

主业稳健增长，矿产新材料板块值得期待

——四川路桥动态跟踪

核心观点

- **川西锂矿资源丰富，当地基建有较大改善预期。**四川锂矿石资源占全国57%，较为丰富，但集中在甘孜和阿坝两州，开发程度较低，当地交通设施建设落后，所勘探资源难以资源化变现。凭借蜀道集团在四川省基建的主导地位，我们认为以交通基础设施建设适当换取当地矿产资源将会获得双赢。
- **大股东实力雄厚，资源丰富，将大力支持公司发展。**公司原大股东四川铁投集团和四川交投集团与今年初战略重组，5月28日成立蜀道集团。作为蜀道集团的核心企业之一，蜀道集团将坚定不移支持公司做大做强。蜀道集团是四川省最大的交通基础设施业主。根据四川省“十四五”综合交通运输发展规划，综合交通建设将完成投资1.2万亿元，其中公路水路7000亿元，铁路3000亿元，相比“十三五”规划分别提升了20%/40%/30%。
- **激励机制到位，行权条件大概率能实现。**根据10/21限制性股票激励计划，公司将向管理人员和核心技术人员授予不超过4375万股限制性股票，授予价格每股4.24元。业绩考核目标为22-24年1、扣非归母净利润不低于70/80/90亿元；2、收入不低于1000/1100/1200亿元；3、应收账款周转率不低于5.7。我们判断此目标完成概率较大，后续业绩增厚部分主要来自新签合同增加带动工程业务体量提升，21年前三季度新中标金额YoY+107%。
- **矿产新材料板块已开始布局，后续有望加快落地。**公司下属的新锂想公司（持股65%）三元正极材料项目一期（1万吨/年）已投产。在磷酸铁锂方面，公司拟以67%的持股比例，开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目。10/28，川能动力公告拟向公司转让持有的四川能投锂业5%股权。基于公司及大股东在四川省基建方面的先天优势，以及矿产的运输加工需要较好的基建作为配套，我们判断公司不排除继续在矿产方面有所布局。

财务预测与投资建议：调整21-23年EPS至0.95/1.48/1.76元（原值0.95/1.27/1.65），22/23年的业绩上修主要因为今年新签订单大幅增长，且收购企业并将增厚业绩。考虑主业稳健增长，且正在布局矿产新材料板块，我们给予公司22年11XPE，对应目标价为16.28元，维持“买入”评级。

风险提示

- 应收账款坏账风险，新签订单及其转化不及预期，矿产新材料拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	52,725	61,070	76,163	102,034	116,220
同比增长(%)	31.8%	15.8%	24.7%	34.0%	13.9%
营业利润(百万元)	2,103	3,686	5,527	8,548	10,203
同比增长(%)	43.1%	75.3%	49.9%	54.7%	19.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,702	3,025	4,557	7,048	8,412
同比增长(%)	45.2%	77.8%	50.6%	54.7%	19.4%
每股收益(元)	0.36	0.63	0.95	1.48	1.76
毛利率(%)	11.0%	14.8%	14.9%	15.1%	15.2%
净利率(%)	3.2%	5.0%	6.0%	6.9%	7.2%
净资产收益率(%)	11.5%	15.8%	18.7%	24.1%	23.4%
市盈率	34.0	19.1	12.7	8.2	6.9
市净率	3.7	2.6	2.2	1.8	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年12月16日)	12.04元
目标价格	16.28元
52周最高价/最低价	13.42/4.18元
总股本/流通A股(万股)	477,543/361,053
A股市值(百万元)	57,496
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年12月16日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.41	16.33	34.23	176.58
相对表现	2.8	25.03	39.06	187.86
沪深300	-3.21	-8.7	-4.83	-11.28



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

黄骥

021-63325888*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

相关报告

蜀道新入天府，区域龙头迎通途：——首 2021-09-21
次覆盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

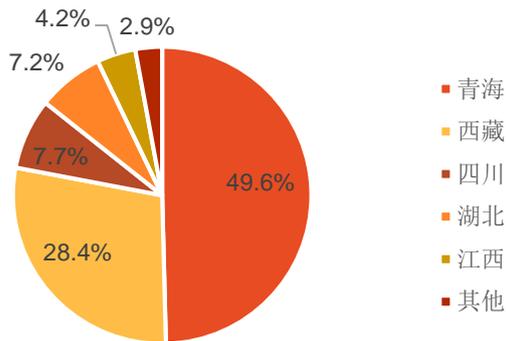
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

川西锂矿资源丰富，基建水平有待提高

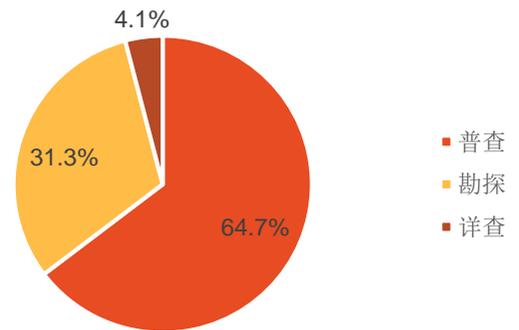
四川省内锂矿资源丰富，但开发程度偏低。四川省内矿产资源丰富，据自然资源部，四川锂资源占世界锂资源 0.4%，占全国 7.7%；其中矿石锂资源占世界矿石锂的 6.1%，全国的 57%。国内锂辉石矿主要分布在甘孜州的甲基卡和阿坝州的柯尔因两大矿田。这些地区资源优势较为明显，但勘探开发程度较低。根据《四川省锂矿资源现状及开发利用前景》，达到勘探程度的资源占比仅有 31.3%，64.7% 的项目仅为普查程度。我们认为矿产资源开发程度较低的主要原因是川西山区缺乏便利的交通基础设施建设，勘探开发难度较大。

图 1：2010 年锂矿资源全国分布情况



数据来源：自然资源部，东方证券研究所

图 2：2016 年四川省锂矿资源开发情况

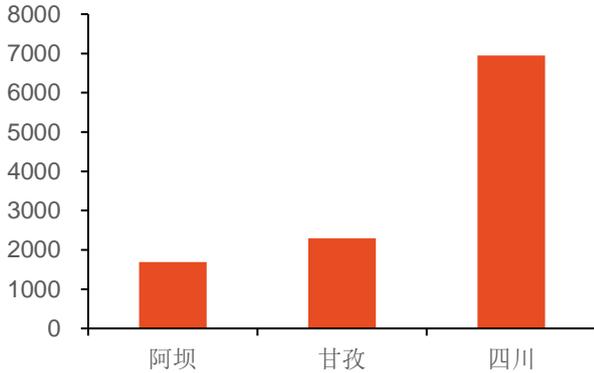


数据来源：《四川省锂矿资源现状及开发利用前景》，东方证券研究所

开发矿产必须做到交通先行，甘孜和阿坝交通基础设施建设仍有较大空间。目前甘孜和阿坝的公路建设水平远低于四川省平均水平。2019 年，甘孜和阿坝公路长度分别为 3.4 和 1.4 万公里，公路密度分别为 2293.6 和 1692.8 公里/万平方公里，远低于全省的 6950.4 公里/万平方公里。未来甘孜和阿坝交通基础设施建设仍有较大空间。我们认为交通运输设施建设水平低下的原因有两点，其一是地方政府财力薄弱无力支撑庞大的建设开支；其二是川西多山脉，铁路公路建设开发难度大。

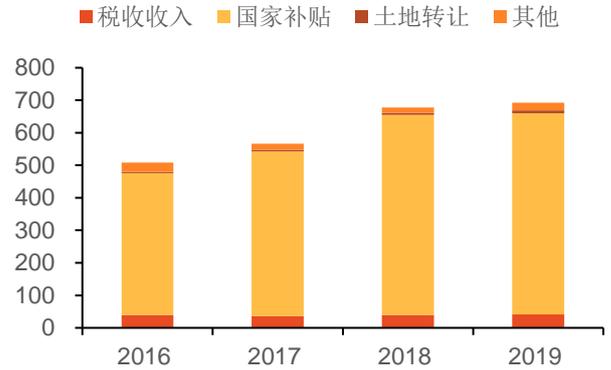
甘孜和阿坝交通设施建设高度依赖国家转移支付。川西需大量基础设施建设，高度依赖转移支付。根据报道，甘孜和阿坝 2019 年交通运输投资额约为 100 亿元，而政府财政支出中用于交通运输相关的达到 149.3 亿元。我们判断，甘孜和阿坝交通投资基本完全来自财政支出而无法靠其他融资方式。而 2019 年甘孜和阿坝财政收入中，国家转移支付收入达到 618.6 亿元，占收入总和的 89.4%；税收收入为 41.3 亿元，占比仅为 6.0%。这些地区的交通基础设施高度依赖国家转移支付。

图 3：2019 年甘孜/阿坝/四川省公路密度(公里/万平方公里)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：甘孜/阿坝财政收入来源（亿元）



数据来源：财政部，东方证券研究所

甘孜和阿坝州“十四五”交通投资预计保持高增长。根据甘孜藏族自治州“十四五”综合交通运输发展规划，综合交通规划建设投资 1100 亿元，其中铁路 390 亿元，公路 695 亿元。甘孜州的“十四五”规划交通投资金额相比“十三五”实际完成额，增幅达 76%。阿坝州的“十四五”综合交通运输发展规划正在编制中。“十三五”期间，阿坝州完成交通基础设施建设投资 708.91 亿元，是阿坝州历史上交通建设项目最多、投资最大、增速最快的时期。根据新闻报道，阿坝州“十四五”期间加快推动 35 个重大交通项目，投资规模超 1000 亿元，已超“十三五”交通投资总金额。我们有理由相信，阿坝州“十四五”交通投资也将保持较快增长。

蜀道集团实力雄厚，四川省“十四五”仍有较旺盛的基建需求

大股东实力雄厚，资源丰富，将大力支持公司发展。公司原大股东四川铁投集团和四川交投集团于今年初战略重组，5月28日成立蜀道集团。作为蜀道集团的核心企业之一，公司在集团内被定为主力军/排头兵，蜀道集团将坚定不移支持公司不断做大做强。蜀道集团是四川省最大的交通基础设施业主，目前投资建设运营高速公路总里程 9926 公里，其中建成通车/在建 6444/3284 公里，分别占全省 77/92%；投资建设运营铁路总里程 6898 公里，通车/在建里程分别占全省 65/84%。据报道，预计蜀道集团 21 年末收入/利润总额将分别超 2000/70 亿元，“十四五”末目标收入/利润总额超 3000/150 亿元，按此推测未来 4 年收入/利润 CAGR 分别达+10.7/21.0%。

我们认为，四川省“十四五”交通基建旺盛的建设需求是集团体量稳健增长的重要抓手。根据四川省“十四五”综合交通运输发展规划，综合交通建设将完成投资 1.2 万亿元，其中公路水路 7000 亿元，铁路 3000 亿元，相比“十三五”规划分别提升了 20%/40%/30%。此外，未来 4 年蜀道集团的目标利润 CAGR 远高于收入 CAGR，意味着集团整体盈利能力将不断提升，我们推测集团将培育新的利润来源。考虑到蜀道集团另外两家上市公司四川成渝和深冷股份体量较小，我们判断重要利润增长将来自四川路桥，而除了在工程施工方面的增长，矿产新材料板块也值得期待。

表 1：四川省“十四五”和“十三五”综合交通运输发展规划

		铁路	公路水运	民航	城市轨道交通	合计
“十三五”规划完成投资	亿元	2300	5000	900	2100	10300
“十四五”规划完成投资	亿元	3000	7000	250	2200	12450
增速	%	30.4	40.0	-72.2	4.8	20.9

数据来源：《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》，东方证券研究所

激励机制到位，矿产新材料板块有望大发展

激励机制到位，行权条件大概率能实现。根据 10 月 21 日公告的限制性股票激励计划，公司将向管理人员和核心技术人员（不超过 350 人）授予不超过 4375 万股限制性股票，分三期（40%/30%/30%）解锁，授予价格每股 4.24 元。在解除限售期的 3 年内，业绩考核目标为 22-24 年，1、扣非归母净利润不低于 70/80/90 亿元，且相较于 2020 年增速不低于行业平均水平；2、收入不低于 1000/1100/1200 亿元，且相较于 2020 年增速不低于行业平均水平；3、应收账款周转率不低于 5.7。受益于蜀道集团的支持，和四川省“十四五”基础设施较高的规划增速，我们认为此目标完成概率较大。

订单高增+拟收购资产有望助力增厚公司未来业绩：公司 21 年财务预算公告，收入/利润总额预计达 750/58 亿元，如果按 18-20 年平均所得税率 18.73%假设，21 年对应净利润 47 亿元。根据公开信息，后续业绩增厚部分来自两方面。一，中标合同的增加带动工程业务体量的提升，公司 21 年财务预算公告 21 年新增订单 1000 亿元，相比较 20 年新增订单 488 亿元，几乎有翻倍的增长。这些订单将在未来 3-5 年逐步释放。二，公司拟收购企业有望带来的业绩增厚。公司 11 月 23 日公告，拟发行股票及支付现金购买 1、交建集团 100%股权；2、高路建筑 100%股权；3、高路绿化 96.67%股权。根据公告，21 年上半年交建集团/高路建筑/高路绿化净利润分别为 4.5/-0.04/0.07 亿元。本次交易涉及发行股份购买资产，因此需提交并购重组委审核，并经中国证监会核准后方可实施。

表 2：公司收购交建集团、高路建筑、高路绿化财务状况

百万元	2019	2020	2021H1
交建集团			
资产	6871.1	10370.3	15233.7
归母权益	2461.4	2612.7	3063.2
收入	4934.4	10256.8	7164.2
归母净利	84.6	187.0	450.7
高路建筑			
资产	880.1	757.1	695.3
归母权益	189.3	199.7	196.1
收入	438.0	429.1	97.2
归母净利	8.7	10.4	(3.7)
高路绿化			
资产	512.4	612.9	429.8
归母权益	120.4	122.9	129.8
收入	325.4	392.9	43.8
归母净利	24.6	2.5	6.9

数据来源：公司公告，东方证券研究所

矿产新材料板块已开始布局，后续有望加快落地。公司下属的新理想公司（公司持股 65%）三元正极材料项目一期（1 万吨/年）已投产，正极材料前驱体（2 万吨/年）还在建设中。在磷酸铁锂方

面，公司拟出资 6.7 亿元以 67% 的持股比例，与川能动力、比亚迪、禾丰公司成立合资公司，开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目。10 月 28 日，川能动力公告拟向四川路桥转让持有的四川能投锂业 5% 股权。能投锂业主要从事锂电产业上游锂矿资源、基础锂盐产品、金属锂等锂系列产品的开发、生产和销售，已拥有亚洲最大单体锂辉石矿——四川省阿坝州李家沟锂辉石矿，计划采选原矿 105 万吨/年，年产锂精粉约 18 万吨。10 月 20 日，公司公告拟投入约 1 亿元参与会东金川磷化工有限公司破产重整投资人公开招募。金川公司享有大黑山磷矿山、大山梁子磷矿山、大桥磷矿区大水沟磷矿山采矿权，但有效期均已届满。大黑山磷矿山具有开采续期的可能性。基于公司及大股东在四川省基建方面的先天优势，以及矿产的运输加工需要较好的基建作为配套，我们判断公司不排除继续在矿产方面有所布局。

拟引入四川能投和比亚迪作为战投，打造完整产业链布局。11 月 23 日公司公告，拟发行股份并募集配套资金用于收购大股东蜀道集团旗下资产。其中拟向四川能投发行 0.73 亿股募资 5 亿元，拟向比亚迪发行 0.29 亿股募资 2 亿元。公司新能源产业链布局初现端倪，四川能投和比亚迪有望助力公司实现从矿产开发到深加工和终端应用。

投资建议

我们给予公司 22 年 11X PE，对应目标价 16.28 元。我们选择主业同为基础设施建设的公司作为可比公司，鉴于 1) 公司 23 年业绩增速为 19.4%，而可比公司平均增速仅为 16%；2) 公司布局的矿产新材料板块行业估值相对较高，而这块业绩有望在未来几年逐步释放。我们在可比公司 22 年 9x PE 的基础上考虑 20% 的估值溢价，认可给予公司 22 年 11x PE，对应目标价 16.28 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券简称	证券代 码	最新收盘 价(元)	每股收益(元)				市盈率				23 年业绩 增速 (%)
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
山东路桥	000498	6.50	1.12	1.05	1.31	2.08	5.79	6.20	4.96	3.12	58.94
隧道股份	600820	5.18	0.72	0.78	0.85	0.98	7.19	6.62	6.08	5.27	15.51
中国电建	601669	7.97	0.46	0.59	0.68	0.78	17.21	13.61	11.80	10.20	15.71
中国交建	601800	7.92	0.90	1.27	1.45	1.65	8.80	6.24	5.46	4.80	13.78
粤水电	002060	5.92	0.22	0.27	0.31	0.36	27.01	22.32	18.93	16.30	16.08
中国能建	601868	2.71	0.11	0.18	0.21	0.24	24.64	15.48	13.21	11.17	18.27
调整后平均							14.46	10.49	9.14	7.86	16.39

资料来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2021 年 12 月 15 日收盘价，调整后平均为去掉最大值和最小值的平均值

风险提示

应收账款坏账风险。建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。2019-2020年，公司应收账款及票据占总收入的比重为13%/19%，随着公司业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加。

新签订单及订单转化不及预期。盈利预测中的收入受新签订单增速和订单转化率的影响较大，我们综合大股东在手项目以及行业整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单增速及转化率不及预期。

矿产新材料业务拓展不及预期对估值的风险。公司作为行业的后进入者，面临着市场拓展以及产品研发升级等诸多挑战，而且随着行业整体扩产，未来存在供给过剩的风险，对公司产能的实际有效利用率造成一定影响。此外，目前公司的股价以及我们给予的估值中已经部分包含了对未来这部分业务的预期，如果实际业绩不达预期可能会带来估值回落的压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10,753	14,131	17,517	23,468	26,731	营业收入	52,725	61,070	76,163	102,034	116,220
应收票据、账款及款项融资	6,948	11,517	13,785	18,468	21,036	营业成本	46,941	52,034	64,842	86,666	98,569
预付账款	784	1,351	1,523	2,041	2,324	营业税金及附加	199	238	297	398	453
存货	20,980	1,969	2,594	4,333	5,914	营业费用	19	15	19	26	29
其他	8,283	27,790	34,490	45,859	52,837	管理费用及研发费用	1,654	2,751	2,437	3,265	3,719
流动资产合计	47,748	56,759	69,910	94,169	108,842	财务费用	1,967	2,320	2,827	3,067	3,224
长期股权投资	1,538	1,483	1,500	1,500	1,500	资产、信用减值损失	150	123	268	93	52
固定资产	2,232	2,304	3,179	3,629	3,377	公允价值变动收益	5	8	5	0	0
在建工程	268	958	396	0	114	投资净收益	275	36	20	20	20
无形资产	28,193	29,176	28,898	28,620	28,342	其他	28	54	30	10	10
其他	17,636	22,544	23,599	24,805	26,125	营业利润	2,103	3,686	5,527	8,548	10,203
非流动资产合计	49,867	56,465	57,572	58,554	59,458	营业外收入	54	52	50	50	50
资产总计	97,615	113,224	127,482	152,723	168,300	营业外支出	26	68	50	50	50
短期借款	3,869	3,606	7,028	11,941	12,980	利润总额	2,132	3,670	5,527	8,548	10,203
应付票据及应付账款	22,413	27,440	33,069	44,200	50,270	所得税	434	625	940	1,453	1,735
其他	20,041	20,964	22,508	25,412	26,731	净利润	1,698	3,045	4,587	7,095	8,469
流动负债合计	46,324	52,010	62,605	81,553	89,981	少数股东损益	(4)	20	31	47	56
长期借款	31,342	33,480	33,480	33,480	33,480	归属于母公司净利润	1,702	3,025	4,557	7,048	8,412
应付债券	1,998	1,999	1,999	1,999	1,999	每股收益(元)	0.36	0.63	0.95	1.48	1.76
其他	706	971	1,030	1,100	1,160						
非流动负债合计	34,046	36,450	36,509	36,579	36,639	主要财务比率					
负债合计	80,370	88,460	99,115	118,132	126,620		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,648	2,150	2,180	2,227	2,284	成长能力					
实收资本(或股本)	3,611	4,778	4,775	4,775	4,775	营业收入	31.8%	15.8%	24.7%	34.0%	13.9%
资本公积	3,132	6,243	6,450	6,450	6,450	营业利润	43.1%	75.3%	49.9%	54.7%	19.4%
留存收益	8,203	10,870	14,232	20,369	27,372	归属于母公司净利润	45.2%	77.8%	50.6%	54.7%	19.4%
其他	652	724	730	770	800	获利能力					
股东权益合计	17,245	24,764	28,367	34,591	41,680	毛利率	11.0%	14.8%	14.9%	15.1%	15.2%
负债和股东权益总计	97,615	113,224	127,482	152,723	168,300	净利率	3.2%	5.0%	6.0%	6.9%	7.2%
						ROE	11.5%	15.8%	18.7%	24.1%	23.4%
						ROIC	5.8%	7.7%	9.5%	11.7%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	82.3%	78.1%	77.7%	77.4%	75.2%
净利润	1,698	3,045	4,587	7,095	8,469	净负债率	180.4%	123.8%	109.2%	88.0%	67.7%
折旧摊销	741	844	705	653	530	流动比率	1.03	1.09	1.12	1.15	1.21
财务费用	1,967	2,320	2,827	3,067	3,224	速动比率	0.58	1.05	1.08	1.10	1.14
投资损失	(275)	(36)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	5,685	(5,418)	(3,268)	(4,878)	(4,083)	应收账款周转率	8.9	6.7	6.1	6.4	5.9
其它	(6,145)	2,522	(1,005)	(1,147)	(1,178)	存货周转率	2.3	4.5	28.4	25.0	19.2
经营活动现金流	3,671	3,277	3,826	4,770	6,942	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(788)	(2,018)	(489)	(285)	(114)	每股指标(元)					
长期投资	5,072	(50)	9	0	0	每股收益	0.36	0.63	0.95	1.48	1.76
其他	(10,507)	(3,202)	134	20	20	每股经营现金流	1.02	0.69	0.80	1.00	1.45
投资活动现金流	(6,223)	(5,270)	(346)	(265)	(94)	每股净资产	3.27	4.74	5.48	6.78	8.25
债权融资	5,161	3,016	302	510	10	估值比率					
股权融资	17	4,279	204	0	0	市盈率	34.0	19.1	12.7	8.2	6.9
其他	(2,613)	(1,871)	(600)	935	(3,595)	市净率	3.7	2.6	2.2	1.8	1.5
筹资活动现金流	2,564	5,424	(93)	1,445	(3,585)	EV/EBITDA	20.2	14.2	10.7	7.9	7.0
汇率变动影响	(3)	(8)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.9	16.2	11.7	8.4	7.2
现金净增加额	10	3,423	3,386	5,950	3,263						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn