

安徽合力 (600761)

增持/首次评级

股价: RMB13.99

分析师

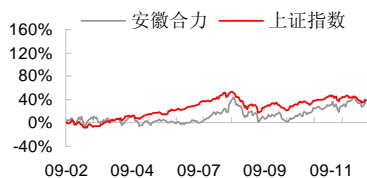
吴 凯

755 8208 0067 wukaijys@lhqz.com

基础数据

总股本 (百万股)	357
流通 A 股 (百万股)	357
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	4715

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

市场份额提升, 业绩快速增长

- **中低端市场格局改变为行业龙头带来机遇:** 我国叉车行业中低端市场存在近百家企业, 但大多规模偏小, 如果未来市场需求逐渐趋于缓和, 企业之间价格战持续进行, 这些不具规模、成本优势的小企业终将会遭到市场淘汰, 而国内龙头企业则有望利用其成本、销售、服务网络以及不断提升的技术等优势获得新的市场份额, 从而迎来新的发展机遇。
- **物流业将带动叉车需求提升:** 现代物流业快速、高效的趋势, 以及我国劳动力成本的不断提升, 将使得叉车高性价比优势不断凸显, 从而将进一步推动叉车在我国物流行业的应用。根据我们的预测, 未来一段时间内, 我国叉车行业销量增速仍将保持在 20% 左右。
- **合力市场份额有望持续回升:** 02~07 年我国叉车需求的快速提升导致大量企业涌入, 使得公司市场占有率从最高时期的 36.9% 降低至 08 年谷底时的 21.5%, 但这一趋势在 09 年已得到扭转, 公司市场占有率已提升至 25% 以上。同主要竞争对手杭叉公司相比, 公司在营销模式、售后服务、核心零部件自给能力以及产品体系等方面具有较大的优势, 因此, 我们认为, 未来 2~3 年内, 公司市场占有率有望恢复到约 30% 的水平。
- **盈利预测:** 我们预测 09~11 年公司的营业收入分别为 26.1、41.3 和 55.9 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.21、0.45 和 0.67 元。
- **估值与投资评级:** 当前股价对应 09~10 年的 PE 分别为 66.6 和 31.1 倍, 虽然高于整个工程机械板块 20~25 倍的市盈率, 但叉车行业中低端市场格局的变化, 将会带给公司巨大的发展空间。按照 09~11 年公司净利润年复合增长率 79.3% 计算, 当前的 PEG 为 0.84。如果以 1.0~1.2 的 PEG 计算, 公司股价应在 16.65~19.98 元, 相对当前股价仍有 20~40% 的上涨空间。首次给予“增持”评级。
- **催化剂:** 若公司老厂区土地收储事宜完成, 将对公司业绩产生较大影响。

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3628.2	2209.8	2609.3	4128.4	5588.6
(+/-%)	6.8	-26.3	-28.1	58.2	35.4
归属母公司净利润(百万元)	188.6	40.8	74.4	160.1	239.2
(+/-%)	-41.3	-77.6	-60.5	115.1	49.4
EPS(元)	0.53	0.11	0.21	0.45	0.67
P/E(倍)	25.0	115.4	66.6	31.1	20.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

中低端市场格局改变带来机遇	3
物流业将带动叉车需求提升	4
叉车在物流业中的普及率仍有提升空间	4
叉车行业有望保持约 20% 的增幅	5
合力：提升市场占有率是第一要务	7
市场占有率触底回升	7
公司竞争优势	8
盈利预测与估值	8
收入	8
毛利率	10
估值和投资评级	12
股价催化因素	12
风险提示	12

图表目录

图 1、2000-2007 年我国叉车需求量快速提升	4
图 2、我国叉车销量与社会物流总额比值	4
图 3、我国人均工资及增速	5
图 4、我国物流总额及增速	5
图 5、我国叉车进口量统计	6
图 6、我国叉车市场格局	7
图 7、公司各项业务收入占比	9
图 8、公司各项业务利润占比	9
图 9、叉车成本构成	11
图 10、铸铁价格走势	11
表 1、2008 世界叉车生产商排名（亿美元）	3
表 2、2008 年我国叉车行业销量集中度（%）	3
表 3、2008 年全球叉车需求同比变化（%）	6
表 4、我国叉车行业销量及增速预测（台，%）	7
表 5、公司叉车产品系列	8
表 6、公司叉车销量预测（台，%）	10
表 7、公司收入预测（百万元）	10
表 8、公司产品毛利率（%）	12

中低端市场格局改变带来机遇

我国叉车高端市场基本被外资企业占领，全球前 10 大叉车生产商中，除日产之外，均在中国设有工厂。在高端产品领域，由于具有技术、知识产权等壁垒，短时间内，外资品牌占优的局面并不会会有明显的改善。

表 1、2008 世界叉车生产商排名（亿美元）

排名	国家	公司	收入
1	日本	丰田	65.10
2	德国	凯傲	60.00
3	德国	永恒力	29.80
4	美国	纳科	28.20
5	美国	科郎	18.20
6	日本	三菱重工	16.70
7	日本	日产	11.70
8	日本	小松	11.50
9	中国	安叉集团	8.57
10	日本	TCM	7.33
14	中国	杭叉	4.14

数据来源：World Industrial Truck Statistics，华泰联合证券研究所

与高端市场相反，国产品牌则在中低端市场占据绝对优势，但是行业内大多数为小企业，规模普遍偏小。

根据相关统计数据，2008 年，在我国约 100 家叉车生产企业中，年销量超过 5000 台的仅 6 家，年销量超过 3000 台的仅 12 家。叉车行业前 2 名的销量占比为 43%，但仍有 30% 的市场份额是被年销量不足 3000 台的小型企业占领。

表 2、2008 年我国叉车行业销量集中度（%）

分布	占比
前 2 名占全国总销量比例	43%
前 3 名占全国总销量比例	49%
前 5 名占全国总销量比例	57%
前 10 名占全国总销量比例	70%
前 20 名占全国总销量比例	90%

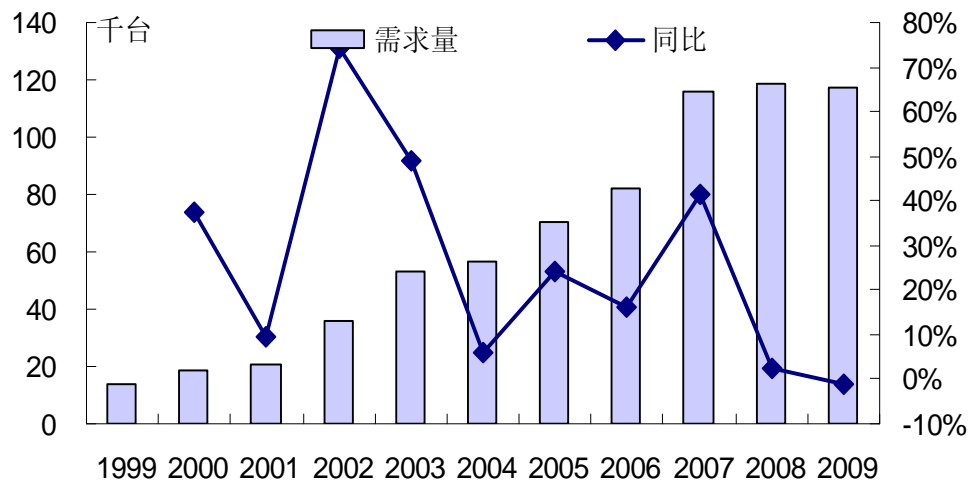
数据来源：中国叉车网，华泰联合证券研究所

造成这种小企业众多的原因，主要是我国叉车行业的配套产业链已经较为成熟，企业可以轻松完成一台叉车的组装。与此同时，2000~2007 年是我国叉车需求大幅提升时期，市场需求旺盛，企业之间的竞争不激烈，从而使小型叉车生产商有一定的利润空间，因此，不断有新的企业涌入这一行业。

我们认为，这种小企业众多的局面，即降低了整个行业的国际竞争力，又存在一定的资源浪费，随着我国叉车行业的不断发展，将会被逐步改变。如果未来市场需求逐渐趋于缓和，企业之间价格战持续进行，这些不具规模、成本优势的小企业终将会遭到市场淘汰，而国内龙头企业则有望利用其成本、销售网络以及不断提升的技术等优势

获得新的市场份额，从而迎来新的发展机遇。

图 1、2000-2007 年我国叉车需求量快速提升



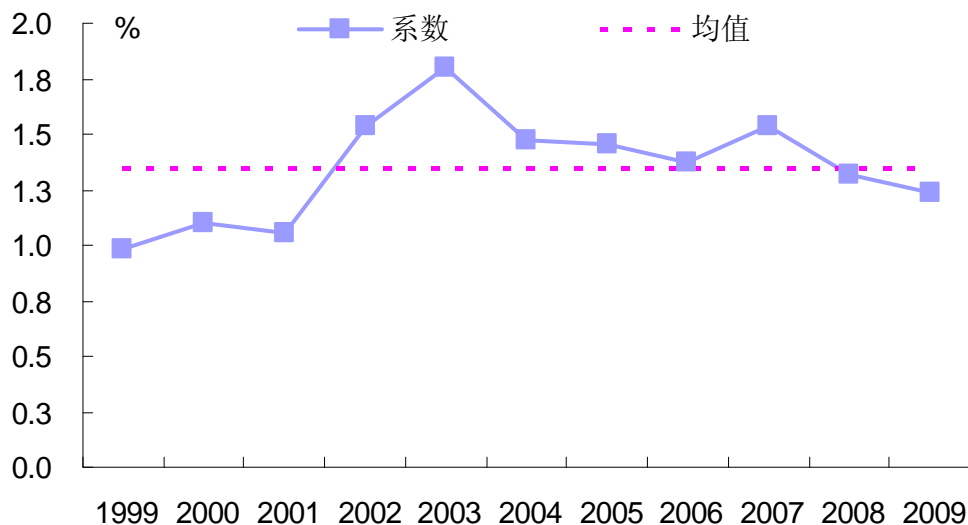
数据来源：工程机械工业协会，华泰联合证券研究所

物流业将带动叉车需求提升

叉车在物流业中的普及率仍有提升空间

叉车作为装卸、堆垛和短距离运输工具，同物流业有着密切的关系，如果用叉车需求量比上全社会物流总额，即得出了单位物流额所需要的叉车量，该比值在一定程度上反映了叉车在我国物流行业的普及情况。从图中可以看出，虽然受金融危机影响，08、09 年该比值回落到了近 11 年的均值 1.35 以下的水平，但从 2002 年开始，该比值基本稳定在 1.3~1.5 的水平。

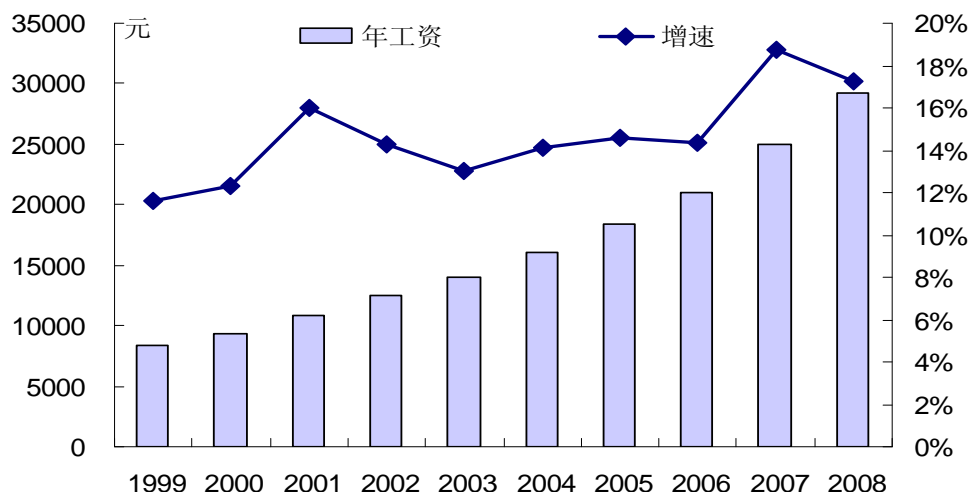
图 2、我国叉车销量铜社会物流总额比值



数据来源：工程机械工业协会，CEIC，华泰联合证券研究所

我们认为，未来该比值有逐步提升的趋势，主要基于两方面考虑，一是由于现代物流业快速、高效的趋势使然；二是我国劳动力成本的不断提升，也使得叉车高性价比优势不断凸显，从而将进一步推动叉车在我国物流行业的应用。

图 3、我国人均工资及增速

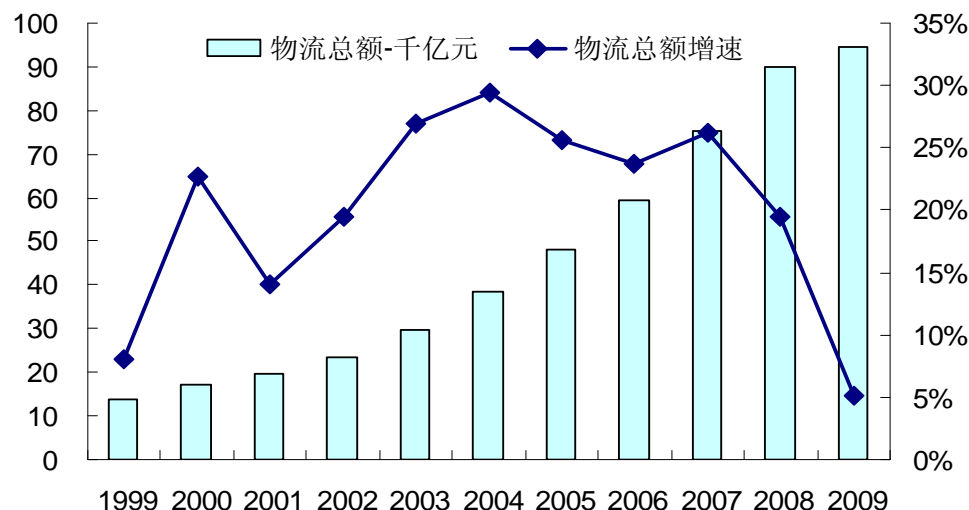


数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

叉车行业有望保持约 20% 的增幅

由于叉车销量与叉车需求量、进口、出口量相关，而需求量与物流总额有着较强相关性，因此，我们将通过上述指标之间的关系预测我国叉车行业销量。

图 4、我国物流总额及增速



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

物流业是现代服务业的重要组成部分，而发展现代服务业是加快转变经济增长方式和推动产业结构优化、升级的重要途径。本次金融危机后，为促进我国物流业的发展，

国家出台了《物流业调整和振兴规划（2009-2011年）》，同时，各个地方政府也制订了相应的物流发展规划，这些规划的出台、实施，将为未来几年我国物流业的发展奠定基础。

2000~2007年我国物流业总额实现了23%以上的年复合增长率，根据华泰联合证券研究所物流行业研究员预测，未来几年，物流业总额同比增速将保持在15%左右。

2005~2008年期间，我国叉车年进口量基本稳定在1~1.1万台之间，这主要是一些特殊型号的产品，因此，若无特殊情况，进口量将不会出现大的波动，因此，我们假设未来三年叉车进口量均保持在1.0万台。

上述时期，也是我国叉车出口量快速增长阶段，最高出口量在08年曾突破了6万台。但受金融危机影响，08年欧美两大地区的需求量大幅降低，而在目前全球经济缓慢恢复，且世界各国为解决就业问题而对制造业的重视程度日益提高的时期，出口呈现快速增长并非易事。

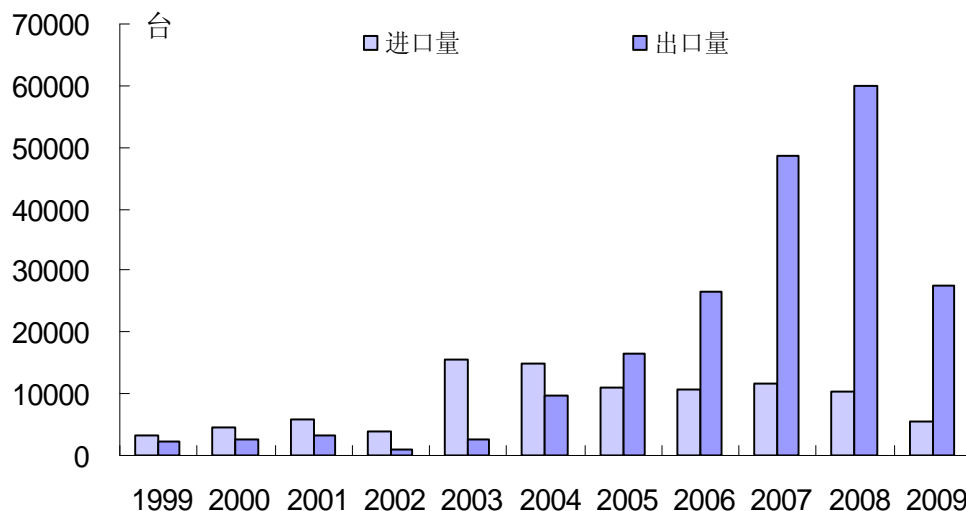
表 3、2008 年全球叉车需求同比变化（%）

地区	欧洲	美洲	亚洲	非洲	大洋洲	总计
需求变化	-9%	-13%	-5%	0%	-9%	-8%

数据来源：World Industrial Truck Statistics，华泰联合证券研究所

由于2009年我国叉车出口量仅为2.74万辆，基数较低，因此，我们给予未来三年内叉车行业出口量15~20%的增幅，年出口量处于3.0~4.5万台之间。

图 5、我国叉车进出口量统计



数据来源：工程机械工业协会，华泰联合证券研究所

通过上述假设及数据，我们预测出未来几年，我国叉车行业销量仍将有20%左右的增幅，其中最主要的影响因素是物流业以及出口的景气度。

表 4、我国叉车行业销量及增速预测（台，%）

	2008	2009	近 11 年均值	2010E	2011E
物流总额	89895	94522	—	107755	121225
物流总额同比	19.5%	5.1%	20.1%	14.0%	12.5%
需求量/物流总额	1.32	1.24	1.35	1.35	1.43
叉车需求量	118515	117103	—	145470	173352
叉车需求量同比	2.5%	-1.2%	25.9%	24.2%	19.2%
叉车进口量	10482	5601	—	10000	10000
叉车出口量	60086	27406	—	31517	37190
出口同比	23.80%	-54.4%	56.1%	15.0%	18.0%
叉车销量	168119	138908	—	166987	200542
销量同比	10.3%	-17.4%	28.9%	20.2%	20.1%

数据来源：工程机械工业协会，CEIC，华泰联合证券研究所

注：销量=需求量-进口量+出口量

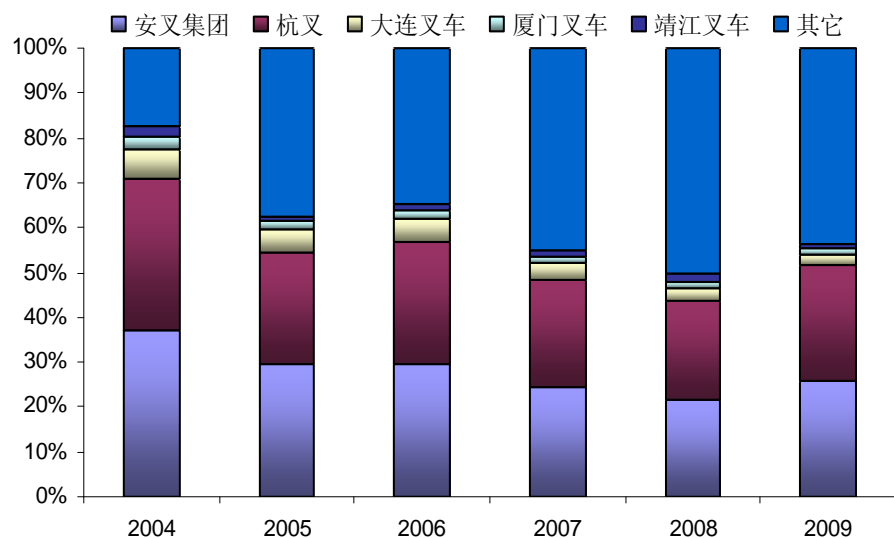
合力：提升市场占有率是第一要务

市场占有率触底回升

由于 02~07 年我国叉车需求快速提升，因此导致大量企业涌入了叉车制造行业，同时，因公司自身产能以及发展战略等问题，使得部分企业抢占了合力的市场份额，公司市场占有率出现下降。在这一时期内，公司市场占有率从最高时期的 36.9% 降低至 08 年谷底时的 21.5%。

但是，随着公司综合竞争力的不断提升，以及公司积极提升市场占有率发展战略的确定，未来公司市场占有率将不断恢复。我们认为，未来两~三年内，公司正常市场占有率有望恢复到 30% 的水平。

图 6、我国叉车市场格局



数据来源：工程机械工业协会，华泰联合证券研究所

在中低端叉车市场，合力的主要竞争对手是杭叉，我们认为，同杭叉相比，合力具有以下几大优势，使其在竞争中胜出对手。

公司竞争优势

强大的营销网络：公司创造了独特的自主营销模式，通过对营销网点的产权结构改革，实现了全国重要销售区域公司相对控股，区域经理持大股，骨干员工参股的模式；而非主要销售区域实行民营化的改革。营销组织机构模式的变化，调动了员工工作积极性，强化了管理，是公司销售不断提升的有力保障。

优质的售后服务：公司多年来投入巨资，在全国 29 个省、市、自治区建立了 150 多个营销服务网点，网点覆盖率在行业中居于首位。而在服务及时性方面，公司也制订了详细的规定。完善的售后服务网络不仅为客户维修保养、配件供应、技术咨询等提供了便捷，也为公司起到了良好的宣传作用，有利于老客户的维持，以及新客户的发展。

核心零部件自给能力：公司现已形成 3.5 万台套变速箱、驱动桥，10 万台套转向桥，7 万台套整机用油缸，4.2 万台套变矩器，2 万多台套叉车属具，7 万吨 V 法铸件和 1 万吨消失模铸件的年配套生产能力。核心零部件的自给，使得公司生产更加稳定，竞争力也不断提升。

完善的产品体系：公司形成了高、中、低不同层次产品，其中 α 系列和 H2000 系列主要是中低端产品，同杭叉存在竞争关系，G 系列属于高端产品，主要面向于进口替代，或外资品牌。

表 5、公司叉车产品系列

产品类别	产品系列	市场定位
内燃叉车	α 系列	低端产品
	H2000 系列	终端产品
	G 系列	高端产品
蓄电池叉车	平衡重式四支点叉车	中端产品
	平衡重式三支点叉车	
仓储设备	托盘堆垛叉车	中低端产品
	托盘搬运叉车	
集装箱及特种车辆	前移式叉车	进口替代
	正面吊、侧面叉车	

数据来源：华泰联合证券研究所

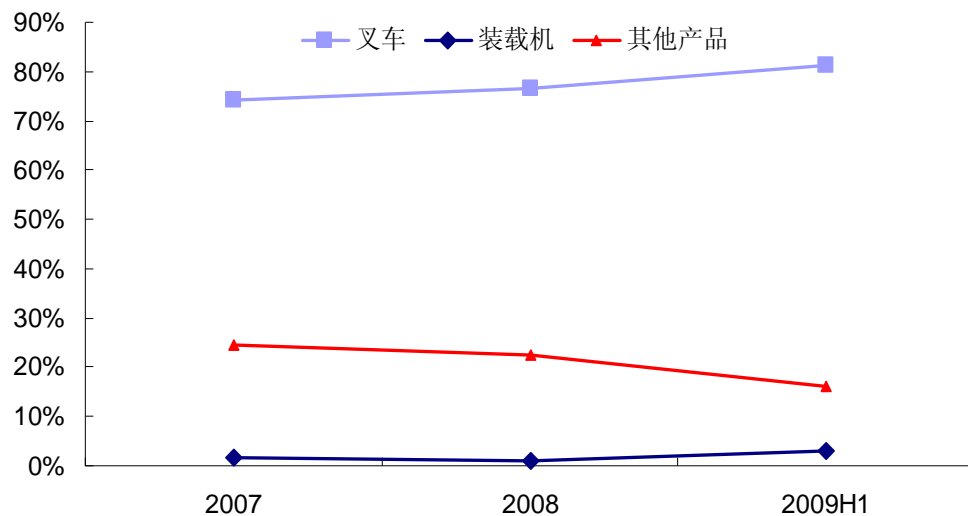
盈利预测与估值

收入

叉车占公司收入及利润的比例一直保持在 70% 以上，而且呈现不断上升的态势，是公司最主要的收入来源。其他产品则主要是一些特种车辆以及叉车零部件，目前公司此项业务正处于快速发展阶段，未来有望成长为公司另一大利润来源之一。装载机项目因产量原因，一直处于亏损阶段，但情况正在逐步好转。我们将依据上述三块主要业务对公司未来两年收入进行预测。

图 7、公司各项业务收入占比

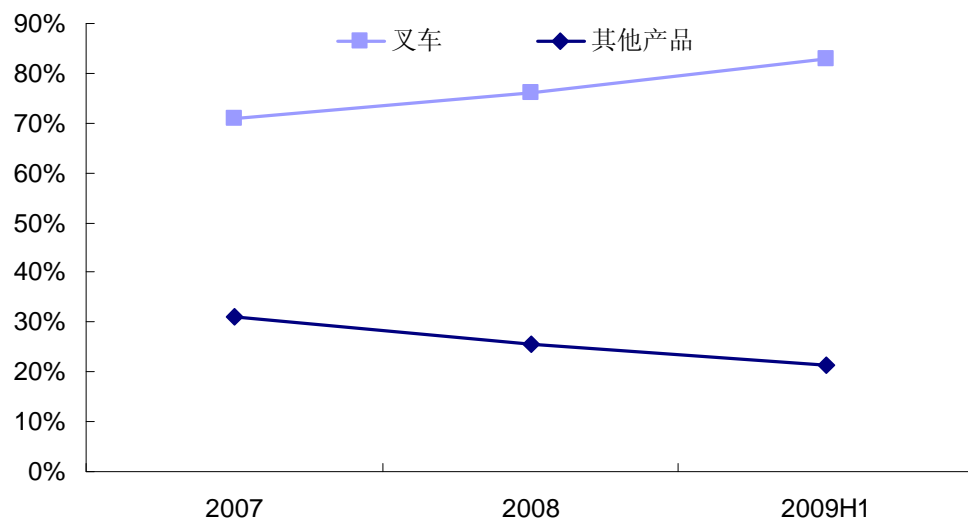
%



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8、公司各项业务利润占比

%



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：由于装载机项目亏损，故将其剔除

公司叉车产能约为 6 万台，其中 75%为内燃叉车。公司本部铲车产能约为 4 万台，陕西宝鸡有 1.5 万台，湖南衡阳有 5 千台。目前情况下，产能利用率仍较低，如果未来需求提升，公司可以轻松满足需求。

根据前面分析，我们依据叉车行业新增需求量以及合力的市场份额来预测公司未来几年的叉车销量。测算结果显示，公司 10~11 年整车销量仍将保持 30%左右的增幅。

表 6、公司叉车销量预测（台，%）

	叉车销量	销量同比	合力市场份额	合力销量	销量同比
2008	168119	10.3%	21.5%	36205	-2.1%
2009E	138908	-17.4%	25.5%	35422	-2.2%
2010E	166987	20.2%	27.5%	45921	29.6%
2011E	200542	20.1%	29.5%	59160	28.8%

数据来源：华泰联合证券研究所

装载机项目是公司的一个战略产品，仍将继续培养。主要是防止其他综合型工程机械企业挤占公司叉车市场份额，同时在条件成熟时，发展成为公司另一利润增长点。如果公司装载机要做到盈亏平衡，年产量至少应保持在 2500~3000 台，目前公司年产量远低于这一平衡点。

叉车配件业务是公司重点发展业务。随着我国叉车保有量的提升，原有叉车零部件的更换量将十分巨大。同时，叉车具有多品种、个性化需求多的特性，因此，对非标准零部件的需求也较大。

09 年产品价格较低，主要是受经济影响，下游客户采购主要以低端产品为主，同时公司为提升市场占有率，在产品价格上有所降低，因此拉低了产品综合价格。

表 7、公司收入预测（百万元）

收入预测	2008	2009E	2010E	2011E
内销量/万台	2.21	3.2	4.1	5.1
销量增速		44.8%	28.1%	24.4%
叉车内销				
均价（万元/台）	7.29	5.5	7.1	7.3
收入	1611.09	1760	2911	3723
收入增长率		9.2%	65.4%	27.9%
外销量/万台	1.19	0.35	0.5	0.8
销量增速		-70.6%	42.9%	60.0%
叉车外销				
均价（万元/台）	9.55	8.5	9	10
收入	1136.45	297.5	450	800
收入增长率		-73.8%	51.3%	77.8%
叉车总收入	2747.54	2057.5	3361	4523
增长率	10.48%	-25.1%	63.4%	34.6%
装载机				
销量/台		300	600	800
均价（万元/台）		21	22	22
收入	32.81	63.00	132.00	176.00
增长率	-0.36	150%	30%	20%
其他产品				
收入	814.66	488.80	635.43	889.61
增长率	-0.01	-40%	30%	40%
总计	3,595.01	2,609.30	4,128.43	5,588.61

数据来源：华泰联合证券研究所

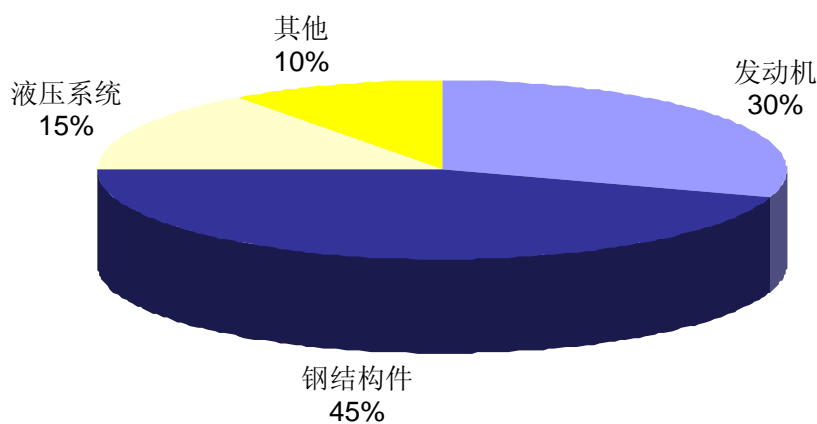
毛利率

公司叉车成本构成如图所示，内燃叉车和电动叉车中液压系统和蓄电池系统占成本比

例基本相同。目前公司发动机和液压系统为外购产品，钢结构件基本实现自给。铸铁作为钢结构件的主要原材料，对公司成本具有一定的影响。但因公司钢结构件可以自己生产，因此可以在一定程度上降低生产成本，如果原材料价格大幅上涨，公司产品价格也会提升，转嫁成本压力。

图 9、叉车成本构成

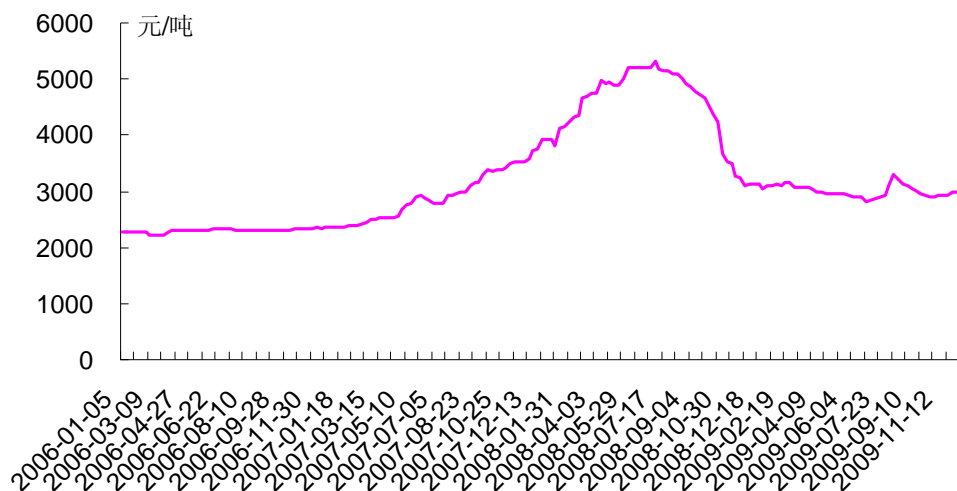
%



数据来源：华泰联合证券研究所

图 10、铸铁价格走势

元/吨



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

09 年叉车产品较低的均价拉低了公司毛利率，随着经济回暖，下游采购将更倾向于综合性价比较高的终端产品，产品毛利也将随之提升。装载机项目的亏损将随产品销量的增加而降低。整体来看，由于在未来一段时间内整个叉车行业仍处于市场份额的争夺阶段，价格战将在所难免，因此，虽然未来两年公司的毛利率将不断回升，但仍不会太高，我们认为，基本可以保持在 08 年的水平。

表 8、公司产品毛利率 (%)

	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
叉车	22.1%	18.0%	13.9%	15.89%	17.23%	17.88%
装载机	-27.8%	-26.8%	-19.4%	-18.00%	-10.00%	-6.00%
其他产品	29.4%	20.4%	18.3%	18.50%	20.00%	20.00%
综合毛利率	23.1%	18.2%	13.7%	15.56%	16.78%	17.47%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

估值和投资评级

当前股价对应 09~10 年的 PE 分别为 66.6 和 31.1 倍，虽然高于整个工程机械板块 20~25 倍的市盈率，但叉车行业中低端市场格局的变化，将会带给公司巨大的发展空间。按照 09~11 年公司净利润年复合增长率 79.3% 计算，当前的 PEG 为 0.84。如果按照 1.0~1.2 的 PEG 计算，公司股价应在 16.65~19.98 元，相对当前股价仍有 20~40% 的上涨空间。首次给予“增持”评级。

股价催化因素

09 年 12 月 16 日公司发布《公司老厂区土地收储前相关事宜的议案》的公告，公告称，公司老厂区位于合肥市望江西路 15 号的 156 亩工业用地，按照土地政策与政府规划要求，将由安叉集团公司牵头与市政府及相关部门商谈收储事宜。

因该地块处于合肥市市区，具有较高的市场价值，因此会给公司带来较大的营业外收入，对公司的业绩影响也较大。但目前收储事宜仍在洽谈当中，收储后能给公司带来收益的具体数额仍无法确定，我们也将密切跟踪相关事宜。

风险提示

- 1、叉车的需求及出口量与宏观经济密切相关，或将超过或低于我们的预期；
- 2、公司市场份额超过或低于预期，对公司业绩也有较大影响。

资产负债表					利润表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	1848	1727	2147	2707	营业收入	3628	2609	4128	5589
现金	431	643	484	479	营业成本	2967	2203	3435	4612
应收账款	308	224	355	479	营业税金及附加	14	11	17	23
其他应收款	34	25	42	55	营业费用	160	116	182	247
预付账款	199	133	218	291	管理费用	269	177	280	385
存货	837	659	1007	1352	财务费用	12	3	4	6
其他流动资产	39	43	42	52	资产减值损失	8	12	11	11
非流动资产	1168	1209	1262	1242	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	899	990	1064	1065	营业利润	197	87	199	304
无形资产	135	128	121	115	营业外收入	18	15	16	16
其他非流动资产	134	91	77	62	营业外支出	5	3	3	4
资产总计	3016	2936	3409	3949	利润总额	210	99	211	316
流动负债	827	701	1010	1314	所得税	2	15	32	47
短期借款	150	150	177	212	净利润	208	84	180	269
应付账款	444	379	576	766	少数股东损益	20	9	19	29
其他流动负债	233	172	257	336	归属母公司净利润	189	74	160	239
非流动负债	31	29	30	30	EBITDA	303	202	335	461
长期借款	19	19	19	19	EPS (元)	0.53	0.21	0.45	0.67
其他非流动负债	12	10	11	11					
负债合计	858	730	1040	1344	主要财务比率				
少数股东权益	83	92	112	141		2008	2009E	2010E	2011E
股本	357	357	357	357	成长能力				
资本公积	714	714	714	714	营业收入	6.8%	-28.1%	58.2%	35.4%
留存收益	1004	1042	1186	1392	营业利润	-53.4%	-55.9%	128.4%	52.9%
归属母公司股东权益	2075	2113	2257	2463	归属于母公司净利润	-41.3%	-60.5%	115.1%	49.4%
负债和股东权益	3016	2936	3409	3949	获利能力				
					毛利率(%)	18.2%	15.6%	16.8%	17.5%
现金流量表					净利率(%)	5.2%	2.9%	3.9%	4.3%
					ROE(%)	9.1%	3.5%	7.1%	9.7%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	11.0%	4.4%	8.3%	11.2%
经营活动现金流	196	411	18	130	偿债能力				
净利润	208	84	180	269	资产负债率(%)	28.5%	24.9%	30.5%	34.0%
折旧摊销	94	112	133	151	净负债比率(%)	19.72%	23.18%	18.91%	17.19%
财务费用	12	3	4	6	流动比率	2.23	2.46	2.13	2.06
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.22	1.52	1.13	1.03
营运资金变动	-112	212	-306	-304	营运能力				
其他经营现金流	-6	-0	8	8	总资产周转率	1.23	0.88	1.30	1.52
投资活动现金流	-287	-160	-185	-130	应收账款周转率	11	9	13	13
资本支出	297	160	185	130	应付账款周转率	6.32	5.35	7.20	6.88
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	10	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.21	0.45	0.67
筹资活动现金流	-31	-39	8	-5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.15	0.05	0.36
短期借款	70	0	27	34	每股净资产(最新摊薄)	5.81	5.92	6.32	6.90
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.20	68.90	32.04	21.44
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.47	2.43	2.27	2.08
其他筹资现金流	-101	-39	-20	-40	EV/EBITDA	16	24	15	11
现金净增加额	-128	213	-159	-5					

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com