



汽车

2011.12.01

理性分析校车事件之行情与受益

评级:

中性

上次评级:

中性

细分行业评级



白晓兰



021-38674660



baixiaolan008216@gtjas.com



编号 S0880511110002

本报告导读:

本报告理性地分析了校车这一主题性投资的阶段投资机会。

摘要:

- 校车事件的投资逻辑是主题性的，投资波段也根据主题性投资逻辑分为 2 期：1) 事件引发政策不断出台，引发第一期波段性向上行情。2) 随着政策的逐步落实，其市场将逐步打开，带来第二期波段行情。第二期行情要分为 3 种情境：①业绩兑现，股价上涨；②业绩影响小，但是股价未透支；③业绩影响小，股价透支。
- **第一期：**政府部门不断出台相关政策，目前为止跟进部门依次为：地方政府→客车行业→中央部委→地方政府→国务院。有无相关政策的后续出台标志了第一期行情是否结束，目前相关政策出台尚未结束。1) 中央层面需要在 1 个月内制定《校车安全条例》；2) 中央会把相关政策逐步下放至地方，各地方逐步出台相关购置标准校车的规定。因此，关于校车的政策将是：先下而上，随后从上而下，目前进入到从上而下的阶段，但在这个阶段可能会出现阶段性降温。
- **第二期：**业绩兑现。校车空间：根据我国情况，假设 10% 的学生乘坐校车上下学是合理的（因为中国的大城市化特点强，且根据所处区域上学，学生距离学校的距离相对更近）。或采用每个县级区划 100 台校车的标准，短期保有量的合理空间均为 30 万辆。国务院规定的资金由地方和中央财政解决将打破校车价格掣肘，打破推广的障碍。
- **公司受益：**2010 年校车市场中，宇通客车占比 21.5%，长安汽车占比 18.7%，上饶客车厂 10.3%，校车市场集中度很高。宇通客车具突出竞争优势：①份额高；②主要标准制定者；③业绩贡献逐步提升，但 2013 年以前，校车贡献的净利润不超过宇通客车的 10%。中通客车目前占比尚不大，同样会处于占比提升的过程中，但小于宇通。
- **1) 校车订单是否会集中在地方企业？**我们认为不会，首先校车的规模本身不大，且为敏感事项，透明性公正性会更强。其次公交体系原来都会向当地生产商倾斜，但是宇通、金龙却仍然做大做强了，即便是政府采购，选择更优秀的供应商是主流。2) **盈利能不能保持那么高？**首先，校车不是暴利业务，只是略高于普通客车。其次校车的总体市场规模不大，具有优势的生产商是不多的，集中度高，因此盈利能力大幅度下滑的可能性比较小。
- **结论：**校车作为主题性投资机会，需要把握政策出台的节奏，政府资金的投入量，市场的空间大小，合适的受益标的。由于校车总体贡献不大，选择估值相对便宜，业绩具有稳健性的标的具有安全边际。

相关报告

汽车：《公车价格排量标准双降，利好自主品牌》

2011.11.20

汽车：《板块增速盈利均下滑，公司分化已显著》

2011.11.02

汽车：《“金九”销售强劲，年末增速压力犹存》

2011.10.19

汽车：《或将导致 9 月销量增速上行，10-11 月承压》

2011.09.18

汽车：《8 月销量环比双正，4 季度增速仍承压》

2011.09.13

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 校车事件引爆市场关注逻辑.....	3
2. 行情第一期：相关政策持续出台.....	3
2.1. 相关政策持续出台，部门级别逐步上移.....	3
2.2. 后续政策接力出台，保障校车推广实行.....	4
3. 行情第二期：业绩增长有没有空间？.....	6
3.1. 校车的需求空间：合理保有量 30 万辆.....	6
3.1.1. 方法 1：采用学生数量测算校车保有量.....	6
3.1.2. 方法 2：采用县级城市测算合理校车保有量：29 万辆.....	7
3.2. 校车的价格掣肘或打破：政府出资.....	7
4. 哪些公司的业绩可以提升？.....	7
4.1. 校车市场：公司受益情况.....	7
4.2. 校车市场分割的部分疑问.....	9
4.2.1. 订单会集中在地方企业手中吗？.....	9
4.2.2. 盈利能到校车生产企业手中吗？.....	9
4.3. 宇通具有最大竞争优势.....	10

图表目录

表 1：甘肃校车事故后相关校车政策.....	4
表 2：2005 年至今一次死亡 5 人以上的重大校车事故.....	5
表 3：中国校车所需保有量测算及情景假设分析.....	6
表 4：专业校车生产公司和销量.....	8
表 5：宇通客车 9 种校车车型主要参数一览.....	10
图 1：校车事件投资二阶段时钟.....	3
图 2：预计后续政策出台.....	5
图 3：全国校车销量及预测.....	6
图 4：2010 年各省区校车销量占比.....	6
图 5：宇通客车校车贡献净利润与占比测算.....	9
图 6：中通客车校车贡献净利润与占比测算.....	9
图 7：宇通“长鼻子”校车.....	10
图 8：宇通“平头”校车.....	10

1. 校车事件引爆市场关注逻辑

11月17日甘肃正宁发生校车事故，限载9座的校车载了64人，车祸导致21人死亡。该事件引发了全社会对校车的关注，随后各级政府频繁出台与校车安全、校车标准，最后落实到校车市场的政策。

因此其投资逻辑是主题性的，投资波段也根据主题性投资逻辑分为2期：

- 1) 事件引发政策不断出台，引发第一期波段性向上行情。
- 2) 随着政策的逐步落实，其市场将逐步打开，带来第二期波段行情。第二期行情要分为3种情境，关键要看校车在公司业务中的占比最后能够达到多少，或者说能够贡献多少净利润，提高多少EPS。

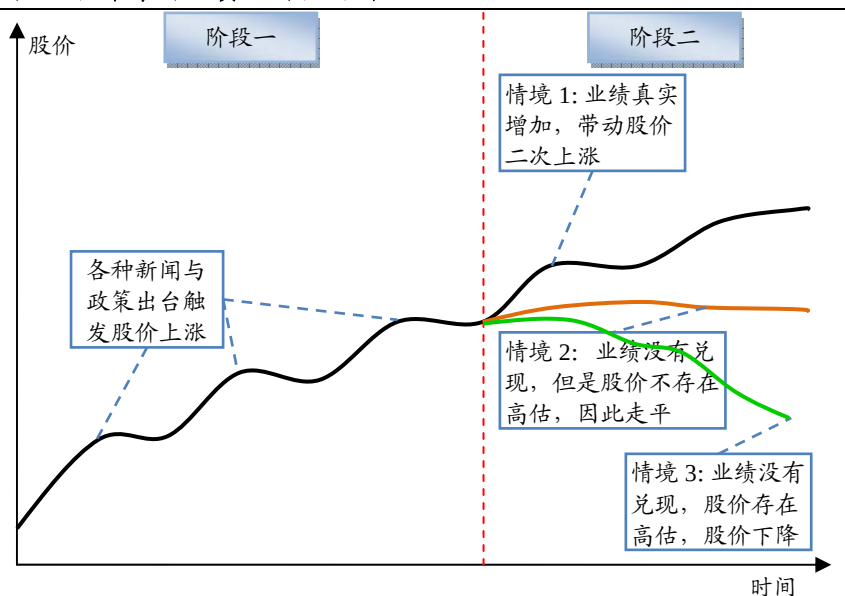
情境1：提高EPS很多，业绩兑现带来股价二次上涨。

情境2：利润提高不多，但是由于前期客车股估值太低，因此虽然校车事件引发了客车股的大幅上涨，但是并没有透支公司价值，因此即使后续利润提高不多，股价仍然可以维持高位。

情境3：利润增加不多，但相关客车股又因校车事件出现高估，那么极有可能使得第二期行情无以为继，导致股价下跌。

因此在校车事件中，需要理性分析校车事件的后续情况，衡量风险与收益的匹配。

图1：校车事件投资二阶段时钟



数据来源：国泰君安证券研究

2. 行情第一期：相关政策持续出台

2.1. 相关政策持续出台，部门级别逐步上移

11月17日，甘肃校车事故以来，政府部门不断出台相关政策，目前为止跟进部门依次为：地方政府→客车行业→中央部委→地方政府→国务

院。表现为从先知先觉的地方政府逐步到中央部委，到国家最高层国务院在法规与资金方面进行可实施性与监管性的具体规定。这些政策法规的出台，刺激的相关客车板块的股份上行。

最新新闻 11 月 27 日国务院总理温家宝在会议中表示：

- 1) **法规**：国务院已责成有关部门一个月内制订出《校车安全条例》，从法规层面上完善校车生产标准。
- 2) **资金**：做好校车工作所需资金由中央和地方财政分担，多方筹集。

表 1：甘肃校车事故后相关校车政策

时间	部门	内容
11 月 28 日	国务院温家宝	第五次全国妇女儿童工作会议 27 日在北京召开，温家宝表示，国务院已责成有关部门一个月内制订出《校车安全条例》，做好校车工作所需资金由中央和地方财政分担，多方筹集。
11 月 24 日	广东人大常委会	广东省人大常委会选联工委组织了 7 名全国、省人大代表在广州开展了“校车安全保障”专题调研。人大代表们表示，他们将就目前校车运营中存在的诸多问题，在明年召开的全国以及省“两会”上提出专门建议，明年推动《校车安全法》出台。
11 月 23 日	福建安委会	福建省政府安委会日前发出《关于切实加强校车安全管理的紧急通知》，要求各级政府和部门，将校车安全和接送中小学生车辆安全纳入重要议事日程；全省范围内开展中小学和幼儿交通安全隐患排查治理，省直有关部门将于近期联合对各地校车安全整治情况开展专项督查。
11 月 22 日	重庆渝北区政府	重庆市渝北区校车公司正式挂牌成立，渝北区政府赠送了出资采购的 10 台安全校车，这是全国首批由政府买单免费赠送的校车。未来三年，由渝北区政府出资购置的 80 辆大中型专用校车将陆续到位，用于渝北区中小学及幼儿园学生们的接送服务。这批校车最快将于 12 月上路。
11 月 22 日	中央 10 部委	针对甘肃校车事故引发全社会对于校车安全问题的关注，教育部新闻发言人续梅接受法晚记者采访时表示，10 多个部门在参与制定校车制度，之后将形成国家标准。
11 月 18 日	中国客车行业	中国客车行业《安全校车倡议书》签署仪式在中通客车举行，此次活动由中通客车发起，行业媒体代表中国客车网，国家级媒体新华社及聊城市政府、教育局领导参与发起了本次活动。
11 月 18 日	黑龙江哈尔滨安委会	哈尔滨市安委会下发通知，要求从即日起至 12 月末，在全市深入开展送子车隐患问题大排查、大治理，强调加快公益校车试点，具备条件地区政府购校车。
11 月 18 日	甘肃庆阳市政府	在 18 日庆阳市召开的安全生产大排查大整治工作会议上，该市委、市政府决定停止 2012 年公车更新计划，将预算资金全部用于购置标准化校车。
11 月 17 日	教育部	《开展学生上下学交通安全检查》：1、对中小学生和幼儿上下学乘车安全情况排查。逐校逐园进行全面检查了解，对车辆进行安全检查，存在安全隐患的要立即停用维修；发现有家长租用社会非法运营车辆的要劝阻。2、对农村贫困地区、交通运力比较困难的地区，教育部门要积极争取地方政府支持，统一为学生和幼儿配备或租用安全车辆上下学。3、开展中小学和幼儿园接送车辆管理检查。学校租用社会车辆时，必须经教育主管部门或有关部门核准，必须与车辆出租单位签订安全责任书，明确安全责任，严禁使用安全状况达不到要求的车辆上路。

数据来源：国泰君安证券研究整理

甘肃校车事故引起全民关注的原因在于：1) 目前社会对于学生安全关注度提高，2) 政府从 2010 年开始已经逐步增强对校车安全的重视。2010 年 7 月以来出来了《专用小学生校车安全技术条件》（自 2012 年 1 月 1 日起实施）、《教育部启动中小学校车运营管理试点工作》、《开展学生上下学交通安全检查》三项法规对校车安全做出规定。

2.2. 后续政策接力出台，保障校车推广实行

根据我们第一部分的校车事件投资逻辑，如果第一阶段的新闻与政策性事件结束，那么股价上涨的第一期就会结束，如果相关后续新闻与政策还没有结束，那么股价上涨第一期就仍然持续。这个时间点之前的股价走势风险是小的，但风水岭之后，股价走势会出现3种可能，因此风险加大。

政策出台的原因在于校车事故的不断发生，而孩子是社会最为关心关注的群体，导致政府必须增大对校车安全的重视。

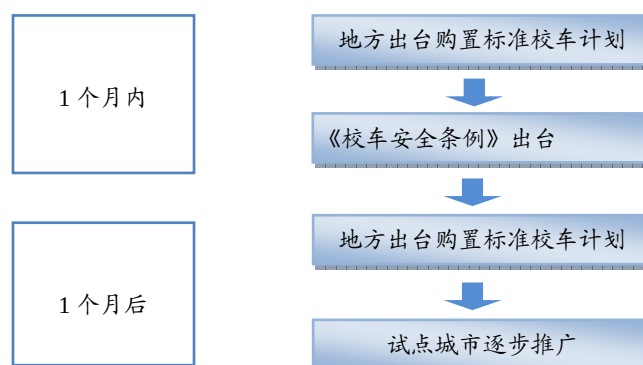
表 2: 2005 年至今一次死亡 5 人以上的重大校车事故

时间	地点	事故情况	伤亡情况
2005 年 3 月	山东临沂	民办幼儿园非法改装校车,运送 22 名师生途中熄火,检修时爆燃起火	12 人死亡, 5 人受伤
2005 年 5 月	广东汕头	一辆接送幼儿园儿童的面包车大雨中行驶失控,失控冲进路边河中	5 人死亡, 7 人受伤
2006 年 11 月	黑龙江双城	一辆非法校车拉载 50 多名小学生侧翻并坠入河中	8 人死亡, 39 人受伤
2007 年 1 月	湖南祁阳	一辆幼儿园校车坠入大江水库引水渠	7 人死亡, 1 人失踪
2007 年 5 月	湖北麻城	一辆载有 21 名儿童的幼儿园校车被撞坠入山崖	7 人死亡, 14 人受伤
2009 年 9 月	河南邓州	一无证经营幼儿园校车坠入路旁河沟中	5 人死亡, 3 人受伤
2009 年 11 月	广西梧州	一辆幼儿园校车与一辆重型大货车发生对撞	6 人死亡, 2 人受伤
2010 年 4 月	广东汕头	某技工学校校车与一辆散装水泥罐车及一轿车发生连环碰撞	10 人死亡, 28 人受伤
2010 年 5 月	甘肃连霍高速	某小学校车在高速公路上发生连环相撞事故	8 人死亡, 3 人受伤
2010 年 12 月	湖南衡阳	一辆三轮摩托车违法搭载 20 名小学生坠入河中	14 人死亡, 6 人受伤
2011 年 9 月	山西灵石	一辆接送学生的面包车与一辆大货车相撞	7 人死亡, 5 人受伤
2011 年 11 月	甘肃庆阳	一限载 9 人面包车实载 64 人与一辆大货车迎面相撞	21 人死亡, 44 人受伤

数据来源：财新网、国泰君安证券研究

我们认为相关政策出台尚未结束，首先，中央层面需要在 1 个月内制定《校车安全条例》；其次，中央会把相关政策逐步下放至地方，各地方逐步出台相关购置标准校车的规定。因此，关于校车的政策将是：先下而上，随后从上而下，目前进入到从上而下的阶段，在这个阶段可能会出现阶段性降温，因为地方政府的政策出台会出现时滞，短期最可期待的是《校车安全条例》出台。

图 2: 预计后续政策出台



数据来源：国泰君安证券研究

3. 行情第二期：业绩增长有没有空间？

3.1. 校车的需求空间：合理保有量 30 万辆

3.1.1. 方法 1：采用学生数量测算校车保有量

发达国家高度重视学生上下学途中的安全问题，校车在解决此问题中发挥了至关重要的作用。1950 年，美国共有 11.5 万辆校车负责接送 700 万学生，到 2000 年有 44.8 万辆校车接送 2268 万学生，至 2010 年美国校车保有量达 48 万辆，有 2600 万中小学生每天通过校车上下学，占中小学生总量的 53%。加拿大共有校车 3.68 万辆，运送中小學生人数 250 万，占学生总量的 55%。根据美国国家安全委员会的统计，校车一亿英里的事故发生率仅为 0.01，远低于火车的 0.04、航空的 0.06 和轿车的 0.96。

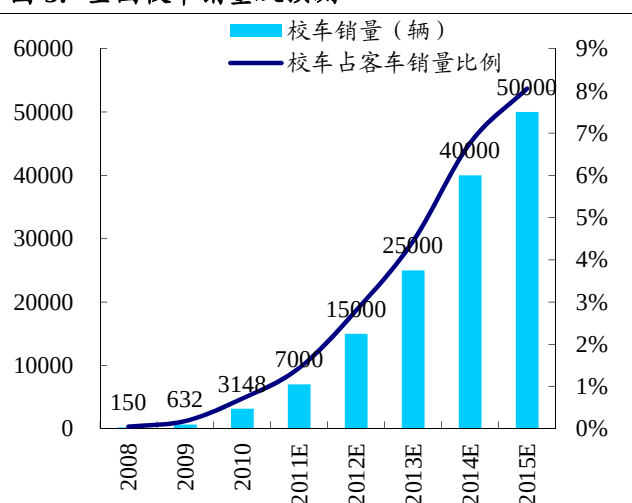
我们根据发达国家的校车普及情况和我国中小学生数量测算专业校车所需要的保有量：

表 3：中国校车所需保有量测算及情景假设分析

指标	美国	加拿大	中国	我国校车需求量情景假设分析(根据乘坐校车学生比例)				
中小學生总数(万人)	4906	455	18116	18116	18116	18116	18116	18116
乘坐校车比例	53%	55%	0.30%	5%	10%	15%	20%	25%
乘坐校车人数(万人)	2600	250	55	906	1812	2717	3623	4529
校车保有量(辆)	480000	36800	10000	164691	329382	494073	658764	823455
千人校车保有量(辆)	9.78	8.10	0.06	0.91	1.82	2.73	3.64	4.55
单车搭载人数	54	55	55	55	55	55	55	55

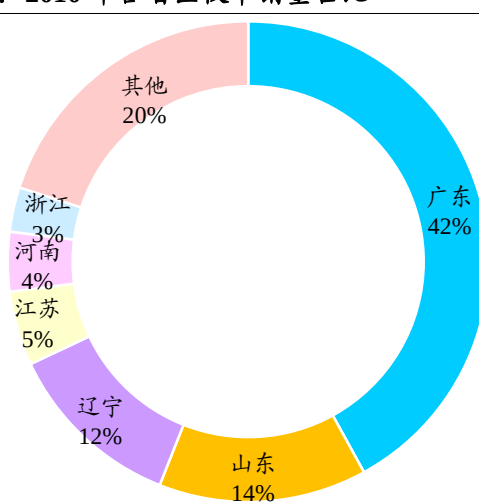
数据来源：Wind、STN、国泰君安证券研究

图 3：全国校车销量及预测



数据来源：汽车研究网、国泰君安证券研究

图 4：2010 年各省区校车销量占比



数据来源：汽车研究网、国泰君安证券研究

暂不考虑学生总数的变化，我们认为根据我国的基本情况，假设 10% 的学生乘坐校车上下学是合理的（因为中国的城市集中度远高于美国，且

根据所处区域上学, 学生距离学校的距离相对更近), 那么我国校车的合理保有量应在 30 万辆左右。目前合格的专业校车保有量为 1 万辆, 缺口很大。

3.1.2. 方法 2: 采用县级城市测算合理校车保有量: 29 万辆

目前我国的县级区划大约有 2900 个, 根据客车行业专家杨立慧的判断, 在提高利用率的情况下, 平均每个县级区划 100 辆校车基本可以满足需求, 那么全国需要 29 万辆校车。

专业校车的普及需要过程, 我们认为这个过程不会是一蹴而就的, 根据我们对 2011~2015 年专业校车的预测, 校车占客车销量的比例会呈现逐步提高的趋势, 预计从 2010 年的占比不到 1%, 逐步提高到 2015 年的 8% 左右。单从校车这个子行业来说, 由于基数太低, 所以增速很快。

3.2. 校车的价格掣肘或被打破: 政府出资

制约校车增长的最大原因在于校车的价格高于微车改装车或者同类型客车。比如: 一辆 6 米 35 座的国标校车, 最便宜的售价约 12 万元; 而一辆普通微型车私改后, 能达到 40 座甚至更多, 价格只要 6 万元左右, 是正规校车的一半。据宇通客车的反馈, 相同的客车与校车相比, 校车的价格比客车略贵 10% 左右。

目前, 温家宝在第五次全国妇女儿童工作会议上表示, 国务院已经要求“为做好校车工作所需资金由中央和地方财政分担, 多方筹集。”如果购置校车的资金来源问题得到妥善解决, 那么校车推广的掣肘就可能被打破。

2010 年两会期间, 全国人大代表、华中师范大学教育学院教授、长江教育研究院院长周洪宇提交了一份《关于实施全国校车安全工程的议案》。周洪宇透露, 教育部在给他的回复中称, “若在全国范围内购买校车, 政府需要投入 3000 亿, 一年运行维护费用为 1500 亿, 认为 4500 亿的政府买单费用太大。”

假设专业校车的平均价格是 30 万元, 那么 30 万辆校车的价格是 900 亿元。2010 年教育支出为 12550 亿元, 900 亿元占比仅 7%, 且分 5~10 年中普及完成, 对教育支出的压力并不大。其后的营运费用相比投入费用更少。

4. 哪些公司的业绩可以提升?

4.1. 校车市场: 公司受益情况

2010 年校车市场中, 宇通客车占比 21.5%, 长安汽车占比 18.7%, 上饶客车厂 10.3%, 校车市场集中度很高。从目前的竞争力来看, 宇通客车具有不爭的竞争优势。

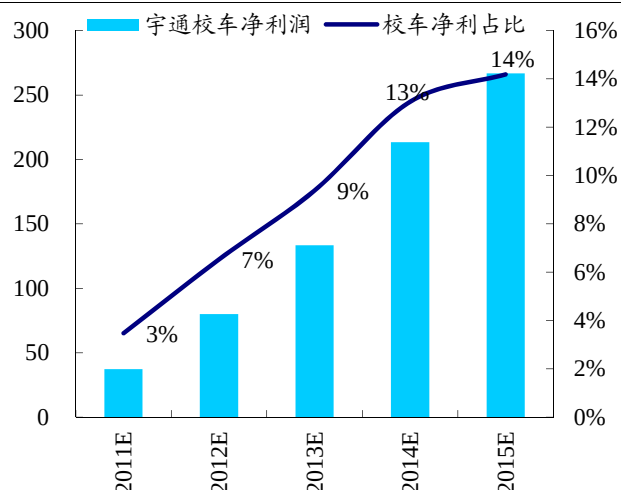
表 4: 专业校车生产公司和销量

	企业名称	2009	2010	2010 市场份额
1	郑州宇通客车股份有限公司	195	676	21.5%
2	河北长安汽车有限公司	222	590	18.7%
3	江西鑫新实业股份有限公司上饶客车厂	13	323	10.3%
4	东风汽车股份有限公司	44	239	7.6%
5	河南少林汽车股份有限公司	51	234	7.4%
6	扬子汽车总厂	44	202	6.4%
7	东风特种汽车有限公司	13	188	6.0%
8	丹东黄海汽车有限公司	6	187	5.9%
9	厦门金龙旅行车有限公司	1	106	3.4%
10	烟台舒驰客车有限责任公司	1	59	1.9%
11	东风汽车有限公司		56	1.8%
12	长沙梅花汽车制造有限公司	28	49	1.6%
13	桂林客车工业集团公司		38	1.2%
14	中通客车控股股份有限公司	6	36	1.1%
15	福建龙马股份有限公司	4	31	1.0%
16	合肥客车制造有限责任公司		25	0.8%
17	东风南充汽车有限公司		23	0.7%
18	成都一汽汽车有限责任公司	4	18	0.6%
19	宁波吉江汽车制造有限责任公司		16	0.5%
20	厦门金龙联合汽车工业有限公司		15	0.5%
21	宁波神马汽车制造有限公司		10	0.3%
22	中国第一汽车集团无锡汽车厂		8	0.3%
23	湖北专用汽车制造厂		5	0.2%
24	江西江铃专用车辆厂		5	0.2%
25	跃进汽车集团公司		3	0.1%
26	洛阳中集凌宇汽车有限公司		2	0.1%
27	湖南汽车车桥厂		2	0.1%
28	江西消防车辆制造厂		1	0.0%
29	江苏友谊汽车有限公司		1	0.0%
		632	3148	

数据来源: 汽车研究、国泰君安证券研究

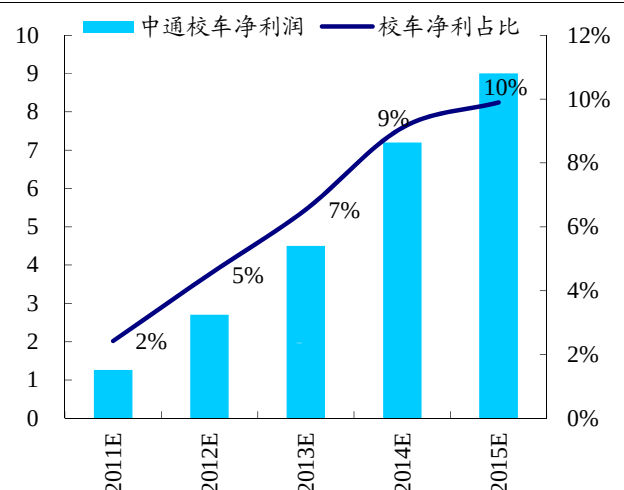
上市公司中, 主要是宇通客车与中通客车受益国内校车市场, 安凯客车 2011 年承接了 3000 辆沙特的校车订单, 但是在国内尚无销量。假设宇通保持 20% 的市场份额, 那么宇通客车中校车的净利润贡献占比可能逐步提高并且可能比中通客车要占比更多, 除非中通客车出现战略性调整, 因此从目前的角度看, 宇通客车可能是在校车事件中收益最大的客车公司, 但是在近 3 年中, 预计贡献的净利润占比尚不到 10%。

图 5: 宇通客车校车贡献净利润与占比测算



数据来源: 汽车研究网、国泰君安证券研究

图 6: 中通客车校车贡献净利润与占比测算



数据来源: 汽车研究网、国泰君安证券研究

4.2. 校车市场分割的部分疑问

4.2.1. 订单会集中在地方企业手中吗?

校车的价格比普通客车要高 10% 左右, 盈利水平也比普通客车要高。这就导致了部分投资者会有这样的疑问: 地方采购校车是由地方财政的部分支持的, 地方在招投标的时候会不会向地方企业倾斜? 使得像全国性的宇通客车这样的公司不受益?

我们的观点是:

- 1) 部分地方政府向地方企业倾斜是正常的, 但是前提是这个地方有足够强的地方校车生产企业。
- 2) 从公交市场看, 早先各个地方都有自己的公交生产厂家, 如果地方政府总是只照顾当地企业, 那么宇通、金龙等全国性的客车企业就不可能做大, 目前的主流还是优秀的企业赢得更多的市场。
- 3) 校车市场本身规模并不是极其大, 目前先导企业可以做到满足市场, 而还不至于吸引大量的其他企业加入竞争。
- 4) 校车质量受关注度高, 合理假设, 地方政府会更关注其办实事的声誉高于对地方企业力度不大的扶持。

4.2.2. 盈利能到校车生产企业手中吗?

根据目前的政策方向, 以后校车与公交车可能均由代表地方政府的机构决定采购, 而校车的盈利能力高于普通客车, 因此校车的盈利能力必定高于公交车。这就会使得投资者思考, 校车是不是有寻租的空间, 使得利润分配给其他利益相关者, 而最终到校车生产企业的手中很少?

我们认为,

- 1) 校车的盈利能力仅仅是略高于普通客车, 原因也在于其要求的工艺相对高一些, 校车本身并不是暴利业务。
- 2) 校车事件本身受到的关注度非常高, 因此从该事件中去寻租的可能性就大为降低。

4.3. 宇通具有最大竞争优势

宇通客车较早开始进行专业校车的研发和制造，也是校车设计和安全标准的制定者，在校车领域占有绝对优势。公司现有 9 款校车，包括 2 款长头车和 7 款平头车，涵盖不同的外形结构、长度、大小、座位数，产品线丰富程度业内居首。

图 7：宇通“长鼻子”校车



数据来源：公司网站、国泰君安证券研究

图 8：宇通“平头”校车



数据来源：公司网站、国泰君安证券研究

公司制造的校车参照的是美国校车安全标准，其对硬件和品质的要求高于中国国标。优秀的品质和丰富的产品种类是公司校车产品深受欢迎的原因，目前浙江德清等校车试点地区已大量采购宇通校车，公司 2009 和 2010 年的校车销量分别为 186 辆和 663 辆，预期今年销量在 800 辆以上。如果校车安全条例能及时出台并得到地方政府的贯彻落实，校车将成为公司的重要业绩增长点。

表 5：宇通客车 9 种校车车型主要参数一览

车型	外形	大小(mm)	座位数 (人)	百 km 油 耗(L)	最高车速 (km/h)
ZK6100DA	长头	9980*2430*3150	25~55	24	105
ZK6608DX	平头	5995*2240*2890	24~32	11	90
ZK6799HX	平头	7945*2450*3200	24~53	16	110
ZK6660DX	平头	6610*2240*2940	24~36	12	90
ZK6720DX	平头	7150*2240*2830	24~41	11	100
ZK6751DX	平头	7470*2320*2920	24~43	13	100
ZK6859HX	平头	8470*2450*3230	24~50	17	110
ZK6662	长头	6645*2355*2805	30~32	13	100
ZK6880HX1	平头	8835*2500*3260	65~68	24	90

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

作者简介:**白晓兰:**

执业资格证书编号: S0880511110002

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		