



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

轿柴业务或将迎来高速增长

基本数据 (08Q4)

报告日股价 (元)	8.33
12mth A 股价格区间 (元)	4.11/25.38
总股本 (百万股)	378.20
无限售 A 股/总股本	62.52%
流通市值 (百万元)	1969.63
每股净资产 (元)	6.49
PBR (X)	1.28
DPS (Y08, 元)	10 派 1.5

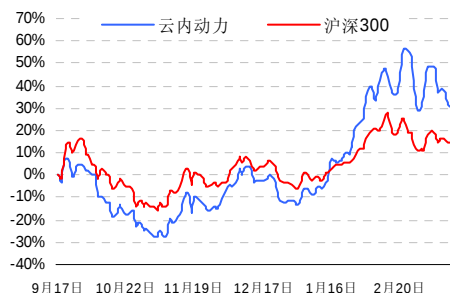
主要股东 (08Q4)

云南内燃机厂	38.14%
--------	--------

收入结构 (08Q4)

内燃机行业	92.21%
轻型载货车行业	6.35%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-CT02

相关报告:

■ 报告目的

近日我们对云内动力进行了调研,了解了其现有业务经营情况和轿车柴油机新业务进展。

■ 主要观点

公司现有业务经营稳定

公司现有业务主要为小缸径内燃机业务,历史增速较汽车行业平均增速低 10 个百分点,竞争力和成长性一般,且在产业链上下游中议价能力有限,08 年业绩随行业下滑较多,09 年受益于汽车下乡政策扶持和国 III 排放实施有望得到一定程度的复苏。

国内轿车柴油机市场成长空间巨大

轿车柴油机因为其动力性更好和油耗更低在国外尤其是欧洲受到了较大的欢迎,市场占有率超过 50%。考虑到能源使用结构和油品等条件的差异,我们判断在 2020 年轿车柴油机国内市场占有率很可能达到 10%,轿车柴油机销量年均复合增速可能超过 40%。

公司轿柴业务或将迎来高速增长

公司与国际合作开发了具有自主知识产权的轿车柴油机,按照公司目前进度,预计 09 年可实现销量 0.8 万辆,10 年可实现销量 4 万辆,且后续成长潜力巨大。公司在轿柴领域具有技术领先优势,处于产业链核心位置,议价能力较强,能获取较高的毛利率。综合来看,公司轿柴业务即将进入高速增长期。

■ 投资建议

未来 6 个月内,首次评级为“跑赢大市”:

不考虑成都地块转让收益,09 和 10 年每股收益分别为 0.37 和 0.58 元。给予六个月目标价 11.21-11.66 元,此目标价按照相对估值给出,相当于 09 年市盈率 30 倍,10 年市盈率 20 倍。建议长期投资者伺机介入,分享公司即将迎来的高速成长收益。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,951.91	1,791.88	2,095.69	3,029.29
增长率	9.90%	-8.20%	16.96%	44.55%
归属于母公司所有者的净利润	201.56	135.57	141.38	220.54
增长率	44.93%	-32.74%	4.29%	55.99%
每股收益 (元)	0.53	0.36	0.37	0.58

每股收益按最新股本 378.20 百万股摊薄计

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、08 年业绩下滑较多

公司目前主要业务为小缸径柴油机及轻型载货车的开发、生产和销售。其中柴油机业务占到主营业务的 93%以上，贡献主营业务利润超过 100%，主要配套中低端轻型卡车、小型工程配套车和农用车。

08 年受宏观经济影响，国内汽车销售增速大幅下滑，尤其是公司所涉及的轻型卡车和农用车市场下滑较多。公司在 08 年实现主营业务收入 17.9 万元，同比降低 8.2%，实现营业利润 0.6 亿元，同比降低 73.0%，实现归属于母公司净利润 1.4 亿元，同比降低 32.7%。

公司 08 年业绩下滑较多主要是因为钢材等原材料价格上升导致毛利率下降近 3 个百分点，同时管理费用上升较多也是另一个重要原因。管理费用上升主要是因为成都云内搬迁，支付协商解决职工劳动合同经济补偿金 0.36 亿元。据了解，目前成都云内职工补偿金基本支付完毕，09 年管理费用将趋于正常。此外，公司在 08 年四季度接到较多的政府补贴，其中一次性技术扶持资金高达 0.6 亿，这也是公司 08 年净利润降低幅度大幅低于营业利润降低幅度的主要原因。我们判断 09 年公司因为轿柴项目还可能接到政府补贴，但数量将大幅减少。

表 1 云内动力季度盈利简表对比（单位：百万元人民币）

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2007	2008
营业总收入	519	515	453	464	537	501	389	364	1952	1792
同比					3.5%	-2.7%	-14.1%	-21.7%		-8.2%
毛利率	21.5%	19.4%	19.2%	14.9%	19.3%	13.9%	14.6%	16.1%	18.8%	16.1%
销售费用率	4.5%	6.6%	4.4%	2.5%	3.9%	4.6%	4.6%	5.4%	4.6%	4.6%
管理费用率	4.4%	6.7%	3.5%	2.4%	4.9%	5.9%	6.9%	18.9%	4.3%	8.5%
财务费用率	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.1%	-1.9%	-1.6%	-1.6%	0.9%	-0.9%
投资净收益比率	1.9%	11.5%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	0.0%
营业外收支比率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	2.4%	0.0%	0.0%	18.0%	0.0%	4.4%
销售净利润率	16.3%	8.8%	7.9%	6.3%	9.6%	3.9%	3.3%	7.1%	10.0%	6.1%

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理；

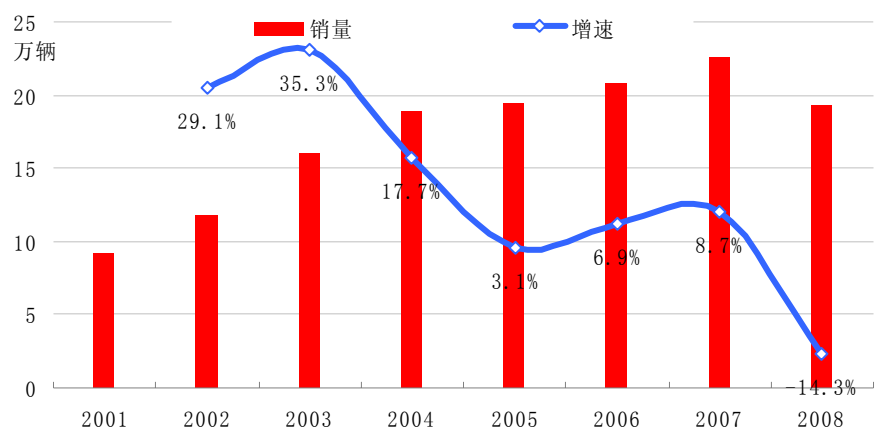
二、公司现有业务经营稳定

1、柴油机业务收入将随行业复苏而小幅增长

小缸径柴油机业务是公司目前最主要业务，按照 08 年数据，占公司总收入比例超过 93%，占公司主营业务利润比例超过 100%。目前公司本部柴油机产能为每年 15 万台，主要生产相对排量较大的 100 系列柴油机。公司占有 71.36% 股权的子公司成都云内已经基本完成搬迁，产能为每年 10 万台，主要生产相对排量较小的 90 系列柴油机。

公司柴油机业务配套中低端轻型卡车、工程配套车和农用车，主要下游客户包括福田和东风汽车等整车厂商。其中轻卡约占下游需求的 45%，自卸等小型工程车和四轮低速农用车约占下游需求的 55%。从公司柴油机业务的历史发展来看，从 01 年到 08 年，公司柴油机销量年均复合增速仅为 11.3%（下图）。落后国内汽车同期销量年均复合增速 21.8% 超过 10 个百分点，落后主要竞争对手之一的行业龙头玉柴同期销量年均复合增速 33.6% 超过 20 个百分点。

图 1 公司柴油机销量增速低于市场平均水平



数据来源：汽车工业协会 上海证券研究所

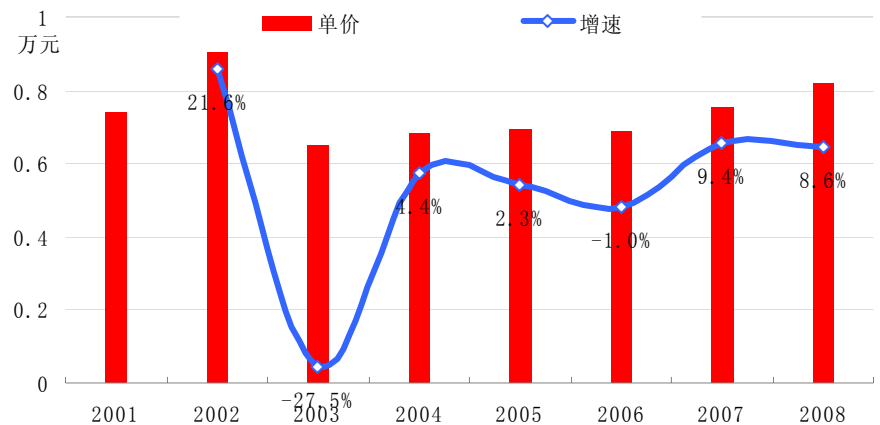
春节后，受四万亿投资和汽车下乡政策拉动，公司订单饱满、排产紧凑，2 月份最多单日产量超过 1000 台。按照汽车工程协会统计数据，公司二月份柴油机产量超过 2.6 万台，环比增长超过 50%，实现销售 2.1 万台，环比增长超过 130%。三月份以来，公司排产仍然紧凑，预计此趋势至少可以维持到四月份。

虽然汽车下乡政策对公司四轮农用车配套发动机需求可能产生一定抑制，但对轻卡需求的提升以及新农村建设对小型工程车需求

的提升都将对公司柴油机需求拉动较大。此外，今年7月1日国内轻卡将实施国 III 排放标准，因为国 III 轻卡比国 II 轻卡价格高出1万元以上，部分潜在用户可能提前购买国 II 车型。因此上半年国 II 轻卡销量应增加较多，走出类似08年上半年国 II 重卡销量逆市大增的趋势。综合考虑，我们预计公司09年柴油机销量增速约为10%，10年柴油机销量增速约为5%。

从价格来看，车用柴油机不同排放标准之间价格差异较大，国 II 排放标准柴油机价格是国 0 柴油机的一倍以上，而国 III 柴油机价格又比国 II 柴油机贵出约 50%，每台超过 2 万元。在过去数年内，国内柴油机排放标准不断提高，公司柴油机价格因此基本保持了逐年提高的趋势（下图，03 年单机价格降低主要因为合并成都云内，其生产排量更小、价格更低的发动机）。

图 2 公司柴油机单价近年来维持小幅走高趋势



数据来源：公司公告 上海证券研究所

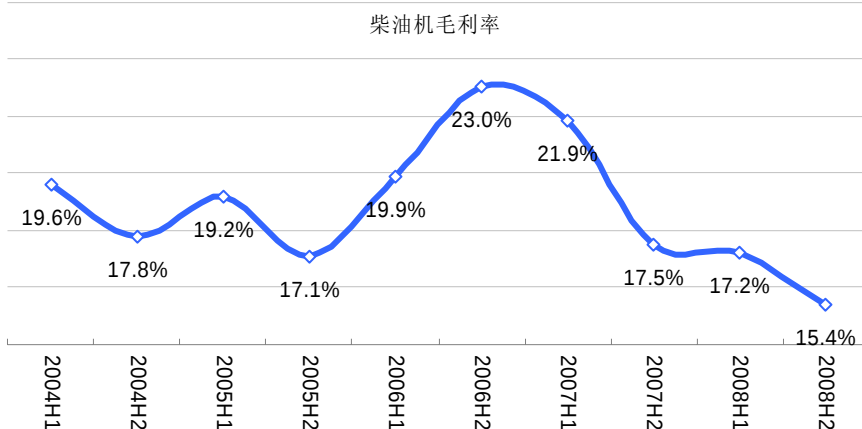
09 年以来，国内钢材价格大幅降低，公司受到下游厂商降价压力较大，柴油机产品销售价格可能较 08 年有所降低。但另一个方面，因为 7 月 1 日后轻卡国 III 排放实施可能导致上半年国 II 车型需求增加较快，同时下半年国 III 发动机需求比例上升，公司产品结构向上转移，从而提高公司产品均价。国 III 排放实施也可能导致另一种可能，因为国 III 轻卡价格上升，轻卡需求减少，作为轻卡替代产品的小型工程车和农用车销量上升，导致公司低端产品比例增加，从而拉底公司销售均价。因此，公司 09 年柴油机价格变动具有较大的不确定性。在目前节点上，为谨慎起见，我们判断 09 年销售价格可能较 08 年降低 5%，但上半年价格将因为欧 II 发动机比例增加而降低较少，10 年随着国内需求的增加，价格将再次进入上升通道。综合销量和价格预测，我们判断 09 年和 10 年柴油机业务收入将随行业复苏而小幅增长。

2、柴油机业务毛利率 09 年改善幅度有限

公司柴油机业务主要利用生铁和废钢自制柴油机最重要的缸体、缸盖和油底壳等零件，其余大部分零件均外购而来，公司外购零件成本占有零件成本比重超过 80%。相对国内其他主要发动机厂商，我们认为公司自制比重相对偏低，部分附加值较高的关键零部件均为外购，导致公司毛利率相对偏低。

从历史数据看，公司柴油机业务毛利率基本跟随汽车行业景气周期变化（下图），主要是因为公司在产业链上下游价格谈判能力较弱，在原材料价格上涨时销售提价幅度相对较小，在原材料价格下跌时销售价格下跌较快。在 04 年和 05 年汽车行业周期低谷，毛利率处于相对低位。随着 06 年行业景气度回升，汽车销量增速加快，同时钢材等原材料价格处于相对低位，柴油机业务毛利率大幅提高。但随着汽车行业 07 年下半年销售增速的减缓，同时钢材等原材料价格不断升高，柴油机业务毛利率再次下滑，08 年下半年已经降低至历史最低位置。

图 3 公司柴油机业务毛利率跟随行业景气周期变化



数据来源：公司公告 上海证券研究所

随着国家对汽车行业扶持的各种政策出台，公司下游需求从今年一季度开始复苏，而钢材等原材料价格降低较快，09 年仍将处于相对低位，同时轻卡行业国 III 排放标准在年中开始实施，公司柴油机产品有转向高端的趋势，公司毛利率有望提升。但考虑到公司在产业链中较弱的议价能力，毛利率改善空间的大部分可能被下游整车公司获得，公司毛利率改善空间相对有限。综合考虑，我们判断公司柴油机业务毛利率在 09 年和 10 年稍微改善，提高 0.5 个百分点，达到 17%左右。

3、轻型载货车业务难以扭转亏损趋势

公司载货车业务由公司占有 51% 股权的达州云内完成，主要生产包括轻卡、农用车等在内的相对低端车辆，销售均价 5 万元左右，历史年均销量不到 4000 辆。因为未达到一定规模，达州云内近年亏损。

公司将达州云内的存在作为战略需要，主要用来对其现有发动机进行整车配套测试。考虑到公司和下游客户的关系，公司目前并未有扩大达州云内生产和销售规模的意图。我们判断达州云内可能在长期内维持亏损格局，但考虑到达州云内销售收入仅占公司总销售收入比例不到 6.5%，对公司业绩影响将相对有限。

三、轿车柴油机业务潜力巨大

1、国内轿车柴油机市场成长空间巨大

公司在 07 年底公开增发募集资金 12.3 亿元筹建轿车柴油机项目，我们判断轿车柴油机在国内成长潜力巨大，将成为公司未来增长的主要动力。

柴油机相对汽油机来说，同等排量扭矩更大，且扭矩巅峰出现在相对低转速区域，此特性带来更好的加速性，尤其是在低速起步阶段，从而给用户带来更好的动力感受。以配置公司 1.9 升轿柴的江淮瑞鹰为例，其最大扭矩为 235 牛米，相对江淮瑞鹰配备的 2.0 升汽油发动机高出约 37%。同时柴油机油耗相对更省，同样以上述车型为例，瑞鹰 1.9 升轿柴车型相对 2.0 升汽油发动机油耗降低 25%，每百公里油耗仅为 5.6 升，甚至比一般的 1.3 升小排量汽油发动机车型油耗更省。

柴油机相对汽油机来说具有动力更大和油耗更省的优点，但柴油燃烧排放的碳颗粒和其他氮化物导致发动机难以达到较高的排放标准（如老式公交车的尾气黑烟现象）。而近年来随着高压共轨、EGR 废气再循环等技术的应用，气缸内碳颗粒得到更好的燃烧，上述排放问题已经基本解决，由此柴油机乘用车在世界范围内发展迅速。以欧洲为例，柴油机乘用车比例已经由 10 年之前的 1/5 上升至超过一半。

但我们同时也注意到作为汽车大国的美国和日本，其柴油乘用车比率仍然较低。对于美国来说，因为国内汽油价格相对便宜，形成了大排量汽车的消费习惯，对汽车燃油经济性关注较少，因而柴

油乘用车消费热情不高，柴油轿车消费比例不足 1%。但近年原油价格的剧烈变动同样使得美国政府开始出台相关政策，鼓励油耗较低的清洁柴油轿车的消费。此外，如果将美国乡村客货两用较多的皮卡（truck）作为乘用车看待，则柴油机乘用车比例可能接近 20%。

对于日本市场来说，汽车消费一直保持了倾向于低油耗的趋势，但日本国内相对较高的商用车比例使得柴汽油消费比例过大，部分抑制了低油耗柴油轿车的需求，柴油轿车比例目前约为 10%，大幅低于欧洲水平。

在国内市场，我们同样面临了日本类似的问题，商用车比例较高，加上近年来开展了大规模的基础设施建设，作为工业用油的柴油消耗比例较大，柴汽油消耗比从 1994 年的 1.4:1 上升至 2007 年的 2.3:1，高于国内柴汽油供应比 2.1:1，导致国内柴油供应略显不足。同时国内现有轿车柴油机技术水平相对较低，多数为直接引进国外技术，对国内含硫量高的油品适应性较差。上述因素共同导致目前国内轿车柴油机比例不足 1%的现状。

随着近两年原油价格的走高，汽车油耗问题得到了更多的重视，政府相继出台养路费改消费税和 1.6 升以下小排量汽车购置税减征等政策扶持低油耗、小排量汽车消费。并且在未来 10 年内，原油价格很可能再次上涨并保持高位。在此背景下，我们判断符合环保标准和国内使用条件的高性能、低油耗轿车柴油机将迎来快速发展，假设轿车柴油机在 2020 年消费占比达到 10%（和日本目前水平相当），则年度复合增速将超过汽车行业平均增速 25%。按照我们预测的汽车销量增速，则轿车柴油机销量年均复合增速很可能超过 40%。

2、公司轿柴业务或将迎来高速增长

公司和国际四大发动机设计公司之一的德国 FEV 公司合作，开发了具有自主知识产权的 D16TCI，D19TCI 和 D25TCI 高性能乘用车柴油发动机，排量分别为 1.6 升，1.9 升和 2.5 升。此系列发动机采用高压共轨技术，达到国 III 排放标准，并利用国内油品做了大量的适应性试验，可靠性方面也取得了较大成功。如上文所述，公司 D19TCI 发动机已经开始装载在江淮瑞鹰 SUV 上，其动力较更高排量的 2.0 升发动机提高 36%，而油耗降低约 25%，且因为扭矩特性更加适合普通驾驶需求，实际动力性能感受提高更多。

公司轿柴发动机目前正在标定的车型有 13 个，其中配备 D19TCI 的江淮瑞鹰和东风风行即将上市，此外标定车型还包括中华骏捷、尊驰、海马 3、荣威 550、福田迷迪、金杯阁瑞斯、一汽自由风和长安 CM8 等车型。我们注意到公司标定车型中 MPV 占比较大，这和柴

油机初始成本较大，但使用油耗成本较低的特性密切相关。公司目前三款不同排量发动机价格均为 3 万元左右，不同排量价差约为 1000 元，比比汽油发动机价格贵 1.5 万元左右。按照每百公里省油 3 升计算，如商务用车 MPV 每年行驶里程超过 4 万公里，则两年半左右的时间即可弥补柴油机初始高出的成本。对于公司标定的轿车车型来说，我们判断大多数将作为出租车使用，如中华骏捷、尊驰和海马 3，其每年超过 10 万公里的行驶里程在一年内即可从油耗上节省出柴油机的初始成本差价。从 MPV 和出租车需求来看，我们判断公司轿柴业务后续成长空间巨大。

公司轿柴已经接到更多标定意向，预计 10 年标定的车型将超过 20 个，按照 18-24 个月的标定周期，09 年将有 2-3 款车型装备公司轿柴销售，10 年将有超过 10 款车型装备公司轿柴销售，按照平均一款车型销售 4000 辆计算，则公司在 09 年销售轿柴发动机有望超过 8000 辆，10 年有望超过 40000 辆。公司目前的轿柴仍在原基地生产，募集资金建立的新产能将逐步投入使用，预计 10 年新增产能 5-6 万辆，11 年新增产能 5-6 万辆，12 年最终达产 20 万产能，这将完全满足公司目前所标定车辆的销售需求。

在国内轿柴领域，公司处于领先地位，我们认为其领先优势将在轿柴业务迅速发展的过程中带来更多价格谈判优势，从而获取较高毛利率。同时，我们判断随着公司轿柴规模的扩大，成本将有所下降从而降低下游价格，下游需求有望进一步增加。

四、财务分析和预测

1、分业务销售收入和毛利率预测

按照上述分析，我们对公司 09 年和 10 年各业务销售收入和毛利率进行了预测。

表 1 云内动力各业务销售收入及毛利率预测

指标名称	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
传统发动机销量（万台）	18.80	19.37	20.72	22.53	19.31	21.24	22.30
单台价格（万元）	0.68	0.70	0.69	0.75	0.82	0.78	0.80
传统发动机收入（亿元）	12.79	13.49	14.28	16.98	15.81	16.52	17.84
传统发动机毛利率	18.6%	18.2%	21.3%	19.9%	16.5%	17.0%	17.0%
发动机配件收入（亿元）	0.54	0.98	1.50	1.01	0.72	1.00	1.15
发动机配件毛利率	15.3%	12.0%	8.9%	26.6%	22.9%	23.0%	23.0%
轻型载货车收入（亿元）	2.25	1.85	1.50	1.53	1.14	1.20	1.30

轻型载货车毛利率	2.7%	4.4%	2.8%	2.4%	-0.1%	2.0%	2.0%
轿车柴油机销量(万台)					0.10	0.80	4.00
单台价格(万元)					3.00	2.80	2.50
轿车柴油机收入(万元)					0.30	2.24	10.00
轿车柴油机毛利率					25.0%	24.0%	22.0%
收入合计(万元)	15.58	16.33	17.76	19.52	17.92	20.96	30.29
毛利率	16.2%	16.2%	18.3%	18.8%	16.1%	17.2%	18.2%

数据来源:公司公告, 上海证券研究所

2、财务数据预测和投资建议

根据以上的分析,我们对公司09年和10年业绩进行了估算。公司09和10年每股收益分别为0.37和0.58元。按照3月17日收盘价8.33元计算,08、09和10年市盈率分别为23.2倍、22.3倍和14.3倍。

子公司成都云内搬迁前原厂区可用于拍卖的地块有140亩,公司计划在全部搬迁完毕之后将其拍卖,按照400万/亩的价格,可实现约5.6亿元的一次性收入,扣除地价成本和成都云内原有资产计提,将给公司带来约2亿元的投资收益。如此项收益按两年均摊,则09年和10年每股收益可分别增加0.27元,按此计算的市盈率则更具吸引力。

公司业务正从同质化严重的小缸径柴油机进入具有较大先行优势的轿车柴油机,虽然在09年因为新业务尚处于起步阶段而业绩改善有限,但随着轿柴产品市场认知度的提高和产能的提高,业绩提升空间较大。公司市盈率在汽车行业相对合理,且1.3倍的市净率处于行业中相对较低的水平,给予“跑赢大市”评级,建议长期投资者伺机介入,分享公司即将迎来的高速成长收益。

给予六个月目标价11.21-11.66元,此目标价按照相对估值给出,相当于09年市盈率30倍,10年市盈率20倍,09年目标市盈率相对沪深300目标市盈率溢价50%,10年市盈率相对沪深300目标市盈率溢价10%。

表2 云内动力盈利简表及预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	1,776.04	1,951.91	1,791.88	2095.69	3029.29
营业总成本	1,656.74	1,795.15	1,729.54	1941.12	2757.12
营业成本	1,450.45	1,584.24	1,502.76	1735.74	2476.91
营业税金及附加	9.88	9.29	5.60	6.29	10.60
销售费用	91.17	89.26	81.61	104.78	136.32

管理费用	85.47	84.57	151.87	100.59	136.32
财务费用	12.94	18.34	-15.78	-8.38	-6.06
资产减值损失	6.83	9.45	3.48	2.10	3.03
投资净收益	39.14	73.94	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1.47	1.43	79.19	2.10	3.03
营业外支出	1.00	0.47	1.04	1.05	1.51
利润总额	162.79	231.66	140.48	155.62	273.68
所得税	25.22	36.90	30.33	32.68	57.47
净利润	137.57	194.76	110.15	122.94	216.21
归属母公司股东的净利润	139.08	201.56	135.57	141.38	220.54
每股收益	0.37	0.53	0.36	0.37	0.58

数据来源：公司公告，上海证券研究所；每股收益按最新股本378.20百万股摊薄计

3、风险提示

- 1、公司轿柴业务可能因为售后成本等问题导致市场接受度较低，销量低于预期；
- 2、公司成都地块出让时间和价格具有不确定性；
- 3、公司原有柴油机业务销售可能因为经济景气度再度恶化而低于预期。

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。