

铁路设备

2015.10.15

评级:

增持

上次评级:

增持

乘“一带一路”之风，中国高铁加速出海

——铁路设备行业更新报告

	王浩 (分析师)	吕娟 (分析师)	黄琨 (分析师)
	0755-23976068	021-38676139	021-38674935
	wanghao013539@gtjas.com	lvjuan@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880513090004	S0880511010047	S0880513080005

本报告导读:

“一带一路”高铁海外拓展预期逐步落地，泛亚高铁进展顺利，我们预计该战略还将获得切实融资支持，铁路设备板块将明显受益。

摘要:

- “一带一路”战略辐射亚太地区，中国高铁将助力打造“陆上丝绸之路”。我们认为，“一带一路”战略有望持续带动铁路设备板块；目前中国高铁具备性价比高、工期短、适应多样地形气候的3大优势，契合“一带一路”沿线国家的降低财政成本的切实需求；随着该战略不断向海外延伸，高铁设备出海的步伐将呈加快节奏。
- 中国对亚投行出资比例占约30%至40%，将具备较大发言权。根据亚投行章程：亚洲出资750亿美元；亚洲外国家出资250亿美元估算，按GDP比重调整，中国占据至少30%出资份额，成为亚投行最大股东；另据亚开行研究，2015-2020年亚太发展中国家年均基建投资需求达7500亿美元，预测亚投行贷款额将占未来每年投资需求的4%，根据估算，亚投行未来每年则可提供约300亿美元的基建贷款，充当基建项目的融资补充，这将助推中国铁路设备在亚太区域的拓展。
- 泛亚高铁获突破性进展，中泰铁路有望年内开建，印尼高铁中标在即。①廊开府线路已获泰国政府批准动工，将成为“一带一路”昆明-新加坡线路的核心组成主干，间接推动2016年新-马高铁预期兑现。我们认为，中国地理位置临近泰国，建设工期和成本均优于日泰高铁，2017年底完工后可树立品牌优势；②印尼政府目前倾向中方与印尼国企部联合修建雅加达-万隆高铁，看重中方团队的建设工期、融资结构优势，我们认为印尼是金砖国家中的代表性主体，采用中国高铁后将对其技术服务产生依赖性，高铁产业链有望把握海外拓展契机。
- 中美有望开展长期高铁合作，市场空间巨大。2015年9月，中车等6家国企与美国西部快线成立合资公司，预计于2016年三季度动工修建洛杉矶-拉斯维加斯高铁，全长370公里，预计投资127亿美元。我们认为，中国高铁技术被发达国家采纳，意味着中国铁路设备已实现从城轨车辆补给到高铁产业链的深度覆盖，助力高端装备业务在全球范围扩张。根据国际铁路联盟UIC2015年的测算，美国规划的11条线路总长度达13700km，投资空间超过1万亿元人民币。
- 维持铁路设备行业“增持”评级。推荐标的：康尼机电、众合科技、博深工具、晋亿实业、中国中车；受益标的：鼎汉技术、永贵电器。
- 催化剂：领导人出访加快与“一带一路”国家签署协议；海外在建高铁项目施工进展顺利。
- 风险因素：海外高铁施工缓慢；海外项目推进不达预期等。

相关报告

铁路设备:《2015 年铁路投资有望加码至 9500 亿》	2015.04.16
铁路设备:《南北车合并，海外发展将加速》	2014.12.30
铁路设备:《无论南北车合并与否，未来寄托于海外》	2014.10.27
铁路设备:《动车组招标落地，期待后续招标》	2014.08.24
铁路设备:《近看动车招标，远看高铁加密》	2014.07.21

目 录

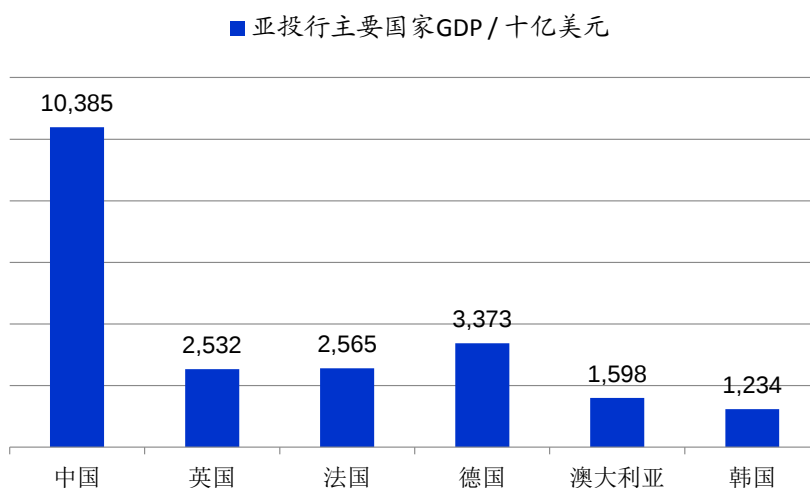
1. 亚投行-中国主导融资平台，加速亚太铁路建设.....	3
2. “一带一路”开启黄金十年，铁路设备长期受益	4
2.1. 基础设施互通为主，产业转移为辅，利好机械设备出口	4
2.2. “一带一路”泛亚线路推进顺利，中泰高铁合作落地.....	5
2.3. 进军发展中国家，中国有望参与印尼高铁建设	6
2.4. 进军发达国家，把握美国万亿铁路投资市场	6
2.4. 中国高铁的比较优势：性价比、技术多样化	8
2.4.1. 建设性价比优势	8
2.4.2. 适应多样性气候、地形等特殊条件的优势	9
3. 风险因素	10
3.1. 海外项目推进不及预期	10
3.2. 国内铁路投资不达预期	10

1. 亚投行-中国主导融资平台，加速亚太铁路建设

亚洲基础设施投资银行（Asian Infrastructure Investment Bank，简称“亚投行”）是一个政府间区域多边开发机构，重点支持亚太基础设施建设，总部在北京。亚洲是世界经济增长最快的区域，并且未来 20 年内将长期保持高投资态势，根据世界银行亚洲部门的研究，若要达到发达国家水平，亚洲基础建设投资需求在 8 万亿美元左右，相当于 49.6 万亿元人民币，投资空间巨大。

2015 年 4 月 17 日，中国财政部确定亚投行创始成员国数量达 57 个，合作进展顺利。我们认为，亚投行让中国从过去的参与者成为了组织者，将重塑中国在全球经济的地位，而美国的重要盟友：英国、德国、法国、意大利、澳大利亚等相继宣布加入亚投行，意味着国家“一带一路”战略的“互惠共赢”价值也已经获得西方主流国家认可。

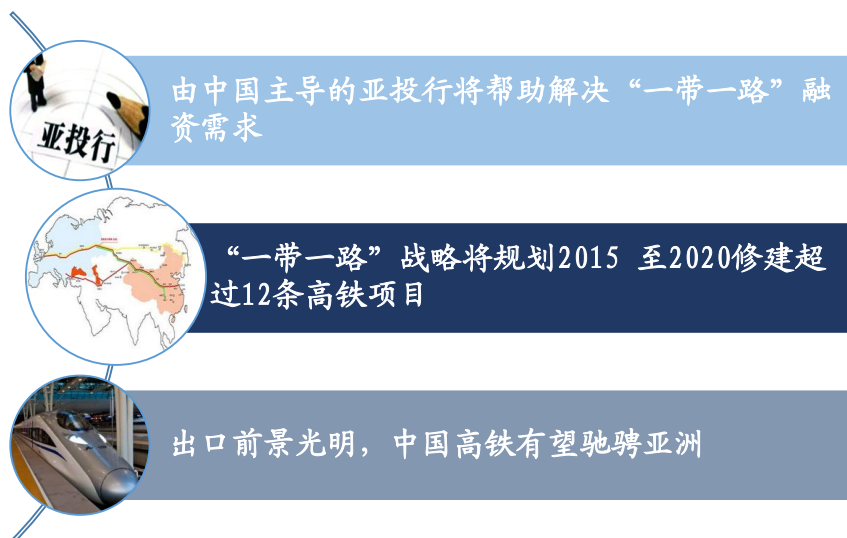
图 1：中国约占据亚投行 30%-40% 的投票权，具备决定性优势



数据来源：wind、国泰君安证券研究

我们认为，中国主导的亚投行将成为全球金融版图的重要一员，以银行团贷款、授信等方式开展金融融资合作，参与并支持“一带一路”战略规划的重点基建项目。根据亚投行投票权的设定章程，鉴于美国和日本（GDP 世界排名分别为第 1 和第 3）并未加入亚投行创始成员国队伍，中国将拥有亚投行的项目投资主导权。按照中国最少约 30% 的投票权，也就是至少 30% 的项目主导权，未来中国有望主导每年约 90 亿美元的亚太投资项目，加速中国周边的基建项目的建设。

图 2: 亚投行将为亚洲基建提供融资帮助, 与世界银行优势互补



数据来源: 国泰君安证券研究

2. “一带一路”开启黄金十年, 铁路设备长期受益

2.1. 基础设施互通为主, 产业转移为辅, 利好机械设备出口

“一带一路”主要发展目标是亚洲以及连接亚洲的发展中国家, 借助古代“丝绸之路”的概念辐射亚洲, 促进经济合作。根据《中国经济网》初步统计, “一带一路”沿线经济规模达 21 万亿美元, 占世界 GDP 的 29%, 覆盖约 44 亿人口。“一带一路”是中国深化开放、积极探索多边合作的战略性规划, 将逐步推动中国连接世界的步伐; 我们认为, “一带一路”是贯穿 2015 年的主题, 将长期辐射整体中国经济, 带动相关主题。

表 1: “一带一路”战略将有助国内机械、核电、高铁、油气设备出口

“一带一路”出口企业	相关上市公司
工程机械	徐工机械、中联重科、三一重工、柳工
油气设备	江钻股份、杰瑞股份、海默科技
铁路设备	中国中车、博深工具、康尼机电、众合科技、鼎汉技术、
核电装备	丹甫股份、应流股份

数据来源: 21 世纪经济报道、国泰君安证券研究

“一带一路”将以基础设施（交通、能源、通信）的互联互通为优先, 促进亚太贸易促进文化交流。我们认为, 中国作为劳动密集型国家, 将通过转移方式向“一带一路”国家输出产能。我们判断, 一带一路的推行与化解国内过剩产能（如粗钢、水泥）相关, 2009 年“四万亿”投资后, 国内经历长时间基础建设, 边际效益降低。根据 2014 年国家统计局的 GDP 分拆研究, 投资对 GDP 拉动作用从 2013 年的 4.8% 降至 3.6%, 存在产能过剩, 通过向亚太周边国家输出富余产能将可缓解过剩情况。

另外, 随着国内高铁建设日趋完善, “四纵四横”高铁干线接近打造完成,

我们认为未来高铁转战海外的发展路径已逐渐清晰。中国需在“一带一路”沿线国家复制“投资-建设-拉动 GDP”的模式，带动本国高端制造业进入新一轮景气周期。同时，在国内高铁的建设和各类运营经验均已成熟的背景下，国家领导人持续在各发展中国家推销高铁产品，也将催化高铁出海的前景。总体而言，中国铁路设备制造业的景气度有望保持向上趋势。

2.2. “一带一路”泛亚线路推进顺利，中泰高铁合作落地

2015 年 8 月，中铁建东南亚公司总经理朱锡均证实中泰高铁项目已获得泰国政府批准，修建 4 条全长 867 公里的支线高铁线路，连接北部重镇廊开府和首都曼谷，预计 2015 年 10 月底开工。我们认为，作为泛亚铁路的重要一环，中泰高铁项目合作敲定，标志高铁名片战略获得实质性推进，可带动中国高端制造业利用自身技术优势服务并拓展全球市场。

中泰高铁合作之路经历曲折，然而结局柳暗花明，为“一带一路”的重点线路泛亚高铁（昆明-新加坡）推进打下坚实基础。根据新华网报道，中泰高铁建成运营后，昆明-曼谷的高铁往返票价约合人民币 700-900 元，相当于 2015 年两地往返机票的 1/3，而货运费用则相当于空运费用的 1/9。同时，中国驻泰使馆预计中泰高铁每年将为泰国增加 200 万名中国旅客，刺激当地旅游消费。

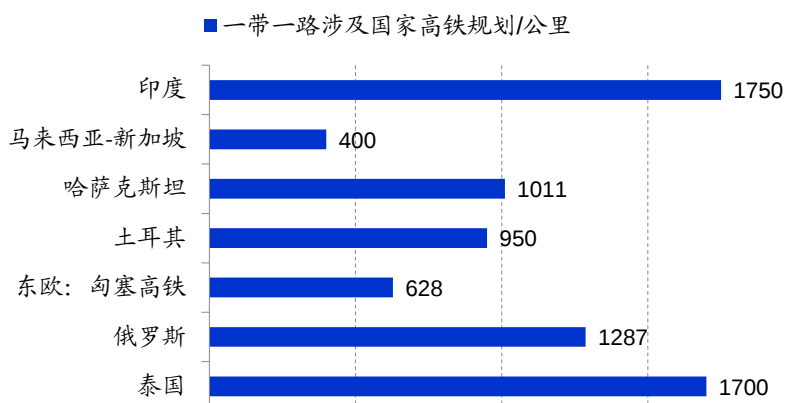
表 2：中国帮助泰国修建 4 条复线升级铁路项目

线路	目的地
南线	曼谷-坎桂
中线 1	坎桂-呵叻
中线 2	坎桂-马塔普
北线	呵叻-廊开府
合计	870 公里；2017 年底投入运营

数据来源：高铁网、国泰君安证券研究

具体分析，中泰高铁合作项目的 4 条线路均为复线建设，设计最高时速为 180km/h，并未涉及真正意义上的高铁。然而，我们认为中泰高铁合作更重要的意义在于承接了“一带一路”中昆明-新加坡的重要组成部分，具备长远战略意义。2010-2015 年，泰国制造与服务业每年的物流成本占据泰国 GDP 的 19%，占比较高，换句话说，泰国相对落后的铁路货运基础设施减缓了本国商品流通的速率，间接地拖累了泰国经济发展。我们判断，凭借较近的地理优势和建设成本/速度优秀，昆明-曼谷高铁的完工速度将快于日本和泰国合作的曼谷-清迈高铁，有助于中国高铁产业链在亚洲其它国家树立良好品牌形象。泰国已经超过 50 年没有提升过铁路系统，通过投资基建，推动高铁产业链在泰国落地契合了国家“一带一路”战略，铁路设备制造业将长期受益。

图 3：“一带一路”相关国家计划在 2020 年修建超过 7500 公里高铁线路



数据来源：高铁网、国泰君安证券研究

2.3. 进军发展中国家，中国有望参与印尼高铁建设

2015 年 10 月 1 日晚，印尼国企部部长苏马尔诺宣布中国高铁竞标团与印尼国企联合体关于雅加达-万隆高铁的项目仍在谈判中，并期望 10 月底双方能就建立合资公司签约。2015 年 9 月，随着日本竞标团的退出，中国成为雅万高铁唯一竞标者，印尼当局也倾向于中方较低成本的竞标方案。雅万高铁的中方设计长度 150 公里，最高时速 250km/h，总投资额约 55 亿美元，建设周期 3 年。此前，印尼政府曾对竞标者提出了苛刻的要求，1：政府不给予该项目贷款信用担保；2：政府不会动用任何资金支持项目。换句话说，日本方面此前提出的低息贷款并不被印尼官方所接纳，因此退出竞标。我们认为，中方作为唯一竞标者，有望大概率中标。同时，若采用中方修建方案，预计将对海外发展中国家市场产生示范效应，加快中国高铁在全球范围获取更多海外订单。

中国提出的雅万高铁方案中，铁路总公司出资 40%，印尼国企联合出资 60%，而国家开发银行与工商银行将为双方直接提供全额贷款，利率为 2%。我们认为，印尼政府着重偏好中方不需要印尼主权信用担保，而将融资风险转移到企业这一点。相比之下，日本方案建设周期为 8 年，造价约 65 亿美元，贷款利率 0.1%，需要信用担保。我们认为，在造价、建设工期和融资结构 3 个方面，中国高铁更加契合印尼方面要求，雅万高铁沿线为印尼主要城市群集中地，而中国在高铁沿线经济开发，如房地产项目具备超过 5 年经验，可长远带动印尼经济。更重要的是，近年来印尼在金砖国家、主要发展中国家集团里经济增速较快，如能顺利拿下印尼高铁项目，可为获取更多基础设施项目开启机遇，如规划中的雅加达-泗水高铁。我们认为，一旦雅万高铁建成，印尼将对中方技术和后市场服务产生依赖感，中国在印尼高铁市场将形成垄断地位。

2.4. 进军发达国家，把握美国万亿铁路投资市场

高铁崛起与大国战略息息相关，2015 年 9 月中美高铁则成为“一带一路”拓展之旅上超乎预期的瞩目亮点。中美关系是当今世界政经格局最重要的双边关系之一，我们认为，中美合作共赢是大势所趋，而深化高铁合作是顺势而为。2014 年中美双边贸易额达 5155 亿美元，投资存量超过 1200 亿美元，根据中美交流基金协会估算，至 2020 年中国在美国投资将

达 2000 亿美元，为美国创造 400 万个新增就业机会。数十年来，中美在高端设备领域的商贸大单集中在波音飞机等航天设备对华销售上，与以往不同的是，包括中国铁建、中国中车在内的 6 家企业在美成立了中国铁路国际（美国）有限公司，并于 2015 年 9 月 13 日与美国西部快线公司签署了修建拉斯维加斯-洛杉矶高铁合作协议，最早于 2016 年 9 月开工建设，预计工期 3 个月。我们认为，中国高铁挺进美国市场的战略意义重大而深远，美国是“一带一路”长远规划发达国家中率先采纳中国高铁的国家，洛-拉高铁作为美国本土第一条高铁，将深度强化中国高铁名片的世界影响力。

图 4：修建洛杉矶-拉斯维加斯快线，中国高铁开启进军美国第一线



数据来源：新京报

契合习主席 9 月访问，中美深化高端制造合作。根据 SCI Verkehr 测算，美国远期铁路市场空间超 3 万公里，是世界上仅次于中国的第二大市场，目前铁路设备年需求达 200 亿美元，我们预计伴随着高铁修建，设备需求空间有望进一步扩大。中美此次签订的西部高铁项目全长 370 公里，总投资额约 127 亿美元。我们认为，该线修建长度相当于沪-昆线的上海-杭州段，预计施工难度将较低。目前在美国国土交通运输部的规划中，存有洛杉矶-旧金山高铁、纽约-波士顿、达拉斯-休斯顿、加州高铁等 11 条高铁线路，我们认为，洛杉矶-拉斯维加斯高铁有望起到示范作用，待顺利运营后，带动更多项目落地。

我们认为，2015 年美国重启高铁计划对本土制造业意义重大。美国的城市群聚集了约 70% 的人口，对应 80% 的 GDP，加上国家整体地势平缓，基建技术等建设条件完备，美国各大城市间修建多条高铁线路可行性较高。2014 年 10 月，中国中车获得波士顿地铁(橙线)车辆订单，标志着中国铁路设备企业正式进入美国市场，我们认为，本次中美合作修建洛杉矶-拉斯维加斯高铁，实现了从城轨到高铁的层次拓展。进一步展望，凭借中国高铁成熟的产业链经验，以及国内高铁 1.2 万公里的修建长度和 8 年运营经验，未来中国高铁有望更多地参与美国等发达国家的铁路基

础建设，作为“走出去”的名片承载中国高端设备出口的重任。

表 3: 以中国为枢纽的高铁线路成型，与“一带一路”战略协调亚洲区域内的经济交流

方向:	以中国版图为核心的 4 条枢纽线路:	可行性和相关概况、进度:
线路 1	渝新欧铁路（已建成中国段，以货运为主）	路线成本高，既有线路无法改造去适应 350km/h 时速的列车
线路 2	中亚经伊朗、土耳其，连接欧洲	可行性商讨中
线路 3	新疆喀什-瓜达尔港（中-巴基斯坦铁路）； 线路速度待定；中国铁建协助巴方拉合尔城市轨交总计 111 亿人民币项目	切入点在新疆和巴方边界存在中东军事隐患(ISIS、伊朗核安全)；中-巴双方已有合作意向，即将签署协议
线路 4	泛亚铁路（往东南亚方向），途径泰国、老挝、马来西亚、终点为新加坡，	新、马反映积极；泰国方面则已签署修建协议，曼谷-廊开府段将于 2015 年底前开工

数据来源：21 世纪经济报道、国泰君安证券研究

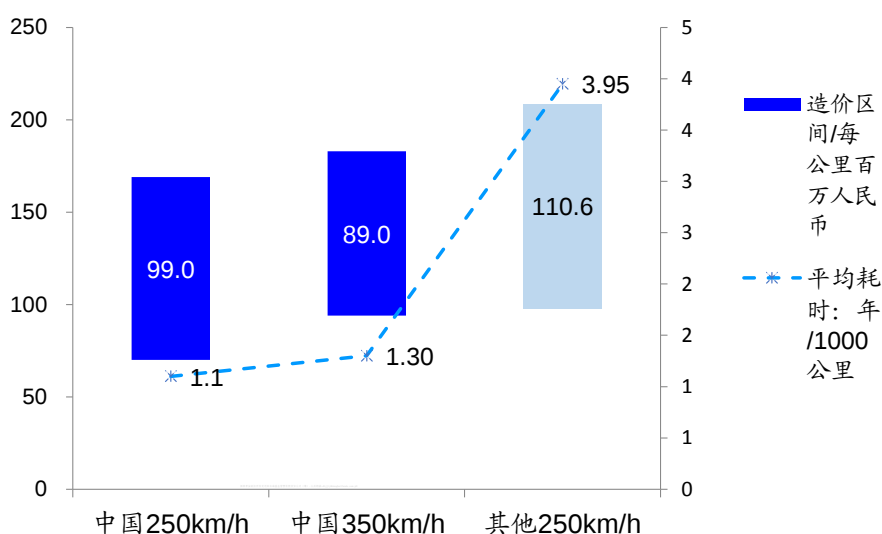
根据国际铁路联盟 UIC2015 年的测算，预计到 2025 年全球高铁总里程将超过 5 万公里，带动高铁直接投资将超过 1.1 万亿美元，全球铁路设备行业长期受益。其中，美国规划的 11 条线路总长度达 13700km，投资空间超过 1 万亿元人民币。进一步展望，凭借中国高铁成熟的产业链经验，以及国内高铁 1.2 万公里的修建长度和 8 年运营经验，未来中国高铁有望更多地参与美国等发达国家的铁路基础建设，作为“走出去”的名片承载中国高端设备出口的重任。

2.4. 中国高铁的比较优势：性价比、技术多样化

2.4.1. 建设性价比优势

中国高铁 2014 年运营里程达 1.6 万公里，占世界里程的 51%，运营长度世界第一，积累丰富运营经验。根据世界银行的研究分析，中国高铁的建设成本约为其他国家的 2/3，而票价为世界平均的 1/4 到 1/5，性价比优势明显。

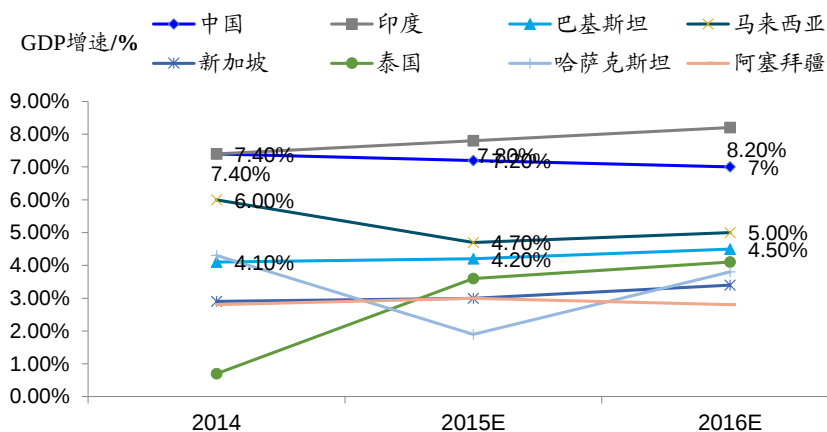
图 5: 中国高铁在建设成本和工期两方面存在比较优势，性价比高



数据来源：世界银行、高铁网、国泰君安证券研究

我们认为，中国高铁具备较低的单位成本，原因不仅在于较低的劳动力成本，也在于规模经济的利用。具体分析为：1.推行长期大型计划，项目时长普遍 6-7 年，2011-2014 年高铁建设规划总长度达 10000 公里，这激发了施工单位的工作积极性；2.采用产能输入率较高和本地创新的技术，如一体化的工程机械设备，提升土建和桥梁约 35%的施工效率。

图 6：计划兴建高铁的亚洲国家面临增速压力，投资同时需要兼顾成本控制



数据来源：亚洲开发银行（ADB）、国泰君安证券研究

近 3 年来，亚洲发展中国家面临全球经济复苏带来的上升成本压力，有效率降低财政支出成为 2015 年新议题。2015 年 3 月亚洲开发银行(ADB)将亚洲发展中国家 2015-2016 年经济增速由 6.5%下调至 6.3%，认为、亚洲经济强有力的反弹需要建立在各国财政稳定的基础上。我们认为，基于财政考虑，亚洲国家在发展高铁项目时将优先考虑价格和项目建设效率，而中国高铁在两方面均具备比较优势。

2.4.2. 适应多样性气候、地形等特殊条件的优势

“一带一路”沿线国家的气候迥异，建设过程将遇到较多技术性难题，而中国高铁在这方面有望确立独特的领先优势。我国地貌气候差异性大，过往在建设及运营高铁项目中积累了大量经验，如中国北车的 CRH5H 型高寒抗风沙车组，能够在风沙多、温差大等恶劣环境下运行，适用于哈萨卡斯坦、俄罗斯等中亚国家。

表 4：中国高铁适应多方面气候/地形，并具备丰富的运营经验优势：

技术性优势	已有的国内线路代表	适用的“一带一路”相关国家
高寒气候	哈尔滨-大连线路：世界第一条高寒 300km/h 以上高铁；防冻胀路基/钢轨；接触网融冰系统；道岔融雪机制	俄罗斯(尤其是莫斯科-喀山和穿越西伯利亚线路)、乌克兰、匈牙利
热带气候	海南岛(海口-三亚)高铁，列车配备高功率空调压缩机系统	马来西亚、新加坡
沙漠沙尘气候	兰州-新疆高铁：CRH5H 型列车采用流线型车头，改善气动性能；电动塞拉门的密封胶则采用双重密封，确保良好密封性；车体采用特殊质料，抗砾石冲击性强；底盘设置排	沙特阿拉伯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、阿联酋

	沙结构，解决风沙导致的设备通风不良情况	
山区/涵洞地形	贵广高铁：全线 857 公里穿越 219.1 公里的喀斯特熔岩段，桥隧比达 83%，建设桥梁 510 座、隧道 238 段、	山脉地区，如东欧、智利、秘鲁
沿海地形	京沪高铁：世界上单次建成里程最长的路线；最小曲线半径；最大坡度；线间距最短高铁；	较多，如：美国洛杉矶-旧金山高铁等西部线路

数据来源：高铁网、国泰君安证券研究

表 5：A 股相关上市公司盈利预测和估值水平

证券代码	证券简称	收盘价 2015/10/15	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	评级
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
603111.SH	康尼机电	33.14	98	0.48	0.59	0.70	69.4	56.2	47.3	10.3	增持
000925.SZ	众合科技	18.46	60	0.04	0.26	0.64	492.8	71.0	28.8	6.4	增持
002282.SZ	博深工具	11.81	40	0.09	0.15	0.55	130.5	78.7	21.5	5.0	增持
601002.SH	晋亿实业	13.86	110	0.17	0.29	0.34	80.1	47.8	40.8	4.7	增持
601766.SH	中国中车	14.16	3,864	0.40	0.43	0.50	35.4	33	28.2	9.5	无
300011.SZ	鼎汉技术	33.52	176	0.33	0.70	0.94	100.8	48.0	35.7	9.7	无
300351.SZ	永贵电器	29.84	101	0.34	0.43	0.56	88.1	69.0	52.9	10.1	无
				均值			142.4	57.6	36.5	8.0	
				中值			88.1	56.2	35.7	9.5	

数据来源：Wind、国泰君安证券研究（除康尼机电、众合科技、博深工具、晋亿实业外，其余盈利预测取自 Wind 一致预期）

3. 风险因素

3.1. 海外项目推进不及预期

2014 年 11 月，中国高铁投标团曾中标墨西哥高铁（墨西哥城-克雷塔罗州）的 300km/h 时速项目，随后墨西哥政府单方面取消竞标结果，并无限期推迟招标，中国铁建和中国南车的联合竞标团折戟而归。我们认为，海外项目的不确定性普遍高于国内，在发展中国家则尤为明显，考虑到“一带一路”的主要涉及国家为亚太发展中国家，未来中国高铁驶向亚洲也需要防范类似风险。

3.2. 国内铁路投资不达预期

铁路总公司在 2015 年初给予的指引是“全年铁路投资额不低于 8000 亿元，保持高位投资”。我们判断，尽管 2015 年国内铁路投资总额较高，但考虑 8000 亿元投资量已是历史第二高位，因此具体上调空间仍将由国家三、四季度的宏观经济走势，以及各高铁、城际、货运线路的具体建设需求决定。

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，需在允许的范围内使用，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		