

本报告的主要看点:

1. 从需求角度测算铁路货车市场需求。
2. 从供给角度分析中车产能利用率。
3. 对下半年铁路设备行业进行展望。

铁路货运增量行动实施，货车业务迎来新三年

基本结论

- **行业策略：**铁总实施三年货运增量行动方案，铁路货车、机车采购需求相应大幅增长；由于前几年货车采购低迷，造成国内货车产能过剩，中车已开始重组旗下货车业务，压减过剩产能。在需求增长与供给收缩之下，铁路货车市场供需结构改善，中车货车业务板块盈利能力将得到提升。
- **重点关注：**中国中车、晋西车轴、海达股份。

行业观点

- **铁路货运量三年提升 30%，带动货车采购增加。**环保治超促进货运“公转铁”，铁总实施三年货运增量行动方案，到 2020 年铁路货运量将达到 47.9 亿吨，相比 2017 年增长 30%、增加 11 亿吨。铁总相应加大货车、机车采购力度，根据当前铁路货车与货运量配比关系 1.96 辆/万吨测算，对应 11 亿吨货运增量，未来三年将新增货车采购 21.6 万辆、机车 3600 辆，相比 2015-2017 年增长 171%、107%。
- **中车推动货车去产能，铁路货车业务迎来新三年。**全国铁路货车制造年产能约 10 万辆，其中中国中车约 8 万辆。2014-2016 年铁路货运量低迷，造成铁路货车采购下降、年均采购量年均仅有 1.58 万辆，国内铁路制造企业产能过剩，出现大面积停工。2017 年中车开始推进旗下货车业务重组，同时进行去产能计划，以提高货车业务整体盈利能力。在未来三年货车需求大幅增长之下，中车货车业务产能利用率有望提高。我们假设至 2020 年，中车货车年产能逐步压降至 7 万辆，则货车业务产能利用率将从 15-17 年均 35.6% 提升至 18-20 年均 77.5%，带动整体盈利能力提高。
- **动车组首次招标已落地，全年需求预计同比增长 38%。**今年 6 月铁总进行年内首次动车组批量招标，采购“复兴号”动车组 145 标准列，总采购金额预计超过 240 亿元。根据年初铁总 2018 年工作计划，今年将投产高铁线路 3500 公里，国内当前高铁运营里程对应动车组密度约为 0.94 辆/公里，考虑未来新线开通中西部占比提升，短期内动车组密度可能下降，预计全年动车组采购量 350 列左右，相比 17 年的 253 列增长 38%。
- **铁路装备板块业绩初显复苏，下半年增长有望提速。**2018 年一季度，铁路装备板块业绩已表现出复苏：中国中车铁路装备业务增长 21%；康尼机电扣除并表因素，主业增长 29%；海达股份总收入同比增长 104%，其中轨交增长 125%。鼎汉技术 18 年中报预告净利润 2750 万-3000 万，增长 225%-254%；永贵电器中报预告净利润 6784 万-8141 万，增长 0-20%。从上半年情况看，高铁轨交板块业绩改善明显，在货车需求大幅增长及动车组招标落地之下，下半年增长有望提速。

风险提示

- 铁总资本开支下降，造成实际采购量低于预期的风险。
- 铁路车辆采购价格大幅下降，造成产品毛利率下降的风险。

卞晨晔 分析师 SAC 执业编号：S1130518070004
biancyc@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、货运增量行动实施，铁路货车需求大增.....	3
环保治超推动“公转铁”，铁总推出货运增量行动计划.....	3
运量增加带动车辆采购需求，货车业务景气度提升.....	5
二、中车推进货车业务重组，供需改善产能利用率提高.....	7
国内铁路货车五家制造商，产能供给存在过剩.....	7
中车推进货车业务重组，市场供需结构有望改善.....	8
三、动车组招标落地，下半年逐步乐观.....	9
轨交细分领域景气度：动车组>货车>机车>城轨>客车.....	9
重点关注：中国中车、晋西车轴、海达股份.....	11
风险提示.....	12

图表目录

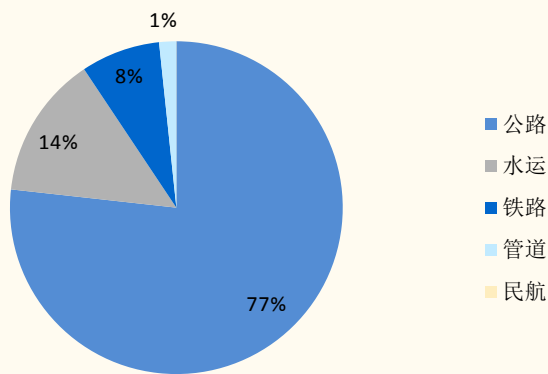
图表 1：2017 年我国货运结构占比.....	3
图表 2：公路、水路、铁路货运量占比.....	3
图表 3：铁路货运增量以煤炭、铁矿石为主（亿吨）.....	3
图表 4：铁路运输煤炭比例将提高.....	4
图表 5：铁总货运线路扩能主要措施.....	4
图表 6：全国铁路货车保有量.....	5
图表 7：全国铁路货车采购量.....	5
图表 8：铁路货运量及增速.....	5
图表 9：铁路货车采购量与货运量增速正相关.....	6
图表 10：18-20 年与 15-17 年货车采购量对比.....	6
图表 11：18-20 年与 15-17 年机车采购量对比.....	6
图表 12：中国中车铁路货车产品类型.....	7
图表 13：国内铁路货车主要制造商及产能.....	7
图表 14：中国中车货车业务重组为两大子集团.....	8
图表 15：中国中车货车产能利用率.....	9
图表 16：中国中车货车产能利用率测算.....	9
图表 17：中车 18Q1 铁路装备收入明显增长.....	10
图表 18：轨交产业链公司 18Q1 收入增速.....	10
图表 19：52 号文与 81 号文关于城轨申报标准的部分对比.....	10
图表 20：2018H1 与 2017H1 城轨新增运营里程比较.....	11
图表 21：轨交细分领域及主要公司.....	11
图表 22：中国中车 2017 年收入构成.....	12
图表 23：中国中车 2018Q1 轨交收入增速.....	12
图表 24：晋西车轴历年营业收入.....	12
图表 25：晋西车轴 2017 年收入构成.....	12

一、货运增量行动实施，铁路货车需求大增

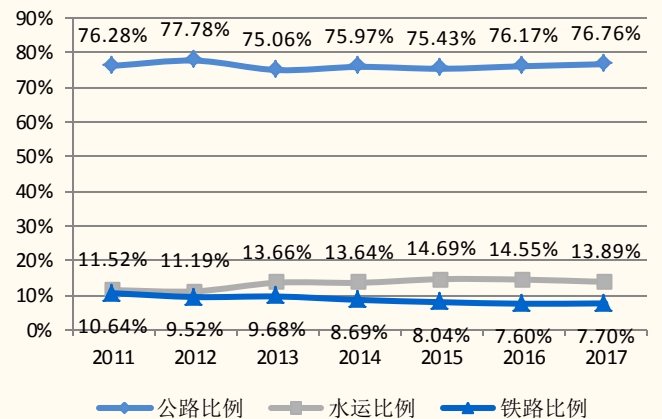
环保治超推动“公转铁”，铁总推出货运增量行动计划

- **环保治超推动货物运输“公转铁”，铁路货运量将明显提升。**2018年7月3日，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，在货物运输领域将重点提升铁路货运比例，到2020年全国铁路货运量相比2017年增长30%，其中京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%。
- **当前国内货运以公路为主，铁路货运量占比仅7.7%。**从货运总量上，公路是最主要运输方式，2017年全国货运量479.4亿吨，其中公路货运量368亿吨、占比77%。铁路货运量在货运总量中比例不高，2017年全国铁路完成货运量36.9亿吨、占比7.7%，位于公路和水路之后。

图表 1：2017 年我国货运结构占比



图表 2：公路、水路、铁路货运量占比

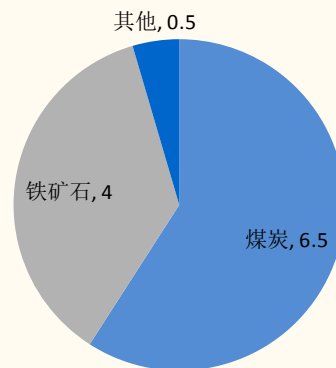


来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

- **铁总实施货运增量行动方案，煤炭、铁矿石贡献主要增量。**为配合国务院关于调整运输结构、增加铁路运量的决策，铁总近期推出《2018-2020年货运增量行动方案》，计划到2020年全国铁路货运量达到47.9亿吨，较2017年增加11亿吨。这11亿吨的增量，将主要来自煤炭（6.5亿吨）和疏港铁矿石（4亿吨）。

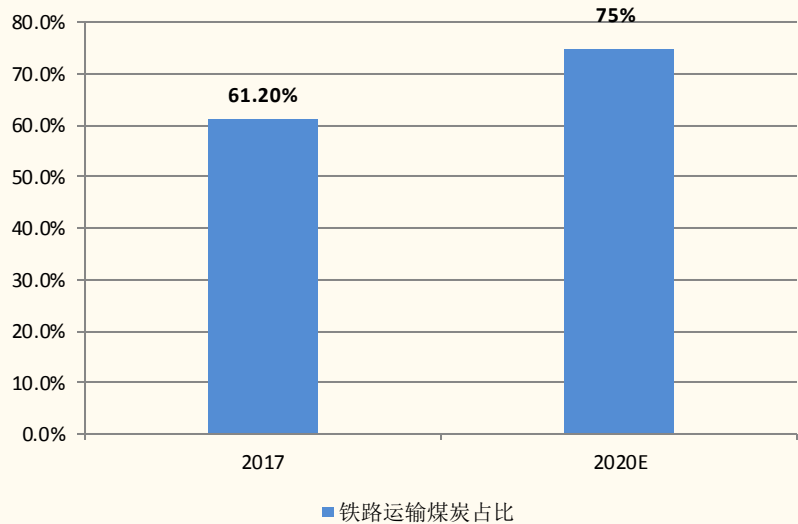
图表 3：铁路货运增量以煤炭、铁矿石为主（亿吨）



来源：铁总《2018-2020年货运增量行动方案》，国金证券研究所

- **铁路在煤炭运输中的主导地位进一步强化。**就煤炭而言，我国形成了铁路为主、公路为辅的运输方式，2017年我国原煤产量35.2亿吨，全国铁路煤炭发运量21.6亿吨，铁路运产比为61.2%。铁总货运增量方案将更加强化铁路在煤炭运输中的核心地位，到2020年全国铁路煤炭运量将达到28.1亿吨，比2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%。全国铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨，较2017年增运4亿吨，占陆路疏港矿石总量的85%。

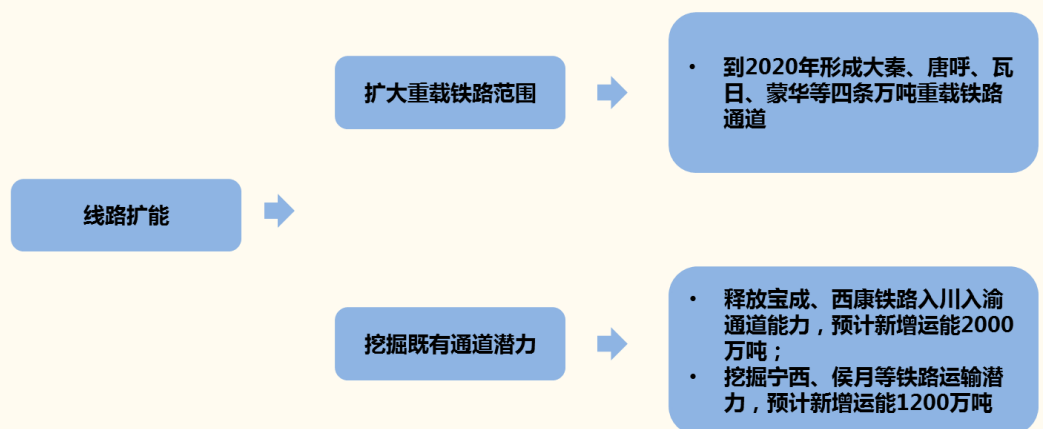
图表 4：铁路运输煤炭比例将提高



来源：国家统计局，铁总《2018-2020年货运增量行动方案》，国金证券研究所

- **铁总将通过线路扩能与车辆采购保障铁路货运量提升。**为确保实施货运增量行动方案，铁总制定了详细配套措施，包括扩大万吨重载列车开行范围、挖掘既有通道潜力、强化机车车辆装备保障等。**线路扩能措施主要有两种：**一是扩大万吨重载列车开行范围，在唐呼线、瓦日线增开万吨重载列车，蒙华铁路投产后也将开行万吨重载列车；到2020年，我国将有大秦、唐呼、瓦日、蒙华等4条万吨重载铁路通道。二是挖掘既有通道潜力，释放宝成、西康铁路入川入渝通道能力，预计新增运能2000万吨；挖掘宁西、侯月等铁路运输潜力，预计新增运能1200万吨。

图表 5：铁总货运线路扩能主要措施

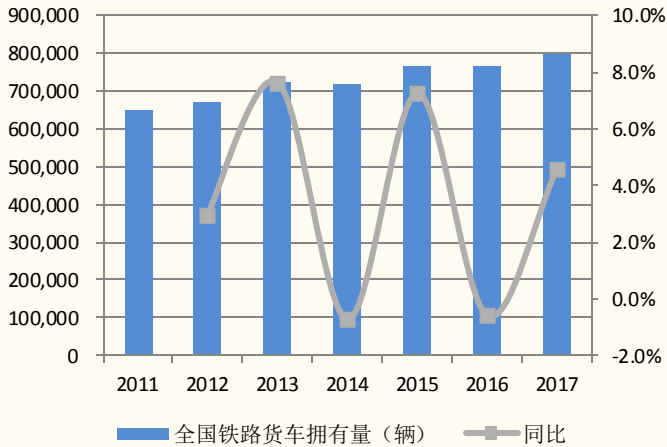


来源：铁总《2018-2020年货运增量行动方案》，国金证券研究所

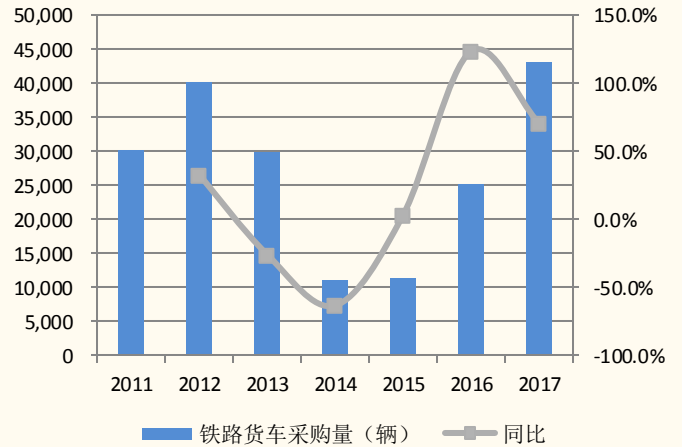
运量增加带动车辆采购需求，货车业务景气度提升

- 铁路货车保有量保持增长，每年采购量有较大波动。2017年，全国铁路货车拥有量 79.9 万辆，同比增长 4.6%；2011 至 2017 年间总体保持上升趋势，2017 年货车保有量相比 2011 年增长 22.7%。铁路货车每年采购量波动较大，2014-2016 年货车采购处于低位，年均采购规模仅有 1.58 万辆。2017 年铁路货车采购量明显提升，达到 4.3 万辆。铁路货车使用寿命一般为 25 年，如按照每年 4% 的更新比例估算，货车每年更新需求量约为 3.2 万辆。

图表 6：全国铁路货车保有量



图表 7：全国铁路货车采购量

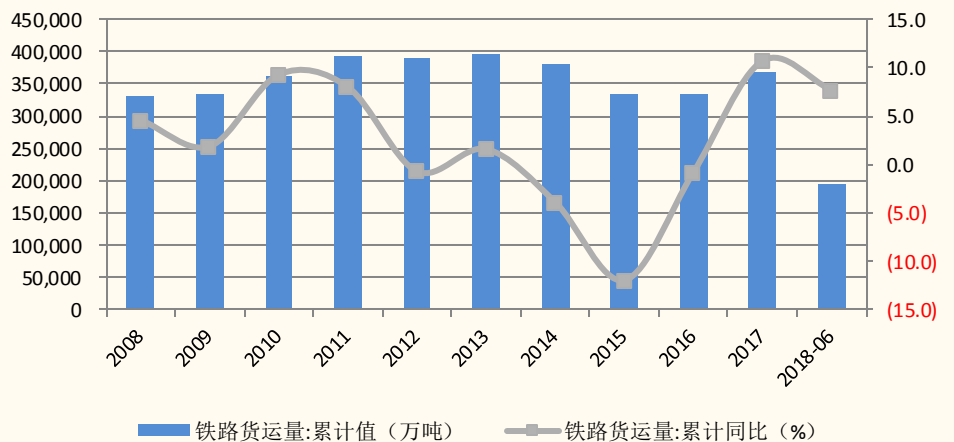


来源：中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

来源：中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

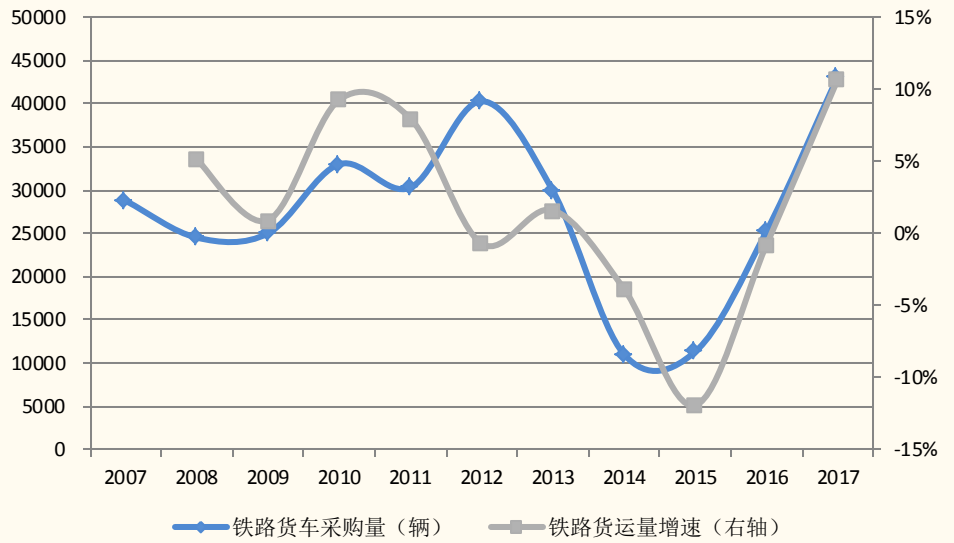
- 铁路货运量的景气度决定了货车采购量的水平。由于公路运输竞争，2014-2016 年，铁路货运量连续三年下滑，同时货车采购量跌入低谷、年均采购不足 2 万辆。2017 年由于煤炭铁路运输需求的增长，铁路货运量重回正增长，全年货运量达到 36.8 亿吨，同比增长 10.7%，货车采购量增加至 4.3 万辆，铁总货车采购量与货运量的景气度呈现明显的正相关。今年前 6 月，铁路货运量达到 19.6 亿吨，同比增长 7.7%，加之未来三年货运增量行动计划的实施，铁路货运量增长趋势明确，货车采购量有望同步增长。今年以来铁总对于货车和机车的采购，也反映了货车市场的增长趋势，前 4 月铁总采购货车 3.33 万辆、机车 428 台，已达到去年全年的 77% 和 62%。

图表 8：铁路货运量及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

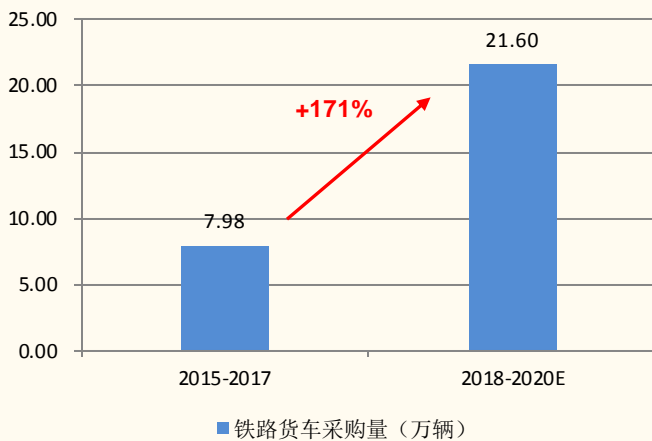
图表 9：铁路货车采购量与货运量增速正相关



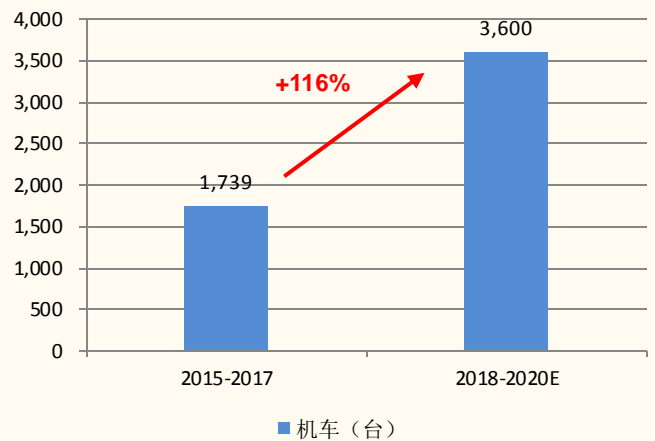
来源：国家统计局，中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

- **未来三年新增货车采购需求 21.6 万辆、机车需求 3600 台。**根据铁总的三年货运增量行动方案，2018-2020 年全国铁路货运量将增加 11 亿吨，铁总将相应加大对于车辆装备的采购。对于货车需求规模，通过货运增量进行测算：2011-2017 年铁路货车保有量均值与货运量均值的比例为 1.96 辆/万吨，即每运送 1 万吨货物需要 1.96 辆铁路货车。以此测算，未来三年（2018-2020 年）新增 11 亿吨货运量，对应货车的需求量约为 21.6 万辆（约 860 亿元）；机车需求，按照机车、货车比例 1:60 测算，机车需求量约 3600 台（约 540 亿元）。对比 2015-2017 年，铁路货车采购量 7.98 万辆、机车 1739 辆，2018-2020 年铁路货车市场景气度将有明显提高。

图表 10：18-20 年与 15-17 年货车采购量对比



图表 11：18-20 年与 15-17 年机车采购量对比



来源：中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

来源：中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

二、中车推进货车业务重组，供需改善产能利用率提高

国内铁路货车五家制造商，产能供给存在过剩

- 铁路货车按用途分为通用货车和专用货车，目前通用货车载重量主要为 70 吨级，如 C70 型敞车、P70 型棚车、NX70 型共用车等各型货车。专用货车载重量在 75-100 吨级，如 C76 系列运煤敞车、C80 系列运煤敞车、C100 型专用敞车等。
- 为进一步提高货车装载能力，中车已经完成了载重 80 吨级通用货车的研制和试验，其载重能力较目前既有载重量最大的货车提高 14% 以上。为了适应铁路重载化需求，向新建重载线路提供适用的货车产品，中车完成了载重 100 吨级 KM100 型煤炭漏斗车等专用货车的研制，较 C80 系列敞车载重提高约 20%。

图表 12：中国中车铁路货车产品类型

货车类型	主要品种	产品系列
通用货车	敞车、棚车、平车等	<ul style="list-style-type: none"> • C70型敞车 • P70型棚车 • NX70型共用车 • GQ70型轻油罐车 • KZ70型石碴漏斗车 • KM70型煤炭漏斗车等各型货车
专用货车	煤车、集装箱车、散装水泥车等	<ul style="list-style-type: none"> • C76系列运煤敞车 • C80系列运煤敞车 • C100型三支点钢材专用敞车 • X4K、X6K型集装箱专用车 • 双层集装箱X2型集装箱专用车 • SQ5运输汽车专用车 • DL1型预制梁运输专用车组等

来源：中国中车网站，国金证券研究所

- 国内铁路货车年产能 10 万辆，货车订单不足造成产能过剩。除中国中车之外，其余四家铁路货车制造商分别为包头北方创业有限责任公司（内蒙一机子公司）、晋西铁路车辆有限责任公司（晋西车轴子公司）、重庆长征重工有限责任公司（中国重工子公司）、济南东方新兴车辆有限公司（民营企业）。以上五家公司铁路货车制造企业年产能约 10 万辆，其中中国中车产能约 8 万辆。2014-2016 年国内铁路总货车招标采购年均只有 1.58 万辆，造成国内货车产能过剩，部分公司订单稀少，出现大面积停工。

图表 13：国内铁路货车主要制造商及产能

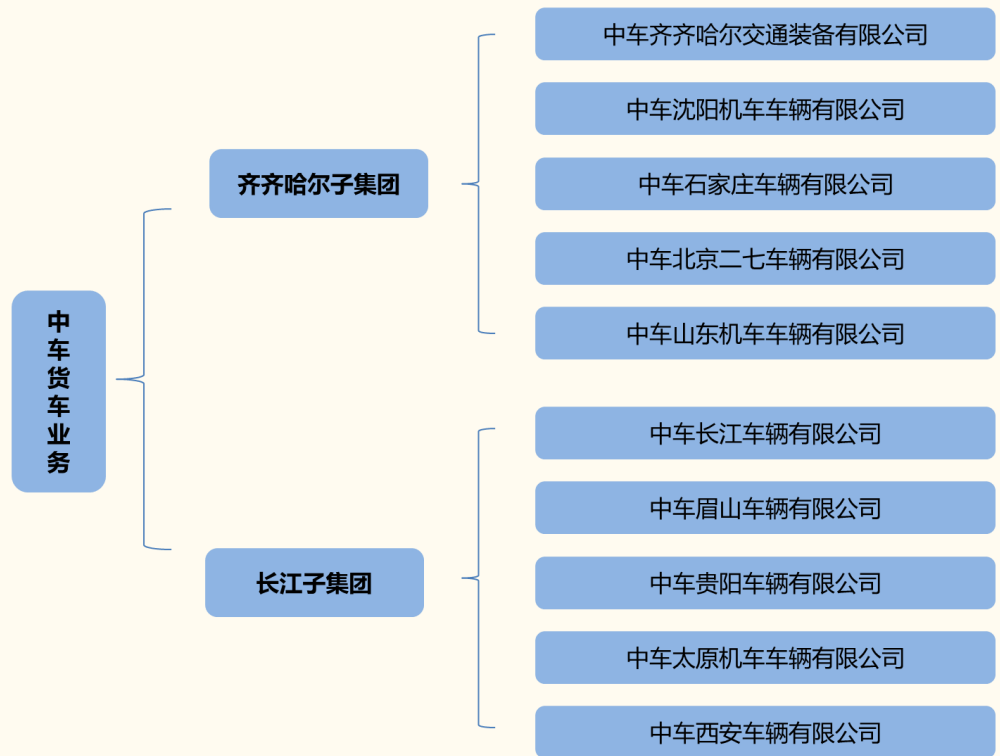
铁路货车制造商	公司类型	主要业务	货车产能
中国中车	A股上市公司	铁路机车、客车、货车、动车组	铁路货车年产能约8万辆
包头北方创业	内蒙一机子公司	铁路货车，可生产敞车、罐车、平车棚车、漏斗车五大系列四十多个型号的整车产品	铁路货车年产能6000辆
晋西铁路车辆	晋西车轴子公司	主要从事铁路车辆、车轴、轮对、转向架等产品生产销售	铁路货车年产能3000辆
重庆长征重工	中国重工子公司	主要产品有铁路货车、铁路配件、各类铸锻件等	铁路货车年产能3000辆
济南东方新兴车辆	民营企业	主营铁道罐车、机车车辆	铁路货车年产能3000辆

来源：各公司网站及相关上市公司公告，国金证券研究所

中车推进货车业务重组，市场供需结构有望改善

- 面对货车市场供给过剩局面，中车对旗下货车业务进行重组整合。2017年10月，中车董事会通过了《关于中国中车股份有限公司货车业务重组方案的议案》，将10家同质化货车企业重组为两个子集团，中车齐齐哈尔公司和中车长江公司。

图表 14：中国中车货车业务重组为两大子集团

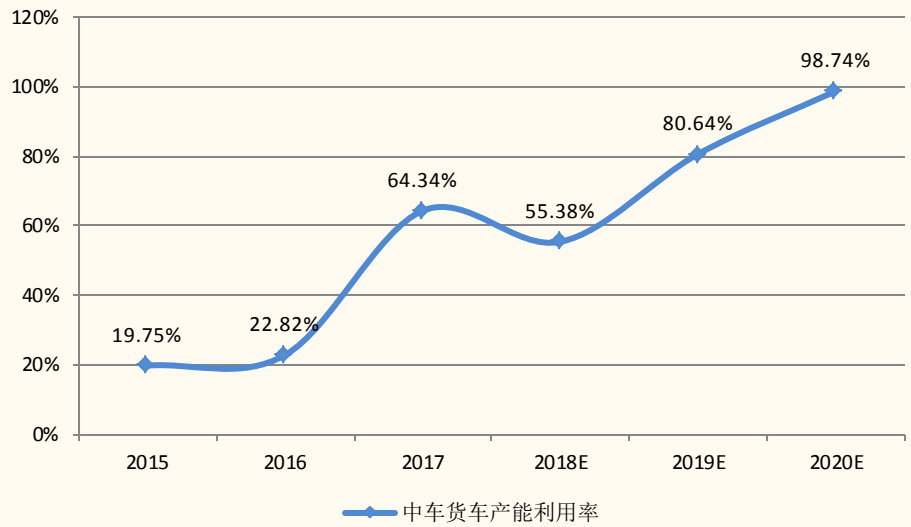


来源：中国中车公告，国金证券研究所

- 货车需求量增长叠加去产能，中车货车业务产能利用率有望提升。根据财新报道¹，中车计划利用4-5年时间，完成货车业务调结构和去产能目标；改革完成后，中车货车新造年产能将不超过4万辆，货车修理产能不超过6.5万辆。假设中车在未来5年内完成上述去产能目标，并在2020年将货车产能压缩至7万辆，结合未来三年铁总货车采购量，测算中车货车业务产能利用率将从15-17年均35.6%提升至18-20年均77.5%。产能利用率提升之下，中车货车业务板块盈利能力有望提升，扭转业务亏损局面。

¹财新网，中国中车货车板块重组为两大集团，<http://companies.caixin.com/2017-11-20/101173802.html>

图表 15：中国中车货车产能利用率



来源：中国中车年报，中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

图表 16：中国中车货车产能利用率测算

	铁路货车采购量 (辆)	中车市场份额	中车货车销量 (辆)	中车货车产能 (辆)	中车货车产能利用率
2015	11,315	80%	15,797	80,000	19.75%
2016	25,279	80%	18,255	80,000	22.82%
2017	43,177	80%	51,473	80,000	64.34%
2018E	54,000	80%	43,200	78,000	55.38%
2019E	75,600	80%	60,480	75,000	80.64%
2020E	86,400	80%	69,120	70,000	98.74%

来源：中国中车年报，中国铁路建设投资公司，国金证券研究所

备注：1、假设铁总 21.6 万辆货车采购在 2018-2020 年分布比例分布为 25%、35%、40%；2、中车货车业务国内市场份额约 80%，其余四家货车制造企业占 20%；3、2015-2017 年货车销量为年报数据，由于采购与销量的时间错位及货车出口订单的影响，2017 年中车货车总销量大于铁总采购量；4、2018-2020 年销量暂不考虑出口因素。

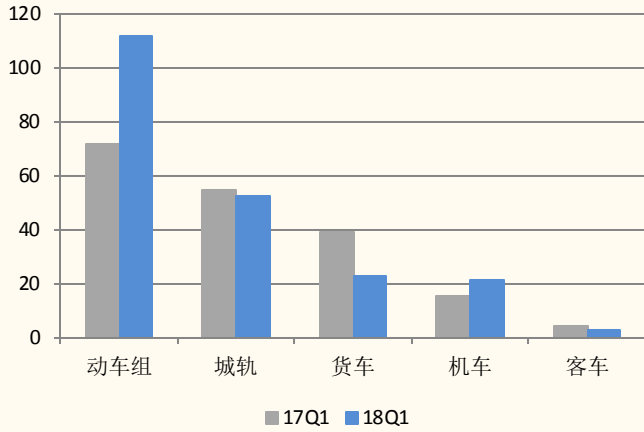
三、动车组招标落地，下半年逐步乐观

轨交细分领域景气度：动车组>货车>机车>城轨>客车

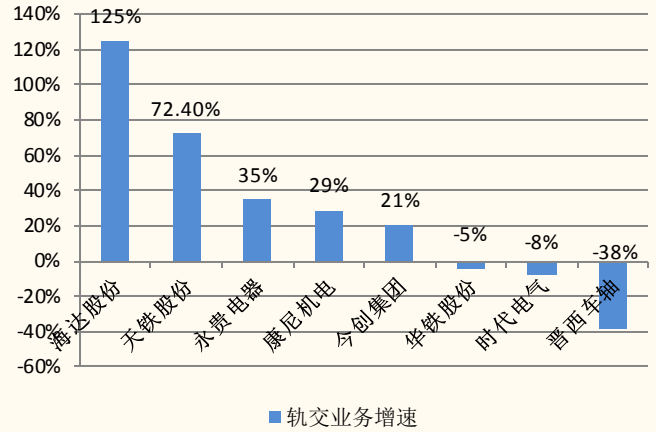
- **动车组年内首次招标已落地，全年需求预计 350 标准列。**今年 6 月铁总进行年内首次动车组批量招标，采购“复兴号”动车组 145 标准列，总采购金额预计超过 240 亿元。根据年初铁总 2018 年工作计划，今年将投产高铁线路 3500 公里，国内当前高铁运营里程对应动车组密度约为 0.94 辆/公里，考虑未来新线开通中西部占比提升，短期动车组密度可能下降，预计全年动车组采购量 350 列左右，相比 17 年的 253 列增长 38%。
- **铁路装备板块业绩初显复苏，下半年增长有望提速。**2018 年一季度，铁路装备板块业绩已表现出复苏：中国中车铁路装备业务增长 21%；康尼机电

扣除并表因素，主业增长 29%；海达股份总收入同比增长 104%，其中轨交增长 125%。鼎汉技术中报预告净利润 2750 万-3000 万，增长 225%-254%；永贵电器中报预告净利润 6784 万-8141 万，增长 0-20%。从上半年情况看，高铁轨交板块业绩改善明显，在货车需求大幅增长及动车组招标落地之下，下半年增长有望提速。

图表 17：中车 18Q1 铁路装备收入明显增长



图表 18：轨交产业链公司 18Q1 收入增速



来源：中国中车 2018 一季报，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **城轨申报门槛提高，规划完工周期可能延长。** 国务院近期公布《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，即 52 号文，相比 2003 年的 81 号文，城市轨道交通建设门槛明显提高。如申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上、地区生产总值应在 3000 亿元以上，此前标准分别为 100 亿和 1000 亿。以新规标准衡量，包头、呼和浩特、乌鲁木齐、太原、兰州、洛阳、南通等七个城市不满足申报条件，上述七个城市规划总里程约 380 公里，占全部规划里程约 5.2%，在总体中占比较低，且发改委已表示要按期推进在建项目。但建设门槛的提高与资金来源的收紧，可能造成部分已批复未开工的城轨项目建设周期延长，进而影响近期城轨市场整体景气度。

图表 19：52 号文与 81 号文关于城轨申报标准的部分对比

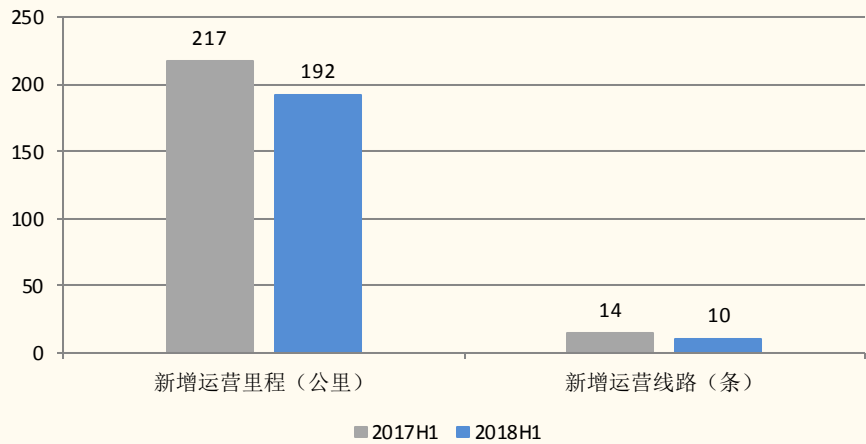
	申报指标	52号文 (2018年)	81号文 (2003年)
地铁	地区生产总值 (亿)	3000	1000
	一般公共预算收入 (亿)	300	100
	市区常住人口/城区人口 (万)	300	300
轻轨	地区生产总值 (亿)	1500	600
	一般公共预算收入 (亿)	150	60
	市区常住人口/城区人口 (万)	150	150

来源：国务院，轨道交通网，国金证券研究所

- **城轨上半年新增里程同比下降。** 2017 全年我国城市轨道交通新增 33 条运营线路、868.9 公里运营里程，城轨运营总里程达到 5022 公里。2017 上

半年新增线路 14 条、总里程 217 公里；2018 上半年，全国城轨新增 10 条运营线路、总里程 192 公里，新增里程同比下降 11.5%。

图表 20：2018H1 与 2017H1 城轨新增运营里程比较



来源：轨道交通网，国金证券研究所

- 总体来看，轨交装备上半年业绩已显复苏；在动车组招标落地与货车采购预期增长情况下，下半年景气度增强。从各细分板块来看，判断今年整体景气程度排序为：动车组> 货车> 机车> 城轨> 客车。在动车组与货车业务景气度提升之下，建议重点关注：中国中车、晋西车轴。

图表 21：轨交细分领域及主要公司

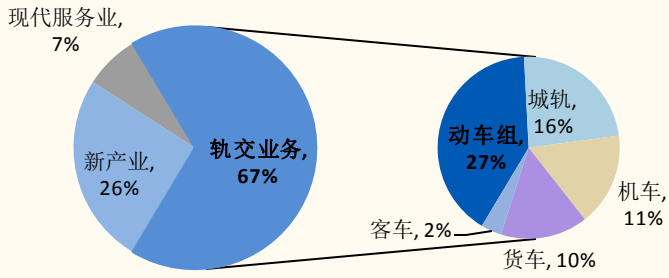
轨交业务	产业链主要公司
动车组	中国中车、中车时代电气、时代新材、海达股份、今创集团、华铁股份
货车	中国中车、晋西车轴、天铁股份、晋亿实业、内蒙一机
机车	中国中车、中车时代电气
城轨	中国中车、康尼机电、永贵电器、今创集团、鼎汉技术、华铭智能、新筑股份
客车	中国中车、今创集团

来源：各公司网站及公告，国金证券研究所

重点关注：中国中车、晋西车轴、海达股份

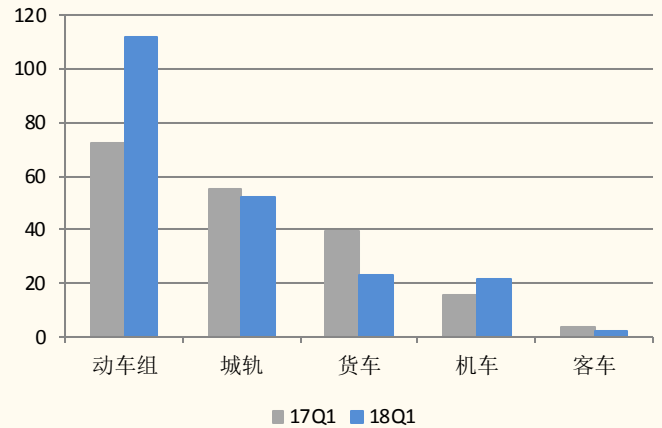
- 中国中车：轨交整车制造龙头，全年业绩预期复苏增长。国内轨交装备的绝对龙头，2017 年总营收 2110 亿，轨交业务占比 67%，新产业（风电、新能源汽车）及现代服务业占比 33%。动车组是中车轨交业务核心，2017 年收入 575 亿，占轨交业务 41%；货车+机车收入 454 亿、占比 32%。2018Q1 中车铁路装备收入同比增长 21%，其中动车组收入增长 55%。

图表 22：中国中车 2017 年收入构成



来源：中国中车 2017 年报，国金证券研究所

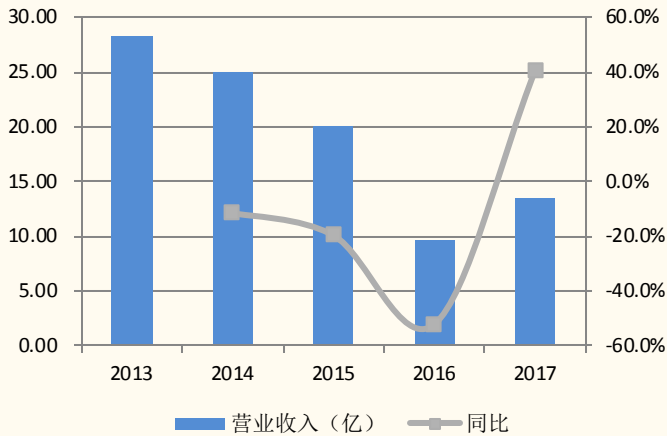
图表 23：中车 18Q1 与 17Q1 轨交收入对比（亿元）



来源：中国中车 2017 及 2018 一季报，国金证券研究所

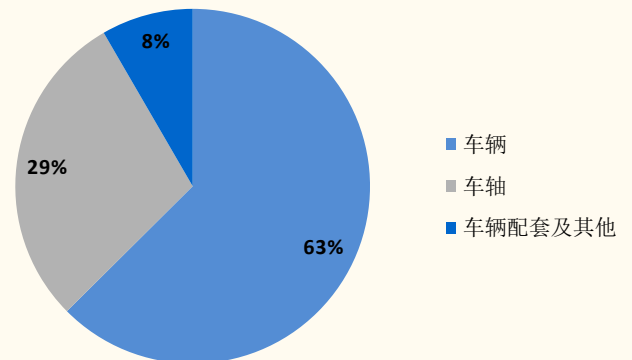
- **晋西车轴：国内铁路车轴及货车主要供应商。**铁路货车年产能 3000 辆，车轴 18 万根，铁路车轴生产规模及市占率行业领先，高速动车实现小批量供货。2017 年公司车轴及铁路货车销量均有大幅提升，总收入 13.5 亿、同比增长 40%，铁路货车收入 8.44 亿、增长 206%、占比 63%。

图表 24：晋西车轴历年营业收入



来源：晋西车轴年报，国金证券研究所

图表 25：晋西车轴 2017 年收入构成



来源：晋西车轴年报，国金证券研究所

- **海达股份：橡胶部件细分龙头，进入成长期。**公司是国内橡胶部件细分龙头，产品依次布局航运、建筑、轨交、汽车领域。轨交业务，新推出复兴号风挡产品，成功实现进口替代；汽车业务，从天窗密封件进入整车密封件及减振产品。轨交与汽车领域拓展驱动公司业绩增长，2017 年实现归母净利润 1.4 亿元、增长 64%，2018 中报预告净利润 8429-9633 万、增长 40%-60%；预计 2018 全年净利润 2.28 亿，对应 18 年 PE13 倍，“买入”评级。

风险提示

- 铁总资本开支下降，造成实际采购量低于预期的风险。
- 动车组采购价格大幅下降，造成产品毛利率下降的风险。

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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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7GH