

2011-04-14

汽车和汽车零部件

江铃汽车 000550.SZ

穿越周期增长系列之一：江铃

◇ 事件：公司调研

◆ 穿越周期汽车第一股 十年净利润增长 32 倍

公司主营汽车生产和制造,旗下产品包括 JMC 品牌轻卡、JMC 品牌皮卡和 SUV、福特品牌全顺轻客。2010 年公司销售汽车 17.9 万辆,其中轻卡销售 6.6 万辆,皮卡和 SUV 销售 6 万,福特全顺销售 5.2 万辆。

2000-2010 年公司汽车销量 CAGR 达到 21%;十年间净利润增长 32 倍,CAGR 达到 41%,毛利率一直维持在 21-26%,销售净利率从 2%持续上升至 11%。我们认为公司能够取得这样的成绩和公司的规范的治理结构,过硬的产品技术实力和市场竞争能力分不开的。同时,即使在 2008 年金融危机背景下公司的营业收入、净利润均未出现下降,显示出公司良好的抗周期能力,堪称穿越周期汽车第一股。

◆ 内生增长还将持续 市场占有率持续上升

轻卡、轻客受益于以快递、商场、超市、建材、家具用品等城市商贸物流的增长。2010 年城市商贸物流增长 30%,国内轻卡销量增长 25%,轻客销量增长 27%。2011 年 1-2 月轻卡、轻客继续保持较快增长,分别增长 21.8%和 11.3%。

公司轻卡、轻客主要定位于中高端,随着居民收入增加带来的财富效应的显现,轻卡、轻客高端化趋势明显。2010 年公司全顺销售 5.2 万台,同比增长 56%,2011 年 1-3 月销售 1.57 万辆,同比增长 37%,市场占有率从 2007 年的 12%上升到 2010 年 1-2 月的 20%;2010 年公司轻卡销售 6.6 万台,同比增长 43%,2011 年 1-3 月销售 2.1 万辆,同比增长 36%,市场占有率从 2006 年的 3.5%上升至 2010 年 1-2 月的 4.2%。

◆ 福特掌控公司走向 外延式增长可以期待

福特虽为第二大股东,但行使第一大股东权利,福特对公司的定位决定着公司未来的方向。福特公司高管曾公开表示:增持江铃汽车股权,并在南昌建立乘用车基地。2010 年 12 月 5 日,在福特帮助下公司推出了驭胜 SUV,考虑驭胜的品牌、定价以及公司的渠道建设情况,我们对该车的销量预期不高,但驭胜预示着公司未来将向 SUV 领域发展,未来引进福特品牌车型值得期待。我们认为最可能引进的车型有福特翼虎和锐界两款 SUV。小蓝基地将于 2012 年陆续投产,2013 年达产,按照项目规划,如果在新基地引进车型,我们认为 2011 年底即可见分晓。

◆ 投资建议 我们看好以快递、超市、商场等物流配送为代表的城市商贸物流市场增长,同时看好轻卡、轻客的高端化,公司未来几年汽车销量有望保持在 20%以上增速,净利润有望维持在 30%左右增长。随着福特汽车战略的转变,公司有望引进福特品牌 SUV 产品,将实现外延式增长,由于公司整体产销规模相对较小,如果连续引进 2-3 款福特车型,公司总体产销、收入利润有望实现翻番增长。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,433	15,768	20,814	26,017	31,220
营业收入增长率	21.50%	51.13%	32.00%	25.00%	20.00%
净利润(百万元)	1,056	1,712	2,291	2,890	3,511
净利润增长率	34.66%	62.06%	33.88%	26.13%	21.49%
EPS(元)	1.22	1.98	2.65	3.35	4.07
ROE(归属母公司) (摊薄)	21.80%	27.93%	29.62%	29.82%	29.20%
P/E	27	17	13	10	8
P/B	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	18	12	8	6	5

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	33.19 元
目标价格	47.7 元
目标期限	6 个月

汽车行业高级分析师:

于特:(执业证书编号:S0930510120015)

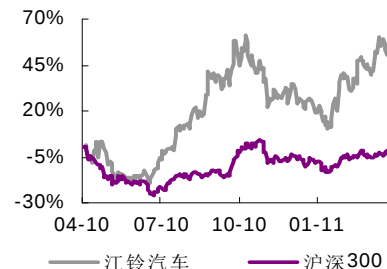
电话:021-22169158

yute@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	863
总市值(百万元)	28,650
流通比例(%)	59.81%
12 个月最高/最低(元)	35.72/17.18
近 3 月日均成交量(百万股)	2.36
主要股东	江铃控股有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.15	16.96	53.63
绝对收益	6.99	24.30	53.05

相关报告:

开局良好 增长确定	2011-01-31
战略转变开始 未来成长可期	2010-12-22
8 月销量回归正常 9 月迎接旺季	2010-09-02

投资要件

关键假设

- 1、以快递、超市物流配送为代表的城市商贸物流年增长 20%;
- 2、居民收入增长,轻卡、轻客高端化趋势继续;
- 3、福特汽车可能引进的车型将在 2013 年贡献销量;
- 4、2011 年公司汽车销量增长 32%,达到 23.6 万辆;
- 5、2012 年公司汽车销量增长 25%,达到 29.5 万辆;
- 6、考虑到上汽大通、江淮星锐、东风 W08 的推出,市场竞争者增加,公司产品毛利率下降 0.4 个百分点;
- 7、宏观经济稳定,通胀水平保持在合理水平。

我们区别于市场的观点

对于公司产品销量的增长,市场上投资者一直很迷茫。我们认为公司销量持续超预期主要是以快递物流为代表的城市商贸物流运输的快速增长,以及随着居民收入增长、财富效应带来的轻卡、轻客高端化趋势。

此前,市场预期对驭胜 SUV 预期较高,并借此推荐股票。但通过我们对驭胜终端销售店的调研,以及对比竞争车型的配置和定价,我们认为该车并不能为公司带来业绩提升,仅说明了公司未来车型发展方向。

不同于市场观点,我们认为公司在于福特的控制之下,相当于一家外资企业。未来福特决定公司未来的发展方向,从车型走向、基地建设、福特领导表态等种种迹象表明,公司将引进福特车型,并将在 2011 年底见分晓。

股价上涨的催化因素

- 1、公司月度产品销量不断超出市场预期;
- 2、2011 年底确定引进福特公司车型;
- 3、预期宏观经济政策放松,汽车股估值提升。

估值和目标价格

预计公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.65 元和 3.35 元,对应 PE 为 13 倍和 10 倍。我们看好公司持续增长能力,给予“买入”评级,目标价 47.7 元,对应 2011 年 18 倍 PE。

投资风险

- 1、钢材等原材料价格大幅上涨(涨幅超过 20%);
- 2、成品油价格大幅上涨(涨幅超过 20%);
- 3、宏观经济剧烈波动,汽车需求波动。

一、穿越周期增长的汽车公司

1. 公司主营轻卡、轻客、皮卡、SUV

公司主营汽车生产和制造，旗下产品包括 JMC 品牌轻卡、JMC 品牌皮卡和 SUV、福特品牌全顺轻客。2010 年公司销售汽车 17.9 万辆，其中轻卡销售 6.6 万辆，皮卡和 SUV 销售 6 万，福特全顺销售 5.2 万辆。

图表 1 JMC 品牌轻卡



资料来源：公司网站

图表 3 JMC 品牌宝典皮卡



资料来源：公司网站

图表 2 福特品牌全顺商用车



资料来源：公司网站

图表 4 JMC 品牌宝威 SUV

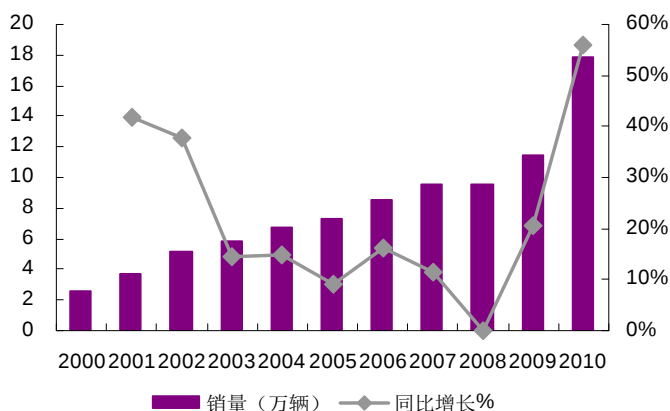


资料来源：公司网站

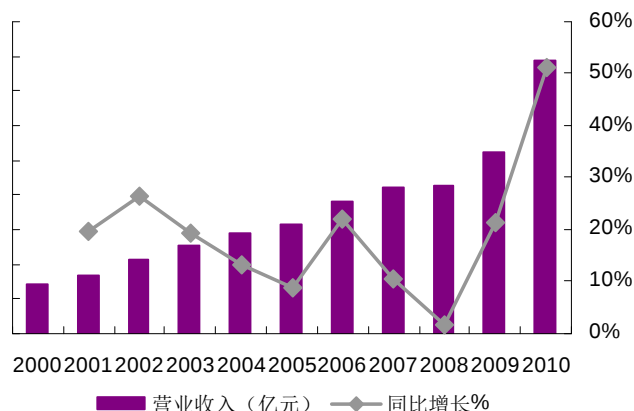
2. 产销规模不断扩大 营业收入快速增长

2000 年公司销售汽车 2.6 万辆，2010 年销售汽车达到 17.9 万辆，十年 CAGR 达到 21%；2000 年公司营业收入 28 亿元，2010 年达到 158 亿元，十年 CAGR 达到 19%。

图表 5 2000-2010 年公司汽车销量情况



图表 6 2000-2010 年公司营业收入增长情况



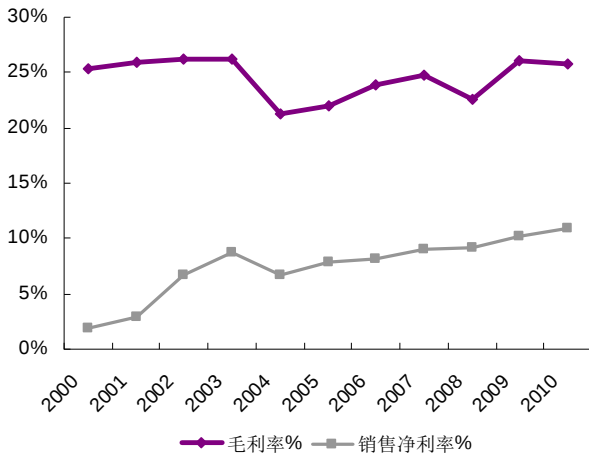
资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

3. 盈利能力提升 十年净利润增长数十倍

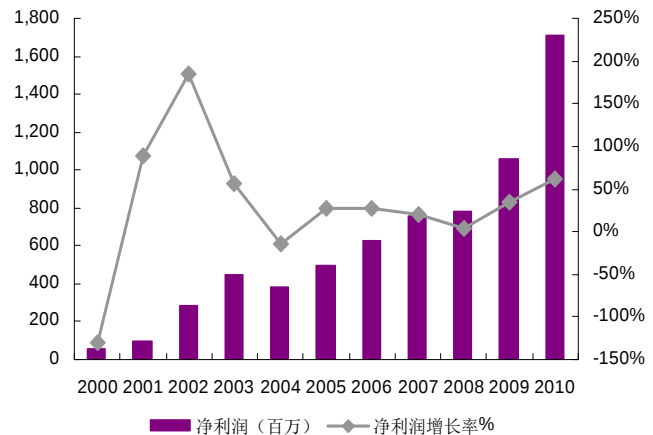
2000年-2010年公司毛利率一直维持在21%-26%之间，波动幅度较小；同时销售净利率从2000年的2%持续上升至2010年的11%。同期公司净利润大幅增长，2010年净利润为2000年的32倍，CAGR达到41%。我们认为，在原材料价格不断上涨的前提下，公司毛利率能够保持高位、净利润持续上升主要是由于公司产品技术过硬、市场竞争能力强，在成本控制和终端价格上具有一定的定价权，同时产销规模的扩大也降低了单车的费用摊销水平。

图表 7 2000-2010 年公司毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告

图表 8 2000-2010 年公司净利润情况



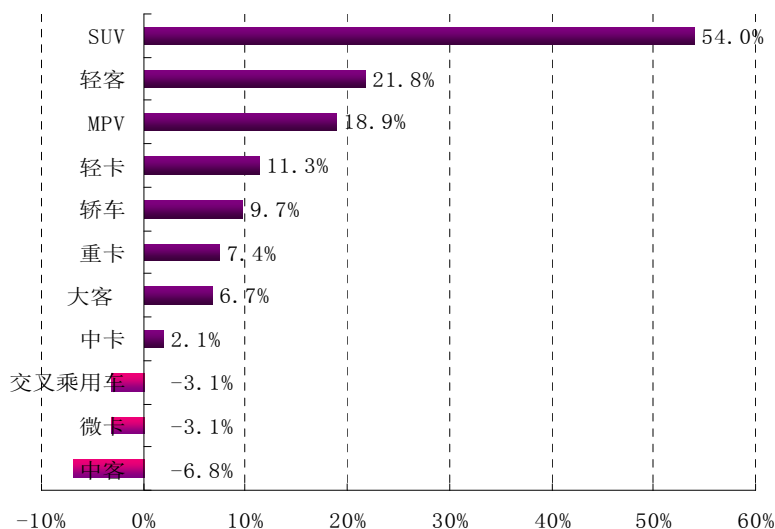
资料来源：公司公告

二、公司内生成长还在继续...

1. 受益于城市商贸物流市场增长 轻卡、轻客市场表现突出

轻卡主要用于城乡之间、市区短途商贸物流运输；轻客主要用于短途客运、货运，近年来随着城市商贸物流的增长以及部分城市轻卡限行，物流运输轻客增长较快。2010年城市商贸物流市场增长30%，国内轻卡销售195万辆，同比增长25%，轻客销售28.5万辆，同比增长27%；2011年1-2月轻卡、轻客继续保持较快增长，其中轻客销量同比增长21.8%，轻卡同比增长11.3%。

图表 9：公司实际控制人之间产权关系

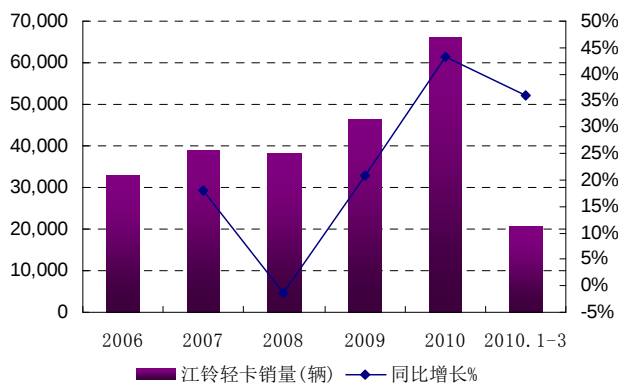


资料来源：中国汽车工业信息网

2. 轻卡、轻客存在高端化趋势 公司产品市场占有率上升

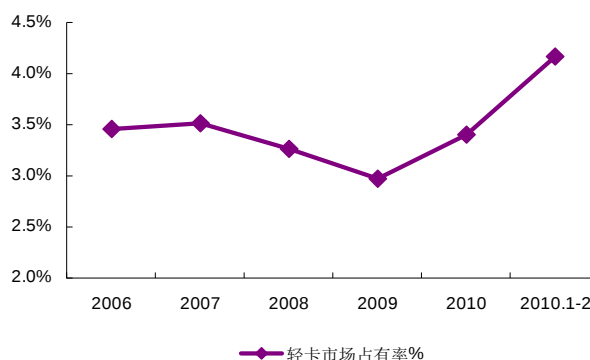
公司轻卡主要定位于中、高端，主要用于城市市区间商贸物流运输，例如快递、超市配送、搬家等，直接受益于城市商贸物流增长。由于公司产品定位于中高端，购买群体中农民占比较低，因此 2009 年汽车下乡政策实施之后公司市场占有率出现一定的下降。随着汽车下乡政策效应的消退，公司轻卡市场占有率持续上升，2011 年 1-2 月份市场占有率达到 4.2%，为历史最好水平。我们认为公司轻卡市场占有率提高一方面受益于城市商贸物流增长，另一方面随着居民收入提高轻卡出现的高端化趋势。

图表 10 2006 年-2011 年公司轻卡销量



资料来源：公司公告

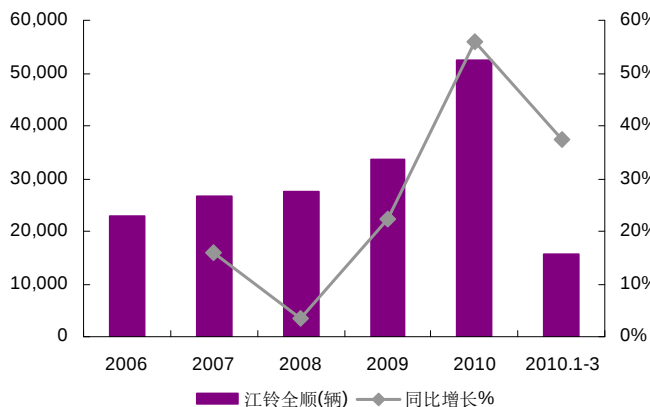
图表 11 2006 年-2011 年公司轻卡市场占有率



资料来源：公司公告 中国汽车工业信息网

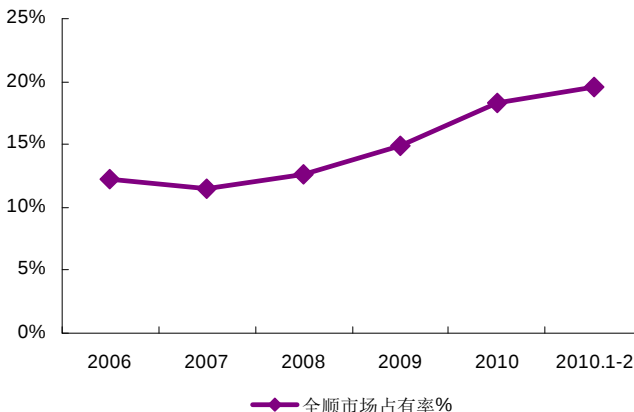
公司轻客定位于中高端，主要用于单位通勤；电力、公检法、石化、医疗等改装；城市商贸物流运输。近年来，随着快递、物流配送等市场的发展，物流运输用全顺增长最快。2010 年公司全顺销售 5.2 万台，同比增长 56%，2011 年 1-3 月销售 1.57 万辆，同比增长 37%；全顺市场占有率从 2007 年起一直处于上升阶段，2010 年 1-2 月达到 20%。

图表 12 2006 年-2010 年全顺销量



资料来源：公司公告

图表 13 全顺市场占有率



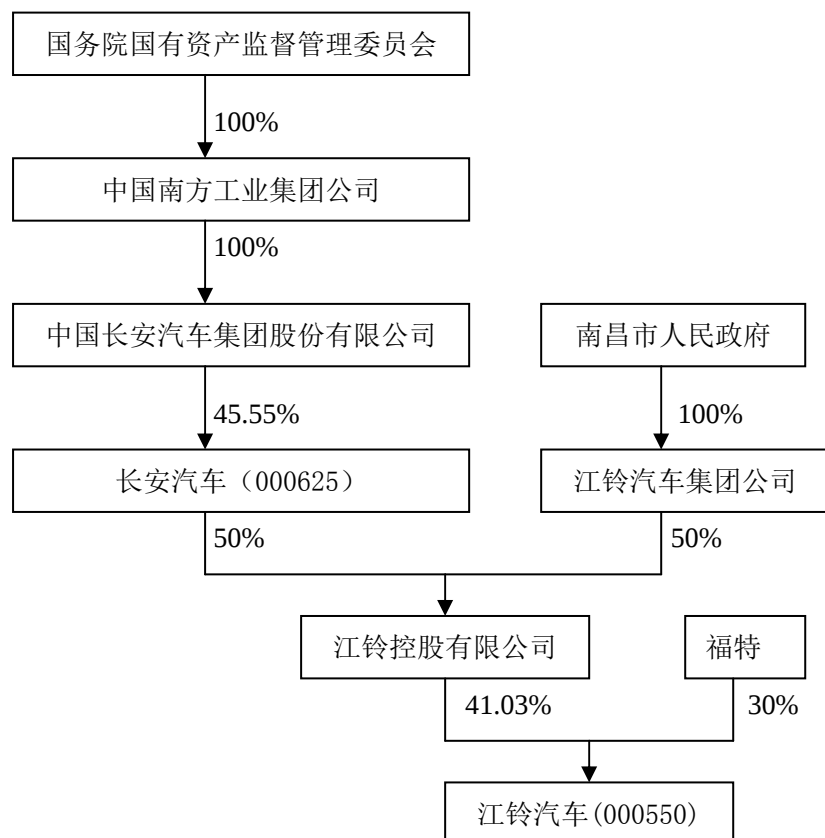
资料来源：公司公告 中国汽车工业信息网

三、福特掌控公司走向 外延式增长可以期待

1. 福特虽为第二大股东 但行使第一大股东权利

公司的第一大股东为江铃控股有限公司，持有公司股份 41.03%，而江铃控股有限公司为长安汽车（000625）与江铃集团 50:50 的合资公司；公司的第二大股东为福特汽车公司，持有公司 30% 股权。

图表 14：公司实际控制人之间产权关系



资料来源：公司公告

公司公告信息并未确认实际控制人，但从公司股权关系以及董事会、管理层的人员选派上看，福特对公司的决策和经营上有实质影响。公司 6 名非独立董事中，福特公司选派 3 名，江铃集团选派 2 名，长安汽车选派 1 名，从非独立董事的构成上，福特公司占据绝对优势；管理层方面，公司总裁由福特汽车公司选派的董事陈远清担任，因此在公司管理层面上福特占据主导地位。

由于福特在公司的董事会中占半数以及公司总裁由福特选派，因此公司在经营决策中福特影响更大一些，从公司经营的历史表现上看，公司经营稳健、运行规范，更像一家外资企业。

图表 15：公司董事会中非独立董事构成

原任职单位	职务	姓名
江铃集团	董事长	王锡高
福特	副董事长	葛致诺
长安汽车	董事	任强
福特	董事	魏华德
福特	董事兼总裁	陈远清
江铃集团	董事兼执行副总裁	熊春英

资料来源：公司公告

2. 驭胜 SUV 预示公司发展方向

公司 2010 年 12 月 5 日推出自主品牌 SUV 驭胜，定价区间为 13.88 万元-16.88 万元，主要配置福特柴油 PUMA 发动机。从公司产品的定价来看目标竞争对手为现代途胜、起亚狮跑等，但在品牌上我们认为竞争优势不大；如果将竞争对手定位于国内的长城、奇瑞、江淮等公司的 SUV，驭胜价格明显偏高。再考虑到公司原有渠道主要销售轻卡、轻客等商用车，因此我们对驭胜销量预期不高，预计月销 800-1000 台。由于驭胜开发成

本较低，并且与其他产品共线生产，不会为公司带来显著的成本、费用上升，也不会带来大的净利润增量。

驭胜是在福特公司主持和帮助下开发，发动机采用福特的 PUMA 发动机，似乎预示着公司未来将向 SUV 领域发展。而从驭胜推出来的效果来看，自主品牌 SUV 方案似乎并不可行，未来引进福特品牌车型值得期待。福特公司高管曾公开表示：增持江铃汽车股权，并且在南昌建立乘用车基地。

图表 16 江铃驭胜 SUV



资料来源：公司网站

3. 最可能引进车型展示

目前国内进口的福特 SUV 主要有两款：翼虎和锐界。

翼虎定位于城市 SUV，主要竞争车型为上海大众途观、本田 CRV、丰田 RAV4 等，定价区间为 24.8 万-34.3 万元，配置 2.3L 发动机，长/宽/高(mm)4480/1845/1750，轴距(mm)2620。如果国产化之后价格区间应该落在 20 万元以下，将具备较强的市场竞争力。

锐界定位于中高端 SUV 市场，竞争对手主要有奥迪 Q5、凯迪拉克 SRX、沃尔沃 XC60 等。该车定价区间为 36.98-42.98 万元，配置 3.5L 发动机，长/宽/高(mm) 4699 / 1930 / 1705，轴距(mm) 2825。如果国产化之后价格区间将落在 30 万元以下。

总投资额 30 亿元的小蓝基地将于 2012 年陆续投产，2013 年达产。按照项目规划，如果在新基地引进车型，我们认为 2011 年底即可见分晓。

图表 17 进口福特品牌翼虎



资料来源：互联网

图表 18 进口福特品牌锐界



资料来源：互联网

四、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011 年汽车销量将超过 23 万台，同比增长超过 30%；2012 年公司产品销量达到 30 万台

左右，同比增长 25%左右。同时考虑到上汽大通、江淮星锐、东风 W08 宽体轻客的推出，可能对高端轻客市场造成一定的扰动，因此高端轻客价格有一定松动，公司产品毛利率略有下滑。同时，我们的假设未考虑到福特品牌车型的引进。

总体上，我们看好以快递、超市等物流配送为代表的城市商贸物流市场增长，同时看好轻卡、轻客的高端化，公司轻卡、轻客业务未来几年有望保持在 20%以上这一销量增速。随着福特汽车战略的转变，公司有望引进福特品牌 SUV 产品，将实现外延式增长，由于公司整体产销规模相对较小，如果连续引进 2-3 款福特车型，公司总体产销、收入利润有望实现翻番。

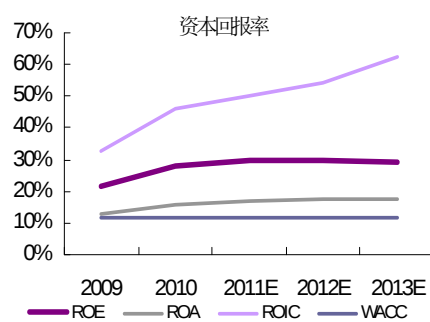
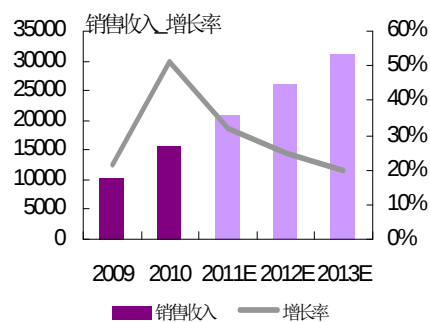
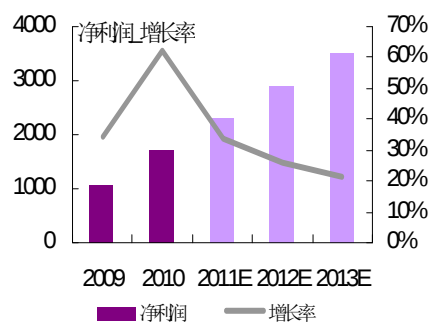
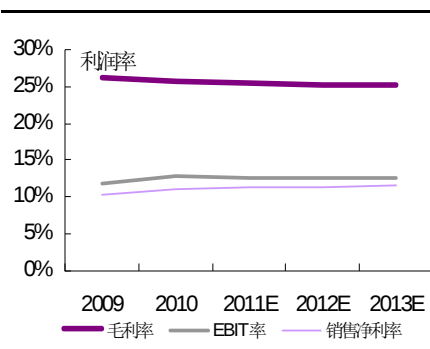
预计 2011 年、2012 年公司 EPS 为 2.65 元和 3.35 元，当前 PE 为 13 倍、10 倍，以公司稳定增长的历史表现以及未来确定性的增长趋势，给予公司 2011 年 18 倍 PE，目标价 47.7 元。

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
轻卡	31,601	29,032	32,936	38,752	38,290	46,252	66,224	87,416	109,270
皮卡及SUV	22,798	25,971	29,341	29,722	29,409	34,851	60,417	79,750	99,688
全顺	12,804	18,289	22,937	26,585	27,472	33,585	52,358	69,113	86,391
合计	67,203	73,292	85,214	95,059	95,171	114,688	178,999	236,279	295,348
同比增长%									
轻卡	39%	-8%	13%	18%	-1%	21%	43%	32%	25%
皮卡及SUV	-6%	14%	13%	1%	-1%	19%	73%	32%	25%
全顺	11%	43%	25%	16%	3%	22%	56%	32%	25%
合计	15%	9%	16%	12%	0%	21%	56%	32%	25%

五、风险提示

- 1、钢铁、橡胶、有色金属等原材料大幅上涨（超过 20%），公司成本上升，盈利水平被压缩；
- 2、成品有价格大幅上涨（超过 20%），汽车终端用户使用成本上升，汽车需求增速下滑；
- 3、宏观经济剧烈波动，汽车需求产生波动；
- 4、汽车板块股价下跌，公司股票估值下降。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,433	15,768	20,814	26,017	31,220
营业成本	7,707	11,696	15,527	19,435	23,353
折旧和摊销	292	305	534	614	678
营业税费	181	287	379	474	568
销售费用	770	1,019	1,259	1,548	1,826
管理费用	596	820	1,041	1,275	1,499
财务费用	-52	-93	-119	-154	-206
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	7	7	7
营业利润	1,236	2,042	2,733	3,447	4,187
利润总额	1,244	2,033	2,722	3,433	4,171
少数股东损益	24	35	47	59	72
归属母公司净利润	1,056.13	1,711.61	2,291.50	2,890.30	3,511.30

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	8,294	11,238	13,708	17,059	20,778
流动资产	5,336	8,075	10,234	13,149	16,995
货币资金	3,914	5,813	7,606	9,888	13,100
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	67	166	217	272	326
应收票据	87	317	90	90	90
其他应收款	8	12	14	18	22
存货	1,060	1,436	1,910	2,392	2,876
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	18	18	18	18
固定资产	1,987	2,259	2,635	2,947	2,807
无形资产	316	309	342	374	404
总负债	3,347	4,995	5,809	7,146	8,461
无息负债	3,314	4,963	5,802	7,139	8,454
有息负债	33	32	7	7	7
股东权益	4,947	6,243	7,899	9,914	12,317
股本	863	863	863	863	863
公积金	1,271	1,271	1,271	1,271	1,271
未分配利润	2,710	3,993	5,603	7,557	9,889
少数股东权益	103	115	163	222	294

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3,114	2,718	3,377	4,058	4,680
净利润	1,056	1,712	2,291	2,890	3,511
折旧摊销	292	305	534	614	678
净营运资金增加	-1,378	292	584	385	408
其他	3,144	409	-32	169	83
投资活动产生现金流	-416	-373	-1,043	-1,043	-543
净资本支出	477	457	1,050	1,050	550
长期投资变化	17	18	0	0	0
其他资产变化	-911	-848	-2,093	-2,093	-1,093
融资活动现金流	-296	-445	-541	-733	-925
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-14	-1	-25	0	0
无息负债变化	1,549	1,649	839	1,337	1,315
净现金流	2,402	1,899	1,793	2,282	3,212

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.50%	51.13%	32.00%	25.00%	20.00%
净利润增长率	34.66%	62.06%	33.88%	26.13%	21.49%
EBITDA 增长率	55.93%	53.62%	39.79%	24.17%	19.29%
EBIT 增长率	68.22%	65.29%	34.29%	26.04%	20.95%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	27	17	13	10	8
PB	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	18	12	8	6	5
EV/EBIT	23	14	10	7	6
EV/NOPLAT	27	16	11	9	7
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	9	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	26.13%	25.82%	25.40%	25.30%	25.20%
EBITDA 率	14.60%	14.84%	15.09%	14.99%	14.90%
EBIT 率	11.80%	12.90%	12.52%	12.63%	12.73%
税前净利润率	11.92%	12.90%	13.08%	13.20%	13.36%
税后净利润率 (归属母公司)	10.12%	10.86%	11.01%	11.11%	11.25%
ROA	13.02%	15.55%	17.06%	17.29%	17.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.80%	27.93%	29.62%	29.82%	29.20%
经营性 ROIC	32.66%	46.37%	50.39%	54.10%	62.65%
偿债能力					
流动比率	1.70	1.70	1.85	1.93	2.10
速动比率	135.86%	139.41%	150.57%	157.79%	174.66%
归属母公司权益/有息债务	146.57	191.82	1114.99	1396.71	1732.70
有形资产/有息债务	237.35	335.71	1926.21	2404.60	2936.19
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.22	1.98	2.65	3.35	4.07
每股红利	0.49	0.79	1.08	1.37	1.66
每股经营现金流	3.61	3.15	3.91	4.70	5.42
每股自由现金流(FCFF)	2.57	1.42	1.32	2.32	3.63
每股净资产	5.61	7.10	8.96	11.23	13.93
每股销售收入	12.09	18.27	24.11	30.14	36.17

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

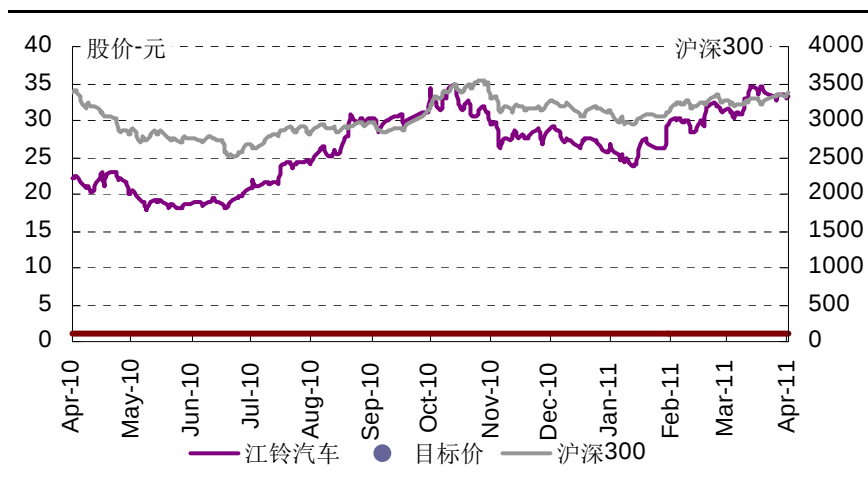
分析师声明

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

江铃汽车（000550）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-08-24	17.79	30.00	买入
2010-05-05	22.99	30.90	买入
2010-08-03	24.26	30.90	买入
2010-08-25	25.13	39.90	买入
2010-09-02	27.94	39.90	买入
2010-12-22	27.45	40.05	买入
2011-01-19	27.45	39.90	买入
2011-01-31	26.84	38.25	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。

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(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
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

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。