

安徽合力 (600761.SH) 叉车行业

评级：买入 维持评级

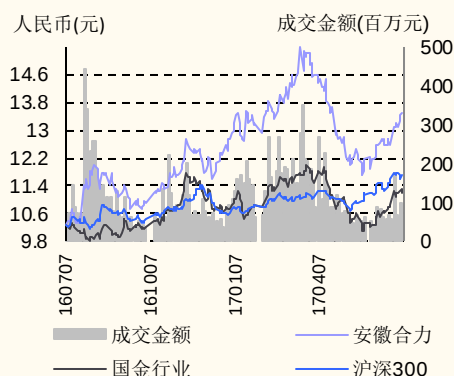
公司研究

市场价格(人民币): 13.49 元
目标价格(人民币): 17.80-19.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 616.82
总市值(百万元) 8,320.87
年内股价最高最低(元) 15.38/10.29
沪深 300 指数 3660.10
上证指数 3212.44



相关报告

1. 《一季度增速符合预期, 叉车龙头伴随行业成长-安徽合力 2017 一...》, 2017.4.27
2. 《制造业回暖需求改善, 产品销量实现新高-安徽合力 2016 年报点评...》, 2017.2.20
3. 《被低估了的公司业绩弹性与估值水平-安徽合力持续推荐报告》, 2017.2.20
4. 《经营业绩小幅下降, 期待国企改革落地-安徽合力公司点评》, 2016.8.29
5. 《产品升级与国企改革助力叉车龙头实现新发展-安徽合力公司点评》, 2016.7.20

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人
biancny@gjzq.com.cn

新视角: 从下游制造业看叉车龙头成长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.644	0.641	0.813	0.908	0.997
每股净资产(元)	6.55	6.99	7.60	8.25	9.04
每股经营性现金流(元)	0.89	1.27	1.32	0.98	1.05
市盈率(倍)	20.72	20.81	16.60	14.86	13.53
行业优化市盈率(倍)	8.30	8.39	6.85	6.85	6.85
净利润增长率(%)	-30.15%	-0.45%	26.67%	11.75%	9.81%
净资产收益率(%)	9.84%	9.18%	10.69%	11.01%	11.03%
总股本(百万股)	616.82	616.82	616.82	616.82	616.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **短期视角: 叉车销量高增长与制造业扩张验证, 经济复苏持续性超预期。**今年前 5 月, 叉车行业销量 20.26 万台, 同比增长近 34%; 与此同时, 6 月制造业 PMI 为 51.7%, 连续 11 个月处于扩张区间, 1-5 月制造业收入同比增长 13.2%。叉车销量高增长与制造业扩张相互印证, 经济周期复苏持续性超预期, 叉车行业全年销量偏乐观、预计将达到 42-45 万台, 实现历史新高。
- **长期视角: 制造业扩张与渗透率提升, 叉车行业倍增可期。**叉车作为物料搬运的主要工具, 广泛应用于制造业各个领域, 受下游制造业需求影响明显。1) 制造业持续增长, 2006 至 2016 年间我国制造业收入持续增长, 历时十年实现翻两番、达到 104 万亿元; 2) 叉车渗透率提升, 人力成本与物流效率的上升促进了叉车的使用普及, 2008 年每亿元制造业收入对应叉车数量仅 1.59 台, 至 2016 年达到 2.31 台, 增长 45%。我们测算至 2020 年叉车行业市场规模将达到 530 亿元 (相比 2016 年增长 60%), 2025 年达到约 780 亿元。
- **公司视角: 龙头地位稳固, 伴随行业成长。**以 2016 年国内叉车行业总体销量看, 公司市占率约为 23%, 居行业第一位置; 在全球范围内公司排名第八位, 是中国唯一进入前十的叉车企业 (以 2015 年排名)。相对于挖机等大型工程机械, 叉车制造壁垒不高, 但要达到相当的规模则难度很大。安徽合力于十二五期间完成了产能扩张与遍布全国的经销商网络, 叉车年产能超过 10 万台, 在全国有 24 个省级营销机构和 400 余家销售服务网点, 规模制造优势与完善的销售网络使公司能够长期保持市场龙头地位。

盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 73/82/91 亿元, 分别同比增长 17.4%/12.6%/11.1%; 归母净利润 501/560/615 百万元, 分别同比增长 26.7%/11.8%/9.8%; EPS 分别为 0.81/0.91/1.0 元, 对应 PE 分别为 16.6/14.9/13.5 倍。

投资建议

- 我们认为随着制造业规模增长与叉车渗透率的提高, 叉车行业市场规模仍将保持增长、空间倍增可期; 公司作为行业龙头, 竞争优势明显、市场份额稳定, 中期合理市值 120-130 亿元 (当前 83 亿)。我们维持公司“买入”评级, 6-12 个月目标价 17.8~19.5 元。

风险提示

- 制造业增长的周期波动，导致叉车行业需求波动；
- 原材料价格大幅上涨，导致公司毛利率及盈利能力大幅下滑。

内容目录

1、短期视角：叉车销量高增长，全年有望创新高.....	4
2、长期视角：制造业增长&渗透率提升，叉车行业倍增可期.....	5
3、公司视角：龙头地位稳固，伴随行业成长.....	8
4、盈利预测与投资建议	10
5、风险提示	10

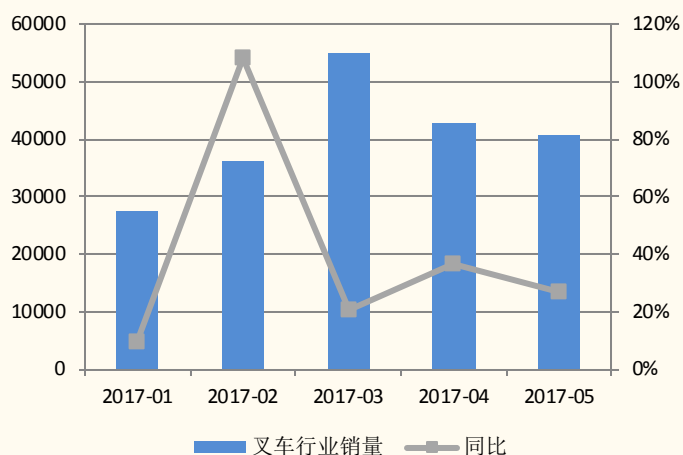
图表目录

图表 1：今年以来叉车销量及增速.....	4
图表 2：近两年及一期叉车行业历史销量.....	4
图表 3：2017 年 1-5 月内燃叉车与电动叉车结构占比	4
图表 4：制造业采购经理指数（PMI）处于扩张区间	5
图表 5：制造业收入增速提高.....	5
图表 6：叉车销量与制造业规模有较强的正相关性.....	6
图表 7：2006~2016 年期间制造业收入翻两番.....	6
图表 8：2008~2016 期间叉车渗透率逐步上升.....	6
图表 9：叉车历史保有量与渗透率测算.....	7
图表 10：叉车行业销量构成要点.....	7
图表 11：叉车市场空间测算	8
图表 12：安徽合力 17Q1 单季度收入实现新高	8
图表 13：公司国内外收入情况（亿元）	9
图表 14：2015 年公司在全球叉车企业中排名第八位.....	9
图表 15：安徽合力业绩测算.....	9

1、短期视角：叉车销量高增长，全年有望创新高

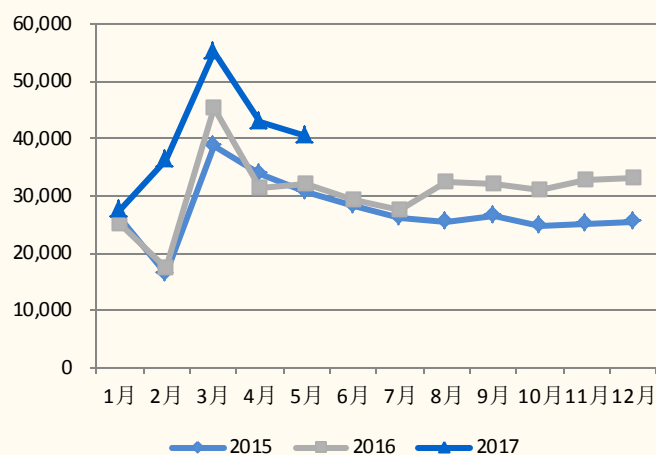
- 前 5 月叉车行业销量高增长，今年有望再创新高。2016 年叉车行业全年销量 37 万台，达到销量新高。今年以来，叉车销售维持高增长，1-5 月行业整体销量 20.26 万台，在去年的高基数基础上，实现了同比 33.6% 的高增长。今年前 5 月销量已经达到去年全年的 55%，我们预计 2017 年叉车行业销量有望达到 42-45 万台，实现历史新高。

图表 1：今年以来叉车销量及增速



来源：工业车辆分会，国金证券研究所

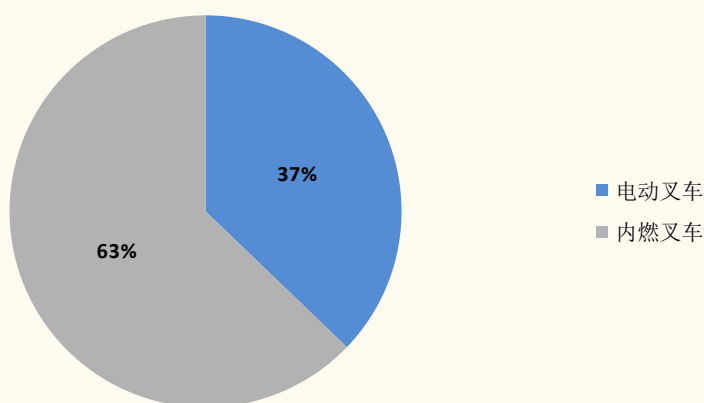
图表 2：近两年及一期叉车行业历史销量



来源：工业车辆分会，国金证券研究所

- 电动叉车增速更快、占比已接近四成。前 5 月内燃叉车销量 12.72 万台，同比增长 28%；电动叉车合计销量 7.53 万台，同比增长 44%。电动叉车销量在叉车整体占比 37%，已接近四成。电动叉车优势在于节能环保，在食品、医药制造业应用更为广泛，内燃叉车优势在于性价比和续航更持久。

图表 3：2017 年 1-5 月内燃叉车与电动叉车结构占比

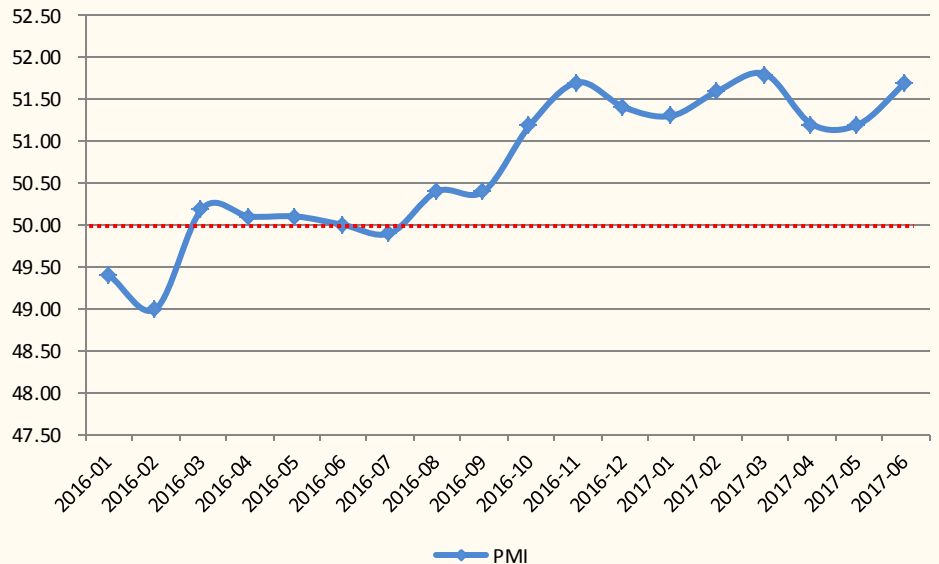


来源：工业车辆分会，国金证券研究所

2、长期视角：制造业增长&渗透率提升，叉车行业倍增可期

- **制造业处于扩张期，支撑叉车需求增长。**今年6月制造业PMI为51.7%，环比上升0.5个百分点，已经连续11个月处于荣枯线以上，反映制造业处于加速扩张区间。下游制造业的持续扩张，提供叉车销量增长的需求基础。

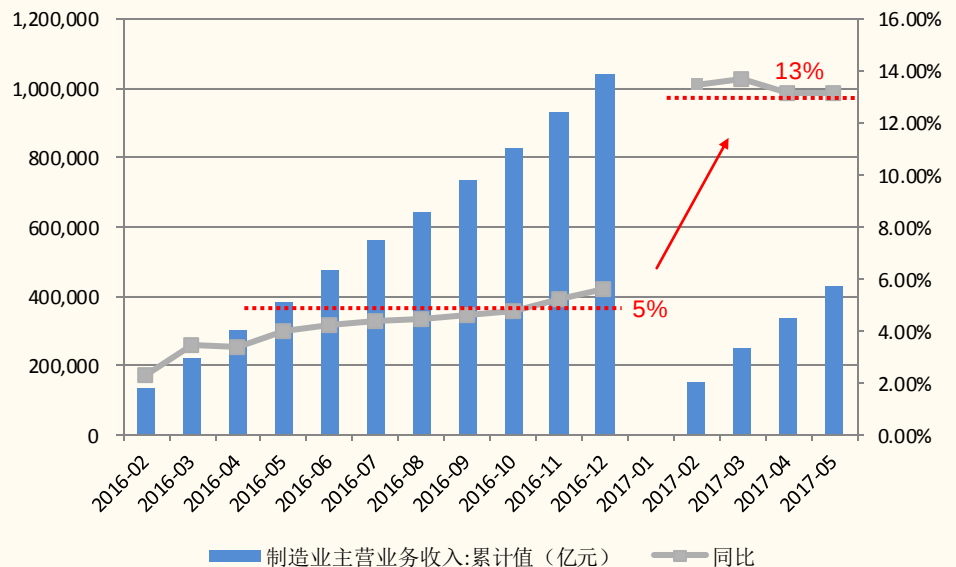
图表4：制造业采购经理指数（PMI）处于扩张区间



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **制造业收入同比增速升至两位数。**2016年，我国制造业实现主营业务收入103.97万亿元，同比增长5.6%。进入2017年，制造业加速增长，1-5月累计实现收入43.22万亿元，增长提高至13.2%。

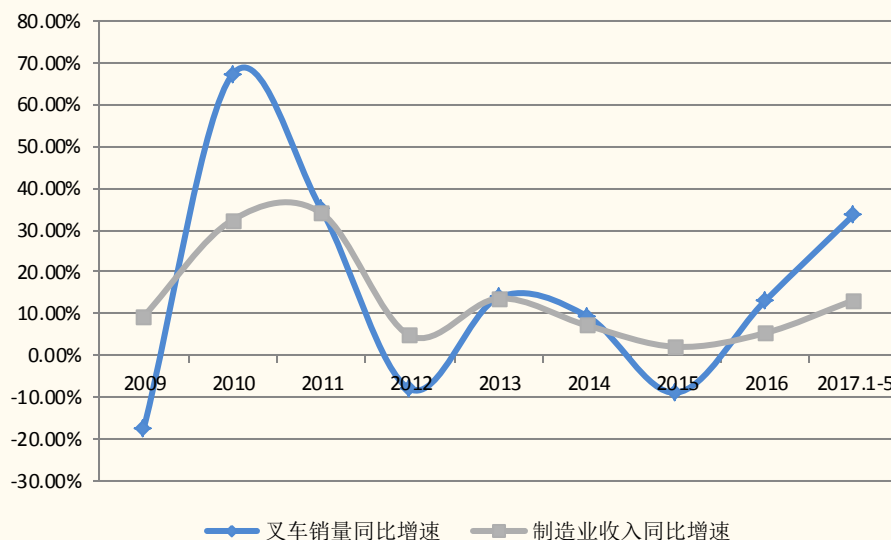
图表5：制造业收入增速提高



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **叉车行业发展与制造业增长高度相关：**叉车销量增速与制造业收入增速高度相关，二者相关系数为0.82。

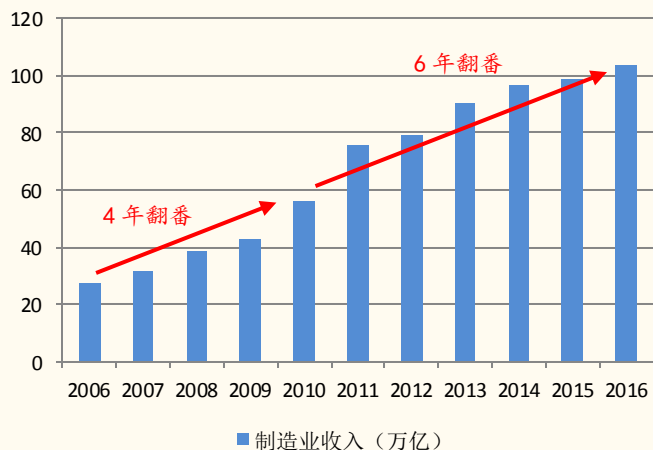
图表 6：叉车销量与制造业规模有较强的正相关性



来源：wind，国金证券研究所

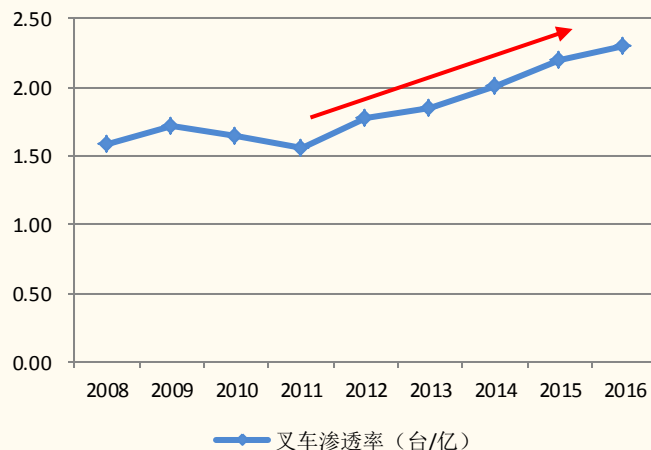
- 制造业规模扩张+叉车渗透率提高，叉车行业规模倍增可期。
- 分析历史数据：叉车行业规模判断的两个关键指标，制造业规模与叉车渗透率在持续上升。
 - （1）制造业收入：2006~2010 年 4 年翻番，2010~2016 年 6 年翻番。
 - （2）叉车渗透率：以“每亿元制造业收入对应叉车台数”为代表的渗透率逐年上升，2008 年每亿元制造业收入对应叉车数量为 1.59 台，2016 年达到 2.31 台，提高 45%。

图表 7：2006~2016 年期间制造业收入翻两番



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 8：2008~2016 期间叉车渗透率逐步上升



来源：工业车辆分会，国金证券研究所

- 以叉车历史销量和制造业产值数据，我们可以推算出叉车历年保有量及其在制造业中的渗透率。2015 年国内叉车保有量约为 217 万台，在制造业中的渗透率达到 2.2 台/亿元。

图表 9：叉车历史保有量与渗透率测算

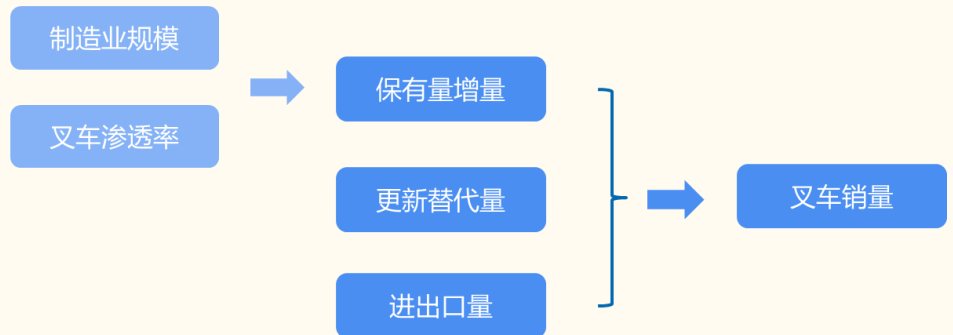
	叉车销量：台	十年累计销量：台	叉车保有量测算：台	制造业收入：亿	叉车渗透率：台/亿
2008	168,119	693,142	619,733	389,703	1.59
2009	138,908	819,386	732,607	426,454	1.72
2010	232,409	1,034,954	925,345	564,794	1.64
2011	313,847	1,323,195	1,183,059	757,449	1.56
2012	288,662	1,578,880	1,411,665	793,575	1.78
2013	328,764	1,866,920	1,669,200	901,942	1.85
2014	359,622	2,175,149	1,944,785	966,673	2.01
2015	327,626	2,427,041	2,170,000	986,913	2.20
2016	370,067	2,680,439	2,396,561	1,039,663	2.31

备注：2015年叉车保有量来源于协会数据，其余为国金证券机械组根据历史销量测算

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 叉车保有量稳定增长，2016 年达到约 240 万台。2015 年国内叉车保有量约 217 万台，2016 年达到 240 万台，增长约 23 万台。
- 叉车销量 = 保有量增量 + 更新替代量 + 净出口量

图表 10：叉车行业销量构成要点



来源：wind，国金证券研究所

- 以制造业产值和叉车渗透率为基础，我们测算至 2020 年叉车行业年销量将达到 60 万台，对应市场规模约 530 亿元；2025 年将增长至 87 万台，市场规模将达到约 780 亿元。
- 主要假设：1、制造业产值，以 2016 年为基数（104 万亿元）历时 9 年在 2025 年实现翻番（208 万）；2、叉车渗透率，以 2016 年为基数（2.31 台/亿元）逐年上升至 2025 年达到 2.6 台/亿元。
- 其他假设：1、叉车净出口量，2016 年为基数（10.22 万台）每年保持小幅增长至 2025 年；2、更新替代率，以 2016 年为基数（1.72%）每年保持上升趋势。

图表 11：叉车市场空间测算

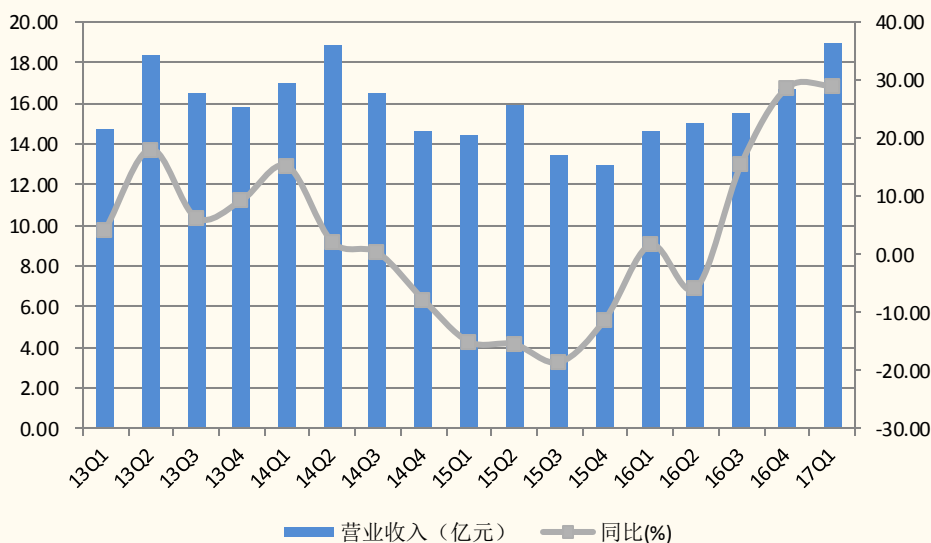
	制造业收入 (亿)	叉车渗透率 (台/亿)	叉车保有量 (台)	保有量增量 (台)	净出口量 (台)	更新替代率	更新替代量 (台)	销量测算 (台)	空间测算 (亿)
2015	986,913	2.20	2,170,000	225,215	91986	0.48%	10,416	327,617	290
2016	1,039,663	2.31	2,396,561	226,561	102216	1.72%	41,221	369,998	330
2017E	1,122,898	2.36	2,650,039	253,477	110000	2.50%	66,251	429,728	380
2020E	1,414,762	2.49	3,522,759	313,521	134000	4.30%	151,479	599,000	530
2025E	2,079,325	2.60	5,406,246	400,740	174000	5.50%	297,344	872,083	780

来源：wind，国金证券研究所

3、公司视角：龙头地位稳固，伴随行业成长

- 一季度销量近 3 万台，同比增速高于行业。2017 年一季度实现叉车销量近 3 万台，同比增长 45%，远高于行业前 3 月 8.5% 的整体增速；预计上半年销量达到 6 万台，2017 年再创新高基本成定局。与销量相同步，17Q1 单季度实现收入 18.95 亿元、同比增长 29%，是公司历史上单季度收入最高值。

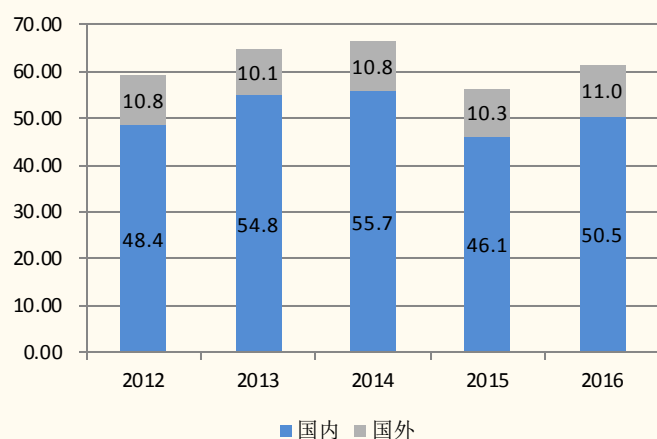
图表 12：安徽合力 17Q1 单季度收入实现新高



来源：wind，国金证券研究所

- 中低端内燃叉车是主流产品，提前布局后市场租赁业务。叉车行业竞争较为充分，从需求结构来看，国内市场以中低端内燃叉车为主，载重 3.5 吨、单价 5-6 万元的内燃叉车占公司销量半数以上；叉车中的高端产品主要方向是节能降耗。此外，随着行业保有量的不断增长，叉车租赁与后市场将逐渐发展，公司已经与德国永恒力成立合资公司，提前布局叉车租赁业务。
- 立足国内、开拓海外。海外拓展将是公司十三五期间的一个重点方向，公司目前已在海外 80 个国家和地区建立了海外代理网络，产品销往世界 140 个国家和地区，2016 年实现海外收入 11 亿元、占比 17.74%，其中欧美地区占出口总量的 60%。

图表 13：公司国内外收入情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：2015 年公司在全球叉车企业中排名第八位

2015年排名	公司名称	2015年营收 (亿美元)	地区
1	丰田自动织机	83.46	日本
2	凯傲集团	56.59	德国
3	永恒力集团	29.98	德国
4	科朗设备	26.4	美国
5	海斯特-耶鲁	25.78	美国
6	三菱力至优	20.12	日本
7	优嘉利	16.25	日本
8	安徽叉车集团	9.07	中国

来源：MMH，国金证券研究所

- 市场份额稳居国内第一，叉车龙头伴随行业成长。以 2016 年国内叉车行业总体销量看，公司市占率约为 23%，稳居行业第一位置；在全球范围内公司排名第八位，是中国唯一进入前十的叉车企业（2015 年排名）。相对于挖机等大型工程机械，叉车制造壁垒不高，但要达到相当的规模则难度很高。安徽合力于十二五期间完成了产能扩张与遍布全国的经销商网络，叉车年产能超过 10 万台，全国有 24 个省级营销机构和 400 余家销售服务网点，规模制造优势与完善的销售网络是公司保持市场龙头地位的核心竞争力。以行业测算为依据，我们认为安徽合力中期（2-3 年）收入规模将达到 80-90 亿元，利润规模 5.6-6 亿元，以 22 倍 PE 计算，对应市值 120-130 亿元。

图表 15：安徽合力业绩测算

	行业销量 (台)	行业规模 (亿)	收入份额	合力收入 (亿)	合力净利润 (亿)	PE 假设	对应市值 (亿)
2016	370,000	330	19%	62	4.0	22	88
2017E	429,728	383	19%	73	5.0	22	111
2020E	599,000	534	19%	102	6.9	22	152
2025E	872,083	778	19%	148	10.1	22	221

来源：wind，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

- **盈利预测：**我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 73/82/91 亿元，分别同比增长 17.4%/12.6%/11.1%；归母净利润 501/560/615 百万元，分别同比增长 26.7%/11.8%/9.8%；EPS 分别为 0.81/0.91/1.0 元，对应 PE 分别为 16.6/14.9/13.5 倍。
- **投资建议：**我们认为随着制造业规模增长与叉车渗透率的提高，叉车行业市场规模仍将保持增长、空间倍增可期；公司作为行业龙头，竞争优势明显、市场份额稳定，中期合理市值 120-130 亿元（当前 83 亿）。我们维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 17.8~19.5 元。

5、风险提示

- 制造业增长的周期波动，导致叉车行业需求波动；
- 原材料价格大幅上涨，导致公司毛利率及盈利能力大幅下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,701	5,686	6,201	7,280	8,195	9,105
增长率		-15.2%	9.1%	17.4%	12.6%	11.1%
主营业务成本	-5,304	-4,427	-4,805	-5,677	-6,446	-7,205
%销售收入	79.1%	77.9%	77.5%	78.0%	78.7%	79.1%
毛利	1,397	1,259	1,396	1,603	1,749	1,900
%销售收入	20.9%	22.1%	22.5%	22.0%	21.3%	20.9%
营业税金及附加	-35	-42	-58	-55	-59	-64
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-339	-336	-364	-400	-430	-473
%销售收入	5.1%	5.9%	5.9%	5.5%	5.3%	5.2%
管理费用	-439	-466	-478	-561	-598	-656
%销售收入	6.5%	8.2%	7.7%	7.7%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	585	415	496	588	662	707
%销售收入	8.7%	7.3%	8.0%	8.1%	8.1%	7.8%
财务费用	-1	17	10	15	25	32
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-23	-32	-40	-10	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	35	43	36	36	36
%税前利润	4.0%	7.0%	7.8%	5.4%	4.8%	4.4%
营业利润	590	435	510	629	721	773
营业利润率	8.8%	7.7%	8.2%	8.6%	8.8%	8.5%
营业外收支	132	71	43	40	30	50
税前利润	722	506	552	669	751	823
利润率	10.8%	8.9%	8.9%	9.2%	9.2%	9.0%
所得税	-115	-78	-93	-112	-126	-138
所得税率	15.9%	15.3%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	607	428	459	556	625	685
少数股东损益	38	31	64	55	65	70
归属于母公司的净利润	569	397	396	501	560	615
净利率	8.5%	7.0%	6.4%	6.9%	6.8%	6.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	607	428	459	556	625	685
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	213	220	224	175	180	192
非经营收益	-31	-60	-68	-61	-52	-72
营运资金变动	-127	-37	168	146	-146	-156
经营活动现金净流	662	551	783	817	607	649
资本开支	-200	-125	-17	-129	-175	-170
投资	-98	-50	-499	0	0	0
其他	36	43	55	36	36	36
投资活动现金净流	-263	-132	-461	-93	-139	-134
股权募资	0	3	0	0	-39	0
债权募资	-97	148	48	-52	0	1
其他	-193	-210	-141	-14	-138	-138
筹资活动现金净流	-289	-59	-93	-66	-176	-137
现金净流量	109	360	230	658	292	378

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	530	890	1,097	1,755	2,047	2,425
应收账款	1,157	1,091	1,114	1,331	1,529	1,733
存货	1,023	914	934	1,166	1,342	1,520
其他流动资产	649	680	1,094	698	707	716
流动资产	3,359	3,575	4,238	4,951	5,625	6,394
%总资产	61.1%	62.4%	66.4%	69.8%	72.1%	74.4%
长期投资	98	99	248	248	248	248
固定资产	1,703	1,752	1,586	1,609	1,634	1,661
%总资产	31.0%	30.6%	24.8%	22.7%	21.0%	19.3%
无形资产	225	238	226	219	221	223
非流动资产	2,138	2,157	2,143	2,146	2,173	2,202
%总资产	38.9%	37.6%	33.6%	30.2%	27.9%	25.6%
资产总计	5,496	5,732	6,381	7,096	7,798	8,596
短期借款	2	152	2	0	0	0
应付款项	1,323	1,219	1,491	1,703	1,932	2,158
其他流动负债	89	61	80	202	212	222
流动负债	1,414	1,433	1,572	1,905	2,143	2,379
长期贷款	10	8	206	206	206	207
其他长期负债	83	91	99	49	49	49
负债	1,506	1,531	1,877	2,160	2,398	2,635
普通股股东权益	3,829	4,041	4,310	4,688	5,086	5,577
少数股东权益	162	160	194	249	314	384
负债股东权益合计	5,496	5,732	6,381	7,096	7,798	8,596

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.923	0.644	0.641	0.813	0.908	0.997
每股净资产	6.207	6.551	6.987	7.600	8.245	9.042
每股经营现金净流	1.073	0.894	1.270	1.324	0.984	1.052
每股股利	0.300	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	14.86%	9.84%	9.18%	10.69%	11.01%	11.03%
总资产收益率	10.35%	6.93%	6.20%	7.06%	7.18%	7.15%
投入资本收益率	12.29%	8.06%	8.76%	9.51%	9.82%	9.54%
增长率						
主营业务收入增长率	2.25%	-15.15%	9.06%	17.41%	12.57%	11.10%
EBIT增长率	3.53%	-29.02%	19.53%	18.41%	12.62%	6.83%
净利润增长率	13.33%	-30.15%	-0.45%	26.67%	11.75%	9.81%
总资产增长率	8.35%	4.29%	11.32%	11.22%	9.88%	10.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	53.0	49.9	52.0	53.0	54.0
存货周转天数	71.2	79.9	70.2	75.0	76.0	77.0
应付账款周转天数	57.5	64.2	64.2	68.0	68.0	68.0
固定资产周转天数	87.9	109.9	88.2	74.3	64.0	55.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.00%	-17.40%	-19.75%	-31.37%	-34.09%	-37.21%
EBIT利息保障倍数	507.3	-25.1	-49.8	-38.6	-26.4	-22.1
资产负债率	27.40%	26.72%	29.42%	30.44%	30.76%	30.65%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-22	买入	14.22	25.00~25.00
2	2016-03-22	买入	10.34	25.00~25.00
3	2016-07-20	买入	10.33	25.00~25.00
4	2016-08-29	买入	11.54	25.00~25.00
5	2017-02-20	买入	13.55	17.00~21.20
6	2017-03-20	买入	15.38	17.00~21.00
7	2017-04-27	买入	12.75	16.60~18.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD