

江淮汽车（600418） 汽车零配件 ——轿车业务即将收获

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 11.48 元

投资要点:

●公司向乘用车转型的战略调整已见成效，争取在一到两年内夺取江淮战略转型的全面胜利——商用车占据行业稳固地位，乘用车进入主力阵营。

●巴西出口项目加速轿车实现盈利，公司第三次战略转型即将成功。公司先后推出同悦、和悦轿车，使公司轿车业务的竞争力大大增强。特别是和悦轿车，2710mm轴距的B级车身和较低的价格具有相当的竞争力，是一款成功的自主品牌车型。公司的第四款轿车——悦悦轿车即将推出，届时公司轿车覆盖A0、A、B和C四个级别，平台建设暂告段落。

公司的巴西出口项目已进入实施阶段，出口助力加国内市场的稳步增长，公司的轿车业务2011年将实现盈亏平衡。

●瑞风MPV和轻卡仍是公司的主要利润来源，这两个车型以占60%的销量贡献了90%的毛利，市场排名分列全国第一和第二。2011年，公司大瑞风生产线即将量产，以国外和国内两个市场并重；公司推出小型家用MPV，以此实现瑞风产品向上下两个方向的延伸，进一步增强其盈利能力。轻卡方面，公司还将在安徽省内购买一至两条轻卡生产线以增加轻卡产能，山东青州的轻型载货车项目预计2012年投产，并且进一步打造高端轻卡帅铃。从量和质两方面提高轻卡的盈利能力。

●维持“推荐”的投资评级。预计2010-2012年的EPS为0.83元/1.30元/1.58元，维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20092	30407	38738	45711
同比(%)	36%	51%	27%	18%
归属母公司净利润	336	1066	1680	2031
同比(%)	482%	218%	58%	21%
毛利率(%)	14.5%	16.7%	17.1%	17.1%
ROE(%)	7.8%	20.3%	25.7%	25.7%
每股收益(元)	0.26	0.83	1.30	1.58
P/E	41.58	13.09	8.31	6.87
P/B	3.23	2.65	2.14	1.76
EV/EBITDA	10	6	4	4

2010年10月18日

主要数据

52周最高/最低价(元)	12.21/6.37
上证指数/深圳成指	2971.16/12765.50
50日均成交额(百万元)	389.71
市净率(倍)	3.42
股息率	0.87%

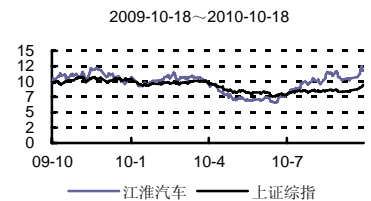
基础数据

流通股(百万股)	1072.87
总股本(百万股)	1288.74
流通市值(百万元)	12316.53
总市值(百万元)	14794.70
每股净资产(元)	3.35
净资产负债率	183.69%

股东信息

大股东名称	安徽江淮汽车集团有限公司
持股比例	34.76%

52周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司点评:一受制于成本压力，未来面对挑战》，《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司点评:一最坏的时刻将要过去》，2009-2-27
《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司调研报告:一战略转型，政策催化》，2009-6-15

联系方式

研究员: 闻祥
执业证书编号: S0020209020737
电话: 021-51097188-1870
电邮: wenxiang@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电话: (86-21) 51097188-1952
电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址: 中国安徽省合肥市寿春路179号(230001)

目 录

第 1 部分 自主品牌的综合性汽车制造商	3
第 2 部分 轿车业务即将收获.....	3
2.1 同悦轿车带来曙光.....	4
2.2 和悦轿车步入收获.....	4
2.3 单车盈利能力逐渐增强.....	4
2.4 巴西出口项目加速轿车实现盈利.....	5
第 3 部分 传统业务稳定发展.....	5
3.1 瑞风 MPV 领跑行业，是公司利润的主要来源.....	5
3.2 “汽车下乡”刺激轻卡业务发展	6
3.3 重卡业务成立合资公司.....	7
3.4 瑞鹰 SUV 受益于行业大幅增长.....	8
第 4 部分 公司大手笔布局新能源汽车业务.....	8
4.1 与正道合作项目助推公司成为新能源汽车的示范企业.....	8
4.2 关键零部件的推出，不断打造公司核心竞争优势.....	9
第 5 部分 盈利预测与投资评级.....	9
第 6 部分 风险提示	12

第 1 部分 自主品牌的综合性汽车制造商

江淮汽车是我国自主品牌集商用车、乘用车及动力总成于一体的综合型汽车制造厂商。公司以商用车和底盘为基础，通过逐渐推出 MPV、SUV 和轿车，拓展其乘用车业务。公司现已推出三款轿车——宾悦、同悦、和悦，第四款轿车——悦悦轿车也即将推出，届时公司产品将覆盖 MPV、SUV 和 A0、A、B 和 C 级车等 6 大乘用车产品平台和商用车轻卡重卡以及底盘，公司将成为自主品牌阵营中产品线最长、车型品种最丰富的企业。

2009 年公司共销售整车 29.03 万辆（不包括底盘），其中乘用车销售 12.34 万辆，商用车销量为 16.70 万辆，比例为 42：58；今年前 9 月，由于轿车的销量贡献，这一比例为 46：54，乘用车和商用车各销售 14.60 万辆和 17.48 万辆。公司已形成乘用车和商用车并重的格局，向乘用车转型的战略调整已初见成效，公司将继续坚持战略转型不动摇，坚持结构调整不动摇，争取再花一到两年时间夺取江淮战略转型的全面胜利——商用车占据行业稳固地位，乘用车进入主力阵营。

表 1：公司 2009 年和 2010 年 1—9 月份销量情况

项目	2009 年销量	2009 年增幅	2009 年市场占有率	2009 年排名	2010 年 1-9 月销量	2010 年 1-9 月累计同比
汽车及底盘合计	310251	56.29%			338820	46.06%
轿车	65607	461.56%			83279	83.75%
瑞风 MPV	46033	26.80%	18.49%	1	49280	43.43%
瑞鹰 SRV	11720	14.35%			13484	62.59%
轻卡	154047	42.57%	9.88%	3	155312	27.89%
重卡	12921	19.80%	2.03%		19477	14.34%
客车底盘	19923	-7.08%			17988	33.55%
发动机	81085	24.94%			108303	84.12%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

第 2 部分 轿车业务即将收获

江淮汽车自 2007 年开始推出其第一款轿车——宾悦，由于进入轿车领域的巨大资源投入，短期内增加了很大的研发投入、营销费用、固定资产折旧和模具摊销等费用，在轿车未上规模，远未达到盈亏平衡点前，轿车业务对公司业绩形成严重拖累。然而，随着同悦、和悦的上市及其良好的市场表现，江淮已逐步树立了其在轿车领域的形象，并由于巴西出口项目即将实施的助力，2011 年轿车业务即将收获，江淮汽车的战略转型将宣告成功。

2.1 同悦轿车带来曙光

江淮汽车的首款 C 级宾悦轿车（排量 2.0L 和 2.4L）由于定位于行政级公务用车，受制于品牌因素，再由于 2008 年下半年金融危机的影响，该车并没有获得成功。目前公司正计划 1.8L 的匹配和部分改进，再次树立宾悦轿车的市场地位。

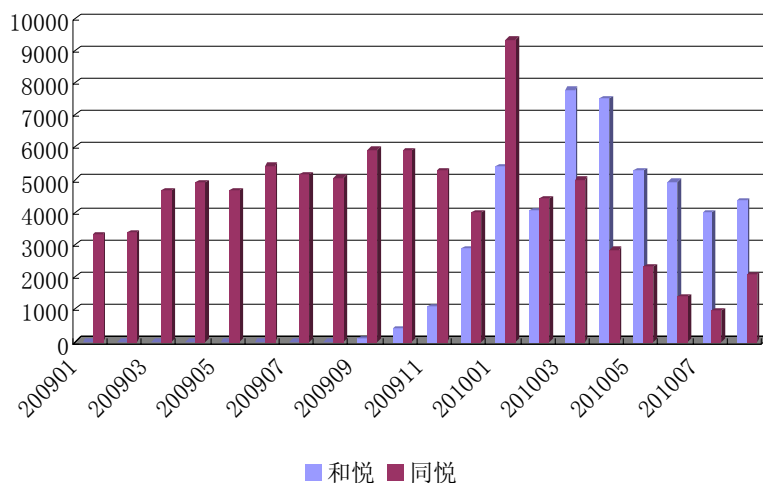
同悦轿车带来曙光。2008 年 10 月江淮的第二款轿车同悦上市，该车定位于 A 级车，排量为 1.3L 和 1.5L，有两厢三厢，共 5 个车型。高性价比加上 2009 年购置税减半的优惠政策，上市后，销量节节攀升，月均销六千辆。同悦销量的节节攀升使公司轿车初具规模，给公司轿车业务带来曙光。

2.2 和悦轿车步入收获

2009 年 10 月，公司推出其第三款轿车——和悦。和悦轿车搭载 1.5L 排量发动机，配置和比亚迪 F3 相当，2710mm 轴距的 B 级车身，较低的价格赋予了这款车相当的竞争力。

和悦轿车在上市初期，由于上游零配件供应商等原因，生产一致性问题未得到很好解决，因此产量未放上去。到 2010 年 1 月，随着该问题的逐步有效解决和三厢车的上市，销量将逐步提升。

图 1：同悦和悦轿车上市以来市场表现



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

2.3 单车盈利能力逐渐增强

公司的会计政策规定轿车模具按照 5 万台摊销。到 2009 年底，同悦轿车已累计完成销量 61036 辆，意味着此车型的模具摊销已经结束，每台车将节省 4000 元左右的模具摊销费用。和悦轿车今年 1-8 月已完成销量 43259 辆，模具摊销费用今年 10 月份将完成，将实现单车盈利。

同悦和和悦轿车在上市初期都是装配的东安动力的发动机，江淮汽车自己的 20 万辆小排量发动机生产线逐步达产，匹配性能逐渐改善后，公

司将逐步采用自产的发动机。按发动机一般 20%的毛利率计算，自配发动机后，每台车将再节约 2000 元左右的生产成本。目前瑞鹰和宾悦的发动机全部自配，3 月份开始同悦发动机的自配率逐渐达到 50%以上，和悦在下半年后逐步自配，以再增强这两个车型的盈利能力。

公司的第四款轿车——悦悦将于 2010 年中推出，届时公司轿车覆盖 A0、A、B 和 C 四个级别，平台建设暂告段落。

2.4 巴西出口项目加速轿车实现盈利

公司与巴西 SHC 公司签署了《独家经销协议》，主要内容有：巴西出口项目以公司轿车及其他乘用车产品（包括 MPV 与 SUV）为主，其销量目标为，2010 年 11 月份实现销售 500 辆，12 月份实现销售 1500 辆，2011 年 1 月份开始达到月销量 3000 辆以上的目标；年度销售目标为：2011 年 45750 辆、2012 年 50325 辆……2020 年 72000 辆，合计为 620075 辆。目前，本次巴西出口项目正式进入实施阶段，近期公司已收到首批 500 辆全额货款。

巴西汽车市场位列全球第四，是公司全球战略市场之一。SHC 公司是巴西第一大汽车经销商，具有 25 年汽车销售经验，有 60 多家高规格的 4S 店；代理品牌有江淮汽车、雪铁龙、福特、大众、捷豹、阿斯顿马丁，年销量达到 8 万辆以上。我们认为，巴西市场较大的市场容量空间和 SHC 公司较强的网络覆盖能力，出口协议中约定的销量目标实现的可能性很大。2010 年 1-7 月，公司已经实现轿车销量 6.8 万辆，公司四季度还将推出悦悦轿车，明年国内市场会获得高于行业的增幅，再加上巴西出口项目的助力，达到 15 万辆的盈亏平衡点后，明年轿车开始盈利。

回顾公司之前的经营业绩，2009 年实现利润总额为 2.99 亿元，其中轿车亏损了 6-7 亿元之多；2010 年中报实现利润总额为 5.81 亿元，其中轿车亏损 3 亿元左右。明年轿车业务在出口项目的助推下将不再亏损，即使是盈亏平衡，明年的利润总额将会增加 6 个亿，增幅达到 50%以上。

第 3 部分 传统业务稳定发展

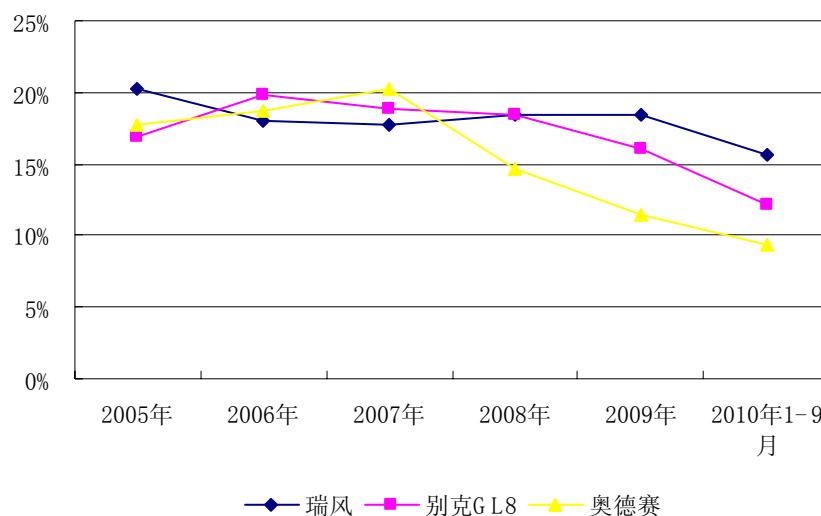
3.1 瑞风 MPV 领跑行业，是公司利润的主要来源

瑞风 MPV 是江淮汽车从韩国引进技术，采用技贸结合方式开发的第一款乘用车。由于其精准的市场定位，在 2002 年投入市场后，从 2003 年开始销量进入行业前三。2010 年 1-9 月瑞风 MPV 的市场占有率为 15.67%，排名第一。

2009 年以来，MPV 市场的呈两级走向，10 万元以下的低端商务车，瑞风、风行、阁瑞斯销售相对稳定；受国家压缩公车采购等宏观调控的原因，高端商务车市场遭受重创，GL8、奥德赛销量一路下跌。2010 年以来，由于商务车多数品牌降价，竞争加剧，前三甲瑞风、别克 GL8 和奥德赛的

市场份额均不可避免出现下滑，但江淮瑞风的市场份额仍雄踞第一。

图 2：商务车前三品牌 2005 年-2010 年前 9 月市场份额



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

2005 至 2007 年，瑞风的毛利率稳定在 30%左右，2008 年由于瑞风销售结构的下移，低端瑞风的销量占比超过 50%，使得 2008 年瑞风毛利率下降到 25%左右。2009 年后，在瑞风的销售结构稳定后，瑞风的毛利率又回升至 30%以上。

2011 年，公司大瑞风生产线即将量产，以国外和国内两个市场并重；公司推出小型家用 MPV，以此实现瑞风产品向上下两个方向的延伸，进一步增强其盈利能力。

3.2 “汽车下乡”刺激轻卡业务发展

江淮汽车在 2003 年收购了其大股东江淮集团的轻卡业务和资产，此业务成为除商务车业务外的第二大盈利来源，贡献的利润约在 20%左右。

江淮轻卡主要定位于中端市场，市场占有率多年来在 10%左右，与同样定位于中端的东风汽车同处于第二阵营。独处于第一阵营的福田汽车的轻卡市场占有率为 30%左右，这与福田主要定位于低端农村市场有关。江铃汽车的轻卡由于较高端化，市场占有率为 5.5%左右，排在江淮和东风之后。因此，江淮在轻卡业务的竞争对手主要是东风汽车。

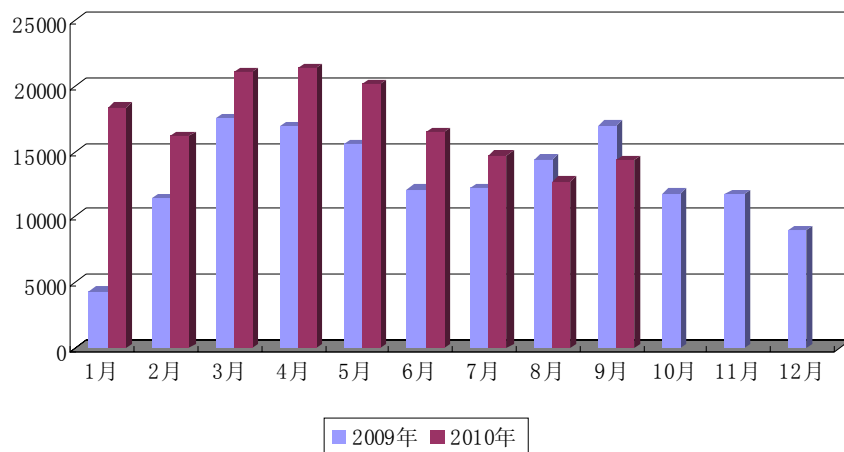
公司十分看好轻卡行业的发展，农民生活的改善和农村生产力的提高，中央大力改善农村路网（村村通工程由村与乡、镇通发展到村与村的互通），汽车（轻卡）排放标准的提高，这些因素促进轻卡的新增需要和由三轮车升级的置换需求。目前公司轻卡的产能为 14 万辆，2009 年公司轻卡销量为 15.4 万辆，扩充产能十分必要。为此，公司拟在山东青州投资 4.075 亿元新建轻卡生产线，建设期为 2 年，产能为 10 万台/年/双班。公司将轻卡新项目选址在山东，首先是看中山东是我国的经济、农业大省，轻卡需求大，还可辐射华北，其次是山东的轻卡配套资源强，劳动力资源

丰厚，与在合肥生产相比，可节约运输成本。

公司还计划在安徽省内购买一至两条轻卡生产线以快速增加轻卡产能，进一步增加高端轻卡帅铃的产能。从量和质两方面提高轻卡的盈利能力

2009年江淮汽车推出“汽车超市”的营销模式，在河南、河北、山东、湖南、湖北、江苏等11个省选择50个县级地区建立“汽车超市”，销售旗下所有产品，直接将产品卖到三级市场。2009年江淮轻卡实现销量154047辆，同比增长42.57%，而同期轻卡行业增幅为32.68%，江淮轻卡的市场份额进一步扩大。今年1-9月公司实现轻卡销量15.53万辆，同比增幅27.89%。

图 3：2009-2010 年轻卡月度销量



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

毛利率方面，2008年以前，江淮轻卡的毛利率在10%左右；2008年由于原材料价格上涨，2008年下半年轻卡的毛利率曾一度下降到5%左右。09年随着原材料价格的回落，轻卡市场稳定，价格战动力不足，发动机自制率提高和销量规模的扩大等因素将驱动毛利率上升，2009年江淮轻卡的毛利率将上涨到16%的水平。2010年由于保持较高的产能利用率、原材料价格低位运行，轻卡毛利率将保持稳定。

3.3 重卡业务成立合资公司

江淮在2005年通过收购集团公司重卡业务资产的方式开始进入重卡市场。2009年重卡销售12921辆，市场占有率为2.03%，规模不大。公司的战略为瑞风、轻卡和轿车，重卡业务不是公司最关注的产品，因此，公司以重卡资产出资，成立合资公司。

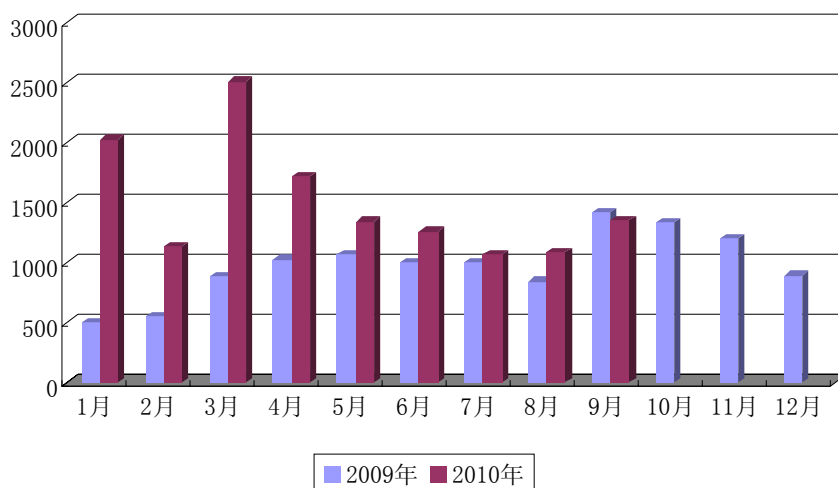
公司于2009年9月28日在合肥与NC²Global LLC签署中重卡合资

合作框架协议，公司将以几乎全部的中重卡的资产和业务作为出资投入合资公司，NC²将以现金出资，并为合资公司提供某些工业产权，双方的股权比例为 50%：50%。公司的重卡业务盈利能力不强，公司通过成立合资公司的形式来提升其重卡产品的技术水平以提升盈利能力。短期看，合资公司的设计投产将会有一段时间，对公司业绩影响很小。

3.4 瑞鹰 SUV 受益于行业大幅增长

瑞鹰 SUV 今年受益于行业的大幅增长而获得高增长。1-9 月实现销量 13484 辆，同比增幅为 62.59%。

图 4：2009-2010 年瑞鹰月度销量



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

此产品是公司从 MPV 进军轿车市场的过渡产品，公司战略不在于此。我们认为，SUV 与轿车共线生产，可以分担轿车的固定成本压力，增强轿车的盈利能力。

第 4 部分 公司大手笔布局新能源汽车业务

4.1 与正道合作项目助推公司成为新能源汽车的示范企业

公司大手笔制定了新能源发展规划的三步走战略：第一步（至 2010 年底），实现合肥市 500-1000 辆小批量试运行；第二步（2011-2012 年），掌握电控、电机开发关键技术；第三步（2013-2015 年），实现年产 10 万台的产业化能力。在技术路线的选择上，公司以纯电驱动为主要战略方向，plug-in 作为过渡发展阶段主要支持策略。目前，A 级纯电动车已做好示范

运行准备，A00、A0 纯电动车已完成功能样车的研制，B 级插电式混合动力车已完成试验验证。长远看，正道-江淮的合资公司的战略定位为新能源汽车的中国动力总成基地和新能源汽车的整车生产基地。

江淮大手笔布局新能源汽车，突破了其他整车厂商局限在对新能源汽车的底盘、电池、控制系统等的组装生产的层面上。从动力到整车的大规模布局，符合汽车行业规模生产规模效益的规律，有利于估值水平的提升。

4.2 关键零部件的推出，不断打造公司核心竞争优势

关键零部件的同步推出，使“上质量、降成本”大大提速。公司正在打造涡轮增压、缸内直喷和 VVT 高效发动机和 DCT 双离合器变速箱。目前公司的主要产品已装配或试装自配发动机，如瑞风、瑞鹰、宾悦已装配自产 2.0/2.4L 汽油发动机，同悦、和悦已装配自产 1.3/1.5L 汽油发动机，帅铃已装配自产 2.8L 柴油发动机，即将推出的悦悦轿车试装了自产 1.0L 汽油发动机。提高发动机的自配比例，进一步降低成本，不断打造公司核心竞争优势。

第 5 部分 盈利预测与投资评级

在综合分析各方面因素后，我们作出如下的各车型销售预测：

基于销量预测，我们预计公司 2010-2012 的 EPS 为 0.83 元、1.30 元和 1.58 元，相对于 10 月 15 日 11.48 元的收盘价，PE 估值为 13.8 倍、8.8 倍和 7.3，具有估值优势，给予“推荐”的投资评级。

表 2：盈利预测与财务估值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5426	10011	12147	14858	营业收入	20092	30407	38738	45711
现金	3294	4865	6086	8361	营业成本	17179	25329	32114	37895
应收账款	305	841	1072	1264	营业税金及附加	512	797	1007	1188
其它应收款	32	95	119	122	营业费用	1169	1885	2286	2651
预付账款	298	760	803	682	管理费用	622	1095	1356	1600
存货	1280	2234	2518	2600	财务费用	-4	-14	-16	-31
其他	217	1216	1550	1828	资产减值损失	237	80	0	0
非流动资产	6947	6886	6644	6327	公允价值变动收				
长期投资	26	33	38	40	益	0	0	0	0
固定资产	5297	5447	5395	5281	投资净收益	3	7	8	10
无形资产	506	496	551	536	营业利润	380	1242	2000	2418
其他	1118	910	660	470	营业外收入	50	38	0	0
资产总计	12373	16898	18791	21184	营业外支出	6	9	0	0
流动负债	7168	10625	10827	11410	利润总额	424	1271	2000	2418
短期借款	50	1126	50	50	所得税	81	191	300	363
应付账款	2357	3039	3533	3789	净利润	342	1081	1700	2055
其他	4762	6459	7244	7571	少数股东损益	6	14	20	24
非流动负债	773	889	1289	1689	归属母公司净利润	336	1066	1680	2031
长期借款	576	876	1276	1676	EBITDA	1129	1889	2706	3171
其他	196	13	13	13	EPS (元)	0.26	0.83	1.30	1.58
负债合计	7941	11514	12116	13100	主要财务比率				
少数股东权益	109	123	143	168	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1289	1289	1289	1289	成长能力				
资本公积	1315	1315	1315	1315	营业收入	36.4%	51.3%	27.4%	18.0%
留存收益	1719	2657	3927	5313	营业利润	5713.5%	226.5%	61.0%	20.9%
归属母公司股东权益	4323	5260	6531	7917	归属于母公司净利润	482.4%	217.6%	57.6%	20.9%
负债和股东权益	12373	16898	18791	21184	获利能力				
					毛利率	14.5%	16.7%	17.1%	17.1%
					净利率	1.7%	3.5%	4.3%	4.4%
					ROE	7.8%	20.3%	25.7%	25.7%
					ROIC	20.8%	56.8%	122.8%	208.6%
					偿债能力				
					资产负债率	64.2%	68.1%	64.5%	61.8%
					净负债比率	11.18%	17.39%	10.95%	13.18%
					流动比率	0.76	0.94	1.12	1.30
					速动比率	0.58	0.73	0.88	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	1.90	2.08	2.17	2.29
					应收账款周转率	51	49	37	36
					应付账款周转率	8.00	9.39	9.77	10.35

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3357	929	2698	2951
净利润	342	1081	1700	2055
折旧摊销	753	661	722	784
财务费用	-4	-14	-16	-31
投资损失	-3	-7	-8	-10
营运资金变动	2090	-448	331	128
其它	179	-344	-32	24
投资活动现金流	-624	-357	-407	-462
资本支出	672	200	340	400
长期投资	-6	7	5	2

					每股指标 (元)				
其他	41	-151	-62	-60	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.83	1.30	1.58
筹资活动现金流	-158	1000	-1069	-214	每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	0.72	2.09	2.29
短期借款	-398	1076	-1076	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.08	5.07	6.14
长期借款	26	300	400	400	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	41.58	13.09	8.31	6.87
资本公积增加	-10	0	0	0	P/B	3.23	2.65	2.14	1.76
其他	223	-377	-393	-614	EV/EBITDA	10	6	4	4
现金净增加额	2576	1571	1221	2275					

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20092	30407	38738	45711
同比(%)	36%	51%	27%	18%
归属母公司净利润	336	1066	1680	2031
同比(%)	482%	218%	58%	21%
毛利率(%)	14.5%	16.7%	17.1%	17.1%
ROE(%)	7.8%	20.3%	25.7%	25.7%
每股收益(元)	0.26	0.83	1.30	1.58
P/E	41.58	13.09	8.31	6.87
P/B	3.23	2.65	2.14	1.76
EV/EBITDA	10	6	4	4

资料来源: 公司公告 国元证券研究中心

第 6 部分 风险提示

巴西轿车出口销量低于协议约定目标销量的风险；
汽车价格战比预期更加激烈的风险；
汽车行业整体销量波动的风险。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn