

宇通客车 (600066.SH) 客车行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

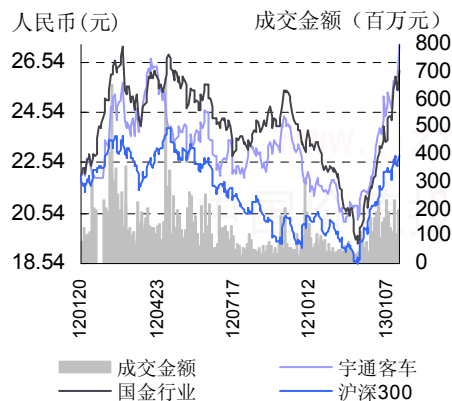
市价 (人民币): 27.21 元

校车、新能源客车可望有超预期表现

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)	673.66
总市值(百万元)	191.91
年内股价最高最低(元)	27.21/20.22
沪深 300 指数	2595.44
上证指数	2317.07



相关报告

1. 《四季度业绩增速可能继续放缓》，2012.10.23
2. 《校车及出口带动公司业绩高速增长》，2012.8.20
3. 《校车订单带动一季度业绩快速增长》，2012.4.22

公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.654	2.272	2.049	2.328	2.602
每股净资产(元)	4.77	6.41	9.78	11.37	13.20
每股经营性现金流(元)	2.54	2.78	2.30	3.15	3.72
市盈率(倍)	-	-	13.28	11.69	10.46
行业优化市盈率(倍)	53.25	20.27	24.16	24.16	24.16
净利润增长率(%)	52.56%	37.43%	23.10%	13.65%	11.74%
净资产收益率(%)	34.63%	35.44%	20.95%	20.48%	19.71%
总股本(百万股)	519.89	519.89	709.86	709.86	709.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **校车有望继续高速增长, 公司份额有望提升:** 2012 年校车需求开始迸发, 宇通已成为行业第一品牌。随着相关补贴政策的逐渐完善以及校车运营模式的逐渐成熟, 预计 2013 年校车需求将保持高速增长。宇通在校车市场具有得天独厚的优势, 且今年 5 月起校车市场将以公司最具优势的长头型为绝对主导, 公司市场份额有望得以提升。预计 2013 年公司校车销量有望超 12000 辆, 占比可达约 35%。
- **新能源客车产品成熟可靠, 2013 年有望有较大增量:** 公司新能源客车主打采用超级电容的混动路线, 节油率高且成熟可靠, 已获得社会各界的高度认可。科技部新增推广的 3000-5000 台混合动力公交中, 公司有望获得 40% 以上份额。鉴于节能减排的迫切性, 我们认为相关部委后续仍可能加大混合动力公交推广, 公司将充分受益。预计 2013 年公司新能源客车销量可达 4000 辆以上, 贡献公司收入的 16%, 毛利的 18%。
- **2013 年行业整体增速有望提高, 公司传统产品也有望较快增长:** 去年 11 月以来, 国内可出需求已呈现回升趋势, 制约客运发展的行政性因素消除, 公交市场则将受益于城镇化以及公交优先战略, 预计行业整体增速有望达 8% 左右。公司则还将受益于自身产能瓶颈的解决, 客运、公交等产品增速有望继续超越行业整体水平。

盈利预测

- 预测公司 2012-2014 年实现归属母公司股东净利润分别为 14.54 亿元、16.53 亿元、18.47 亿元, 同比分别增长 23.1%、13.7%、11.7%, 对应摊薄后 EPS 分别为 2.05、2.33、2.60 元

投资建议

- 公司目前股价对应 2013 年 11.7 倍 PE, 估值处于合理水平。作为竞争力突出、业绩增长确定的优质企业, 尤其公司新能源业务不仅具备技术领先优势而且已能为公司贡献相当业绩, 我们认为公司估值水平有望提升至 12-15 倍区间, 维持公司“买入”评级。

风险

- 宏观经济重现衰退、校车补贴政策低于预期、原材料价格大幅上涨;

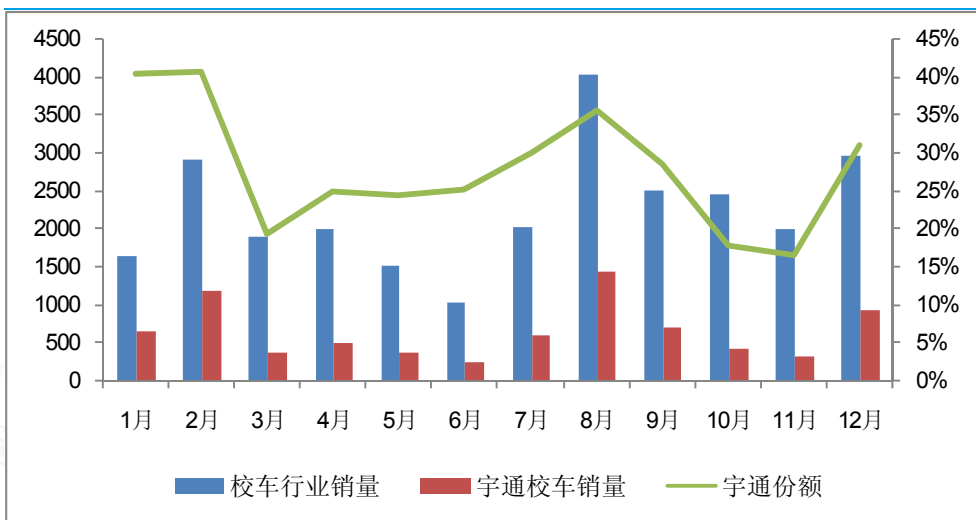
吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwx@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

校车：2013 年将继续高速增长，公司份额有望提高

- 2011 年 11 月发生的甘肃庆阳校车事故引起了我国政府对校车安全问题的极大重视，并直接推动了我国校车制度的建立以及校车需求的迸发。2012 年，我国先后出台了《校车安全管理条例》和《校车安全技术条件》，校车市场也得以正式启动。2012 年，我国校车销量总计 27120 辆，已占客车全行业销量的 10.63%（中客网口径）。其中，宇通销售校车共计 7846 辆，行业份额为 28.98%，位居行业第一。

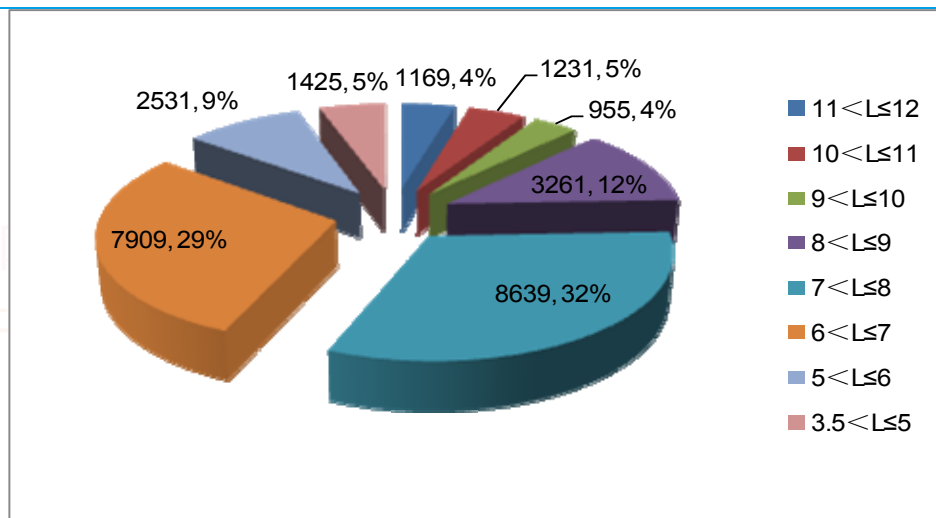
图表1：2012 年校车月度销量及宇通校车份额



来源：中客网、国金证券研究所

- 校车需求以中轻客为主。校车的主要乘坐对象为义务教育阶段的中小学生和 3 岁以上的幼儿，座位较小，所需车长一般相对较短。以宇通 7.2 米长的小学生校车为例，乘员数可达 35 名。由此校车需求自然以中轻客为主，尤其是 6-8 米长度的居多。从下图可知，7-8 米长的校车占比最高，已占行业总量的 32%，6-7 米长的则占 29%，两者合计占 61%，而 10 米以上的大型校车比例合计不足 10%。

图表2：2012 年各长度类别校车销量及占比



来源：中客网、国金证券研究所

- **财政补贴政策完善将带动校车需求继续快速增长。**尽管 2012 年校车市场已经启动，但销量还不算很高，其中的主要制约因素在于国家层面的财政补贴政策尚未细化和落实。此外，2012 毕竟属于校车市场的“肇始之年”，校车相关的运营模式、管理模式也仍需摸索。我们认为，随着相关政策的逐渐完善以及校车运营模式的逐渐成熟，2013 年校车需求将保持快速增长，我们预计全年销量将在 35000 辆以上，增长约 30%。若财政补贴政策出台较早且补贴较为“给力”的话，校车销量增速还有望再上台阶。
- 《校车安全管理条例》明确提出“国家建立多渠道筹措校车经费的机制，并通过财政资助、税收优惠、鼓励社会捐赠等多种方式，按照规定支持使用校车接送学生的服务。支持校车服务所需的财政资金由中央财政和地方财政分担，具体办法由国务院财政部门制定”，但迄今为止，这一部分的具体政策尚未出台。
- 校车安全是极为重要的民生问题，新一届国家领导人对民生问题的重视程度有增无减。另据了解，财政部已经讨论过校车的补贴问题，预计相关政策年内出台是可以期待的。
- **宇通在校车领域的优势得天独厚。**
 - **公司具有显著的技术和产品优势。**宇通是最早做校车的企业，05 年就推出了专门的校车，公司也是《校车安全技术条件》的主要起草者，公司在 5.5 米到 10 米都有专门的校车产品，产品系列完善程度和技术水平都首屈一指；
 - **公司具有品牌优势。**公司是国内大中型客车龙头，又是国内校车专业化最早也最为积极的倡导者，客户提到校车首先想到的就是宇通，而且选购校车首要的考虑因素便是安全性能，在这一块公司的技术储备和品牌形象是竞争对手难以比拟的；
 - **公司能为客户提供系统的校车解决方案。**公司作为校车市场的开拓者和领先者，参与了诸如“德清模式”等校车领先地位运营模式的全程设计，公司已能根据客户具体情况提供系统的校车安全解决方案。当前校车市场方兴未艾，许多地方政府及客运企业均对校车运营、管理等方面问题不甚清楚，而公司已累计为客户提供了 10 几种解决方案，公司在这一领域的能力也是竞争对手难以企及的。
- **2013 年公司校车份额有望提高。**《校车安全技术条件》（新校车标准）设定了 1 年的过渡期，2012 年校车销量中仍有较大比例的“平头型”校车，而公司主要生产符合新标准的“长头型”校车，由此公司校车市场份额受到了一定稀释，2012 年为 29%。2013 年 5 月起，新校车将全面执行，届时校车需求将以长头型为绝对主导，而目前公司在“长头型”市场上的份额已占一半左右，由此也可预见公司市场份额将较 2012 年有明显提高。我们预计公司 2013 年校车市场份额可达约 35%，销量超 12000 辆。

新能源客车：宇通产品成熟可靠，2013 年有望有较大增量

- 我国从 08 年底开始实行“国家节能与新能源汽车大规模推广应用工程”，也即俗称的“十城千辆”工程。这一工程主要针对社会公共服务领域尤其是公交领域推广节能和新能源汽车，对于满足条件的车型国家将给予 5-60 万元不等的补贴。截止 2012 年底，我国已在 25 个城市推广节能和新能源汽车 2.74 万辆，其中公共服务领域 2.3 万辆。由于在新能源汽车中，新能源公交相对较为成熟且示范效应最为显著，我们预计公共服务领域 2.3 万辆的节能与新能源汽车中绝大多数为公交车。
- 在新能源客车领域，公司是低调、务实的领先者。公司早在 1999 年将成功研发了纯电动客车，07 年公司成立新能源产品项目组，09 年公司成立新能源产品部，公司还先后承担了多项相关的“863”计划项目。凭借强

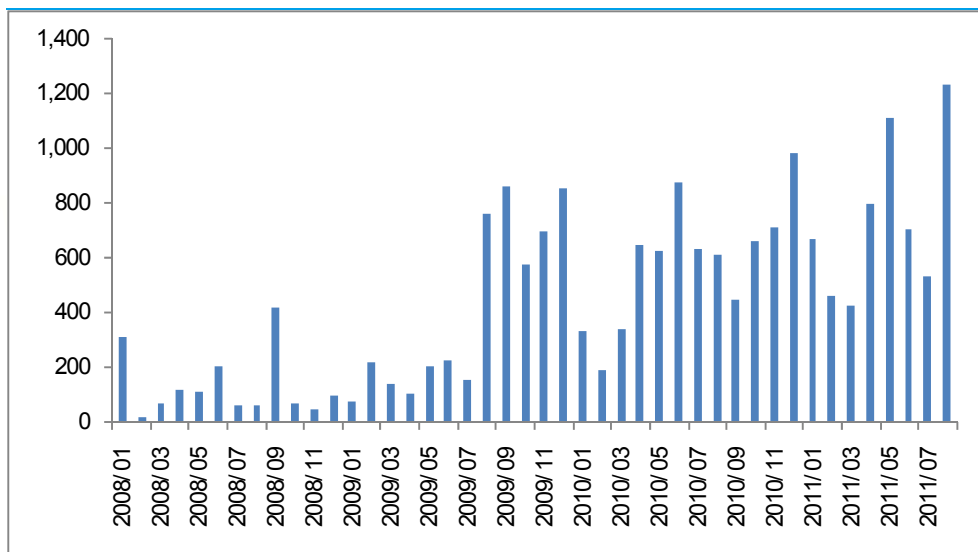
大的实力背景以及率先、持续的投入，公司在新能源客车领域已经取得了领先而且实用的技术成果。在新能源客车示范推广中，绝大多数车辆都绕不开电池系统性能欠佳、成本高、寿命短的问题，还延伸出了“充电”、“换电”等技术路线争议，但宇通的主打产品则独辟蹊径采用超级电容，不存在前述问题，而且配备独有的智能启停技术，产品节油率可达 30%以上且成熟、稳定。公司产品在郑州、天津、苏州、杭州、海口、重庆等多地的示范运营中都取得了良好成效，也因此已在市场上建立了极佳的口碑。据了解，2012 年公司新能源客车销量近 1800 辆。

图表3：10 米以上新能源公交客车示范推广补助标准（万元/辆）

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的混合动力系统	使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器的混合动力系统	
			最大电功率比	最大电功率比
			20%-50%	50%以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	——
	20%-30%	7	25	30
	30%-40%	8	30	36
	40%以上	——	35	42
纯电动汽车	100%	——	——	50
燃料电池汽车	100%	——	——	60

来源：财政部、国金证券研究所

图表4：08 年以来新能源商用车月度销量（辆）



来源：wind、国金证券研究所

■ 2012 年 8 月，财政部发出通知决定在原有“十城千辆”计划的基础上，将混合动力公交示范从试点城市扩大到全国，新增推广目标为 3000-5000 台。由于宇通产品性能卓越而且成熟可靠，并已得到相关部委高度认可，我们预计公司将至少获得其中 40%左右的份额，新增销量也有望达 2000 辆以上。此外，近期北方多地严重的空气污染事件已引起了社会各界的高度重视，无论从节能还是减排出发，推广新能源客车都有很强必要性。根据了解，本次新增的 3000-5000 台有望于今年上半年完成推广，我们预计后续相关部委仍有继续增加推广的可能，除此之外，原有试点城市的新能

源客车销量也仍有望继续增长。我们预计，公司全年新能源客车销量有望达 4000 辆以上。

- 特别值得说明的是，公司的混合动力公交均价高达约 100 万元，毛利率则达约 20%，略高于公司传统产品。由此可见，仅 4000 台新能源客车即可为公司贡献约 40 亿元收入，8 亿元毛利，我们测算这已约占公司 2013 年全年收入的 16%，毛利的 18%。由此也说明，公司的新能源客车绝非停留于概念层面，而是已成为公司业绩的主要来源之一。新能源客车发展，公司是实实在在的受益者。

2013 年行业整体增速有望加快，公司份额有望继续提升

- 传统客车低迷，2012 年大中客增量主要来自校车及出口：今年以来，受宏观经济不景气以及发生较多恶性交通事故、国内部分客运路线曾阶段性停止审批等多重因素影响，国内公交、客运等传统客户需求低迷，所幸校车需求开始爆发且出口保持快速增长，行业整体销量保持低速增长。按中客网统计，2012 年国内大中客销量为 25.5 万辆，同比增长 5.33%，其中座位客车负增长，公交车也仅为微幅正增长，增量几乎完全为校车带来。

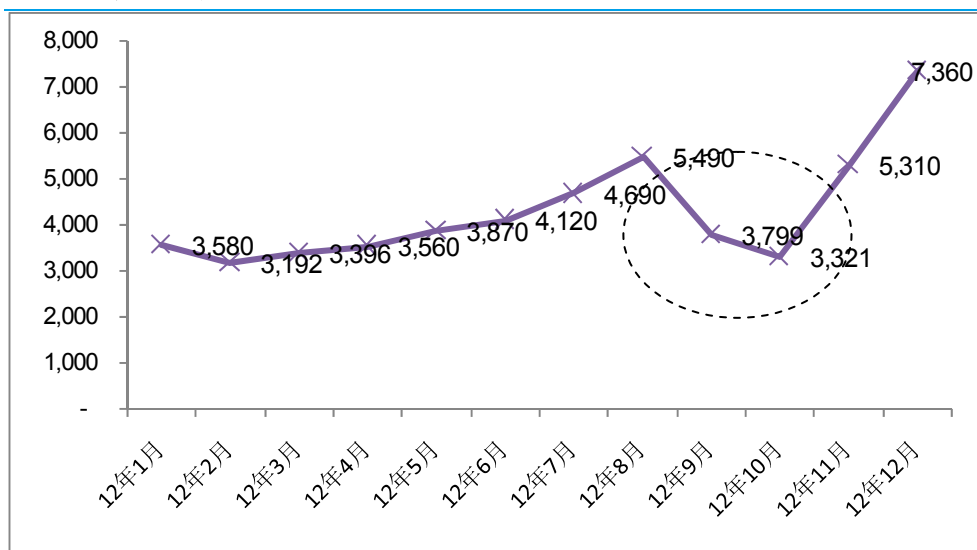
图表5：2011 年及 2012 年客车分类销量（辆）

	2011销量	2011年增速	2012年销量	2012年增速
座位	168413	16%	155711	-7.54%
公交	69277	11%	70383	1.60%
校车	-	-	27120	
卧铺及其它	4425	-4%	1813	-59.03%
合计	242115	14%	255027	5.33%

来源：中客网、国金证券研究所

- 国内客车需求已有改善，2013 年整体增速有望加快：2012 年 9-10 月份，由于十八大在即，且此前国内发生了延安 8.26 特大车祸等涉及客车的恶性交通事故，一些地方停止了长途客运线路的审批，由此导致了国内客车的需求的明显下滑。所幸的是，如今这一行政性抑制因素已逐渐解除，近期我们了解到国内大中客需求已有明显恢复（从下图宇通的销量变化中也可看出）。此外，新一届领导人提出的加快城镇化战略对于公交需求也有明显促进，12 年底国务院还发布了《关于城市优先发展公共交通的指导意见》。我们预计，今年大中型客车销量增速将有所提高，行业增速有望达 8% 左右。作为行业的绝对领先者，我们预计宇通传统的座位、公交销量也将较快增长，增速有望超过行业整体水平。

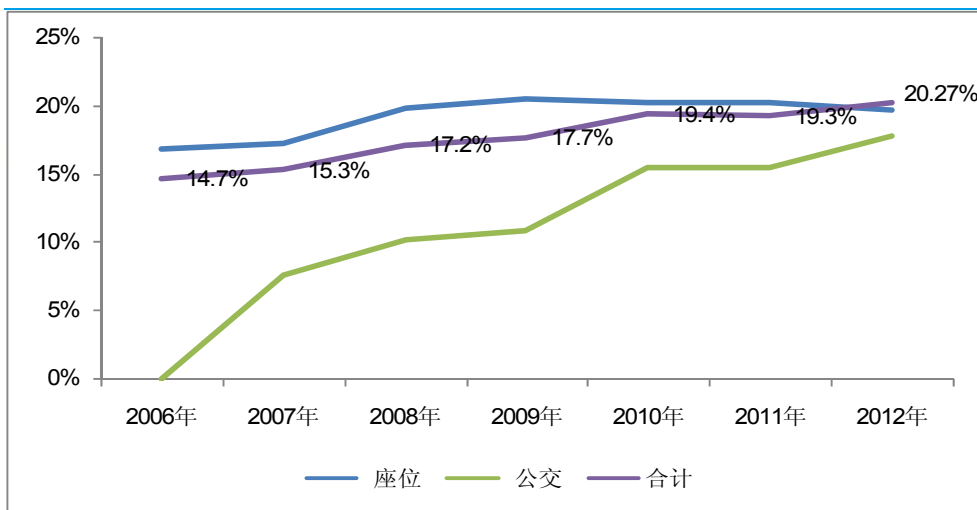
图表6: 宇通客车今年以来月度销量及增速变化



来源: CAAM、国金证券研究所

- **产能瓶颈解决有望带动公司市场份额继续提升:** 公司在大中型客车行业的强大竞争力已无需多言, 近年来公司市场份额一直稳步提升, 2012 年已达 20.3%, 较 2011 年提高 1 个百分点。此前, 公司一直处于产能的严重紧张状态, 2012 年 11 月公司新能源基地的 1 万辆产能建成投产, 该基地扩建的 2 万辆产能也将于今年四季度建成。由此, 2013 年公司的产能瓶颈将得以显著缓解, 这也必将有助于公司市场份额的继续提升。

图表7: 宇通客车近年市场份额变化情况



来源: 中客网、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 2012 年公司销量为 51688 辆, 增长 10.7%。我们预测公司 2013-2014 年销量分别为 61241、66781 辆, 分别增长 18.5%、9.0%。预测公司 2012-2014 年可实现归属母公司股东净利润分别为 14.54 亿元、16.53 亿元、18.47 亿元, 同比分别增长 23.1%、13.7%、11.7%, 对应 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 2.05、2.33、2.60 元。
- 公司目前股价对应 2013 年 EPS 为 11.7 倍 PE, 估值处于合理水平。但作为竞争力突出、业绩增长确定的优质企业, 尤其公司新能源业务不仅已具

备技术领先优势而且已能为公司贡献相当业绩，我们认为公司估值水平有望提升至 12-15 倍区间，我们维持公司“买入”评级。

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	8,782	13,479	16,932	20,050	24,995	27,711	货币资金	717	918	1,171	2,047	3,210	5,232
增长率		53.5%	25.6%	18.4%	24.7%	10.9%	应收款项	1,526	1,768	2,038	2,163	2,652	2,892
主营业务成本	-7,259	-11,142	-13,850	-16,267	-20,567	-22,882	存货	758	1,225	1,122	1,297	1,623	1,787
% 销售收入	82.7%	82.7%	81.8%	81.1%	82.3%	82.6%	其他流动资产	394	717	1,148	1,383	1,748	1,945
毛利	1,522	2,336	3,082	3,783	4,427	4,830	流动资产	3,395	4,628	5,479	6,889	9,233	11,855
% 销售收入	17.3%	17.3%	18.2%	18.9%	17.7%	17.4%	% 总资产	61.6%	68.1%	69.7%	54.0%	63.7%	71.9%
营业税金及附加	-39	-42	-82	-98	-122	-136	长期投资	652	622	402	428	455	485
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,073	1,146	1,312	4,234	3,575	2,889
营业费用	-470	-721	-928	-1,163	-1,300	-1,413	% 总资产	19.5%	16.9%	16.7%	33.2%	24.7%	17.5%
% 销售收入	5.4%	5.3%	5.5%	5.8%	5.2%	5.1%	无形资产	226	221	493	1,121	1,139	1,156
管理费用	-358	-523	-699	-902	-1,100	-1,205	非流动资产	2,112	2,169	2,381	5,876	5,262	4,622
% 销售收入	4.1%	3.9%	4.1%	4.5%	4.4%	4.4%	% 总资产	38.4%	31.9%	30.3%	46.0%	36.3%	28.1%
息税前利润 (EBIT)	655	1,050	1,373	1,620	1,905	2,075	资产总计	5,507	6,797	7,860	12,765	14,495	16,477
% 销售收入	7.5%	7.8%	8.1%	8.1%	7.6%	7.5%	短期借款	0	5	14	548	0	0
财务费用	-9	-17	-9	32	-7	47	应付款项	2,769	3,554	3,513	3,988	4,907	5,454
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	376	560	808	1,273	1,498	1,632
资产减值损失	-40	-40	-40	-110	-89	-89	流动负债	3,145	4,119	4,335	5,809	6,405	7,086
公允价值变动收益	5	-5	0	0	0	0	长期贷款	6	15	10	10	10	10
投资收益	32	17	8	100	60	60	其他长期负债	182	178	177	0	0	0
% 税前利润	4.8%	1.8%	0.6%	6.0%	3.2%	2.8%	负债	3,334	4,311	4,522	5,819	6,415	7,096
营业利润	643	1,005	1,331	1,641	1,869	2,093	普通股股东权益	2,168	2,482	3,333	6,941	8,072	9,371
营业利润率	7.3%	7.5%	7.9%	8.2%	7.5%	7.6%	少数股东权益	6	4	5	6	8	11
营业外收支	10	-31	22	24	24	24	负债股东权益合计	5,507	6,797	7,860	12,765	14,495	16,477
税前利润	654	974	1,353	1,665	1,893	2,117	比率分析						
利润率	7.4%	7.2%	8.0%	8.3%	7.6%	7.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-86	-117	-171	-210	-239	-267	每股指标						
所得税率	13.2%	12.0%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	每股收益	1.084	1.654	2.272	2.049	2.328	2.602
净利润	567	857	1,182	1,455	1,655	1,850	每股净资产	4.170	4.775	6.411	9.777	11.371	13.201
少数股东损益	4	-3	1	1	2	3	每股经营现金净流	0.139	2.536	2.782	2.298	3.150	3.719
归属于母公司的净利润	563	860	1,181	1,454	1,653	1,847	每股股利	1.000	0.300	0.300	0.700	0.735	0.772
净利率	6.4%	6.4%	7.0%	7.25%	6.61%	6.66%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.99%	34.63%	35.44%	20.95%	20.48%	19.71%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	10.23%	12.65%	15.03%	11.39%	11.40%	11.21%
净利润	567	857	1,182	1,455	1,655	1,850	投入资本收益率	25.69%	36.47%	35.66%	18.86%	20.59%	19.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	229	236	264	419	780	909	主营业务收入增长率	5.35%	53.48%	25.62%	18.42%	24.66%	10.87%
非经营收益	-40	-14	-45	-41	-47	-83	EBIT增长率	40.45%	60.27%	30.77%	18.00%	17.65%	8.91%
营运资金变动	-684	239	45	-202	-151	-35	净利润增长率	6.11%	52.56%	37.43%	23.10%	13.65%	11.74%
经营活动现金净流	72	1,318	1,446	1,631	2,236	2,640	总资产增长率	17.56%	23.42%	15.64%	62.41%	13.55%	13.68%
资本开支	-245	-924	-991	-3,835	-25	-126	资产管理能力						
投资	-161	314	-21	-25	-27	-30	应收账款周转天数	31.0	29.2	31.0	32.0	32.0	32.0
其他	22	7	13	100	60	60	存货周转天数	35.1	32.5	30.9	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-383	-603	-999	-3,761	8	-96	应付账款周转天数	59.0	38.3	36.5	35.0	33.0	33.0
股权募资	0	0	0	2,650	0	0	固定资产周转天数	43.8	29.9	21.8	46.1	47.8	36.7
债权募资	1	13	-61	357	-548	0	偿债能力						
其他	-490	-655	45	-1	-534	-522	净负债/股东权益	-46.90%	-36.14%	-34.34%	-21.44%	-39.60%	-55.66%
筹资活动现金净流	-489	-641	-15	3,005	-1,081	-522	EBIT利息保障倍数	76.9	62.9	148.1	-50.7	261.1	-44.5
现金净流量	-800	74	432	876	1,163	2,022	资产负债率	60.53%	63.43%	57.54%	45.59%	44.26%	43.07%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	5	13	32	63
增持	0	2	31	35	48
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	1	1	1
评分	0	1.29	1.69	1.63	1.56

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-02	增持	20.12	N/A
2 2012-03-27	增持	24.68	N/A
3 2012-04-22	增持	26.33	N/A
4 2012-08-20	买入	22.20	N/A
5 2012-10-23	买入	21.60	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

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为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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net