

证券研究报告

公司研究——年报点评

上汽集团 (600104.sh)

邢海芝行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com



上次评级时间: 2011.08.10

上汽集团相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据

52 周内股价波动区间(元)	18.48-14.99
最近一月涨跌幅(%)	-6.84
总股本(亿股)	110.26
流通 A 股比例(%)	83.17
总市值(亿元)	1652.73

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编: 100031

相关研究

《业绩增长压力延期显现》

2011.08.29

《11 年业绩增长或有压力》

2011.03.31

未来增长尚需蓄势

2011 年年报点评 2012 年 04 月 09 日

本期内容提要:

公告事项: 3 月 30 日公布 2011 年年报, 年报显示, 公司 11 年实现营业收入 4348.04 亿元, 同比增长 18.89%, 实现归属于母公司净利润 202.22 亿元, 同比增长 23.38%。经营性净现金流 202.09 亿元, 同比增长-31.15%。(调整后)

评论如下:

◇**销量, 营收分别实现 400 万辆和 4348 亿元, 同比增长分别为 11.97%和 18.89%。**上海通用销量 118.56 万辆, 增长 17.14%。上海大众销量 116.58 万辆, 增长 16.42%。自主品牌轿车实现销量 15.81 万辆, 增长-1.44%。上汽通用五菱销量 9.21 万辆, 增长 18.38%。

◇**盈利能力有所降低, 费用控制相对较好。**毛利率为 18.75%, 略微降 0.64 个百分点, 相对拉低营业利润约 28 亿元; 期间费用和资产减值率合计为 9.93%, 相对 10 年降低 1.21 个百分点, 相对贡献利润约 53 亿元。售后服务支出减少、工资薪酬及技术开发费用增加、利息收入增加和远期外汇收益增加是影响费用变化的主要因素。投资收益实现 134.52 亿元, 同比增长 24.90%。

◇**合资公司收益稳健增长, 自主业务亏损加大。**我们估算上海通用、上海大众、上汽通用五菱贡献公司净利润分别为 95 亿元、85 亿元、20 亿元, 华域汽车为 18 亿元。母公司业务包括自主品牌轿车和部分零部件业务 10 年、11 年的总收入减总成本后的亏损分别为-25.19 亿元和-35.12 亿元。

◇**产能扩张与产品开发投入高峰期。**11 年, 公司经营性净现金流实现 202.09 亿元, 比去年同期减少约 47 亿元, 主要是上年应付型项目本年减少所致。上海通用、上海大众未来产能将分别提高 30 万辆和 50 万辆。母公司业务未来主要以轿车的产品投入和商用车投入为主。

◇**预计 12 年实现营收、归母净利润分别 4718 亿元和 208 亿元, 同比增长 8.50%和 3.09%。**基本假设: 综合毛利率将由 11 年的 19.07%降低到 12 年的 18.50%左右; 售后服务费用支出以及研发费用投入的预期增加也将影响 12 年利润的增加。

◇**风险主要在于原材料价格风险和政策风险。**

销量，营收分别实现 400 万辆和 4348 亿元，同比增长分别为 11.97%和 18.89%

公司全年实现各类整车销量超过 400 万辆，同比增长 11.97%，远超过行业总体 2.45%的水平。

其中，上海通用销量实现 118.56 万辆，同比增长 17.14%。增长的主力主要是雪佛兰克鲁兹在 10 年增长 103.64%的基础上 11 年继续维持了稳定的增长（22.12 万辆，+17.83%）；11 年新产品爱唯欧（2.99 万辆）也取得较好的市场表现；雪佛兰新赛欧（19.79 万辆，+50.62%）和别克英朗 GT（9.67 万辆，+123.31%）这些 10 年推出的主力车型，11 年也继续保持了较大幅度的增长，但同期推出的别克英朗 XT（3.81 万辆，-0.71%）销量与上年基本持平；别克新君越（10.34 万辆，-0.97%）基本已过了市场高峰期，由 10 年 140%的增长降到 11 年的零增长。MPV 产品 GL8 11 年销量只有 2.19 万辆，同比增长-58.03%，但是新产品新 GL8 销量达到 4.50 万辆，总体其 MPV 产品依然实现 28.16%的增长并超过行业总体水平。上海通用 10 年新产品的增量贡献大约占 11 年总增量（17 万辆）的 44%左右，与上年的近 70%比重相比明显降低，显示其 11 年新产品推出步伐有所放缓。

上海大众 11 年总计实现销量 116.58 万辆，增长 16.42%，主要是新产品 NMS 系列当年即贡献 9.78 万辆，同时，波罗系列（16.79 万辆，47.35%）在新波罗（11.22 万辆）的带动下也实现了相对高速增长；另外晶锐（4.88 万辆，24.14%）和昊锐（4.48 万辆，18.53%）也都维持继续的快速增长；增速相对较低和下降的车型主要有桑塔纳（20.40 万辆，-2.93%）、领驭（6.81 万辆，-48.03%）、明锐（12.65 万辆，11.68%）、朗逸（24.75 万辆，-1.65%）。SUV 产品途观 10 年推出即销量达到 7.05 万辆，而 11 年其继续实现销量 12.92 万辆，增长 83.34%。MPV 产品途安 11 年也呈现较快增长，实现 3.12 万辆，增长 41.82%。上海大众 11 年的特点是新产品增长成为增长主力，老产品下降明显。自主品牌轿车方面，上海汽车 11 年销量包括荣威、MG 总计实现了 15.81 万辆，相对 10 年的 16.04 万辆同比增长-1.44%，其中荣威系列销量 9.19 万辆，MG 系列销量 6.62 万辆。公司自主品牌轿车在保持了两年的相对快速增长后，11 年增长明显放缓，主要是新产品推出节奏放慢所致。

上汽通用五菱方面，其轿车产品 SPARK（7.03 万辆，-9.69%）在 10 年近 30%的增速基础上 11 年增速有所放缓，但新产品宝骏取得了 2.19 万辆的销量。同时，其交叉型乘用车在整体行业增速下降 9.38%的基础上，增长依然实现了 6.43%。

商用车方面，除南汽集团的轻客（4.44 万辆，20.78%）实现相对于所属行业的高增长之外，其它如轻卡、重卡、大客等与所属行业增长基本上一致，且绝对规模依然较小，对公司整体的贡献尚不明显。

全年公司实现销售收入 4348.04 亿元，可比口径的同比增长为 18.89%，其中汽车制造业和金融业分别实现 4330.95 亿元和 17.08 亿元，同比分别增长 18.66%和 130.53%。

表 1：11 年上汽集团各整车业务单元销量及其增长（万辆，%）

	行业销量	增长	公司	销量	增长
汽车	1850.51	2.45	上海汽车	401.18	11.97
乘用车	1447.24	5.19	乘用车	265.15	16.37
商用车	403.27	-6.31	商用车	136.03	4.31

上海通用销量实现 118.56 万辆，增长 17.14%。

上海大众销量实现 116.58 万辆，增长 16.42%。

自主品牌轿车实现销量 15.81 万辆，增长-1.44%。

上汽通用五菱实现销量 9.21 万辆，增长 18.38%。

轿车	1012.27	6.62	上海通用	111.87	16.54
			上海大众	100.54	10.62
			上汽通用五菱	9.21	18.38
			南汽集团	6.62	30.83
			上海汽车	9.19	-16.30
MPV	49.77	11.74	上海通用	6.69	28.16
			上海大众	3.12	41.82
SUV	159.37	20.19	上海大众	12.92	83.26
			上海汽车	0.41	
交叉型	225.83	-9.38	上汽通用五菱	112.58	6.43
大客	7.38	7.26	上海申沃	0.32	10.34
轻客	32.25	13.41	南汽集团	4.44	20.78
重卡	88.06	-13.44	上汽依维柯红岩	3.15	-5.41
微货	49.22	-9.9	上汽通用五菱	8.32	-15.88
轻货	188.01	-7.19	南汽集团	6.94	-4.28

资料来源: caam, 信达证券研发中心

盈利能力有所降低, 费用控制相对较好

毛利润率为 18.75%, 略微降 0.64 个百分点, 相对拉低营业利润约 28 亿元。

期间费率和资产减值率合计为 9.93%, 相对 10 年降低 1.21 个百分点, 相对贡献利润约 53 亿元。

售后服务支出减少、工资薪酬及技术开发费用增加、利息收入增加和远期外汇收益增加是影响费用变化的主要因素。

相对于营收 18.89% 的增长, 营业利润增长实现 24.98%, 为 416.97 亿元, 净利润增长 23.38%, 为 202.22 亿元。影响营业利润及增长的因素中, 毛利润率略微降 0.64 个百分点, 相对拉低营业利润约 28 亿元, 但期间费率和资产减值率总体为 9.93%, 相对 10 年降低 1.21 个百分点, 相对贡献利润约 53 亿元。另外, 投资收益实现 134.52 亿元, 同比增加了 26.82 亿元, 同比增长 24.90%, 与公司整体业务收入规模增长基本同步。

尽管 2011 年特别是下半年行业原材料等价格有所上涨, 但凭借业务的多元化及其业务链的广度、深度等特征, 公司整体对原材料的上涨具有较好的抗波动性特征, 相对同类公司, 其毛利润率基本维持了稳定的水平。10 年, 11 年, 公司毛利润率分别为 19.39% 和 18.75%。公司毛利润率的降低主要是母公司业务降低所致。

期间费率的变化和相对降低, 主要是销售费率相对有所降低, 约 1.48 个百分点, 对营业利润的影响较大, 销售费用的相对降低主要是当期支出的售后服务费用降低所致。另外, 财务费率和减值损失相对也都有所降低, 财务费用的相对降低主要是利息收入增加和远期外汇收益增加所致。费用因素中, 只有管理费用相对有所增长, 费率由 10 年的 3.66% 略提高到 4.40%。管理费率的提高主要是工资薪酬和技术开发费同比增加相对较快所致, 分别增长在 43.22% 和 44.149%, 占整个管理费用的比重分别为 29.85% 和 29.95%。

投资收益实现 134.52 亿元，同比增长 24.90%。

表 2：上汽集团近年成本费用比变化 (%)

	08 年	09 年	10 年	11 年
毛利润率	11.55	12.71	19.39	18.75
销售费率	6.79	7.01	6.74	5.26
管理费率	5.08	3.4	3.66	4.40
财务费率	1.43	0.41	0.12	0.01
三项费率	13.36	10.81	10.52	9.70
资产减值率	3.05	1.02	0.62	0.23

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

合资公司收益稳健增长，自主业务亏损加大

我们估算上海通用、上海大众、上汽通用五菱贡献公司净利润分别为 95 亿元、85 亿元、20 亿元，华域汽车为 18 亿元。

母公司业务包括自主品牌轿车和部分零部件业务 10 年、11 年的总收入减总成本后的亏损分别为 -25.19 亿元和 -35.12 亿元。

公司业务相对多元并复杂，利润来源也众多，同时，涉及合资公司部分的损益由于具有一定的不公开性，这为我们对其利润的详细分解带来障碍。

但大致可以做一推算，在公司 11 年 416.97 亿元营业利润和 202.22 亿元净利润中，其中上海通用销量为 118.56 万辆，实际营业利润约 300 亿元，净利润约 190 亿元（单车净利润约为 1.6 万元），对应贡献上市公司净利润约 95 亿元；上海大众销量为 116.58 万辆，实际营业利润约为 280 亿元，净利润约 170 亿元（单车净利润约为 1.5 万元），对应贡献上市公司投资收益约 85 亿元。11 年，上汽通用五菱销售 123.45 万辆，轿车、交叉型和微货分别 9.21 万辆、112.58 万辆和 8.32 万辆，对应贡献上市公司净利润约 20 亿元（按单车净利润轿车为 0.5 万元、交叉型 0.3 万元、微货 0.18 万元计算）；华域汽车 11 年根据公告，实现归属于母公司净利润为 29.90 亿元，则对应贡献公司净利润约为 18 亿元。另外，上市公司母公司包括自主品牌轿车业务和部分零部件业务 11 年继续亏损，且亏损幅度进一步增大，其 10 年、11 年的其总收入减去总成本后的毛利润分别为 -25.19 亿元和 -35.12 亿元。

表 3：上汽集团近年业绩分解情况（亿元）（估算）

	09 年	10 年	11 年
营业利润	84.31	270.06	416.97
投资收益	83.44	87.22	134.52
公允价值变动收益	0.3	1.15	-3.26
资产减值损失	14.26	19.22	9.94
母公司业务营业利润(含自主品牌整车及零部件业务)	-15.84	-25.19	-35.12

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产能扩张与产品开发投入高峰期

11年,公司经营性净现金流实现202.09亿元,比去年同期减少约47亿元,主要是上年应付型项目本年减少所致。

上海通用、上海大众未来产能将分别提高30万辆和50万辆。

母公司业务主要以轿车的产品投入和商用车投入为主。

11年,公司经营性净现金流实现202.09亿元,比去年同期减少约47亿元,主要是10年经营性应付项目同比增加较多所致,而11年这部分已大幅减少,这也反映了在进入行业景气下行阶段上市公司所面临的普遍特征。

投资性现金为净流出50亿元,10年为-69亿元,其中用于重大在建工程投入的主要是通用东岳整车三期项目约59亿元、通用五菱技改及扩能项目约24亿元,还有变速器车间项目7亿元以及华域延锋江森改造及产能项目约11亿元等。其中上海通用项目主要是30万辆整车扩产项目,预计2012年底完成达产。母公司的乘用车自主品牌项目和研发中心扩建项目(定增募资项目)分别投入约6.4亿元和2.7亿元,目前此两个项目的工程投入占预算比例分别为90%和58%。实际上,就公司自主业务来说,我们认为包括轿车产品的开发性投入、商用车的投入以及新能源方面的投入都将是未来的重点和重要支出项目。

除了合并业务的投资外,上海大众11年也展开了新一轮的产能投资,包括江苏(仪征)项目预计投资91亿元,新的工厂将采用柔性生产方式,规划的年生产能力为30万辆整车。除了新建仪征基地,上海大众南京工厂也将由10万辆产能扩充到30万辆。这也意味着上海大众的产能将比现在提高50万辆,从而有效缓解产能紧张的问题。

表 4: 上汽集团(母公司)主要投资项目情况(亿元)

项目名称	资金需求
自主品牌乘用车投资项目	60.471
其中:自主品牌乘用车项目(二期)	36.72
自主品牌乘用车研发项目	23.751
自主品牌商用车投资项目	11.785
双离合器自动变速器总成项目	6.565
技术中心建设二期项目	28.04
合计	106.861

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

预计12年实现营收、归母净利润分别4718亿元和208亿元,同比增长8.50%和3.09%

综合毛利率将由11年的19.07%降低到12年的18.50%左右;售后服务费用支出以及研发费用投入的预期增加也将影响12年利润的增加。

基本假设主要有:毛利率会随着原材料成本的上涨而进一步有所反应,预计公司综合毛利率将由11年的19.07%降低到12年的18.50%左右;期间费用中,销售费用会随着新产品的试销推广特别是售后服务的支出增加而有所增加;管理费用的相对增加主要是母公司研发费用的投入预计将会进一步加大。投资收益的增长考虑到上海大众产能释放还需要一个过程,预计其增长在10%左右。

风险主要在于原材料价格风险和政策风险

上汽集团业务多元，规模庞大，某种程度上其增长及波动与行业整体能够保持一致，因此，行业的风险实际上也是公司的风险。另外，就公司自身来说，其自主品牌业务包括轿车业务和商用车业务的发展还存在一定的不确定性，未来有可能对公司的利润产生稀释性风险。

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	145,54	191,232.96	223,670.99	272,707.87	342,671.03
现金	61,261.	72,158.57	111,667.85	126,052.93	189,702.87
应收账款	3,482.2	11,970.41	7,549.69	13,664.11	9,827.26
其它应收款	528.28	1,312.58	1,465.19	1,401.91	1,702.61
预付账款	10,811.	12,747.98	17,266.40	21,560.94	27,064.92
存货	19,440.	30,521.70	19,379.49	38,371.88	31,602.24
其他	50,017.	62,521.72	66,342.37	71,656.10	82,771.12
非流动资产	83,300.	127,400.22	119,794.39	131,965.99	136,818.35
长期投资	20,722.	31,253.33	27,636.23	28,901.95	28,472.51
固定资产	28,493.	36,691.55	46,711.91	53,641.25	58,397.24
无形资产	5,760.3	8,192.07	9,789.73	11,329.56	12,838.51
其他	28,323.	51,263.28	35,656.52	38,093.23	37,110.09
资产总计	228,84	318,633.18	343,465.38	404,673.86	479,489.38
流动负债	132,26	162,512.80	142,740.33	161,684.87	184,818.42
短期借款	4,675.3	5,859.25	5,464.63	5,596.17	5,552.33
应付账款	53,284.	73,210.34	79,026.95	92,441.10	109,991.38
其他	74,305.	83,443.20	58,248.75	63,647.59	69,274.71
非流动负债	144,56	183,653.38	158,471.22	178,388.33	202,518.88
长期借款	2,530.0	1,863.49	1,708.16	1,382.40	1,113.46
其他	142,03	181,789.89	156,763.06	177,005.93	201,405.42
负债合计	147,09	185,516.86	160,179.38	179,770.74	203,632.34
少数股东权益	15,578.	30,754.00	45,978.68	63,600.90	85,175.43
归属母公司股东权益	66,169.	102,362.31	119,708.88	143,703.78	173,083.17
负债和股东权益	228,84	318,633.18	325,866.94	387,075.42	461,890.94

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	313376	434803.95	471762.28	547244.25	656693.10
同比(%)	124.42	38.75%	8.50%	16.00%	20.00%
归属母公司净利润	13728.	20221.87	20847.53	24130.54	29542.53
同比(%)	108.26	47.30%	3.09%	15.75%	22.43%
毛利率(%)	19.62%	19.07%	18.70%	19.00%	19.30%
ROE(%)	25.28%	24.00%	18.78%	18.32%	18.65%
每股收益(元)	1.25	1.83	1.89	2.19	2.68
P/E	12	8	8	7	6
P/B	2.5	1.6	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.26	6.96	6.70	5.69	4.66

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	313376.2	434803.9	471762.28	547244.25	656693.10
营业成本	251902.6	351870.3	383542.74	443267.84	529951.33
营业税金及附加	8172.32	11054.30	10923.05	13351.55	15861.81
营业费用	21076.42	22850.79	25946.93	31740.17	39401.59
管理费用	11442.44	19115.70	21229.30	24625.99	28237.80
财务费用	386.77	42.78	382.98	218.22	12.04
资产减值损失	1922.39	993.58	1375.22	1339.20	1293.61
公允价值变动收益	115.19	-325.82	-119.46	-149.14	-168.70
投资净收益	8721.84	13451.97	15000.00	17500.00	19500.00
营业利润	27005.65	41697.49	43242.60	50052.13	61266.23
营业外收入	411.09	685.40	530.20	562.08	572.01
营业外支出	732.35	354.73	444.28	462.44	438.44
利润总额	26684.39	42028.16	43328.52	50151.77	61399.80
所得税	3851.62	7038.53	7256.30	8399.01	10282.73
净利润	22832.77	34989.63	36072.21	41752.76	51117.06
少数股东损益	9104.25	14767.76	15224.68	17622.22	21574.53
归属母公司净利润	13728.52	20221.87	20847.53	24130.54	29542.53
EBITDA	33578.48	49503.25	51375.61	60530.59	73920.69
EPS (摊薄)	1.25	1.83	1.89	2.19	2.68

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	24974.13	20209.34	39,230.32	17,740.33	62,285.02
净利润	22832.77	34989.63	36072.21	41752.76	51117.06
折旧摊销	5409.23	6496.83	7,750.03	10,260.23	12,642.43
财务费用	530.36	756.50	382.98	218.22	312.04
投资损失	-8721.84	-13451.97	-15000.00	-17,500.00	-19,500.00
营运资金变动	11,846.1	922.73	9,423.10	-17,446.96	17,133.38
其它	-1,268.80	-1,649.75	602.00	456.07	880.10
投资活动现金流	-6,619.60	-22,580.0	5,670.06	-3,358.38	1,720.68
资本支出	18,109.3	12,608.94	14,393.62	15,717.23	15,947.33
长期投资	-6,093.51	16,463.50	-6,141.12	2,373.68	-954.55
其他	5,396.24	6,492.41	13,922.56	14,732.53	16,713.46
筹资活动现金流	21,397.8	13,779.90	-10,855.74	-5,593.04	-5,908.07
短期借款	2,930.41	1,183.86	-394.62	131.54	-43.85
长期借款	867.21	-666.60	-155.33	-325.75	-268.94
其他	17,600.1	13,262.63	-10,305.79	-5,398.83	-5,595.28
现金净增加额	46,039.2	19,816.28	34,044.65	8,788.91	58,097.62

分析师简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业于，曾在某汽车类上市公司战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

汽车及零配件行业重点覆盖公司

江铃汽车 (000550)	长安汽车 (000625)	一汽夏利 (000927)	宇通客车 (600066)
上海汽车 (600104)	福田汽车 (600166)	江淮汽车 (600418)	潍柴动力 (000338)
万向钱潮 (000559)	海马汽车 (000572)	威孚高科 (000581)	一汽轿车 (000800)
中国重汽 (000951)	金龙汽车 (600686)	东风汽车 (600006)	福耀玻璃 (600660)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13691304086	yuang@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 ±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。