

静待估值修复

——汽车行业 2011 年 4 季度投资策略

要点:

- **周期下行，短期企稳。**汽车行业今年处在周期下行阶段，4、5月销量一度同比负增长，近期在日系乘用车厂商产能恢复、卡车去库存化速度减缓下，呈现企稳态势；8月汽车销量同比增长4%，增速自6月转正以来连续小幅回升，前8月销量同比增长3.3%。
- **4季度增速维持窄幅波动。**预计4季度汽车需求整体平稳，月度增速维持窄幅波动。乘用车方面，以SUV、MPV为代表的中高级市场景气度相对较高，4季度及未来几年将继续领先子行业；商用车方面，客车保持平稳增长，卡车下滑势头已有所遏制，但固定资产投资尤其是房地产投资放缓仍对需求构成抑制，实质回暖尚需时日。
- **成本压力缓解在即。**2季度起中游行业相继回落，工业增加值增速放缓，未来一段时间原材料价格趋势下行是大概率事件；人工成本经历2010年以来的快速走高后，上涨节奏也已趋缓。预计2、3季度是行业毛利率低点，4季度环比回升，2012年成本环境相对2011年改善。
- **2012年行业有望前低后高。**展望2012年，政策扰动自1季度起基本消失，汽车行业将回归宏观面主导的自然增长；宏观经济支持假设下，预计销量增速前低后高，全年仍有望实现较好的增长。
- **增持优质龙头，静待估值修复。**尽管4季度需求难现惊喜，但整体来看行业基本面已在年中见底，同时在成本回落支持下，短期盈利的不确定性逐渐消除；当前汽车板块估值处于历史低位，基本面良好、盈利稳定的公司具备中期安全边际，因此我们的投资策略是增持优质龙头，静待估值修复。我们继续看好景气度较高的狭义乘用车、客车子行业，其中份额持续提升、产能利用率高的公司股价有望率先纠偏，重点推荐上海汽车、悦达投资、宇通客车，建议关注受益于下游复苏和节能减排政策，具备较大业绩弹性的公司，如星宇股份、中鼎股份、威孚高科。
- **风险提示。**宏观经济持续下行；车企降价促销导致盈利下滑。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011 年 09 月 21 日

分析师

冉飞

☎0755-83516212 ✉ ranf@cgws.com

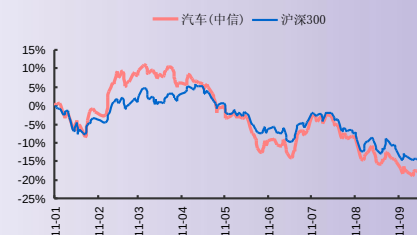
执业证书编号：S1070510120001

投资评级：推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

公司名称	投资评级	EPS		PE	
		2011	2012	2011	2012
上海汽车	强烈推荐	1.83	2.1	9	7
悦达投资	强烈推荐	1.78	2.15	8	7
星宇股份	强烈推荐	0.76	1.12	25	17
宇通客车	推荐	1.99	2.38	9	7
一汽富维	推荐	2.77	3.4	10	8
中鼎股份	推荐	0.63	0.81	18	14
威孚高科	推荐	2.39	2.82	14	12
远东传动	推荐	0.82	1.06	19	14

行业表现



相关报告

- 《深挖成长性和主题性投资机会》 201011
- 《子行业景气分化、结构性机会延续》201103
- 《周期下行，防御为主》 201105
- 《月度增速转“负”，景气回落超预期》201105
- 《反弹时机已近，布局优质成长》 201106
- 《初现反弹，下半年预期改观》 201107

目 录

一、行业回顾.....	4
1.1 周期下行, 短期企稳.....	4
1.2 细分子行业结构性分化.....	5
1.3 盈利能力回落.....	5
二、4 季度及 2012 年行业展望.....	6
2.1 4 季度增速维持窄幅波动.....	6
2.2 成本压力缓解在即.....	10
2.3 2012 年行业有望前低后高.....	11
三、4 季度投资策略.....	13
四、风险提示.....	14

图表索引

图 1:近四年汽车月度销量	4
图 2:汽车行业及两大子行业月度销量增速	4
图 3:交叉型乘用车、轻卡月度销量增速	5
图 4:SUV、MPV 月度销量增速	5
图 5:乘用车各子行业销量增速	5
图 6:商用车各子行业销量增速	5
图 7:汽车板块毛利率、净利率分季度走势	6
图 8:汽车板块收入、归属于母公司净利润分季度同比增速	6
图 9:部分上市车企 2010 年、2011 年上半年收入同比增速	6
图 10:部分上市车企 2010 年、2011 年上半年净利润同比增速	6
图 11:CPI 月度同比增速	6
图 12:新增贷款同比增速	6
图 13:轿车市场份额	8
图 14:节能汽车推广补贴情况	8
图 15:SUV、MPV 在乘用车中占比	8
图 16:民用小型载客汽车保有量及年更新量	8
图 17:卡车月度产销量	9
图 18:重卡三大类车型月度增速	9
图 19:公路货运周转量、沿海主要港口货物吞吐量累计同比	9
图 20:普通货物公路运价指数	9
图 21:大中客月度销量及增速	9

图 22:公路客运量、客运周转量累计同比增速	9
图 23:城镇固投、房地产投资增速与重卡保有量增速对比	10
图 24:固定资产投资新开工项目数及增速	10
图 25:钢材综合价格指数	10
图 26:期铝价格走势	10
图 27:橡胶价格走势	10
图 28:塑料价格指数走势	10
图 29: PPI 月度同比增速	11
图 30:工业增加值月度同比增速	11
图 31:GDP、汽车销量季度增速比较	12
图 32:CPI 与汽车销量增速月度走势比较	12
图 33:2003 年 10 月至 2005 年 6 月汽车月度销量增速	12
图 34:2010 年 10 月至今汽车月度销量增速	12
图 35:我国乘用车千人保有量	12
图 36:日韩普及期前 4 年乘用车销量复合增速	12
图 37:汽车板块动态 PE 走势	12
图 37:汽车板块相对机械、家电估值	12
表 1:2011 年前 8 月汽车销量	4
表 2:2009 ~ 2011 年影响汽车消费的主要相关政策简析	7
表 3:本轮行业周期与 2002 ~ 2004 年周期比较	11
表 4:2011 年 4 季度汽车板块投资组合业绩预测及评级	14



一、行业回顾

1.1 周期下行，短期企稳

2011年前8月，全国汽车产量1185.52万辆，销量1198.36万辆，分别同比增长3%、3.3%。其中：乘用车产量920.99万辆、销量921.83万辆，分别同比增长6.4%、6.1%；商用车产量264.53万辆、销量276.53万辆，分别同比下降7.2%、4.8%。

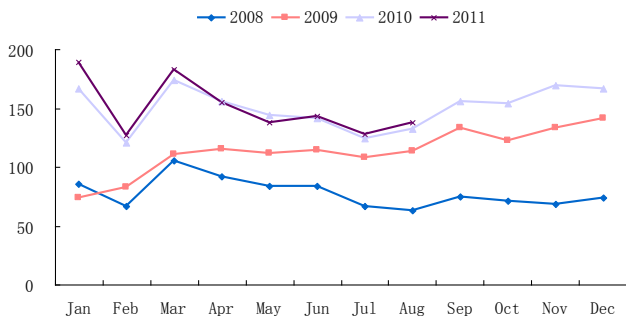
表 1：2011 年前 8 月汽车销量（单位：万辆）

	2011 年 8 月	同比增长	2011 年 1~8 月	同比增长
全行业	138.11	4%	1198.36	3%
乘用车	109.53	7%	921.83	6%
轿车	77.84	10%	645.91	9%
SUV	13.12	10%	96.74	18%
MPV	3.76	11%	31.34	14%
交叉型	14.8	-6%	147.83	-10%
商用车	28.59	-6%	276.53	-5%
重卡	5.73	-12%	65.16	-10%
中卡	2	12%	19.29	4%
轻卡	13.47	-7%	128.29	-5%
微卡	3.2	-21%	32.76	-10%
大客	0.65	9%	4.45	10%
中客	0.86	8%	5.42	-1%
轻客	2.68	14%	21.17	13%

数据来源：中汽协、长城证券研究所

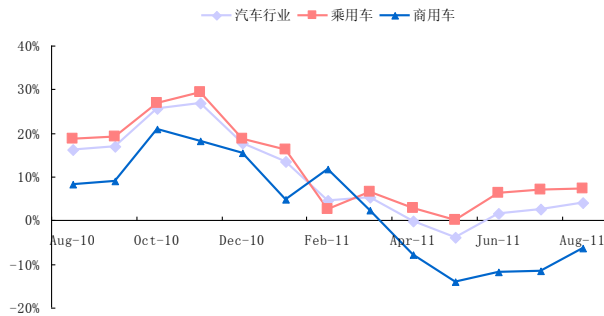
如我们之前分析，汽车行业今年处在周期下行阶段，4、5月度销量一度负增长，近期在日系乘用车产能恢复、卡车去库存化速度减缓下，行业呈现触底企稳态势。8月汽车销量138.11万辆，同比增长4%，增速自6月转正以来连续小幅回升，其中：乘用车销量109.53万辆，同比增长7%，狭义乘用车（轿车，SUV，MPV）增长10%；商用车销量28.59万辆，同比下滑6%，回落幅度较前3个月收窄。

图 1：近四年汽车月度销量



数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 2：汽车行业及两大子行业月度销量增速

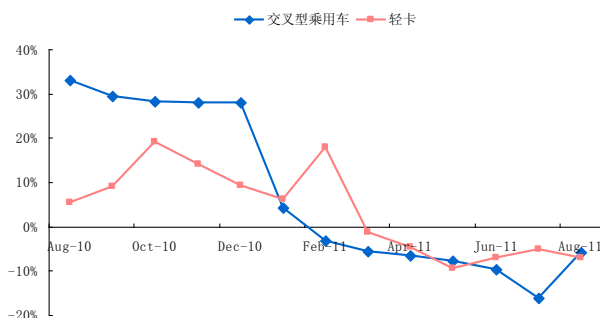


数据来源：中汽协、长城证券研究所

1.2 细分子行业结构性分化

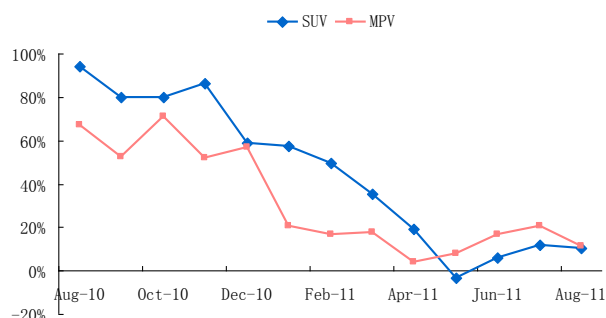
细分子行业的结构性分化特征明显。得益于差异化、个性化汽车消费需求的拉动，SUV、MPV在2010年的高基数基础上仍实现了较快增长；受购置税减征、汽车下乡优惠政策退出影响最大的交叉型乘用车、轻微卡则持续低迷；重卡经历2010年的大幅增长后快速下滑；轿车、客车表现平稳。

图 3：交叉型乘用车、轻卡月度销量增速



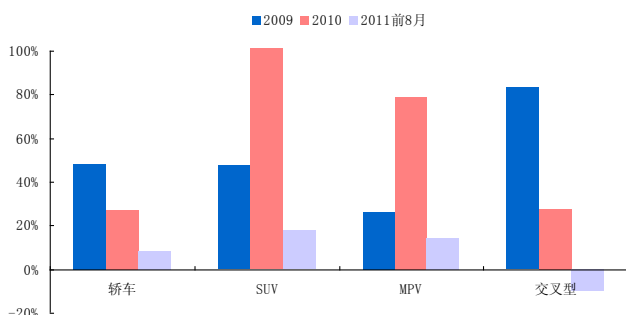
数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 4：SUV、MPV 月度销量增速



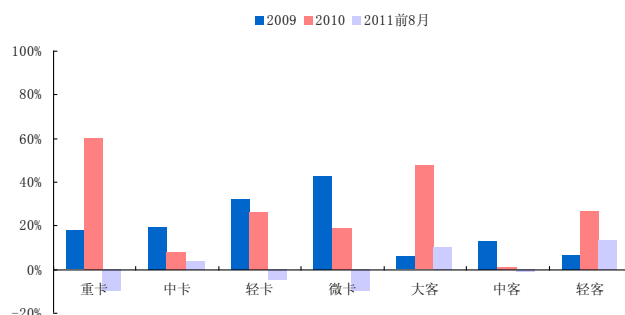
数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 5：乘用车各子行业销量增速



数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 6：商用车各子行业销量增速



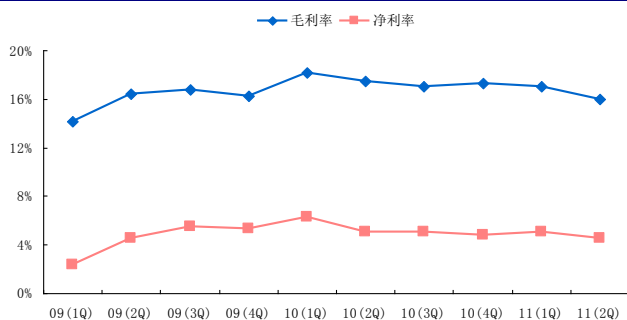
数据来源：中汽协、长城证券研究所

1.3 盈利能力回落

受需求放缓、成本上涨的双重挤压，汽车行业盈利快速回落；参考wind中信汽车板块的季度财务指标，2011年2季度毛利率、净利率已分别跌落至16.01%、4.56%，仅高于本轮行业景气周期的起点（2009年1季度）；2季度收入同比小幅增长5.23%，净利润同比下滑5.81%，为2009年2季度以来首次同比下滑。

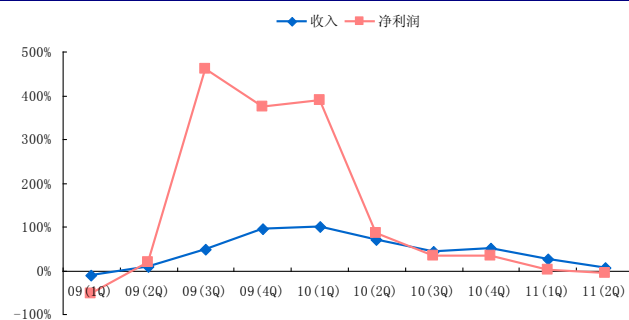
基于所处子行业景气度以及自身竞争力的差异，上半年车企间盈利分化加剧。上市公司方面，少数产品结构好或综合优势强的公司如悦达投资、上海汽车、宇通客车保持了良好增长，而多数卡车类公司、自主品牌公司业绩相对于2010年大幅“变脸”。

图 7: 中信汽车板块毛利率、净利率分季度走势 (整体法)



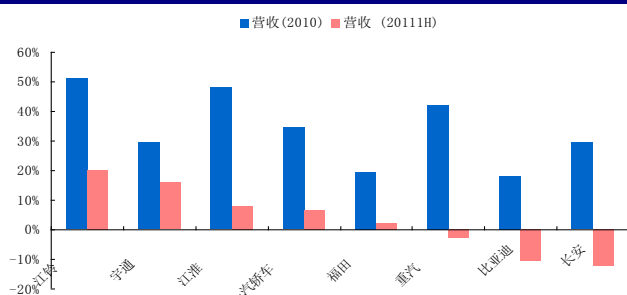
数据来源: wind、长城证券研究所

图 8: 中信汽车板块收入、归属于母公司净利润分季度同比增速



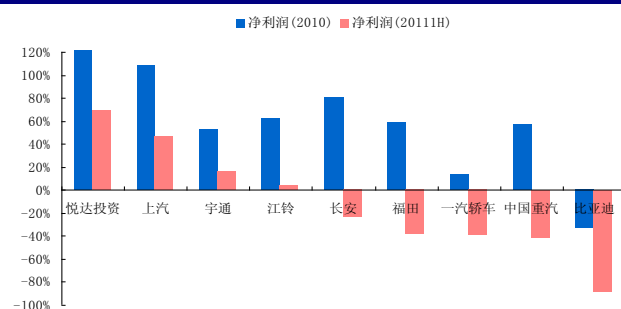
数据来源: wind、长城证券研究所

图 9: 部分上市车企 2010 年、2011 年上半年收入同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

图 10: 部分上市车企 2010 年、2011 年上半年净利润同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

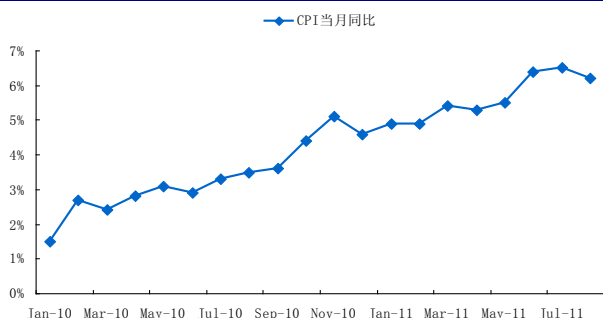
注: 上海汽车 2010 年 2 月新并表上海通用、悦达投资汽车业务体现为投资收益, 故均未纳入收入增速比较。

二、4 季度及 2012 年展望

2.1 4 季度增速维持窄幅波动

2011 年上半年, 汽车消费遭遇宏观调控趋紧、产业政策转向的双重打压, 包括: 通胀攀升、货币紧缩, 前期优惠政策退出、北京限购等, 加上事件型冲击 (日本地震); 以上不利因素交织, 加速了行业景气下行。

图 11: CPI 月度同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

图 12: 新增贷款同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

表 2: 2009 ~ 2011 年影响汽车消费的主要相关政策简析

政策名称 (执行时间段)	政策效果	主要涉及子行业	对车市影响描述
汽车下乡 (09.03.01 ~ 10.12.31)	累计补贴下乡汽车 499.69 万辆, 其中 2010 年补贴 332.69 万辆。	交叉型乘用车、 轻微卡	对提振主要受益子行业的作用显著, 但也相应较大透支了 2011 年需求。
购置税减征 (09.01.20 ~ 10.12.31)	累计超过 1000 万辆中小排量乘用车享受购置税减征。	1.6L 及以下排量 乘用车	同上
以旧换新 (09.06.01 ~ 10.12.31)	2010 年补贴以旧换新车 45.9 万辆, 其中轿车、大客、轻微卡分别补贴 21.3、9.5、7.89 万辆。	大中客、轿车、轻微卡	对大中客构成一定透支
北京限购 (11.01.01 ~ 11.12.31)	2010 年底北京汽车消费集中释放, 2011 全年销量同比降低约 50 万辆。	狭义乘用车 (轿车、SUV、MPV)	影响 2011 年全国汽车销量约 2.7 个百分点
节能汽车推广 (10.06.01 ~ 11.12.31)	截至 8 月底, 累计补贴节能汽车 357 万辆。	1.6L 及以下排量 乘用车	较好平滑了购置税优惠取消后中小排量轿车需求放缓。

数据来源: 工信部等相关部委、长城证券研究所

展望4季度, 我们认为汽车销售整体平稳但难现惊喜, 主要原因在于: 通胀形势依然严峻; 部分子行业需求在去年同期(相关优惠政策预期截止)集中释放, 对比基数较高; 此外, 节能汽车推广自2011年10月起执行新政, 将导致不能满足新政补贴标准的车型在9月提前消费, 相应冲减4季度的销量; 预计月度增速维持-2%~5%的窄幅波动。

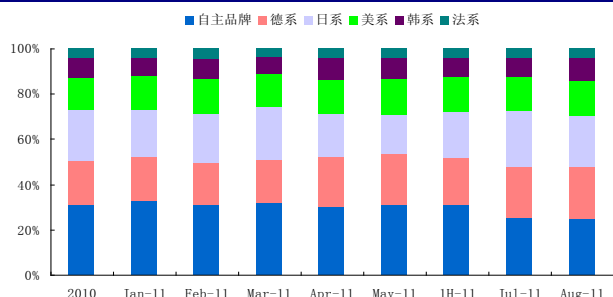
乘用车: 继续看好中高级市场

狭义乘用车近几个月触底回升, 符合我们中期策略的判断。一方面, 日系车企产能逐月恢复; 另一方面, 节能汽车推广补贴较好平滑了购置税优惠取消后的中小排量轿车需求放缓。数据显示, 2010年6月~2011年8月累计补贴达357万辆(自主品牌占36.5%), 其中8月节能汽车产量已占1.6升及以下排量乘用车的67%。

2011年10月起节能汽车新政执行, 补贴标准不变, 百公里平均油耗从6.9升降低到6.3升, 门槛大幅提升。目前1.6升及以下节能乘用车型已达到427款(自主品牌占252款), 新政执行后约70%车型难以达标, 未来一段时间对中小排量轿车尤其是技术

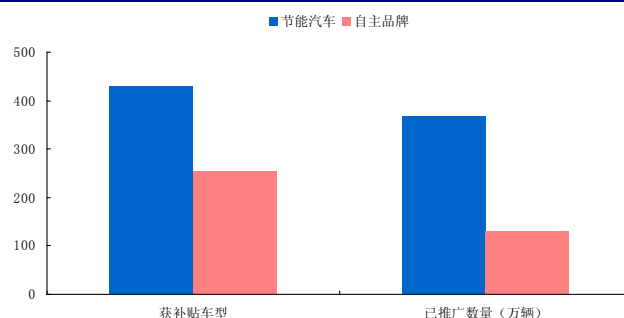
相对较弱的自主品牌带来冲击。

图 13: 轿车市场份额 (按国别)



数据来源: 中汽协、长城证券研究所

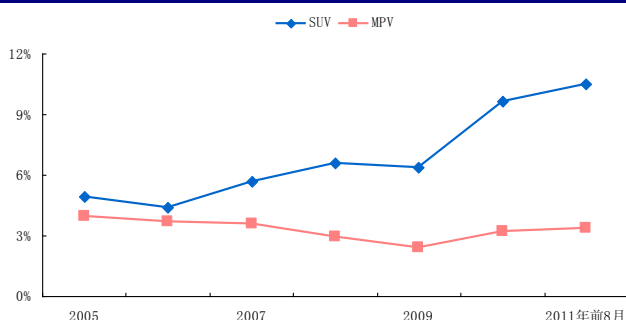
图 14: 节能汽车推广补贴情况 (截止 2011 年 8 月)



数据来源: 财政部、长城证券研究所

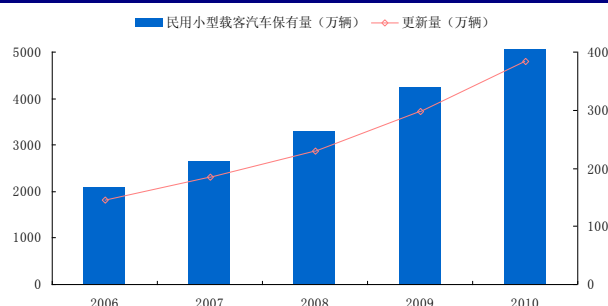
中高级市场景气度相对较高, 具代表性的SUV、MPV前8月分别同比增长18%、14%。SUV、MPV迎合国民汽车消费升级趋势, 近年上市车型愈渐丰富, 市场地位不断提升, 庞大的二次购车需求也为其提供了广阔增长空间, 预计4季度及未来几年继续领先于行业。

图 15: SUV、MPV 在乘用车中占比



数据来源: 中汽协、长城证券研究所

图 16: 民用小型载客汽车保有量及年更新量 (假设更新率 7%)



数据来源: wind、长城证券研究所

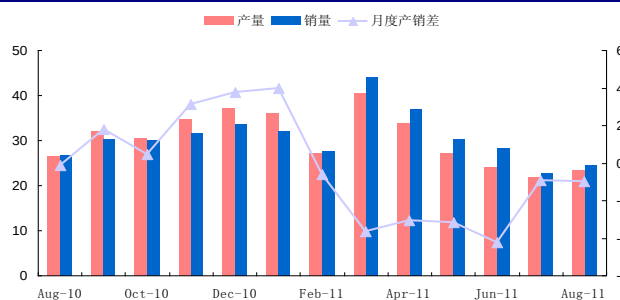
商用车: 客车平稳, 卡车回暖尚需时日

重卡前8月销量同比下滑10%, 其中8月同比下滑12%, 回落幅度相对6月 (-32%)、7月 (-28%) 大幅收窄; 物流、运价小幅反弹和低同比基数支持下, 半挂牵引车年内首次出现月度同比增长 (+1%)。受中小企业资金趋紧以及“汽车下乡”政策透支影响, 轻卡需求乏力, 前8月销量同比下滑5%, 其中8月同比下滑7%。

卡车自2月起持续产大于销, 参考月度产销变动及我们调研了解, 目前行业去库存压力已有较大改善。

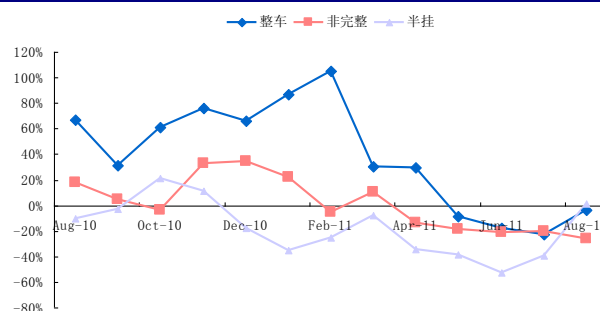
大中客前8月合计销量同比增长1%, 增速放缓, 其中8月同比增长8%, 公交、出口表现较好。轻客前8月销量同比增长13%, 其中8月同比增长14%, 是今年商用车细分行业的亮点, 主要源于中高端轻客 (以江铃、南汽为代表) 和出口增长。

图 17: 卡车月度产销量



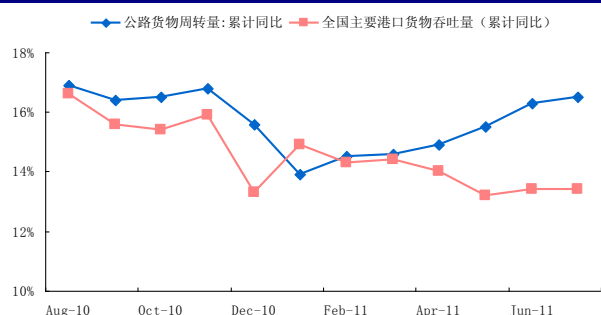
数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 18: 重卡三大类车型月度增速



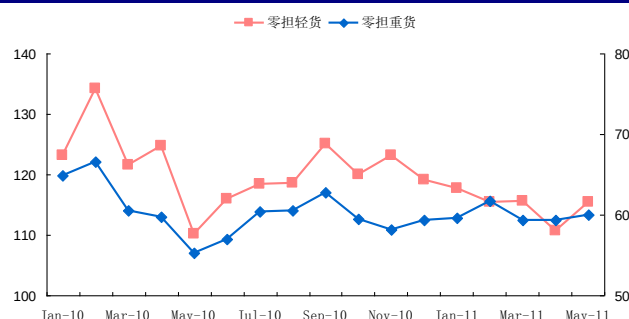
数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 19: 公路货运周转量、沿海主要港口货物吞吐量累计同比



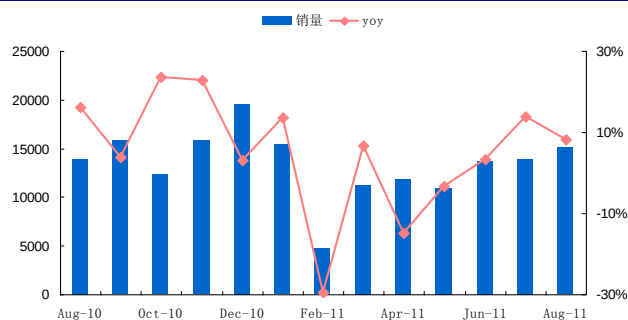
数据来源：wind、长城证券研究所

图 20: 普通货物公路运价指数



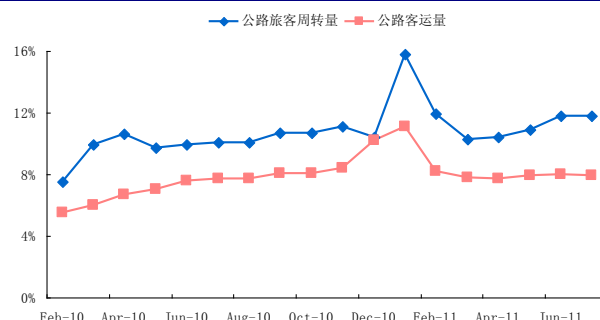
数据来源：wind、长城证券研究所

图 21: 大中客月度销量及增速



数据来源：中汽协、长城证券研究所

图 22: 公路客运量、客运周转量累计同比增速

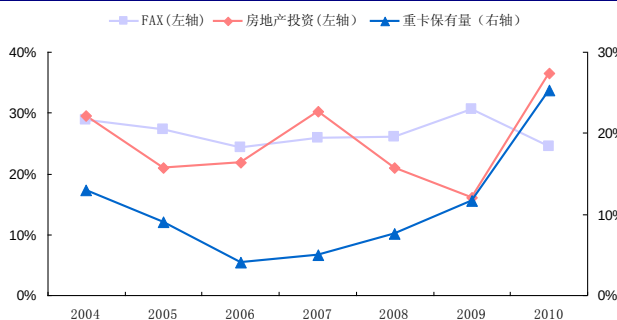


数据来源：wind、长城证券研究所

考虑到通胀压力，我们认为紧缩政策短期难有明显松动，固定资产投资尤其是房地产投资放缓仍对卡车需求构成抑制，对工程车占比较大的重卡子行业影响最明显；预计4季度轻、重卡销量同比均小幅下滑，实质回暖尚需时日。

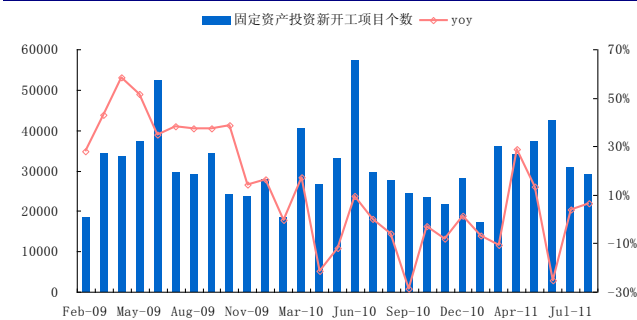
客车内需稳定，短期受海外经济波动，出口存在一定隐忧但整体影响有限，预计4季度维持平稳增长。

图 23: 城镇固投、房地产投资增速与重卡保有量增速对比



数据来源: wind、长城证券研究所

图 24: 固定资产投资新开工项目数及增速

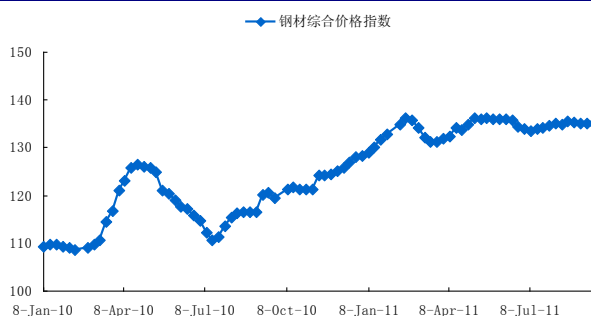


数据来源: wind、长城证券研究所

2.2 成本压力缓解在即

2011年上半年主要车用原材料价格延续上升态势，其中橡胶年初涨幅惊人，对部分行业（卡车、微车）毛利率的侵蚀较大。

图 25: 钢材综合价格指数



数据来源: wind、长城证券研究所

图 26: 期铝价格走势



数据来源: wind、长城证券研究所

图 27: 橡胶价格走势



数据来源: wind、长城证券研究所

图 28: 塑料价格指数走势

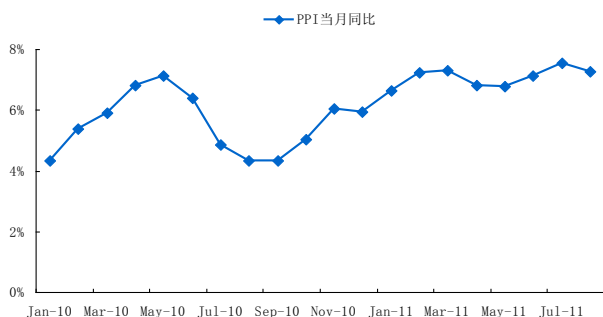


数据来源: wind、长城证券研究所

2季度起机械、建材等中游行业相继回落，工业增加值增速放缓；从需求端角度，支持原材料价格上行的动能不足，未来一段时间成本趋势下行是大概率事件，人工成

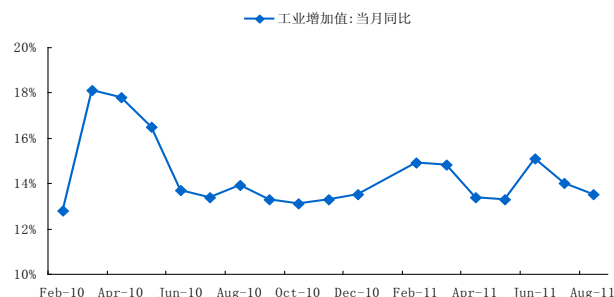
本经历2010年以来的快速走高后，上涨节奏也已趋缓；我们预计2、3季度是行业毛利率低点，4季度环比回升，2012年成本环境相对2011年改善。

图 29: PPI 度同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

图 30: 工业增加值月度同比增速



数据来源: wind、长城证券研究所

2.3 2012年行业有望前低后高

2009年我国汽车市场进入第三次消费高峰，私车大规模普及时代开启；假设2011年全年增速与前8月一致，则对应2008~2011年销量CAGR25.7%，增速接近2002~2004年首个消费高峰周期水平（29%），结合宏观面、行业供需特征，两个周期具备一定可比性。

表 3: 本轮行业周期与 2002~2004 年周期比较（参考轿车子行业）

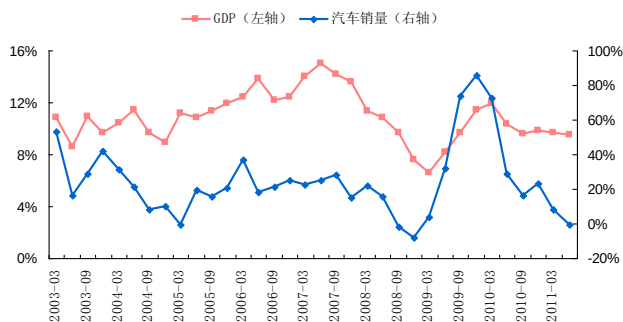
	周期	同比增速	宏观面	需求	供给
I	上行 (2002~2003)	02、03 年分别高达 56%、75%	稳定向好、流动性宽松	一线城市为主进入首次购车高峰	供不应求、产能紧张
	下行 (2004)	快速下滑至 15%	宏观调控 流动性收紧	一线城市首次普及完成，其他级别城市消费能力不足	产能扩张后利用率下滑
III	上行 (2009~2010)	09、10 年分别达到 48%、27%	复苏到持续向好，流动性宽松	全面激活，各级市场增长强劲	产能利用率高，大部分厂商产能紧张
	下行 (2011)	回落至 7%左右	宏观调控 流动性收紧	一、二线城市需求乏力，三到五线城市相对较好	总体平衡，厂商间分化明显

数据来源: 中汽协、长城证券研究所

需要补充的是，区别于2002~2004年产业政策的不温不火，2009年出台的购置税减征、汽车下乡等刺激政策力度空前，对提振汽车消费的作用显著，同时也加剧了年度间的波动。考虑当前行业运行情况，我们判断至少未来一年内以刺激或限制销量为目的的新政出台概率甚微，相关政策扰动自2012年1季度起基本消失，汽车行业将回归宏观面主导的自然增长。

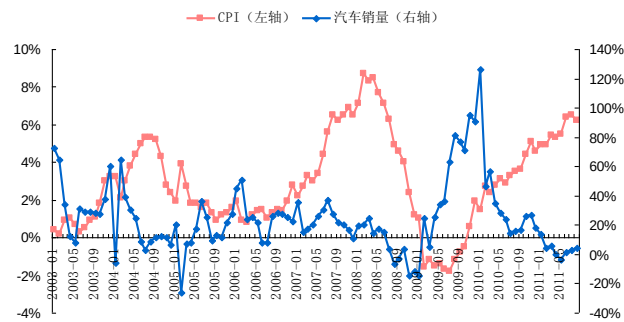
对比GDP和汽车销量季度增速可见，汽车行业与宏观经济运行趋势基本同步。2004年、2011年下行周期中，宏观面均表现为政策紧缩、经济回落、通胀高位，对汽车消费构成抑制；结合周期规律来看，调整时间约为4~5个季度；因此在宏观经济支持的假设下，我们预计2012年行业增速将前低后高；参考先导国家进入普及期前4年的复合增速水平，2012年汽车销量仍有望实现较好的增长。

图 31: GDP、汽车销量季度增速比较



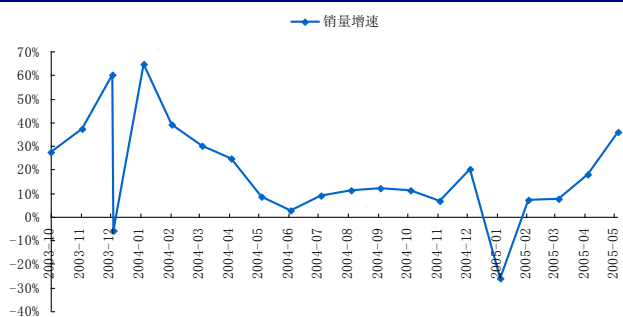
数据来源: wind、长城证券研究所

图 32: CPI 与汽车销量增速月度走势比较



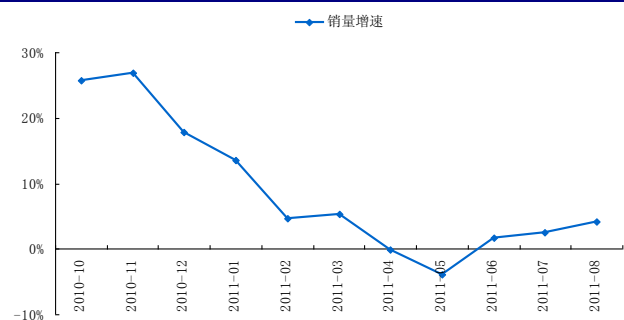
数据来源: wind、长城证券研究所

图 33: 2003 年 10 月至 2005 年 6 月汽车月度销量增速



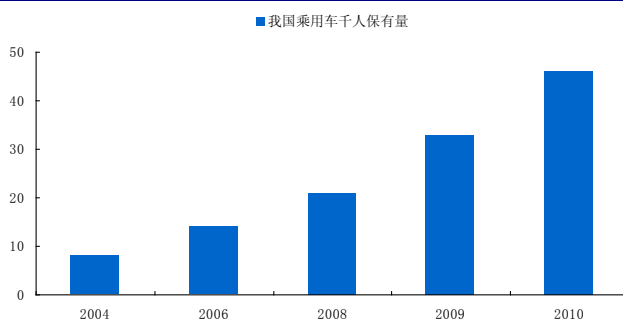
数据来源: 中汽协、长城证券研究所

图 34: 2010 年 10 月至今汽车月度销量增速



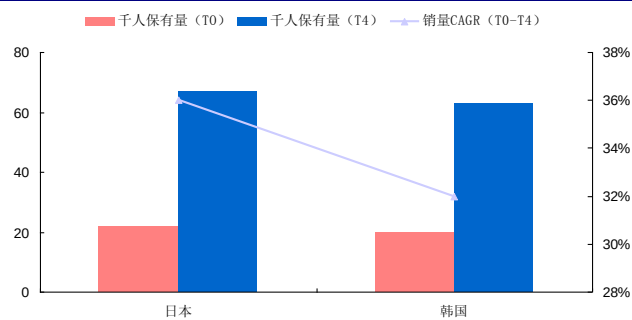
数据来源: 中汽协、长城证券研究所

图 35: 我国乘用车千人保有量



数据来源: 中汽协、长城证券研究所

图 36: 日韩普及期前 4 年乘用车销量复合增速



数据来源: 相关文献资料、长城证券研究所

三、4 季度投资策略

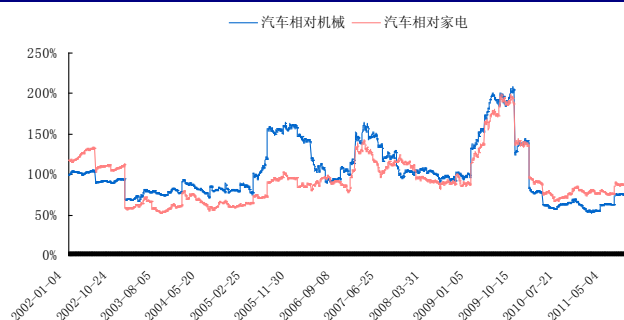
尽管 4 季度需求难现惊喜，但整体来看汽车行业基本面已在年中见底，同时在成本回落支持下，短期盈利的不确定性逐渐消除；当前汽车板块估值处于历史低位，基本面良好、盈利稳定的公司已具备中期安全边际，因此我们的投资策略是增持优质龙头，静待估值修复。

图 37: 汽车板块动态 PE



数据来源: wind、长城证券研究所

图 38: 汽车板块相对机械、家电板块估值



数据来源: wind、长城证券研究所

我们继续看好景气度较高的狭义乘用车、客车子行业，其中份额持续提升、产能利用率高的公司股价有望率先纠偏，重点推荐上海汽车、悦达投资、宇通客车；建议关注受益于下游需求复苏和节能减排政策，具备较大业绩弹性的公司，如星宇股份、中鼎股份、威孚高科。

表 4: 2011 年 4 季度汽车板块投资组合业绩预测及评级

证券代码	公司名称	投资评级	股价	EPS			PE		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600104	上海汽车	强烈推荐	15.64	1.61	1.83	2.1	10	9	7
600805	悦达投资	强烈推荐	14.73	1.32	1.78	2.15	11	8	7
601799	星宇股份	强烈推荐	18.83	0.58	0.76	1.12	32	25	17
600066	宇通客车	推荐	20.02	1.65	1.99	2.38	12	10	8
600742	一汽富维	推荐	27.87	2.7	2.77	3.4	10	10	8
000887	中鼎股份	推荐	11.21	0.52	0.63	0.81	22	18	14
000581	威孚高科	推荐	33.15	2.36	2.39	2.82	14	14	12
002406	远东传动	推荐	15.35	0.66	0.82	1.06	23	19	14

数据来源: wind、长城证券研究所

注: 参考 2011 年 9 月 20 日收盘价。



四、风险提示

- 1、宏观经济持续下行;
- 2、车企降价促销导致盈利下滑。



研究员介绍:

冉飞: 汽车行业研究员, 2010年加入长城证券研究所。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>