

步入快速增长的轨道



我们的观点:

- **充分受益于铁路大开发:** 在扩大内需、保持经济稳定增长大背景下, 铁路作为对经济拉动效果最明显的领域, 迎来了黄金发展期, 受此拉动, 机车车辆市场也步入跨越式发展新阶段。公司是我国轨道交通车辆市场的龙头企业, 占有率保持在 50% 左右, 将直接受益于铁路车辆购置投资的大幅增加, 我们预计未来三年公司业绩将实现快速增长。
- **动车组、大功率机车、城轨地铁车辆是近几年业绩增长的引擎:**
 - **动车组:** 随着大规模客运专线的建设, 动车组采购迎来高峰, 公司目前在手订单包括 51 列尚未交付的时速 300 公里动车、30 亿长大编组卧铺动车组, 未来随着几条高速铁路的完工, 时速 300—350 公里动车组需求会大幅增加。公司目前动车组产能达到 120 列/年, 未来规划 160 列/年, 完全可以承受大规模动车组的采购。
 - **机车:** 我国铁路机车经历了一个产品转型的过程, 传统机车逐步被淘汰, 未来采购将集中在 7200KW、9600KW 电力机车以及大功率内燃机车。随着更新换代的逐步推进, 大功率机车的需求将会大幅增加, 未来这块业务将保持一个快速增长的势头。
 - **城市地铁车辆:** 随着各大城市新建地铁线路的开工, 地铁车辆的需求不断增加, 市场空间十分广阔。公司进入地铁车辆市场相对北车晚, 从 2007 年开始市场分额不断扩大, 现在已超过 50%。
 - **客车、货车短期有所下滑:** 客车受动车组替代影响, 货车受货运需求下降影响, 短期将有小幅下滑态势, 但未来随着大规模新线的建设以及货运需求的逐步企稳, 客车、货车需求有望逐步恢复。
- **毛利水平维持平稳:** 通过内部挖潜、产品结构调整等措施, 公司综合毛利水平有望保持平稳。其中, 机车、动车组毛利水平保持平稳, 城轨地铁车辆毛利率有进一步提升空间, 客车、货车毛利水平有所下降。此外规模效应的发挥使得公司管理费用占比会小幅下降, 进一步提升盈利能力。
- **催化剂和风险因素:** 动车组、大功率机车、城轨地铁车辆需求的不断增长是公司近几年快速发展的主要驱动因素。铁道部采购机车的平稳性、原材料价格波动等因素会对公司业绩带来不确定性。
- 我们给与公司 30 倍 PE, 对应 2009 年 EPS 股价分别为 5.7 元, 目前股价存在低估, 投资评级买入。

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 2 月 17 日) 4.87 元

目标价格 (6 个月) 5.7 元

总股本/A 股 (万股) 1184000/300000

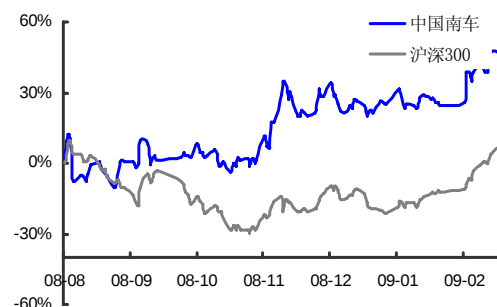
A 股市值 (百万元) 1461

国家/地区 中国

行业 专用机械设备制造业

报告日期 2009 年 2 月 18 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.19	9.19	41.16
相对表现 (%)	(14.83)	(22.58)	88.01

资料来源: WIND

财务分析					
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	27400.9	33105.6	47293.4	62702.8	90329.3
税前利润	1193.95	2001.94	3074.71	4843.39	7932.38
净利润	1069.05	1701.65	2613.51	4116.88	6742.53
EBITDA	1748.29	2809.10	4116.08	5913.93	8022.00
每股收益(元)	0.12	0.12	0.19	0.29	0.48
净资产收益率	16.66%	9.14%	12.46%	16.72%	22.11%
每股经营现金(元)	0.21	(0.07)	0.31	0.48	0.72
市盈率(X)	68.05	38.11	24.82	15.75	9.62
EV/EBITDA	(0.40)	16.51	10.68	6.61	3.88

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

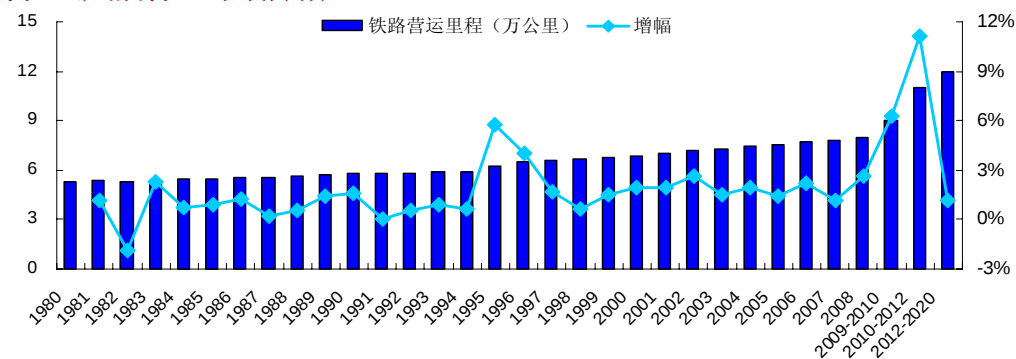
敬请参阅最后一页之重要声明。

铁路迎来黄金发展期

自 2004 年《中长期铁路网规划》颁布以来，我国铁路建设进入了快速发展的新阶段，进入 2008 年，为应对金融危机，国家提出扩大内需、保障经济平稳增长的任务，把加强铁路建设摆在了更加突出的位置，并投入部分预算内资金用于铁路建设，相继批准一大批铁路重点工程开工，政策环境对加快铁路发展极为有利，铁路建设迎来难得的历史机遇。

从年初全国铁路工作会议中了解到，到 2012 年全国铁路里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50% 以上，其中时速 200 公里以上的客运专线及城际铁路里程将达到 1.3 万公里，繁忙干线实现客货分线，区际干线网基本形成，新增规模达到 1.5 万公里，以西部地区为重点的国土开发性铁路将达到 4 万公里以上。届时，我国铁路客运、货运需求基本得到满足，“一车难求、一票难求”的现象基本消除。

图 1：铁路网营业里程及其增长

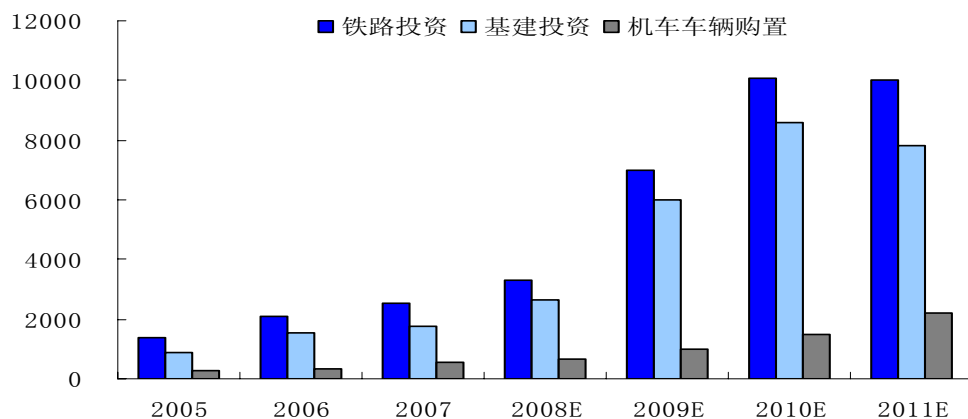


资料来源：铁道部、东方证券研究所

跨越式发展的铁路机车车辆市场

作为铁路建设投资的一部分，铁路机车车辆也将迎来跨越式发展的新阶段。从年初全国铁路工作会议上了解到，2008 年铁路基本建设投资为 3300 亿元，我们预计全年机车车辆购置金额 650 亿元左右。2009 年铁道部计划安排铁路机车车辆购置投资为 1000 亿，达到历年来的最高。此外，据铁道部发展计划司司长杨忠民透露，未来 4 年铁道部计划安排机车车辆购置投资达 5000 亿元，未来四年年均投资额将达到 1200 亿，与 2008 年相比增长一倍以上，机车采购呈现出爆发性增长趋势。

由于铁路建设具有周期性，一般为 4-5 年，机车车辆的购置一般在工程结束的头一年开始采购，也即铁路开工后的 3-4 年，在加快铁路建设大背景下，我们预计这一时间有望缩短到 2-3 年，可以说相对于基建投资，机车车辆购置具有滞后性，并且其持续性更长，我们预计机车车辆购置景气度有望延长到 2015 年。

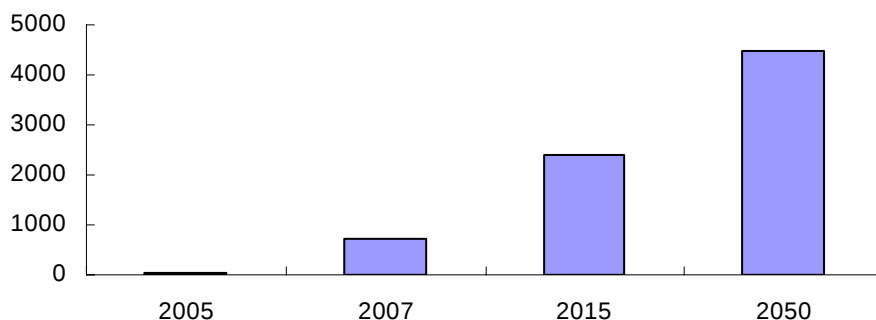
图 2：历年机车车辆购置投资额及其增长率


资料来源：铁道部网站、东方证券研究所

城轨地铁车辆市场

随着我国城市化进程的推进以及城市交通问题的日益突出,城市轨道交通逐渐成为各大城市未来建设的重点。在 2000 年之前,全国仅有北京、上海、广州三个城市拥有轨道交通线路,截至 2007 年 12 月 31 日,中国已经开通运行轨道交通的城市 12 个(含香港、台湾地区),其中大陆 10 个城市通车线路总计达 30 条,通车总里程 729 公里。目前已建设以及正在筹备建设轨道交通的城市总计达到 40 多个。

1995 年我国城市轨道交通运营里程只有 43 公里,到 2008 年 9 月,这一数字已增加到 775.6 公里。此外,根据国务院批准的第一批城市轨道交通项目规划,到 2015 年的规划线路长度是 2400 公里,投资规模近 7000 亿,截至 2008 年 11 月已完成了 1000 亿元投资。预计到 2050 年中国城市轨道交通线路总长将超过 4500 公里。城市轨道交通行业步入了快速发展的轨道。

图 3：我国城市轨道交通运营里程


资料来源：东方证券研究所

城市轨道交通行业的快速发展,直接带来对城轨地铁车辆的大规模需求。据统计,2010 年前我国城轨地铁车辆市场年均需求量达到 1200 辆。随着各城市大规模地铁线路的建设,市场需求会进一步增加,未来市场发展潜力巨大。

中国轨道交通车辆的龙头

中国南车是我国最大的轨道交通装备制造商和解决方案供应商之一,主要业务包括铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁,以及轨道交通装备专有技术延伸产业。

表 1: 南车主要生产基地

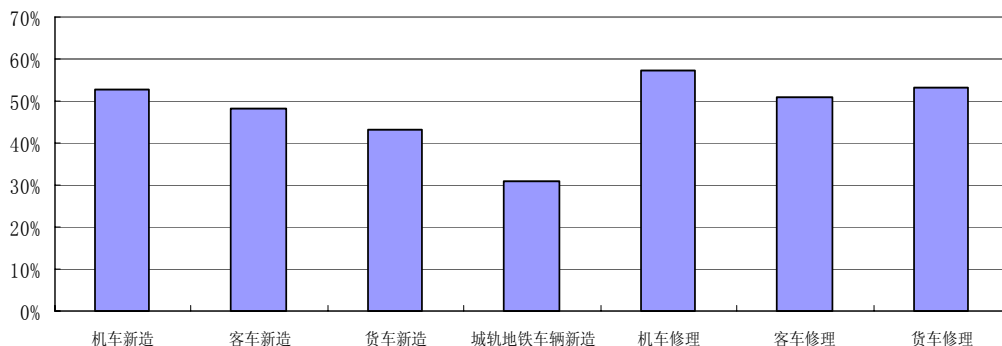
厂名	机车		客车		货车		动车组	城轨
	新造	修理	新造	修理	新造	修理		
资阳公司	✓							
戚墅堰公司	✓	✓						
株机公司	✓							✓
四方股份			✓				✓	✓
浦镇公司			✓	✓			✓	✓
长江公司					✓	✓		
眉山公司					✓			
二七车辆					✓	✓		
洛阳公司		✓						
襄樊公司		✓						
成都公司		✓		✓				
四方有限		✓	✓	✓			✓	
石家庄公司						✓		

资料来源: 公司招股说明书、东方证券研究所

目前国内铁路车辆市场主要制造商是南、北车, 两家合计占整个国内市场 95%以上的份额。由于铁道部实行严格的市场准入制度, 短期内国内企业不会形成竞争。此外, 目前中国的铁路机车、客车、货车等制造没有对外资完全开放, 国外企业只能通过与中资企业合作等方式参与我国铁路机车的制造, 行业具有一定的进入壁垒, 短期内国外竞争对手的压力有限。中国南车整体市场占有率在 50%左右, 未来也将保持这一市场分额。

分产品看, 机车新造、机车修理、客车修理、货车修理等市场占有率超过 50%, 客车、货车新造市场占有率接近 50%, 动车组从 2007 年的招标情况看, 占据了新增量 80%的市场分额。但从历次动车组招标结果看, 铁道部倾向于南、北车保持平衡, 我们认为未来动车组的市场占有率将保持在 50%以上。城轨地铁车辆由于进入相对北车晚, 2006 年市场份额较低, 大约 30%左右, 随着城轨地铁车辆产品的不断成熟和产能的逐步释放, 从 2007 年开始动车组业务市场占有率得到提升, 我们预计至少保持在 50%。

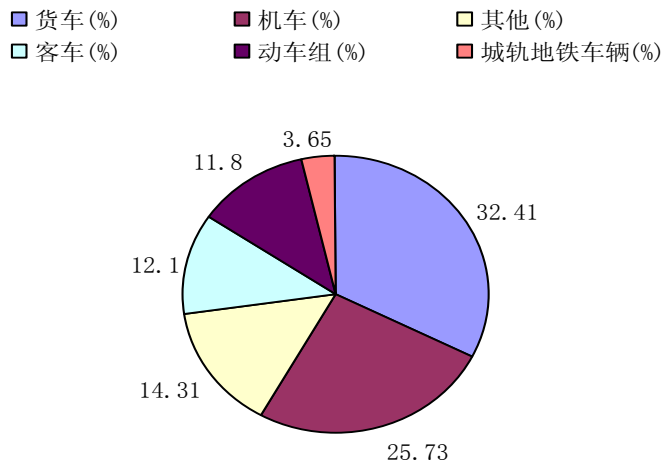
图 4：各项业务市场占有率（2006 年数据）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

从收入结构来看，目前收入占比最大的是货车，其次是机车、其他专有技术延伸产品、客车，动车组和城轨地铁车辆占比最少，分别为 11.8%、3.65%，未来，受客运专线建设、城市轨道交通建设拉动，最具有爆发性增长的是动车组和城轨地铁车辆，其占比将会逐渐增加，成为南车未来增长的引擎。货车、客车的占比将会逐步减小。

图 5：南车各业务收入占比（2008 年 1 季度）

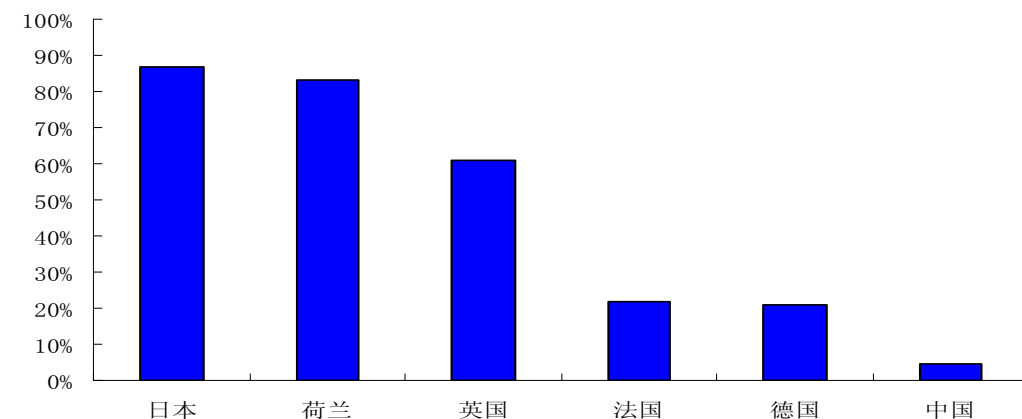


资料来源：wind、东方证券研究

动车组

动车组以其快速、舒适的特点，逐渐成为未来客运的主要车型，目前世界各国使用动车组的比重以日本为最大，占铁路旅客运输量的 87%；荷兰、英国次之，分别占 83%、61%；法国、德国又次之，分别占 22%、12%。我国从 2006 年开始使用动车组，到 2007 年其所承担的旅客运输量只有 4.5%，面对目前我国客运及其紧张，“一票难求”现象普遍的难题，大力发展客运专线，投入动车组成为大势所趋，可以说未来动车组的需求空间将十分广阔。

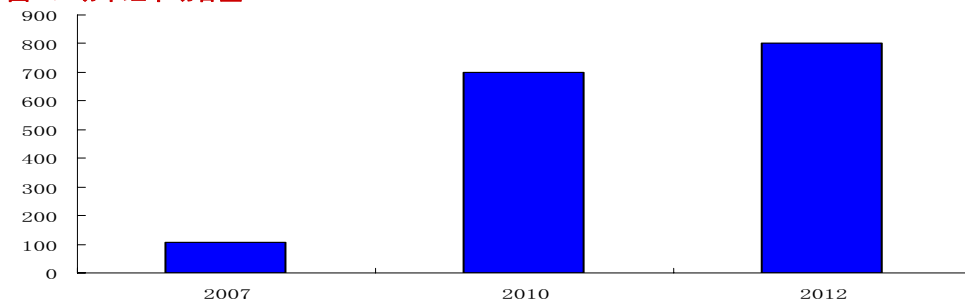
图 6：世界各国客运使用动车组比重



资料来源：东方证券研究所

2007 年底我国动车组保有量为 105 组左右，铁道部规划到 2010 年，时速 200 公里及以上动车组达到 700 组；到 2012 年，投入运营的动车组达到 800 组以上，覆盖整个快速客运网。2008-2010 年间年均投入运营的动车组达到 150 组，我们认为随着大规模客运专线的竣工，以及既有铁路扩能改造，未来动车组的保有量有望超过这一规划水平。

图 7：动车组市场容量



资料来源：东方证券研究所

南车在动车组制造方面目前达到了国际先进水平，时速 200 公里动车组引进并消化吸收日本川崎技术，目前国产化率达到 80%。在时速 200 公里动车组技术基础上，南车通过自主研发，制造了我国首列时速 300 公里动车组，国产化率达到 70%，现已进入批量化生产阶段。现在，时速 350 公里及以上动车组正在研发阶段，有望于 2010 年下线。

表 2：动车组技术引进

所属集团企业	引进技术公司	生产车型
北车 长春轨道客车股份有限公司	阿尔斯通	CRH5
南车 四方机车车辆股份有限公司	川崎重工	CRH2
南车 青岛 BSP	庞巴迪	CRH1
北车 唐山机车车辆厂	西门子	CRH3

资料来源：东方证券研究所

目前南车在 200 公里动车组方面技术领先，300 公里自主研发，从未来订单方面看，我们认为铁道部在采购上总体本着两家平衡的原则。在长大卧铺动车组方面，目前只有南车具有生产能力，其订单将由南车获得。此外，在时速 350 动车组方面，北车走在前面，通过购买西门子技术获得生产技术，已在 2008 年底下线投产，南车通过在时速 300 公里动车组基础上进行自主研发，计划于 2010 年下线。

表 3：铁道部历次动车组采购

	南车四方、 日本川崎	北车长客、 阿尔斯通	南车 BSP 北车唐山机车厂、 西门子
200 公里动车组	3 包共 60 列	3 包 60 列	1 包 20 列
300 公里动车组	60 列		60 列
长大编组卧铺动车组	30 亿		

资料来源：东方证券研究所

在产能方面我们认为公司完全可以承受动车组的大规模招标，公司 2007 年年产动车组 50 列，到 2008 年达到 120 列/年，2012 年计划增加到 160 列/年。此外，公司的生产经营可以按照要求进行调整，释放产能以满足采购要求。

机车

铁路机车分为电力机车和内燃机车两类，随着电气化改造建设的推进，铁路快速客运网的建设、货运需求的快速增长，铁路机车的将朝着电力、高速、重载的方向发展，电力机车占比逐渐上升，内燃机车占比下降，但大功率内燃机车的需求还将稳步提高。到 2010 年，将有 2300 台单机牵引 5000 吨、时速 120 公里的大功率电力和内燃机车投入运用，占机车保有量的 12%。

目前，机车的需求重点集中在 6 轴 7200 千瓦、6 轴 9600 千瓦大功率和谐型电力机车以及大功率内燃机车方面。中国南车拥有世界领先的电力机车研发制造基地、行业领先的大功率内燃机车及柴油机研发制造基地。南车戚墅堰机车有限公司与美国通用电气公司合作研发了我国最大功率的交流传动内燃机车，并在 2008 年底下线；2009 年 1 月 16 日，我国拥有自主知识产权的和谐性大功率交流传动 6 轴 9600 千瓦货运电力机车在南车株洲电力机车有限公司下线，这是目前世界上技术最先进、单台机车功率最大的铁路牵引动力装备，将于今年年初开始投入使用。

城轨车辆

公司城轨车辆生产主要集中在四方股份、株机公司和浦镇公司，四方股份为广州地铁四、五号线生产的直线电机车辆已成功交付运营；株机公司生产出国内最高时速 120 公里/小时的地铁车辆，并研制出自主系统集成的 A 型地铁车辆转向架，目前自主系统集成的 B 型地铁车辆转向架研制工作正在开展。浦镇公司目前已建成国内最大的城市轨道车辆研制基地，研制出了全铝焊接结构的 A 型车，具备了 A 型车的设计与制造能力；自主设计了模块化铝合金的 B 型车，目前公司形成了年产 400 辆铝合金车体、200 辆不锈钢车体城市轨道车辆以及 1000 辆转向架的生产能力，未来在城市轨道交通发展的拉动下，公司此块业务将有爆发性增长。

其他技术延伸产品

南车充分利用自己的技术优势，拓展轨道交通以外的市场，开发风力发电设备、电动汽车、齿轮传动系统、汽车增压器、工业变流、工程机械、燃油机、燃气发动机技术、船用柴油机等，力争在 2010 年形成若干轨道交通装备专有技术延伸产品集群。

目前，此块业务占比还不小，公司计划将其作大作强，募投项目中投资 18 亿用于汽车增压器配件产业化项目、齿轮传动产业化项目、风力发电装备整机制造项目和电动汽车整车及关键零部件产业化项目，逐步增强这块业务的生产能力，目前项目正在稳步推进。

客车和货车

客车业务受动车组替代影响，近期需求有所下滑，但我们认为时速 200 公里的新型客车未来需求将保持平稳。由于受经济危机影响，货运需求下降，货车的采购也出现下滑，短期内这两块对公司业绩有一定影响。但未来随着经济的不断转暖，大规模新线的建设完工，客车、货车需求将会逐步恢复。

修理业务

随着各车型采购量和保有量的逐年增加，修理业务的市场容量将会逐步增长，短期内由于新车收入的大幅增加，其收入占比有小幅下降。

出口业务增长

公司的整车产品已经分别进入到非洲、亚洲、澳洲和南美洲，部件进入到世界各大洲，2007 年全年出口签约额近 6 亿美元，2008 年 1-3 月出口签约额为 2.3 亿美元。未来，随着公司整体国际竞争力的逐步加强，出口业务也将快速发展。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业总收入	27400.96	33105.64	47293.45	62702.86	90329.36
营业成本	23266.00	27528.98	39078.50	51311.47	73160.42
主营业务税金及附加	117.27	140.11	203.49	268.08	385.00
销售费用	641.07	629.01	898.58	1191.35	1716.26
管理费用	2355.72	2813.98	3925.36	5016.23	7045.69
财务费用	239.51	330.21	161.14	102.58	18.76
营业利润	781.40	1663.35	3026.39	4813.15	8003.23
非经常性损益	412.55	338.59	48.33	30.24	(70.85)
税前利润	1193.95	2001.94	3074.71	4843.39	7932.38
所得税	124.91	300.29	461.21	726.51	1189.86
净利润	1069.05	1701.65	2613.51	4116.88	6742.53
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
归属母公司净利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
EPS（元/股）	0.12	0.12	0.19	0.29	0.48

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01	29404.41
应收账款票据	5336.84	7509.62	10030.62	12504.73	16725.03
存货	5839.56	7514.62	10380.92	13180.45	18128.73
交易性金融资产	0.00	115.30	115.30	115.30	115.30
流动资产合计	21791.42	33234.93	42250.97	53467.49	72528.10
长期投资	632.56	739.34	739.34	739.34	739.34
固定资产	6298.14	6054.70	6809.44	6892.77	6414.88
在建工程	813.41	2161.36	1430.94	784.86	355.65
可供出售金融资产	49.16	9.42	9.42	9.42	9.42
非流动资产合计	10934.44	11998.04	11971.44	11348.25	10387.89
资产总计	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99
循环借款	5486.16	3973.21	3973.21	3973.21	3973.21
应付账款	7842.05	10464.61	14380.62	18287.50	25205.25
预收账款	5148.88	5959.01	8039.89	10032.46	13549.40
其他应付款	99.93	22.02	26.59	29.84	31.50
流动负债合计	21682.67	22098.90	28731.52	35676.01	47909.04
非流动负债合计	4627.32	4513.00	4513.00	4513.00	4513.00
负债合计	26309.99	26611.90	33244.52	40189.01	52422.04
股本	7000.00	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00
资本公积	(2654.04)	3281.65	3724.41	4421.86	5564.12
未分配利润	0.00	1081.05	2484.71	4632.09	8040.28
股东权益	6415.87	18621.07	20977.89	24626.73	30493.95
负债和股东权益	32725.86	45232.97	54222.41	64815.74	82915.99

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
税后利润	807.35	1441.40	2213.79	3487.24	5711.32
经常性现金支出	1109.69	1437.57	1382.28	1415.21	1513.39
非经常性现金支出	(137.35)	(116.25)	(46.12)	8.83	46.39
营运资金变动	(598.22)	(3845.83)	(312.65)	94.05	186.90
少数股东损益	261.69	260.25	399.71	629.64	1031.21
经营活动现金净流	1443.17	(822.86)	3637.01	5634.96	8489.20
资本开支	1536.29	2020.90	907.45	391.22	81.01
其他投资	0.00	(26.48)	(15.44)	(15.44)	(15.44)
投资活动现金净流	(2349.29)	(1962.80)	(782.98)	(308.73)	(27.89)
贷款增加	3834.41	(114.32)	0.00	0.00	0.00
支付股利利息	(319.07)	(243.06)	(348.97)	(364.42)	(352.31)
其他融资	2648.85	32.87	(109.76)	(95.93)	(101.60)
筹资活动现金净流	2498.26	8649.95	(458.72)	(460.35)	(453.91)
现金净流量	1592.13	5864.29	2395.31	4865.88	8007.40
现金期初余额	0.00	8271.52	14135.81	16531.13	21397.01
现金期末余额	1592.13	14135.81	16531.13	21397.01	29404.41

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
增长能力					
营收增长率(%)	16.45%	20.82%	42.86%	32.58%	44.06%
EBITDA 增长率(%)	81.39%	60.68%	46.53%	43.68%	35.65%
EBIT 增长率(%)	5.92%	95.27%	59.89%	54.22%	63.19%
净利润增长率(%)	72.45%	59.17%	53.59%	57.52%	63.78%
盈利能力					
毛利率(%)	15.09%	16.85%	17.37%	18.17%	19.01%
净利率(%)	3.90%	5.14%	5.53%	6.57%	7.46%
EBITDA 利润率(%)	6.38%	8.49%	8.70%	9.43%	8.88%
ROA(%)	3.27%	3.76%	4.82%	6.35%	8.13%
ROE(%)	16.66%	9.14%	12.46%	16.72%	22.11%
ROIC(%)	16.81%	14.08%	17.26%	23.38%	32.08%
偿债能力					
资产负债率(%)	80.40%	58.83%	61.31%	62.01%	63.22%
流动比率(倍)	1.01	1.50	1.47	1.50	1.51
速动比率(倍)	0.63	0.98	0.93	0.95	0.97
价值评估					
P/B(倍)	7.47	3.38	3.01	2.59	2.11
P/E(倍)	68.05	38.11	24.82	15.75	9.62
EV/收入(倍)	(0.03)	1.40	0.93	0.62	0.34
EV/EBITDA(倍)	(0.40)	16.51	10.68	6.61	3.88
EV/EBIT(倍)	(0.68)	23.26	13.80	7.96	3.88

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn