

汽车整车

长城汽车 (601633. SH) / 10.82 元

中国汽车自主品牌的长城

独到见解

长城汽车是未来中国汽车行业自主品牌的领军人物，受益于国家扶持自主品牌发展的政策方向，同时二次购车带来的 SUV 高增长需求也为公司主销产品带来了增长的机遇，稳健经营是公司的最大特点，有助于公司向海外市场拓展时更好的避免风险。

投资要点

1. 自主品牌和 SUV 市场是长城汽车快速发展的两大利器。发展自主品牌汽车是中国汽车产业政策的核心目标，已经得到汽车业内、政府官员到民间百姓的共识。SUV 市场份额尚有较大提升空间，预计到 2015 年占乘用车市场份额达到 30%，还有两倍增长空间。

2. 长城汽车是发展最稳健的自主品牌，已经成为自主品牌企业的领军品牌。长城汽车坚持聚焦 SUV 市场战略，充分享受 SUV 行业增长。

3. 竞争优势分析：长城的特点是以自主品牌的价格打败合资品牌，以合资品牌的外观和质量打败自主品牌。在经销商网络管理上，长城汽车已经成功移植了合资品牌的诸多管理经验，与经销商形成了亲密的共生关系，同时人性化的供应商管理保证供应链质量。

4. 出口市场：长城汽车的蓝海。中国汽车出口量目前只占全球汽车贸易量的 5%，未来增长空间巨大。

5. 投资评级：强烈推荐。预计 11/12/13 每股收益分别为 1.24/1.64/2.12 元。考虑到行业内可比公司估值、公司的市场地位和发展潜力，我们认为公司 12 年业绩给予 10-12 倍市盈率，以 2012 年 EPS1.64 元进行估算，公司的合理价位应在 16-20 元之间。

风险提示

1. 宏观经济回落导致汽车行业整体需求出现大幅滑坡。

证券分析师：王炎学
执业编号：S0360511070004
Tel: 010-66500865
Email: wangyanxue@hczq.com
联系人：王绪丽
Tel: 010-66500879
Email: wangxuli@hczq.com

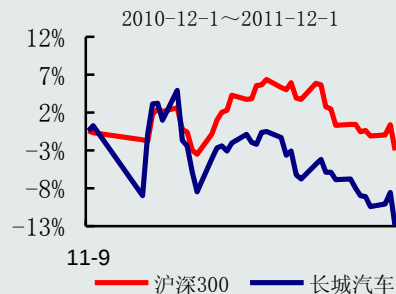
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	304242
流通 A 股/B 股(万股)	24424/0
资产负债率(%)	48.86
每股净资产(元)	5.21
市盈率(倍)	12.90
市净率(倍)	2.08
12 个月内最高/最低价	13.23/10.69

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《盈利率环比下滑不改长期增长趋势》
2011-10-31
《聚焦 SUV 的最优质自主品牌乘用车公司》
2011-09-09

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	22986	30342	38837	50877
同比增速(%)		32%	28%	31%
净利润(百万)	2827	3991	5249	6778
同比增速(%)		41%	32%	29%
每股盈利(元)	0.89	1.24	1.64	2.12
市盈率(倍)	12	9	7	5

目 录

一、自主品牌和 SUV 市场是长城汽车快速发展的两大利器.....	4
（一）自主品牌是中国汽车行业的未来，具有最大投资价值	4
（二）二次购车时代到来，SUV 行业具有持续强大需求	5
（三）长城汽车坚持聚焦 SUV 市场战略，充分享受 SUV 行业增长。	6
二、长城竞争优势分析：优秀内部管理铸就外部产品优势.....	7
（一）以自主品牌的价格打败合资品牌，以合资品牌的外观和质量打败自主品牌	7
（二）类合资品牌的销售网络管理赢得渠道全力支持	8
（三）人性化的供应商管理保证供应链质量	9
（四）核心零部件扩产，提高配套能力	9
三、出口市场：长城汽车的蓝海.....	10
四、盈利预测与估值.....	11

图表目录

图表 1	汽车产业政策对自主品牌的支持.....	4
图表 2	近三年合资品牌与自主品牌的净利率比较.....	4
图表 3	汽车产业的“微笑曲线”.....	4
图表 5	乘用车细分车型中 SUV 销量增速最快.....	5
图表 6	SUV 占乘用车销量的比重逐年提高.....	6
图表 7	2010 年 SUV 价位结构.....	6
图表 9	2010 年公司三大车型收入与毛利结构.....	6
图表 10	2011-2012 年计划推出车型.....	7
图表 11	长城汽车产品特点分析.....	7
图表 12	2010 年主要产品销量及同比增长速度.....	8
图表 13	长城汽车产品特点分析.....	8
图表 14	长城汽车的供应商关系分析.....	9
图表 15	公司募集资金项目投资计划.....	9
图表 16	长城出口产品收入及占比.....	10
图表 17	长城出口面向的国家分析（2011 年上半年）.....	10
图表 18	长城在澳大利亚的 4S 店.....	11
图表 19	长城在保加利亚工厂生产的第一辆长城汽车凌傲于 11 月 7 日下线.....	11
图表 20	行业内可比公司估值比较.....	12

一、自主品牌和 SUV 市场是长城汽车快速发展的两大利器

（一）自主品牌是中国汽车行业的未来，具有最大投资价值

发展自主品牌汽车是中国汽车产业政策的核心目标，已经得到汽车业内、政府官员到民间百姓的共识，未来出台具体扶持政策是确定性事件。不管是从 2004 年中国汽车产业政策开始，到 2009 年汽车产业振兴规划，以及购置税减半等利好优惠政策，都隐含了支持中国自主品牌汽车壮大发展的政策目标。

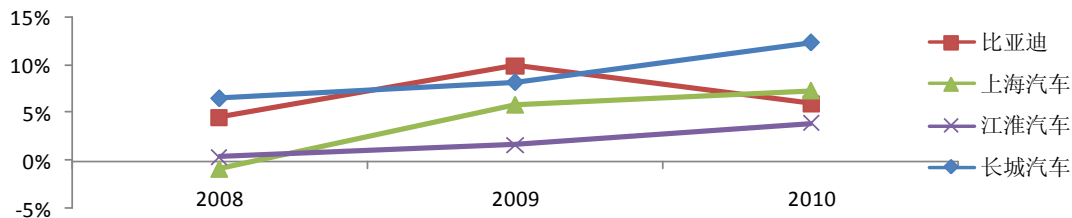
图表 1 汽车产业政策对自主品牌的支持

政策	时间	主要政策目标和内容
汽车产业政策	2004	激励汽车生产企业提高研发能力和技术创新能力，积极开发具有自主知识产权的产品，实施品牌经营战略。2010 年汽车生产企业要形成若干驰名的汽车、摩托车和零部件产品品牌。
汽车产业振兴规划	2009	自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%。自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%。
购置税减半征收	2009	1.6 升及以下乘用车减半征收汽车购置税

资料来源：工业和信息化部，发改委，财政部

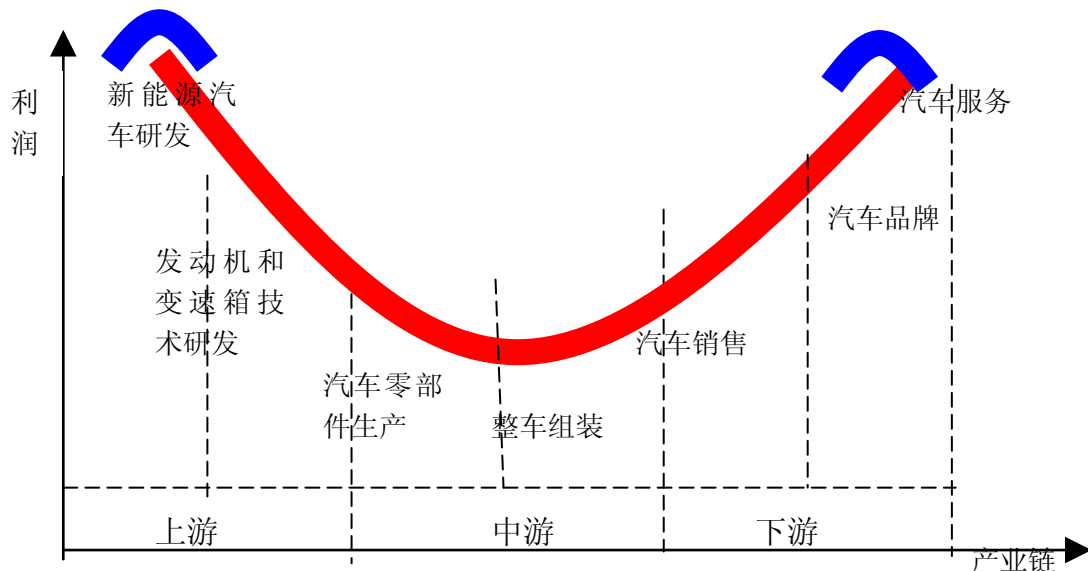
从投资上看，自主品牌可以获得较高的盈利空间。汽车品牌是汽车产业中高附加值部分，只有掌握了自主知识产权的品牌，才有可持续发展的行业未来，发展壮大中国自主知识产权的汽车品牌是中国汽车行业发展的战略目标，也是中国制造业和产业升级的目标。

图表 2 近三年合资品牌与自主品牌的净利率比较



资料来源：华创证券

图表 3 汽车产业的“微笑曲线”



资料来源：华创证券

长城汽车是发展最稳健的自主品牌，已经成为自主品牌企业的领军品牌。我们从企业成长年限、2010 营业收入、净利润、净利率等指标来分析主要自主品牌乘用车企业，如下表：

图表 4 主要自主品牌汽车企业财务指标（2010）

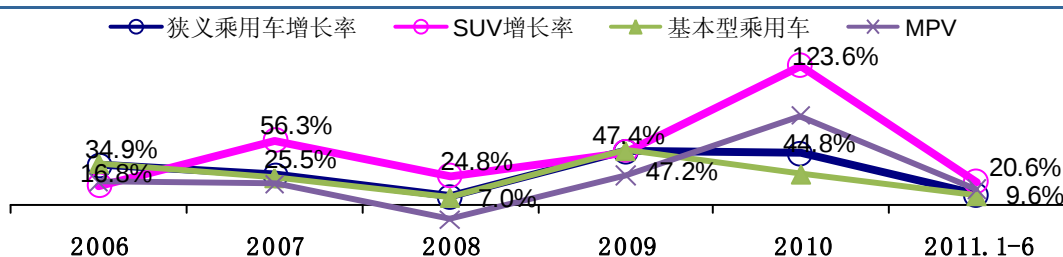
	企业成长年限	营业收入（亿元）	销量(万台)	单车收入（万元）	归母净利润（亿元）	单车盈利（元）	净利率（2010）
长城汽车	8	230	36	6.4	26	7222	12.3%
比亚迪汽车	4	226	52	4.3	14	2692	6.0%
江淮汽车	4	297	44	6.8	12	2727	4.0%
奇瑞汽车	8	353	68	5.2	2.4	353	0.7%
吉利汽车	10	201	42	4.8	14	3333	7.0%

资料来源：CAAM，公司公告，华创证券

（二）二次购车时代到来，SUV 行业具有持续强大需求

以二次购车（替换以前的车、家庭增加购买一辆车）为代表的消费升级需求推动 SUV 成为最速最快的细分车型。2001-2010 年，国内 SUV 销量复合年均增长率达到 46.8%，远超汽车行业整体增长水平，是增速最快的细分车型。11 年上半年，在汽车行业销量大幅放缓的背景下，SUV 销量同比增长 20.6%，增速居细分行业第一。

图表 5 乘用车细分车型中 SUV 销量增速最快

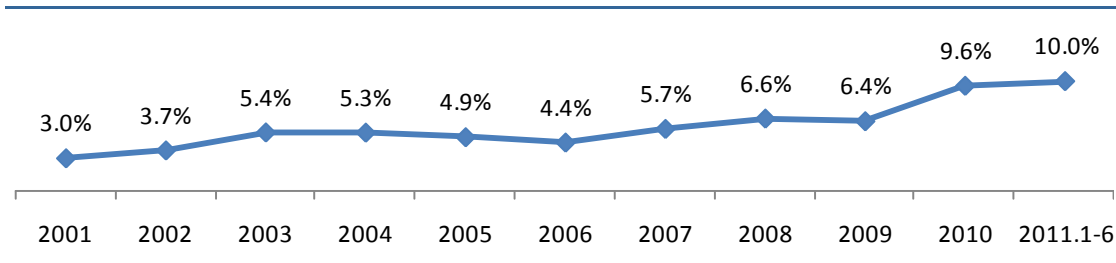


资料来源：CAAM，华创证券

SUV 市场份额尚有较大提升空间，预计到 2015 年占乘用车市场份额达到 30%，还有两倍增长

空间。SUV 占乘用车销量的比重由 2001 年的 4.9%提高至 2010 年的 10%。与国外成熟市场相比，中国 SUV 在乘用车市场中的份额仍然偏低。随着汽车消费多元化，以及二次购车人群的推动，SUV 市场发展空间非常广阔。按乘用车市场总需求 2000 万辆来计算，若 SUV 的市场份额提升到 30%，则总需求将达到 600 万辆。

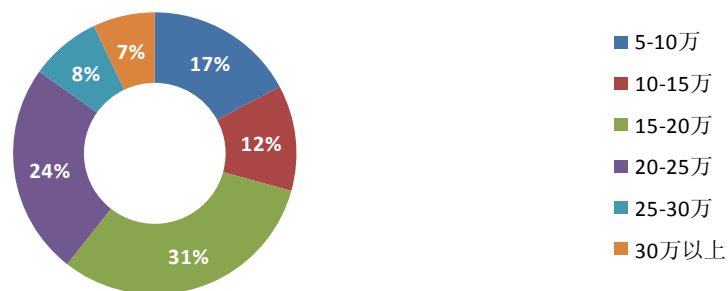
图表 6 SUV 占乘用车销量的比重逐年提高



资料来源：公司公告，华创证券

自主品牌 SUV2010 年占 SUV 的份额在 30%左右。从价位结构来看，20 万以上的市场基本上为合资品牌和外资品牌垄断，15 万以下主要由自主品牌占据。

图表 7 2010 年 SUV 价位结构



资料来源：公司公告，华创证券

（三）长城汽车坚持聚焦 SUV 市场战略，充分享受 SUV 行业增长。

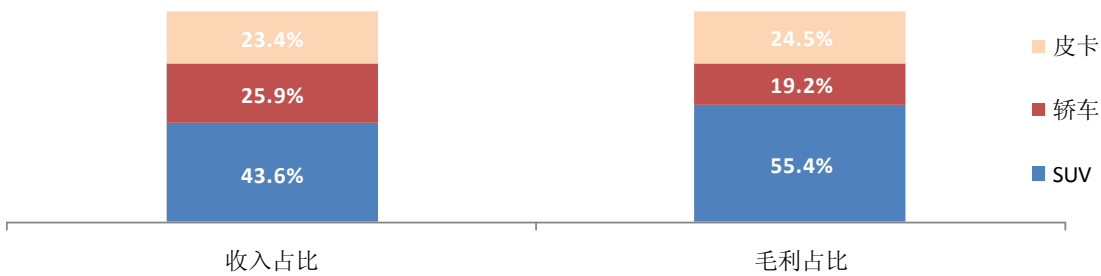
公司产品定位以 SUV 为主，其次是轿车和皮卡，三种产品均是细分市场增速最快的车型，在细分市场竞争优势突出，销量增长强劲，带动了营业收入与净利润高增长。

图表 8 公司三大车型具体品牌、发展特征与市场地位

车型	具体品牌	发展特征	市场地位	2010 年市场份额
皮卡	迪尔、赛铃、赛酷、风骏	从事最早、最具竞争优势的业务	连续 13 年保持皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一。	27.10%
SUV	哈弗 H5、H3，哈弗 M2、M1	最为核心的业务	连续 8 年保持全国 SUV 销量前三、自主品牌 SUV 销量第一。	11.30%
轿车	A0 级炫丽、酷熊、凌傲，A 级腾翼 C30	增长最快的业务	腾翼 C30 位列 2010 年 12 月全国轿车品牌销量第 4 位，自主品牌第 2 位。	1.3%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 2010 年公司三大车型收入与毛利结构



资料来源：华创证券，CAAM

图表 10 2011-2012 年计划推出车型

车型	搭载动力	类型	目前进展
腾翼 C30 2011 款	1.5L 汽油机	三厢 A 级轿车	设计验证
腾翼 C20R	1.5L 汽油机	A 级两厢轿车	详细设计
腾翼 C50	1.5L 汽油机	三厢 B 级轿车	生产准备
腾翼 C30i	1.5L 汽油机	三厢 A 级轿车	详细设计
腾翼 C50i	1.5L 汽油机	三厢 B 级轿车	详细设计
腾翼 C70	1.5L 汽油机、2.0L 汽油机	三厢 C 级轿车	详细设计
车型	搭载动力	类型	目前进展
哈弗 H6	1.5L、2.0L、2.4L 汽油机、2.0L 柴油机	中型 SUV	生产准备
哈弗 M4	1.5L 汽油机	小型 SUV	详细设计
哈弗 M2 2012 款	1.5L 汽油机	小型 SUV	详细设计
哈弗 H6 改款	1.5L、2.0L、2.4L 汽油机、2.0L 柴油机	中型 SUV	详细设计
风骏小改款	2.4L 汽油机、2.0L 柴油机	中高端皮卡	详细设计

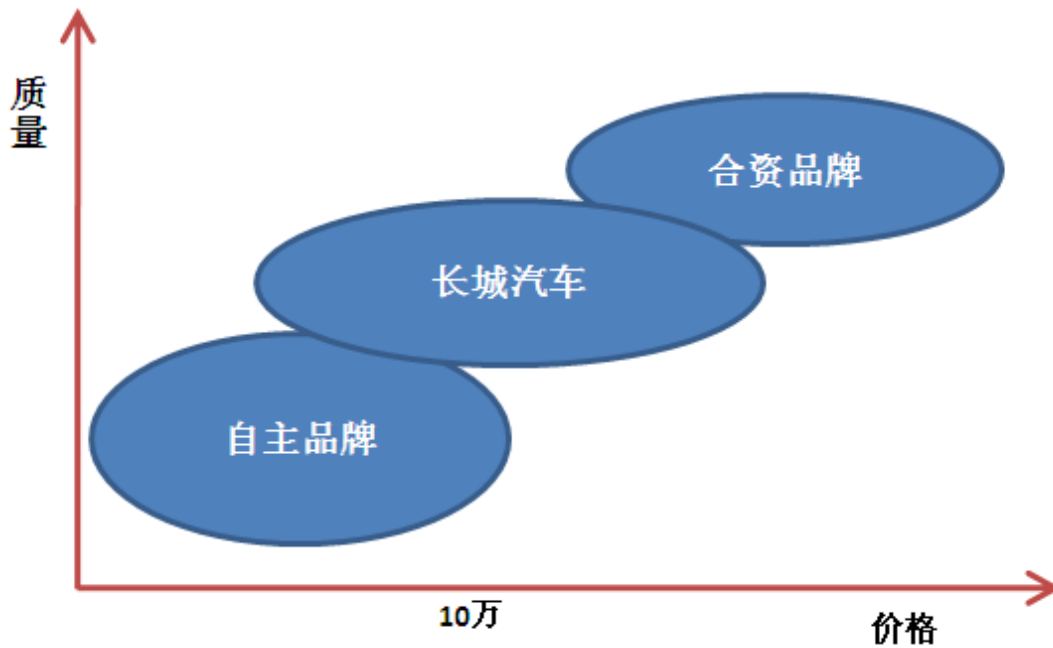
资料来源：公司公告，华创证券

二、长城竞争优势分析：优秀内部管理铸就外部产品优势

（一）以自主品牌的价格打败合资品牌，以合资品牌的外观和质量打败自主品牌

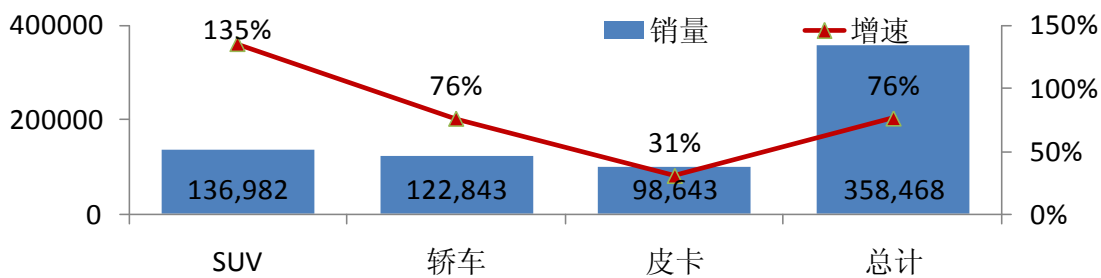
外观新颖是长城汽车的最大特点，质量和品牌是长城汽车留住客户的主要手段。分析长城汽车在主要消费者心中的品牌形象可知，长城汽车处于合资品牌与自主品牌的中间地带，即某些方面达到了合资品牌的水平，如外观、质量方面，某些方面又保留了自主品牌的优势，如价格，如下图。

图表 11 长城汽车产品特点分析



资料来源：CAAM，华创证券

图表 12 2010 年主要产品销量及同比增长速度



资料来源：CAAM，华创证券

(二) 类合资品牌的销售网络管理赢得渠道全力支持

在经销商网络管理上，长城汽车已经成功移植了合资品牌的诸多管理经验，与经销商形成了亲密的共荣共生关系。2010 年公司共有 496 家汽车经销商，其中 87%分布在二三级城市及地区，对这些经销商长城汽车也是采用了合资品牌的分大区管理模式，并且在具体管理方式上有所创新，主要特点如下表：

图表 13 长城汽车产品特点分析

	类合资品牌管理	独特之处
产品设计	改款、换代车型	
	加 T 发动机	
	重视外观换型	
销售管理	分大区制	
	限制销售区域	严格执法
	商务返利制度	逐月考核，每个月灵活制定促销政策
	有序网络开发	敞开接收，不限资质

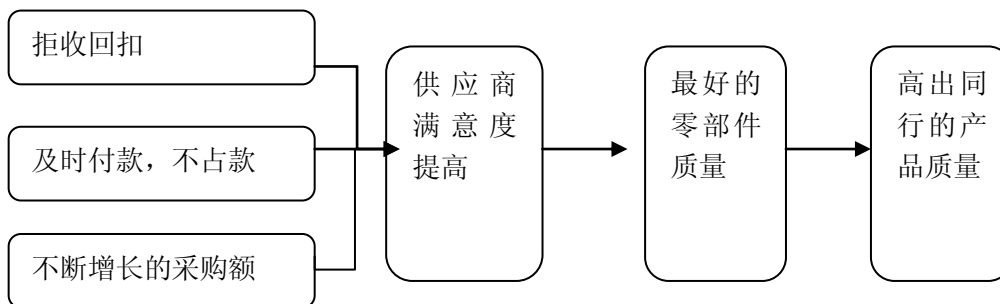
市场支持	全国性广告支持	
	延长质量保证时间	4 年、5 年/10 万、15 万公里

资料来源：CAAM，华创证券

（三）人性化的供应商管理保证供应链质量

对待供应商，长城汽车以严格的纪律保证了灰色交易的存在，净化了供应商的竞争环境，同时保证及时的货款结算，最大限度调动了供应商的积极性，保证了最终产品的稳定质量。

图表 14 长城汽车的供应商关系分析



资料来源：华创证券

（四）核心零部件扩产，提高配套能力

公司现有产能 40 万辆，目前公司产能 40 万辆，天津工厂是长城汽车的高端生产基地，预计两到三年将形成年产 40 万辆整车的新增产能。

与整车产能扩张相配套，公司同步规划发动机、变速器、车桥及制动器、内外饰、车灯等核心零部件的扩产项目，本次拟募集资金 31.6 亿元投入 7 个零部件项目，主要为天津生产基地的 40 万台新产能做配套。项目建设期 3 年，预计项目达产后年新增营业收入 85.4 亿，年新增净利润 9.8 亿。

图表 15 公司募集资金项目投资计划

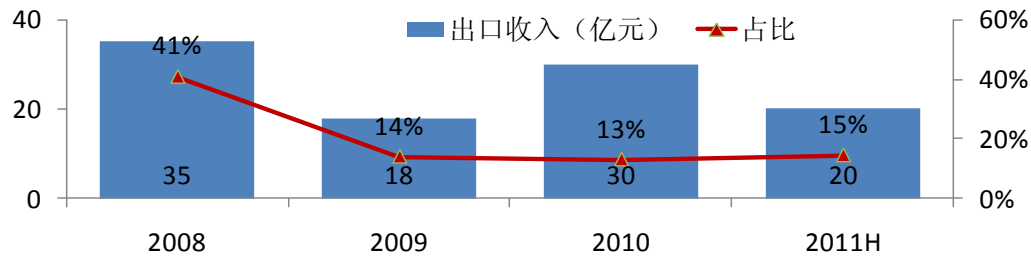
项目名称	投资金额 (万元)	建设期 (月)	投资回收期 (年)	预计年收入 (亿元)	预计年净利润 (亿元)
年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目	41190	24	6.7	20.9	1.39
年产 30 万台 EG 发动机项目	56800	36	6.2	27.2	1.62
年产 20 万台 6MT 变速器项目	52026	36	6.5	7.6	1.94
年产 40 万套铝合金铸件项目	42027	36	6.8	4.4	1.21
年产 40 万套车桥及制动器项目	57166	24	6.5	13	1.8
年产 40 万套内外饰项目	48793	24	7.1	9.4	1.29
年产 40 万套灯具项目	18584	12	5.1	2.9	0.59
合计	316586			85.4	9.82

资料来源：公司公告，华创证券

三、出口市场：长城汽车的蓝海

长城汽车是最早走出中国的自主品牌车企之一，经过长时间的积累，依靠稳健经营的理念，已经站稳了脚跟。中国汽车市场的出口量占全球汽车贸易量的 5%左右，未来增长的空间非常大。

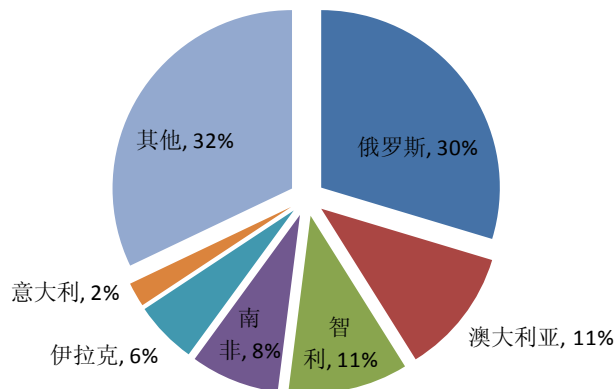
图表 16 长城出口产品收入及占比



资料来源：公司公告，华创证券

长城汽车出口面向的国家比较分散，以偏发达国家的成熟市场为主，避免了集中在单一国家和被诉倾销的风险，同时加强和保证了售后服务，具有可持续性发展。最近长城在保加利亚投资建的第一家海外工厂也已经开始生产，迈出海外扩张战略的重要一步。

图表 17 长城出口面向的国家分析（2011 年上半年）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 长城在澳大利亚的 4S 店



资料来源：华创证券，网站

图表 19 长城在保加利亚工厂生产的第一辆长城汽车凌傲于 11 月 7 日下线



资料来源：华创证券，网站

四、盈利预测与估值

盈利预测假设：

1) 假设 2011-2013 年中国乘用车销量增速保持在 10%-15%，长城汽车凭借其在 SUV、轿车领域的优势，销量年增速保持高于行业平均水平，预计 2011 年公司汽车销量增速 30%左右，

2012、2013 年销量增速 20%左右；

2) 随着公司产品结构的上行，预计毛利率保持稳定增长；

3) 天津基地产能扩张和一系列新车上市计划顺利推进；

4) 假设期间费用率稳中有降；

5) 实际所得税率保持稳定。

预计 11/12/13 年归属母公司所有者净利润分别为 38/50/64 亿元，按发行后总股本摊薄的每股收益分别为 1.24/1.64/2.12 元。考虑到行业内可比公司估值、公司的市场地位和发展潜力，我们认为公司 12 年业绩给予 10-12 倍市盈率，以 2012 年 EPS1.64 元进行估算，公司的合理价位应在 16-20 元之间。

图表 20 行业内可比公司估值比较

公司名称	EPS (元)			股价 (元)	PE		
	2011E	2012E	2013E		2011E	2012E	2013E
江铃汽车	2.12	2.76	3.3	20.4	9.6	3.5	1.1
广汽长丰	0.67	0.85	1.36	15.29	14.3	10.5	4.8
一汽轿车	0.99	1.18	1.3	8.72	8.8	7.5	5.7
长安汽车	0.44	0.51	0.62	4.39	10.0	19.6	31.6
江淮汽车	0.59	0.89	1.19	6.45	10.9	12.3	10.3
上海汽车	1.86	2.17	2.64	13.53	7.3	3.4	1.3
平均					10.1	9.4	9.1

资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	14825	10836	28649	24055
现金	3095	7282	10195	14395
应收账款	327	472	512	701
其它应收款	1202	0	1268	641
预付账款	355	1023	719	1353
存货	2104	2050	4054	3596
其他	7742	9	11901	3368
非流动资产	8874	9516	10245	13305
长期投资	147	170	199	231
固定资产	5360	5341	5317	7272
无形资产	1111	1588	2049	2669
其他	2256	2417	2680	3134
资产总计	23698	20352	38894	37359
流动负债	11887	5858	19967	12847
短期借款	0	25	34	20
应付账款	4904	2560	9117	5706
其他	6984	3273	10816	7121
非流动负债	1410	711	925	1015
长期借款	0	0	0	0
其他	1410	711	925	1015
负债合计	13298	6569	20892	13863
少数股东权益	385	599	852	1183
股本	10015	13185	17150	22313
资本公积金	23698	20352	38894	37359
留存收益				
归属母公司股东权益			单位：百	
负债和股东权益	2010	2011E	2012E	2013E

现金流量表

单位：百万元	0	651	737	1050
经营活动现金流	-8	-59	-149	-225
净利润	-56	-31	-36	-41
折旧摊销	-664	2148	-800	1690
财务费用	-8	78	-48	8
投资损失	-2020	-1340	-1382	-4077
营运资金变动	1407	1397	436	2945
其它	90	-23	-29	-32
投资活动现金流	-524	33	-975	-1164
资本支出	415	-1251	-658	-982
长期投资	-76	25	8	-14
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	490	-1276	-667	-968
短期借款	486	4187	2913	4201
长期借款				
普通股增加				
资本公积增加			单位：百	
其他	2010	2011E	2012E	2013E
现金净增加额	22986	30342	38837	50877

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22986	30342	38837	50877
营业成本	17298	22787	29128	38097
营业税金及附加	811	1092	1437	1882
营业费用	1070	1472	1864	2391
管理费用	874	1183	1495	1933
财务费用	-8	-59	-149	-225
资产减值损失	27	0	65	54
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
投资净收益	56	31	36	41
营业利润	2968	3897	5031	6785
营业外收入	82	69	72	74
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	3041	3958	5094	6850
所得税	214	-33	-154	72
净利润	2827	3991	5249	6778
少数股东损益	126	213	254	331
归属母公司净利润	2701	3778	4995	6447
EBITDA	2933	4428	5528	7472
EPS（元）	0.89	1.24	1.64	2.12

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	79.4%	32.0%	28.0%	31.0%
营业利润	245.6%	31.3%	29.1%	34.8%
归属母公司净利润	169.2%	39.9%	32.2%	29.1%
获利能力				
毛利率	24.7%	24.9%	25.0%	25.1%
净利率	12.3%	13.2%	13.5%	13.3%
ROE	27.2%	29.0%	29.2%	28.8%
ROIC	23.8%	27.4%	27.3%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	56.1%	32.3%	53.7%	37.1%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.2	1.8	1.4	1.9
速动比率	1.1	1.5	1.2	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.4	1.3	1.3
应收帐款周转率	96.8	75.9	79.0	83.9
应付帐款周转率	4.3	6.1	5.0	5.1
每股指标(元)				
每股收益	0.9	1.2	1.6	2.1
每股经营现金	0.7	2.2	1.6	3.0
每股净资产	3.4	4.5	5.9	7.7
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-0.4	-1.3	-1.5	-1.6

汽车组分析师介绍

王炎学，国家信息中心经济咨询中心高级分析师，五年汽车行业产业、市场及企业分析经验，南开大学企业管理硕士。

何亚东，广汽集团汽车工程研究院行业经验 4 年，清华大学汽车工程系毕业。

王绪丽，天津理工大学企业管理硕士研究生，2 年汽车行业证券研究经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558