

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.00元

当前股价: 14.91元

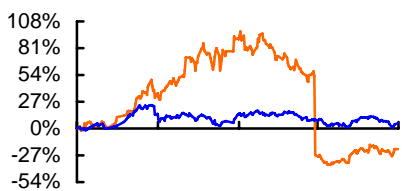
评级调整: 维持

### 基本资料

深证成份指数	11767.74
总股本(百万)	559
流通股本(百万)	233
流通市值(亿)	35
EPS (TTM)	0.46
每股净资产(元)	3.14
资产负债率	25.9%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	-3.43	10.36	-17.78
深证成份指数	-5.91	-3.20	-7.42



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

— 天润曲轴 — 深证成份指数

### 相关报告

《天润曲轴-“产品+市场”多元化抵御重卡波动性, 高成长将延续》2011-8-1

《天润曲轴-定增扩张已确定, 估值压力近尾声》2011-6-14

《天润曲轴-高增长在延续, 长线投资机遇渐行渐近》2011-4-26

天润曲轴

002283

强烈推荐

## 确定的高增长, 罕见的低估值

公司8月16日公告《股权转让框架协议》拟收购江苏松林汽车零部件公司51%股权, 本次交易完成将增厚11/12年EPS为0.04/0.07元。本次交易体现公司竞争优势, 具备行业整合实力, 并成就行业寡头的潜力。

对比印度曲轴龙头——巴勒特的成长路径, 我们认为天润曲轴目前正处于“产品+市场”多元化快速扩张期间, 未来三年高增长将延续, 利润增长50%以上; 产能空间已打开, 静待需求回升带动业绩持续爆发。建议投资者重点关注公司高成长、低估值的投资价值。

### 投资要点:

- 借鉴印度曲轴龙头巴勒特成长路径, 天润曲轴具备类似的技术升级趋势、市场环境和成长潜力, 股价具有黄金投资价值。巴勒特从02年到05年沿袭同质多元化发展路径, 从简单铸造加工升级为锻造及精加工, 海外扩张。收入增长近10倍, 股价涨幅数十倍; 天润曲轴产品多元化开拓完毕、产能布局完成, 将进入行业整合、海外扩张的高速成长期, 黄金投资价值显现。
- 并购影响深远, 启动行业整合, 全球布局指日可待。公司本次收购, 直观效果是区域布局产能, 完善客户配套, 实现产能扩张(30%), 巩固成长基石; 实质是公司技术管理优势的强化, 在行业压力大的周期背景下, 并购竞争对手, 剑指行业寡头地位; 经过本次并购, 公司将实现穿越周期的高速增长, 彰显“高成长、低估值”的投资价值。
- 公司“产品+市场”多元化之路越走越坚实, 越走越确定。公司在曲轴市场具有绝对技术和管理优势, 重、中、轻、轿车和船用曲轴多种产品赢得广泛市场, 产能实现全面布局; 市场开拓加速, 产品能够为国内所有主流发动机企业供货, 并成为康明斯、依维柯、奔驰、卡特彼勒、约翰迪尔的全球供应商。产品+市场多元化完成将加快公司成为全球领先的发动机零部件供应商。
- 投资建议: 基于预期, 11-13年增发摊薄后(摊薄比例18%)EPS为0.63元、0.91元、1.26元, 对应11-13年PE为23、16、12倍; 对于产业升级的优秀代表企业, 将保持三年年均40%+高速增长, 成长空间广阔, 成长速度明确, 估值过低, 我们给予11年合理估值35倍, 调高6-12个月目标价22元, 维持“强烈推荐”评级
- 风险提示: 重卡销量恢复过慢、原材料成本上升, 将影响公司短期盈利不达预期。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1393	2097	2815	3778
同比(%)	80%	50%	34%	34%
归属母公司净利润(百万元)	222	358	513	712
同比(%)	96%	62%	43%	39%
毛利率(%)	29.9%	29.7%	30.2%	31.0%
ROE(%)	13.0%	11.6%	16.9%	22.3%
每股收益(元)	0.40	0.64	0.92	1.27
P/E	37.63	23.27	16.27	11.72
P/B	4.88	2.70	2.75	2.61
EV/EBITDA	23	17	12	9

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、本次并购分析.....	3
1.1 交易标的公司简介.....	3
1.2 整合行业实现寡头垄断.....	4
二、曲轴产业升级加速，成长空间持续扩张.....	4
2.1 技术升级潜力无限，外延增长成就巨头.....	4
2.2 “产品+市场”多元化扩张，成长空间广阔.....	6
2.3 产能储备完毕，静待收获期来临.....	7
三、业绩增速有保障，高成长低估值.....	8

## 图表目录

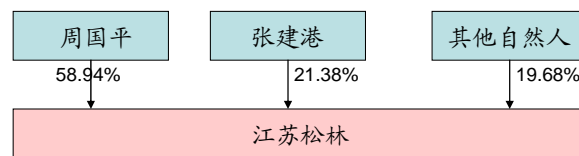
图 1 江苏松林股权结构.....	3
图 2 江苏松林的客户情况（2010）.....	3
图 3 巴勒特汽车零部件产品占比.....	4
图 4 印度巴勒特市场结构（2011）.....	4
图 5 印度巴勒特股价及收入对比图（2002-2011）.....	5
图 6 曲轴市场的多元化空间.....	6
图 7 曲轴的出口空间.....	6
图 8 天润曲轴的曲轴产能情况预测（IPO 和非公开增发实施后）.....	8
图 9 天润曲轴近期年度报告数据（2009 vs 2010）.....	9
图 10 天润曲轴分季度数据.....	9
表 1 并购后对母公司业绩影响分析(人民币：元).....	4
表 2 巴勒特铸锻类汽车零部件产品列表.....	5
表 3 IPO 募投项目产能.....	7
表 4 非公开发行项目具体规划(人民币万元).....	7
表 5 其他产能扩张情况.....	7
表 6 天润曲轴的季度盈利性数据（09Q2-11Q2）.....	8

## 一、本次并购分析

### 1.1 交易标的公司简介

公司主要生产汽车零部件，其中生产的曲轴、连杆、缸体、飞轮、飞轮壳等五大系列 100 多个品种的内燃机配件产品分别与中国一汽、二汽、重汽、北汽福田、中国一拖、潍柴、上海柴油机厂、沪东重机等国内大型企业配套。2005 年获全国百佳汽车零部件供应商，2010 年获得中国铸造行业综合 100 强企业称号。

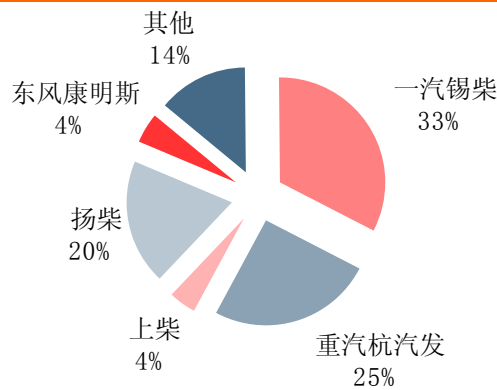
图 1 江苏松林股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司拥有完整的铸、热、金加工体系，共有铸造线 2 条，年铸 2.5 万吨；热处理线 1 条；曲轴线 5 条，年产各类曲轴 30 万支；连杆线 2 条，年产 30 万支；机体线 2 条，年产 7 万只；飞轮线 1 条，年产 10 万只；飞轮壳线 4 条，年产 20 万只。

图 2 江苏松林的客户情况（2010）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们认为，并购将实现产能扩张、地域布局、丰富产品线等诸多积极意义。江苏松林的现有 30 万曲轴产能将帮助天润曲轴实现产能的有效扩张，同时实现扩地区布局，改善客户的配套服务。同时江苏松林具备连杆、机体、飞轮壳等发动机零件产品将极大丰富天润曲轴未来的产品线，成长空间进一步扩张。

表 1 并购后对母公司业绩影响分析(人民币: 元)

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	492,751,665	520,156,204	549,120,000	604,032,000
净利润	29,881,573	31,708,288	29,000,000	54,362,880
净利润率	6.06%	6.10%	5.28%	9.00%
eps 贡献(75%股权)	-	-	0.04	0.07

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 1.2 整合行业实现寡头垄断

我们认为, 本次并购表明天润曲轴的行业地位进一步提升, 公司重轴领域的市占率将由 50% 提升至 60% 以上, 同时全系列曲轴产能增长 28% 左右。随着产能扩张和市场份额的有效占据, 公司朝着行业寡头进军, 产品线将加快向轻轴、轿车曲轴等领域的多元化扩张。目前公司曲轴产能将达 123 万, 2013 年接近 220 万, 未来扩张机遇仍较多, 公司实力与日俱增, 将成为发动机零部件热加工、精加工领域的世界巨头。

## 二、曲轴产业升级加速, 成长空间持续扩张

### 2.1 技术升级潜力无限, 外延增长成就巨头

曲轴是目前汽车零部件领域实现产业升级最为明确的子行业之一, 公司引领行业整合、拓展出口市场, 进入黄金增长阶段。由于我国在大中型铸锻件领域的技术跟进, 已达国际水平, 同时精加工水平和生产管理的持续改进, 精密铸锻件产品的质量水平已接近国际水平, 原材料和人力成本的比较优势充分发挥, 推动我国曲轴、连杆、凸轮轴等产品的进口替代及全球分工机遇。

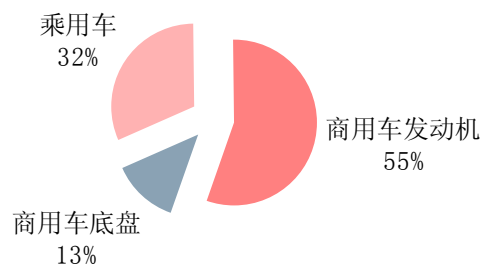
我们对比研究了印度铸锻龙头企业——巴勒特 (bharatforge), 论证天润曲轴的投资价值。巴勒特 2010 年实现收入 70 亿元, 其中汽车零部件收入 48 亿元左右, 目前公司拥有产能 500 万轿车曲轴、65 万重型曲轴、200 万连杆、100 万转向节。公司从 02 年介入重型曲轴后, 成长速度加速进入高峰, 长期维持 40% 以上。

图 3 巴勒特汽车零部件产品占比



资料来源: 巴勒特年报、中投证券研究所

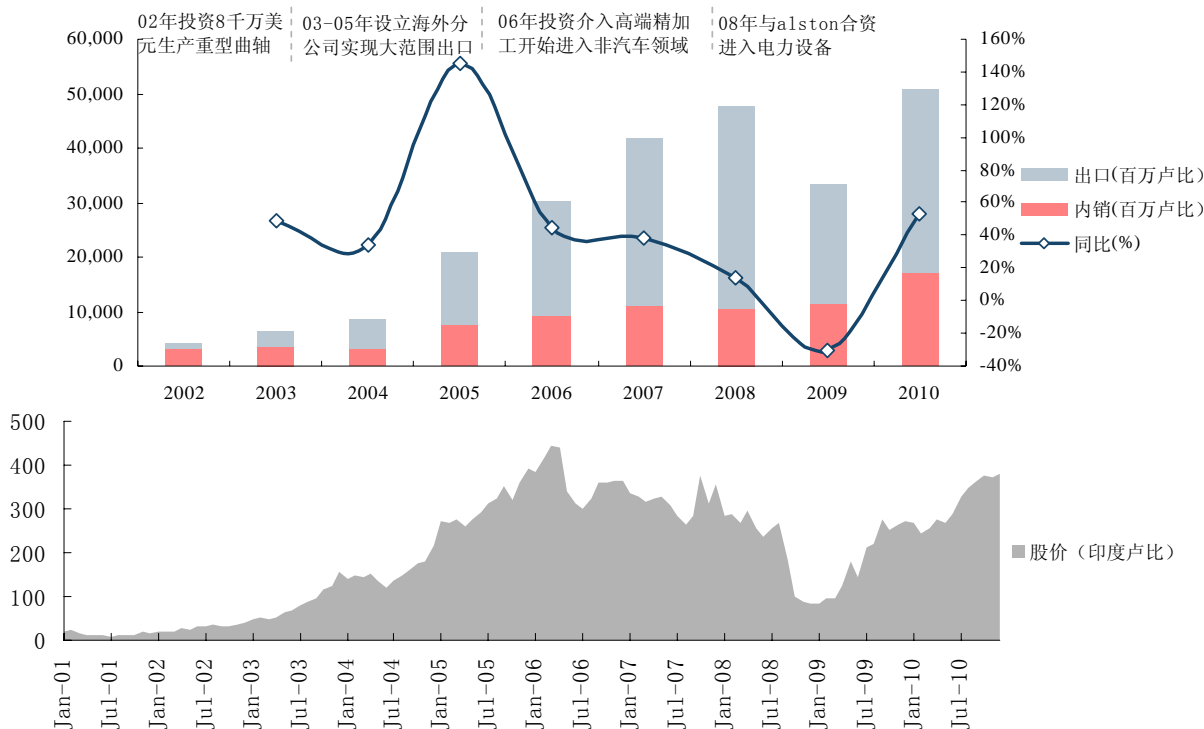
图 4 印度巴勒特市场结构 (2011)



资料来源: 巴勒特年报、中投证券研究所

巴勒特沿用同质多元化发展路径，从简单铸造加工企业升级为锻造及精加工企业，收入实现 10 倍增长，股价经历 40 倍涨幅。巴勒特 02 年起始介入柴油机重型曲轴锻造加工，成长速度维持高位，03-05 年开始扩张海外业务更经历年均 70% 以上的爆发增长，公司收入从 02 年的 42 亿卢比迅速增长到 06 年的 302 亿卢比，股价从 10 卢比暴涨至 400 卢比。

图 5 印度巴勒特股价及收入对比图（2002-2011）



资料来源：巴勒特年报、中投证券研究所

天润曲轴具有与巴勒特类似的技术升级趋势、市场环境和成长潜力。巴勒特的成长路径符合铸铁加工向大中型锻钢精加工渐进式产业升级方向，陆续经历同心多元化扩张、行业整合契机、出口扩张等高速发展阶段，成为全球大型汽车零部件供应商。汽车零部件领域的铸锻类钢铁制品包括各类型曲轴、连杆、凸轮轴、前轴、转向节等，具有明显的同质多元化扩张潜力；天润曲轴正实施曲轴行业整合，扩大竞争优势，实现规模的快速扩张，未来不排除仍有其他零部件产品的多元化扩张；我们认为，天润曲轴正面临类似巴勒特 02~05 年的快速扩张时期的发展前兆：无论是产品多元化扩张、行业整合契机和全球布局等方面，未来快速成长的潜力日益明确。

表 2 巴勒特铸锻类汽车零部件产品列表

分类	发动机零部件			底盘零部件	
	曲轴	连杆	凸轮轴	前轴	转向节
乘用车	10-30 kg	< 1 kg	< 5 kg	NA	2-10 kg
中轻型商用车	25-80 kg	1-3 kg	4-8 kg	30-60 kg	10-30 kg

重型商用车                      60-250 kg                      2-5 kg                      7-12 kg                      60-150 kg                      25-40 kg

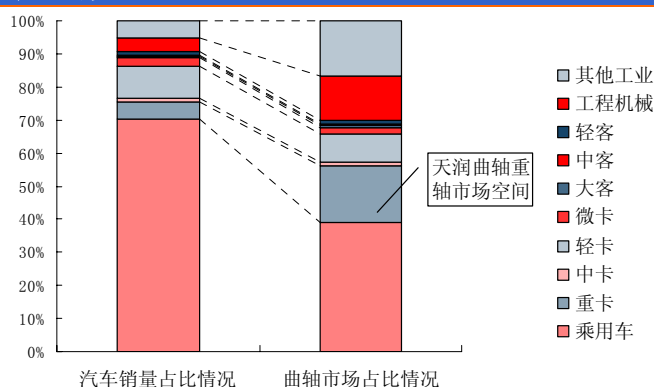
资料来源：巴勒特年报、中投证券研究所

## 2.2 “产品+市场”多元化扩张，成长空间广阔

曲轴“产品+市场”多元化扩张，成长空间广阔。目前公司在重卡曲轴领域份额接近45%，考虑工程机械重轴，仍有扩张空间；轿车曲轴和轻卡曲轴份额空间将成为未来增长来源之一，同时船用曲轴未来的盈利空间更大！

经过测算，中国车用曲轴市超过103亿元，外加工程机械、其他工业领域内燃机曲轴市场规模将接近165亿元，成长余地还很大。此外如果考虑船用曲轴，空间更不可限量！

图 6 曲轴市场的多元化空间

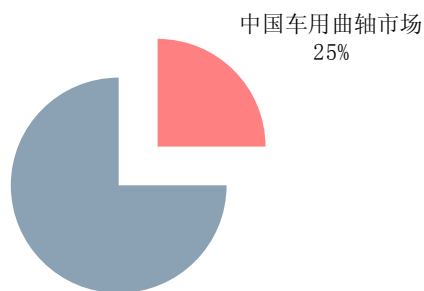


资料来源：中投证券研究所

目前国内曲轴的原材料和成本优势凸显，同时技术升级较快，产品质量和生产管理持续进步，特别是公司生产管理获得全球发动机企业认证通过，出口市场将是未来成长空间来源。2010年我国汽车市场销量1800万辆，世界汽车销量7200万辆，车用曲轴的出口空间可达300亿元。目前公司产品在国际市场上与国际巨头德国蒂森克虏伯、日本住友、印度巴勒特直接竞争，已获取包括康明斯、约翰迪尔等的出口订单。

海外市场延伸正当其时，出口订单纷至沓来，全球布局加快到来。目前公司技术、产品和规模优势的发挥，公司具备扩张海外市场的潜力，近几年将是公司实现海外布局的黄金阶段。受制产能不足，目前2010年公司出口份额5.44%，随着产能释放，公司未来出口份额将加速上升，创造全球布局机遇。

图 7 曲轴的出口空间



资料来源：中投证券研究所

公司 2011 年收入仅 14 亿，未来“产品+市场”的多元化战略将助推公司持续快速增长，成就汽车铸锻件零部件巨头。预计公司十二五计划内将扩张至 80 亿元以上，公司产能布局已就绪，布局“产品+市场”多元化战略，产品包括重轴、中轴、轻轴和轿车曲轴，市场包括进口替代、整机外包和全球出口。成长过程中整合并购、海外合作将随时发生，加速公司成就汽车铸锻零部件巨头。

## 2.3 产能储备完毕，静待收获期来临

公司经营势头强劲，增发扩产合理到位。公司目前重轴供不应求，随着 IPO 项目 11 年的快速释放，乐观估计 11 年收入能接近 20 亿，利润超过 3 亿没有悬念；12 年轿车、轻型曲轴上量，夯实规模、量增利增，同时出口和维修市场将得到挖掘；12 年以后涉足船用曲轴，实现量变到质变，主要瞄准 9 米以下的中低速内河和近海轮船发动机，预计 2000 支设计产能在 13 年以后才能陆续释放。鉴于公司产品竞争优势明显，客户资源快速扩大，未来产能问题将限制公司长远发展，公司将募资不超过 10.8 亿元新增原有车用产能，并开发船用曲轴新产品，我们认为增发项目前景明朗，有利公司保持领先优势并锁定未来持续增长！

表 3 IPO 募投项目产能

项目名称	设计产能
锡柴重卡曲轴生产线	9 万
康明斯重卡曲轴生产线	7 万
康明斯轻卡曲轴生产线	15 万支
潍柴重卡曲轴生产线	8 万支
合计	39 万

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 非公开发行项目具体规划(人民币万元)

项目名称	募投金额	总投资金额	设计产能
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12,028	15,565	15 万
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24,108	29,765	10 万
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴项目	25,207	30,587	10 万
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15,190	18,800	10 万
轿车发动机曲轴生产线项目	14,448	17,682	20 万
船用曲轴锻造生产线项目	12,519	16,101	2000
合计	103,500	128,500	65.2 万

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 其他产能扩张情况

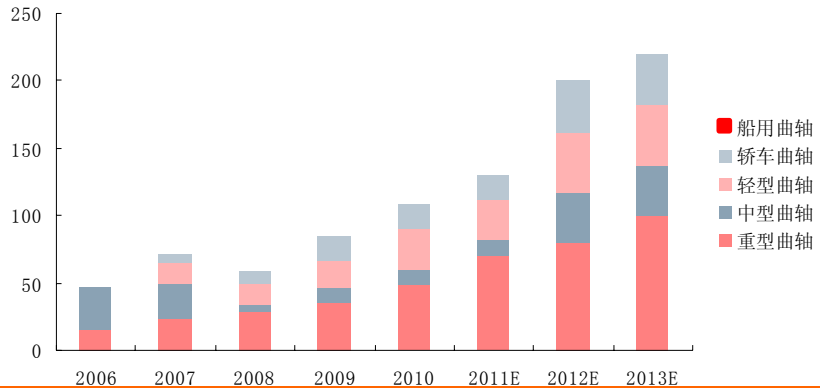
项目名称	设计产能
锡柴重卡曲轴就近生产线	10 万
江苏松林（拟并购）	15 万
合计	25 万

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司经历 IPO、非公开增发及自筹资金快速扩张产能，成长空间已充分打

开。公司配套的重型发动机企业包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、西安康明斯、上柴股份等，几乎涵盖了国内所有的重型发动机生产企业，未来很可能将成为国内重型曲轴的寡头；其他类型曲轴的扩张仍在加快，新增市场腾挪空间仍很大。根据我们测算，公司 13 年产能将接近 220 万支曲轴，产值空间接近 40 亿元。

图 8 天润曲轴的曲轴产能情况预测（IPO 和非公开增发实施后）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、业绩增速有保障，高增长低估值

11 年经历行业波动，公司充分发挥售后和出口市场弥补，仍将保持高速增长。公司利润增速（53.0%）仍远超收入增速（36.7%）。毛利率稳定在 28% 以上，成本控制较好，管理费用率下降较快，净利润率达到历史高峰 20.5%。

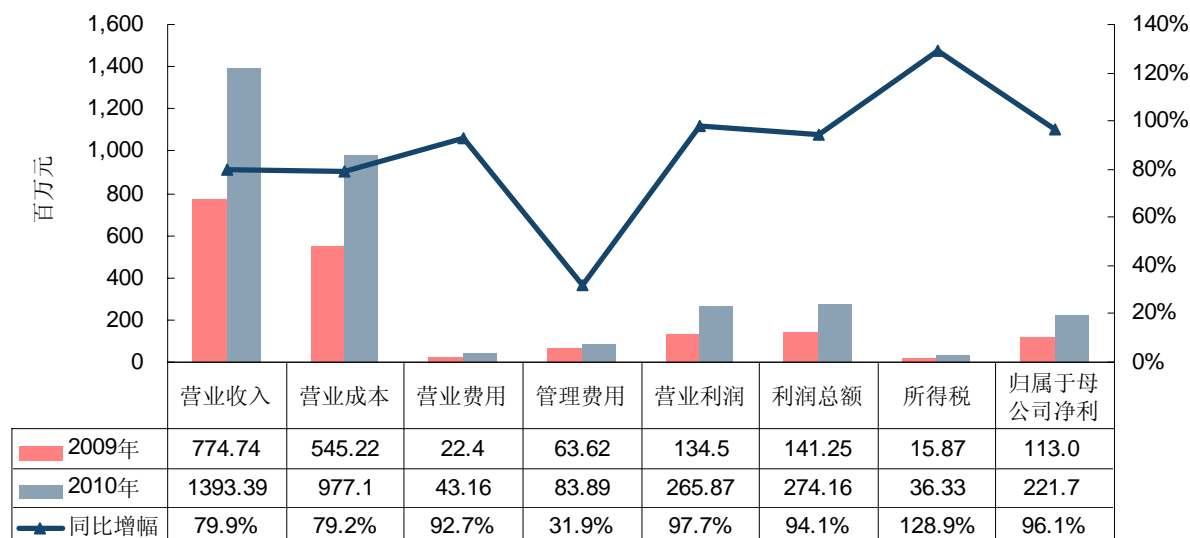
表 6 天润曲轴的季度盈利性数据（09Q2-11Q2）

财务指标(万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	198.79	208.17	311.67	301.28	320.61	459.8	395.5	411.7	4.1%	36.7%
营业成本	136.66	139.95	220.24	210.96	214.92	331	284.5	293.1	3.0%	38.9%
营业费用	4.96	9.02	6.65	12.15	5.32	19.04	9.27	10.36	11.8%	-14.7%
管理费用	20.67	18.39	23.31	11.13	35.11	14.33	29.93	25.15	-16.0%	126.0%
财务费用	2.69	0.11	2.17	0.6	3.26	3.56	0.51	-0.44	-186.3%	-173.3%
营业利润	32.32	40.49	57.47	62.28	57.93	88.19	70.91	84.43	19.1%	35.6%
利润总额	32.32	34.27	57.67	61.62	58.48	96.39	71.31	88.33	23.9%	43.3%
所得税	4.45	3.33	9.30	8.73	7.73	10.56	10.90	11.95	9.6%	36.9%
净利润	24.35	26.17	43.82	47.56	47.53	82.75	56.46	72.75	28.9%	53.0%
EPS	0.10	0.11	0.18	0.20	0.20	0.34	0.24	0.15	-37.5%	-25.0%
毛利率	31.3%	32.8%	29.3%	30.0%	33.0%	28.0%	28.1%	28.8%	2.7%	-3.9%
营业费用率	2.5%	4.3%	2.1%	4.0%	1.7%	4.1%	2.3%	2.5%	7.4%	-37.6%
管理费用率	10.4%	8.8%	7.5%	3.7%	11.0%	3.1%	7.6%	6.1%	-19.3%	65.4%
营业利润率	16.3%	19.5%	18.4%	20.7%	18.1%	19.2%	17.9%	20.5%	14.4%	-0.8%
实际所得税率	13.8%	9.7%	16.1%	14.2%	13.2%	11.0%	15.3%	13.5%	-11.5%	-4.5%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

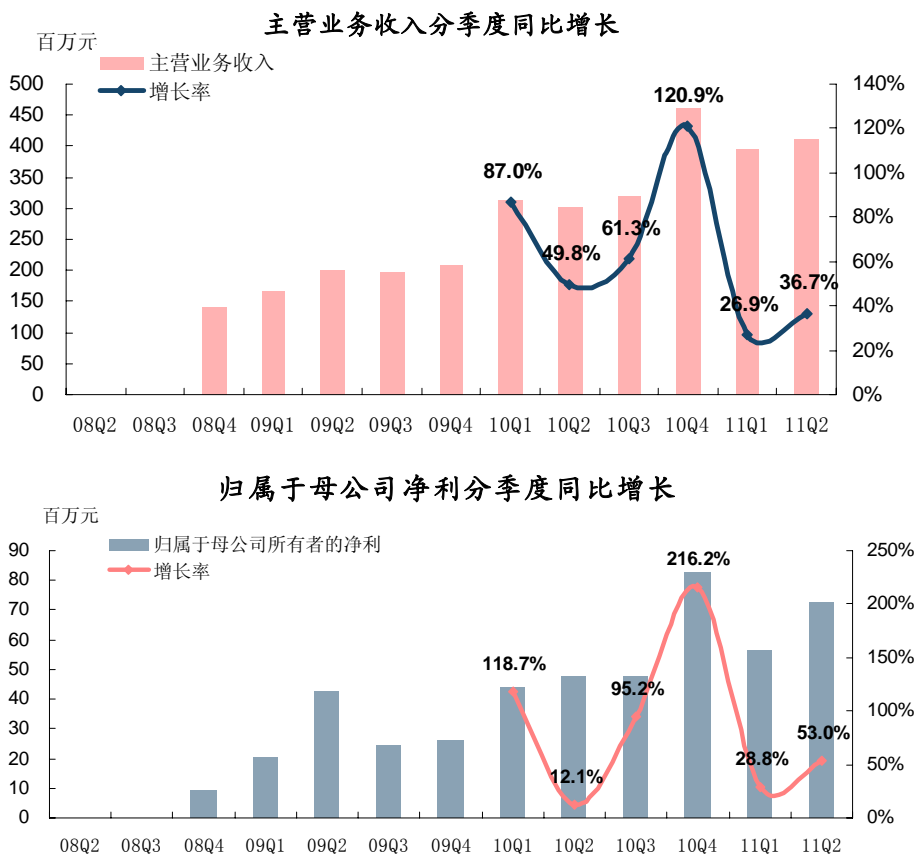


图 9 天润曲轴近期年度报告数据 (2009 vs 2010)



资料来源：天润曲轴历年报表、中投证券研究所

图 10 天润曲轴分季度数据



资料来源：天润曲轴历年报表、中投证券研究所

**投资建议：**经过测算：1、约翰迪尔的中轴订单，年销量 4000 台，年销售额 4500 万，均价 900 元，预计明年开始供货，11-13 年 EPS 增厚 0、0.01、0.02。约翰迪尔是美国仅次于卡特彼勒的第二大工程机械巨头；2、康明斯英国工厂重轴订单，年销量 5.8 万台，年销售额 1.4 亿，均价 2400 元，今年 8

月开始批量供货，11-13年EPS增厚0.02、0.06、0.06；3、拟并购江苏松林曲轴厂，按75%权益计算，11-13年EPS增厚0.04、0.07、0.09。

基于预期，11-13年增发摊薄后（摊薄比例18%）EPS为0.63元、0.91元、1.26元，对应11-13年PE为23、16、12倍；对于产业升级的优秀代表企业，连续三年将保持年均40%以上的高速增长，公司成长空间广阔，成长速度明确，估值过低，我们给予11年合理估值35倍，调高6-12个月目标价22元，维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>流动资产</b>	1066	2132	2144	2770	<b>营业收入</b>	1393	2097	2815	3778
现金	163	772	288	252	营业成本	977	1474	1964	2607
应收账款	306	460	541	768	营业税金及附加	3	5	14	19
其它应收款	6	9	15	20	营业费用	43	65	73	98
预付账款	131	197	237	366	管理费用	84	126	169	227
存货	283	427	640	826	财务费用	10	-7	-10	-6
其他	177	267	423	539	资产减值损失	10	10	5	5
<b>非流动资产</b>	1303	1897	1950	1854	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	886	1482	1667	1673	<b>营业利润</b>	266	424	601	828
无形资产	88	84	81	78	营业外收入	10	10	18	20
其他	330	331	202	103	营业外支出	1	1	9	9
<b>资产总计</b>	2369	4029	4093	4624	<b>利润总额</b>	274	432	610	839
<b>流动负债</b>	595	861	956	1319	所得税	36	57	81	111
短期借款	60	60	0	0	<b>净利润</b>	238	375	529	728
应付账款	177	266	361	471	少数股东损益	16	16	16	16
其他	358	535	596	848	<b>归属母公司净利润</b>	222	358	513	712
<b>非流动负债</b>	18	18	18	18	EBITDA	358	480	677	918
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.64	0.92	1.27
其他	18	18	18	18					
<b>负债合计</b>	614	880	974	1337	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	48	64	81	97	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
股本	240	559	559	559	<b>成长能力</b>				
资本公积	1028	1823	1823	1823	营业收入	79.9%	50.5%	34.2%	34.2%
留存收益	440	702	655	808	营业利润	97.7%	59.3%	41.8%	37.9%
归属母公司股东权益	1707	3085	3038	3190	归属于母公司净利润	96.1%	61.7%	43.0%	38.8%
<b>负债和股东权益</b>	2369	4029	4093	4624	<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.9%	29.7%	30.2%	31.0%
					净利率	15.9%	17.1%	18.2%	18.8%
					ROE	13.0%	11.6%	16.9%	22.3%
					ROIC	14.3%	14.7%	18.0%	23.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	25.9%	21.8%	23.8%	28.9%
					净负债比率	9.78%	6.82%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.79	2.48	2.24	2.10
					速动比率	1.31	1.98	1.57	1.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.64	0.66	0.69	0.87
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	7.31	6.65	6.27	6.27
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.64	0.92	1.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.43	0.47	0.93
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	5.51	5.43	5.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.63	23.27	16.27	11.72
					P/B	4.88	2.70	2.75	2.61
					EV/EBITDA	23	17	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434