

2009-02-22

建筑、农业机械与重型卡车

中联重科 000157.SZ

内需主导，起重机接力，上调盈利预测和目标价格

- ◇ 报告起因：调研
◇ 催化剂：销量持续回暖

◆提高盈利预及目标价格，维持“买入”评级：

我们调高 08-10 年 EPS 为 1.11、1.25、1.41 元。提升估值水平到 20 倍，目标价格 25 元。

◆产品销量继续反弹，销售好于预期，09 年收入和利润同比正增长

我们预计 09 年公司销售增速 18-20%。预计 09 年毛利率基本稳定，销售净利率略有下滑，净利润增速在 10-15%。

起重机：09 年起重机将成为工程机械的明星品种。1 月份公司销售数据同比略有增长。从目前趋势看，预计 2 月份同比将增长 50%以上，预计 3、4 月份仍将有 10%以上的同比增长。

混凝土机械：到目前为止，预计下滑 25%，但 09 年受政府投资推动，预计销售高峰将出现在 5、6 月份。预计 09 年基建投资用混凝土机械占比将显著上升，部分抵消房地产领域销售的下降。预计进入 2 季度末混凝土机械将显著复苏，开始进入正增长。

◆CIFA 盈利前景好于预期，CIFA 的负面影响有限

：2008 年预计 CIFA 能够实现盈利。2009 年协同效应开始体现，零部件将逐渐转移到国内生产，部分市场转向亚太市场，2009 年可能不会亏损。极端情况下影响中联股价 1.20 元。

◆起重机需求的重要推动因素为机械化、城市化、施工专业化

起重机需求持续增长的原因：1、机械化对人工的替代进程加速，低端劳动力供给下降，人工成本上升。2、城市化进程导致的作业空间的减少，作业高度上升，起重机需求增加。3、环保、施工方式模块化，缩短工程进度、等因素增加需求。4、汽车起重机适应范围拓宽，履带起重机爆发式增长。5、租赁提升产品渗透率。

◆看好 09 年的固定资产投资增速，看好 09 年工程机械需求

工程机械属于固定资产投资驱动型行业，其需求对固定资产投资增速高度敏感，其弹性在 4-5 个点。模型显示，当 09 年固定资产投资增速在 17%的时候，工程机械销售内需增速将可以超过 15%。光大宏观部预测固定资产投资增速将超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	4,658	8,974	13,262	15,771	18,137
营业收入增长率	42.05%	92.67%	47.79%	18.92%	15.00%
净利润（百万元）	482	1,334	1,692	1,896	2,141
净利润增长率	55.38%	176.43%	26.88%	12.08%	12.92%
EPS（元）	0.95	1.75	1.11	1.25	1.41
ROE	20.57%	35.49%	31.58%	27.58%	25.57%
P/E	43	24	19	17	15
P/B	4	4	6	5	4
EV/EBITDA	18	11	14	12	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	20.65 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

邱世梁，杨华超

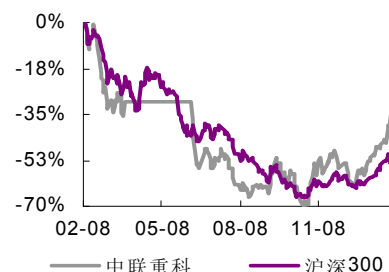
021-22169161

qiushiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,521
总市值(百万元)	31,409
流通比例(%)	61.45%
12 个月最高/最低(元)	60.00/8.80
近 3 月日均成交量(百万股)	29.15
主要股东	长沙建设机械研究院有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	22.45	19.58	21.06
绝对收益	38.40	41.64	-30.86

相关报告：

销量大幅反弹，业绩将超预期

..... 2009-02-13

基本面反转尚需时日，经济刺激方案显著改善增长预期

..... 2008-11-23

业绩可能超预期，上调盈利预测

..... 2008-10-14

投资要件

关键假设

09 年固定资产投资增速不低于 17%。全球经济不进一步恶化。

我们为什么与市场普遍观点不同

1、工程机械销售收入对固定资产投资高度敏感，弹性 4-5 个百分点。模型显示：固定资产投资实际增速达 17%，内需增速将不低于 15%。

2、固定资产投资增速略高于市场预期。

3、中国的城市化进程、进口替代进程在加速，推动需求。中国基建仍然落后，潜力很大，中央政府支持下，大量基建项目提前开工建设，基建投资大幅度增长，基建投资将对工程机械行业产生超预期的需求。

4、后期施工的基建的土方量、浇注量、起重量将比以前同样规模的基建大，对设备的采购量也加大。

6、CIFA 盈利担忧而对公司估值的影响被夸大，最坏的情况下，CIFA 对公司的负面冲击约每股 1.20 元。

估值和目标价格

合理估值水平将上升至 20 倍。第一，09、10 年将成为工程机械的盈利增速的低点，其合理的估值水平将相对较高。第二，我们认为 10 年利润增速将接近 20%（虽然我们出于对海外市场的谨慎，10 年对公司的盈利增速预测为 13%）。公司远期成为国际巨头的概率大，长期成长潜力大。第三，我们相对谨慎的盈利预测预测对估值水平的提升提供了一定的安全边际。第四，我们的盈利预测没有考虑公司外延式增长给公司业绩提升。

基于 09 年 20 倍估值水平，我们将公司目标价格调升到 25 元。

股价上涨的催化因素

1、4 万亿投资下工程项目逐渐开工带来销量的大幅度反弹；制造业投资开始温和复苏。

2、海外市场的企稳。

3、中联和 CIFA 的整合效应逐渐体现。

投资风险

1、海外市场继续恶化。2、CIFA 的 09 年盈利达不到预期。

内需开始复苏，环比将继续增长

中短期，4 万亿政府投资产生的行业需求将在未来逐渐释放，预计高峰期将在 5、6 月份出现，因此未来几个月环比有望继续回升。预计全年将增长 16%，对应内需 17%、出口 10% 的增长。出口增速显著回落，预计下半年将开始复苏，全年行业出口增速预计为 10%，如表 1，上调销售净利率至 7.4% (08 年下降 1 个百分点)，净利润增速为 2 个百分点。

中长期看，看好具备国际竞争优势的中国工程机械产业，从我国所处的工业化、城市化进程、国际竞争优势（后发优势二次创新）、企业微观结构出发，看好三一重工、中联重科、徐工科技，未来 5-10 年成长空间巨大。

表 1：行业利润预计略有增长

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	1620	2223	2880	3342	3963
YOY	28%	37%	30%	16%	19%
净利润	118	198	242	247	285
YOY		68%	22%	2%	15%
销售利润率		8.92%	8.40%	7.40%	7.20%
国内销售	1219	1562	1889	2251	2600
YOY	19%	26%	21%	19%	15%
出口额	401	661	992	1091	1363
YOY	68%	65%	50%	10%	25%
国内消费额	1534	1902	2339	2737	3148
YOY	21%	24%	23%	17%	15%
进口	314	376	451	486	548
YOY	27%	20%	20%	0%	18%
顺差	87	285	541	605	815
YOY		228%	89%	12%	35%
净出口对增长贡献	27%	33%	39%	14%	34%
出口/销售收入	25%	30%	34%	33%	34%

资料来源：光大证券研究所、工程机械协会

公司 1 季度收入、利润预计实现增长

销售收入预计同比 5-10%。预计 1 季度预计混凝土机械同比下滑 20%-30%，起重机机械预计同比增长 20%，其它品种预计正增长。毛利率基本持平，但预计费用率将上升，销售净利率可能下滑，但是净利润预计保持增长。1 月份公司销售数据同比略有增长。从目前趋势看，预计 2 月份同比将增长 50% 以上，预计 3、4 月份仍将有 10% 以上的同比增长。混凝土机械到目前为止，预计下滑 25%，但 09 年受政府投资推动，预计销售高峰将出现在 5、6 月份。

公司 09 年净利润增长 13%

09 全年预计销售收入增速为 18%。起重机 09 年增速为 15-25%，混凝土机械 09 年增速为 0-10%，路面机械和环卫机械占比较小，预计 09 年增速约 20%。

起重机继续保持快速回升的势头，预计未来 3-4 个月环比销量逐渐回升。以下因素驱动起重机行业快速增长。

从整个起重机行业看，1、起重机械对高强度人工的替代进程在加速。一方面人工成本上升，低端劳动力供给开始下降。起重机机械效率提升，机械起重成本相对人力的成本在逐渐上升。2、环保要求提升，工期要求缩短，尽可能减少因施工对城市或路面的负面影响程度及时间的要求提高，起重机的使用可以有效提升作业效率和对环境的影响。3、预制件增加，模块化施工导致起重机的应用领域和范围扩大。4、去年第四季度调控及观望情绪下导致的抑制性的需求开始释放。5、租赁规模扩大，因规模经济原因导致的产品渗透率提升。

从产品看，汽车机机动性能进一步提升，吨位提升，提高了汽车起重机的应用范围。汽车其中机动性能好，作业半径大，灵活，其下游分散，起重机与基建投资密切相关，广泛应用铁路、公路、码头、车站、仓库、抢险及野外作业。履带起重机臂长、起重力矩大、作业幅度宽、带载行驶能力强，在核电、风电、化工、电力、冶金以及钢厂搬迁方面得到广泛应用。海外市场需求旺盛，公司订单饱满。

混凝土机械预计逐步回暖，环比持续增长，预计能持续到第三季度。大量基建投资逐渐释放需求，预计第二季度末开始环比开始增长。增长的原因：1、不管是公路还是铁路，越容易建设的地方越晚建设，到后期建设的工程，一般在相对不发达的地方，土方量、起重需求、浇注量都比以前的高，对设备需求量大。与此同时，工程所在低，设备保有量低，对设备的需求量大。目前需求主要来自铁路、公路、核电、码头建设，系统客户的采购比例在提高，以往通常央企、省级建筑企业占比由 40% 上升到 60%。预计 09 年基建投资用混凝土机械占比将显著上升，部分抵消房地产领域销售的下降。预计进入 2 季度末混凝土机械将显著复苏，开始进入正增长。

09 年前 2 个月出口大幅度下滑，但预计第二季度起开始回暖，预计 09 年出口占比将达到 18%。出口增速预计仍将达到 20%。认为出口仍然能增长得原始是因为公司目前出口量预计在 23 亿左右，相对工程机械国际贸易额的占比海很小，公司海外渠道拓展还刚刚起步，呈现零星的点状分布，目前正处于大规模拓展阶段，推动公司出口的驱动因素主要还是等海外市场复苏后的市场份额提升，预计海外市场抑制的需求将慢慢再信息恢复后慢慢释放出来。

环卫机械和路面机械预计受 4 万亿政府投资的影响较大，增速将不低于 20%，但是由于占比不大，合计在 10-15% 之间，影响不大。

预计 09 年在需求放缓的情况下，毛利率和销售净利率都将往下，估计净利润增速约为 13%。

预计 08-10 年 EPS 为 1.11、1.25、1.41 元，比此前提高。

表 2：出口占比温和提升

	2005	2006	2007	2008H	2008	2009E	2010E
营业收入	33	47	90	62	130	160	192
出口收入	0.6	2.2	10.2	10.2	23.4	28.8	38.4

YOY		261%	371%		129%	23%	33%
出口占比	1.89	4.68	11.36	16.37	18%	18%	20%

资料来源：光大证券研究所

CIFA 对公司的影响小于预期

CIFA08 年确定盈利。目前 CIFA 通过技术裁员 300 人，1000 人降低到 700 人。CIFA 的部分零部件、结构件将转移到中国生产，加大国内及亚太市场市场的开拓。

CIFA 对西欧市场的依赖正在下降。目前 CIFA 在意大利和西欧市场占比逐渐下降，从 05 年的 72% 下降到 07 年的 55%，预计 08 年将下降到 50% 以下，09 年预计进一步下降到 40%、东欧及俄罗斯市场、非洲和中东地区及其余地区占比将上升到 60%，预计 09 年亚州市场份额将提升，降低西欧市场下滑的负面影响。

09 年 2 月 19 日公司发布公告，任命 CIFA 董事长、中联 CIFA 混凝土机械管理公司总经理马瑞左·法拉利为公司副总裁，预计中联和 CIFA 混凝土机械的整合将进一步加强。

而且我们认为 09 年 CIFA 盈利的可能性很大，因为 CIFA 的资产比较轻，大部分厂房来自租赁，采用大量的外协件，销量下降对利润的冲击较小。09 年公司是否盈利存在不确定性，取决于海外市场的复苏情况以及中联与 CIFA 的整合情况，但是公司短期不存在商誉减值的问题。

杠杆收购 CIFA 回顾：股权作价 3.755 亿欧元，其中公司和共同投资方出价 2.515 亿欧元，1.24 亿欧元由 CIFA 通过长期负债方式支付。其中中联重科出资 1.626 亿欧元（当初汇率约 17 亿人民币，按现在美元汇率），其中的 2 亿美元通过设在香港的 SPE 向巴克莱香港分行贷款支付，5000 万美元由中联重科的自有资金支付。购买 CIFA 资产形成约 37.3 亿元商誉，加 CIFA 自身约 10.46 亿元商誉，上述两项商誉合计为 47.76 元。中联重科权益商誉 28.66 亿。根据中国现行的会计准则，只需在每期对其进行减值测试，如果 CIFA 的生产经营状况持续不能达到收购过程中设想的经营预期的情况下，需要根据实际经营情况与经营预期的差异进行减值测试。

市场一直担心收购 CIFA 产生的商誉减值。我们分 4 种情况，极端情况下，中联因 CIFA 投资的最大亏损为其支付的 17 亿元及因本次收购支付的财务费用减去 CIFA 对中联的分红，最多为 18 亿元，是一次性的非经常性损益，对股价影响为每股 -1.2 元。悲观情况下，为 -0.20-0.80 元，中性的情况下，不影响中联的股价，乐观情况下提升中联股价。（因为对共同收购方的期权需要在三年锁定期以后才行权，因此期权影响基本可以忽略）。

表 3：极端情况下公司损失 17 亿，乐观情况下对股价有提升

情景分析	乐观	中性	悲观	极端悲观
	盈利好于预期	不提减值准备，每年盈利达到或者接近经营预期	提商誉减值，减值幅度 0-40%，对应中联权益减值 2.9 亿-11.4 亿	CIFA 破产，中联亏损 17-18 亿投入
对中联股价影响	+影响，提升股价	0	-(0-0.80 元)	-1.2 元/股

备注：以上只是我们从财务角度分析，没有和公司高管沟通

科 目	2008 年 6 月 30 日 (未经审计)	2007 年 12 月 31 日
总资产	363,761.51	336,316.69
总负债	281,096.76	267,999.46
净资产	8,266,751	68,317.23
商誉	104600	
归属母公司净资产	82,170.89	67,861.75
销售收入	199,669.22.	317,149.51
净利润	12,939.28	17,890.65
归属母公司净利润	12,907.85	17,919.87

表：分产品预测

(单位百万)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入							
合计	3380	3279	4658	8974	13543	15957	18378
起重机械	1469	1709	2218	4206	7151	8939	10369
混凝土机械	1291	953	1569	3510	4913	5159	5778
环卫机械	281	309	369	564	846	1100	1320
路面机械	210	150	235	487	633	760	911
其它	129	158	266	207			
营业成本							
合计	2403	2288	3217	6259	9794	11716	13605
起重机械	1095	1288	1686	3091	5292	6704	7880
混凝土机械	967	659	1089	2383	3390	3611	4045
环卫机械	192	219	253	382	584	770	924
路面机械	149	121	188	404	528	630	756
毛利率							
	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E

估值

绝对价值评估

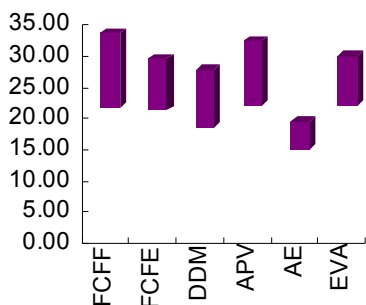
关键性假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	10
第二阶段增长率	7.00%
长期增长率	2.50%
应付债券利率	0.05
无风险利率 Rf	4.50%
β	1.10
Rm	11.00%
Ke	11.65%
税率	10.00%
Kd	5.94%
Ve	31,408.65
Vd	2,754.70
目标资本结构	30%
WACC	9.94%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	6,322.51	18.18%
第二阶段	11,094.97	31.91%
第三阶段(终值)	17,356.53	49.91%
企业价值 AEV	34,774.01	100.00%
+ 非核心资产价值	3,419.79	9.83%
- 少数股东权益	0.00	0.00%
- 净债务	2,754.70	-7.92%
总股本价值	35,439.10	101.91%
股本(万股)	1,521.00	
每股价值(元)	23.30	

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.94%	25.36	26.35	27.48	28.81	30.38
9.44%	25.67	26.56	27.58	28.75	27.57
9.94%	21.85	22.53	23.30	24.18	25.20
10.44%	20.40	20.97	21.62	22.35	23.18
10.94%	19.11	19.60	20.14	20.75	21.44

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	23	21 - 33	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	19	21 - 29	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	17	18 - 27	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	25	21 - 32	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	16	15 - 19	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	25	22 - 29	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

新黄工与华泰重工：

预计新黄工、华泰重工合计 09 年销售额预算在 20 亿以上。预计 09 年新黄工需要资本支出 7-8 亿, 预计 2010 年 4 月份完工, 产能 5000-6000 台。预计 09 年完成 8 亿销售收入。华泰重工主营散状物料输送设备、港口自动化设备、起重机械设备及散状物料输送系统。预计华泰的履带吊二期工程预计 4 月底完工, 5 月投产。09 年预计超过 10 亿销售收入, 利润 8000 万-1 个亿。

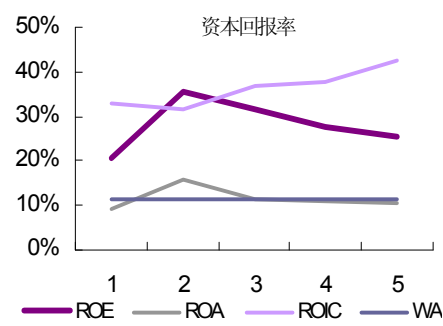
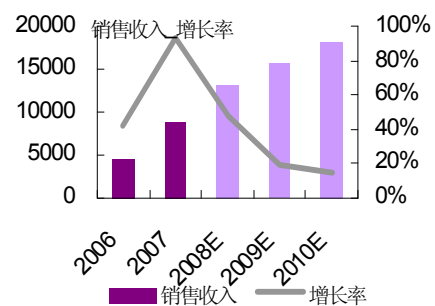
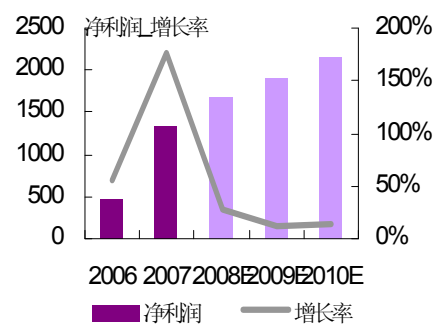
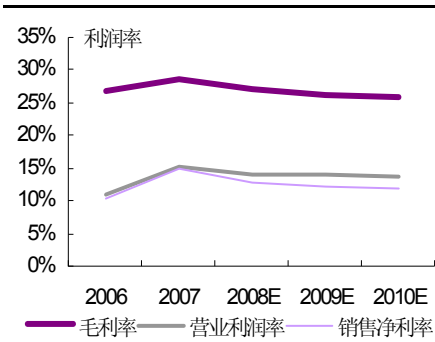
提高盈利预测和目标价格

不考虑 CIFA 以及其它收购的公司, 我们调高 08-10 年 EPS 为 1.11、1.25、1.41 元。提升估值水平到 20 倍, 目标价格 25 元。

风险分析

1、海外市场继续恶化。2、CIFA 的 09 年盈利达不到预期。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,658	8,974	13,262	15,771	18,137
营业成本	3,412	6,405	9,650	11,639	13,421
EBITDA	536	1,430	2,180	2,568	2,932
折旧和摊销	36	60	84	108	132
销售费用	400	691	851	946	1,088
管理费用	250	368	527	631	725
财务费用	50	66	263	302	357
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	12	5	0	0
营业利润	504	1,358	1,851	2,205	2,490
利润总额	482	1,334	1,880	2,205	2,490
少数股东损益	1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	482.43	1,333.59	1,692.07	1,896.47	2,141.48

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	5,368	8,532	14,796	17,622	20,240
流动资产	3,740	6,332	12,197	14,582	16,784
货币资金	990	1,050	3,315	3,943	4,534
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	933	1,680	3,315	3,943	4,534
应收票据	44	191	332	394	453
其他应收款	80	158	158	158	158
存货	1,502	2,632	4,342	5,238	6,040
可供出售投资	0	10	10	10	10
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	237	92	94	94	94
固定资产	910	1,071	1,532	1,969	2,381
无形资产	263	393	373	354	334
总负债	3,015	4,781	9,339	10,647	11,766
无息负债	2,686	3,611	6,584	8,552	10,545
有息负债	329	1,171	2,755	2,094	1,221
股东权益	2,353	3,751	5,358	6,875	8,374
股本	507	761	1,521	1,521	1,521
公积金	869	873	929	1,250	1,594
未分配利润	1,069	2,248	3,069	4,302	5,480
少数股东权益	41	122	122	122	122

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	437	460	1,527	2,469	2,965
净利润	482	1,334	1,692	1,896	2,141
折旧摊销	36	60	84	108	132
净营运资金增加	340	1,148	1,508	1,278	2,611
其他	-422	-2,082	-1,757	-813	-1,919
投资活动产生现金流	-209	-487	-498	-500	-500
净资本支出	571	702	700	750	750
长期投资变化	0	92	0	0	0
其他资产变化	-780	-1,281	-1,198	-1,250	-1,250
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	254	761	0	0
债务净变化	-700	841	1,584	-660	-874
其它长期负债变化	3,684	925	2,973	1,968	1,993
净现金流	338	61	2,265	627	591

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	42.05%	92.67%	47.79%	18.92%	15.00%
净利润增长率	55.38%	176.43%	26.88%	12.08%	12.92%
EBITDA 增长率	52.59%	166.93%	52.40%	17.81%	14.16%
EBIT 增长率	52.93%	166.93%	49.85%	17.00%	13.55%
EPS 增长率	-22.31%	84.29%	26.88%	12.08%	12.92%
估值指标					
PE	43	24	19	17	15
PB	4	4	6	5	4
EV/EBITDA	18	11	14	12	10
EV/EBIT	18	11	14	12	10
EV/NAPLAT	20	13	16	14	11
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	7	4	7	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	28.63%	27.24%	26.20%	26.00%
EBITDA 率	11.50%	15.94%	16.44%	16.28%	16.16%
EBIT 率	11.50%	15.94%	16.16%	15.90%	15.70%
税前净利润率	10.42%	15.20%	14.18%	13.98%	13.73%
税后净利润率	10.36%	14.86%	12.76%	12.02%	11.81%
ROA	9.01%	15.60%	11.44%	10.76%	10.58%
ROE	20.57%	35.49%	31.58%	27.58%	25.57%
ROIC	33.06%	32.33%	41.12%	43.82%	49.42%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.28	0.03	-0.10	-0.27	-0.40
资产负债率	56.17%	56.04%	63.54%	60.76%	58.42%
流动比率	1.25	1.42	1.39	1.47	1.56
速动比率	0.75	0.83	0.89	0.94	1.00
每股指标					
EPS	0.95	1.75	1.11	1.25	1.41
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.25	0.42
每股经营现金流	-	0.60	1.00	1.62	1.95
每股净资产	4.64	4.93	3.52	4.52	5.51
每股销售收入	9.19	11.80	8.72	10.37	11.92
每股 EBITDA	1.06	1.88	1.43	1.69	1.93

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

邱世梁，光大证券研究所机械行业分析师。

CPA，毕业于复旦大学。金融硕士，机械电子工程学士。

曾于申银万国研究所、澳门科大管理学院、中行澳门分行工作，07年加盟光大证券。

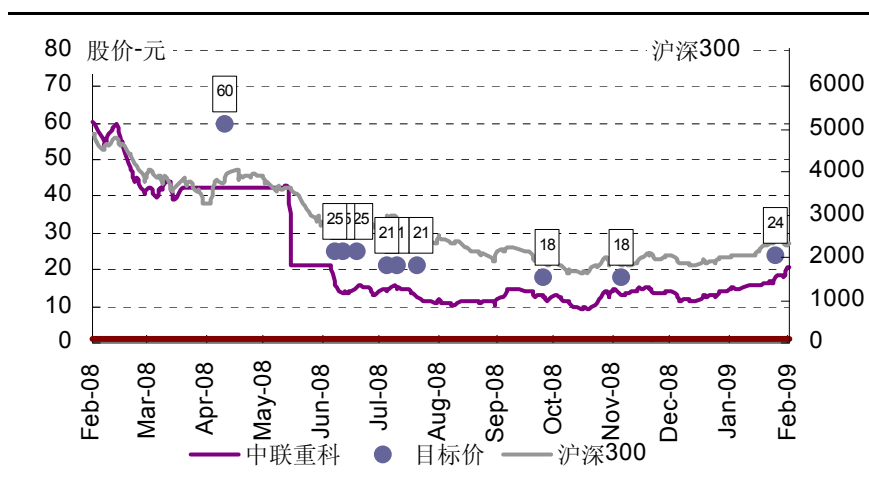
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中联重科（000157）

分析师：邱世梁



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-08-08	45.00	51.00	增持
2007-08-17	40.98	53.00	增持
2007-10-12	53.87	-	中性
2007-10-23	53.18	60.00	增持
2008-01-08	59.01	71.00	买入
2008-04-29	42.18	60.00	买入
2008-06-26	18.94	25.00	买入
2008-06-29	15.35	25.00	买入
2008-07-08	14.63	25.00	买入
2008-07-24	14.17	21.00	买入
2008-07-29	14.80	21.00	买入
2008-08-08	13.34	21.00	买入
2008-10-14	12.50	18.00	买入
2008-11-23	14.58	18.00	买入
2009-02-13	16.31	24.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。