

天时地利助推公司战略转型

江淮汽车（600418）

评级：增持（首次）

股价：6.89 元

目标价位：8.1 元

调研报告

2009 年 7 月 9 日

星期四

赵世光，李涛

021-50586660-8637

021-50586660-8971

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	8.1
升值潜力 (%)	17.56
目标价确定日期:	2009.7.9

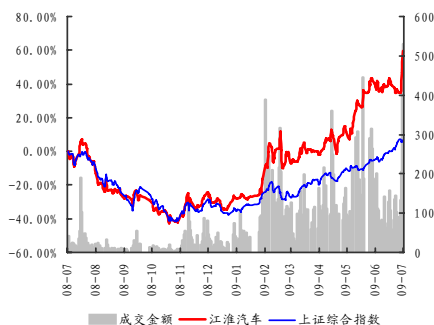
重要数据

总股本(亿股)	12.89
流通股本(亿股)	8.81
总市值(亿元)	88.81
流通市值(亿元)	60.70

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	16.58	4.56
3 个月	62.79	31.57
6 个月	121.94	57.99

个股相对上证综合指数走势图



投资要点

- **受益国内企业对未来经济状况谨慎预期，瑞风销售出现较大增长。**瑞风销售在经过 08 年低迷期后，出现较大好转，前 6 个月销量累计同比增长 6.73 %。上半年在 MPV 销售同比下滑的背景下，瑞风销售一枝独秀，市场占有率进一步扩大。我们认为，国内企业对未来经济状况的谨慎预期减少了对 GL8 和奥德赛等高端 MPV 的需求，而转向购买价格较低廉的瑞风。公司瑞风基于客车底盘，产品涵盖高端瑞风祥和、中端瑞风彩色之旅、低端瑞风穿梭，价格覆盖 10 万元以下至 19 万区间，具有较大吸引力。
- **轻卡盈利能力有所提高。**公司轻卡销售与行业基本持平。前 6 个月累计销售 7.78 万辆，轻卡销售已超过东风位居第二，累计同比增长 6.53 %。2 月份以来轻卡，尤其是低端轻卡销售受益于汽车下乡和以旧换新政策，销售增长较大。公司在国家政策基础上创新营销模式，在全国建设了 50 家“县级汽车超市”，已初见成效。公司计划 09 年建设 200 家“汽车超市”覆盖二、三线城市和县域市场。预计 09 年轻卡销售增幅会在 15 % 以上，毛利率在 16 % 左右。
- **发动机自配率提高有效降低生产成本。**公司发动机产量目前恢复较好。随着公司小排量乘用车发动机的研发和投产，发动机年产将超过 10 万台以上。目前瑞风、瑞鹰、同悦和高端轻卡已实现发动机自配，1.5 升以下小排量乘用车发动机也将实现自配。通过自配发动机，公司能有效降低成本。同时未来小排量发动机投产也能解决同悦等小排量乘用车受制于东安三菱发动机的生产瓶颈，为公司大规模销售打好基础。
- **乘用车二、三线城市需求旺盛，自主品牌占比逐步提高。**国内自主品牌轿车销售占比正逐步扩大。2006 年 4 月份以来乘用车销售中国内自主品牌的销售增速大于日系、德系、美系等外资品牌，2009 年 5 月份市场份额已达

到 44.1%。预计自主品牌乘用车占比将继续增加，2010 年有望占据国内销售半壁江山。二、三线城市已成为国内乘用车销售的主要市场。与一线城市不同，二、三线城市消费者更注重轿车价格和燃油经济性。对各项税收优惠也比较敏感。随着 08 年 9 月份消费税调整和 09 年 2 月份购置税调整，1.6 升以下排量轿车出现较大发展。1.6 升以下排量轿车 09 年以来占比逐步扩大，5 月份累计已接近 70%。

□ **公司 2010 年将完成向乘用车战略转型。**公司现在已经推出 2.0 和 2.4 升排量的宾悦、1.3 和 1.5 升排量的同悦，09 年 3、4 季度还将推出排量 1.5 升的 A 级车和悦以及和悦 MPV，2010 年初推出一款排量小于 1 升的 A0 级车悦悦。公司推出的第一款轿车宾悦并不成功，从 2007 年 9 月推出以来月平均销量只有几百辆。不过 08 年 10 月推出的同悦得到了市场认可，09 年以来月平均销量在 4000 辆以上，全年销售应超过 5 万辆。预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.13、0.27 元。考虑公司目前还处于向乘用车战略转型过程中，未来成长性值得期待。公司 2009 年和 2010 年 PEG 均处于行业低位，成长性优于其它整车上市公司。同时考虑与奇瑞整合预期，我们认为应给予较高溢价空间。按 2010 年 0.27 元每股收益和 30 倍 PE 计算，公司目标价为 8.1 元。给予“增持”评级。

主要财务指标					
	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	10,839	14,274	14,725	17,948	21,884
增长率	15.4%	31.7%	3.2%	21.89%	21.93%
营业利润(百万元)	453	387	5	235	471
增长率	-19.50%	-14.46%	-98.74%	4739.08%	100.25%
净利润(百万元)	380	328	57	170	342
增长率	-23.7%	-13.5%	--	198.0%	101.34%
每股净资产(元)	2.41	3.14	3.11	3.20	3.39
每股收益(元)	0.30	0.25	0.04	0.13	0.27
市盈率(P/E)	22.97	27.56	172.25	53.0	25.52
市净率(P/B)	2.85	2.19	2.22	2.15	2.03

目录

1. 传统核心业务触底回升，增速明确	4
1.1 瑞风销售出现较大增长	4
1.2 轻卡虽未超越行业均值，但盈利能力有所提高	5
1.3 瑞鹰和重卡表现平淡，客车底盘出现较大下滑	6
1.4 发动机自配率提高有效降低成本	7
2. 公司向乘用车转型时机较佳	7
2.1 国内乘用车自主品牌占比逐步提高	7
2.2 二、三线城市将成为小排量乘用车的主要市场	8
2.3 同悦销售放量确保公司持续成长动力	9
3. 分析与估值	10
3.1 估值与盈利预测	10
3.2 风险提示	11

图目录

图 1. 瑞风和 MPV 销售月度销售同比（单位：%）	4
图 2. 瑞风近年来同比增速变化（单位：%）	5
图 3. 江淮轻卡和行业月度销售同比（单位：%）	5
图 4. 瑞鹰和 SUV 销售月度销售同比（单位：%）	6
图 5. 江淮重卡和行业月度销售同比（单位：%）	6
图 6. 江淮发动机月产量和同比增速	7
图 7. 乘用车销售分国别销售统计（单位：%）	8
图 8. 不同排量轿车销售占比变化（单位：%）	8

表目录

表 1. 公司乘用车推出计划（不含瑞风）	9
表 2. 细分车型销售量（单位：万辆）	10
表 3. 主要整车上市公司 PE、PB 和 PEG 比较	11

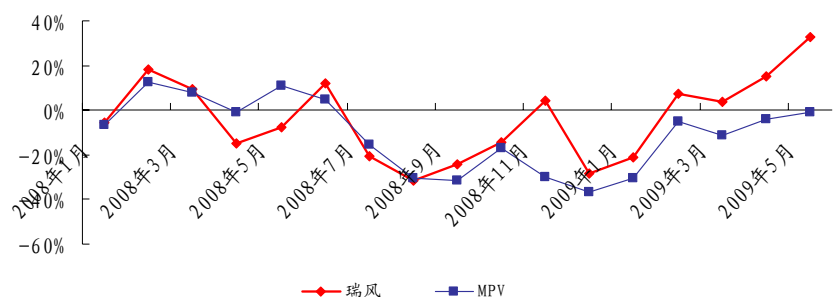
1. 传统核心业务触底回升，增速明确

公司主要传统产品是瑞风 MPV 和轻卡，目前瑞风在 MPV 市场占有率保持第一，轻卡市场占有率保持第二。另外公司还产销格尔发系列重卡、瑞鹰 SUV 和客车底盘。公司产销在经历了 08 年下半年和 09 年 1 月份低迷期后，现在正处于较快恢复阶段。

1.1 瑞风销售出现较大增长

瑞风销售在经过 08 年低迷期后，出现较大好转，前 6 个月销量累计同比增长 6.73%。瑞风在前 5 个月 MPV 整体下滑的大背景下，2 月份起出现连续同比增长，5 月份同比达到 32.51%，市场占有率进一步扩大，如图 1。我们认为，国内企业对未来经济状况的谨慎预期减少了对 GL8 和奥德赛等高端 MPV 的需求，而转向购买价格较低廉的瑞风。公司瑞风基于客车底盘，产品涵盖高端瑞风祥和、中端瑞风彩色之旅、低端瑞风穿梭，价格覆盖 10 万元以下至 19 万区间，具有较大吸引力。

图1. 瑞风和 MPV 销售月度销售同比（单位：%）

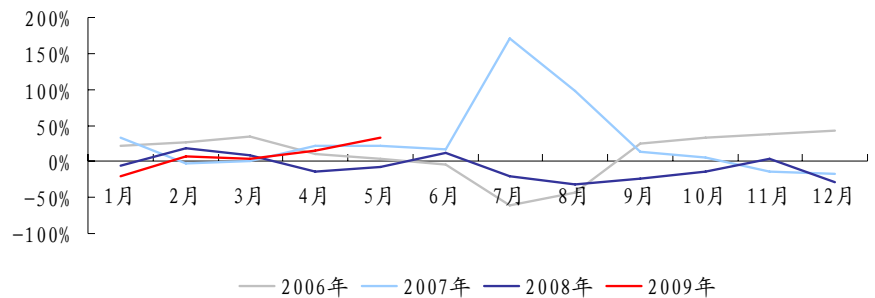


资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

瑞风销售在 06 年和 07 年波动较大，主要原因是 GL8、奥德赛、途安等 MPV 的市场介入分流了部分市场份额，如图 2。不过 08 年以后没有新的 MPV 推出，福特 S-MAX 销售也并不成功。瑞风销售的优势地位得以保留。未来企业对资产购入的预算还会继续趋于谨慎，瑞风的销售优势也会继续维持，预计 09 年瑞风销售全年增长 10% 以上。

在公司乘用车转型没有完成前，瑞风是公司主要收入和利润来源。由于瑞风上市时间较长，研发和固定资产摊销已超过 5 年，加之 09 年钢材价格较低等优势，瑞风毛利率有望达到 30% 左右。

图2. 瑞风近年来同比增速变化 (单位: %)



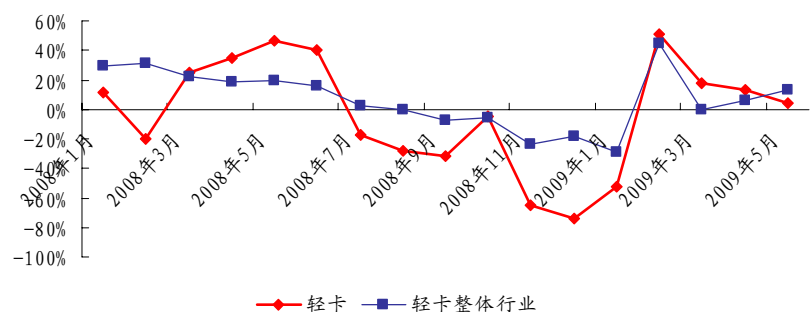
资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

未来随着公司基于乘用车底盘的瑞风 II 车型推出, 公司 MPV 系列将更加丰富, 子行业优势也有望继续维持。

1.2 轻卡虽未超越行业均值, 但盈利能力有所提高

公司轻卡前 6 个月累计销售 7.78 万辆, 轻卡销售已超过东风位居第二, 累计同比增长 6.53%。前 5 个月轻卡整体累计同比为 5.45%, 不过江淮好运系列轻卡从载重吨位看应归为微卡, 前 5 月微卡整体累计同比达到 40.91%。整体看, 江淮轻卡增速基本与行业增速持平, 见图 3。由于公司轻卡产品定位于中低端, 其中江淮好运系列轻卡售价只有 2-3 万元, 帅铃轻卡售价 7-8 万。2 月份以来轻卡, 尤其是低端轻卡销售受益于汽车下乡和以旧换新政策, 销售增长较大。公司在国家政策基础上创新营销模式, 在全国首创建设了 50 家“县级汽车超市”, 已初见成效。公司计划 09 年建设 200 家“汽车超市”覆盖二、三线城市和县域市场。预计 09 年轻卡销售增幅会在 15% 以上, 毛利率在 16% 左右。

图3. 江淮轻卡和行业月度销售同比 (单位: %)



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

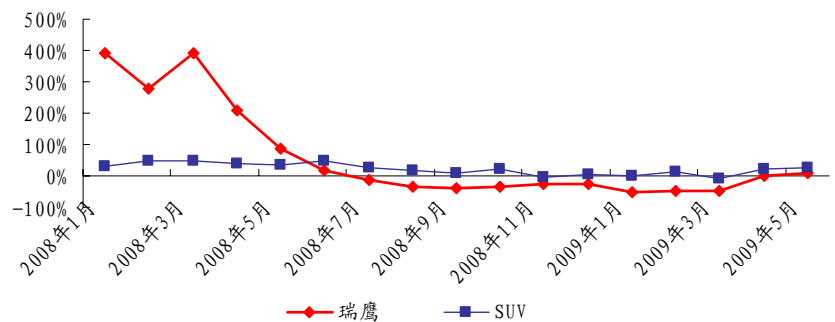
轻卡销量提高有助于减少单车成本, 同时公司帅铃等高附加值轻卡销售也

好于往年，帅铃月销量已突破千台。轻卡销售结构上移有利于公司增加盈利能力。

1.3 瑞鹰和重卡表现平淡，客车底盘出现较大下滑

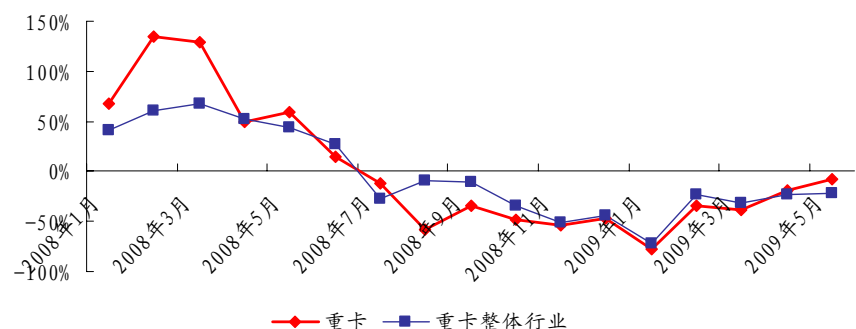
08年上半年为公司盈利贡献较大的瑞鹰09年表现平淡，销售一直落后于SUV行业均值，如图5，前6个月累计同比下滑22.95%。瑞鹰在07年初推出，前半年销售可比基数较低，造成08年上半年同比增幅较高。瑞鹰在目前SUV可选品种较多的环境下，不会有较佳表现。不过瑞鹰与公司轿车共线生产，因此其生产成本和盈利能力应与轿车一起考虑。未来只要轿车销售放量，公司的乘用车战略转型目标就应完成。

图4. 瑞鹰和SUV销售月度销售同比（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

图5. 江淮重卡和行业月度销售同比（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

公司格尔发重卡也基本与重卡行业走势持平，如图6，前6个月销售累计同比下滑26.45%。公司客车底盘出现较大降幅，前6个月销售累计下降46.38%。按前5个月销售累计下降50.79%看底盘下滑比例大于15.45%的客车行业累计

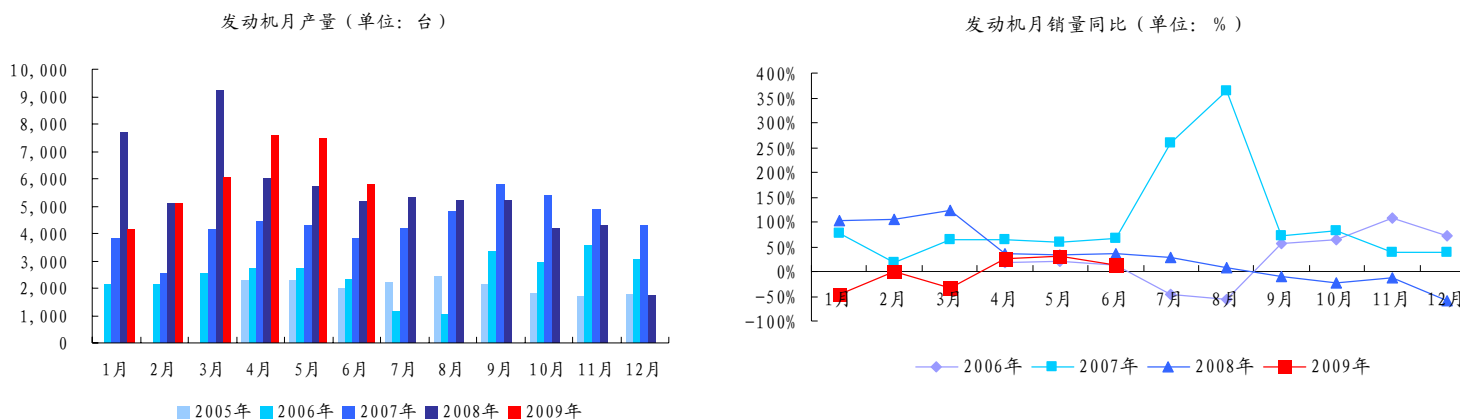
降幅。公司重卡预计下半年能随着重卡的复苏出现一定增长，不过由于国内重卡还是以斯太尔系列为主，公司重卡未来发展空间不大。客车底盘业务未来会进一步边缘化，公司未来战略重心会逐步向乘用车转移。

1.4 发动机自配率提高有效降低成本

江淮发动机主要用于自配瑞风、轻卡和乘用车产品。目前投入使用的生产线中，韩国进口的二手生产线正批量生产瑞风汽油机，该生产线原产能 20 万台，但由于部分配件折损，预计产能将有较大折扣，不过目前对于 5 万辆左右的瑞风发动机产量需求应可以满足。另外公司还有柔性加工中心生产线生产 2.0 和 2.4 升汽油机配套宾悦和瑞鹰，另一条柴油机生产线配套公司高端轻卡。

公司发动机产量目前也恢复较好，见图 6。随着公司小排量乘用车发动机的研发和投产，发动机年产将超过 10 万台以上。通过自配发动机，公司能有效降低成本。同时未来小排量发动机投产也能解决同悦等小排量乘用车受制于东安三菱发动机的生产瓶颈，为公司大规模销售打好基础。

图6. 江淮发动机月产量和同比增速



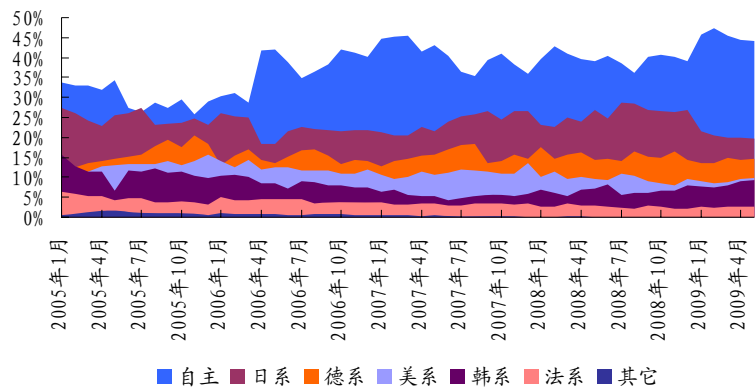
资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网，公司公告

2. 公司向乘用车转型时机较佳

2.1 国内乘用车自主品牌占比逐步提高

国内自主品牌轿车销售占比正逐步扩大。2006 年 4 月份以来乘用车销售中国内自主品牌的销售增速大于日系、德系、美系等外资品牌，2009 年 5 月份市场份额已达到 44.1%，见图 7。预计自主品牌乘用车占比将继续增加，2010 年有望占据国内销售半壁江山。国产车目前多属于中低端车，市场定位以二、三线城市为主。

图7. 乘用车销售分国别销售统计 (单位: %)



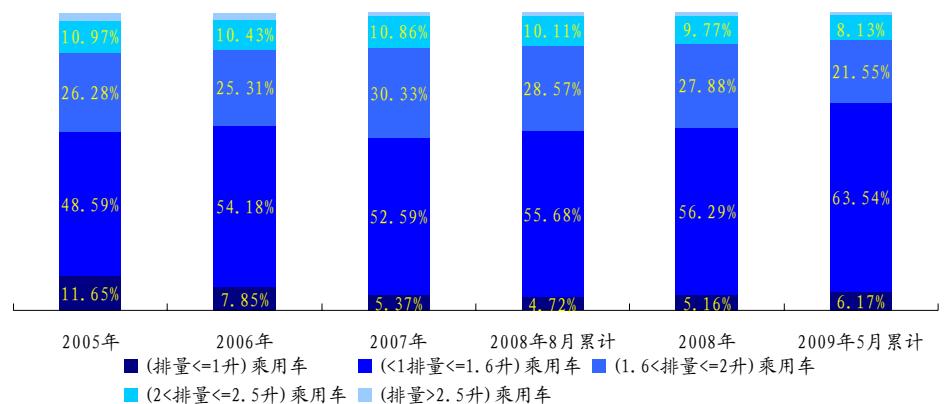
资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

国产车占比提高与其售价较低和产品质量提高较快有关。随着奇瑞、比亚迪、吉利等致力于自主品牌的轿车厂商的快速发展，其产品在外观和工艺性上已得到较大提高。品牌也得到二、三线城市消费者的认可。虽然这些国内轿车厂商也宣称能生产豪华车，但其主业无一例外全是向中低端车发展。

2.2 二、三线城市将成为小排量乘用车的主要市场

随着人均消费水平的提高，二、三线城市已成为国内乘用车销售的主要市场。不过与一线城市不同，二、三线城市消费者更注重轿车价格和燃油经济性。对各项税收优惠也比较敏感。随着08年9月份消费税调整和09年2月份购置税调整，1.6升以下排量轿车出现较大发展。图8所示为05年到09年5月不同排量轿车销售占比变化，1.6升以下排量轿车09年以来占比逐步扩大，5月份累计已接近70%。

图8. 不同排量轿车销售占比变化 (单位: %)



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

两税的影响下半年虽然会逐步减少，但中高排量轿车的刚性需求主要还应集中在收入较高的一线城市，而二、三线城市还会继续选择小排量乘用车。

2.3 同悦销售放量确保公司持续成长动力

公司未来的战略重点是向轿车发展。为发展轿车，公司累计固定资产投资约 18 亿元，加上摸夹具共投资 25 亿元。现在已经推出 2.0 和 2.4 升排量的宾悦、1.3 和 1.5 升排量的同悦，09 年还将推出 A 级车和悦以及和悦 MPV，排量 1.5 升，2010 年初推出一款排量小于 1 升的 A0 级车悦悦。公司推出的第一款轿车宾悦并不成功，从 2007 年 9 月推出以来月平均销量只有几百辆。不过 08 年 10 月推出的同悦得到了市场认可，09 年以来月平均销量在 4000 辆以上。预计全年销售超过 5 万辆。同悦的成功，坚定了公司向乘用车发展的信心，也缓解了轿车投入的成本压力。同悦目前售价 5-6 万元，发动机采用东安三菱发动机，内饰用伟士通产品，座椅用江森产品，因此具有较高的性价比。不过由于同悦配置较高，增加了单车成本，预计公司 09 年轿车业务盈亏平衡点在 10 万辆左右，09 年仍然难以盈利。公司正通过自产轿车发动机、降低配置等方式降低成本。另外，东安三菱发动机是目前同悦产销的瓶颈，下半年公司自产轿车发动机后，将能进一步提高同悦产销量。

表1. 公司乘用车推出计划（不含瑞风）

名称	排量（升）	价格（万元）	上市时间	09 年 5 月销量 （辆）
瑞鹰	2.0、2.4	10-12	07 年 1 月	1017
宾悦	2.0、2.4	8-10	07 年 9 月	461
同悦	1.3、1.5	5-6	08 年 10 月	4663
和悦	1.5	6-8	09 年 3 季度	-
和悦 MPV	1.5	8-10	09 年 4 季度	-
悦悦	1	5 万以下	2010 年	-

资料来源：东海证券研究所，新浪网，汽车工业信息网

公司目前正致力于轿车销售渠道建设和网络布局，重点优化二级和三级城市网络。我们认为，二三线城市受振兴政策驱动，对国产小排量轿车需求旺盛。按现在全国 2500 个县、6 万个乡镇、64 万个行政村的规模，未来发展市场可谓巨大。公司可利用现有轻卡销售渠道，统一整合销售团队，降低销售费用。另外，公司所有轿车，包括瑞鹰采用共线生产，由于资本支出高峰已过，随着更多轿车的投产，单车成本能有效降低。预计 2010 年随着轿车销售走入正轨，公司轿车业务将能逐步贡献利润。

3. 分析与估值

3.1 估值与盈利预测

我们基于以下假设，

1. 受原材料成本降低和资产分摊减少影响，瑞风毛利率有望在 2009 年和 2010 年维持 30% 左右，轻卡毛利率有望维持在 16% 左右。
2. 公司资本投入高峰期已过，未来三年固定资产投资不超过 5 亿元，研发费用 2 亿元左右。
3. 同悦 2009 年销量 5 万辆左右，2010、2011 年基本维持该销量。和悦（加和悦 MPV）销量在 2010 年放量，销量达到 5 万辆，悦悦放量后，销量至少与同悦持平，宾悦和瑞鹰共保持年销量 2 万辆。乘用车（不含瑞风）2009 年，2010 年，2011 年销量分别为 7 万辆、16 万辆和 18 万辆。
4. 同悦销量快速增长降低单车成本，同时公司对成本的合理化改造能有效提高乘用车毛利率。2010 年随着和悦以及悦悦的销售，生产设备折旧摊消和模夹具等固定成本分摊到单车上的比例进一步降低，乘用车单车利润进一步增厚。乘用车业务 2010 年将转向盈利。
5. 重卡业务上半年已开始盈利，09 年下半年随着重卡行业转暖盈利能力有望进一步增加。
6. 客车底盘受客车行业下滑影响，预计会出现持续亏损。

表2. 细分车型销售量（单位：万辆）

车型	2006	2007	2008	2009E	2010E
瑞风	3.44	4.00	3.63	3.99	4.2
轿车和瑞鹰	0	0.81	1.85	7.00	16.00
轻卡	10.88	12.00	11.41	12.55	13.80
重卡	0.31	1.03	1.08	1.10	1.20
客车底盘	2.53	2.70	2.14	1.50	1.35

资料来源：东海证券研究所

公司各细分车型销售量预测如表 2 所示。基于以上假设，公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.13、0.27 元。按 3 月 24 日收盘价 6.89 元计算，2009 年，2010 年动态市盈率为 53 和 25.52，市净率为 2.27。比较现在整车上市公司 2009 和 2010 年动态市盈率，公司基本位于行业均值。比较市净率，公司低于行业均值。

考虑公司目前还处于向乘用车战略转型过程中，未来成长性值得期待。公司 2009 年和 2010 年 PEG 均处于行业低位，因此成长性优于其它整车上市公司。同时考虑与奇瑞整合预期，我们认为应给予较高溢价空间。按 2010 年 0.27 元

每股收益和 30 倍 PE 计算，公司目标价为 8.1 元。给予“增持”评级。

表3. 主要整车上市公司 PE、PB 和 PEG 比较

证券代码	证券简称	PE(2009)	PE(2010)	PB	PEG(2009)	PEG(2010)
000572.SZ	海马股份	18.81	14.99	2.25	0.04	0.59
000625.SZ	长安汽车	55.90	40.65	3.06	0.03	1.08
000800.SZ	一汽轿车	23.06	18.90	4.35	1.26	0.86
000927.SZ	一汽夏利	70.14	31.29	4.40	0.67	0.25
600104.SH	上海汽车	35.81	27.28	3.42	0.08	0.87
600991.SH	长丰汽车	33.70	29.53	2.35	2.71	2.09
000951.SZ	中国重汽	20.63	16.40	4.17	3.32	0.64
600006.SH	东风汽车	26.73	19.41	2.07	1.10	0.52
600166.SH	福田汽车	29.22	22.64	4.30	0.79	0.78
600418.SH	江淮汽车	53	25.52	2.27	0.27	0.18
000868.SZ	安凯客车	68.12	50.89	3.43	2.35	1.50
600686.SH	金龙汽车	20.42	17.10	2.94	76.71	0.88
600565.SH	迪马股份	24.85	23.56	4.07	0.48	4.32

3.2 风险提示

公司传统业务 MPV 和轻卡销售出现同比下滑。公司乘用车新车型未能按计划推出或推出后出现滞销影响乘用车销售低于预期。钢材等原材料价格大幅上调导致成本上升，毛利率低于预期。

资产负债表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
现金及现金等价物	429	725	704	704	1243
应收款项	568	474	705	983	1199
存货净额	782	858	791	1028	1250
其他流动资产	334	343	186	359	438
流动资产合计	2113	2399	2386	3074	4130
固定资产	3843	4576	5716	5590	5351
无形资产及其他	125	203	370	357	345
投资性房地产	53	346	325	325	325
长期股权投资	2	7	23	23	23
资产总计	6136	7531	8821	9369	10175
应付款项	1731	2237	3081	3288	4000
其他流动负债	576	761	538	830	1006
流动负债合计	2641	3205	4067	4478	5005
长期借款及应付债券	360	150	550	550	550
其他长期负债	15	86	125	125	125
长期负债合计	375	236	675	675	675
负债合计	3016	3441	4742	5152	5680
少数股东权益	38	38	74	93	132
股东权益	3082	4052	4005	4124	4363
负债和股东权益总计	6136	7531	8821	9369	10175

利润表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	10839	14274	14725	17948	21884
增长率	15.4%	31.7%	3.2%	21.9%	21.9%
营业成本	9169	12199	12959	15507	18827
营业成本/营业收入	84.6%	85.5%	88.0%	86.4%	86.0%
营业税金及附加	327	423	381	538	657
销售费用	432	662	650	835	1007
销售费用/营业收入	4.0%	4.6%	4.4%	4.7%	4.6%
管理费用	446	581	664	772	875
管理费用/营业收入	4.1%	4.1%	4.5%	4.3%	4.0%
财务费用	13	12	26	61	48
营业利润	453	387	5	235	471
增长率	-19.50%	-14.5%	-98.7%	4739.1%	100.2%
利润总额	460	418	23	237	478
增长率	-18.3%	-9.2%	-94.6%	947.4%	101.3%
所得税费用	74	88	(37)	36	72
少数股东损益	(1)	2	3	32	64
归属于母公司净利润	380	328	57	170	342

现金流量表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
------------	------	------	------	-------	-------

净利润	380	328	57	170	342
折旧摊销	232	316	492	516	591
财务费用	13	12	26	61	48
经营活动现金流	758	1125	1215	477	1342
资本开支	(1134)	(1069)	(1681)	(338)	(341)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(1136)	(1074)	(1697)	(338)	(341)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	178	(210)	400	0	0
支付股利、利息	(137)	(103)	(15)	(51)	(103)
其它融资现金流	212	871	(308)	(89)	(359)
融资活动现金流	294	245	461	(140)	(462)

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

赵世光, 汽车行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司: 威孚高科、中国重汽、风神股份、科力远、一汽轿车、启明信息、云内动力、黑猫股份、中鼎股份

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

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, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122