

2009 年 8 月 21 日

公司研究

汽车及零配件

投资评级：持有-买入

分析师：邢海芝

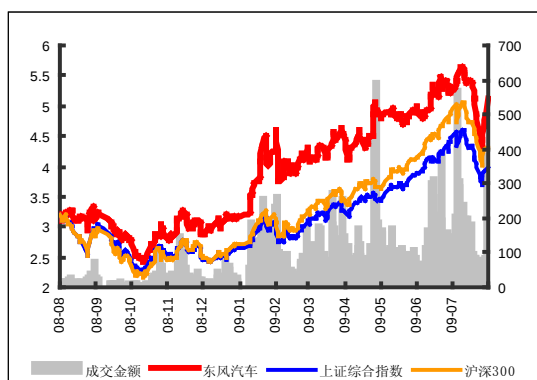
电 话：010-88656252

E-mail：xinghaizhi@cindasc.com

市场指标/数据

	2008	2009E	2010E
PE	32.0	29.4	85.3
PB	1.7	1.6	1.6
PE/G	-1.1	-100.8	-1.3
EV/EBITDA	16.3	22.6	37.4
52 周最高价/最低价/当前价（元）			
5.64/2.40/5.04；5.73/2.40/5.13（后复权）			
发行股数/实际流通 A 股（万股） 200000/79800			
主要股东（持股比例）			
东风有限（60.10%）			

近期股价表现



相关报告

东风汽车年报点评，08 年 3 月 31 日

东风汽车（600006） 潜在产能预期下资产价值低估

受制于政策导向以及产品结构调整尚未到位影响，公司正处于赢利及增长的低谷阶段。

➤ 产品结构相对单一导致公司在外部市场巨幅波动的情况下应对能力不足；发动机业务利润大幅下滑 73.27%，拖累公司净利润下降 59.32%。

下半年，中重卡景气恢复、轻卡向低端和高端覆盖，特别是尼桑品牌凯普斯达轻卡和郑州日产帅客的推出将支撑公司业绩回暖并持续提升。

➤ 中重卡、大中客以及工程机械的销售回升预期将支撑公司发动机业务下半年乃至 2010 年的业绩恢复；轻卡下半年将向高端及中低端延伸产品系列，从而分享行业增长的收益；郑州日产短期有帅客的投放，长期 12 万辆产能也将逐步建成，从而支撑公司业绩持续稳定增长。

对应 09 年业绩预期，我们认为公司合理市值约为 84 亿元，目前公司 100 亿元市值中尚包含 49 亿元的货币资产，实际 PE 约为 15 倍。考虑远期及合理的 146 亿元市值预期，建议买入。

➤ 东风康明斯业务对应 09 年业绩的保守估值应为 36 亿元，远期可达 48 亿元；郑州日产对应 09 年业绩的保守估值约为 18.4 亿元，远期可达 46 亿元；襄樊旅行车业务按维持既有规模的话，合理估值约为 5 亿元；母公司业务未来轻卡赢利基本用于弥补铸造业务亏损和研发性投入，按净资产估值约为 25 亿元；轻型发动机公司按 15 万台计算，单台利润 2000 元，则合理利润约为 3 亿元，折合股权价值约为 22.5 亿元。

综合来看，我们认为，公司盈利能力的提升将体现在 2010 年及以后，而公司业绩风险主要来源于新产品市场开拓不利，产能释放低于预期的风险。

(单位: 百万元)	2008	2009E	2010E
营业收入	12,431	14,421	17,016
(+/-%)	-7.18	16.00	18.00
净利润	315.48	342.48	118.16
(+/-%)	-28.79	-0.29	-64.71
每股收益(元)	0.16	0.17	0.06
每股净资产(元)	2.91	3.06	3.10
每股经营现金流(元)	-0.83	0.18	-0.28
每股股利(元)	0.15	0.10	0.04
ROE (%)	7.12	6.76	2.35

受制于政策导向以及产品结构调整尚未到位影响，公司正处于赢利及增长的低谷阶段。

产品结构相对单一导致公司在外部市场巨幅波动的情况下应对能力不足。

上半年，在政策推动下整个汽车行业实现 17.69%的销量增长，而公司显然未能受益于这一大环境，上半年公司共实现整车销售 9.49 万辆，同比下降 9.5%。

细分行业方面，轻卡行业主要得益于汽车下乡及更新换代补贴政策的支撑，实现行业增长 6.04%，但由于公司产品主要面向中高端，缺乏满足中低端市场的产品组合，因此，上半年轻卡业务并未受益于行业的增长而增长，同比增长还下降了 6.3%。客车及客车底盘方面，行业上半年同比下降了 15%左右，而公司同比下降 29.4%，共实现销售 1.25 万辆。整车业务中，相对较好的是 SUV 产品，郑州日产上半年 SUV、MPV 共实现 2.3%的增长，但与行业相比还是有一定差距，因为同期的 SUV、MPV 行业增长分别为 12.05%和-7.98%。

上半年，公司的发动机业务下降也较为明显，总计实现销量 4.97 万辆，同比下降 52.90%，而整个柴油发动机上半年销量增长为 1.45%。发动机销量的下降主要是因为上半年中重型卡车、大中型客车以及主要客户东风市场需求大幅下滑影响所致，同时，工程机械等非车用行业因金融危机市场萎缩。另外，市场仍以大扭矩低速工程车用发动机和低价位、EGR 发动机为市场主导结构，公司发动机在此领域缺乏应对产品。

表 1：东风汽车各主要产品 09 年上半年销量及增长比较

	08 年			09 年 H1		
	销量, 万辆	增长, %	所属行业 增长, %	销量, 万辆	增长, %	所属行业 增长, %
汽车整车	17.07	13.78	6.7	9.49	-9.5	17.69
轻卡	12.99	13.34	16.19	7.48	-6.3	6.04
客车及底盘	2.44	19.94	-14.17	1.25	-29.4	-16.89
SUV、MPV	1.31	3.79	24.93	0.77	2.30	SUV12.05; MPV-7.98
发动机	16.26	18.69	3.30	4.97	-52.90	1.45

来源：行业协会。

发动机业务利润大幅下滑 73.27%，拖累公司净利润下降 59.32%。

与此相对应，公司上半年实现营业收入 62.58 亿元，同比下降了 7.68%，实现归属于母公司净利润 1.26 亿元，同比下降了 59.32%。

净利润下降幅度远大于收入下降幅度主要是由于发动机业务所贡献的投资收益上半年只有 0.78 亿元，相对上年同期的 2.97 亿元大幅下降 73.72%。同时发动机业务对公司净利润的贡献对也由 08 年的 127%下降到上半年的 61.9%。

表 2：东风汽车近年业绩及增长情况

	06 年	07 年	08 年	09 年 H1
营业收入，万元	910,375	1,088,922	1,243,150	625,801
(+/-, %)	20.22	19.56	14.16	-7.68
归属于母公司净利润，万元	48,631	48,933	31,548	12,608
(+/-, %)	23.46	0.62	-35.53	-59.32

来源：公司公告。

另外，郑州日产尽管销量略有增长，但由于成本的因素特别产能扩张带来的折旧摊销因素，上半年对上市公司股东贡献净利润为 0.43 亿元，相对上年同期的 0.50 亿元也有所下降。

襄樊旅行车上半年实现净利润贡献 0.27 亿元，已经超越 08 年全年 0.26 亿元的水平，这主要是由于公司上半年在这一业务加强了成本、费用控制和调整，由于其规模相对较少，因此对业绩的弹性影响也较大，对公司净利润贡献度也有所提高。

扣除发动机、郑州日产和襄樊旅行车的业务贡献，母公司的轻卡、铸造业务等依然账面亏损约 0.25 亿元左右，相对 08 年的 2 亿元左右，这一亏损幅度已有显著下降。这主要是由于母公司承担了相当一部分郑州日产、旅行车等公司的研发费用，而铸造业务的亏损主要是与东风康明斯发动机公司的关联交易所致。

表 3：东风汽车各主要业务单元对公司净利润贡献对比

	07 年	08 年	09 年 H1
东风康明斯	34598	40211	7810
郑州日产	9667	10198	4251
东风襄樊旅行车	2049	2608	2740
证券投资收益	12740	-1295	46
合计	59054	51722	15152
归属于上市公司股东净利润	48933	31548	12608.00
推算公司轻卡和其它业务产生净利润	-10121	-20174	-2544

来源：公司公告，信达证券整理。

下半年，中重卡景气恢复、轻卡向低端和高端覆盖，特别是尼桑品牌凯普斯达轻卡和郑州日产帅客的推出将支撑公司业绩回暖并持续提升。

中重卡、大中客以及工程机械的销售回升预期将支撑公司发动机业务下半年乃至 2010 年的业绩恢复。

上半年，重卡方面，除中国重汽的 EGR 技术的重卡获得政策惠顾下增长 14.8%以外，其余重卡企业包括整个重卡行业增速大约都下滑了 12%左右。大中客行业上半年同比也分别下降了 30.74%和 15.55%，工程机械受制于金融危机，同时国家固定资产投资尚存在一定的迟滞效应。我们的观点，上述行业 09 年的低增长甚至负增长更多地是行业本身周期性调整因素所

致，实际上这一调整从 08 年就已开始，金融危机有进一步加剧了这一调整。目前的已知状况，我们认为 2010 年开始，经过两年左右的调整上述行业将进入景气性恢复阶段，同时国家大规模投资刺激也将逐步产生支撑效应，业界预计，中重卡行业下半年即有可能进入景气性恢复阶段。因此，有理由相信，公司康明斯发动机业务下半年开始也将重新成为公司净利润的主要贡献。

轻卡下半年将向高端及中低端延伸产品系列，从而分享行业增长的收益。

向中低端方面，公司主要是加强了县级及以下末端网点的拓展，并制定了适合农村市场的商品战略规划和推出了适应性产品。由于国家实施的“汽车下乡”及“以旧换新”政策目前来看具有一定持续性，因此，我们认为公司有望抓住这一政策带来的积极影响。高端方面，随着东风日产轻型发动机公司下半年的建成投产，装配其发动机的日产尼桑品牌凯普斯达轻卡也将同时推向市场，将有力竞争轻卡的中高端细分市场。东风汽车自此除皮卡之外，传统轻卡产品也将步入双品牌阶段。

郑州日产短期有帅客的投放，长期 12 万辆产能也将逐步建成，从而支撑公司业绩持续稳定增长。

实际上，多功能商用车帅客 8 月份已正式投放市场，该产品是一款满足城市家庭用的小型 MPV，与标志 307 轿车同属一个技术平台，售价在 8-9 万元之间。尽管有蒙派克等先前竞争对手，帅客市场表现尚待观察，但是我们认为公司进入这一市场战略上是正确的，该细分市场的战略空间还是巨大的，这也将支撑公司长期业绩的稳定增长。长期来看，郑州日产二工厂 12 万辆产能的建设正在进行，到 2015 年，预计郑州日产总产能将达到 20 万辆。从郑州日产今年的业绩表现来看，我们对其未来持续增长抱乐观态度。

对应 09 年业绩预期，我们认为公司合理市值约为 84 亿元，目前 100 亿元的市值中尚包含 49 亿元的货币资产，实际 PE 约为 15 倍，考虑远期及合理的 146 亿元的市值预期，建议买入。

公司近年销售及业绩增长波动幅度较大，因此，对公司的估价也存在较大的不确定性，笼统的 PE 估值以及绝对估值对公司适用性都不强，我们倾向于对公司几大业务板块单独分析，结合其相应的业务特点给予不同的 PE 值，部分资产从资产评估即交易的角度来分析，试图得出一个相对保守的估值结果。

东风康明斯业务对应 09 年业绩的保守估值应为 36 亿元，远期可达 48 亿元。

该业务 07 年、08 年为公司贡献的净利润分别为 3.46 亿元、4.02 亿元，09 年由于上半年只有 0.78 亿元，我们预测全年大约为 1.8 亿元。如果认为这是该业务的最悲观情况，那么可认为公司安全价格按 15 倍、20 倍 PE 则分别为 27 亿元和 36 亿元，考虑到对未来行业景气复苏的预期，我们倾向于短期采用 20 倍 PE 估值。

另外，该公司目前总发动机产能约为 20 万台（实际增加班次可能更多），每台发动机 4 万元计，单台利润约为 3200 元，那么该公司全部达产后的合理利润则为 6.4 亿元，按 50%比例，可贡献公司的投资收益约为 3.2 亿元，15 倍和 20 倍 PE 下，合理估值分别为 48 亿元和

64 亿元。需要说明的是，我们这里倾向用 15 倍 PE 给与估值，但该部分业务收益质量较好，投资收益主要以红利形式，近年年平均分红率约 70%。

表 4：东风康明斯发动机公司利润估算

	07 年	08 年	09 年 H1	09 年 E	全部达产后的合理值 E
销量，万台	13.70	16.26	4.97	12.00	20.00
营业收入，亿元	56.27	70.27	20.25	48.60	79.00
净利润，亿元	6.92	8.04	1.56	3.84	6.40
单台价格，万元	4.11	4.32	4.07	4.05	3.95
单台利润，万元	0.51	0.49	0.31	0.32	0.32
贡献公司的净利润 (按 50%)，亿元	3.46	4.02	0.78	1.92	3.20

来源：信达证券。

郑州日产对应 09 年业绩的保守估值约为 18.4 亿元，远期可达 46 亿元。

该业务 07 年、08 年为公司贡献的净利润分别为 0.97 亿元、1.02 亿元，09 年由于上半年只有 0.43 亿元，我们预测全年大约为 0.92 亿元。同上，如果认为这是该业务的最悲观情况，那么按 15 倍 PE 该业务也价值 13.8 亿元，20 倍 PE 则为 18.4 亿元。

另外，该公司皮卡、SUV 以及 MPV 产能约为 7 万台，二工厂一期产能建成投产后（2011 年）约为 12 万辆，总计 20 万辆，目前，该公司权益性投资已进行完毕，即不需要增资的情况下就可达至 12 万两的产能。如果按每辆车 9 万元计（帅客投产后可能拉低单车销售价格），单台利润约为 3000 元，那么该公司全部达产后的合理利润则为 6.0 亿元，按 51%比例，可为公司贡献的利润约为 3.06 亿元，15 倍和 20 倍 PE 下，合理估值分别为 46 亿元和 61 亿元。我们认为，在公司各业务单元中，郑州日产的成长性和预期最为良好，特别是新产能的逐步释放，以及日产在技术的新产品方面的支持，使得其增长更具有确定性。

表 5：郑州日产公司利润估算

	07 年	08 年	09 年 H1	09 年 E	全部达产后的合理值 E
销量，万台	4.00	5.00	2.73	6.00	20.00
营业收入，亿元	44.69	52.78	25.60	54	180
净利润，亿元	1.90	2.00	0.85	1.8	6
单台价格，万元	11.17	10.56	9.38	9	9
单台利润，万元	0.48	0.40	0.31	0.3	0.3
贡献公司的净利润 (按 51%)，亿元	0.97	1.02	0.43	0.92	3.06

来源：信达证券。

襄樊旅行车业务按维持既有规模的话，合理估值约为 5 亿元。

该业务 07 年、08 年贡献的利润分别为 0.20 亿元和 0.26 亿元，今年上半年为 0.27 亿元，预计全年约为 0.50 亿元。由于该业务主要是客车及其底盘的生产销售，公司在此也并未投入太多精力，未来的行业增长包括概念预期都在新能源客车方面，即使是传统客车方面，下游整车企业不断地产业延伸也会对公司的纯底盘业务构成威胁。我们认为，该业务的增长主要依赖于整个行业的增长情况，长期来看增长潜力不大，按零增长计算，公司 PE 按 ROE 倒数即 10 倍计算，则公司合理估值应为 5 亿元左右。

母公司业务未来轻卡赢利基本用于弥补铸造业务亏损和研发性投入，按净资产估值约为 25 亿元。

公司母公司业务主要包括铸造分公司的铸造业务和汽车分公司的轻卡业务，其中铸造业务主要为东风康明斯发动机公司提供铸造件，由于行业惯例以及种种因素，该业务目前一直处于亏损状态。轻卡业务尽管赢利，但由于母公司承担了子公司如郑州日产以及其它新产品的研发投入费用，因此，整个包括轻卡、铸造件在内的母公司业务近年一直是整体亏损，07 年、08 年分别亏损 1.41 亿元和 1.57 亿元，上半年亏损有较大改善，只有 -0.25 亿元。这一部分业务我们对其亏损的合理性不加讨论，我们这里只单对公司的轻卡业务的价值加以分析。

公司 07 年、08 年轻卡销量分别为 11.5 万辆、13 万辆，上半年为 7.48 万辆，全年约 15 万辆。目前国内主要轻卡企业都是以生产轻卡为主兼顾中重卡、乘用车等如福田、江淮、江铃等，因此，我们无法找到单独地对轻卡业务的利润核算，但通过我们的实际调研和分析，目前轻卡产品包括高端和中低端平均的单台利润约在 1000 元左右，这一水平应符合东风汽车这样以中档定位的企业。以此计算，公司 15 万辆轻卡的合理净利润约为 1.5 亿元，轻卡行业的年预期增长约为 10%，因此按 15 倍 PE 给与估值是合理的，则该部分业务的合理估值应为 22.5 亿元。

因此，整个就母公司业务的估值，我们倾向于采用净资产这一标准。因为就拉低公司利润的亏损业务一块，公司已表现出积极改进的态度，从 09 年大幅减亏的态势看，我们认为整体公司这一部分业务未来将会维持盈亏平衡的状况，即轻卡业务赢利基本用来弥补铸造公司以及其它研发型业务的亏损。截止到上半年，母公司权益性资产为 46.47 亿元，减去 21.31 亿元的长期投资，约为 25.16 亿元。另外，这一价格具有交易价格的意义，即可以通过资产分拆出售的方式实现这一价值。

轻型发动机公司按 15 万台计算，单台利润 2000 元，则合理利润约为 3 亿元，折合股权价值约为 22.5 亿元。

轻型发动机公司下半年将开始投产，但初期主要以内部消化为主，因此一部分利润将会在前面提到的轻卡、以及乘用车业务中体现，未来，我们认为轻型发动机公司的赢利也将成为公司赢利的重要贡献者。

综合来看，我们认为，公司盈利能力的提升将体现在 2010 年及以后，而公司业绩风险主要来源于新产品市场开拓不利，产能释放低于预期的风险。

由于上半年公司业绩大幅下滑，我们相应调整供公司 09 年及 10 年的业绩预期，调整的根据主要在公司成本预期相对前期预测有所提高。

三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10,583	13,393	12,431	14,421	17,016	20,419
(+/-) %	#REF!	26.55	-7.18	16.00	18.00	20.00
营业成本	8,894	11,225	10,849	12,589	14,804	17,804
毛利率(%)	15.96	16.19	12.73	12.70	13.00	12.81
营业税金及附加	132	204	214	216	269	326
%营业收入	1.25	1.52	1.72	1.50	1.58	1.60
销售费用	572	795	741	865	1,072	1,243
%营业收入	5.41	5.94	5.96	6.00	6.30	6.09
管理费用	429	566	511	620	885	926
%营业收入	4.06	4.22	4.11	4.30	5.20	4.54
EBIT	680	725	453	377	111	260
(+/-) %	#REF!	6.58	-37.46	-16.79	-70.62	134.56
财务费用	0	-30	40	-87	-68	-46
%营业收入	0.00	-0.22	0.32	-0.60	-0.40	-0.23
资产减值损失	17	56	65	0	167	198
公允价值变动收益	42	-31	-14	12	17	5
投资收益	41	127	394	184	221	277
营业利润	621	674	392	413	126	250
营业利润率(%)	5.86	5.03	3.16	2.87	0.74	1.22
营业外收支	-1	4	37	15	25	38
利润总额	619	678	430	429	151	288
利润率(%)	5.85	5.06	3.46	2.97	0.89	1.41
所得税费用	69	96	15	15	5	10

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3,971	3,769	4,903	3,145	3,588	4,574
交易性金融资产	111	37	20	35	30	25
应收款项	2,319	2,625	4,627	2,766	3,008	3,278
预付款项	110	284	302	230	302	326
存货	1,711	2,284	4,855	2,921	3,423	4,198
一年内到期非流动资产	0	0	0	5	2	3
流动资产	8,222	9,099	7,353	9,177	10,478	12,586
%总资产	73.69	75.12	66.16	66.82	66.50	69.04
长期投资	95	96	1,957	1,165	1,312	1,307
固定资产	2,187	2,331	3,957	2,547	3,093	3,524
%总资产	19.60	19.25	35.60	18.54	19.63	19.33
无形资产	155	156	709	366	377	358
长期待摊费用	57	0	0	20	7	9
非流动资产	2,935	3,014	3,761	4,557	5,277	5,645
资产总计	11,157	12,113	11,114	13,734	15,756	18,232
短期借款	794	652	485	292	501	618
预收款项	310	379	755	427	500	611
应付款项	4,807	5,437	9,189	5,560	6,284	7,492
一年内到期非流动负债	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0	0
流动负债	5,911	6,468	5,214	6,279	7,284	8,722
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	38	1,026	1,419	1,960

本公司及所属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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

所得税率	11.18	14.10	3.54	3.54	3.54	3.54
净利润	550	582	415	413	146	277
其中：归属于母公司	486	489	315	342	118	222
少数股东损益	64	93	99	71	28	56
净利润率(%)	5.20	4.35	3.34	2.87	0.86	1.36

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	550	582	415	413	146	277
非现金支出	215	342	254	320	394	447
非经常损益	-77	-90	-379	-241	-413	-771
营运资金变动	347	-516	-1115	-157	-691	-812
经营活动现金流净额	1105	379	-829	368	-555	-842
资本开支	190	320	474	612	960	1918
投资	325	850	248	197	238	204
投资活动现金流净额	4	-163	226	-251	371	1164
吸收投资	0	6	158	0	0	0
取得借款	954	835	673	46	212	112
筹资活动现金流净额	-559	-697	-467	339	557	554
现金净流量表						
	550	-482	-1899	456	373	876

负债	5,934	6,542	5,289	7,621	9,548	11,851
归属母公司所有者权益	4,987	5,236	5,233	5,450	5,518	5,635
少数股东权益	236	335	592	663	690	746
负债和所有者权益总计	11,157	12,113	11,114	13,734	15,756	18,232

主要财务指标

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.24	0.24	0.16	0.17	0.06	0.11
每股净资产(元)	2.61	2.79	2.91	3.06	3.10	3.19
每股经营现金流(元)	0.55	0.19	-0.83	0.18	-0.28	-0.42
每股股利(元)	0.08	0.12	0.15	0.10	0.04	0.08
ROE(%)	10.53	10.45	7.12	6.76	2.35	4.35
总资产收益率(%)	5.48	5.19	3.94	2.64	0.67	1.37
总资产增长率(%)	14.47	8.57	-8.25	23.57	14.72	15.71
应收帐款周转次数(次)	16.74	16.66	8.68	11.99	15.78	14.05
存货周转次数(次)	5.48	5.62	2.23	3.24	4.67	4.24
固定资产周转次数(次)	4.84	5.74	3.14	5.66	5.50	5.79
总资产周转次数(次)	1.01	1.15	1.12	1.16	1.15	1.12
权益乘数	2.14	2.17	1.91	2.25	2.54	2.86
	14.4					
EBITDA 利息保障倍数(倍)	4	21.51	27.34	-12.54	-10.61	-22.26

本公司及所属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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保,投资者据此投资,投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告所涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路5号中商大厦10层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: www.cindasc.com

本公司及所属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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。