

工程机械行业 2011 年 2 季度报告

评级：增持 维持评级

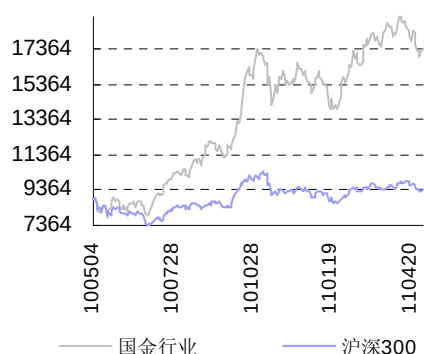
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

工程机械公司 1 季报简评

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	35.64
市场优化平均市盈率	29.70
国金工程机械指数	17418.97
沪深 300 指数	3211.13
上证指数	2932.19
深证成指	12423.46
中小板指数	6815.63



行业观点

- 1 季度行业销量的火爆既与固定资产投资增速保持较快增长，开工需求较多有关，也与客户担心 10 年旺季缺货重演提前采购和企业促销力度加大有关，需求有一定的透支。
- 受同期基数较高和信贷紧缩影响，以及市场消化透支需求，2 季度工程机械的销量同比增速将环比明显下降，并很可能会是年内低点。因为我们认为实际的投资需求仍然存在，只是受到信贷紧缩政策的抑制，随着下半年信贷压力的逐渐缓解，同比增速将逐渐回升。
- 我们分析了 8 家工程机械上市公司的季报，从盈利能力和资产质量看，企业仍保持较好的水平；只是经营性现金流表现不佳，需要改善。考虑相关企业已经完成再融资或准备再融资，企业总体的资金压力并不明显。
- 目前市场担心信贷紧缩对 2 季度工程机械的需求会产生较大负面影响，从而影响全年的盈利预测。为此我们分析了企业 1 季度利润占全年利润比重情况，07-10 年 1 季度利润占全年比重平均约为 19%，根据市场的一致预期，11 年 1 季度该比值为 29%，较以往高出约 10 个百分点。而通常情况下，2 季度占比应该比 1 季度更高，因此我们认为这可能意味着市场对企业的盈利预测中已经包含 2 季度业绩环比下降的预期，我们认为只要 2 季度净利润环比降幅在 20% 以内，应已在市场预期中。

投资建议

- 短期行业股价缺少催化剂，市场需要观察销量的变化，消化增速下降带来的负面影响。中期我们仍看好行业的发展，维持对行业的买入建议。

风险提示

- 通货膨胀超预期导致政策进一步紧缩。

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

1 季度工程机械销量猛增

产品市场的变化（规模、份额）

- 2010 年以来，工程机械产品呈现整体性的热销情况，其中增速最快的为挖掘机，其次为叉车，这应与挖掘机、叉车在替代人工作业方面的高效性有关。此外，挖掘机、推土机等单价较高的产品，通过融资租赁等销售方式，也大大降低了其购买门槛，从而得到更快的推广。

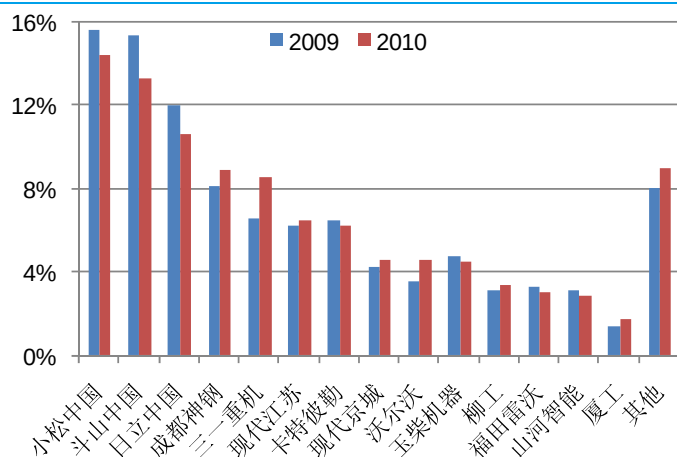
图表1：主要工程机械产品的销量（台）

时间	挖掘机	装载机	汽车起重机	推土机	压路机	叉车
2009	95,012	143,407	27,360	8,550	16,194	138,006
2010	166,813	216,597	35,423	13,918	25,478	232,409
2011年Q1	74,214	70,421	12,165	4,984	6,507	75,111
10年增速	75.6%	51.0%	29.5%	62.8%	57.3%	68.4%
11Q1增速	58.6%	43.7%	45.7%	65.9%	31.7%	57.9%

来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

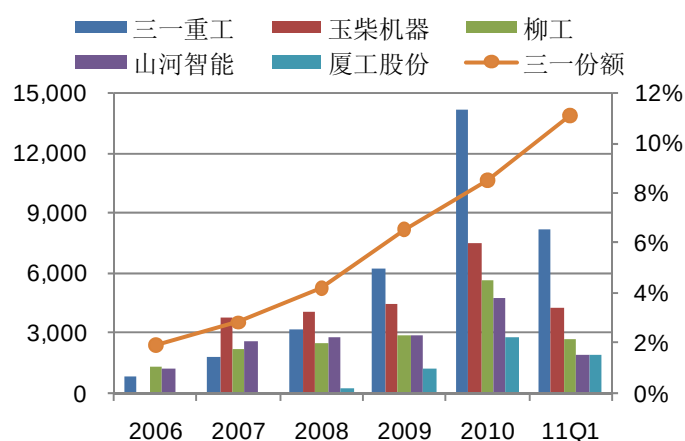
- 在行业整体快速增长的同时，各产品的市场竞争形势也在发生变化：
 - **挖掘机**：挖掘机市场庞大，但长期以来为外资品牌占据主导。最近两年，国内工程机械企业普遍扩充挖掘机产能，加大营销力度。10 年三一、柳工的挖掘机已经进入行业前列，率先突围。11 年 1 季度，三一的市场份额达到了 11.0%，按品牌计算，仅次于日本小松，与韩国现代基本相当。

图表2：挖掘机的国内市场份额



来源：工程机械协会，国金证券研究所

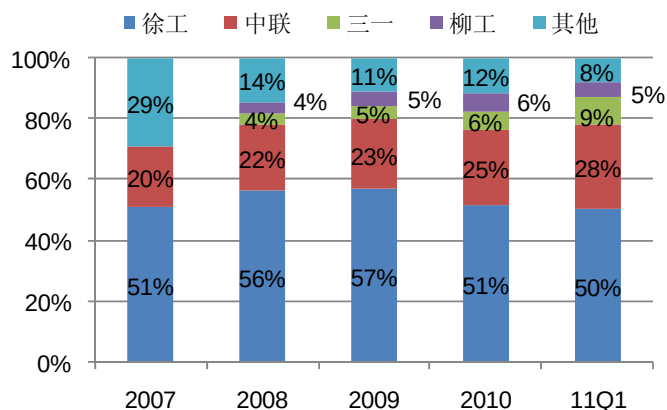
图表3：挖掘机国产品牌的销量（台）



- **汽车起重机**：汽车起重机市场曾经历了多年的市场份额集中度提升过程，04~10 年，徐工和中联合计的市场份额从 64%提升至 90%；而最近两年，三一和柳工的进入，逐渐改变这一格局。11 年 1 季度，三一、柳工的市场份额分别达到 9%和 5%。由于前 4 家以外的其他企业的份额已不足 10%，因此，未来汽车起重机市场的竞争主要围绕着前 4 家综合实力较强的上市企业之间进行。

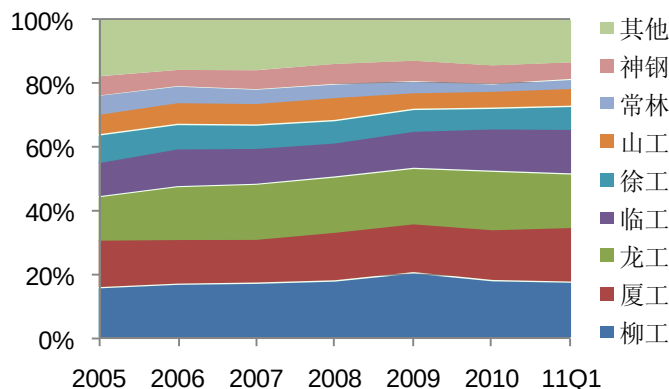
- **装载机**: 装载机作为比较成熟、普及率较高的产品, 其市场需求相对平稳, 加上新进入者较少, 因此主要企业的市场份额相对稳定。装载机市场呈现着“四大”(柳工、厦工、龙工、临工)+“四小”(徐工、山工、常林、神钢)的格局。

图表4: 汽车起重机的市场份额



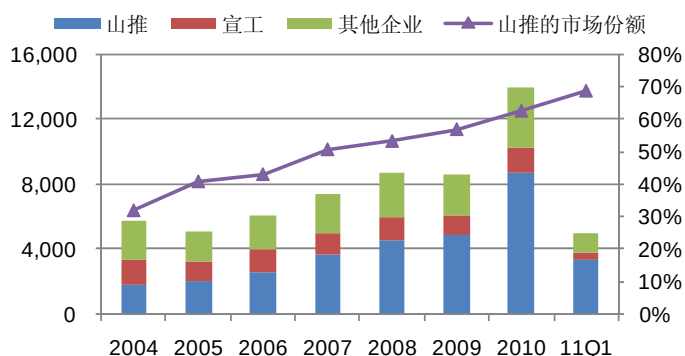
来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表5: 装载机主要企业的市场份额



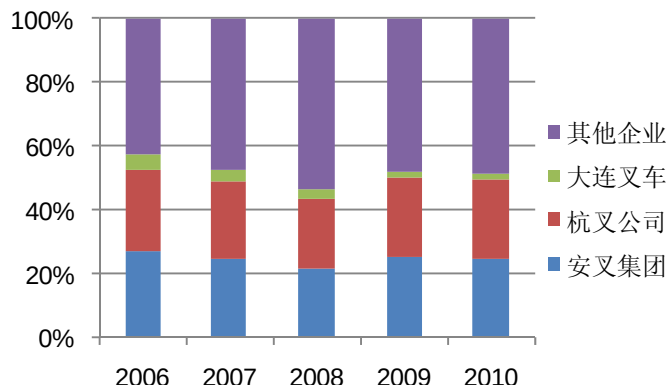
- **推土机**: 10 年推土机市场继续由“双寡头”向“单极”转变, 山推股份的市场份额达到 62.4%, 相比 09 年提升了 5.6 个百分点; 11 年 1 季度, 更是扩大至 64.0%。近年来, 特别是山东重工集团重组后, 山推股份在管理水平、营销投入等方面都有了大的提升, 因此不断蚕食竞争对手的市场份额。
- **叉车**: 10 年叉车行业安徽合力、杭叉股份两强并立的格局得到沿续, 两家各占约 1/4 的市场份额。由于柳工、龙工等新企业并未将发展重心放在叉车业务, 因此市场竞争并未明显加剧, 主要企业的市场份额基本保持稳定。

图表6: 推土机的销量(台)及其市场份额



来源: 工程机械协会, 国金证券研究所

图表7: 叉车的国内市场份额

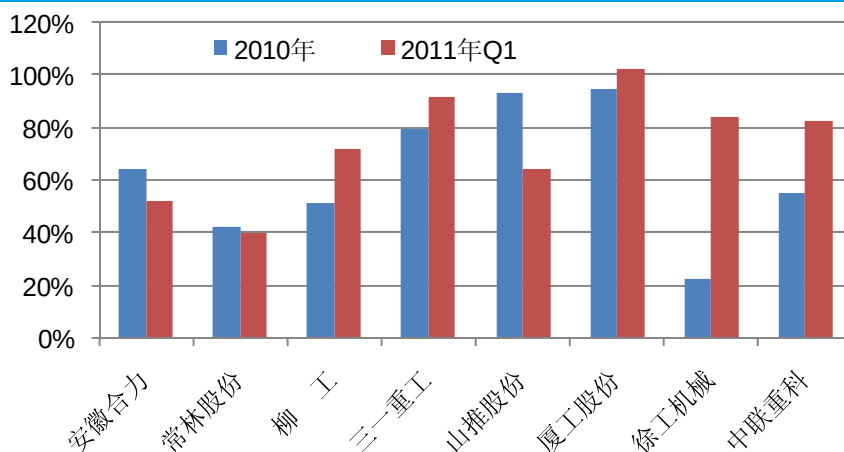


企业业绩超预期

收入和净利润大幅增长

- 我们统计了 8 家具有代表性的工程机械上市公司, 合计 11 年 1 季度收入同比增速为 80.8%, 高于 10 年全年 57.3% 的平均增长率。其中厦工增速最高, 同比超过 100%。

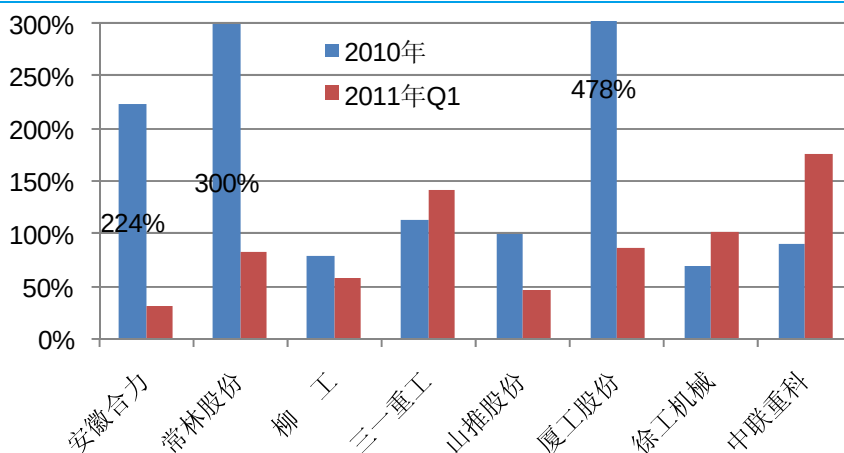
图表8：主营收入同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 与此同时，上述公司 1 季度净利润同比也大幅增长，合计同比增速达到 120.1%，高于 10 年全年 100.5% 的增长水平。其中中联重科增速最高，同比增长 175.5%。

图表9：净利润同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率互有升降

- 从毛利率变化数据看，11 年 1 季度企业之间的表现是不一样的。三一重工、中联重科、山推股份和常林股份 1 季度毛利率同比有所上升，其中三一重工和中联重科尤为明显，而其余公司的皆有所降低。
- 我们认为产生这种差异的主要原因还是与产品结构有关，三一重工和中联重科的混凝土机械业务占收入比重（10 年前者的占比为 52.5%，后者为 43.75%）都较大，而混凝土机械是工程机械中盈利能力最强的大类产品，1 季度上述两家公司的混凝土机械业务收入占比继续提高，导致毛利率提高较为明显。

图表10：企业的毛利率比较

企业名称	2008年	2009年	2010年	10年-09年	10Q1	11Q1	11Q1-10Q1	11Q1-10
安徽合力	18.2%	16.9%	19.1%	2.2%	20.3%	17.4%	-2.9%	-1.7%
常林股份	8.2%	8.6%	12.8%	4.2%	11.9%	12.2%	0.4%	-0.5%
柳工	16.0%	21.1%	22.4%	1.3%	24.5%	20.6%	-3.9%	-1.8%
三一重工	30.0%	32.3%	36.9%	4.5%	33.7%	37.5%	3.8%	0.6%
山推股份	18.0%	14.7%	13.7%	-1.0%	13.9%	14.8%	0.9%	1.2%
厦工股份	15.6%	14.5%	16.7%	2.3%	19.8%	19.3%	-0.5%	2.6%
徐工机械	7.9%	19.4%	21.7%	2.3%	21.2%	20.7%	-0.4%	-1.0%
中联重科	27.4%	25.7%	30.3%	4.6%	26.3%	31.5%	5.2%	1.2%
加权平均	19.1%	23.0%	26.2%	3.2%	24.9%	26.7%	1.8%	0.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 因 1 季度原材料价格同比上涨较多，导致柳工、安徽合力的毛利率同比下降较为明显，同时工程机械公司平均的毛利率水平较 10 年全年提高了 0.6 个百分点，小于较 10 年同期 1.8 个百分点的提高幅度。

期间费用率明显降低

- 随着收入快速增长带来的规模效益体现，以及再融资后降低了财务费用，企业的期间费用率有明显降低，其中中联重科、三一重工、柳工和常林股份下降较多。

图表11：企业的期间费用率比较

企业名称	2008年	2009年	2010年	10年-09年	10Q1	11Q1	11Q1-10Q1	11Q1-10
安徽合力	12.2%	12.3%	9.5%	-2.7%	10.7%	9.2%	-1.5%	-0.3%
常林股份	10.9%	11.7%	10.1%	-1.5%	10.5%	7.8%	-2.8%	-2.3%
柳工	11.8%	10.7%	10.0%	-0.7%	9.1%	6.7%	-2.4%	-3.3%
三一重工	16.3%	15.4%	16.0%	0.6%	14.1%	11.9%	-2.1%	-4.0%
山推股份	10.3%	8.9%	6.6%	-2.3%	6.5%	5.9%	-0.6%	-0.7%
厦工股份	11.7%	11.7%	9.4%	-2.4%	10.0%	10.3%	0.3%	0.9%
徐工机械	7.6%	8.9%	7.6%	-1.3%	8.8%	7.7%	-1.1%	0.1%
中联重科	14.2%	11.7%	12.2%	0.5%	10.0%	7.8%	-2.3%	-4.4%
加权平均	12.0%	11.5%	11.1%	-0.4%	10.4%	8.8%	-1.6%	-2.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 期间费用率的明显降低应是企业净利润同比增速超过收入增速的主要原因。从期间费用的构成看，销售费用率的下降最为明显，管理费用率次之。

图表12：企业的销售费用率比较

企业名称	2008年	2009年	2010年	10年-09年	10年Q1	11年Q1	11Q1-10Q1	11Q1-10
安徽合力	4.4%	4.9%	4.1%	-0.8%	4.2%	3.9%	-0.3%	-0.3%
常林股份	5.8%	5.8%	5.3%	-0.5%	4.9%	4.3%	-0.6%	-1.0%
柳 工	6.5%	6.0%	5.5%	-0.5%	5.9%	3.3%	-2.7%	-2.2%
三一重工	9.7%	10.2%	9.4%	-0.7%	8.5%	7.2%	-1.2%	-2.2%
山推股份	4.6%	3.6%	2.8%	-0.9%	3.1%	2.5%	-0.7%	-0.3%
厦工股份	7.6%	8.3%	7.0%	-1.3%	7.5%	8.6%	1.1%	1.6%
徐工机械	1.8%	3.1%	3.4%	0.3%	2.7%	4.2%	1.5%	0.8%
中联重科	7.1%	6.0%	6.7%	0.7%	4.8%	3.9%	-0.9%	-2.8%
加权平均	6.0%	6.1%	6.1%	0.0%	5.5%	5.0%	-0.5%	-1.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：企业的管理费用率比较

企业名称	2008年	2009年	2010年	10年-09年	10年Q1	11年Q1	11Q1-10Q1	11Q1-10
安徽合力	7.4%	7.2%	5.3%	-1.9%	6.5%	5.3%	-1.2%	0.0%
常林股份	4.1%	4.7%	4.1%	-0.5%	4.6%	3.1%	-1.6%	-1.0%
柳 工	4.2%	4.3%	4.4%	0.1%	3.2%	3.3%	0.1%	-1.1%
三一重工	5.6%	4.7%	5.7%	1.0%	4.7%	4.9%	0.2%	-0.7%
山推股份	4.3%	4.9%	3.4%	-1.6%	3.0%	2.6%	-0.4%	-0.7%
厦工股份	2.3%	2.6%	2.0%	-0.6%	1.9%	1.4%	-0.6%	-0.7%
徐工机械	5.5%	5.7%	4.3%	-1.5%	5.9%	3.7%	-2.2%	-0.5%
中联重科	4.7%	4.0%	4.2%	0.1%	4.0%	3.0%	-1.0%	-1.2%
加权平均	4.9%	4.7%	4.4%	-0.3%	4.3%	3.6%	-0.7%	-0.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：企业的财务费用率比较

企业名称	2008年	2009年	2010年	10年-09年	10年Q1	11年Q1	11Q1-10Q1	11Q1-10
安徽合力	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
常林股份	1.0%	1.2%	0.7%	-0.5%	1.0%	0.4%	-0.6%	-0.3%
柳 工	1.2%	0.4%	0.1%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
三一重工	1.0%	0.5%	0.9%	0.3%	0.9%	-0.2%	-1.1%	-1.1%
山推股份	1.4%	0.4%	0.5%	0.1%	0.4%	0.8%	0.4%	0.3%
厦工股份	1.8%	0.9%	0.3%	-0.5%	0.6%	0.3%	-0.3%	0.0%
徐工机械	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%
中联重科	2.4%	1.7%	1.3%	-0.3%	1.3%	0.8%	-0.4%	-0.5%
加权平均	1.2%	0.7%	0.6%	-0.1%	0.6%	0.2%	-0.4%	-0.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

资产质量保持稳定

存货周转率有所提高

- 为应对旺季的销售，企业的存货增长情况比较正常，且增速低于收入增幅，周转率有所提高。

图表15：企业存货比较

企业名称	2009年初	2010年初	2011年初	10Q1	比10年初增加	11Q1	比11年初增加
安徽合力	837	618	797	716	15.9%	913	14.4%
常林股份	591	411	638	410	-0.1%	691	8.4%
柳 工	2,437	2,228	4,013	2,402	7.8%	4,794	19.4%
三一重工	3,013	3,993	5,687	3,966	-0.7%	7,267	27.8%
山推股份	1,279	1,349	2,588	1,423	5.5%	2,902	12.2%
厦工股份	2,181	2,228	2,593	2,355	5.7%	2,345	-9.6%
徐工机械	3,663	3,499	5,729	4,261	21.8%	5,452	-4.8%
中联重科	5,171	6,272	8,678	7,312	16.6%	9,721	12.0%
合计	19,172	20,597	30,724	22,844	10.9%	34,084	10.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

应收帐款周转率有所下降

- 由于 1 季度企业的促销力度较大，以及信贷紧缩的影响，期末企业的应收帐款增加较多，8 家工程机械企业的应收账款总额达到 42,934 百万元，比 10 年末增长 95%；1 季度末企业的年化应收账款周转率为 6.28，总体也有所下降。

图表16：企业的应收帐款比较

企业名称	2006年末	2007年末	2008年末	2009年末	2010年末	11年Q1末 (年化)
安徽合力	212	299	308	351	525	710
常林股份	221	288	280	369	351	597
柳工	361	598	788	1,012	1,403	3,406
三一重工	802	2,067	3,102	4,448	5,728	13,240
山推股份	463	584	545	858	1,447	2,688
厦工股份	300	435	653	603	1,706	4,046
徐工机械	634	456	967	1,828	3,897	7,132
中联重科	933	1,680	3,691	5,074	6,947	11,115
应收账款合计	3,927	6,406	10,334	14,542	22,005	42,934
营业收入合计	29,348	44,153	70,522	87,475	137,633	51,001
应收账款周转率	7.47	8.55	8.43	7.03	7.53	6.28

来源：公司公告，国金证券研究所

- 分析企业的应收帐款周转率数据，最低的中联重科，下降较多的是厦工和柳工，这可能与上述企业受融资租赁业务并表影响有关。

图表17：企业的应收帐款周转率比较

企业名称	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年Q1(年化)
安徽合力	13.8	13.3	12.0	9.4	11.6	9.6
常林股份	6.6	7.2	6.5	4.5	5.8	5.8
柳工	16.6	16.2	13.4	11.3	12.7	9.9
三一重工	6.8	6.4	5.3	4.7	6.7	5.9
山推股份	8.1	9.2	11.9	9.9	11.6	9.4
厦工股份	16.9	13.8	10.8	8.5	9.0	5.0
徐工机械	4.7	6.0	7.7	14.8	8.8	7.0
中联重科	5.0	6.9	5.1	4.7	5.4	4.8

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债率略有上升

- 1季度末企业总体的资产负债率为 56.4%，较 10 年末的 53.4%略有上升，其中中联重科、徐工机械完成再融资后资产负债率明显降低，而三一重工、山推股份和厦工股份的资产负债率较高，所以企业有再融资需求。

图表18：企业的资产负债率比较

企业名称	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年 Q1
安徽合力	24.1%	28.6%	28.5%	29.9%	34.3%	37.8%
常林股份	54.3%	43.7%	50.6%	48.2%	49.4%	51.6%
柳 工	39.6%	45.1%	57.7%	57.1%	54.5%	56.5%
三一重工	53.5%	54.9%	55.7%	47.7%	62.0%	67.8%
山推股份	43.7%	45.3%	39.6%	46.2%	59.2%	66.2%
厦工股份	58.7%	66.8%	63.7%	65.0%	60.0%	64.0%
徐工机械	66.8%	60.7%	63.8%	70.8%	51.4%	52.6%
中联重科	56.3%	56.0%	76.9%	77.4%	56.4%	55.0%
平均	49.6%	50.1%	54.5%	55.3%	53.4%	56.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

经营性现金流出较为明显

- 2010 年，8 家工程机械企业的经营性现金流净额为 8,360 百万元，约为其净利润总额（17,022 百万元）的一半，这主要是企业加大了信用销售的比重，应收账款增加所致。今年 1 季度企业的信用销售政策力度更大，除安徽合力以外，各企业经营性现金净流出的状况较上年同期更明显。

图表19：工程机械企业的经营活动现金流净额（百万元）

企业名称	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
安徽合力	125	72	111	109	95	164	173	55	53
常林股份	-87	-19	-42	140	0	40	-47	33	-137
柳 工	534	292	563	149	192	458	265	-229	-1,394
三一重工	310	2,281	1,131	958	-1,236	3,478	1,382	2,863	-3,405
山推股份	104	172	-6	116	91	114	279	-271	-326
厦工股份	207	188	11	-102	155	133	-64	245	-775
徐工机械	314	2,868	14	-15	236	1,855	14	-1,630	-1,422
中联重科	-643	1,295	-724	-1,225	-850	-1,471	-1,443	3,280	-1,298
经营现金流合计	864	7,147	1,057	130	-1,317	4,771	560	4,347	-8,704
净利润 合计	1,171	2,588	2,311	2,329	3,219	5,616	3,857	4,329	7,085
经营现金流/净利润	73.8%	276.2%	45.7%	5.6%	-40.9%	84.9%	14.5%	100.4%	-122.9%

来源：WIND，国金证券研究所

- 由于中联重科、柳工、徐工机械等部分企业已经完成再融资，而三一重工、厦工股份、徐工机械、常林股份正准备再融资，因此上市公司总体的资金压力并不明显。

图表20：企业的资金状况（百万元）

企业名称	2006年末	2007年末	2008年末	2009年末	2010年末	11年Q1末	11年Q1-10年
安徽合力	558	559	431	615	624	571	-8.4%
常林股份	133	264	387	392	488	411	-15.7%
柳工	432	412	879	2,000	4,922	3,308	-32.8%
三一重工	1,200	2,605	2,938	4,240	5,970	9,889	65.6%
山推股份	325	461	1,039	1,319	2,030	3,035	49.5%
厦工股份	157	1,022	455	329	432	438	1.2%
徐工机械	306	386	3,022	5,033	9,097	6,845	-24.8%
中联重科	990	1,050	3,367	4,428	20,520	20,878	1.7%
货币资金合计	4,101	6,760	12,518	18,355	44,083	45,375	2.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

重点公司盈利预测及评级

图表21：上市公司盈利预测和评级

证券简称	收盘价	市值	EPS10	EPS11E	EPS12E	PE 10	PE11E	PE12E	投资评级
	(元)	(亿元)	(元)	(元)	(元)				
中联重科	15.08	893.89	0.81	1.24	1.57	18.73	12.16	9.61	买入
三一重工	17.96	1363.83	0.74	1.24	1.56	24.27	14.50	11.49	买入
山推股份	20.77	157.68	1.11	1.68	2.28	18.78	12.35	9.11	买入
柳工	37.40	280.56	2.06	2.78	3.40	18.17	13.43	10.99	买入
徐工机械	24.58	507.02	1.42	1.93	2.34	17.33	12.71	10.50	买入
厦工股份	14.63	114.07	0.79	1.19	1.53	18.59	12.29	9.58	买入
安徽合力	16.96	60.54	1.02	1.30	1.57	16.71	13.05	10.83	买入

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前市场担心信贷紧缩对 2 季度工程机械的需求会产生较大负面影响，从而影响全年的盈利预测。为此我们分析了企业 1 季度利润占全年利润比重情况，07-10 年 1 季度利润占全年比重平均约为 19%，根据市场的一致预期，11 年 1 季度该比值为 29%，较以往高出约 10 个百分点。而通常情况下，2 季度占比应该比 1 季度更高，因此我们认为这可能意味着市场对企业的盈利预测中已经包含 2 季度业绩环比下降的预期，我们认为只要 2 季度净利润环比降幅在 20% 以内，应在市场预期中。

图表22：企业1、2季度单季净利润占全年净利润比重情况

企业名称	07Q1	07Q2	08Q1	08Q2	09Q1	09Q2	10Q1	10Q2	11Q1E
安徽合力	22.7%	30.18%	39.3%	42.48%	-13.8%	19.08%	18.7%	32.29%	19.1%
常林股份	24.6%	37.68%	96.9%	92.69%	15.1%	15.81%	23.1%	48.85%	34.1%
柳工	18.5%	39.36%	41.0%	66.99%	17.5%	25.18%	25.2%	34.24%	29.7%
三一重工	22.7%	28.43%	24.6%	41.67%	13.0%	28.48%	19.1%	33.56%	31.1%
山推股份	19.8%	36.02%	35.5%	40.20%	20.8%	27.02%	25.6%	33.17%	24.4%
厦工股份	12.4%	38.47%	33.5%	42.05%	9.2%	38.10%	22.1%	43.48%	29.0%
徐工机械	4.8%	76.98%	-1.7%	1.86%	16.3%	34.31%	17.3%	29.97%	26.1%
中联重科	15.9%	22.82%	23.3%	34.20%	12.3%	34.14%	15.7%	31.46%	29.0%
合计	19.4%	29.93%	23.9%	35.10%	13.9%	30.81%	18.9%	32.99%	29.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室