

铁龙物流 (600125.SH) 陆上运输行业

评级：增持 首次评级

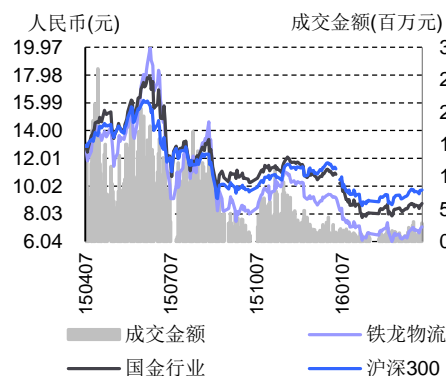
公司研究

市场价格 (人民币): 7.11 元
 目标价格 (人民币): 8.00-9.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,305.52
总市值(百万元)	9,282.26
年内股价最高最低(元)	19.97/6.04
沪深 300 指数	3221.89
上证指数	3009.53



特种箱业务预期良好，冷链物流将再添竞争力

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.262	0.215	0.218	0.240	0.274
每股净资产(元)	3.59	3.72	3.85	3.99	4.17
每股经营性现金流(元)	0.44	0.32	0.35	0.30	0.33
市盈率(倍)	33.86	42.68	32.59	29.65	25.93
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.66	13.66	13.66
净利润增长率(%)	-18.93%	-17.72%	1.33%	9.90%	14.35%
净资产收益率(%)	7.29%	5.78%	5.66%	6.01%	6.58%
总股本(百万股)	1,305.52	1,305.52	1,305.52	1,305.52	1,305.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

2015 年公司营业收入达到 63.16 亿元，同比上涨 7%。公司归属母公司净利润达 2.81 亿元，同比下降 17.7%。

投资逻辑

- **宏观经济下滑，拖累公司业绩增长，特种箱业务逆市保持小幅上涨：**受宏观经济发展放缓及大宗商品需求下降的影响，公司 2015 年利润下降约 18%。其中沙鲛线发送量 2015 年达到 3737.4 万吨，同比下降 16%，致使铁路货运及临港物流业务毛利下降 8000 万。但在该环境下，2015 年公司完成特种箱发送量 54.04 万 TEU，同比增加 2%，毛利贡献上升 1%，反映了了铁路特种箱运输的重要性在不断上升。
- **公司箱型结构调整，加速特种箱业务发展：**2016 年公司拟用自有资金 9.25 亿购置 16500 只特种箱，其中 12000 只为干散货集装箱，4500 为各类不锈钢框架式罐箱，碳钢框架罐箱及液碱箱。此次购箱的目的为替换旧箱及满足新增客户的运输需求。公司本期购箱数量较往年增加近一倍，且新品种箱型增量较往年也有大幅提升，可以看出公司对于未来铁路特种集装箱的发展预期很高，不断增加特种箱保有量，且通过箱型替换在不断的优化箱型结构，提升新箱型在特种箱业务中的占比。该购买计划对公司近期特种箱业务利润会有积极影响。
- **加大冷链项目投资，待政策利好提升公司核心竞争力：**公司 2016 年发布公告增加大连冷链物流基地的投资额从 3.65 亿至 8.63 亿。结合公司冷藏箱运输业务及冷链物流基地，公司将打造辐射东北区域的专业化区域分拨中心及物流节点。项目将于 2016 年上半年开工，预计 2018 年前后投产。依托东北地区广大的冷冻及农产品市场，该项目不仅将为公司增加新的利润贡献点，同时加快整合区域冷链产业资源。从政策面来看，随着国家对农产品冷链运输的利好政策出台，公司铁路冷链业务将显现极大的核心竞争力。

投资建议

- 我们认为从长期来看，公司积极加大特种箱供应，优化箱型结构，以适应市场需求，铁路特种箱利润将逐步释放。同时打造冷链物流基地与冷藏箱运输形成了协同效应，为公司增加核心竞争力。铁路运力供给加大及货运体系改革也为公司铁路业务增加竞争力。但短期来看，宏观经济增速放缓及大宗商品需求下降的趋势还将持续，我们给与“增持”评级。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

估值

- 我们预计 2016-18 年 EPS 为 0.22/0.24/0.27 元/股。

风险

- 宏观经济持续恶化

内容目录

铁路特种箱运输专营商	4
股权结构.....	4
铁路特种箱/货运业务贡献主要利润	4
特种箱业务逆市保持小幅增长，增大购买量看好未来发展前景	5
宏观经济疲软业务增速缓慢，产业链延伸增加利润点	5
公司加快箱型结构调整，加速特种箱业务发展	6
区域经济下滑/大宗商品需求放缓拉低沙鲛线业绩贡献.....	6
客货分线释放铁路运力，货运组织改革提升铁路效率.....	7
业绩点评及盈利预测.....	8

图表目录

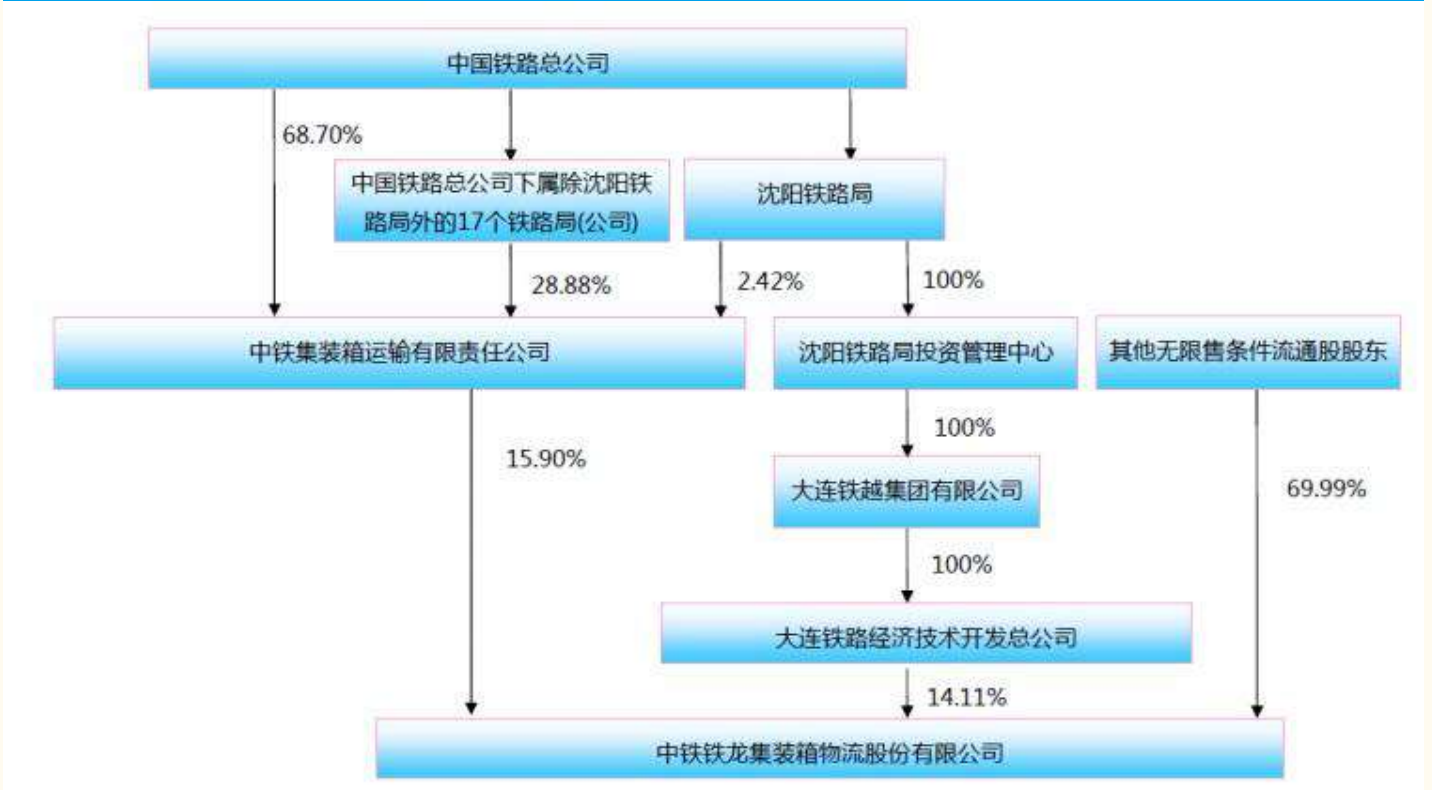
图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司毛利分布.....	5
图表 3：公司毛利分布趋势.....	5
图表 4：全国铁路货运量变化趋势.....	5
图表 5：铁路特种集装箱年发送量.....	5
图表 6：铁路特种集装箱业务毛利变化	6
图表 7：公司铁路特种集装箱业务毛利率.....	6
图表 8：沙鲛线发送量增速.....	7
图表 9：辽宁省铁路货运量增速	7
图表 10：铁路营业里程增速.....	7
图表 11：2016-2018 营收及毛利率预测.....	8

铁路特种箱运输专营商

股权结构

- 中铁铁龙集装箱物流股份有限公司于 1993 年 2 月 16 日，由原大连铁路分局、大连铁路经济技术开发总公司等五家发起人共同发起。于 1998 年 5 月 11 日在上海证券交易所上市，也是中国铁路第一家 A 股上市公司。公司第一大持有人为中铁集装箱运输有限责任公司，持股占比 15.90%。实际控制人为中国铁路总公司，间接持股占比 30.01%，共计 3.92 亿股。

图表 1：公司股权结构

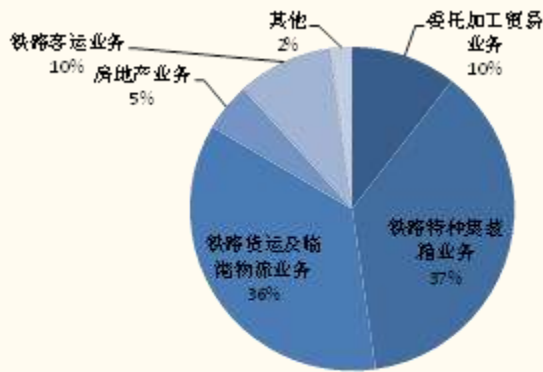


来源：公司年报，国金证券研究所

铁路特种箱/货运业务贡献主要利润

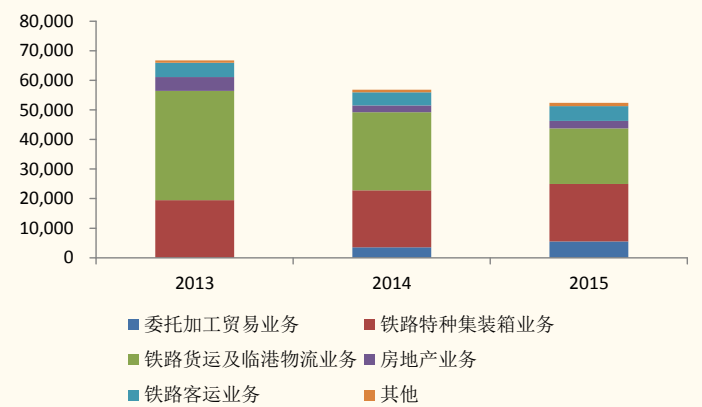
- 公司主要业务为铁路特种集装箱物流业务,铁路货运及临港物流业务。其中公司铁路特种集装箱业务为公司 2006 年从中铁集装箱公司收购的，其也是国家唯一授权经营铁路特种集装箱运输的公司。铁道总公司为特种集装箱运输的审批人，中铁集为特种集装箱的运营商，而铁龙物流为特种集装箱的拥有人。
- 从公司利润来来看，公司 37%的毛利来源于铁路特种集装箱业务，另 36%的业务来源于铁路货运及临港物流业务。而且比较前两年的毛利分布，可以看出公司在特种集装箱业务上的利润贡献占比在上升。

图表 2：公司毛利分布



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：公司毛利分布趋势



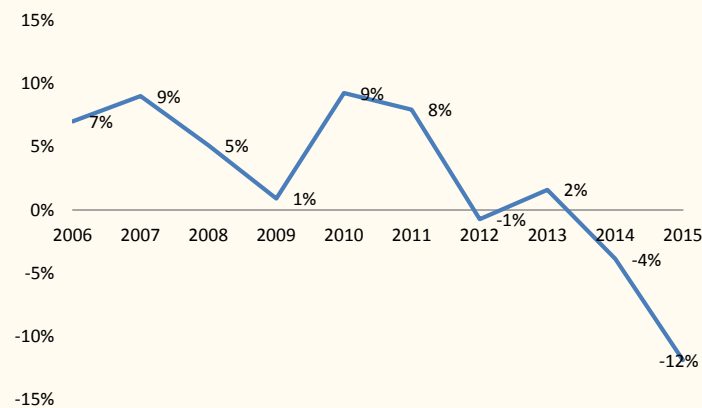
来源：公司年报，国金证券研究所

特种箱业务逆市保持小幅增长，增大购买量看好未来发展前景

宏观经济疲软业务增速缓慢，产业链延伸增加利润点

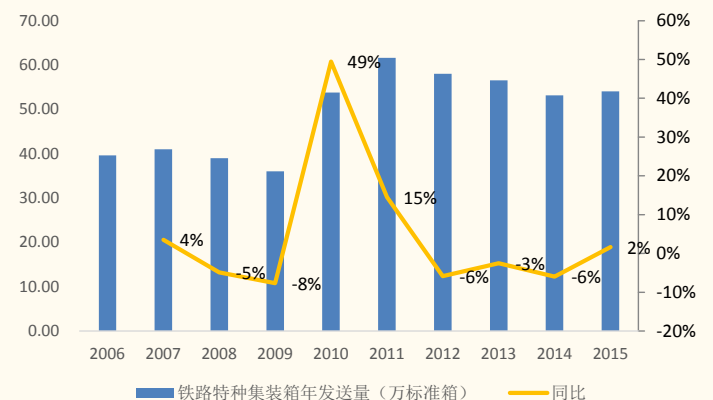
- 公司铁路特种集装箱业务现主要提供特种集装箱使用，短驳运输，仓储代理，换装等全程物流服务。2015 年公司完成特箱发送量 54.04 万 TEU，同比增加 2%。从特种集装箱发送量上来看，公司近三年年发送量均处于负增长，主要原因是整体宏观环境的疲软及整体铁路货运量的下滑。2015 年全国 GDP 增速再次下降，达到 6.9%。受累于全国宏观经济疲软，铁路货运量也出现大幅下降。15 年全国铁路货运量为 33.6 亿吨，同比下降 11.9%，相当于 2009 年货运量水平。铁路货运量自 2013 年达到 39.67 亿吨后，年货运量就呈现下降趋势。公司特种集装箱发送量下降的另一原因是木材箱在 2015 年全部退出，使发送量受到负面影响。但在 2015 年发送量增速在全国铁路货运量大幅下降的情况下有所回升，说明特种集装箱业务在铁路货运业务中占比也在上升。
- 从铁路特种集装箱毛利变化趋势来，2015 年毛利达到 1.95 亿元，同比上涨 1%。但毛利率呈现逐年下降的趋势，主要原因是公司积极从传统的特种箱租箱模式转变成全程物流模式。由于全程物流模式涉及经营成本高，所以当其占比上升时，整体特种箱业务毛利会下降。全程物流经营模式增加了公司的利润环节，延伸了产业链，是公司整体业务的发展趋势。

图表 4：全国铁路货运量变化趋势



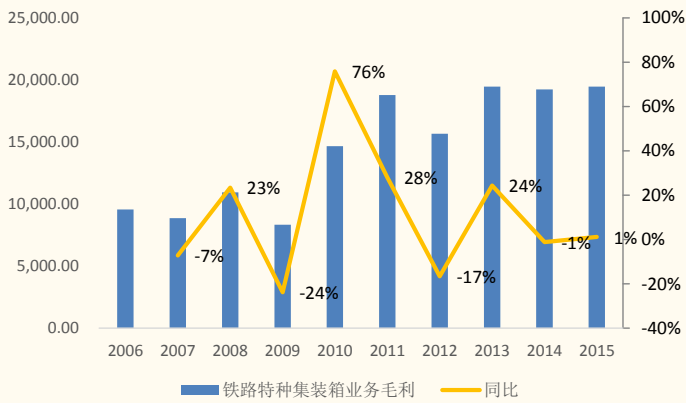
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：铁路特种集装箱年发送量



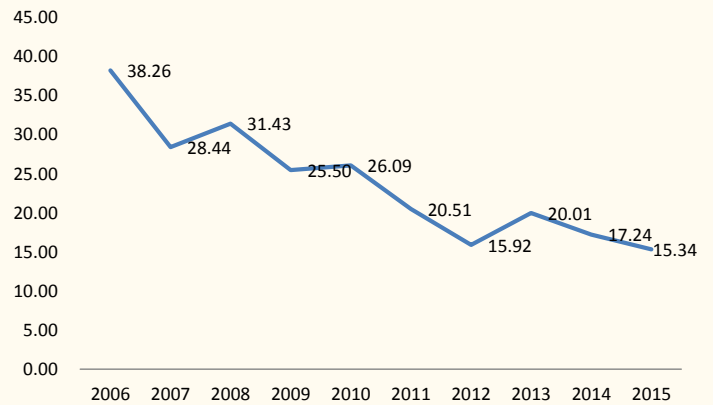
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：铁路特种集装箱业务毛利变化



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：公司铁路特种集装箱业务毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

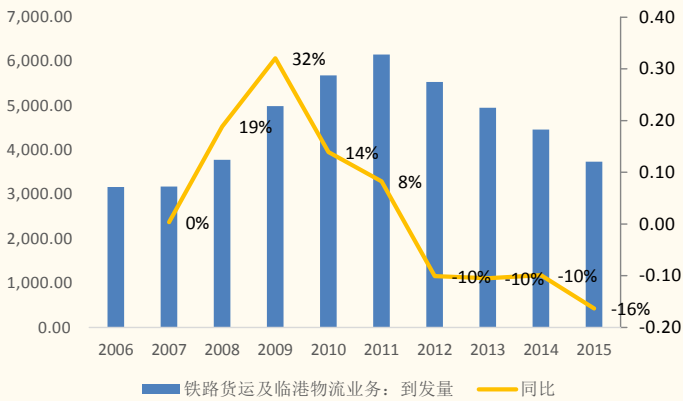
公司加快箱型结构调整，加速特种箱业务发展

- 公司根据市场需求在不断更新箱型结构，收购前主要以木材箱及汽车箱为主。由于对欧美木材出口的下滑，敞篷车的替代及环保方面的政策，木材箱的需求在不断的下降。直至 2015 年公司所有木材箱均退出运营。
- 公司现着重发展新型箱市场空间，如干散货箱，不锈钢箱及框架罐箱业务。新箱型 2015 年的业务运量同比增加了 2.77 万 TEU，数量增加了约 6000 个。2016 年公司拟用自有资金 9.25 亿购置 16500 只特种箱，其中 12000 只为干散货集装箱，4500 为各类不锈钢框架式罐箱，碳钢框架罐箱及液碱箱。此次购箱的目的为替换旧箱及满足新增客户的运输需求。公司本期购箱数量较往年增加近一倍，且新品种箱型增量较往年也有大幅提升，可以看出公司对于未来铁路特种集装箱的发展预期很高，不断增加特种箱保有量，且通过箱型替换在不断的优化箱型结构，提升新箱型在特种箱业务中的占比。
- 公司 2016 年发布公告，要增加大连冷链物流基地的投资额，从 3.65 亿增加至 8.63 亿。公司现拥有冷链集装箱业务，但是占比比较低主要是受配送当地没有相应的冷藏配套设施所限制，一直很难快速发展。大连冷链物流基地项目主要是在大连建设低温仓，多温仓，恒温及常温仓，服务中心及集装箱堆场等相关配套设施。公司将结合冷藏箱运输及冷库仓储，建立辐射东北区域的专业化区域分拨中心及物流节点。项目将于 2016 年上半年开工，建设期 18-24 个月。依托东北地区广大的冷冻及农产品市场，该项目不仅将为公司增加新的利润贡献点，同时加快整合区域冷链产业资源。从政策面来看，随着国家对农产品冷链运输的利好政策出台，公司铁路冷链业务将显现极大的核心竞争力。

区域经济下滑/大宗商品需求放缓拉低沙鲅线业绩贡献

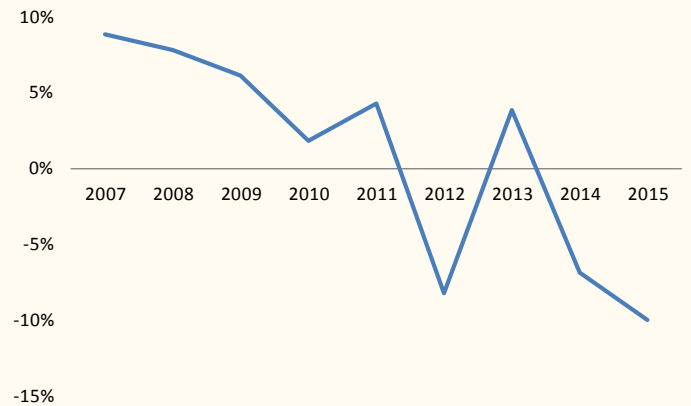
- 公司铁路货运及临港物流业务主要是围绕沙鲅铁路支线开展的相关仓储及短途运输等业务。该支线的到发量 2015 年达到 3737.4 万吨，同比下降 16%。主要原因是受区域经济影响，钢铁，煤炭等行业需求持续低迷，造成整个辽宁省铁路运输需求的下降，同时导致公司沙鲅支线货运量的负增长。但公司在行业环境不景气的情况下，积极承揽货源，响应国家货运组织改革，以提升效率。预计 16 年该业务在经济回暖，公司增效的情况下有望触底反弹。

图表 8：沙鲛线发送量增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：辽宁省铁路货运量增速

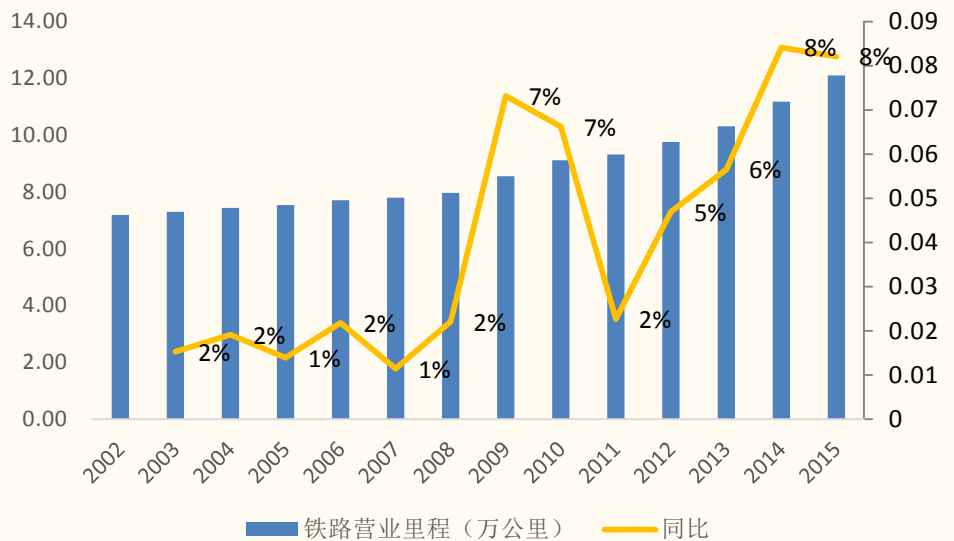


来源：wind，国金证券研究所

客货分线释放铁路运力，货运组织改革提升铁路效率

- 我国从 2008 年之后进行了大规模的高铁投资，并且预计截至 2018 年底建设完成四纵四横的高铁客运网络，从而实现客货分线，释放更多的货运运力。理论上每停开一对快速列车，预计可增开 1.5 对货运列车。现高铁里程数以每年 7%-8% 的增速增加，随着铁路网络的完善，货运运力将进一步提升。

图表 10：铁路营业里程增速



来源：wind，国金证券研究所

- 2013 年中国铁路总公司正式推出铁路货运组织改革方案，目的在于为实现铁路运输组织由内部生产型转向市场导向型，以提高运输效率及服务质量，全面参与现代物流业竞争。这个时期铁路运力得到释放，主要矛盾已经从运力紧张转移到需求疲软。随着公路航空运输业的发展，铁路货运需求逐渐下滑，体总在此环境下提出一下货运组织改革措施以提升铁路货运竞争力：

简化受理：以往客户办理货物运输手续比较繁琐。客户不仅要申报月度计划、申报请求车计划，还要联系货物的受理和装车；不仅要找铁路货运部门，还要联系铁路调度和运输部门，介入铁路的运输生产过程。简化受理

改革一是简化以上办理手续，取消一些不必要的程序，如申报月度计划，请求车计划等；二是拓宽受理渠道，受理渠道多元化，不仅可以到营业厅，或通过铁路营销人办理，也可以通过电话，网络自主办理。

规范收费：对货运收费进行严格的清理规范，一是明确货运收费的项目，标准和条件。确保所有收费严格执行国家的运价政策，明码标价，公开透明。二是建立一口价收费机制，对与货运有关的收费，一口报价，一张货票核收。

门到门全程物流服务：门到门服务指客户在交运货物地点开始到收货人接收到货物地点的全过程运输服务。

- 铁路运力及效率的提升都有助于公司满足更多的客户需求，同时以高质量的服务吸引到更多的客源。在国家政策积极促进下，铁路竞争力的提升有助于公司在长期业务触底反弹。

业绩点评及盈利预测

- 2015 年公司营业收入达到 63.16 亿元，同比上涨 7%。主要增量来源于公司新开展的委托加工贸易业务，但该业务营业额大，其毛利率仅有 1-2%，对公司利润增长并不其决定作用。公司归属母公司净利润达 2.81 亿元，同比下降 17.7%。主要是由于铁路货运及临港业务的下滑，毛利下降约 8000 万，同比降幅 29%。主要原因是区域经济增速较差，及大宗商品需求放缓导致货物运输需求下降。
- 预计 2016 年在公司加大购买特种箱力度的情况下，对公司铁路特种箱业务会有一些的提振作用，预计该业务营收增幅在 15-20%左右。同时在国家推进稳发展政策，公司增效及提高服务质量的情况下，会减缓铁路货运及临港物流业务的下降速度，预计在 2016 年下半年大宗商品需求也会触底反弹，该业务营收增幅预计回升至-10%-0%左右。随着业务量的回升，各业务毛利率预计也会有一定幅度的上升。长期来看，得益于铁路货运能的释放及货运组织改革，公司依托于铁路货运的特种集装箱及临港物流业务均会有较大的发展空间。
- 预计 2016-2018 年公司归属母公司净利润达到 2.85/3.13/3.58 亿元，同比增长 1.33%，9.9%及 14.4%。

图表 11：2016-2018 营收及毛利率预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	38%	7%	9%	11%	12%
委托加工贸易业务	N/A	19%	10%	10%	10%
铁路特种集装箱业务	15%	14%	18%	20%	20%
铁路货运及临港物流业务	-48%	-22%	-5%	5%	5%
房地产业务	-52%	50%	20%	20%	20%
铁路客运业务	-6%	0%	0%	0%	0%
其他	-24%	1%	5%	5%	5%
毛利率	10%	8%	8%	8%	9%
委托加工贸易业务	1%	2%	2%	2%	2%
铁路特种集装箱业务	17%	15%	14%	16%	17%
铁路货运及临港物流业务	17%	15%	15%	15%	15%
房地产业务	31%	23%	25%	25%	25%
铁路客运业务	63%	70%	70%	70%	70%
其他	24%	31%	25%	25%	25%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,281	5,906	6,316	6,868	7,650	8,541	货币资金	424	756	1,035	900	850	1,000
增长率		38.0%	6.9%	8.7%	11.4%	11.6%	应收款项	263	261	213	232	258	288
主营业务成本	-3,614	-5,337	-5,792	-6,331	-7,014	-7,801	存货	1,900	2,350	2,335	2,428	2,690	2,992
%销售收入	84.4%	90.4%	91.7%	92.2%	91.7%	91.3%	其他流动资产	612	686	981	925	976	1,085
毛利	667	568	524	537	637	740	流动资产	3,199	4,052	4,564	4,485	4,775	5,366
%销售收入	15.6%	9.6%	8.3%	7.8%	8.3%	8.7%	%总资产	59.3%	60.4%	60.4%	54.8%	55.2%	55.5%
营业税金及附加	-40	-20	-20	-22	-24	-27	长期投资	71	58	75	75	75	75
%销售收入	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,039	2,514	2,769	3,487	3,660	4,087
营业费用	-25	-30	-41	-41	-46	-51	%总资产	37.8%	37.5%	36.6%	42.6%	42.3%	42.3%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	70	67	137	125	127	129
管理费用	-73	-73	-87	-89	-99	-111	非流动资产	2,193	2,652	2,996	3,702	3,876	4,306
%销售收入	1.7%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	40.7%	39.6%	39.6%	45.2%	44.8%	44.5%
息税前利润 (EBIT)	529	445	376	385	467	550	资产总计	5,393	6,704	7,560	8,187	8,651	9,672
%销售收入	12.4%	7.5%	6.0%	5.6%	6.1%	6.4%	短期借款	375	0	749	1,154	1,304	1,906
财务费用	-6	-46	-42	-45	-89	-113	应付款项	506	1,042	1,048	1,057	1,172	1,304
%销售收入	0.1%	0.8%	0.7%	0.7%	1.2%	1.3%	其他流动负债	67	76	93	178	195	204
资产减值损失	-5	0	-2	0	0	0	流动负债	948	1,118	1,889	2,389	2,670	3,414
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	18	26	20	20	20	其他长期负债	98	880	787	747	747	797
%税前利润	2.5%	4.0%	6.9%	5.3%	4.8%	4.2%	负债	1,046	1,997	2,676	3,136	3,417	4,211
营业利润	531	416	358	360	397	457	普通股股东权益	4,344	4,685	4,862	5,029	5,212	5,439
营业利润率	12.4%	7.0%	5.7%	5.2%	5.2%	5.4%	少数股东权益	3	22	21	21	21	21
营业外收支	12	30	16	20	20	20	负债股东权益合计	5,393	6,704	7,560	8,187	8,651	9,672
税前利润	544	447	374	380	417	477							
利润率	12.7%	7.6%	5.9%	5.5%	5.5%	5.6%	比率分析						
所得税	-122	-106	-94	-95	-104	-119		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	22.5%	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	421	341	280	285	313	358	每股收益	0.323	0.262	0.215	0.218	0.240	0.274
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	每股净资产	3.327	3.589	3.724	3.852	3.992	4.166
归属于母公司的净利润	421	342	281	285	313	358	每股经营现金净流	0.083	0.444	0.324	0.349	0.303	0.330
净利率	9.8%	5.8%	4.5%	4.1%	4.1%	4.2%	每股股利	0.060	0.000	0.070	0.090	0.100	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.70%	7.29%	5.78%	5.66%	6.01%	6.58%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	7.82%	5.10%	3.72%	3.48%	3.62%	3.70%
净利润	421	341	280	285	313	358	投入资本收益率	8.69%	6.23%	4.53%	4.24%	4.91%	5.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	180	182	166	190	235	281	主营业务收入增长率	4.05%	37.96%	6.95%	8.74%	11.40%	11.64%
非经营收益	-13	20	26	24	69	91	EBIT 增长率	-1.81%	-15.92%	-15.50%	2.25%	21.41%	17.89%
营运资金变动	-481	36	-50	-43	-221	-300	净利润增长率	-8.80%	-18.93%	-17.72%	1.33%	9.90%	14.35%
经营活动现金净流	108	579	423	456	396	430	总资产增长率	13.44%	24.33%	12.76%	8.30%	5.66%	11.81%
资本开支	-500	-582	-252	-875	-390	-690	资产管理能力						
投资	19	0	-14	0	0	0	应收账款周转天数	8.6	7.4	4.7	4.5	4.5	4.5
其他	3	-46	-374	20	20	20	存货周转天数	182.5	145.3	147.6	140.0	140.0	140.0
投资活动现金净流	-478	-628	-639	-855	-370	-670	应付账款周转天数	8.1	9.2	17.3	15.0	15.0	15.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	169.2	130.9	135.7	141.7	154.5	148.1
债权募资	375	369	596	366	149	652	偿债能力						
其他	-111	-21	-87	-100	-225	-263	净负债/股东权益	-1.13%	-0.22%	6.35%	16.84%	20.06%	27.50%
筹资活动现金净流	264	348	509	265	-76	390	EBIT 利息保障倍数	83.7	9.6	8.9	8.6	5.2	4.9
现金净流量	-106	300	293	-135	-50	150	资产负债率	19.40%	29.79%	35.40%	38.31%	39.50%	43.54%

来源：公司年报、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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD