

水上运输行业 2010 年 2 季度报告

评级：增持 维持评级

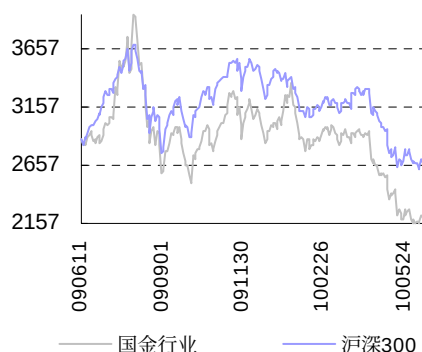
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

危“机”

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	15.31
市场优化平均市盈率	29.70
国金水上运输指数	2216.20
沪深 300 指数	2750.02
上证指数	2562.58
深证成指	10222.22
中小板指数	5985.42



相关报告

1. 《北美航线运价如期上涨》，2010.5.10
2. 《集运：基本面持续好转,长期投资价值凸显》，2010.4.19
3. 《季节性因素决定各子行业表现的差异》，2010.3.26

投资建议

- **行业策略：**近期股价经过连续的调整，长期投资价值已经显现。我们认为欧洲债务危机的影响更多是在于心理层面的，全球经济二次探底的机率并不大，个别欧元区国家经济或面临下调风险，但对总体影响有限。在**市场对海外经济仍然心存疑虑的情况下，短期内航运股的走势可能会继续承压**。建议投资者关注股价超跌所带来的中长期投资机会。
- **推荐组合：**我们仍然看好全球经济复苏的趋势，在外围环境好转的带动下，出口相关的航运企业的业绩将继续向好，重点推荐公司包括中远航运和中海集运；

行业观点

- **集运：**淡季需求持续好转，运价在 2 季度仍小幅上涨。无论是欧线还是北美航线的运量均超班轮公司的预期，即使欧线上的运力大幅增加了约 8%，该航线的装载率仍维持在 9 成以上。班轮公司运力的调配和超慢速行驶的扩大使用，使得闲置运力下降至 4.1%，为 17 个月的低位。同时我们认为欧洲的债务危机对实体经济影响较小，人民币对欧元升值幅度小于大部分劳动力密集型出口国家，因此对中国出口的有限，全球复苏带来运量的持续增加仍是大概率事件；
- **油运：**油运需求好于 IEA 的估计，虽然最近一次 IEA 对全球原油需求增速做了小幅度的下调，但复苏态势仍然比较明朗。我们的统计显示 2 季度单壳油轮运输量从 1 季度的 10% 占下降至 7% 左右。预计单壳油轮在 3 季度淡拆解速度或会进一步加快。同时由于原油期货远期升水扩大，刺激油轮储油的需求，将使得有效供给量有所减少。在今年油轮市场供需情况大幅好转的帮助下，今年 3 季度末开始的旺季行情可期；
- **干散货：**好望角船型运价仍是拖累 BDI 均值上涨的主要因素。2 季度 BDI 均值较 1 季度上涨 14.2%，而好望角船型所对应的 BCI 指数仅上涨 9.8%。我们维持 2 季度策略报告中的观点，好望角船型的运力同比增速高达 22%，即使在正常情况下需求增速也难达到 12% 以上。而在国内宏观调控和进口铁矿石价格大幅上涨的影响下需求增速可能进一步下降至 10% 以下（中国占全球铁矿石海运量的 60%-70%），将对全球海运需求造成打击，因此我们对好望角船型的运价走势依然不乐观；

风险提示

- 全球经济走势是影响着整个航运板块的重要因素。我们对全球经济依然保持着相对乐观的态度，认为欧洲债务危机不会对实体经济产生巨大的负面影响，若欧洲经济增速大幅下降，必将影响油运、集运和干散货的需求；

李光华 联系人
 (8621)61038319
 ligh@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

图表1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	09PE	10PE	投资 评级	上期 评级
中海集运	3.69	2,336.63	-0.56	NA	0.102	NA	36.18	买入	买入
中远航运	8.05	1,310.42	0.103	-90.64%	0.291	102.3	27.66	买入	买入

来源：国金证券研究所

内容目录

行业回顾	4
集运：	4
需求恢复支撑淡季行情，北美航线成功提价有助行业扭亏	4
欧洲债券危机对集运需求影响有限	6
汇率下降刺激欧元区出口，区内经济恢复有助增加进口需求	7
油运：多重因素支撑旺季行情	8
需求复苏，淡季不淡	8
单壳拆解有望加速	9
干散货：	11
BCI 的高弹性未必高增长，中小船型将继续跑赢好望角船型	11
预计下半年钢铁需求减弱，铁矿石价格下跌减少投机需求	12

图表目录

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）	2
图表 2：各航线运价指数在 2 季度的表现	4
图表 3：美西航线运力仍在调整	5
图表 4：6 月初欧洲航线运力比 4 月增加 8.6%	5
图表 5：闲置运力比例下降至 4.1%	5
图表 6：3000 TEU 以上的闲置船舶占比小于 50%	5
图表 7：大船型租金水平明显回暖（6-12 月期租租金，美元/天）	6
图表 8：截止 5 月初运力增速为 5.8%，仍在较低水平	6
图表 9：投放量有增加的趋势	6
图表 10：除希腊以外，西班牙也是问题国家之一	7
图表 11：中国出口至 PIGS 的金额占总比为 3.8%	7
图表 12：今年以来各国货币相对欧元累计升值情况	8
图表 13：中国出口欧元区金额回归分析	8
图表 14：OPEC 原油产量	9
图表 15：中国原油进口量创历史新高	9

图表 16：OPEC 产量同比增长速度是油轮运价一个很好的领先指标	9
图表 17：单壳 VLCC 拆解/改造量	10
图表 18：单壳 VLCC 运量占比	10
图表 19：截止 4 月 VLCC 运力增速下降至 2.2%	10
图表 20：VLCC 市场订租量在 4-5 月份大幅减少	11
图表 21：油轮供需预测表	11
图表 22：2 季度各指数环比表现	12
图表 23：好望角船型供给增速仍在加快	12
图表 24：铁矿石价格大幅上涨，接近 2007 年的水平	13
图表 25：4 月份铁矿石进口量出现 08 年以来的首次同比负增长	13

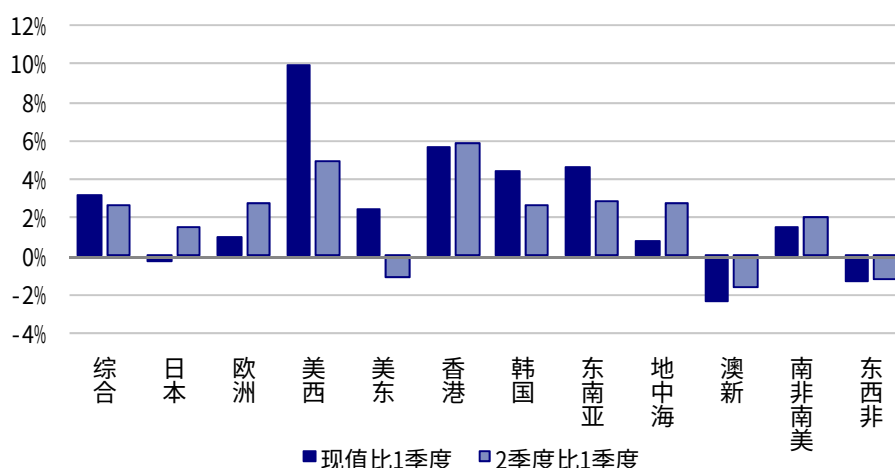
行业回顾

集运：

需求恢复支撑淡季行情，北美航线成功提价有助行业扭亏

- 1 季度班轮公司表现出现分化，主要原因是欧洲和北美两条航线的运价出现较大的差异。1 季度以欧洲航线为主的班轮公司均已录得盈利，包括马士基（Maersk）、达飞（CMA）和赫伯罗特（Hapag-Lloyd）。而亚洲的班轮公司如中海集运、韩进海运（Hanjin）和新加坡海皇（NOL）由于北美航线占收入比较高，1 季度仍略有亏损。预计 2 季度在新的北美航线合同开始执行以后，大部分班轮公司能回到盈利水平以上；
- 2 季度运价指数均值（截止 6 月 4 日）环比上涨 2.8%，主要是由北美和欧洲航线的运价上涨所带动的。虽然欧洲/地中海航线在农历新年后逐步回调，但运价下降速度并不快，导致欧洲/地中海 2 季度运价指数均值比 1 季度还要高 2.5%；
- 就现货价格来看，欧洲/地中海航线 2 季度现货价格较 1 季度分别下降了 5.6%和 3.2%，而美西和美东航线则大幅上涨了 17%和 13%，北美航线运价的上涨将是班轮公司 2 季度业绩增长的主要来源；

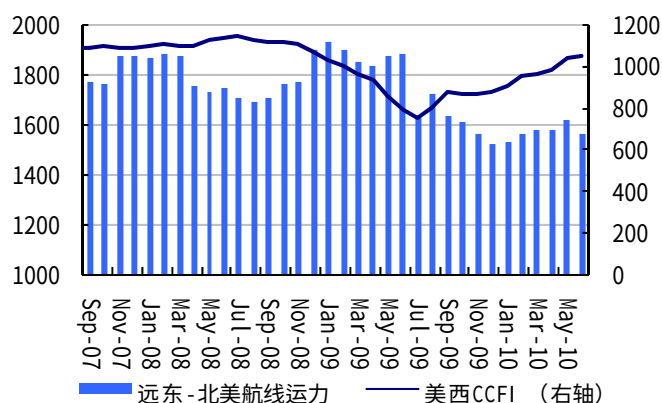
图表2：各航线运价指数在 2 季度的表现



来源：国金证券研究所

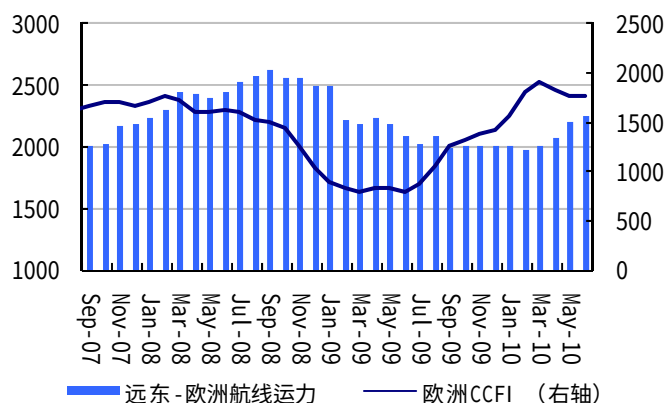
- 4-5 月份各大班轮公司均开始增加欧洲/地中海航线上的运力，我们也曾经一度担心供给突然大幅增加是否会对运价带来较大的压力，但 2 季度截止目前，欧洲/地中海航线的装载率基本维持在 90%以上的水平，显示该航线上运输需求恢复明显；

图表3：美西航线运力仍在调整



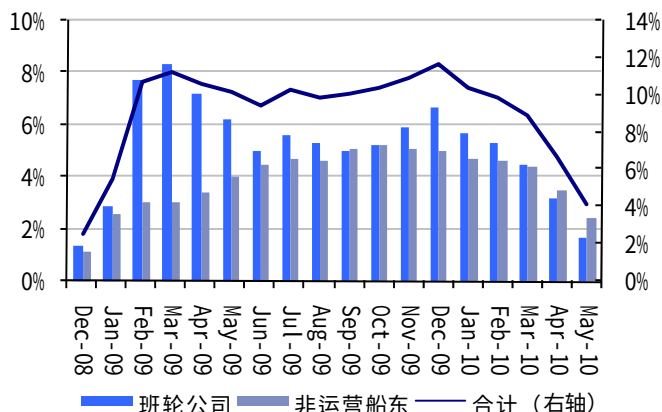
来源：国金证券研究所，CI-Online

图表4：6月初欧洲航线运力比4月增加8.6%



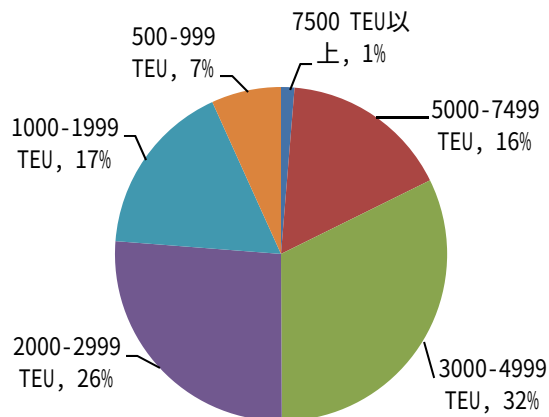
- 随着旺季的逐渐来临，班轮公司开始增加航线上的运力投放，截止 5 月底，闲置运力比例已经下降至 4.1%，是自 2009 年 1 月份以来最低的水平。在仍然闲置的船舶中，单船容量在 3000 TEU 以上的运力占比闲置运力比例约为 49%，换句话说，能投放到远洋航线（如欧洲，北美）的闲置运力仅为 2%；
- 由于大型（巴拿马型）集装箱船舶运力供给开始紧张，其期租租金水平也开始大幅上涨。根据 Clarkson 跟踪的集装箱船舶 6-12 月的期租水平闲置，巴拿马型集装箱船（4400 TEU）的租金水平从年初的 6500 美元/天大幅上涨至 5 月份的 20000 美元/天，上涨幅度高达 200%；

图表5：闲置运力比例下降至 4.1%

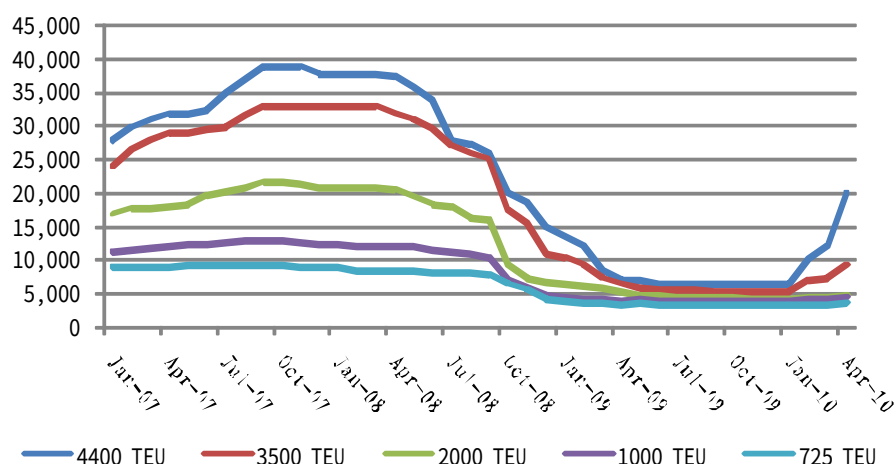


来源：国金证券研究所，Alphaliner

图表6：3000 TEU 以上的闲置船舶占比小于 50%



图表7：大船型租金水平明显回暖（6-12月期租租金，美元/天）

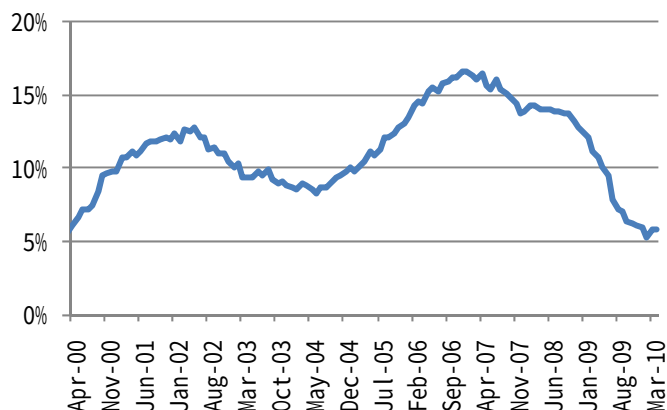


来源：国金证券研究所

由于超慢速行驶广泛应用于远洋航线，对大船型的需求有所增加，导致其租金在旺季来临前大幅上涨；

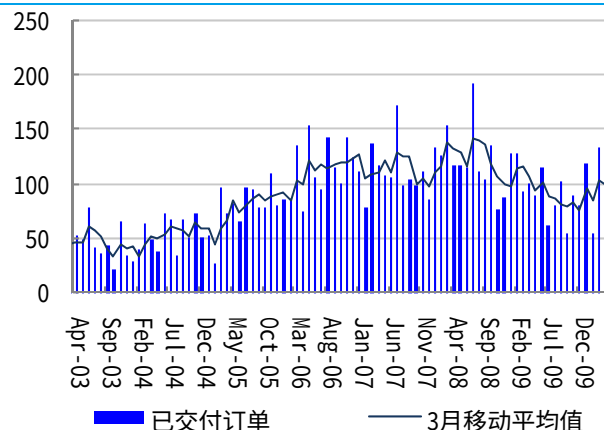
- 新增运力的交付有加快的迹象，同时拆解量亦维持在较高的水平。我们认为今年总体的运力增速在 6-7%。按照原有的运力投放计划，全年新造船投放应该是呈现前高后低的走势。但是由于部分运力被延期交付，原有投放计划的准确性大幅下降。若假设今年 5-12 月的月均投放量为 1-4 月的月均投放量，即 8.4 万 TEU/月，则全年的运力增速为 7.8%；

图表8：截止5月初运力增速为5.8%，仍在较低水平



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表9：投放量有增加的趋势



欧洲债券危机对集运需求影响有限

- 欧洲进口大国经济复苏态势稳定。欧元区的大国经济增长的势头依然不错，根据 IMF 的最近经济预测，占欧元区经济总量 29% 的德国增长率有望达到 1.2%，占比 21% 的法国增长率达到 1.5%。即使是陷入债务危机的 PIGS，意大利的增长率可达到 0.8%，葡萄牙亦可实现正增长，相比而言，希腊和西班牙的处境可能略差一些；

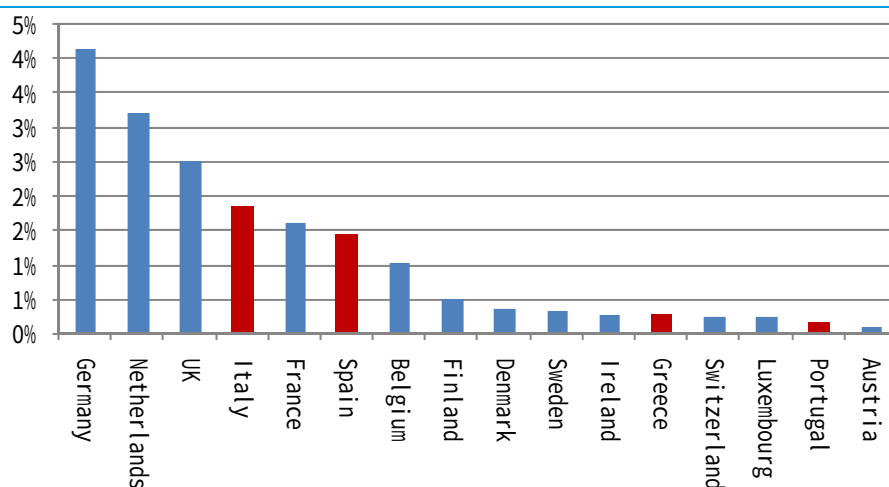
图表10：除希腊以外，西班牙也是问题国家之一

国家	2009年GDP (10亿美元)	2009	2010E	2011E
Germany	2,160.93	-5.0%	1.2%	1.7%
France	1,607.21	-2.2%	1.5%	1.8%
Italy	1,207.88	-5.0%	0.8%	1.2%
Spain	672.34	-3.6%	-0.4%	0.9%
Netherlands	468.22	-4.0%	1.3%	1.3%
Belgium	327.59	-3.0%	1.2%	1.3%
Austria	236.64	-3.6%	1.3%	1.7%
Greece	181.79	-2.0%	-2.0%	-1.1%
Ireland	170.94	-7.1%	-1.5%	1.9%
Finland	153.82	-7.8%	1.2%	2.2%
Portugal	128.41	-2.7%	0.3%	0.7%
Slovak Republic	48.07	-4.7%	4.1%	4.5%
Luxembourg	28.26	-4.2%	2.1%	2.4%
Slovenia	24.00	-7.3%	1.1%	2.0%
Cyprus	12.91	-1.7%	-0.7%	1.9%
Malta	4.51	-1.9%	0.5%	1.5%

来源：国金证券研究所，IMF

- 从对中国对其的出口量来看，PIGS 仅占中国总体出口金额的 3.8%，因此这四个国家可能采取的紧缩对中国出口所产生的影响不大。中国出口到欧洲金额排名前五大国家中，除意大利外，德国、荷兰、英国、法国的经济增速均在 1%以上，将对中国出口产生支撑的作用；

图表11：中国出口至PIGS 的金额占总比为 3.8%



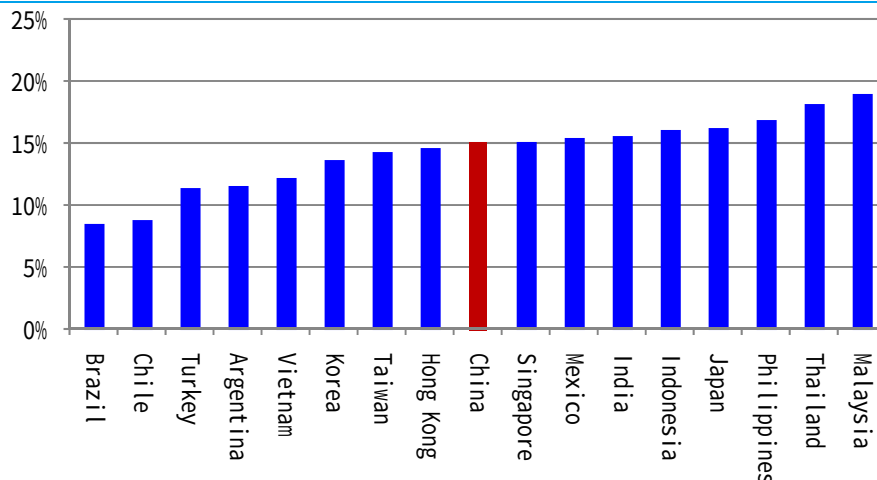
来源：国金证券研究所，CEIC

汇率下降刺激欧元区出口，区内经济恢复有助增加进口需求

- 我们认为汇率下降带来的影响并非仅仅是负面的。首先，欧元汇率下降并非仅仅是对中国，而是对一篮子货币贬值，因此其他劳动力密集型产品出口大国对中国的并不产生替代效应，我们认为欧元贬值所带来的负面影响更多是显现在购买力方面；
- 截止 5 月 21 日，人民币相对欧元累计升值幅度达到 15%，小幅超过台湾的 14.4%和越南的 12.2%，但要好于亚洲其他劳动力密集型出口国家，如印度、印尼、菲律宾、泰国、马来西亚和墨西哥。以此情况看来，欧元区国家并不会因为人民币对其国币大幅升值而去其他国家寻找替代产品。相

反，由于部分出口国家货币升值幅度要高于人民币，中国出口产品价格相对显得更有优势；

图表12：今年以来各国货币相对欧元累计升值情况



来源：国金证券研究所，CEIC

- 其次，根据国金宏观小组对中国出口至欧元区金额做的回归分析，在影响中国出口欧元区的因素中，敏感性最高的是欧洲经济增速，经济每增长1%，将拉动中国对欧元区出口金额增长 8.5%。而欧元汇率每贬值 1%，仅减少中国对欧元区出口金额 0.39%。欧元贬值对区内经济有利，其所带来的正面作用很可能与其负面作用相抵消；

图表13：中国出口欧元区金额回归分析

长期均衡方程：自变量：中国出口欧元区金额

变量	回归系数	标准差	T值	P值
常数	-113.88	4.21	-27.02	0
欧元对人民币汇率	0.39	0.12	3.35	0
欧元区经济增长率	8.54	0.31	28	0
金融危机（虚拟变量）	0.2	0.03	5.75	0
R2	0.98	调整R2		0.98
F统计量	768.41	Prob(F-statistic)		0

来源：国金证券研究所

- 从汇率政策来看，近期的中美战略对话、G20 峰会上要求人民币对美元单边升值的声音可能趋弱，中国政府可能会选择放宽人民币兑美元双边汇率波动区间至 1%，但这并不意味着人民币对美元单边升值的重起；
- 因此我们认为，除非欧洲经济预测被大幅下调，否者对于中国出口将不会产生太大的负面影响。

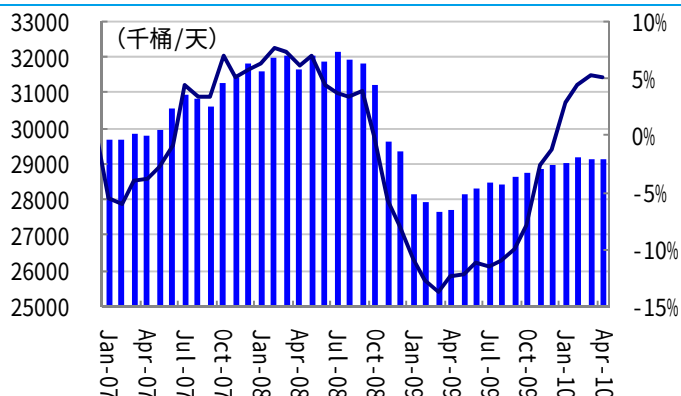
油运：多重因素支撑旺季行情

需求复苏，淡季不淡

- VLCC 一季度平均 TCE 约为 5.5 万美元/天，二季度均值环比下降约 8%至 5.1 万美元/天，淡季特征并不十分明显；

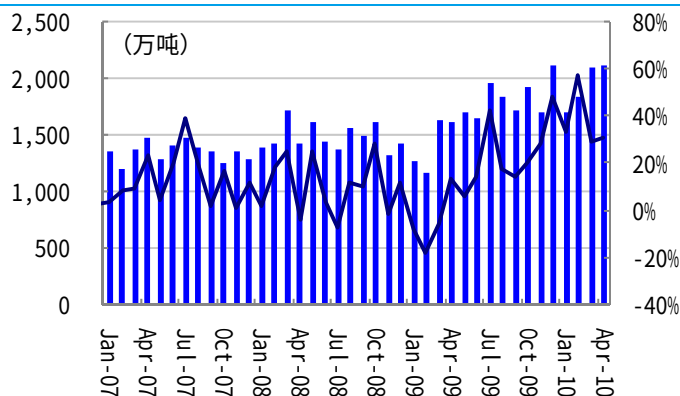
- 从历史的运价走势观察，旺季运价有望达到淡季的 2 倍左右，若需求维持目前复苏的态势，我们预计 3 季度末开始 VLCC 油轮的运价有望达到 8-10 万美元/天；

图表14：OPEC 原油产量



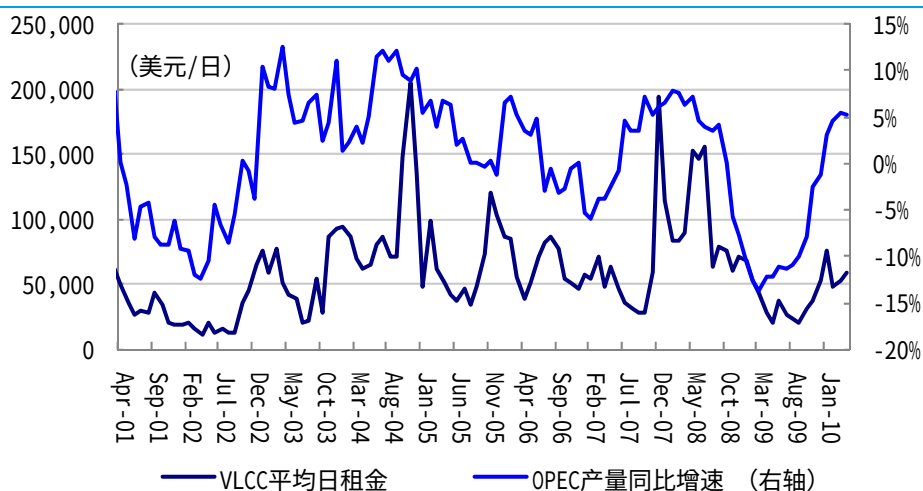
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表15：中国原油进口量创历史新高



历史上来看，OPEC 产量领先 VLCC 日租金约 2-4 个月的时间，若以此做判断，未来两月 VLCC 运价仍有望上涨，复制 2002 年的走势；

图表16：OPEC 产量同比增长速度是油轮运价一个很好的领先指标

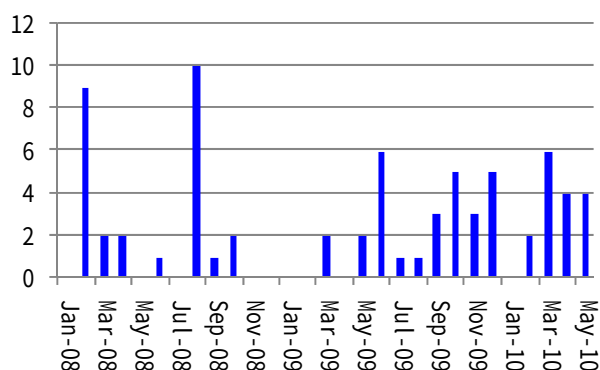


来源：国金证券研究所，Clarkson，Bloomberg

单壳拆解有望加速

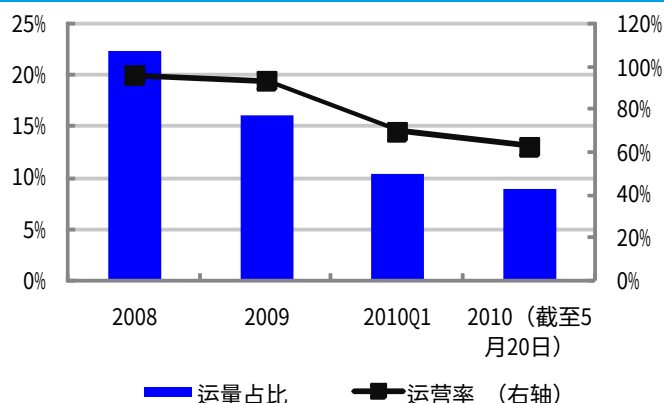
- 我们认为下半年单壳油轮将有所加快。BP 钻井平台的漏油时间再次警示油轮运输方和各国政府原油泄漏对环境带来灾难性的影响，同时其造成经济上的损失也是巨大的。1-2 季度淡季不淡的情况某种程度上延迟了单壳油轮的拆解计划，但随着拆解的大限逐步接近，拆解是单壳油轮的唯一结局；
- 单壳油轮承运的运量比例持续下降。我们统计 1 季度单壳 VLCC 承运量占比为 10.5%，在 2 季度该比例下降至 8.9%，按其 14.2% 的运力占比计算，运营率约为 63%。按目前单壳 VLCC 的运营效率计算，若全部单壳 VLCC 被拆解，相当于 VLCC 有效运力减少约 9%。我们认为这一数据表明单壳油轮对市场运价的影响还是非常明显的；
- 目前的拆解速度依然过慢。今年 1-5 月单壳 VLCC 拆解/改造量为 16 艘，占年初单壳 VLCC 数量的 18%。若按照目前每月 4 艘的拆解/转换量计算，全部单壳 VLCC 在 2011 年底才全部拆解完；

图表17：单壳 VLCC 拆解改造量



来源：国金证券研究所，Clarkson，*运营率=运量占比/运力占比

图表18：单壳 VLCC 运量占比



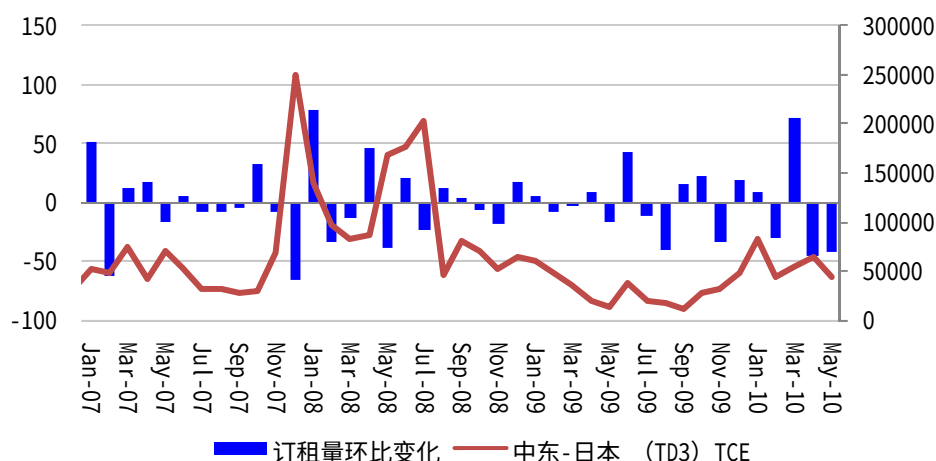
图表19：截止 4 月 VLCC 运力增速下降至 2.2%



来源：国金证券研究所，Clarkson

- 储油需求再次增加，有效运力供给减少支撑短期运价水平。原油期货升水有所增加，将刺激短期储油的需求，导致在 4-5 月份需求减弱的情况下，运价不至于大幅下跌。据 Charles R. Weber 统计，现在有 39 艘 VLCC 被用作储油用途，占其运力的 7%。若海上储油需求持续至年底，将有助于旺季运价的上涨。但相反，如果储油油轮一旦被投放至市场，将对市场运价造成双重的负面影响；
- 我们观察 4-5 月份的 VLCC 的订租量并不理想，继 3 月的高峰过后环比持续下跌，但是中东-日本航线的运价仍然维持在 4 万美元/以上的水平。从另一角度看，这或许反映了供过于求的情况并非十分严重，随着运力的持续退出市场，VLCC 运力在 4 月份甚至出现环比减少的情况。我们认为 3 季度淡季需求或季节性的减少，但在运力持续退出市场的情况下，运价下跌空间有限；
- 从历史上看，4 季度往往是油运的旺季，VLCC 的日租金水平有望达到淡季的 1 倍以上。如果运价在 3 季度真如我们所预计的得到支撑，我们建议在 3 季度末开始关注油运股，包括长航油运和招商轮船；

图表20：VLCC 市场订租量在4-5 月份明显减少



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表21：油轮供需预测表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
需求（百万载重吨）	300	298.6	336.1	345.5	351.3	340	350.4	361
-原油	237.2	236	250.3	257.6	260.4	251.8	260.0	268
-成品油	62.8	63	85.8	87.9	90.9	87.9	90.4	93
需求同比增速	7.7%	-0.5%	12.6%	2.8%	1.7%	-3.3%	3.1%	3.0%
供给（百万载重吨）								
年初运力	303.6	319.9	343.0	363.1	384.9	406.2	435.7	447.6
+在手订单	28.0	29.8	26.0	30.8	36.0	56.4	45.7	47.1
-延迟订单						10.1	9.1	9.4
+去年延迟							5.1	5.6
新加运力						46.2	41.6	43.3
拆解量	8.0	4.0	3.0	3.4	4.1	8.4	29.7	17.8
其他	-24.3	-27.1	-23.1	-25.2	-25.4	8.4	0.0	0.0
年底运力	319.9	343.0	363.1	384.9	406.2	435.7	447.6	473.0
运力同比增速	5.4%	7.2%	5.9%	6.0%	5.5%	7.3%	2.7%	5.7%

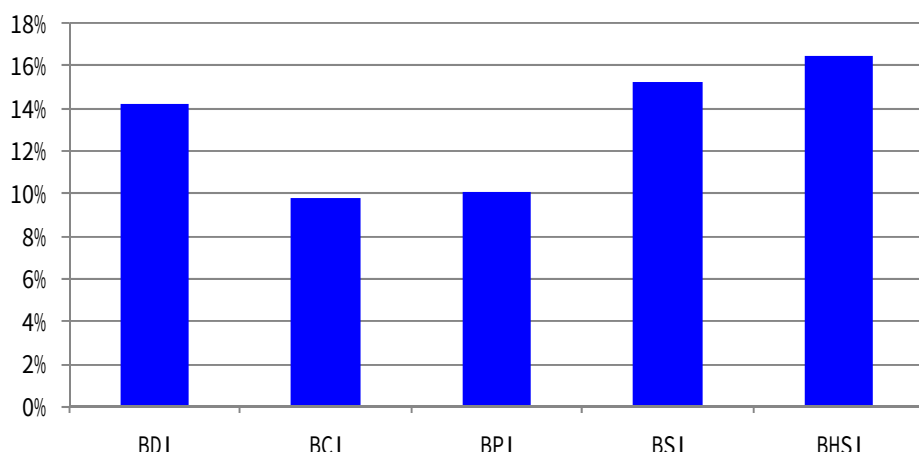
来源：国金证券研究所，Clarkson，Drewry，IEA

干散货：

BCI 的高弹性未必高增长，中小船型将继续跑赢好望角船型

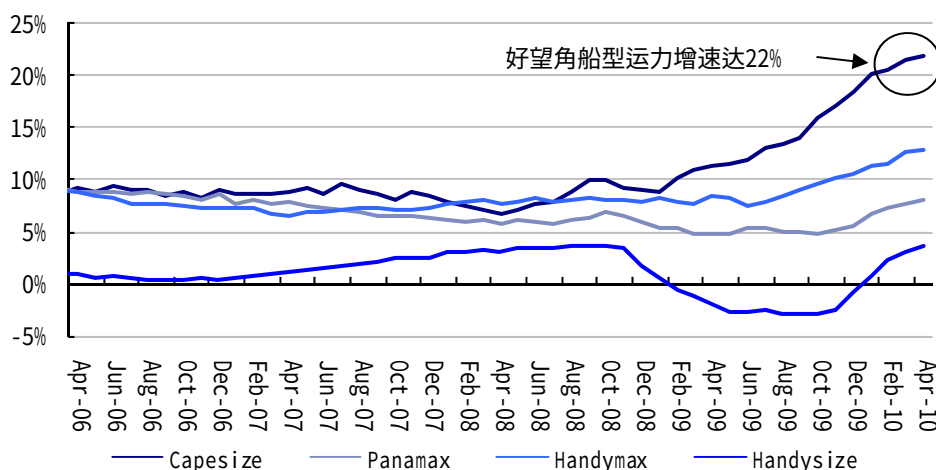
- 好望角船型高投放速度依旧。截止4月底该船型的运力增速已达22%，而观察市场订租量并无明显的增长。同时在国内需求减弱，铁矿石价格大幅上涨的双重打击下，我们对BCI的走势依然不乐观；
- 虽然最近BCI出现较大幅度的反弹，但是我们建议更多的关注其均值表现，而非短期波动。从均值上来看，2季度（截止6月4日）BDI均值上涨14.2%，主要是受到BPI（涨10%）、BSI（涨15.3%）和BHSI（涨16.5%）的拉动，而代表好望角船型运费的BCI仅上涨9.8%；
- 澳洲的货主（两拓）和FMG经常会抬高运费，让淡水河谷可用船舶减少，因为如果澳洲的运费水平高，那就鲜有船东会把船空放一个月去巴西装货。经过一段时间，大西洋就会出现很少有船从远东空放过去，加上环大西洋煤炭运输对船舶需求吃紧，造成短期内巴西船舶供给紧张；

图表22：2 季度各指数环比表现



来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表23：好望角船型供给增速仍在加快

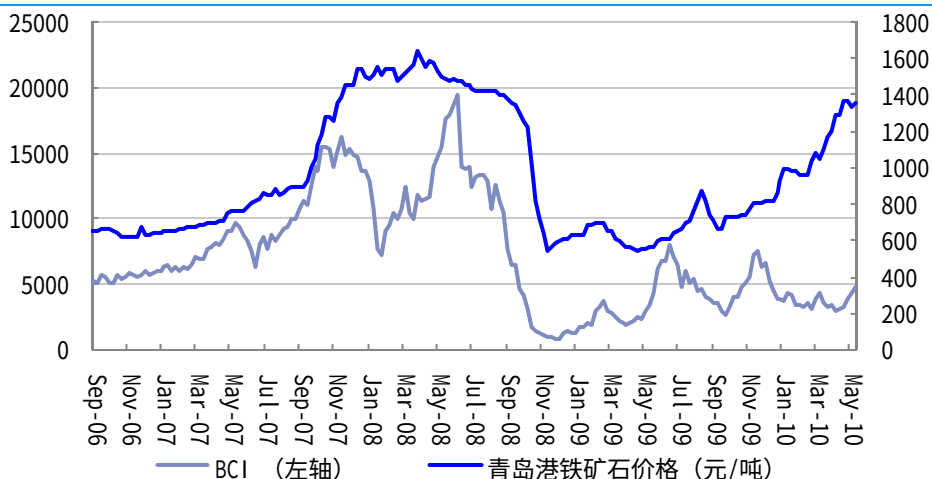


来源：国金证券研究所，Clarkson

预计下半年钢铁需求减弱，铁矿石价格下跌减少投机需求

- 铁矿石价格在 2 季度的大幅上涨超出我们预期。我们认为，这一波 BDI 的上涨行情很大程度上是由铁矿石价格大幅上涨所刺激；
- 买家为获得价格较低的原材料，较愿意付更高的运费来租船，而海运成本相对于价格上涨中的原材料或成品来说，占比并不十分大。（5 月底澳洲至中国 Capesize 船型海运费约为 14 美元/吨，假设铁矿石离岸现货价格为 120 美元/吨，若市场预计现货价格将上涨 10%，买家最多将愿意多付 86% 的运费，来避免铁矿石价格上涨的风险， $120 \times 10\% = 14 \times 86\%$ ）在涨价预期加强的时候，将会出现买家抢运原材料的情况。需求突然增加，海运量增加和港口堵塞加重，都将对海运费产生正面的影响；

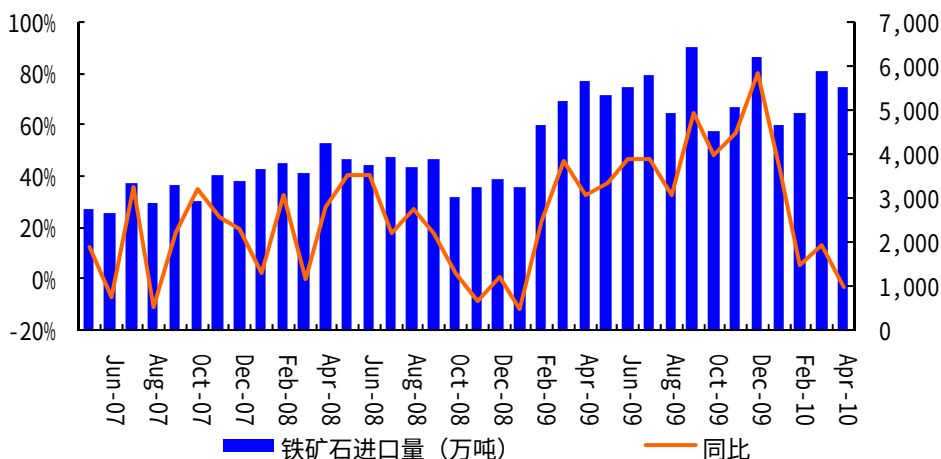
图表24：铁矿石价格大幅上涨，接近2007年的水平



来源：国金证券研究所

- 铁矿石价格的大幅上涨和钢材价格的下跌已经严重影响到钢厂的利润。根据国金钢铁小组对钢厂的利润检测，由于近期钢价的大幅下降，大部分钢种已经回落到盈亏平衡线以下的水平，**目前钢厂的盈利情况和下游需求并不支持铁矿石价格的继续上涨**；
- 河北地区 66%铁精粉 5 月 21 日价格为 1145 元/吨，较上周下跌 105 元/吨，天津港 63.5%品位印度铁矿石价格为 1215 元/吨，较上周下跌 60 元/吨。按照目前成本测算，钢厂生产已经陷入亏损，**小型企业开始停采原料，减产范围蔓延**。近期印度矿山外盘 CFR 报价也下调至 155 美元左右，较高点下降 40 美元以上，现货矿商目前较为悲观，认为后市仍有下跌空间；
- 1-4 月中国铁矿石进口量增加 11.5%，其中从澳洲进口量增加 13.7%，从巴西进口量增加 39%，为增量的主要贡献来源。在需求走弱的情况下，我们预计下半年中国铁矿石进口增速将有放缓，甚至再出现同比负增长的情况；

图表25：4 月份铁矿石进口量出现 08 年以来的首次同比负增长



来源：国金证券研究所，Bloomberg

- **铁矿石的季度定价机制将导致其价格波动增大**。若中国对铁矿石的需求减弱，将导致其现货价格下跌，在季度定价的机制下，以为这下一季度的铁矿石价格将有所降低。在降价预期出现的时候，铁矿石需求将被进一步抑制，导致价格进一步下跌，同时也抑制海运需求。因此我们对下半年 BCI 的走势依旧不抱有太大的希望；

选择股票的策略

- 近期股价经过连续的调整，其长期投资价值已经显现。我们认为欧洲债务危机的影响更多是在于心理层面的，欧洲经济二次探底的机率并不大，个别欧元区国家经济或面临下调风险，但对总体影响有限；
- 但在市场对海外经济仍然心存疑虑的情况下，短期内航运股的走势可能会受到压抑；
- 我们建议投资者关注股价超跌所带来的中长期投资机会，**重点推荐公司包括中远航运和中海集运；**

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。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室