

发展战略清晰，业务布局全面展开

柳工调研报告

报告关键点:

- 多元化发展，挖机、装载机、叉车产能快速提升
- 增资中恒租赁，逐步提升融资租赁销售比例至40%
- 维持“买入-A”的投资评级

报告摘要:

- **一季度公司业绩快速增长。**2010年，公司实现营业收入153.66 亿元（大幅超过年初制定的120亿销售目标），同比增长51%；归属母公司净利润15.44亿元，同比增长78%；每股收益2.37元，公司提出2011年销售额达到230亿元，同比增长近50%，公司比较有信心完成。2011年一季度，公司实现营业收入59.4亿元，同比增长71.5%，归属母公司净利润6.1亿元，同比增长56.8%，每股收益0.81元。
- **产品销售保持合理增速。**一季度装载机、挖掘机分别销售1.2万台、2,756台，同比增长29%、122%，4月销售装载机3,621台，同比下降35%。销售挖掘机806台，同比增长15%。由于一季度整个行业促销活动部分透支二季度的有效需求，4月份销量增速下降在预期之中。预计5月装载机销量3500台左右，环比基本持平。我们预计全年销售装载机、挖掘机为4.6万台、9700台，同比增长18%、75%。
- **原材料涨价致使一季度毛利率同比大幅下滑。**在成本构成中，钢材在原材料中占比50%左右，一季度我国钢材价格上涨约8%左右，受原材料价格上涨影响，公司一季度毛利率为20.6%，同比下降3.9个百分点。
- **多元化发展，各业务产能快速提升。**公司未来发展以装载机、挖掘机和起重机为核心，培育叉车、推土机等业务。目前公司装载机产能4万台左右，未来行业将保持10-20%的增长；挖掘机产能1.2万台，随着募投项目达产，产能将达到2万台；起重机产能将从目前的4000台提升至5000台，收购HSW进一步提升装载机、推土机产品技术水平；叉车现有产能5000台，2011年将提升至1万台。
- **销售模式：增资中恒租赁，逐步提升租赁销售比例。**公司向中恒国际增资3.00亿元，加大租赁销售的比例。2010年公司全部产品（剔除叉车）融资租赁占三分之一，今年要提高到40%，按揭占15-20%，全额付款占30%以上。公司目前按揭首付比例在20%左右，风险属于可控范围。一季度公司应收账款34.06亿元，比2010年增加20亿元，二季度公司将主要做好应收款的回款工作。
- **盈利预测及投资评级。**公司是工程机械龙头之一，我们认为公司经营稳健，行业出现波动对其影响相对较小。此外，公司战略明确、管理能力不断增强、营销网络体系日益完善。按最新股本计算，预计公司2011-2013年EPS分别为1.80元、2.28元和2.69元，净利润的复合增长率在21%左右，按照2011年15倍的动态PE估算，合理目标价为27元，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示。**国家信贷政策继续趋紧影响下游基建投资放缓的风险；通胀导致钢材等原材料价格持续上涨。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,183.0	15,366.1	21,101.7	25,827.3	30,915.6
Growth(%)	9.9%	50.9%	37.3%	22.4%	19.7%
净利润	865.7	1,543.8	2,027.7	2,571.2	3,031.8
Growth(%)	154.6%	78.3%	31.3%	26.8%	17.9%
毛利率(%)	21.1%	22.4%	21.8%	21.6%	21.3%
净利润率(%)	8.5%	10.0%	9.6%	10.0%	9.8%
每股收益(元)	0.77	1.37	1.80	2.28	2.69
每股净资产(元)	3.64	7.50	9.37	11.31	13.60
市盈率	26.5	14.8	11.3	8.9	7.6
市净率	5.6	2.7	2.2	1.8	1.5
净资产收益率(%)	21.1%	18.3%	19.2%	20.2%	19.8%

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
27.00 元

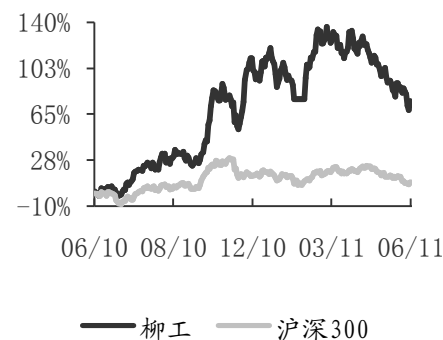
期限: 6 个月 上次预测: 29.50 元

现价 (2011 年 06 月 01 日): 20.93 元

报告日期:
2011-06-02

总市值(百万元)	23,551.32
流通市值(百万元)	20,411.49
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	975.23
12 个月最低/最高	17.58/44.23 元
十大流通股东(%)	33.46%
股东户数	71,665

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.84)	(16.03)	63.67
绝对收益	(13.75)	(23.73)	73.15

张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

报告联系人

王书伟

 021-68763578
 wangsw@essence.com.cn

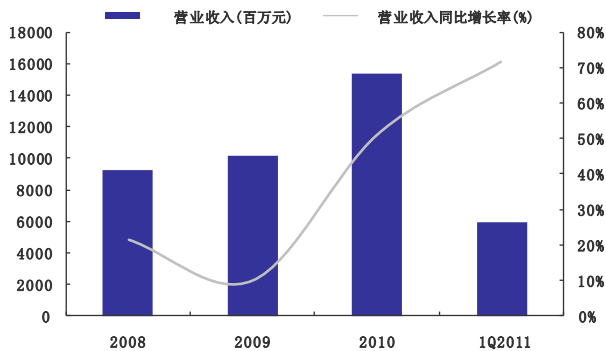
前期研究成果

- 柳工：经营稳健，多产品、国际化战略明确
2010-09-15
- 柳工：盈利能力双重受挤压的装载机企业
2008-10-28
- 柳工：公司面临较大的成本压力
2008-08-22

1. 公司业绩呈现快速增长

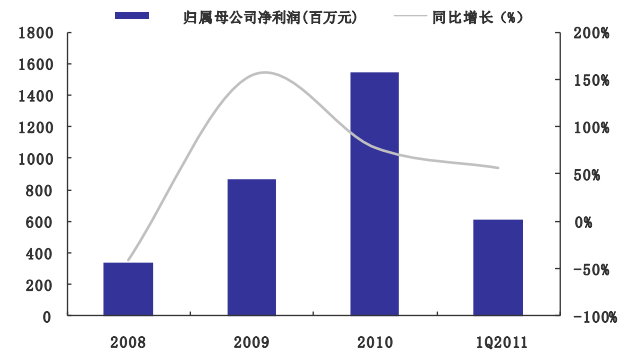
- ◆ 2010 年公司实现营业收入 153.66 亿元(大幅超过年初制定的 120 亿销售目标), 同比增长 51%; 归属母公司净利润 15.44 亿元, 同比增长 78%; 每股收益 2.37 元, 公司 2011 年计划销售额 230 亿元, 同比 2010 年增长近 50%, 公司有信心完成规划目标。
- ◆ 一季度, 公司实现营业收入 59.4 亿元, 同比增长 71.5%, 归属母公司净利润 6.1 亿元, 同比增长 56.8%, 实现 EPS 为 0.81 元, 略低于市场预期。

图 1 2008-1Q2011 公司销售收入保持快速增长



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

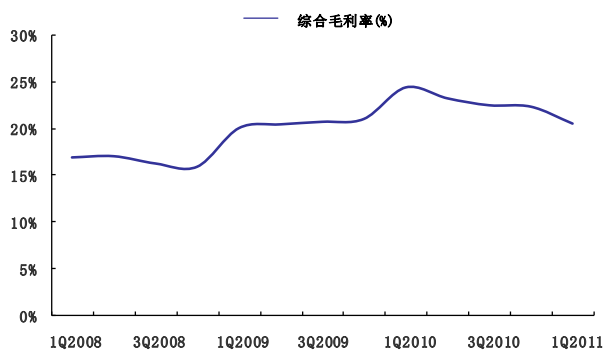
图 2 2008-1Q2011 公司净利润及增长



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

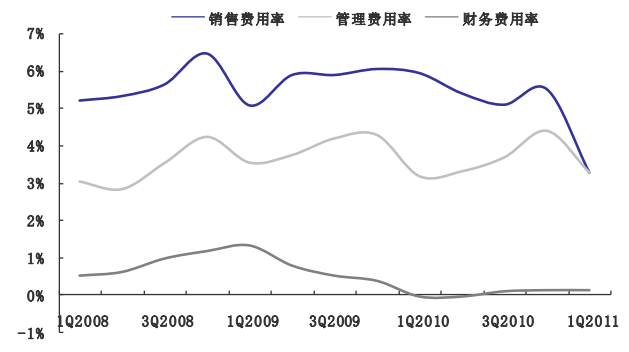
- ◆ 在成本构成中, 钢材在原材料中占比达到 50% 左右, 一季度我国钢材价格上涨约 8%, 受原材料价格上涨影响, 公司一季度毛利率 20.6%, 同比下降 3.9 个百分点。

图 3 2008-1Q2011 公司综合盈利能力变动



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 4 公司管理水平不断提升

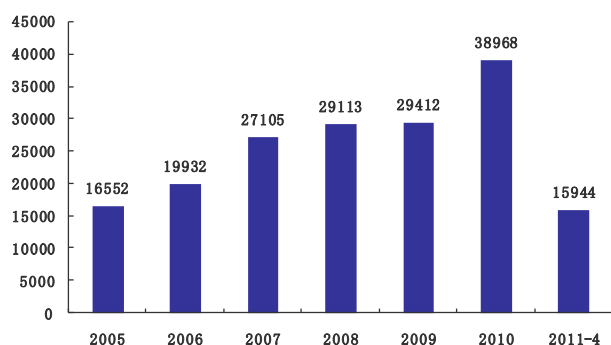


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 装载机业务: 未来保持平稳增速

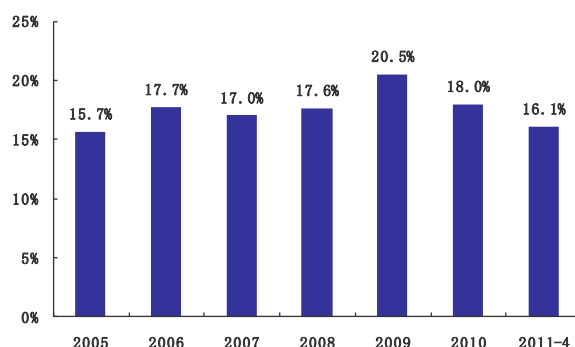
- ◆ 公司装载机现有产能 4 万台左右, 2010 年销售 3.89 万台, 同比增长 32.5%, 市场占有率达 20.34%, 销售额继续保持行业第一。2011 年 1-3 月销售 12,323 台, 同比增长 29%, 4 月销售 3,621 台, 同比下降 35%, 由于一季度整个行业促销活动部分的透支二季度的有效需求, 4 月份单月下降在预期之中。预计 5 月销量在 3500 台以上, 未来几个月销售增速仍会下滑。我们预计全年销售将达到 4.6 万台, 同比增长 18% 左右。
- ◆ 公司装载机零部件大部分可以自主配套, 但发动机、轮胎、部分电器元件、关键泵阀还是以外购为主, 发动机大多采用潍柴及进口康明斯产品, 驱动桥多数也能自主配套。
- ◆ 一季度由于原材料价格上涨, 虽然销量保持快速增长, 但装载机毛利率下降了近 2 个百分点。

图 5 2005-2011.4 公司装载机销量



数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 6 2005-2011.4 公司装载机市场份额呈现下滑



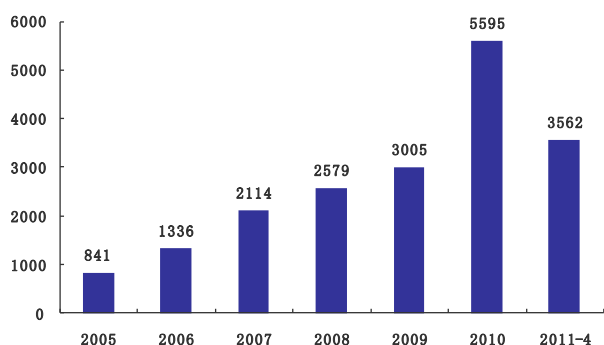
数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

- ◆ 挖掘机对装载机的替代已经显现，主要是历史原因造成的。国内生产挖掘机最早在 2001 年入市之后，公司最早成立挖掘机事业部。在此之前，装载机始终是工程机械市场需求的主力，存量较高，部分起着挖掘机的功能。但从用户角度，适当增加配置挖掘机有利于生产效率的提升，一般挖掘机与装载机的配比按 1:2 配备。2003 年以前外资挖掘机产品在国内占 80%，现在随着国内产能的扩大，挖掘机增速高于装载机，但由于各具不同的功能，完全替代是不现实的。

3. 挖掘机：产能释放助推步入快速增长期

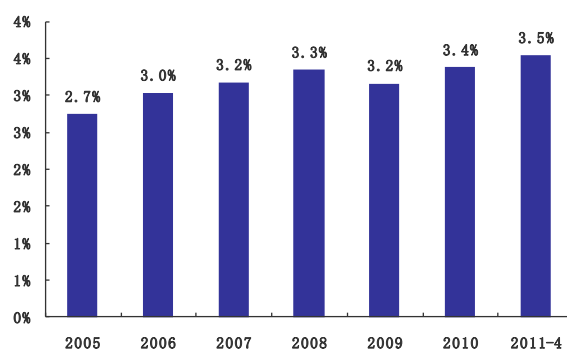
- ◆ 目前公司挖掘机产能 1.2 万台，包括公司本部有 7000 台，2011 年提升至 1 万台，常州基地有 2000 台。未来随着募投项目的达产，常州基地产能将达到 1 万台。
- ◆ 现有产品线齐全，包括 4、6、8、10、15 等小型产品、20、22、23、25 吨的中型系列以及 30、36、45 吨的大型挖机。
- ◆ 2010 年公司销售挖掘机 5595 台，同比增长 86.2%，一季度销售 2,756 台，同比增长 122%，4 月销售 806 台，同比增长 15%，未来随着产能释放，挖掘机市场占有率保持稳中有升的态势。

图 7 2005-2011.4 公司挖掘机销量



数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 8 2005-2011.4 公司挖掘机市场份额



数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

- ◆ 挖掘机的两个主要系统即动力系统和液压系统的配套主要靠国际采购。发动机主要集中在康明斯、五十铃、洋马等品牌，液压件主要集中在川崎、力士乐、东芝等品牌。对于标配挖掘机，除小型挖掘机的发动机采用国内配套外，其他挖掘机的发动机、液压件完全靠国外配套。
- ◆ 目前，公司挖掘机业务毛利率为 23-24%，零部件采购一般签订 6 个月的购货协议，由于受到日本地震影响以及国外零部件产能受限，未来零部件存在涨价的预期，虽然公司进行了一定幅度的提价，但仍无法完全转嫁成本上升的压力，毛利率将呈现稳中下滑的趋势。

4. 起重机、推土机、压路机、叉车多元化发展

- ◆ 公司未来发展以装载机、挖掘机和起重机为核心，培育叉车、推土机等业务，形成提供工程机械全套解决方案的能力；加速发展融资租赁、服务配件和再制造等业务，形成提供综合性产品和服务的能力。
- ◆ 起重机业务：底盘资质提升产品毛利率水平
 - ◆ 公司 2008 年收购安徽蚌埠市振冲安利工程机械有限公司，涉足汽车起重机领域，目前产能在 4000 台左右，未来募投项目达产后形成年产 5,000 台中大吨位汽车起重机、履带起重机生产能力，其中，汽车起重机 4,800 台，履带起重机 200 台。
 - ◆ 公司一季度销售 589 台，同比增长 31%，4 月份销售 202 台，同比下降 33%，今年该业务销售额有望达到 15-16 亿元，未来规划到 2015 年实现 90-100 亿元的销售规模。
 - ◆ 公司起重机底盘目前主要来自东风、一汽和江淮，2010 年公司获得汽车专用底盘生产资质，由于底盘占成本的比重在 20%左右且盈利空间较大，因此我们预计随着规模的上升以及自制率的提升，公司汽车起重机产品毛利率未来将明显提升。
- ◆ 推土机业务：收购 HSW 业务单元提升制造技术水平
 - ◆ 今年是公司开展推土机业务第三个年头，公司推土机现有产能为 600-700 台，去年 300、400 台。
 - ◆ HSW 业务单元目前有拥有 74~515 马力全系列推土机产品线，是全球推土机产品线最全的三家著名制造商之一；同时拥有 120~427 马力的装载机产品线，收购波兰 HSW 公司将使得公司的推土机、装载机技术提升一个档次，在国内处于较高水平，对该业务有积极影响。
- ◆ 压路机：目前产能 3000 台左右，位居行业第二位，市场占有率比较稳定，未来行业将保持 15%的稳定增速。
- ◆ 叉车：公司叉车定位于中高端领域，目前生产主要集中于柳州、上海两个制造基地，公司目前叉车产能约在 5000 台左右，2011 年产能将升至 1 万台，到 2015 年产能将达到 3 万台。

5. 销售模式：增资中恒，逐步提升租赁销售比例

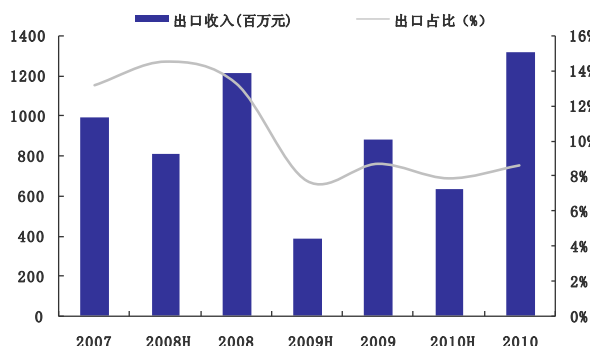
- ◆ 公司向旗下租赁公司中恒国际增资 3.00 亿元，提升子公司的资金实力，加大租赁的销售比例。工程机械行业目前有三种销售方式：融资租赁、按揭贷款和全款。2010 年公司全部产品（剔除叉车）融资租赁占三分之一，今年要提高到 40%，按揭占 15-20%，全额付款的占 30%以上。公司目前按揭首付比例在 20%左右，风险属于可控范围。
- ◆ 公司一季度应收账款 34.06 亿元，比 2010 年报数据增加了 20 亿元，大多数属于 3-6 个月期限内的欠款，二季度公司主要做好应收款的回款工作。

6. 国际化战略：步步为营，扎实推进

- ◆ 公司的国际化布局正在有条不紊的推进，公司国际化经历三个阶段：第一阶段是营销网络的国际化。从 2003 年开始在全球建立广泛营销网络，截至目前已经设立 10 个海外子公司，建立强大的营销网络；第二阶段在海外建制造基地，公司 2008 年开始在印度建厂，一年即投产，公司将根据全球区域和产业布局，继续寻找适宜的国家布局基地。预计到 2015 年，全球制造基地布局基本完成；第三步，加大在海外的兼并收购。
- ◆ 2010 年，公司公告收购波兰 HSW 公司下属工程机械业务单元及其全资子公司 DressTa100%的股权及资产，并拥有其全部知识产权和 DressTa 商标，以此为平

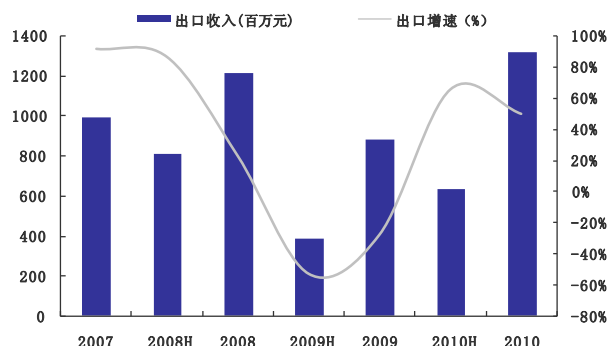
- 台在欧洲市场建立高效的研发、采购、生产、营销及配件服务网络，将在技术、品牌和市场上快速开拓欧洲制造基地及市场。
- ◆ 国际化战略将部分消化国内企业产能迅速增长的难题，国内产品凭借着优质的性价比优势，在海外市场中拥有较强的市场竞争力。随着海外营销及制造网络的布局完成以及海外经济的进一步复苏，预计公司的海外业务占比将明显上升，目前海外业务占公司总销售额的 8% 左右。未来到 2012 年出口占比达到 15%，2015 年升至 20%。

图 9 2007-2010 年公司出口收入及占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10 2007-2010 年公司出口收入增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

7. 盈利预测及投资评级

- ◆ 公司是工程机械龙头之一，我们认为公司经营稳健，行业出现波动对其影响相对较小。此外，公司战略明确、管理能力不断增强、营销网络体系日益完善。按最新股本计算，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.80 元、2.28 元和 2.69 元，净利润的复合增长率在 21% 左右，按照 2011 年 15 倍的动态 PE 估算，合理目标价为 27 元，维持“买入-A”的投资评级。

8. 风险提示

- ◆ 固定资产投资及房地产投资过度下滑抑制下游行业的有效需求
- ◆ 通胀导致钢材及零部件价格上涨。
- ◆ 信贷规模紧缩导致购机资金面供给不足
- ◆ 行业产能快速扩张存在过剩风险。目前各主要产商均大幅扩张现有产能，若未来需求下降，行业将面临产能利用率下降、盈利能力下滑的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-5-30		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	10,183.0	15,366.1	21,101.7	25,827.3	30,915.6	营业收入增长率	9.9%	50.9%	37.3%	22.4%	19.7%
减: 营业成本	8,032.4	11,919.6	16,494.9	20,258.3	24,340.6	营业利润增长率	154.6%	86.5%	31.2%	27.2%	18.2%
营业税费	48.5	62.2	79.2	108.2	123.6	净利润增长率	154.6%	78.3%	31.3%	26.8%	17.9%
销售费用	615.0	845.1	1,055.1	1,226.8	1,391.2	EBITDA 增长率	91.1%	74.4%	42.0%	26.6%	17.2%
管理费用	434.8	673.1	949.6	1,097.7	1,353.1	EBIT 增长率	105.9%	81.5%	37.7%	25.7%	17.2%
财务费用	36.2	17.3	141.3	143.0	139.4	NOPLAT 增长率	100.9%	73.3%	37.5%	25.3%	17.0%
资产减值损失	43.7	66.3	32.6	-2.4	22.0	投资资本增长率	-39.4%	-14.7%	312.3%	4.5%	12.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	54.9%	106.1%	24.9%	20.7%	20.3%
投资和汇兑收益	-0.3	30.1	30.0	30.0	30.0						
营业利润	972.1	1,812.6	2,378.9	3,025.8	3,575.8	利润率					
加: 营业外净收支	60.2	44.7	43.9	44.2	45.5	毛利率	21.1%	22.4%	21.8%	21.6%	21.3%
利润总额	1,032.3	1,857.3	2,422.9	3,070.1	3,621.3	营业利润率	9.5%	11.8%	11.3%	11.7%	11.6%
减: 所得税	164.8	308.4	387.7	491.2	579.4	净利润率	8.5%	10.0%	9.6%	10.0%	9.8%
净利润	865.7	1,543.8	2,027.7	2,571.2	3,031.8	EBITDA/营业收入	11.1%	12.9%	13.3%	13.8%	13.5%
资产负债表						EBIT/营业收入	9.9%	11.9%	11.9%	12.3%	12.0%
货币资金	1,999.5	4,921.6	3,375.9	4,266.7	4,800.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	36	50	66	66
应收账款	1,083.0	1,549.3	2,089.1	2,563.5	3,082.0	流动营业资本周转天数	40	-5	17	34	28
应收票据	619.8	309.8	578.1	707.6	847.0	流动资产周转天数	201	241	219	186	189
预付账款	217.1	416.9	531.3	790.2	1,086.2	应收账款周转天数	33	28	28	30	30
存货	2,227.9	4,013.5	5,368.8	6,361.8	7,920.7	存货周转天数	84	74	81	83	84
其他流动资产	734.1	2,488.7	-	0.0	-0.0	总资产周转天数	280	330	335	324	330
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	105	49	84	112	102
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	投资回报率					
长期股权投资	120.4	156.4	156.0	156.0	156.0	ROE	21.1%	18.3%	19.2%	20.2%	19.8%
投资性房地产	3.0	2.8	2.9	2.9	2.9	ROA	9.1%	8.3%	9.9%	10.0%	9.9%
固定资产	1,293.1	1,769.5	4,148.0	5,377.5	6,008.5	ROIC	24.4%	69.9%	112.7%	34.2%	38.3%
在建工程	195.7	336.3	201.5	120.7	72.3	费用率					
无形资产	399.7	549.6	513.1	479.0	447.1	销售费用率	6.0%	5.5%	5.0%	4.8%	4.5%
其他非流动资产	671.6	2,080.3	3,679.8	5,003.0	6,407.9	管理费用率	4.3%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%
资产总额	9,565.1	18,594.9	20,644.7	25,829.1	30,831.3	财务费用率	0.4%	0.1%	0.7%	0.6%	0.5%
短期债务	1,229.0	1,921.1	1,918.0	1,917.1	1,916.8	三费/营业收入	10.7%	10.0%	10.2%	9.6%	9.3%
应付账款	2,238.2	4,195.3	4,548.0	6,237.6	7,591.0	偿债能力					
应付票据	1,413.8	2,721.1	2,667.7	3,822.2	4,695.2	资产负债率	57.1%	54.5%	49.7%	51.3%	50.8%
其他流动负债	170.2	113.2	229.3	274.0	350.2	负债权益比	132.9%	119.7%	98.8%	105.3%	103.3%
长期借款	198.6	616.0	616.0	616.0	616.0	流动比率	1.36	1.49	1.27	1.19	1.21
其他非流动负债	207.5	314.6	418.6	513.2	614.7	速动比率	0.91	1.05	0.69	0.67	0.67
负债总额	5,457.3	10,129.9	10,445.9	13,437.8	15,853.7	利息保障倍数	27.83	105.48	17.83	22.17	26.65
少数股东权益	10.7	22.2	29.0	36.0	45.2	分红指标					
股本	650.2	750.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	DPS(元)	0.04	0.17	0.27	0.34	0.40
留存收益	3,449.0	7,696.0	9,419.6	11,605.1	14,182.2	分红比率	5.8%	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	4,107.8	8,465.1	10,573.8	12,766.4	15,352.6	股息收益率	0.2%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	867.4	1,548.8	2,027.7	2,571.2	3,031.8	EPS(元)	0.77	1.37	1.80	2.28	2.69
加: 折旧和摊销	126.6	149.0	287.6	385.2	449.3	BVPS(元)	3.64	7.50	9.37	11.31	13.60
资产减值准备	43.0	61.4	32.6	-2.4	22.0	PE(X)	26.5	14.8	11.3	8.9	7.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.6	2.7	2.2	1.8	1.5
财务费用	54.9	19.1	141.3	143.0	139.4	P/FCF	12.7	7.1	-6.0	10.3	11.6
投资收益	0.3	-30.1	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	2.2	1.5	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	1.7	5.0	7.5	7.7	10.0	EV/EBITDA	10.8	10.7	7.2	5.2	4.1
营运资金的变动	107.7	-2,314.0	-3,366.2	-183.8	-1,523.6	CAGR(%)	43.8%	25.2%	21.1%	18.4%	18.8%
经营活动产生现金流量	1,538.4	686.5	-899.5	2,890.8	2,099.0	PEG	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-494.2	-889.2	19.0	-1,470.1	-970.1	ROIC/WACC	2.6	7.3	11.8	3.6	4.0
融资活动产生现金流量	56.0	3,141.0	-293.9	-529.6	-594.4	REP	2.1	1.5	0.2	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034