毛利率不到 30%，高纯度 40%以上。

公司大部分低聚半乳糖的价格约 20000-40000/吨，少数产品 8000 多元/吨，销售均价在 20000/吨以上，同比 2010 年价格下降了 6%左右。我们认为原因在于，公司的客户都面临原料全面上涨，因此调整了低聚半乳糖产品的需求结构，购买的均价有所下降，目前低聚半乳糖今年的毛利率约 40%。

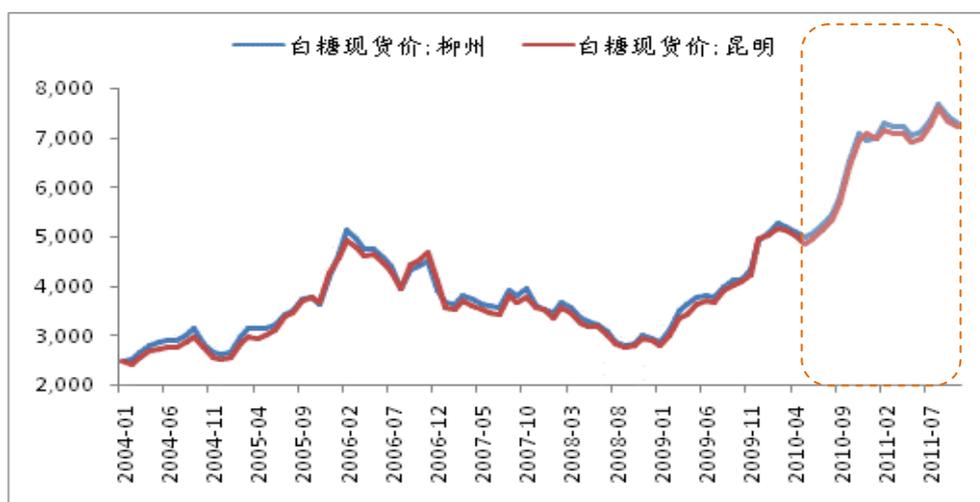
综合而言，公司一季度综合毛利率最低为 32.94%，二季度小幅回升至 33.6%，三季度回升 6 个百分点至 39.69%，但较公司历史毛利率水平相比仍有一定的差距。展望明年毛利率水平，我们认为，通过产品提价或者原料价格下降改善毛利率的空间不大，公司目前主要采取的措施有：一方面提高工艺技术水平，挖潜能来抵消高成本，设备升级等，但现有设备成本下降空间不大，募投项目上来之后成本或可下降的空间大些；另一方面，通过扩大公司的产品线，如公司现在只有低聚果糖和半乳糖，未来不排除调整产品结构来调整产品毛利率。

图2：各产品销售收入占比情况



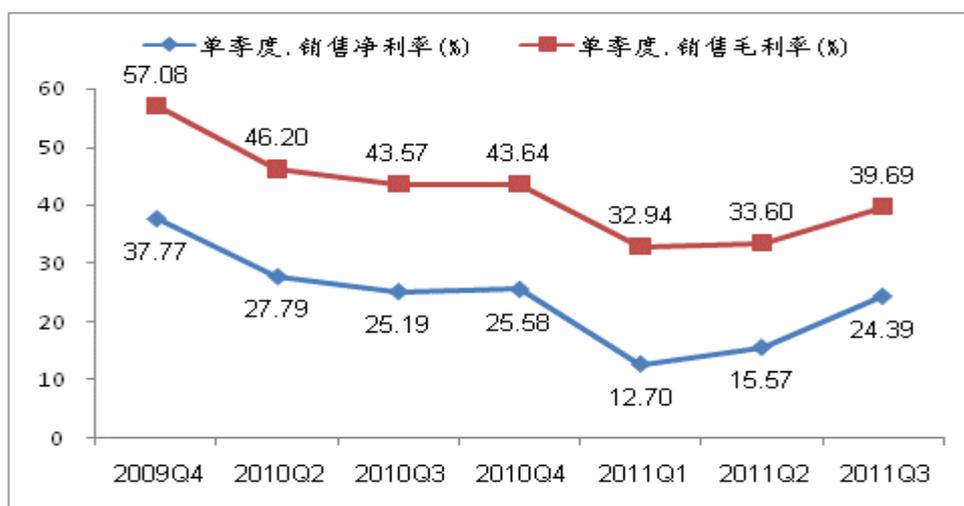
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图3：自08年底以来，糖价持续攀升



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图4：三季度单季毛利率和净利率有所提高



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

通过并购方式积极拓宽终端产品市场

2010年，公司总销售收入为1.24亿元，其中，终端产品销售收入为1536万元，且以低聚果糖终端产品为主，我们认为，若公司一直坚持销售低聚果糖和半乳糖的原料为主，既没有上游原料把控能力，也没有下游终端产品品牌，看的长远些，公司有可能迎来发展瓶颈，因此，我们认同公司靠终端产品做大做强战略想法，虽然做终端不是那么容易成功，塑造品牌非三两年能成，今年以来，公司也是积极寻找与其优势互补的食品企业，通过收购，借助外力来实现终端品牌的发力。

2011年10月18日，公司公告以 3500 万元增资江门市生和堂食品公司，获得生和堂 51%的股权。我们认为，此举是公司打开终端产品销量的方法之一，原因为：

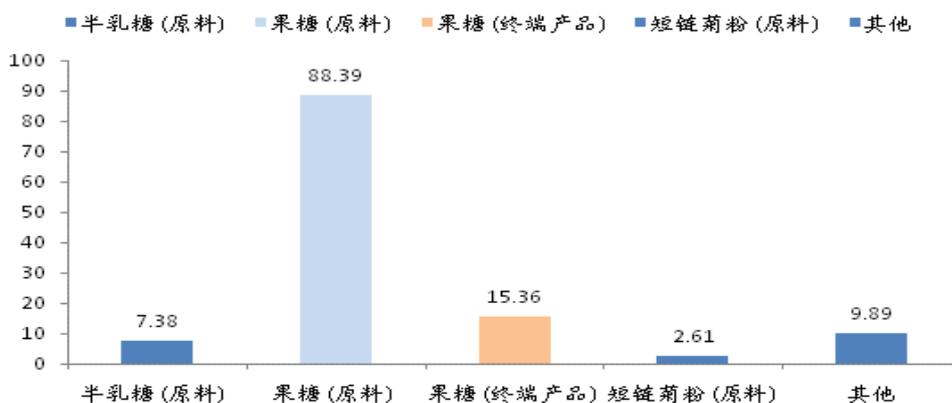
1) 生和堂具备渠道优势，这与公司无渠道劣势互补。生和堂拥有300 余家经销商，销售终端覆盖全国重要国际国内KA连锁售点 2000 余家、地区性重要KA连锁售点 3000余家、地区性连锁便利售点4000 余家以及全国重要连锁药店 4500 余家。

2) 生和堂的核心产品为龟苓膏，是一种传统食品，可与公司的益生元相结合，将“传统食品功能化”，升级为益生元龟苓膏系列产品，提高消费者对益生元的认知，拉的食品企业对益生元原料的需求，形成公司与其的协同效应。

3) 生和堂2010年销售收入和净利润分别为2149.57万元和217.52万元，而2011年1-8月销售收入和净利润则为3075.57万元和234.88万元，收入和利润增速都较快，且生和堂、生和堂老股东向公司共同连带承诺：生和堂 2011 年度净利润应不低于 500 万元，2012 年度净利润应不低于 750万元、2013 年度的净利润应不低于 1,125万元，否则将用现金补偿。而公司2009年和2010年净利润分别为2936万元和3375万元，2011年预计同比下滑30%，故生和堂能增厚2011年公司利润的20%左右。

此外，公司IPO时，超募资金25417万元，扣除已用于补充流动资金5000万元，用于注资生和堂3500万元，目前仍剩余约1.65亿元，根据公司战略，预计超募资金仍将继续投向下游终端产品，寻找可与公司优势互补的合作的企业，进行收购合并，快速扩张。

图5：2010年公司原料和终端产品销售收入情况（单位：百万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表1：生和堂公司利润表

项目（单位：万元）	2011年1-8月	2010年
营业收入	3,075.54	2,549.57
营业利润	316.81	295.11
利润总额	313.18	295.11
净利润	234.88	217.52

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

完美仍为公司第一大客户，今年并无新增大客户

根据 2011 年上半年中报信息，公司第一大客户仍为完美（中国）公司，对其销售收入为 2146 万元，占收入比重为 32.33%，第二大仍为蒙牛乳业，此外，伊利、明一乳业、雅士利皆为公司老客户，2011 年并无新增大客户。今年公司在乳业客户中增速比较快，2010 年前五大客户中仅有蒙牛乳业和雅士利奶粉企业为乳制品行业，今年上半年则有 4 家乳制品客户收入占比居前。

完美（中国）对公司收入贡献比较稳定，预计今年全年收入占比仍为 40% 左右，完美与公司合作的主要情况如下：

1) 完美（中国）主要产品有保健品、化妆品、日化品等，而公司的产品主要用在完美（中国）的保健品中，07 年合作的时候只添加在一种保健产品中，今年新增一款合作的保健产品，这与保健品的生命周期一般为 3-4 年有关，因此，今年新合作的这款产品也会挤占原料老产品的部分量，整体而言，销量无明显增长。目前，公司还没在完美的化妆品和日化品中添加低聚糖产品。

其实，公司是业内最早将低聚糖添加至保健品中，后来有别的企业跟随，同时，公司也一直在积极开拓其他的保健品公司客户，如公司也曾与汤臣倍健接触商谈过，但是由于公司的产品和汤臣倍健的产品结构不太匹配，所以没有合作。

2) 为避免客户集中度风险问题，公司与完美（中国）公司有协议约定：除非公司不能供货，否则完美（中国）必须优先采用公司产品。

3) 公司与完美（中国）的一般在每年年底签订一个年度合作框架合同，而实际采购量则是根据完美公司采购部需求来下订单，有时候每个月一次、有时候一个月几次都有可能，频率不定。

4) 此外，公司很多稍微大的其他客户基本都是一年一签，有些客户是一单一签，甚至有些小客户是先款后货。

5) 完美最近几年发展迅速，其去年销售收入已超过 100 个亿，07 年开始与公司合作的时候销售收入仅 20 多亿，而且他们的毛利很高，因此，完美（中国）不压公司的价格，不排除未来会压公司价格。

综合而言，保健品占公司销售收入比重最大，大概占比 50% 左右，其次为乳制品。乳品主要用在奶粉、酸奶和乳饮料，而鲜奶和常温奶添加的少。目前雅士利仍是我们最大的奶粉企业客户。

表2：2011年上半年公司前五大客户

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例 (%)
完美（中国）有限公司（含子公司）	21,460,367.51	32.33
内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司（含子公司）	6,064,495.73	9.14
广东雅士利集团股份有限公司（含子公司）	4,547,890.84	6.85
内蒙古伊利实业集团股份有限公司（含子公司）	3,704,538.89	5.58
齐齐哈尔明一乳业有限公司	2,914,294.87	4.39
合计	38,691,587.83	58.29

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

原料价格下降空间不大，募投项目或 2012 年底投产

公司低聚果糖的原料为蔗糖，低聚半乳糖原料为半乳糖，短链菊粉原料为菊粉。

甘蔗糖在每年11月进入榨季，从目前了解的信息看，明年蔗糖价格下跌的空间不大，原因为：当前蔗糖收购价格约为500元/吨，且买方抢货意愿较强，与去年榨季480元/吨价格相差不大。此外，值得一提的信息是：

1) 蔗糖主要向广西采购，每年采购量为1万吨左右，产出比例为：0.8吨蔗糖出来50纯度的浆状低聚果糖，2.8吨蔗糖出90和95纯度粉状的低聚果糖。

2) 公司每年会对糖价做判断，若糖价波动不大，则按月采购，若波动比较大，会集中在榨季价格便宜时采购能使用约半年的量。

3) 低聚半乳糖的原料乳糖主要是通过代理商向国外采购。

募投项目方面：1) 投产时间表可能要到 2012 年底或者 2013 年初才投产，1 万吨低聚果糖项目预计最快 2012 年底投产，2000 吨低聚半乳糖项目投产时间或 2013 年初，因为现在的产能（通过技改以后低聚果糖加低聚半乳糖产能可达 1.5 万吨）还没有消化完，公司部存在产能受限问题。

2) 为提高产能，降低耗能，公司目前已在做工艺改进，设备也正在定制中，募投项目的单位成本或将低于现有设备，因此，公司并不急于盖楼，增加固定资产，加大固定资产折旧压力。

盈利预测与估值：给予“持有”评级

盈利预测假设条件：1) 2012 年销量继续增长，2013 年募投项目投产；2) 公司综合毛利率维持 39%左右；3) 终端产品收入加速增长；4) 低端产品收入占比降低

■ 我们预计 2011-2013 年销售收入为 1.6 亿元、2.5 亿元和 3.3 亿元，11-13 年 EPS 为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元，对应当前 13 元股价的 PE 分别为 57 倍、36 倍和 26 倍，考虑到终端产品或放量带给公司收入快速增长，给予“持有”评级。

表 3：公司分产品销售收入预测表

销售收入(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
FOS(低、浆)	30.03	22.5	22.7	23.8	22.6
FOS(低、粉)	16.20	10.5	11.9	13.8	15.2
FOS(高、浆)	27.65	63.0	86.6	124.8	191.0
FOS(高、粉)	13.50	12.6	13.9	16.7	20.0
GOS	2.52	3.4	15.9	19.0	24.7
短链菊粉	2.46	2.5	1.8	1.9	2.0
其它	8.19	9.9	8.0	10.0	10.0
生和堂				40.0	50.0
合计(百万元)	100.5	123.4	160.8	250.1	335.6

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示： 原料价格继续上涨带来毛利率下滑，终端产品开拓失败

资产负债表

单位：百万元

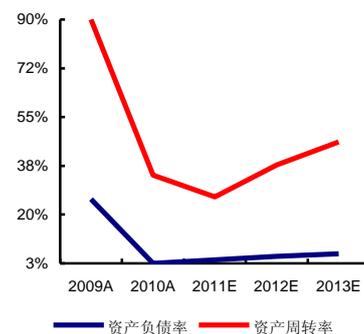
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	77	521	562	594	659
货币资金	29	455	504	475	499
应收及预付	32	51	34	82	110
存货	17	14	24	37	50
其他流动资产	0	1	0	0	0
非流动资产	59	66	67	95	108
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	29	45	57	66	73
在建工程	24	14	4	24	29
无形资产	6	6	6	5	5
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	136	587	629	689	767
流动负债	31	15	27	39	51
短期借款	15	0	0	0	0
应付及预收	16	15	27	39	51
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	4	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	1	0	0	0
负债合计	35	16	27	39	51
股本	50	67	134	134	134
资本公积	7	432	432	432	432
留存收益	44	72	103	151	217
归属母公司股东权益	101	571	669	717	783
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	136	587	696	756	834

利润表

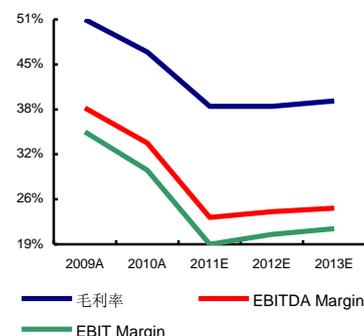
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	100	124	161	250	336
营业成本	49	66	98	153	203
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	8	10	15	23	30
管理费用	8	11	16	23	30
财务费用	0	0	-1	-1	-1
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	35	32	53	73
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	34	39	36	57	77
所得税	5	6	5	8	11
净利润	29	34	31	48	66
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	29	34	31	48	66
EBITDA	39	41	37	60	81
EPS (元)	0.59	0.50	0.23	0.36	0.49

资产负债率趋势



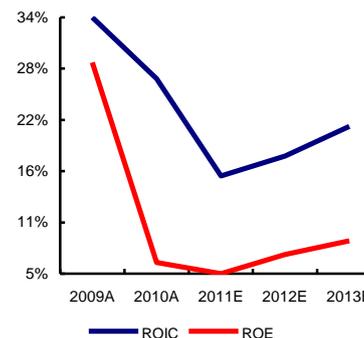
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

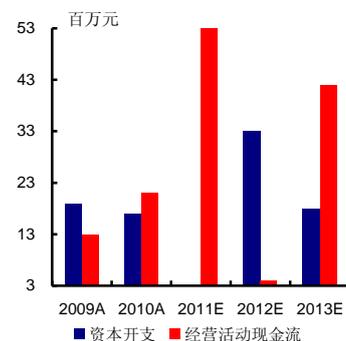
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	13	21	53	4	42
净利润	29	34	31	48	66
折旧摊销	3	5	6	8	10
营运资金变动	-20	-19	20	-48	-29
其它	1	1	-4	-4	-4
投资活动现金流	-17	-17	-3	-33	-18
资本支出	-19	-17	-3	-33	-18
投资变动	1	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	14	422	-1	0	0
银行借款	32	16	0	0	0
债券融资	-31	-31	-1	0	0
股权融资	18	449	0	0	0
其他	-5	-12	0	0	0
现金净增加额	10	426	49	-29	24
期初现金余额	19	29	455	504	475
期末现金余额	29	455	504	475	499

主要财务比率

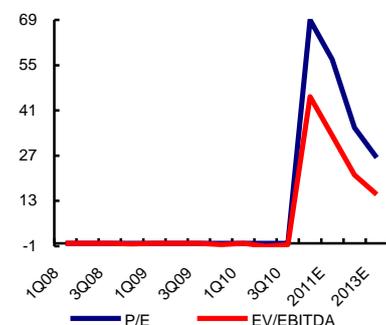
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	3.3%	23.5%	29.9%	55.5%	34.2%
营业利润	29.0%	3.3%	-10.2%	65.7%	38.3%
归属于母公司净利润	26.8%	14.8%	-9.6%	58.8%	35.4%
获利能力					
毛利率	51.0%	46.4%	38.7%	38.7%	39.5%
净利率	29.3%	27.3%	19.0%	19.4%	19.5%
ROE	29.0%	5.9%	4.6%	6.8%	8.4%
ROIC	34.2%	27.1%	15.9%	18.2%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	2.7%	3.9%	5.2%	6.1%
净负债比率	-13.6%	-79.6%	-75.3%	-66.2%	-63.8%
流动比率	2.46	34.46	20.97	15.15	12.99
速动比率	1.48	32.93	19.57	13.69	11.49
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.34	0.26	0.38	0.46
应收账款周转率	8.25	4.33	4.33	4.33	4.33
存货周转率	3.78	4.29	4.02	4.15	4.08
每股指标 (元)					
每股收益	0.59	0.50	0.23	0.36	0.49
每股经营现金流	0.27	0.31	0.39	0.03	0.31
每股净资产	2.03	8.53	4.99	5.35	5.84
估值比率					
P/E	0.0	68.9	56.7	35.7	26.4
P/B	0.0	4.1	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	-0.4	45.2	33.2	21.1	15.1

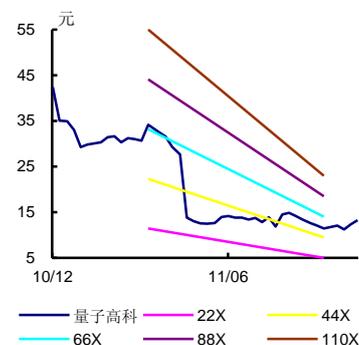
资本支出与经营活动现金流



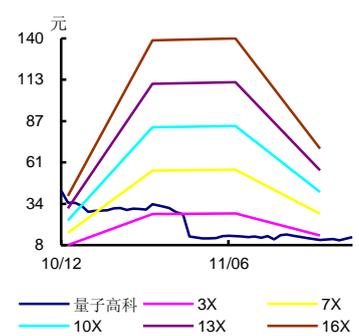
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤玮亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

量子高科 (300149.sz)：低聚果糖行业的领头羊，产品定位高端，享受高毛利率 胡鸿 2010-12-12

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。