

# 建设机械 (600984)

## 塔吊租赁龙头，受益装配式建筑快速增长

投资评级 买入 评级调整 首次评级 收盘价 6.66 元

### 投资要点:

#### 1、政策加持，装配式建筑快速增长。

装配式建筑是用预制部品部件在工地装配而成的建筑，被形象的称为“像搭积木一样造房”、“像造汽车一样造房子”。具有节能、环保、缩短工期等优点。国务院、住建部发文明确装配式建筑目标，占新建建筑的比例 2020 年达到 15%、10 年后达到 30%。当前比例约为 5%-7%。

#### 2、塔吊是装配式建筑常用的吊装机械，大部分由租赁公司提供服务。

装配式建筑常用的吊装机械为塔式起重机、简称为塔吊或塔机。大部分在工地作业的塔吊并非建筑公司所有，而是塔吊租赁服务公司提供的外包服务。塔吊需求与新开工面积有关，根据测算，装配式建筑领域、十年后塔吊需求约为当前的 10 倍。塔吊制造商压缩信用政策，塔吊订单向有资金实力的租赁龙头集中。

#### 3、庞源租赁为塔吊租赁龙头，设备使用率及采购量创新高。

建设机械 2015 年完成了重大资产重组。庞源租赁 2017 上半年占公司收入的 70%、净利润的 84%。庞源租赁是国内规模最大的工程机械设备从进场安装、现场操作、设备维修到拆卸离场的一站式工程技术综合解决方案提供商。2016 年始，抓住国家大力推行装配式住宅的契机，业务迅速扩张，设备采购台数、采购金额、设备使用率迅猛发展、并不断创新高。

#### 4、盈利预测与估值。

在房地产投资额中，随着装配式建筑的发展，所需要的塔吊投资金额将成长为百亿级市场，庞源租赁充分受益相应市场规模的扩张。此外，我国目前工程机械租赁行业极为分散，整合空间大。我们看好公司的成长空间。未来三年，公司有望保持 30-40% 的增长，2017/2018/2019 的 eps 分别为 0.28/0.44/0.65 元，对应 PE 为 21/14/10 倍，给予“买入”评级。

风险提示：房地产下行风险，行业竞争格局变化风险等。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1376	1926	2696	3640
收入同比(%)	96%	40%	40%	35%
归属母公司净利润	82	178	278	413
净利润同比(%)	1251%	117%	56%	48%
毛利率(%)	28.2%	30.0%	31.0%	32.0%
ROE(%)	2.6%	5.3%	7.6%	10.2%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.44	0.65
P/E	47.18	21.73	13.95	9.39

发布时间：2017 年 12 月 15 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	12.25/6.41
上证指数/深圳成指	3322.20/11143.26
50 日均成交额(百万元)	40.86
市净率(倍)	1.33
股息率	

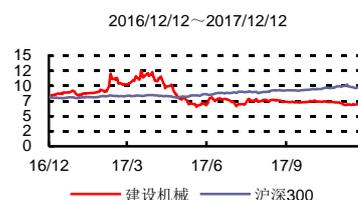
### 基础数据

流通股(百万股)	538.83
总股本(百万股)	636.76
流通市值(百万元)	3588.60
总市值(百万元)	4240.85
每股净资产(元)	5.01
净资产负债率	72.97%

### 股东信息

大股东名称	陕西建设机械(集团)有限责任公司
持股比例	21.25%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员：李茂娟  
 执业证书编号：S0020512080004  
 电话：021-51097188-1852  
 电邮：limaojuan@gyzq.com.cn  
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

## 目录

第 1 部分 装配式建筑爆发，塔吊需求旺	3
1.1 装配式建筑是建造方式的重大变革，契合绿色建筑要求	3
1.2 政策加持，我国装配式建筑进入快速发展期	4
1.3 塔吊是装配式建筑常用的吊装机械，由租赁公司提供服务，需求旺	6
第 2 部分 庞源为塔吊租赁龙头，业绩高增长	8
2.1 建设机械 80%以上的利润来自于庞源租赁	8
2.2 庞源租赁为塔吊租赁龙头，设备使用率及采购量创新高	10
2.3 庞源租赁优势明显，积极进行海外布局	12
第 3 部分 盈利预测及风险提示	14

## 图表目录

图表 1 传统现场浇筑方式	3
图表 2 装配式建筑方式	3
图表 3 装配式建筑节省能源	3
图表 4 中国与发达国家建筑工业化率比较	4
图表 5 装配式建筑政策发布密集	5
图表 6 《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》提出发展目标	5
图表 7 到 2020 年各地区装配式建筑占新建建筑面积的比例	6
图表 8 到 2020 年我国装配式建筑发展规划	6
图表 9 庞源租赁施工现场的塔式起重机（塔吊）	7
图表 10 庞源租赁为中联重科重要客户	7
图表 11 未来十年装配式建筑对塔吊的需求测算（假设新开工增速保持 5%）	7
图表 12 我国历年房屋新开工面积及增速	8
图表 13 建设机械与庞源租赁主要财务信息（2017 半年报，万元）	8
图表 14 公司各产品收入及增速（2017 半年报）	9
图表 15 公司各子公司净利润贡献比例（2017 半年报）	9
图表 16 公司各分部的主要财务数据（单位：元）	9
图表 17 庞源租赁新增设备量创历史新高	10
图表 18 庞源租赁设备采购金额大幅增长	11
图表 19 庞源租赁设备使用率明显提升	11
图表 20 庞源租赁近年收入和净利润统计	11
图表 21 庞源租赁发展历程	12
图表 22 庞源租赁在国内的布局情况	12
图表 23 庞源租赁在海外的布局情况	13
图表 24 庞源租赁优势明显	13
图表 25 建设机械利润表预测（单位：百万元）	14

# 第 1 部分 装配式建筑爆发，塔吊需求旺

## 1.1 装配式建筑是建造方式的重大变革，契合绿色建筑要求

装配式建筑是用预制部品部件在工地装配而成的建筑，被形象的称为“像搭积木一样造房”、“像造汽车一样造房子”。具体来看，在现代化工厂中，先预制好外墙、内墙、楼梯、阳台、飘窗等建筑组成部分（部品部件），然后运输到施工现场，最后利用机械设备将构件通过可靠的连接方式组装。在欧美及日本被称作产业化住宅或工业化住宅。从结构来说，可分为装配式混凝土建筑、装配式钢结构建筑和装配式木结构建筑，在实践中、装配式混凝土建筑是主要形式。

装配式建筑是工业革命和科技革命的产物，运用了现代建筑技术、材料与工艺建造。世界上第一座现代建筑——1851 年伦敦博览会主展览馆——水晶宫，就是装配式建筑，仅用几个月就完成了展览馆建设，解决了大空间和工期紧的难题。法国 1891 年就已实施了装配式混凝土的构建，瑞典和丹麦在 1950 年代开始就已有大量企业开发了混凝土、板墙装配的部件，日本 1968 年提出装配式住宅的概念，美国在 1970 年代能源危机期间开始实施配件化施工和机械化生产。

装配式建筑具有节能、环保、缩短工期等优点，且抗震性能优于现浇结构。新华社报道：“据宝业集团给记者提供的资料，装配式建筑可节材 20%、节水 60%、节地 7%-10%，减少建筑垃圾 70%，节约人工 40%以上，比传统施工缩短周期三分之一。”

图表 1 传统现场浇筑方式



资料来源：百度，国元证券研究中心

图表 2 装配式建筑方式



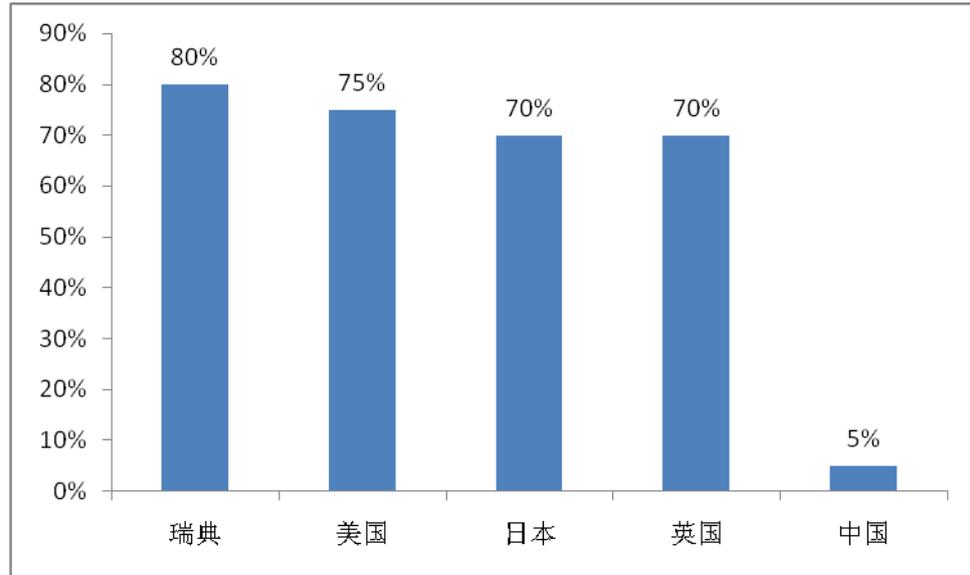
资料来源：百度，国元证券研究中心

图表 3 装配式建筑节省能源



资料来源：新华社，国元证券研究中心

图表 4 中国与发达国家建筑工业化率比较



资料来源：经济参考报，国元证券研究中心

## 1.2 政策加持，我国装配式建筑进入快速发展期

我国装配式建筑起步晚，但近年来政府积极推动行业发展，政策发布愈发密集，已明确具体发展目标。

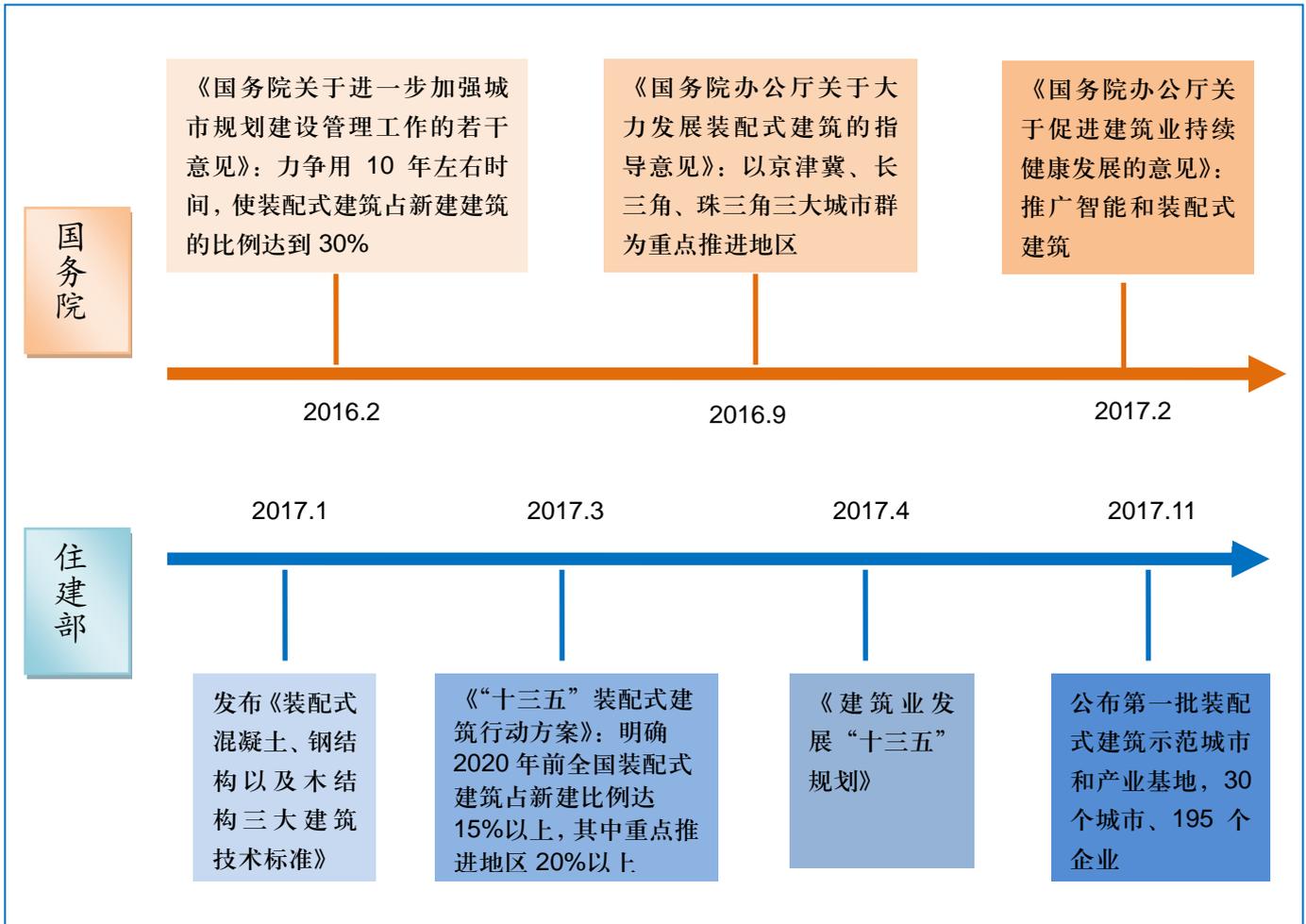
2011年8月，住建部《建筑业发展“十二五”规划》，把高层钢结构技术作为建筑业重点推广的十大技术之一。2014年10月，住建部《建筑业十三五规划编制方案》将钢结构行业作为独立章节编制，钢结构将成为建筑业的重要支柱。2015年11月，李克强总理在国务院常务会议提出“结合棚改和抗震安居工程等，开展钢结构建筑试点”。2016年2月，国务院发布《中共中央 国务院关于加强城市规划建设管理工作的若干意见》，提出力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。2017年3月，住建部印发《“十三五”装配式建筑行动方案》《装配式建筑示范城市管理办法》《装配式建筑产业基地管理办法》，提出到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上。2017年11月，住建部公布第一批装配式建筑示范城市和产业基地。

各地方政府紧跟国家步伐，陆续颁发推广装配式建筑的相关文件，通过政府项目率先采用装配式建筑、财政奖补、用地保障等各种政策鼓励与引导装配式建筑发展。据不完全统计，各地方政府制定的十三五规划中提出到2020年装配式建筑占新建建筑比例目标为10%—30%不等。

根据新华社报道，上海是国内最早探索装配式建筑的地区，2007年上海万科新里程成为国内首批产业化住宅试点工程；2014年至2016年、上海装配式建筑落实量连续3年翻番，已超过3000万平方米。此外上海也将装配式建筑用于市政建设，比如2016年6月上海迪士尼旅游度假区建成开放，为舒缓交通，上海S3公路项目开工，承建该项目的中铁上海工程局党委书记梁永兴说：“如果采用传统现浇工艺，完成1片盖梁现浇，需要至少20天，而通过装配拼装工艺，1天就可以完成4片盖梁的架设，最终仅用5个月，该项目就实现了建成通车。质量高了，污染少了，时间省了，能耗降了。”

建筑高端制造升级方面，装配式钢结构部品部件生产制造、BIM技术、节点装配技术等的提升，契合了新一轮科技革命和产业变革的时代背景。在政策加持与科技实力提升的背景下，预计未来十年装配式建筑进入快速发展期。

图表 5 装配式建筑政策发布密集



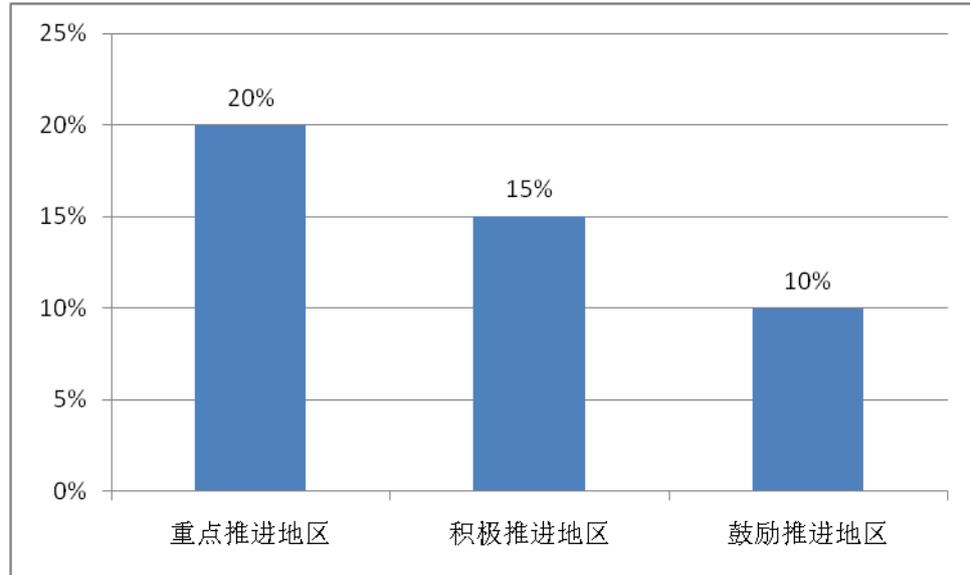
资料来源：国务院网站，住建部网站，国元证券研究中心

图表 6 《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》提出发展目标



资料来源：国务院网站，国元证券研究中心

图表 7 到 2020 年各地区装配式建筑占新建建筑面积的比例



资料来源：《行动方案》，国元证券研究中心

图表 8 到 2020 年我国装配式建筑发展规划



资料来源：《行动方案》，国元证券研究中心

### 1.3 塔吊是装配式建筑常用的吊装机械，由租赁公司提供服务，需求旺

装配式建筑对构件制作和吊装的精度要求较高，常用的吊装机械为塔式起重机、简称为塔吊或塔机。塔吊是需要较高安全资质的特种施工设备，一般在工地作业的塔吊并非建筑公司所有，而是塔吊租赁服务公司提供的外包服务。庞源租赁（建设机械全资子公司）为我国塔吊租赁行业龙头。

塔式起重机简称塔机，亦称塔吊，起源于西欧。动臂装在高耸塔身上部的旋转起重机。作业空间大，主要用于房屋建筑施工中物料的垂直和水平输送及建筑构件的安装。由金属结构、工作机构和电气系统三部分组成。金属结构包括塔身、动臂和底座等。工作机构有起升、变幅、回转和行走四部分。电气系统包括电动机、控制器、配电柜、连接线路、信号及照明装置等。

1930 年德国已开始批量生产塔机，并用于建筑施工。我国塔机起步于 1950 年代。目前中联重科是我国塔式起重机制造龙头，庞源租赁是其重要客户。

塔吊在使用过程中，拆装是事故的多发阶段。因拆装不当和安装质量不合格而引起的安全事故占有很大的比重。塔机拆装必须要具有资质的拆装单位进行作业，而且要在资质范围内从事安装拆卸。拆装人员要经过专门的业务培训，有一定的拆装经验并持证上岗，同时要各工种人员齐全，岗位明确，各司其职，听从统一指挥。此外，塔吊管理的关键是对司机的管理，司机需要持证上岗。

图表 9 庞源租赁施工现场的塔式起重机（塔吊）



资料来源：庞源租赁官网，国元证券研究中心

图表 10 庞源租赁为中联重科重要客户

1. 2016 年 12 月，本公司子公司庞源租赁与中联重科融资租赁（中国）有限公司以及中联重科融资租赁（北京）有限公司（以下均简称“中联重科”）签署了 2017 年合作协议。协议约定，对于庞源租赁未能按期支付的融资租赁款，中联重科同意不执行原合同约定的罚息条款。同时，逾期租金同意延期至 2017 年 12 月 31 日前支付且无需支付 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日延期利息，庞源租赁需依据合作协议还款计划约定，偿还逾期租金与 2017 年度融资租赁款。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

从企业层面看，装配式建筑带来的塔吊需求已经在 2016 年开始释放，目前进入提速阶段。根据国务院、住建部的规划，我国的装配式建筑的发展目标很明确，占新建建筑的比例 2020 年达到 15%、10 年后达到 30%，对塔吊的需求旺盛有望持续十年。

塔吊的需求与新开工面积有关。假设未来 10 年，新开工面积保持 5% 的增速，那么十年后的塔吊需求约 74721 台；当前市场上适合装配式建筑的塔吊估计 1-2 万台，需求缺口约 6 万台。单就装配式建筑需要的塔吊来看，十年后的需求约为当前的 10 倍。

工程机械行业经过上一轮调整，制造商在销售政策上压缩信用政策，使得市场上买得起塔吊的租赁商较少，塔吊订单向有资金实力的租赁龙头集中。

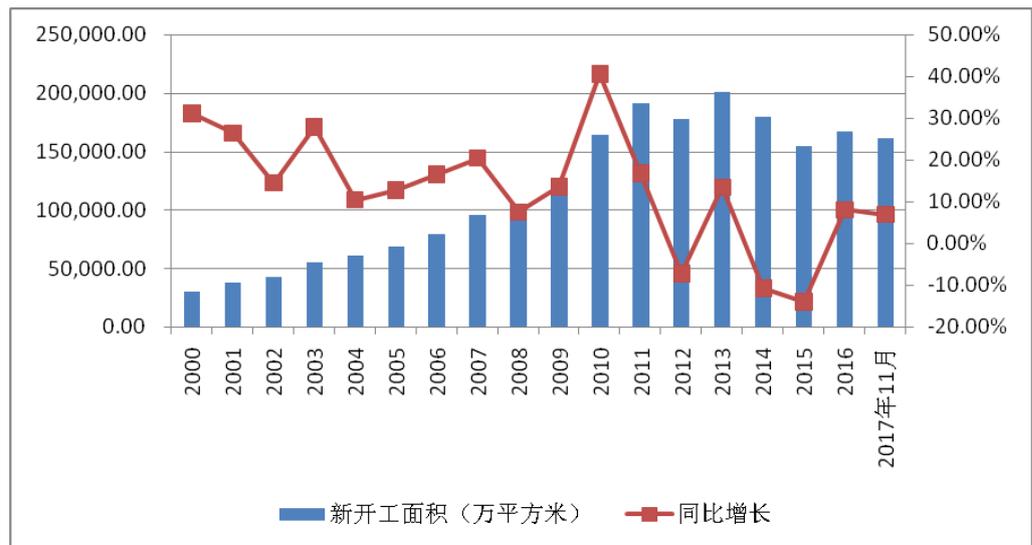
图表 11 未来十年装配式建筑对塔吊的需求测算（假设新开工增速保持 5%）

	住宅新开工面积 (万平方米)	办公楼新开工面 积 (万平方米)	装配式建筑占 比估算	装配式建筑面积 (万平方米)	塔吊需求量 (台,含周转率)
2016	115,911.00	6,415.00	5%	6116.3	7645
2017E	121706.55	6735.75	7.50%	9633.17	12041
2018E	127791.8775	7072.538	10%	13486.44	16858

2019E	134181.4714	7426.164	12.50%	17700.95	22126
2020E	140890.5449	7797.473	15%	22303.20	27879
2021E	147935.0722	8187.346	17.50%	27321.42	34152
2022E	155331.8258	8596.714	20%	32785.70	40982
2023E	163098.4171	9026.549	22.50%	38728.11	48410
2024E	171253.3379	9477.877	25%	45182.80	56479
2025E	179816.0048	9951.771	27.5%	52186.14	65233
2026E	188806.8051	10449.36	30%	59776.85	74721

资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 12 我国历年房屋新开工面积及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

## 第 2 部分 庞源为塔吊租赁龙头，业绩高增长

### 2.1 建设机械 80%以上的利润来自于庞源租赁

公司 2015 年完成了重大资产重组，收购庞源租赁和天成机械。目前公司拥有 4 家全资子公司，分别为上海庞源机械租赁股份有限公司、自贡天成工程机械有限公司、陕西建设钢构有限公司、西安重装建设机械化工程有限公司。业务包括工程机械制造和租赁。

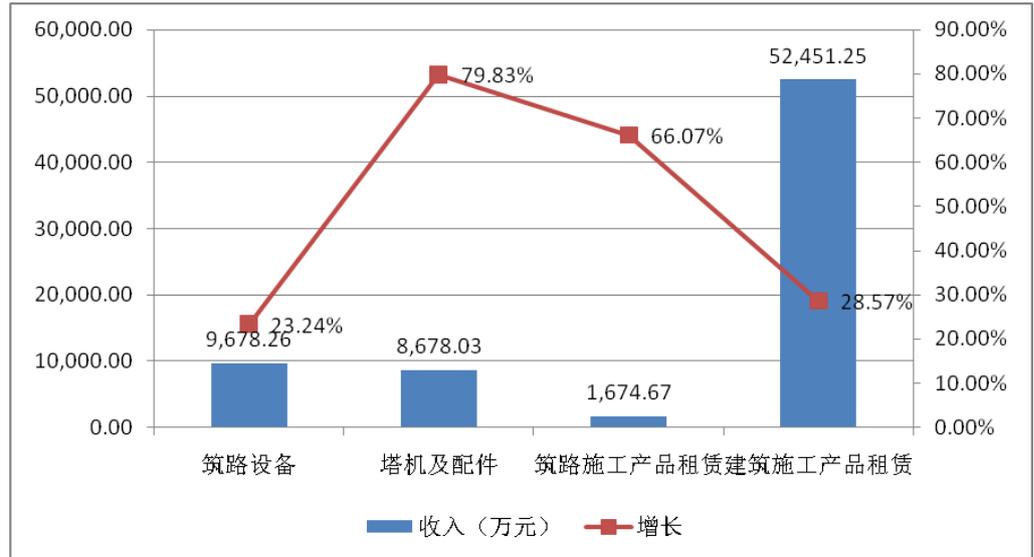
2017 上半年，庞源租赁实现营收 52,451.25 万、净利润 4,807.15 万，分别占公司收入的 70%、净利润的 84%。随着塔吊租赁业务的发展，我们预计庞源租赁收入和净利润对公司的贡献比例将进一步加大，因此，我们认为对公司的研究重点在于对庞源租赁的深入分析。

图表 13 建设机械与庞源租赁主要财务信息（2017 半年报，万元）

	总资产	净资产	收入	利润
庞源租赁	390029	165087	52451	4807
建设机械	599525	325230	74107	5653
庞源占比	65.06%	50.76%	70.78%	85.03%

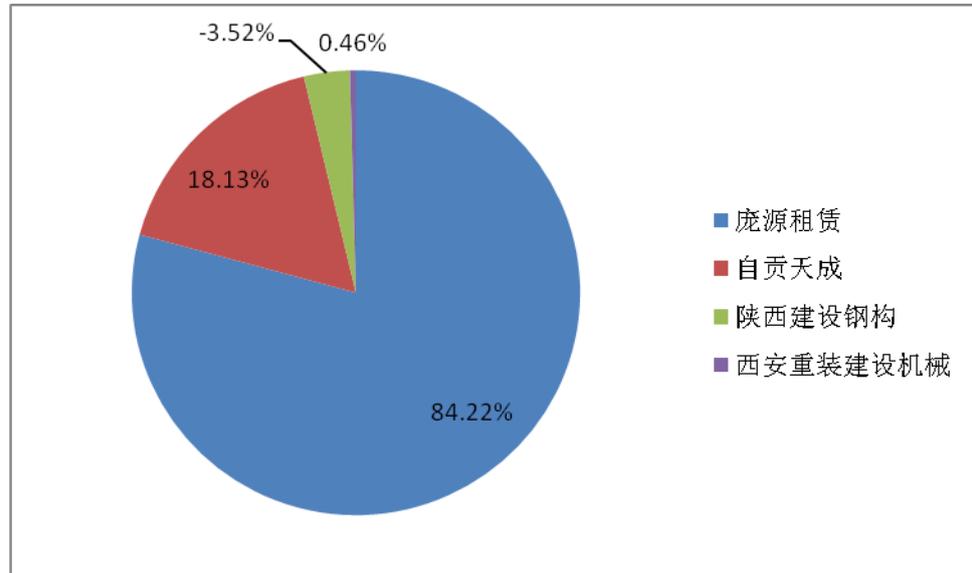
资料来源：WIND，公司公告，国元证券研究中心

图表 14 公司各产品收入及增速（2017 半年报）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图表 15 公司各子公司净利润贡献比例（2017 半年报）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图表 16 公司各分部的主要财务数据（单位：元）

项目	筑路设备及起重机械销售	建筑及施工机械租赁	路面工程	钢结构制作及安装	分部间抵销	合计
营业收入	258,480,137.56	524,512,540.35	16,746,663.07	13,616,987.85	72,278,206.46	741,078,122.37
营业成本	206,933,117.26	375,959,830.55	14,498,372.19	11,288,532.29	64,382,479.79	544,297,372.50
销售费用	12,269,066.87	1,862,784.48	1,224,535.71	394,434.63		15,750,821.69
管理费用	25,423,758.83	70,980,407.42	794,770.87	3,309,685.20		100,508,622.32
营业利润	19,151,863.18	59,465,901.32	305,181.61	-2,020,755.71	7,895,726.67	69,006,463.73
资产总额	3,837,543,053.92	3,900,297,238.22	83,738,339.70	214,163,447.75	2,040,491,260.46	5,995,250,819.13
负债总额	528,940,036.53	2,249,425,124.45	66,065,720.46	153,098,198.57	254,580,650.44	2,742,948,429.57

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 2.2 庞源租赁为塔吊租赁龙头，设备使用率及采购量创新高

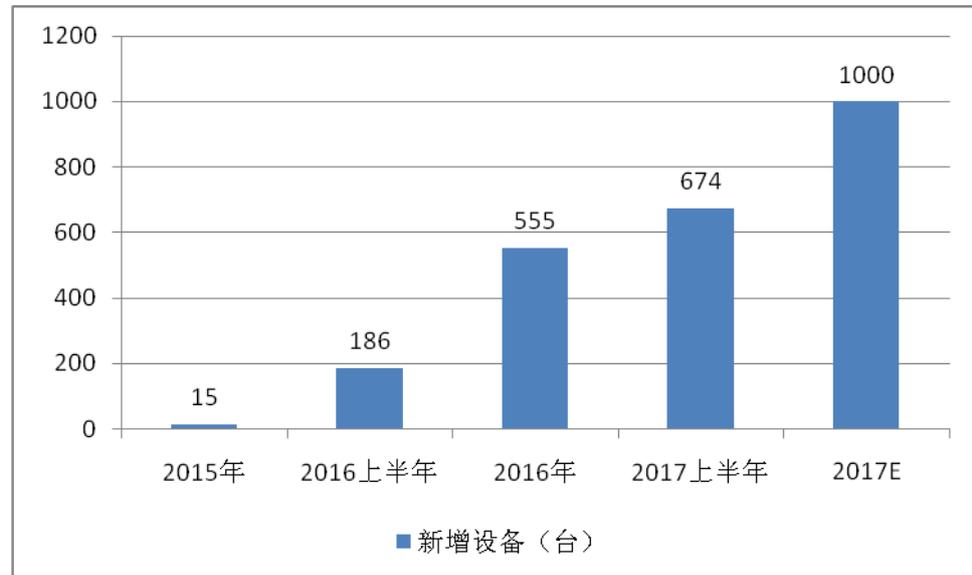
庞源租赁是国内规模最大的工程机械设备从进场安装、现场操作、设备维修到拆卸离场的一站式工程技术综合解决方案提供商。2016 年被公认的国际起重运输领域权威杂志《国际起重运输机械》全球排名第 72 名，已成为中国起重机械租赁行业的龙头企业。

截至 2017 上半年，庞源租赁资产总值 38.9 亿元。拥有各种型号塔式起重机 3008 台(履带式起重机 24 台,额定起重总量 4230 吨)，施工电梯 807 台，架桥机 11 台，其中塔式起重机起重力矩合计达到 63 万吨米。

从 2016 年开始，公司抓住国家大力推行装配式住宅的契机，与塔吊生产厂家加深合作、共同研发针对性的新型塔机并大批推向市场，业务迅速扩张。小型塔吊不适合装配式建筑需求，大中型塔吊则是当前发展趋势，而大中型塔吊租赁服务是公司的优势所在。2016 年到 2017 年，公司在设备采购台数、采购金额、设备使用率迅猛发展、并不断创新高。

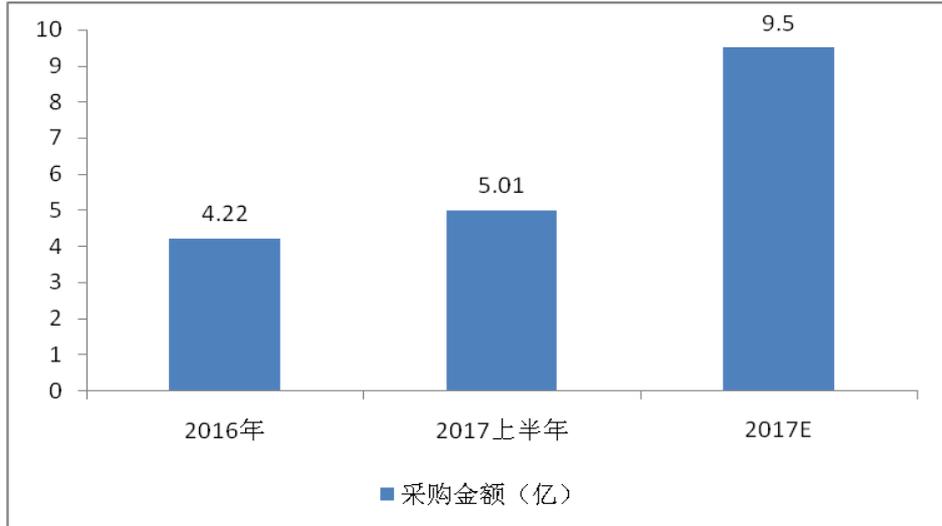
庞源租赁 11 月经营快报显示：2017 年 11 月份完成含税产值 1.49 亿元，为公司历史单月产值最高值，全年预计完成产值数同比增长超过 35%；设备利用率一直维持在较高水平，全年加权平均吨米利用率已确定超过 71%，创造有统计以来最高纪录；塔吊租赁价格回升，特别是适用于装配式建筑的中大型塔机，价格普遍回升 10%到 30%；2017 年新购的这批设备，2018 年将发挥整年度效益，2018 年业绩有望继续保持 30%-40% 增长。

图表 17 庞源租赁新增设备量创历史新高



资料来源：公司公告，庞源租赁官网，国元证券研究中心

图表 18 庞源租赁设备采购金额大幅增长



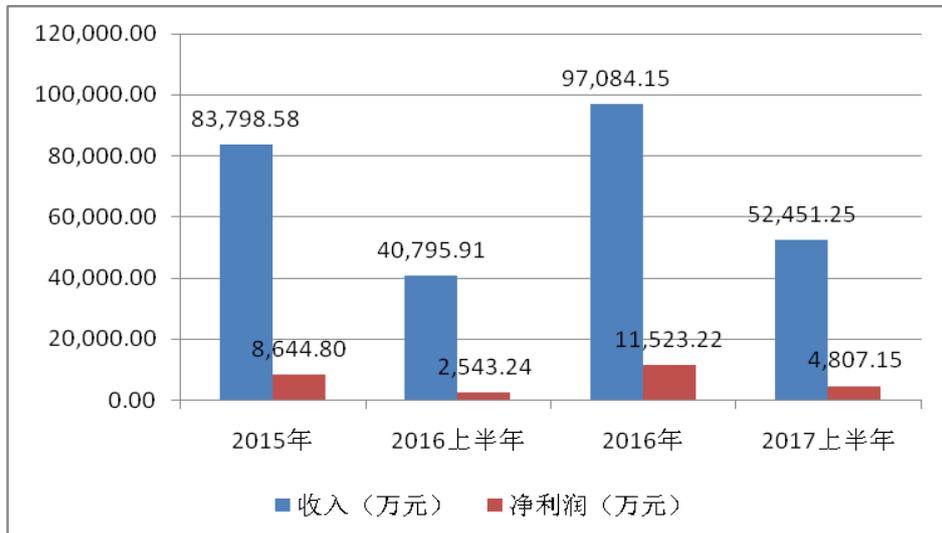
资料来源：公司公告，庞源租赁官网，国元证券研究中心

图表 19 庞源租赁设备使用率明显提升



资料来源：公司公告，庞源租赁官网，国元证券研究中心

图表 20 庞源租赁近年收入和净利润统计

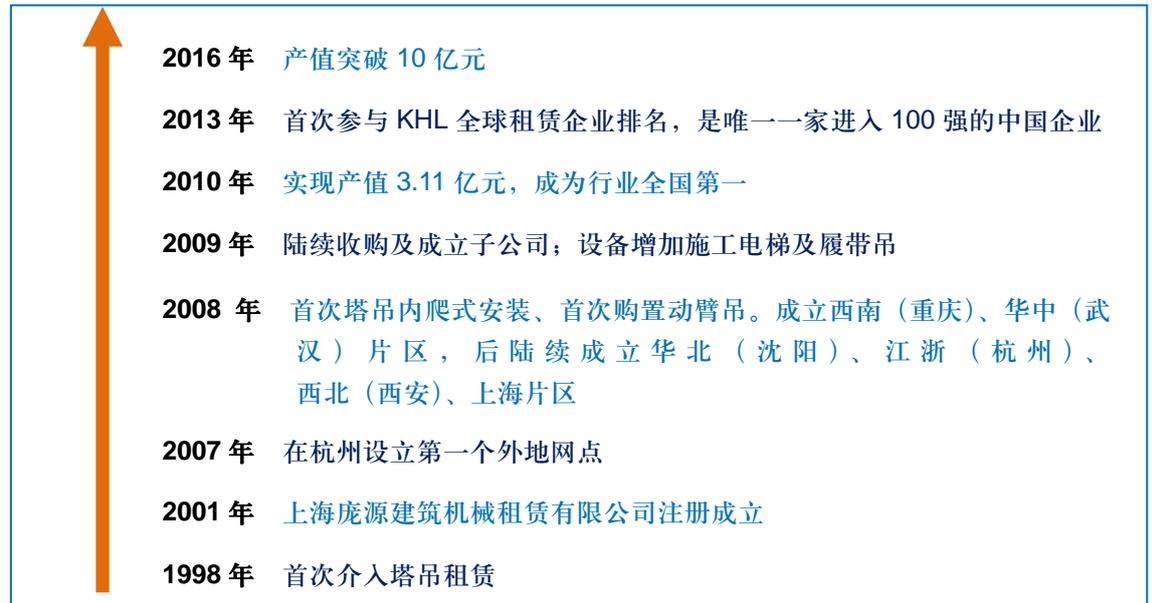


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 2.3 庞源租赁优势明显，积极进行海外布局

庞源租赁成立于 2001 年，专业从事建筑工程、能源工程、交通工程等国家和地方重点基础设施建设所需工程机械设备的租赁、安拆和维修业务。拥有“特种设备安装改造维修许可证 A 类”和“起重设备安装工程专业承包一级资质（含机电三级）”资质。

图表 21 庞源租赁发展历程



资料来源：庞源租赁官网，国元证券研究中心

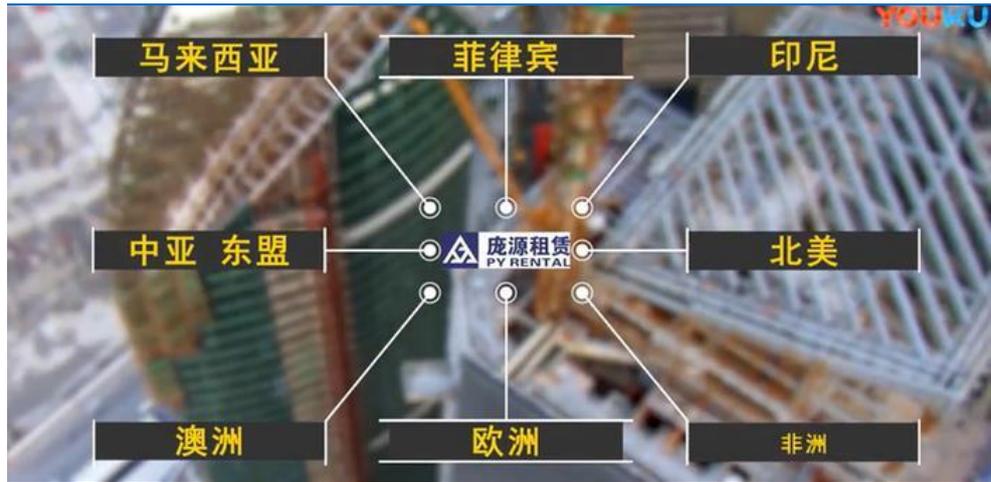
公司总部位于上海，目前在上海、北京、广州、武汉、南京、南通、杭州、海口、福州、郑州、成都、贵阳、济南、乌鲁木齐、长沙、安徽、马来西亚、菲律宾等地设有 20 家分子公司。顺应国家一带一路的发展战略，2016 年开始在海外布局。

图表 22 庞源租赁在国内的布局情况



资料来源：庞源租赁官网，国元证券研究中心

图表 23 庞源租赁在海外的布局情况



资料来源：庞源租赁官网，国元证券研究中心

庞源为进入建筑起重机械租赁行业较早的企业，是行业内唯一上市公司，我们认为公司具有以下优势：

**1、技术与研发优势。**公司 2010 年成立了技术研发中心，主要负责工程机械设备拆装维护的技术研发以及设备采购中的标准制定，同时为项目施工现场提供技术服务和支持，为非标准化项目提供量身定制的技术解决方案，为下游企业定制个性化产品，行业新趋势、新技术研究等。

**2、管理与现场设备操作团队优势。**在多年的经营过程中培养和积累了大量的专业管理人才和现场设备操作管理团队，并形成了一套高效的管理体系。各级管理人员均具有多年的建筑起重机械经营租赁业务管理经验，先进的信息化系统管理体系能够通过信息化手段对销售、采购、财务、研发、人事、经营管理及安全生产等环节进行细致化管理。

**3、品牌优势。**自成立之初便注重品牌建设和形象的维护，作为中国工程机械工业协会工程机械租赁分会副理事长单位，曾参与奥运会鸟巢体育场、上海环球金融中心、上海世博轴阳光谷等一系列标志性工程建设项目，在工程施工领域积累了较高的品牌知名度。

**4、规模与资金优势。**庞源是行业内唯一一家上市公司，资金方面优势明显，大股东大力支持公司扩张。公司是塔吊租赁龙头，为中联重科重要客户，采购方面优势明显。

**5、客户优势。**庞源租赁与下游客户建立了良好的互动合作关系，在项目施工过程中，庞源租赁主动收集客户的需求信息及反馈意见，不断提升服务质量和客户满意度。经过多年的客户积累，庞源租赁拥有了一批规模大、信誉好的客户群体。

图表 24 庞源租赁优势明显



资料来源：庞源租赁官网，国元证券研究中心

## 第 3 部分 盈利预测及风险提示

在房地产投资额中，随着装配式建筑的发展，所需要的塔吊投资金额将成长为百亿级市场，庞源租赁充分受益相应市场规模的扩张。此外，我国目前工程机械租赁行业极为分散，整合空间大，处于市场集中度提升期，庞源租赁有望通过兼并等方式进一步提升市场占有率。我们看好公司的成长空间。

未来三年，公司有望保持 30-40% 的增长，2017/2018/2019 的 eps 分别为 0.28/0.44/0.65 元，对应 PE 为 21/14/10 倍，给予“买入”评级。

风险提示：房地产下行风险，行业竞争格局变化风险等。

图表 25 建设机械利润表预测（单位：百万元）

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1376	1926	2696	3640
营业成本	988	1348	1860	2475
营业税金及附加	9	13	18	25
营业费用	56	78	109	147
管理费用	197	276	386	521
财务费用	28	15	9	-1
资产减值损失	151	69	110	89
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	-54	127	203	382
营业外收入	171	87	129	108
营业外支出	6	4	5	5
利润总额	111	210	328	486
所得税	29	32	49	73
净利润	82	179	278	413
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	178	278	413
EBITDA	180	346	418	587
EPS (元)	0.13	0.28	0.44	0.65

资料来源：天软，国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	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
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	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
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	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
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他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](http://www.gyzq.com.cn)