

## 中国重汽 (000951.SZ) 货车行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

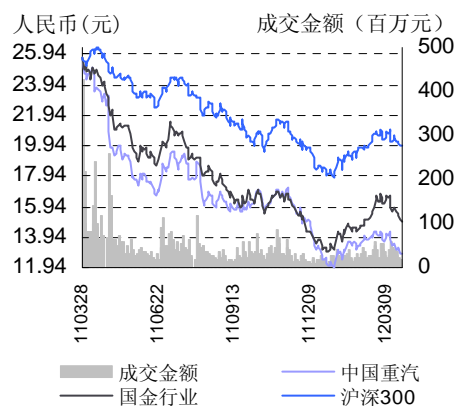
市价(人民币): 12.93元

## 11年业绩大幅下滑, 12年有望明显改善

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	419.43
总市值(百万元)	5,423.17
年内股价最高最低(元)	25.73/11.94
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《坏账准备致 2010 年业绩低于预期》, 2011.3.27

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.604	0.864	1.050	1.252	1.450
每股净资产(元)	8.31	8.93	9.85	10.97	12.29
每股经营性现金流(元)	0.74	0.81	2.19	2.52	2.99
市盈率(倍)	8.06	14.97	12.31	10.33	8.91
行业优化市盈率(倍)	32.11	21.57	21.57	21.57	21.57
净利润增长率(%)	57.21%	-46.13%	21.58%	19.16%	15.88%
净资产收益率(%)	19.29%	9.68%	10.67%	11.41%	11.80%
总股本(百万股)	419.43	419.43	419.43	419.43	419.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 2011 年营收 260.59 亿元, 同比下滑 9.84%; 归属母公司股东净利润 3.62 亿元, 同比下滑 46.13%, 对应 EPS 为 0.86 元; 第四季度, 公司营收 53.13 亿元, 同比下滑 13.75%; 归属母公司股东净利润为亏损 2,010 万元, 对应 EPS 为 -0.05 元。

## 经营分析

- **销量降幅小于行业, 市场份额略有提升:** 公司 2011 年销售重卡 100,627 辆, 较 2010 年下降 8.0%, 略好于行业 13.1% 的降幅, 市场份额从 2010 年的 10.8% 回升至 11.4%, 但较 2007 年的 15.1% 仍有较大差距。2012 年 1-2 月, 公司重卡销量为 10,772 辆, 同比下滑 23.91%, 略好于行业 27.7% 的降幅, 市场份额仍在继续提升。2011 年, 重汽集团销量下滑 27.9%, 市场份额从 19.5% 下滑至 16.2%。
- **盈利能力下滑较幅度较大:** 2011 年, 国内天然橡胶较 2010 年价格上涨约 30%, 钢材价格亦上涨约 10%; 与此同时, 重卡企业为消化库存加大促销力度, 亦使产品售价有所下滑; 二者合计使重卡盈利能力下滑较为明显, 公司亦不例外。2011 年, 中国重汽毛利率为 8.32%, 较去年同期下滑 1.5 个百分点; 公司净利率为 2.16%, 同比下滑近 0.9 个百分点。第四季度, 公司毛利率为 6.74%, 同比虽回升 0.6 个百分点, 但环比下滑 1.5 个百分点; 公司当季净利率为 -1.10%, 同比与环比分别下滑 0.3 与 4.3 个百分点, 继 2010 年第四季度后再次出现单季度亏损。
- **资产周转速度放缓, 但现金流状况良好:** 2011 年, 公司应收账款周转天数从 18.1 上升到 21.2, 存货周转天数从 71.9 上升到 92.0, 营业周期从 90.0 天上升到 113 天, 资产周转速度放缓较为明显。2011 年, 公司经营活动现金流净额为 3.38 亿元, 较 2010 年的 3.08 亿元增加 9.7%; 与此同时, 公司收紧投资现金支出, 并增加银行借款, 使全年现金流净增加 2.93 亿元, 较 2010 年的净流出 13.49 亿元大为改善, 且资产负债率较 2010 年末的 79.7% 下滑至 2011 年末的 77.2%。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

- **年末库存压力较年初明显减小:** 2010年,公司重卡产销分别为131,588辆与109,312辆,库存净增加22,276辆,当年年末的库存压力显著增加,并在2011年一季度末达到高点。二季度起,重汽开始去库存化进程,公司2011年重卡产销分别为86,037辆与100,627辆,消化库存14,556辆。2011年末,公司“库存商品/月均营收”比例为1.97,即商品存货仅有2个月销售,已属较为合理水平;较2010年末的2.80已有明显下滑,库存压力明显较小。
- **与曼公司合作成果初现:** 在与德国曼公司合资约2年后,公司依托曼技术的首款量产车型HOWO-T5G终于在2011年12月正式面世。T5G由重汽根据曼MC系列发动机平台、TGA驾驶室及其前后车桥技术打造,车型包括牵引车、自卸车、载货车等,吨位覆盖12-31吨,将助重汽拓展国内与海外市场。依托曼的技术与重汽自身的营销渠道,T5G及其后续车型有望给重汽带来新的突破。
- **2012年重卡行业销量增速有望回升,公司业绩有望显著改善:** 我们发现M2是判断重卡需求变化的较为可靠领先指标。今年2月份我国M2增速已开始拐头向上,我们预计5月份起重卡需求也有望逐渐回升。此外,工程类重卡与物流类重卡的保有量,分别与工程类固定资产投资(交通运输行业投资+房地产开发投资+水利行业投资)与公路货运量紧密相关,根据我们的综合判断,我们认为2012年重卡销量有望达95万辆,同比增加约8%。与此同时,第四季度以来钢材、橡胶等主要原材料的价格已有大幅下滑,全年亦有望维持较低水平,重卡类企业盈利能力将有明显好转。基于这一行业判断,我们认为公司今年业绩将有显著改善。

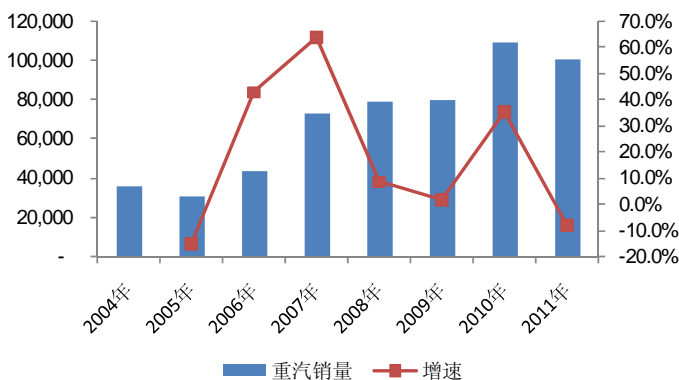
#### 盈利调整

- 我们预测中国重汽2012-2014可实现归属母公司股东净利润4.41、5.25、6.08亿元,三年增速分别为21.58%、19.16%与15.88%对应的EPS分别为1.05、1.25、1.45元。

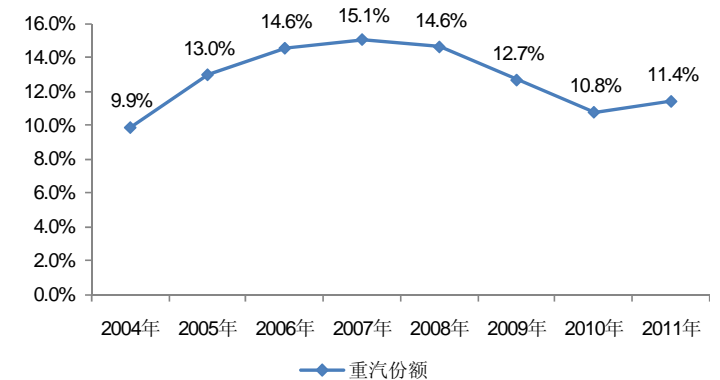
#### 投资建议

- 公司当前股价对应2012年EPS为12.31倍PE,估值暂无优势,我们维持公司“持有”评级。

图表1: 中国重汽近年销量及增速(辆)

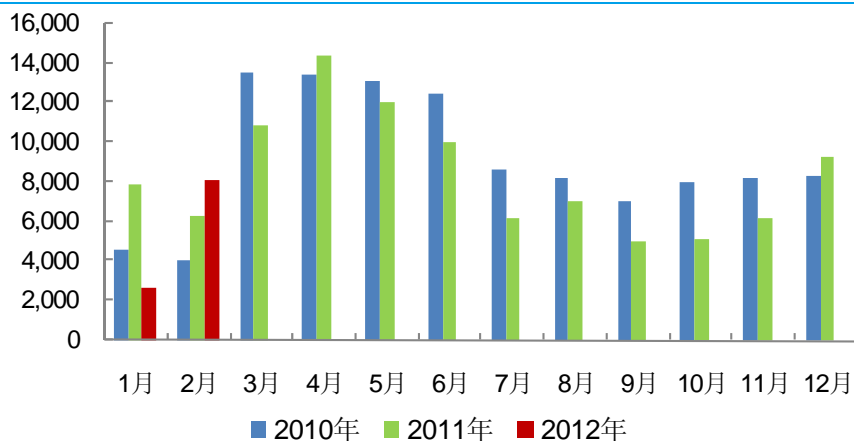


图表2: 中国重汽近年重卡市场份额



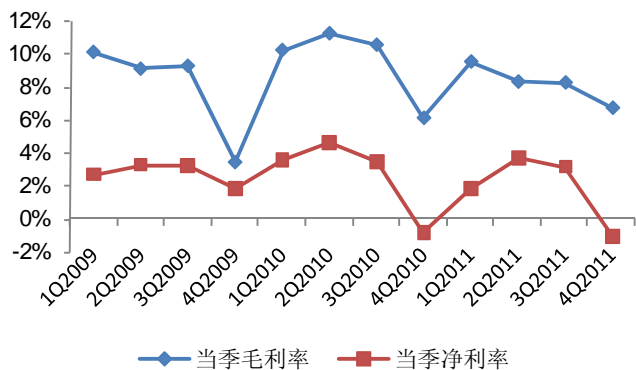
来源: 公司资料、中汽协、国金证券研究所

图表3: 中国重汽月度销量走势(辆)



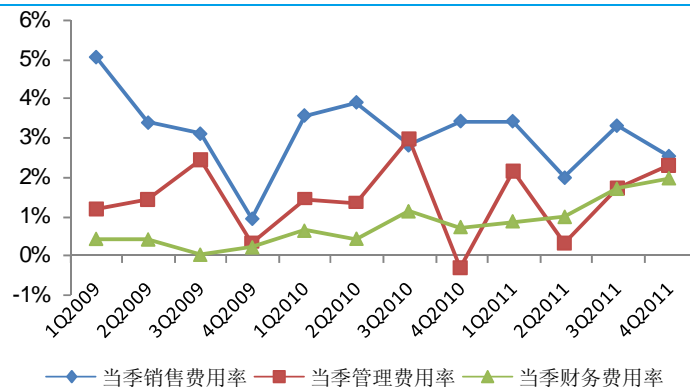
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表4: 中国重汽各季度毛利率与净利率

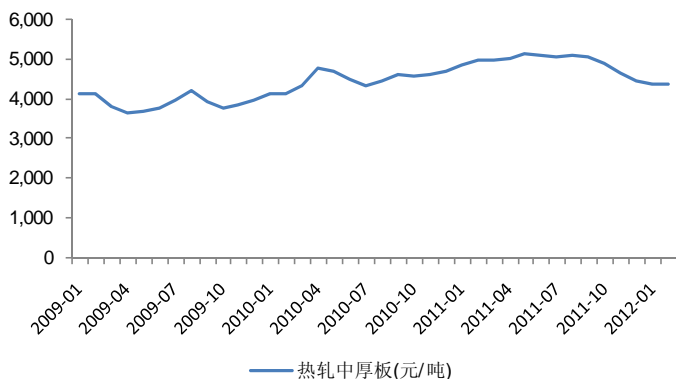


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表5: 中国重汽各季度三费比率

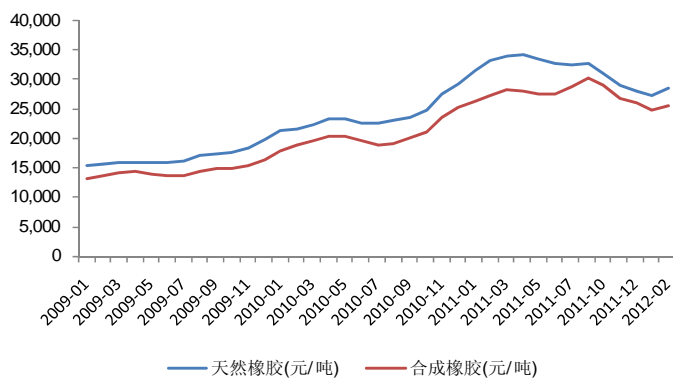


图表6: 国内刚才月度价格走势(元/吨)



来源: 聚源数据、国金证券研究所

图表7: 国内橡胶月度价格走势(元/吨)



图表8: 中国重汽收入分拆及预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车销售收入</b>					
平均售价 (元/件)	236,946	237,428	239,803	244,599	249,491
增长率 (YOY)	2.11%	0.20%	1.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (件)	109,312	100,603	108,651	119,516	129,078
增长率 (YOY)	35.71%	-7.97%	8.00%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	25,901	23,886	26,055	29,234	32,204
增长率 (YOY)	38.57%	-7.78%	9.08%	12.20%	10.16%
毛利率	10.30%	8.17%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	23,233	21,935	23,710	26,603	29,305
增长率 (YOY)	34.90%	-5.59%	8.09%	12.20%	10.16%
毛利 (百万元)	2,667.94	1,951.41	2,344.94	2,631.02	2,898.33
增长率 (YOY)	81.57%	-26.86%	20.17%	12.20%	10.16%
占总销售额比重	91.50%	93.06%	94.20%	95.05%	95.48%
占主营业务利润比重	94.86%	92.02%	93.59%	94.52%	95.00%
<b>配件销售收入</b>					
销售收入 (百万元)	2,403	1,781	1,603	1,523	1,523
增长率 (YOY)	110.25%	-25.88%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	5.96%	9.49%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	2,259.91	1,611.97	1,442.63	1,370.50	1,370.50
增长率 (YOY)	123.08%	-28.67%	-10.51%	-5.00%	0.00%
毛利 (百万元)	143.11	169.05	160.29	152.28	152.28
增长率 (YOY)	10.16%	18.12%	-5.18%	-5.00%	0.00%
占总销售额比重	8.49%	6.94%	5.80%	4.95%	4.51%
占主营业务利润比重	5.09%	7.97%	6.40%	5.47%	4.99%
<b>其他业务收入</b>					
销售收入 (百万元)	4.02	0.59	0.59	0.59	0.59
增长率 (YOY)	3.66%	-85.41%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	37.74%	37.13%	37.50%	37.50%	37.50%
销售成本 (百万元)	2.50	0.37	0.37	0.37	0.37
增长率 (YOY)	17.28%	-85.27%	-0.58%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	1.52	0.22	0.22	0.22	0.22
增长率 (YOY)	-13.01%	-85.65%	0.99%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
销售总收入 (百万元)	28,308	25,668	27,658	30,757	33,727
销售总成本 (百万元)	25,496	23,547	25,153	27,973	30,676
毛利 (百万元)	2,813	2,121	2,505	2,784	3,051
平均毛利率	9.94%	8.26%	9.06%	9.05%	9.05%

来源: 公司资料、国金证券研究所

**图9：中国重汽2012-2014年业绩预测概要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>20,361</b>	<b>28,904</b>	<b>26,059</b>	<b>27,658</b>	<b>30,757</b>	<b>33,727</b>
增长率		42.0%	-9.8%	6.1%	11.2%	9.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-18,723</b>	<b>-26,066</b>	<b>-23,890</b>	<b>-25,153</b>	<b>-27,973</b>	<b>-30,676</b>
%销售收入	92.0%	90.2%	91.7%	90.9%	90.9%	91.0%
<b>毛利</b>	<b>1,638</b>	<b>2,837</b>	<b>2,169</b>	<b>2,505</b>	<b>2,784</b>	<b>3,051</b>
%销售收入	8.0%	9.8%	8.3%	9.1%	9.1%	9.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-53</b>	<b>-55</b>	<b>-62</b>	<b>-67</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>营业费用</b>	<b>-627</b>	<b>-1,009</b>	<b>-706</b>	<b>-774</b>	<b>-861</b>	<b>-944</b>
%销售收入	3.1%	3.5%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
<b>管理费用</b>	<b>-281</b>	<b>-399</b>	<b>-383</b>	<b>-390</b>	<b>-434</b>	<b>-476</b>
%销售收入	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>730</b>	<b>1,426</b>	<b>1,028</b>	<b>1,286</b>	<b>1,427</b>	<b>1,563</b>
%销售收入	3.6%	4.9%	3.9%	4.6%	4.6%	4.6%
<b>财务费用</b>	<b>-56</b>	<b>-198</b>	<b>-336</b>	<b>-372</b>	<b>-378</b>	<b>-375</b>
%销售收入	0.3%	0.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>13</b>	<b>-191</b>	<b>8</b>	<b>-92</b>	<b>-99</b>	<b>-109</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>688</b>	<b>1,038</b>	<b>701</b>	<b>821</b>	<b>949</b>	<b>1,079</b>
营业利润率	3.4%	3.6%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%
<b>营业外收支</b>	<b>16</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>15</b>
<b>税前利润</b>	<b>704</b>	<b>1,067</b>	<b>704</b>	<b>826</b>	<b>959</b>	<b>1,094</b>
利润率	3.5%	3.7%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%
<b>所得税</b>	<b>-126</b>	<b>-190</b>	<b>-141</b>	<b>-165</b>	<b>-192</b>	<b>-219</b>
所得税率	17.9%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>净利润</b>	<b>578</b>	<b>876</b>	<b>563</b>	<b>661</b>	<b>768</b>	<b>875</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>150</b>	<b>204</b>	<b>200</b>	<b>220</b>	<b>243</b>	<b>267</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>428</b>	<b>673</b>	<b>362</b>	<b>441</b>	<b>525</b>	<b>608</b>
净利率	2.1%	2.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>6,838</b>	<b>3,830</b>	<b>4,029</b>	<b>4,000</b>	<b>4,200</b>	<b>4,400</b>
<b>应收款项</b>	<b>3,113</b>	<b>4,858</b>	<b>6,547</b>	<b>7,241</b>	<b>8,015</b>	<b>8,749</b>
<b>存货</b>	<b>2,973</b>	<b>7,442</b>	<b>4,771</b>	<b>5,799</b>	<b>6,397</b>	<b>6,965</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>502</b>	<b>516</b>	<b>243</b>	<b>256</b>	<b>283</b>	<b>310</b>
<b>流动资产</b>	<b>13,426</b>	<b>16,647</b>	<b>15,590</b>	<b>17,296</b>	<b>18,896</b>	<b>20,424</b>
%总资产	83.6%	84.5%	83.2%	83.9%	84.6%	85.2%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,233</b>	<b>2,309</b>	<b>2,457</b>	<b>2,599</b>	<b>2,715</b>	<b>2,791</b>
%总资产	13.9%	11.7%	13.1%	12.6%	12.2%	11.6%
<b>无形资产</b>	<b>350</b>	<b>465</b>	<b>445</b>	<b>465</b>	<b>484</b>	<b>503</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,636</b>	<b>3,058</b>	<b>3,150</b>	<b>3,311</b>	<b>3,446</b>	<b>3,541</b>
%总资产	16.4%	15.5%	16.8%	16.1%	15.4%	14.8%
<b>资产总计</b>	<b>16,063</b>	<b>19,705</b>	<b>18,740</b>	<b>20,607</b>	<b>22,342</b>	<b>23,965</b>
<b>短期借款</b>	<b>5,019</b>	<b>5,997</b>	<b>5,082</b>	<b>5,200</b>	<b>5,311</b>	<b>5,238</b>
<b>应付款项</b>	<b>5,458</b>	<b>9,060</b>	<b>6,671</b>	<b>7,903</b>	<b>8,789</b>	<b>9,638</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>816</b>	<b>288</b>	<b>558</b>	<b>468</b>	<b>493</b>	<b>518</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,292</b>	<b>15,344</b>	<b>12,311</b>	<b>13,571</b>	<b>14,593</b>	<b>15,394</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,260</b>	<b>0</b>	<b>1,700</b>	<b>1,700</b>	<b>1,700</b>	<b>1,701</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>347</b>	<b>363</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>
<b>负债</b>	<b>12,899</b>	<b>15,707</b>	<b>14,461</b>	<b>15,721</b>	<b>16,743</b>	<b>17,545</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,856</b>	<b>3,486</b>	<b>3,744</b>	<b>4,130</b>	<b>4,600</b>	<b>5,154</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>308</b>	<b>512</b>	<b>536</b>	<b>756</b>	<b>999</b>	<b>1,265</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,063</b>	<b>19,705</b>	<b>18,740</b>	<b>20,607</b>	<b>22,342</b>	<b>23,965</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.020	1.604	0.864	1.050	1.252	1.450
每股净资产	6.809	8.312	8.926	9.847	10.968	12.289
每股经营现金净流	0.786	0.736	0.806	2.189	2.520	2.993
每股股利	0.100	0.250	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.98%	19.29%	9.68%	10.67%	11.41%	11.80%
总资产收益率	2.66%	3.41%	1.93%	2.14%	2.35%	2.54%
投入资本收益率	6.35%	11.73%	7.43%	8.73%	9.05%	9.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	6.08%	41.96%	-9.84%	6.14%	11.20%	9.66%
EBIT增长率	-10.25%	95.38%	-27.94%	25.09%	11.00%	9.55%
净利润增长率	-9.51%	57.21%	-46.13%	21.58%	19.16%	15.88%
总资产增长率	36.20%	22.67%	-4.89%	9.96%	8.42%	7.26%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	17.5	18.4	21.5	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	53.6	72.9	93.3	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	28.4	35.7	44.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	36.1	27.5	30.4	28.9	25.8	27.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-17.69%	54.18%	64.34%	59.36%	50.20%	39.55%
EBIT利息保障倍数	13.1	7.2	3.1	3.5	3.8	4.2
资产负债率	80.31%	79.71%	77.16%	76.29%	74.94%	73.21%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>578</b>	<b>876</b>	<b>563</b>	<b>661</b>	<b>768</b>	<b>875</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>166</b>	<b>501</b>	<b>266</b>	<b>380</b>	<b>424</b>	<b>494</b>
<b>非经营收益</b>	<b>174</b>	<b>45</b>	<b>423</b>	<b>451</b>	<b>453</b>	<b>449</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-589</b>	<b>-1,109</b>	<b>-908</b>	<b>-574</b>	<b>-588</b>	<b>-564</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>330</b>	<b>313</b>	<b>343</b>	<b>918</b>	<b>1,057</b>	<b>1,255</b>
<b>资本开支</b>	<b>-514</b>	<b>-472</b>	<b>-434</b>	<b>-445</b>	<b>-450</b>	<b>-465</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>310</b>	<b>30</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-204</b>	<b>-443</b>	<b>-334</b>	<b>-445</b>	<b>-450</b>	<b>-465</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>1,204</b>	<b>-282</b>	<b>785</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>-71</b>
<b>其他</b>	<b>-224</b>	<b>-933</b>	<b>-496</b>	<b>-620</b>	<b>-518</b>	<b>-519</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>980</b>	<b>-1,215</b>	<b>289</b>	<b>-502</b>	<b>-407</b>	<b>-590</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,106</b>	<b>-1,345</b>	<b>298</b>	<b>-29</b>	<b>200</b>	<b>200</b>

来源：公司资料、国金证券研究所

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
强买	0	1	1	3	4
买入	0	0	0	0	5
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-27	持有	27.67	N/A

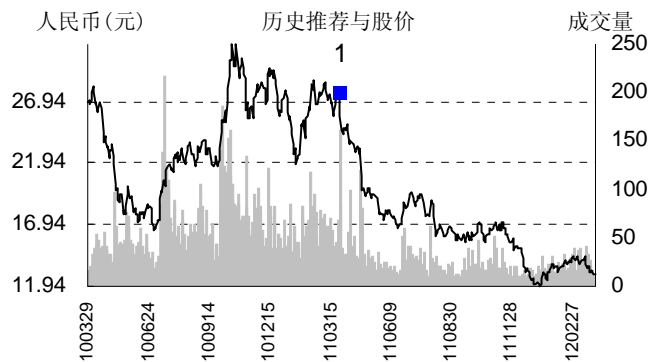
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 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。



**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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B