

校车产品为客车行业打开全新的增长空间

研究结论

- **中国目前的校车服务安全隐患巨大、缺乏监管。**由于缺乏国家职能部门管理，专业、安全的校车在中国的保有量可以忽略不计，国内绝大多数校车产品都是由普通小型客车“贴标”而成，甚至使用微型面包车、微型卡车做替代，并且经常出现严重超载现象，安全性根本无从谈起。在校车的运营方面，国内大部分地区都是商业化运作，由于该类客运服务运价低廉，同时又没有政府对于校车服务的财政补助，为了利益最大化，运营商经常置国家校车安全标准于不顾，使用各种廉价的车辆，严重超载运行，加上国家职能部门对国家标准的贯彻执行不力，更加加剧了校车运营的安全隐患。
- **海外成熟校车运营管理机制值得借鉴。**对比如美国、日本等校车广泛推广的国家，可以发现成功的校车运营管理机制，不仅仅是依赖于校车本身安全性的好坏，而是由严格的司机甄选制度，详尽的法律法规，强大的财政经费支持共同整合而成，所以国家职能部门贯彻执行的决心，将成为中国校车运营机制成败的关键。
- **未来十年，专业校车产品为客车行业打开全新的增长空间。**根据我们的测算，中国潜在的专业校车需求量约为 100 万辆，潜在市场需求规模 4000 亿元人民币。由于国家监管不到位、运营机制不当和购买力不足等原因，目前国内专业校车产品的保有量可以忽略不计，而非专业校车产品在运营过程当中造成重大人员伤亡的恶性交通事故层出不穷。近期发生的甘肃正宁县的校车事故造成了重大人员伤亡，社会影响恶劣。事故发生后，全国所有省市区均已成立省级专项督查工作小组，学生上下学交通安全专项督查工作均已开始。各地针对实际情况，因地制宜展开检查，制定校车安全改进措施。我们预计，这些整改措施的推进有望驱动安全、规范的校车运营机制的建立，并有望驱动专业校车市场进入爆发式增长期。
- **投资标的。**宇通客车作为行业龙头企业，综合竞争优势明显。我们认为，市场目前给予公司的估值水平并没有考虑到专业校车市场即将快速增长为公司带来的盈利再次迅速增长的可能性，公司的估值水平有进一步提升的空间。我们预测公司 2011~2013 三年盈利复合增长率为 30%。考虑到大中型客车行业的市场竞争格局，行业发展趋势，公司的行业龙头的地位以及未来三年盈利再次高增长的可能性，维持给予公司 2012 年 15 倍的估值水平，相应的目标价为 32.55 元，继续维持对公司的买入评级。
- **风险因素。**1)、宏观经济景气程度下滑，公路客运市场需求进一步低迷；2)、专业校车市场启动速度低于预期；2)、公司产能瓶颈问题解决进度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

朱达威

8621-63325888 × 6024

zhudawei@orientsec.com.cn

投资评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

汽车与零部件

报告发布日期

2011 年 11 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
宇通客车	1.65	2.09	2.82	3.60	买入

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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。

正文目录

1、中国校车市场的运营现状.....	3
1.1 现有校车大多是非专用校车产品	3
1.2 运营机制不当和缺乏监管是校车事故频发的根源	4
1.3 中国专用校车制度尚在逐步试点过程中	4
2、海外校车运营模式的范例.....	5
2.1、案例一：美国校车技术特点及运营模式	5
2.1.1 美国详尽法律法规决定其校车卓越的安全性	5
2.1.2、严格的司机甄选制度确保道路行驶安全	6
2.1.3 成熟的运营管理机制进一步保证校车安全运营	6
2.2 案例二：日本校车特点及运营机制	7
3、中国校车市场规模预测	9
4、宇通客车，专用校车市场的领跑者	10
附录：2010 年以来国内重大校车安全事故汇总	12

1、中国校车市场的运营现状

1.1 现有校车大多是非专用校车产品

2010年7月，国家质检总局和国家标准委联合发布了《专用小学生校车安全技术条件》。该国家标准对专用校车的车身强度、内饰材料、座椅构造、被动安全防护设施和紧急情况下的应急装备等都做了非常详细的技术规定。符合该技术条件的客车产品，其安全性将明显高于市场上的普通客车产品。

但遗憾的是，由于没有国家职能部门监管，上述国家标准成了一纸空文。目前正在市场上运行的所谓校车产品，能够符合该技术条件的屈指可数。在经济较发达的地区，绝大多数校车产品是普通的小型客车，涂成专业校车所要求的黄色，写上“校车”的字样，车辆安全条件稍好，但经常严重超载；而在经济欠发达地区，一些幼儿园、小学，为了节省运营成本，甚至使用微型面包车、微型卡车做校车，并且经常严重超载，安全性无从谈起。

今年4月，深圳共对全市3540余辆校车进行了全面检查登记，发现不合格的校车接近总数的三分之一。深圳尚且如此，其他经济欠发达地区的情况可想而知。

图1 典型的中国“校车”工作图片



数据来源：百度图片 东方证券研究所

1.2 运营机制不当和缺乏监管是校车事故频发的根源

目前，国内大部分地区的校车服务都是商业化运作的。由于该等客运服务运价低廉，大部分地区的政府没有针对校车服务的财政补贴。因此，现有校车服务提供商为了降低运营成本，通常置国家校车安全标准于不顾，使用各种廉价的车辆，严重超载的现象经常发生。此外，《专用小学生校车安全技术条件》发布后，国家路政管理部门、交通管理部门和教育部门对国家标准的执行力度不足，对上述行为查处不严，导致大量的不符合标准的非专业校车产品长期违规运行。

由于中国大部分城镇地区的校车安全隐患突出，类似甘肃庆阳的校车安全事故随时有可能发生。我们认为，该事件的处理结果将对广大中小学及幼儿园管理当局产生较大的震慑作用，促使其尽快更换专业的校车产品，并加强运营管理，杜绝安全隐患。该校车事故也将在很大程度上敦促各级地方官员，迅速采取措施按照《专用小学生校车安全技术条件》的规定，着手建立规范、安全的覆盖全国的校车运营体系。

1.3 中国专用校车制度尚在逐步试点过程中

今年 8 月，教育部指定，包括浙江省湖州市德清县、山东省威海市和滨州市无棣县、辽宁省本溪市桓仁县、黑龙江省鸡西市、陕西省西安市阎良区六个地区开展中小学校车运营管理试点工作。以德清为例，2009 年，德清县政府决定由财政斥资 2000 万元，购买 79 辆专业校车专门接送小学生，全县实现国标校车全覆盖。同时积极开展校车的规范运营管理工作：按照国家标准规定，招聘专职司机和跟车看护员；成立了专门的管理公司——德清永安学生交通管理服务有限公司，由该公司负责运营；先后出台了《德清县学生接送工作管理办法》、《德清县学生接送车优先便利通行实施办法》等规范性文件，赋予校车优先通行权；县财政每年补贴该公司 400 多万元，学生每人每次乘车支付 1 元钱，贫困学生免费。

图 2 浙江德清的专业校车



数据来源：中新网 东方证券研究所

2、海外校车运营模式的范例

2.1、案例一：美国校车技术特点及运营模式

2.1.1 美国详尽法律法规决定其校车卓越的安全性

美国关于校车标准的制定早于 80 多年前就已经开始，哥伦比亚大学师范学院教授 Cyr 博士 1939 年在纽约召集了一个关于校车标准的研讨会，与会者除了校车生产厂家以外，还包括了美国每个州委派的教育部门和交通部门的代表。整个研讨会历时 7 天，共制订出 45 项包括长度、顶棚高度和过道宽度等有关校车安全的设计标准和规章，同时也是这次大会上，“国家校车橙黄”（National School Bus Yellow）被决定为校车在巴士中的专属颜色，以提高校车的辨识度。正是有了这些标准和规则，美国的校车才开始走向标准化和安全化的道路，并且一直延续至今。

图 3 美国典型黄色校车



数据来源：百度图片 东方证券研究所搜集

目前在美国，联邦政府和各州专为校车制定的法律就多达 500 多项。这其中包括对校车坚固性和安全性的规定，包括校车翻滚时的保护、车身连接部分的强度等，这些规定可具体阐述为：校车需采用卡车类的较高的承载式大梁底盘，并使用卡车的钢板悬挂；不可使用一体式大侧窗以保证侧翻时的刚性和防止车厢被撕裂；前置发动机，提高防撞性能并避免可能存在的油料燃烧；车顶灯为标准交通红绿灯信号；车尾设有逃生门等，另外，在内部结构上以校车座椅为例，座椅必须全部朝前，高靠背，使用坚固材料制作；座椅应具备坚固贴身的形制，靠背能吸收撞车时的冲击能量，其目的是要求在发生事故时学生即使未扣紧安全带也可获得必要保护。

目前美国每年大约有 50 万辆校车运送约 2350 万学生上、放学，每年行程 40 亿英里，形成了较大规模的校车运输网络。据美国交通运输部统计，坐校车的安全系数是乘坐家庭轿车和公共汽车上学的 40 倍，校车百万公里事故发生率校车仅为 0.01，而火车为 0.04，飞机为 0.06，其他公路车辆为 0.96。校车事故发生率是所有交通工具中最低的。完善的法律、良好的运营机制，造就了美国安全、高效的校车运行体系。

图 4 美国校车与悍马相撞后效果图



数据来源：百度图片 东方证券研究所搜集

2.1.2、严格的司机甄选制度确保道路行驶安全

因州而异，美国的校车司机有两种聘用模式，一种为当地校车管理机构统一聘用，统一支配，属于公共雇员，而非“公务员”。另一种则由校车公司自行聘用。但无论哪一种方式，对于校车司机的培训标准和驾驶资格要求都很高。为了符合条件，司机多从公交司机中遴选，必须获得载人商用车驾驶执照，然后通过校车驾驶资格考试，还需要接受毒品和酒精测试，以及严格的犯罪背景审查。在成为校车司机后，也必须遵守非常严格的驾车守则，驾车途中要尽可能避免急刹车和急转弯，以防止学生受伤；在学生上下车时，司机要特别加以小心，而且为了学生的安全，司机不得让无关人员乘坐校车，除此之外司机每周都得向管理部门报告乘车学生人数、出行次数、里程和耗油量，管理人员再根据这些信息再来制定每周或每天的固定行车路线和时刻表。

2.1.3 成熟的运营管理机制进一步保证校车安全运营

除了经费募集，美国校车运营管理系统与公交系统运行并无不同。以纽约为例，由政府的教育委员

会规定路线，招标拍卖经营权，与私人校车公司签订合同，学校和学区只负责监督安全和制定校车运行规则。这样既引进竞争机制，使服务质量得到保证，学校也没有额外负担。这些私人校车公司一般都不大，都是地方性企业。但也有一定的规模，能保证车辆的维修和司机的培训。如纽约的学校交通公司有 30 多年历史，650 辆车，建立了两个维修车间。它竞争到了 800 条线路，还有其他接送孩子参加活动的服务

除了“结实”外，安检机制也是美国校车高安全系数的一大因素，校车每天都要接受上班前和下班前两次检查，而且州政府每月都要对每辆校车进行深度检查，单车检查时间超过一小时。所以校车行业是美国少数几个为政府严格管制的行业。政府在这个行业中涉入极深，远远胜过其他行业，对该行业的立法也多过其他行业。通过《联邦机动车安全标准》，联邦政府管制了校车的生产标准，以保证出厂校车能达到严格的安全水平。联邦机动车运输安全管理局是管理校车安全事务的主要执法部门，它要尽力确保校车在运营中不发生伤亡事故。国家公路交通安全管理局则是最为关键的学校运输安全管理当局，它每年都会修改或新制定各项规章和标准。

2.2 案例二：日本校车特点及运营机制

相比于美国，中国国情与日本有着更多相似之处，在日本，由于城镇化程度高且人口密集，学生们上学主要依靠的是公共交通工具，校车的使用并不普遍。最主要利用者，是距离公交车站较远的私立学校、地广人稀或山路居多的乡村地区的公立学校，以及接受残障学生的特殊学校等。除了特殊学校的校车会加装方便残障人士乘坐的设备之外，日本的校车与普通巴士基本没有区别。在东京，经常可以看到颜色鲜艳、车体上印着各种卡通图案的面包车或中巴车缓慢地行驶在街头巷尾，这些幼儿园的校车常以这类装饰来吸引小朋友的喜爱和引起过往车辆和行人的注意。在日本一般只有私立幼儿园才有校车，家长为了节省接送孩子上学的时间，大多倾向于让自己的孩子乘坐校车。因此日本幼儿园的校车座位经常处于供不应求的状态。但校方严格遵守法律规定的核载人数，绝对不会让校车多坐一个孩子。所以在日本，进幼儿园需要排队，入园后坐校车仍然需要排队。

图 5 日本幼儿园校车卡通造型

数据来源：百度图片 东方证券研究所搜集

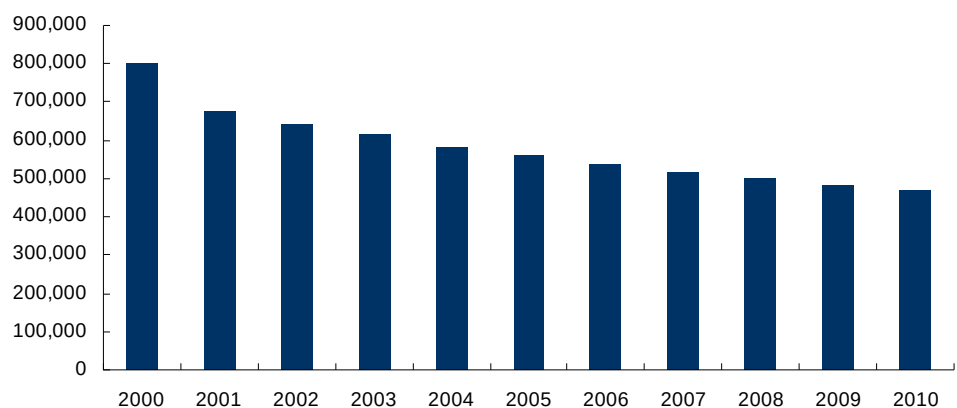
日本的校车运行方式大致可分为学校运营型、地方政府运营型、专用巴士委托型、专用巴士包车型和时段包车型等五种：

- 1) 学校运营型：由学校自己购买车辆并聘用司机，其中公立学校购车时除了会获得教育经费补贴外,还会得到地方财政以及彩票收入的支持，而私立学校购车时也可以得到部分国家补贴,日常运行费用则主要来源于学生的乘车费或学校自己的预算。日本幼儿园的校车大多采用学校运营的方式；
- 2) 地方政府运营型：是指在一些人口稀少的地区，地方政府购买车辆并聘用司机或者直接让工作人员担任司机的方式。地方政府在购买校车时,教育部将承担大部分费用。由于偏远地区的学生上学确实存在不便,因此这种校车的运行费用也主要靠中央或地方政府的财政补贴而不需要利用者承担；
- 3) 专用巴士委托型：是指由学校或地方政府购买校车，然后委托给专业的民间业者负责运行的方式。由于此举可以省去学校或地方政府的运行成本,目前在日本国内日渐普及；
- 4) 专用巴士包车型：是指学校直接向大巴公司包一辆校车并在车体上印上该校的名称,校车的购买和运行全部由大巴公司负责,校方只需提出运行路线即可。不过,如果大巴公司运行这一校车出现亏损,校方或地方政府必须予以补偿；
- 5) 时段包车型：是指学校在每天上下学的时间段向大巴公司包一辆普通巴士作为校车使用,这种没有印上学校名称的巴士已经算不上严格意义上的校车。

3、中国校车市场规模预测

考虑到中国基本国情因素，随着最近几年城镇化进程的不断推动，城镇人口也逐渐集中，城市中小學生多采用就近就学的原则，主要通行方式以公共交通工具为主，所以校车的主要使用群体是就读离家较远的私立学校学生，以及一些地广人稀的城乡接合处或乡村学校的学生。尤其是近几年来，因为学生数量减少和农村中小学布局的调整，我国很多地方“一村一校”变成了“一镇一校”，大部分农村中小學生上学路途变得更加遥远使得农村中小学校车服务需求变得比以前更加迫切。

图 6 中国近年来初中及初中以下学校数量的变化趋势（单位：所）



数据来源：CEIC 东方证券研究所

据统计，美国全国大约有 4350 万从幼儿园到十二年级的学生。其中 54% 坐校车上学，人数约为 2350 万，按照美国当前 50 万辆的校车保有量的数量来估算，千人校车保有量约为 21 辆；在日本，约有 5000 辆左右的专用校车为 13 万中小学以及幼儿园学生提供接送服务，千人保有量约为 38 辆。据 CEIC 数据统计，截止 2010 年底，我国共有初中及初中以下在校人数 1.8 亿，考虑到中国城乡人口的分布结构，并参考美国适龄儿童乘坐校车的比例，我们假设中国 27% 的适龄儿童乘坐校车，按照每辆校车 45 个座位估算，则中国的潜在校车需求量大约在 100 万辆左右，以宇通客车报价约为 40 万元的专业校车为例，中国校车的潜在市场规模应在 4000 亿元人民币左右。

表 1 中国校车需求量预测

	中国	美国	日本
2010 年在校中小学生的数量（万人）	18000	4350	1235
乘坐校车的比例（%）	27.0%	54.0%	1.0%
乘坐校车的中小学生的数量（万人）	4860	2350	13
校车保有量（万辆）	102(E)	50	0.5
千人校车保有量（辆/千名乘坐校车的中小学生）	21(E)	21	38

数据来源：CEIC 美国交通运输部 东方证券研究所

4、宇通客车，专用校车市场的领跑者

宇通公司早在 2007 年 3 月就推出了自己的首款校车产品“阳光巴士”，2009 年 5 月，参照美国校车标准研发设计的专业校车参展在广东佛山举办的首届教博会。该款专业校车产品不仅符合《专用小学生校车安全技术条件》，而且结合中国的国情，广泛吸收、借鉴了美国校车产品的设计、制造经验，产品的安全性大大提高。

我们预计，随着 2012 年公司 5000 台的专用车产能投入使用，以及配股项目 1 万台产能的逐步投入使用，公司未来三年产能紧张的问题将大为缓解，使公司有能力在专业校车市场爆发式增长和公交车市场快速增长驱动下的新一轮的行业景气周期中大有作为。

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.09 元、2.82 元、3.60 元；若考虑 10 配 3 的配股因素，每股收益分别为 1.61 元、2.17 元与 2.77 元。考虑到大中型客车行业的市场竞争格局，行业发展趋势，公司的行业龙头的地位以及未来三年再次高增长，我们维持对公司的买入评级、目标价 32.55 元（考虑配股因素）。

图 7 宇通客车设计、制造的专业校车



数据来源：宇通公司网站

附录：2010 年以来国内重大校车安全事故汇总

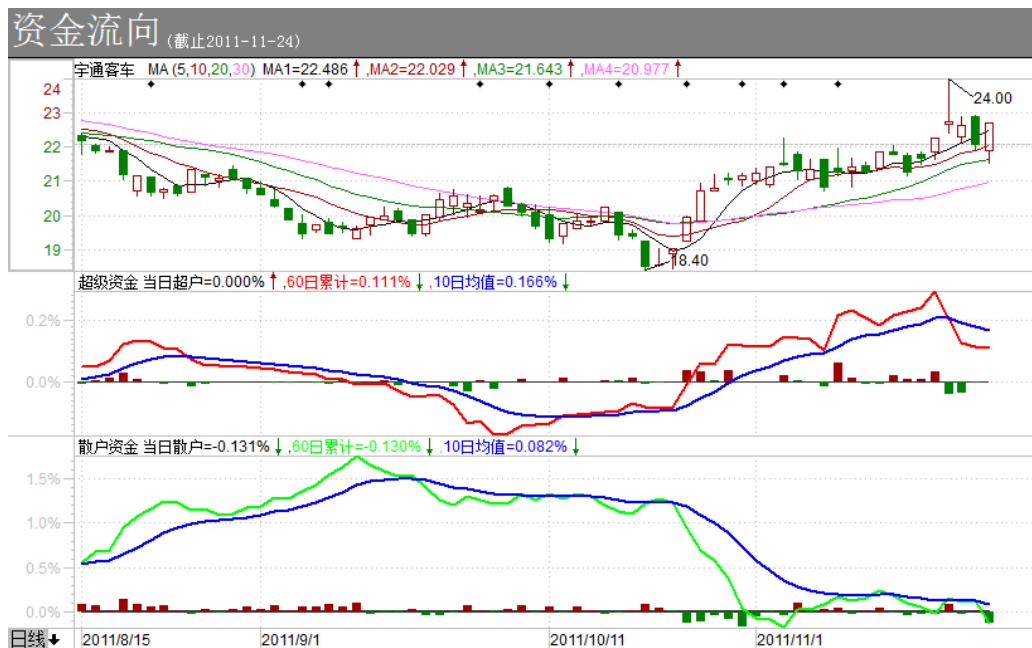
- 1、2011 年 11 月 16 日，甘肃庆阳榆林子镇，一辆额定载客 9 人，实载 64 人的面包车在接送孩子上幼儿园时与一辆卡车相撞，导致 19 名幼儿、2 名成人遇难，18 人重伤，26 人轻伤。
- 2、2011 年 10 月 11 日，陕西省铜川市新区野狐坡村，一辆运送苹果的货车失去控制，将一辆接送学生的微型面包车撞飞，事故造成 1 人死亡，5 人重伤，8 人轻伤。
- 3、2011 年 9 月 26 日，山西省介休市灵石县冷泉村一辆接送学生的微型面包车与一辆大货车相撞。导致 7 名初中生死亡、2 人重伤、3 人轻伤。
- 4、2011 年 9 月 13 日，荆州市两名年龄不到 4 岁的幼儿，被幼儿园校车接到幼儿园门口后，竟被司机和接车老师遗忘在校车上。当日，荆州市的气温高达 31℃。在校车内闷了 8 个小时后，两名幼儿的遗体才被发现。
- 5、2011 年 8 月 29 日，海南省三亚市一名 3 岁男童早上 7 时许乘接送车抵达幼儿园后，因睡着而未被司机、老师清点到，以致被遗忘在校车内 9 小时。直到下午 4 时 30 分左右被发现时，男童已经停止呼吸。
- 6、2011 年 7 月 20 日 7 时 10 分，大连市开金州新区金石滩凉水湾路段，一辆载着 17 个孩子的轻型封闭货车与迎面而来的奔驰车相撞，车上的 17 个孩子均不同程度受伤。此车是幼儿园园长为了接送孩子而雇来的“黑校车”。
- 7、2011 年 4 月 14 日 19 时，新疆维吾尔自治区化肥厂厂区外 1 公里处，1 辆搭载着 6 名学生、1 名教师、1 名学龄前女童的微型面包车，在由南向北驶往 312 国道途中突然滑出公路，多次翻滚后造成驾驶员和车内的两人当场身亡，并有 6 人不同程度受伤。
- 8、2011 年 3 月，在北京门头沟地区，一辆核定载客 49 人的客车，载着 81 名幼儿园师生，以 98 公里的时速撞上路边的施工围挡，造成一名男童死亡。此客车系某汽车租赁公司所有，而 34 岁的肇事司机竟有 10 年的吸毒史。
- 9、2010 年 12 月 27 日，湖南衡南县松江镇东塘村一辆严重超载 20 名小学生的三轮摩托车冲到桥下，造成 14 名学生死亡、6 名学生重伤。
- 10、2010 年 7 月，湖北潜江市老新镇一辆塞满 23 名小学生的面包车与一辆卡车迎面相撞，致 10 多名学生及司机受伤，其中 3 名学生伤势较重。该面包车核载 7 人，是一辆新车，司机周某没有办理校车的相关手续。
- 11、2010 年 6 月 24 日，辽宁锦州市黑山县胡家镇东岔村，一辆由学生家长包租的校车被撞，造成司机和两名儿童死亡，另有七名儿童受伤。
- 12、2010 年 5 月 21 日 10 时许，甘肃境内连霍高速公路柳忠段东岗收费站一公里处发生一起车辆连环相撞事故，其中一辆车为某小学校车。该事故导致包括 5 名学生及 1 名司机在内的 8 人不幸身亡，另有 3 名学生受伤。

13、2010 年 5 月 19 日上午，广东省潮州市潮安县磷溪镇一名 4 岁小女孩被村内一家幼儿园的园长接到幼儿园后，被“遗忘”在车内 6 个小时，后经法医鉴定为窒息死亡。经查，这家幼儿园用的是私家车接送孩子，是一家无证幼儿园。

14、2010 年 4 月 6 日，广东省汕头市某技工学校校车与一辆散装水泥罐车和一小轿车发生连环碰撞，造成 10 人死亡，28 人受伤（其中 14 人重伤）的惨剧。

15、2010 年 2 月 26 日下午，江苏省如皋市郭园镇发生一起惨剧，7 座的校车内竟被塞进了 26 个孩子。上车 10 分钟后，4 岁女孩吴忆罗因车厢内拥挤发生呼吸困难，最终不治身亡。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn