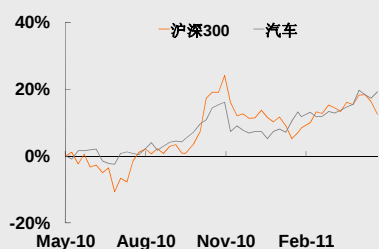


汽车行业一季度经营分析

商用车经营压力较大、企业间分化明显

推荐（维持）

行情走势图（年初至今）



相关研究报告

- 1、市场将继续演绎结构化行情（2011.4.15）
- 2、把握分化之年的结构性投资机会（2011.3.16）
- 3、在增长确定的子行业中寻找处于成长期的公司（2011.2.28）
- 4、稳健者坚守客车股，积极者吸纳轿车及新能源汽车股（2011.1.20）
- 5、来年结构性机会不乏，新能源汽车翻番式增长（2010.12.15）
- 6、坐大图强，把握消费升级与技术革新的投资机会——汽车行业2011年度投资策略（2010.11.15）

证券分析师

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

平安观点：

汽车上市公司2010年报和2011一季报披露完毕，我们对一季度汽车全行业、汽车上市公司进行板块分析、个股比较，以此作为行业景气研判和寻找汽车板块结构性投资机会的依据。

■ 1Q11汽车行业利润增幅低于收入增幅

1Q11行业整车销售498.4万辆，同比增长8.1%。汽车行业收入增长19.8%，利润增长8.8%。

从历年收入及利润增幅看，利润增幅相对于收入增幅高度敏感，2010年利润增幅大幅高于收入增幅，2011年一季度利润增幅低于同期收入增幅。一季度行业税前利润率8.1%，比2010全年水平下降0.7个百分点，三项费用率7.2%，比2010年略降。全行业资产负债率59.2%。

■ 上市公司分板块分析

汽车行业总体收入利润增幅回落，利润回落幅度比收入更大，净利率均同比下降。乘用车费用率较为刚性；零部件毛利率回落幅度较大，尤其是环比下降较多；商用车毛利率则同比下降较多，与2010年同期基数过高有关。

各板块存货及应收账款周转率降低，其中商用车周转率降低较为明显。商用车现金流尤其紧张。

各企业对2011年的债务控制严格，资产负债率相比于2010年同期有所降低。

■ 上市公司个股比较

一季度行业主要企业收入、利润仍保持同比增长，但增幅回落。卡车股、客车股毛利率环比、同比下降明显，轻型商用车对成本最为敏感。三类零部件企业利润率下降较大：一是业务较为单一的独立零部件企业；二是原材料占成本比例高的企业；三是专注于某一类整车配套而受下游连带影响的企业。

■ 盈利预测与投资建议

汽车股提前消化行业发展趋势，目前估值已包含悲观预期。近年来估值最底部为2008年12月，当时部分主流汽车股股价在净资产以下。目前行业增幅虽回落，但不至于低迷如2008年底。

投资逻辑：选择增长确定的细分行业、优势企业。

继续看好处于快速成长期的SUV子行业、生产中高档轿车的汽车企业。

- ✓ 公司推荐1—上海汽车，目标价28元
- ✓ 公司推荐2—悦达投资，目标价33元

正文目录

一、汽车行业运行概况	4
1.1 产销	4
1.2 收入、利润、费用	4
二、上市公司分板块分析	5
2.1 盈利能力	5
2.2 现金流	6
2.3 资产结构	7
三、上市公司个股比较	7
3.1 收入利润增幅	7
3.2 利润率	8
3.3 现金流	9
四、盈利预测与投资建议	10
4.1 汽车股提前消化行业发展趋势	10
4.2 投资逻辑：选择增长确定的细分行业、优势企业	10

图表目录

图表 1	汽车季度销量	4
图表 2	汽车季度同比	4
图表 3	汽车全行业收入增幅、利润总额增幅	4
图表 4	汽车全行业利润率及费用率	4
图表 5	整车行业利润率及费用率	5
图表 6	零部件行业利润率及费用率	5
图表 7	季度收入增幅	5
图表 8	季度净利润增幅	5
图表 9	收入利润增幅及盈利能力	6
图表 10	季度毛利率	6
图表 11	季度三项费用率	6
图表 12	存货及应收账款周转率	6
图表 13	现金及现金等价物净增加额	7
图表 14	经营活动产生的现金流量净额	7
图表 15	经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	7
图表 16	销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	7
图表 17	资产负债率	7
图表 18	收入利润增幅及盈利能力	8
图表 19	主要汽车股 1Q11 利润率变化情况	8
图表 20	主要汽车股经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	9
图表 21	主要汽车股息税折旧摊销前利润/负债	10
图表 22	汽车月度出口量	10
图表 23	汽车及新能源汽车行业盈利预测表	12

一、汽车行业运行概况

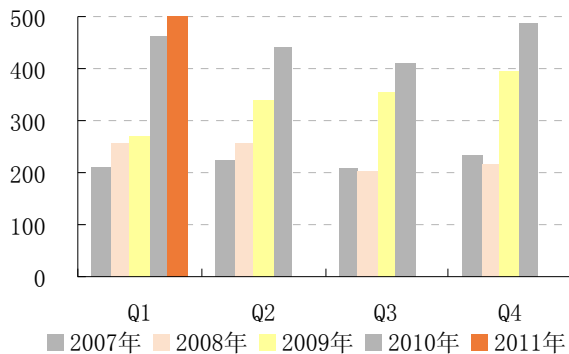
1.1 产销

2011年3月汽车销售183万辆，同比增长5.4%。一季度销售498.4万辆，同比增长8.1%。

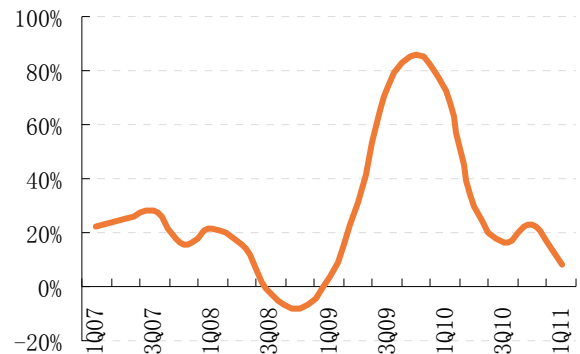
图表 1 汽车季度销量

单位：万辆

图表 2 汽车季度同比



资料来源：中国汽车工业协会



资料来源：中国汽车工业协会

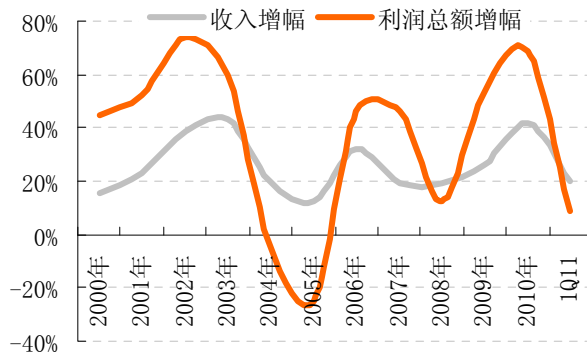
1.2 收入、利润、费用

1Q11 汽车行业收入增长 19.8%，利润增长 8.8%，从历年收入及利润增幅看，行业利润相对于收入呈现大幅波动（如图表 3），即：利润增幅相对于收入增幅高度敏感。2010 年利润增幅大幅高于收入增幅，1Q11 利润增幅大幅低于收入增幅。

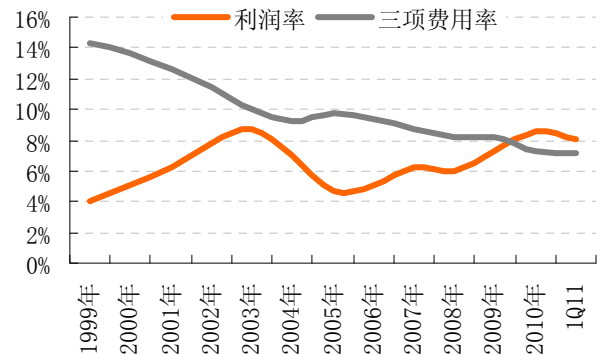
1Q11 行业税前利润率 8.1%，比 2010 年全年水平下降 0.7 个百分点；三项费用率 7.2%，比 2010 年略降。行业资产负债率 59.2%。

图表 3 汽车全行业收入增幅、利润总额增幅

图表 4 汽车全行业利润率及费用率



资料来源：国家统计局

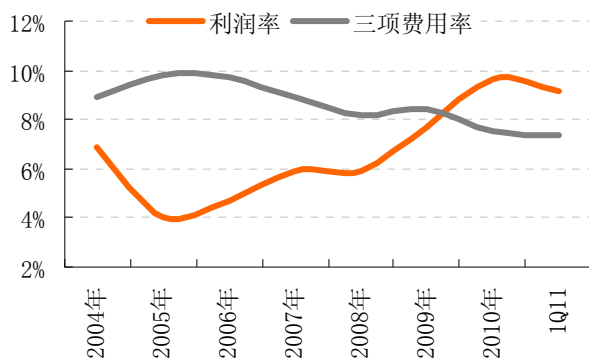


资料来源：国家统计局

一季度整车行业税前利润率 9.1%，比 2010 年下降 0.5 个百分点；三项费用率 7.4%，基本与 2010 年持平。

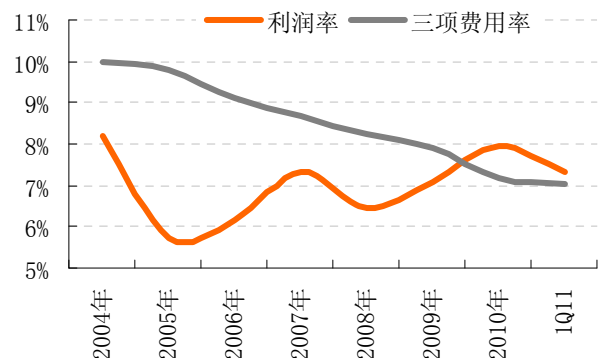
零部件行业税前利润率 7.3%，比 2010 年下降 0.7 个百分点；三项费用率 7.1%，基本与 2010 年持平。

图表 5 整车行业利润率及费用率



资料来源：国家统计局

图表 6 零部件行业利润率及费用率



资料来源：国家统计局

二、上市公司分板块分析

汽车上市公司 2010 年报和 2011 一季报披露完毕，我们选取与当前时点更为接近的一季报财务数据进行统计分析，以此作为行业景气研判和寻找汽车板块结构性投资机会的依据。

2.1 盈利能力

■ 增幅回落，利润回落幅度比收入更大

总体看，行业收入同比、环比继续增长，但增幅大幅回落，尤其是利润回落相对于收入回落幅度更大。

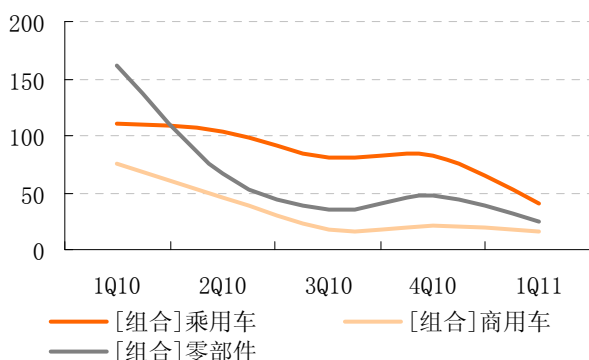
■ 净利率均同比下降，乘用车费用率较为刚性

毛利率：零部件毛利率回落幅度较大，尤其是环比下降较多；商用车则同比下降较多，与 2010 年同期基数过高有关系。

费用率：乘用车费用率较为刚性；零部件、商用车费用率下降明显，显示该类企业通过采取降低费用的措施抵消成本上升、毛利下滑的经营压力。

图表 7 季度收入增幅

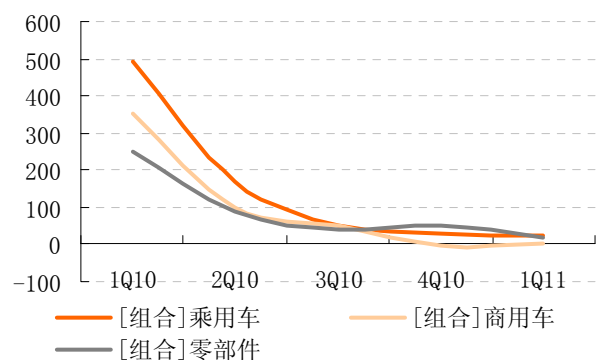
单位：%



资料来源：wind

图表 8 季度净利润增幅

单位：%



资料来源：wind

附：组合指标计算为整体法

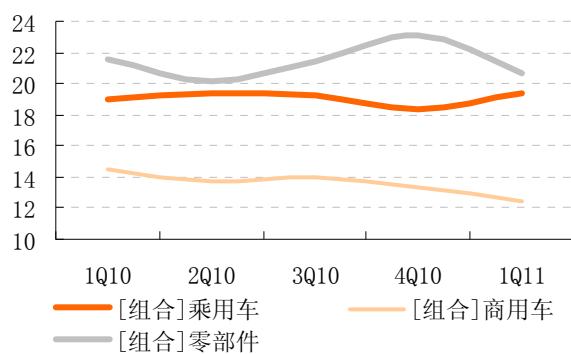
图表 9 一季度收入、利润增幅及盈利能力

组合	收入增幅		净利润增幅		毛利率			净利率		
	环比	同比	环比	同比	值	环比增加百分点	同比增加百分点	值	环比增加百分点	同比增加百分点
整车	9.5%	31.8%	33.1%	17.0%	17.5%	0.6	-0.1	4.6%	0.8	-0.6
乘用车	8.0%	39.9%	24.3%	22.7%	19.7%	1.3	0.5	4.9%	0.6	-0.7
商用车	9.2%	16.0%	64.1%	1.9%	12.5%	-0.9	-2.1	3.7%	1.2	-0.5
零部件	4.9%	24.9%	-12.1%	19.5%	20.7%	-2.5	-1.0	9.0%	-1.8	-0.4

资料来源: wind

图表 10 季度毛利率

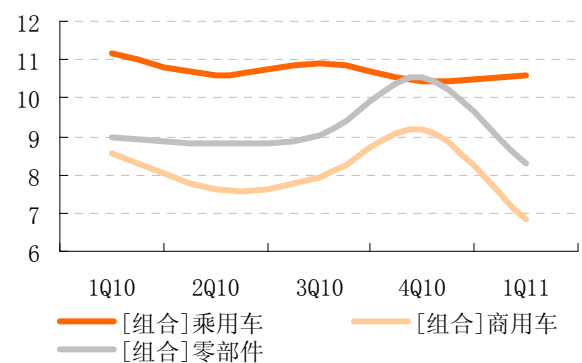
单位: %



资料来源: wind

图表 11 季度三项费用率

单位: %



资料来源: wind

附: 组合指标计算为整体法

2.2 现金流

- 各子行业存货及应收账款周转率降低, 其中商用车周转率降低较为明显。

图表 12 存货及应收账款周转率

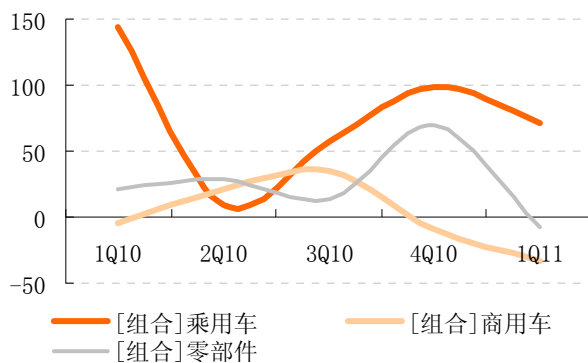
组合	存货周转率(整体法)		应收账款周转率(整体法)	
	1Q11	同比增加	1Q11	同比增加
乘用车	3.75	-0.24	17.7	2.4
商用车	1.66	-0.36	4.7	-0.7
零部件	1.67	-0.26	2.0	-0.2

资料来源: wind

- 商用车现金流尤其紧张

与 1Q10 相比, 全行业现金净增加额降低, 商用车及零部件行业较为严峻, 尤其是商用车, 现金净增加额、经营活动产生的现金流均为负。

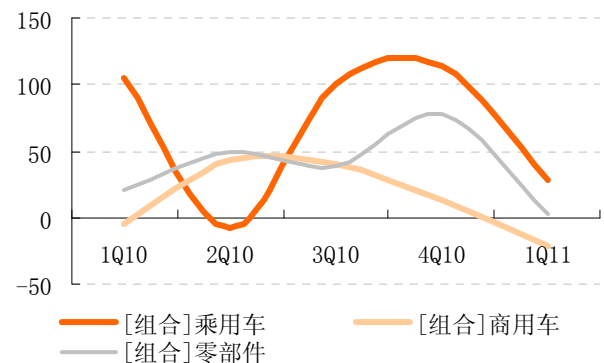
图表 13 现金及现金等价物净增加额 单位: 亿元



资料来源: wind

附: 组合指标计算为合计数

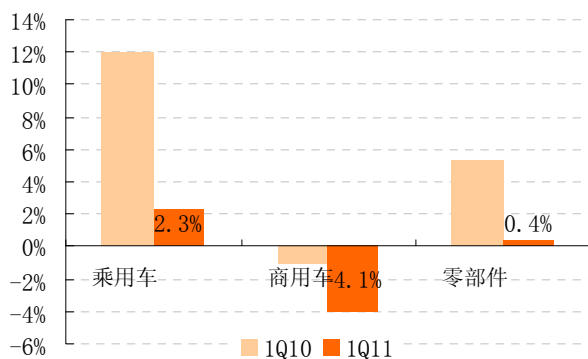
图表 14 经营活动现金流量净额 单位: 亿元



资料来源: wind

从现金占收入之比例看, 各行业与 1Q10 比较均有大幅下降。

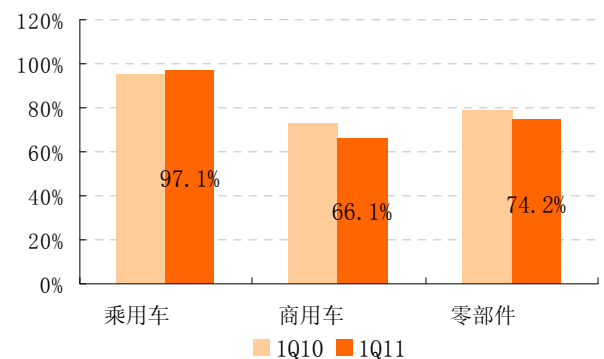
图表 15 经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入



资料来源: wind

附: 组合指标计算为整体法

图表 16 销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入



资料来源: wind

2.3 资产结构

目前看各企业对 2011 年的债务控制严格, 资产负债率相比于 2010 年同期有所降低, 说明企业对国家宏观调控、货币政策紧缩及汽车行业景气度下滑有所准备。

图表 17 资产负债率

时间	[组合]整车	[组合]乘用车	[组合]商用车	[组合]零部件
1Q10	63.98	62.25	68.88	51.43
1Q11	61.31	59.46	67.64	48.39

资料来源: wind

三、上市公司个股比较

3.1 收入利润增幅

一季度行业主要企业收入、利润仍保持同比增长, 但增幅回落。

图表 18 收入利润增幅及盈利能力

		营业收入		净利润				营业收入		净利润	
		同比	环比	同比	环比			同比	环比	同比	环比
乘用车	一汽轿车	14%	-8%	-45%	256%	零部件	威孚高科	36%	16%	149%	-59%
	长安汽车	-11%	-20%	-10%	154%		中鼎股份	31%	8%	18%	35%
	一汽夏利	13%	-6%	-75%	353%		宁波华翔	29%	0%	31%	-4%
	上海汽车	54%	15%	65%	31%		华域汽车	30%	2%	37%	16%
	悦达投资	50%	-5%	44%	21%		福耀玻璃	27%	-8%	-3%	-14%
	广汽长丰	-15%	-12%	-136%	-49%		一汽富维	58%	-7%	45%	-38%
	江淮汽车	17%	39%	32%	5%		万丰奥威	6%	-1%	16%	-14%
卡车	江铃汽车	33%	15%	13%	107%		银轮股份	34%	7%	15%	-20%
	中国重汽	15%	12%	-41%	352%		天润曲轴	27%	-14%	25%	-30%
	东风汽车	20%	3%	-2%	1233%		亚太股份	9%	1%	3%	-7%
	福田汽车	6%	29%	-16%	662%		兴民钢圈	12%	10%	14%	21%
	潍柴动力	22%	13%	15%	-4%		远东传动	37%	5%	40%	53%
客车	宇通客车	25%	-32%	26%	-43%		万里扬	7%	19%	-5%	-1%
	金龙汽车	26%	-15%	22%	-36%		松芝股份	25%	2%	2%	54%

资料来源：wind

3.2 利润率

卡车股、客车股毛利率环比、同比下降明显，尤其是轻卡、轻客类，轻型商用车对成本最为敏感。商用车毛利率下滑比较明显的企业有福田汽车、江铃汽车、潍柴动力。

三类零部件企业利润率下降较大：1) 业务单一的独立零部件企业，该类企业专注某一配件细分领域，较依赖于汽车业整体规模增速，如福耀玻璃、中鼎股份。2) 原材料占成本比例高的企业，该类企业受石油、钢铁等大宗商品涨价的影响明显，如银轮股份、天润曲轴、亚太股份等。3) 专注于为某一类整车的配套，受下游连带影响的企业，如万里扬受中轻卡影响、松芝股份受新开拓的细分市场的波动影响。

图表 19 主要汽车股 1Q11 利润率变化情况

		毛利率			净利率		
		1Q11	同比	环比	1Q11	同比	环比
乘用车	一汽轿车	19.2	(5.9)	4.4	4.1	(4.4)	3.0
	长安汽车	13.4	(6.4)	(1.4)	8.8	0.2	6.0
	一汽夏利	5.0	(0.2)	(3.3)	1.7	(6.2)	1.4
	上海汽车	20.5	1.8	1.0	8.1	0.6	1.0
	悦达投资	29.3	2.3	(10.0)	39.7	(1.6)	8.5
	广汽长丰	21.8	(1.4)	(4.8)	(1.7)	(5.5)	(0.7)
	江淮汽车	14.0	(3.2)	1.1	3.6	0.4	(1.2)
卡车	江铃汽车	23.3	(3.0)	(2.4)	11.9	(2.1)	5.3
	中国重汽	9.6	(0.7)	3.4	1.9	(1.8)	2.7
	东风汽车	11.0	(1.0)	(1.1)	3.9	(0.9)	3.6
	福田汽车	9.1	(3.8)	(2.2)	3.0	(0.8)	2.5
	潍柴动力	23.0	(2.1)	(4.3)	12.0	(0.7)	(2.1)

客 车	宇通客车	17.2	(0.2)	(0.5)	6.0	0.0	(1.1)
	金龙汽车	11.0	(0.6)	(3.8)	2.5	(0.1)	(0.8)
零 部 件	威孚高科	26.8	3.5	(19.2)	18.9	8.5	(34.1)
	中鼎股份	28.4	(3.0)	(5.4)	14.1	(1.6)	2.9
	宁波华翔	22.5	0.5	(2.9)	16.1	0.2	(0.8)
	华域汽车	16.3	0.6	0.8	11.0	0.5	1.3
	福耀玻璃	37.4	(6.4)	(3.5)	18.1	(5.6)	(1.1)
	一汽富维	6.7	2.9	(0.5)	7.6	(0.7)	(3.8)
	万丰奥威	17.5	1.8	(4.6)	8.8	0.8	(1.3)
	银轮股份	25.9	(1.2)	(5.3)	7.7	(1.2)	(2.6)
	天润曲轴	28.1	(1.3)	0.0	15.3	(0.2)	(3.4)
	亚太股份	16.4	(1.5)	(2.8)	6.5	(0.4)	(0.6)
	兴民钢圈	17.9	2.2	0.8	7.5	0.2	0.7
	远东传动	35.9	2.5	1.8	21.0	0.4	6.7
	万里扬	22.1	(4.6)	4.5	14.0	(1.9)	(2.9)
	松芝股份	31.7	(2.9)	(3.1)	18.0	(4.1)	6.0
	东安动力	12.7	2.4	(1.6)	3.0	(3.8)	(1.1)

资料来源: wind

3.3 现金流

商用车企业及独立零部件企业现金流明显偏紧。

图表 20 主要汽车股经营活动产生的现金流量净额/营业收入

	证券简称	1Q11	同比增加百分点	证券简称	1Q11	同比增加百分点
乘 用 车	一汽轿车	-13.5%	-30.6	威孚高科	-6.7%	0.8
	长安汽车	19.4%	15.7	中鼎股份	-9.1%	-8.7
	一汽夏利	-6.2%	-13.9	宁波华翔	-6.9%	-18.4
	上海汽车	2.6%	-9.6	华域汽车	7.6%	0.4
	悦达投资	20.6%	8.2	福耀玻璃	6.9%	-24.3
	广汽长丰	5.3%	-3.8	一汽富维	2.5%	0.0
	江淮汽车	0.9%	11.4	万丰奥威	8.2%	4.5
	江铃汽车	2.6%	-16.5	银轮股份	3.6%	-6.2
卡 车	中国重汽	-21.3%	0.8	天润曲轴	3.0%	-1.4
	东风汽车	-0.5%	-11.5	亚太股份	-3.5%	-8.2
	福田汽车	-2.4%	-6.3	兴民钢圈	-18.2%	-22.2
	潍柴动力	-3.4%	-6.4	远东传动	11.4%	6.4
	宇通客车	12.9%	-1.7	万里扬	-18.0%	-48.2
客 车	金龙汽车	-8.9%	-2.8	松芝股份	8.2%	4.0

资料来源: wind

图表 21 主要汽车股息税折旧摊销前利润/负债

	证券简称	1Q10	1Q11	同比增加	证券简称	1Q10	1Q11	同比增加
乘用车	一汽轿车	11.9%	5.7%	(0.06)	威孚高科	5.7%	13.0%	0.07
	长安汽车	4.9%	3.3%	(0.02)	中鼎股份	10.5%	8.6%	(0.02)
	一汽夏利	4.5%	1.2%	(0.03)	宁波华翔	10.2%	15.5%	0.05
	上海汽车	5.1%	6.9%	0.02	华域汽车	8.8%	9.0%	0.00
	悦达投资	4.2%	6.0%	0.02	福耀玻璃	10.5%	7.5%	(0.03)
	广汽长丰	2.2%	0.1%	(0.02)	一汽富维	12.0%	13.8%	0.02
商用车	江淮汽车	3.2%	3.2%	(0.00)	万丰奥威	9.1%	11.9%	0.03
	江铃汽车	16.4%	13.5%	(0.03)	银轮股份	5.2%	3.9%	(0.01)
	中国重汽	2.0%	1.4%	(0.01)	天润曲轴	15.1%	8.8%	(0.06)
	东风汽车	2.1%	1.6%	(0.01)	亚太股份	4.2%	4.4%	0.00
	福田汽车	3.5%	2.8%	(0.01)	兴民钢圈	8.1%	5.6%	(0.03)
	潍柴动力	8.7%	7.6%	(0.01)	远东传动	19.3%	53.2%	0.34
客车	宇通客车	5.3%	5.0%	(0.00)	万里扬	8.8%	13.4%	0.05
	金龙汽车	1.3%	1.0%	(0.00)	松芝股份	11.6%	13.6%	0.02

资料来源: wind

四、盈利预测与投资建议

4.1 汽车股提前消化行业发展趋势

目前汽车股估值已包含投资者的悲观预期。历次周期中,股价均提前反映了行业的发展趋势。我们认为目前主要汽车股10倍左右PE的估值水平充分反映了行业进入平稳发展阶段和利润增速放缓的预期,对部分城市汽车限购、油价上升等负面因素也有充分反映。

近年来估值最底部为2008年12月,当时部分主流汽车股股价在净资产以下。目前行业增幅虽回落,但不至于低迷如08年底。

图表 22 汽车月度出口量 单位:万辆



资料来源: Wind

4.2 投资逻辑: 选择增长确定的细分行业、优势企业

继续看好处于快速成长期的SUV子行业、生产中高档轿车的汽车企业。

➤ 公司推荐1—上海汽车

主要盈利来源上海大众、上海通用销售势头良好，产能利用率高。新产能的投放在2012年，因此2011年依然处于供不应求状态，且公司对南汽部分资产处理充分，未来有望轻装上阵。

维持对上海汽车盈利预测为2011年1.87元/股、2012年2.24元/股。考虑公司汽车行业龙头地位和较强的盈利能力，按2011年15倍PE，公司合理价格在28元左右，维持“强烈推荐”的投资评级。

➤ **公司推荐2—悦达投资**

今年以来SUV行业延续高增长势头，3月同比增长35.4%，一季度同比增长46.8%。悦达投资今年将有两款SUV产品分享行业成长，且其产能充足、规模效应将逐步爆发。汽车业务占公司利润比例不断提高，预计2011年、2012年每股收益分别为2.03元、2.43元。合理价格为32.7元，维持“强烈推荐”的投资评级。

图表 23 汽车及新能源汽车行业盈利预测表

公司简称	EPS			PE			PB	投资建议
	2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E		
悦达投资	1.32	2.03	2.43	14.6	9.4	7.9	4.3	强烈推荐
上海汽车	1.49	1.87	2.24	12.3	9.8	8.1	2.4	强烈推荐
佛塑股份	0.28	0.52	0.72	50.1	27.3	19.6	6.3	强烈推荐
宇通客车	1.65	2.15	2.65	13.6	10.5	8.5	4.5	强烈推荐
威孚高科	2.36	2.8	3.61	16.6	14.0	10.8	5.1	强烈推荐
潍柴动力	4.07	4.91	5.77	12.5	10.4	8.8	4.2	强烈推荐
江淮汽车	0.9	1.28	1.51	13.2	9.3	7.9	2.7	强烈推荐
江铃汽车	1.98	2.46	2.94	14.2	11.5	9.6	3.7	推荐
万向钱潮	0.35	0.51	0.62	35.4	24.3	19.9	3.9	推荐
一汽轿车	1.14	1.37	1.77	13.0	10.9	8.4	2.7	推荐
中鼎股份	0.73	1.03	1.31	27.7	19.6	15.4	7.2	推荐
中国重汽	1.6	1.62	2.08	12.6	12.5	9.7	2.4	推荐
宗申动力	0.34	0.43	0.61	26.4	20.6	14.5	4.4	推荐
宁波华翔	0.74	0.84	1	17.4	15.3	13.0	2.7	推荐
银轮股份	1.31	1.75	2.61	21.4	15.9	10.7	4.2	推荐
万里扬	0.88	1.01	1.51	30.1	26.4	17.6	2.5	推荐
松芝股份	0.95	1.38	1.8	27.9	19.3	14.8	3.6	推荐
新宙邦	0.88	1.06	1.42	45.1	37.4	27.9	4.2	推荐
东风汽车	0.29	0.4	0.49	17.7	12.7	10.4	1.7	推荐
福田汽车	1.56	1.82	2.52	13.0	11.1	8.1	2.5	推荐
曙光股份	0.85	1.18	1.41	23.3	16.7	14.0	2.7	推荐
星马汽车	1.43	1.95	2.25	15.5	11.4	9.9	4.7	推荐
福耀玻璃	0.89	1.01	1.23	11.8	10.5	8.5	4.1	推荐
华域汽车	0.97	1.17	1.38	11.5	9.6	8.1	1.9	推荐
一汽富维	2.7	3.08	3.86	10.5	9.2	7.3	2.6	推荐
杉杉股份	0.29	0.6	0.95	66.1	32.0	20.2	2.3	推荐
庞大集团	1.18	1.83	2.26	29.2	18.8	15.2	3.9	推荐
力帆股份	0.4	0.68	0.85	30.4	18.1	14.3	2.4	推荐
星宇股份	0.58	0.82	1.15	37.0	25.9	18.5	3.0	推荐
长安汽车	0.75	0.83	0.92	13.2	12.0	10.9	1.8	中性
一汽夏利	0.19	0.17	0.32	38.3	41.1	22.6	3.1	中性
科力远	0.06	0.11	0.15	414.3	234.9	175.6	7.8	中性
金龙汽车	0.53	0.59	0.72	17.6	15.7	13.0	2.3	中性

资料来源: wind

附: 本表选取的收盘价为 2011 年 4 月 29 日

汽车行业研究团队简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2010 年“新财富”、“金牛奖”。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业高级分析师。

侯世霞：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257