

【策略专题】“国改君”国企改革系列之三十三：

策略专题：央企混改将是雄安主题扩散的“真”主线**投资要点**

1. 事件：在雄安主题连续封板之际，4月6日，刘鹤强调“重点领域混改迈出实质性步伐，倒排时间表，争取做到5、6月改革方案全部报出，19大前全部出台”。

完全验证了我们在3月30日市场大跌之际专题《为什么当前时点应重视价值型国企龙头？》。同时，“国改君”系列报告自去年以来，在市场最早最坚定聚焦联通及央企混改。

2. 央企搬迁是雄安最先落地的改革，其过程也将大幅消减改革阻力，“一箭双雕”。我们认为，雄安新区是新一轮改革的起点，或将至少成为三大当前“经济体制沉疴”——地产经济、污染发展、国企僵化的颇具点。中国中铁等公司表态后，央企搬迁或是雄安新区最先落地的改革。多年来京津冀一体化难以推动的根源在于央企相关领导不愿放弃自身利益迁出北京，与混改推动阻力“如出一辙”，通过自上而下，推动央企厂房搬迁和人员安置，在这一过程中消减改革阻力，同时推动央企混改加速，或将是决策层“一箭双雕”的选择。

3. 政治周期看雄安：从政治周期看雄安：一带一路、京津冀升级之后，国企混改或是下一个发力焦点。我们认为，近期雄安新区、一带一路峰会升级不是偶然的。从政治周期看，上述改革均为2013年后推出的重要改革，今年19大之前，需要做出阶段性工作成果以迎接大会召开；另一方面，在六中全会习总书记正式成为“核心”之后，使得上述政策加速落地得到保证。因此，在当前“四项改革”中三项已取得重大突破之下，我们认为，在发改委专题会已明确时间表之下，混改标杆性公司加速推进或将可期。

4. 2季度央企改革或迎来五大催化强风口：1) 联通等标杆央企混改方案落地；2) 第二批央企混改试点名单或将加速推出；3) 央企员工持股首批试点方案推出；4) 国企分红及投资回报机制重塑方案或将推出；5) 国企改革ETF基金的全国性推广。

5. 关注军工、铁路、盐业混改，首推“中兰天龙”组合。重点关注：中国国航（国企结构调整基金参与定增增加改革预期）、兰太实业（盐业市场化体制改革加速，公司是中盐集团唯一上市公司）、航天信息（推进军民融合PPP项目+海外外延战略）、铁龙物流（铁总旗下仅有的物流上市平台，铁总今年重点推进铁路资产证券化）。

证券分析师**联系人：王君**

电话：010-63214678

邮箱：wangjun@hcyjs.com

**联系人：徐驰**

电话：021-20572535

邮箱：xuchi@hcyjs.com

相关研究报告

《消费升级 2.0：高端崛起，身份化时代到来——华创策略联合宏观及十一大行业》

2017-03-21

《策略专题：返朴归真——2017Q2 市场策略展望》

2017-03-27

《策略专题：为什么当前时点应重视价值型国企龙头？》

2017-03-30

《华创研究4月金股》

2017-04-05

《策略专题：如何看待“千年大计”雄安主题的三个市场分歧？》

2017-04-05

目 录

一、雄安新区：央企搬迁及人员安置将是央企混改破局的“硬币另一面”	4
二、从政治周期看雄安：一带一路、京津冀、自贸区升级之后，国企混改“标杆”出炉在即	6
三、未来关键催化：时间表已定，5 大关键催化将在二季度掀起“国改”强风口	6
四、再次重申混改 2017“破冰”的逻辑：经济下行、去杠杆及顶层设计完成倒逼混改“破冰”	8
（一）宏观层面：去杠杆及经济下行压力倒逼“混改”破冰	8
（二）政策层面：顶层设计完成，混改进入实质性强推阶段.....	8
五、投资建议：关注军工、铁路、盐业混改，首推“中兰天龙”组合	9

图表目录

图表 1	在京 87 家央企或将迁往雄安新区.....	5
图表 2	2013 年启动的四大改革今年均已重大突破.....	6
图表 3	央企改革近期明显提速	7
图表 4	国企资产上升，利润同比下降，亏损面扩大.....	8
图表 5	国企民企资产负债率对比.....	8
图表 6	2016 年信用兑付违约分布	9
图表 7	2015 年信用兑付违约分布	9
图表 8	新一轮国企改革历程	9
图表 9	混改重点领域核心标的组合，首推“中兰天龙”组合	10

事件：在雄安主题连续封板之际，4月6日，刘鹤再度召开委内改革专题会议，强调要在“电力、石油、天然气、铁路、民航、军工”等领域迈出实质性步伐，倒排时间表，争取做到5、6月改革方案全部报出，19大前全部出台。同时，4月5日，中国联通集团正在筹划并推进开展与混改相关的重大事项，且或将围绕上市公司作为平台。

央企龙头混改的“破冰”，完全验证了我们在3月30日市场大跌之际专题报告《为什么当前时点应重视价值型国企龙头？》的观点。

我们认为，央企混改的破冰，与雄安新区同时进行不是偶然的，实际上，央企改革或是雄安主题扩散的“真主线”。

一、雄安新区：央企搬迁及人员安置将是央企混改破局的“硬币另一面”

雄安新区由于在通稿中直接对标了浦东和深圳特区，因此市场当前普遍解读仍从经济方面入手进行解读。我们在《如何看待“千年大计”雄安主题的三个市场分歧？》就已经明确，雄安新区是最高领导人面对旧体制痼疾造成五年经济增速下行压力“倒逼”，同时权力集中后，自上而下推动改革破冰“支点”。且与80、90年代“做大蛋糕”相比，改革开放30年后，当前改革的核心在于打破既得利益格局的固化。

从新华社通稿及“新区”架构情况看，雄安新区或将至少成为三大当前“经济体制沉疴”的破局点——地产经济、污染发展、国企僵化：

1) **通过新加坡公租房模式破解地产经济：**张高丽副总理在京津冀协同发展工作推进会议中已明确雄安新区严禁大规模发展房地产，我们认为，雄安新区或模仿新加坡模式，即由国家直接管控土地，积极发展公租房、廉租房模式。

2) **轻工业化低密度化建设绿色生态宜居新城：**建设绿色生态宜居新城，是雄安新区七大重点任务之首，也是其定位与浦东新区、深圳特区的最大不同。根据京津冀协同发展专家咨询委员会副组长邬贺铨描述，雄安新区初始可能100万人左右，发展比较好的话可能达到200-300万人。这意味着雄安不会走大规模基建及制造业的老路，因此，我们认为：**园林、水污染治理、装配式建筑等或取代当前市场最为关注的钢铁、水泥，成为雄安主题中长期龙头。**

3) **以搬迁及人员安置带动国企改革“破局”：**疏解首都非核心功能是十余年来京津冀一体化的要旨所在。而作为定位“非经济中心”的北京，在京央企总部的搬离应是京津冀一体化的“题中之义”。然而，十余年来，京津冀一体化始终难以推进，甚至曹妃甸、滨海新区等大幅低于预期，究本质而言，央企对于搬迁的相对消极态度是制约京津冀一体化的主要“瓶颈”，而这背后，央企员工，特别是中高层员工，基于自身利益不愿放弃在京条件是最核心主因。这一因素与国企改革难点“如出一辙”。此次雄安是习总书记正式成为“核心”后推出的“千年大计”，而央企总部搬迁带动人员、资金流入是雄安新区能否成功的“关键一着”，不排除今后或成立重量级工作组进行强力推动。我们认为，通过厂房搬迁，清除人员阻力，进而同时撬动央企改革，或将达到“一箭双雕”的目的。通过目前资料梳理，约有88家在京央企总部或搬迁至雄安，随着昨日中国中铁对于搬迁至央企的表态，或引发在京央企搬迁表态潮，这将是雄安新区最早能够看到落地的一批项目。我们认为，央企混改或将配合央企搬迁及人员安置的过程同时加速。

图表 1 在京 87 家央企或将迁往雄安新区

中国核工业集团公司	中国航空集团公司	中国普天信息产业集团公司
中国航天科工集团公司	中国中化集团公司	电信科学技术研究院
中国船舶重工集团公司	中粮集团有限公司	中国农业发展集团总公司
中国兵器工业集团公司	中国矿集团公司	中国中纺集团公司
中国兵器装备集团公司	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	中国中丝集团公司
中国电子科技集团公司	中国建筑工程总公司	中国医药集团总公司
中国石油天然气集团公司	中国储备粮管理总公司	中国国旅集团有限公司
中国石油化工集团公司	国家开发投资公司	中国保利集团公司
中国海洋石油总公司	华润（集团）有限公司	中国冶金质总局
国家电网公司	中国港中旅集团公司[香港中旅（集团）有限公司]	中国煤炭质总局
中国南方电网有限责任公司	国家核电技术有限公司	新兴际华集团有限公司
中国华能集团公司	中国商用飞机有限责任公司	中国民航信息集团公司
中国唐集团公司	中国国际工程咨询公司	中国航空油料集团公司
中国华电集团公司	中国诚通控股集团有限公司	中国航空器材集团公司
中国国电集团公司	中国中煤能源集团公司	中国电力建设集团有限公司
国家电力投资集团公司	机械科学研究总院	中国能源建设集团有限公司
中国江峡集团公司	中国冶金科工集团有限公司	中国黄金集团公司
神华集团有限责任公司	中国钢研科技集团公司	中国储备棉管理总公司
中国电信集团公司	中国化工集团公司	中国广核集团有限公司
中国联合网络通信集团有限公司	中国化学工程集团公司	中国华录集团有限公司
中国移动通信集团公司	中国盐业总公司	华侨城集团公司
中国电子信息产业集团有限公司	中国建筑材料集团有限公司	中国西电集团公司
中国第一汽车集团公司	北京有色金属研究总院	中国铁路物资（集团）总公司
中国第一重型机械集团公司	北京矿冶研究总院	中国铁塔股份有限公司
中国机械工业集团有限公司	中国建筑科学研究院	中国航天科技集团公司
哈尔滨电气集团公司	中车集团	中国南方航空集团公司
宝钢集团有限公司	中国铁路工程总公司	中国恒天集团
中国洋运输（集团）总公司	中国铁道建筑总公司	中建交通建设集团
中国海运（集团）总公司	中国交通建设集团有限公司	中国铝业

资料来源：华创证券研究所

二、从政治周期看雄安：一带一路、京津冀、自贸区升级之后，国企混改“标杆”出炉在即

我们认为，近期京津冀一体化在沉寂多时之后，雄安新区横空而出，不是偶然的，联想到 1 月份，一带一路在沉寂之后，上升为联合国战略及一带一路高峰论坛的推出，3 月，上海自贸区上升为自由贸易港。我们认为，从政治周期看，上述改革均为 2013 年后推出的重要改革，今年 19 大之前，需要做出阶段性工作成果以迎接大会召开；另一方面，上述改革均为关乎“国计民生”“习核心”“着力推动的”顶层设计“，在六中全会习总书记正式成为”核心“之后，权力的加强能够使得上述政策加速落地得到保证。因此，在当前 2013 年“四项改革”中三项已取得重大突破之下，我们认为，在发改委专题会已明确时间表之下，混改标杆性公司加速推进或将可期。

图表 2 2013 年启动的四大改革今年均已重大突破

概念	首次提出时间	升华时间
一带一路	2013 年 9 月 7 日	2017 年 1 月 17 日（习近平宣布，今年 5 月，中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛）
京津冀	2014 年 2 月 26 日	2017 年 4 月 1 日（雄安新区成立）
上海自贸区	2013 年 8 月 22 日	2017 年 3 月 31 日（自由贸易港区首次作为完整概念提出（2020 年前建成））
国企改革	2013 年 11 月 15 日	2017 年 3 月 31 日（刘鹤在委内改革专题会议中提出要着力抓好混合所有制改革试点，争取做到 5、6 月份改革方案全部报出、党的十九大之前出台实施）

资料来源：华创证券研究所

三、未来关键催化：时间表已定，5 大关键催化将在二季度掀起“国改”强风口

1) **联通等标杆央企混改方案落地**：4 月 7 日，中国联通公告：“联通集团正在筹划并推进开展与混合所有制改革相关的重大事项，该重大事项拟以联通 A 股公司为平台”，我们认为，这意味着中国联通与 BAT 等混改方案的最终落地已为时不远。该方案的落地或将成为央企混改“标杆”，极大加速相关央企进程。

2) **第二批央企混改试点名单或将加速推出**：4 月 6 日，刘鹤再度召开委内改革专题会议，强调要在“电力、石油、天然气、铁路、民航、军工”等领域混改迈出实质性步伐，倒排时间表，争取做到 5、6 月改革方案全部报出，19 大前全部出台”。考虑到第一批央企混改试点企业目前已进入方案落地期，5-6 月间第二批试点央企的筹备和上报也将是大概率事件。

3) **央企员工持股首批试点方案推出**：根据去年 8 月《员工持股试点意见》，今年央企要进行 10 家左右员工持股试点，考虑到发改委“5、6 月份方案全部报出，19 大前全部出台”的要求，我们认为，首批央企员工持股的试点方案或已“箭在弦上”。

4) **国企分红及投资回报机制重塑方案或将推出**：国资委肖亚庆主任在两会上强调“进一步完善分红机制，上市公司要关心股价，更关心分红，要建立完善分红机制，符合价值投资的理念，要做切实的分红方案，不断提高各个资本投资者的回报。上市公司就应该分红，就应该多赚取利润，然后为股东包括国有资本在内的所有股东提供更多的回报”，以及近日，新华社发文“拿掺水的‘分红’糊弄股民应限制”，以及证监会“将进一步加强监管，研究制定对付长期不分红的‘铁公鸡’硬措施”，近期关于分红机制化的声音越来越密集，我们认为，国企分红的强制性规定及国企投资回报机制重塑相关规定或将在年内推出。

5) **国企改革 ETF 基金的全国性推广**：国企改革顶层设计已于去年基本完成，今年除了相关标杆央企方案落地之外，另一个重要看点就是，前期国改重点试点先进省份的优秀经验全国性推广。去年 8 月上海率先推出上海国企改革 ETF 基金作为国资市值管理、国企间交叉持股及国资减持的重要资本市场工具，曾经在推出前后为上海国企改革主题及龙头股带来强风口。作为指数型管理工具，通过观察上海国企改革 ETF 前十大重仓股可知，分红比例、市值以及过去 3 年 ROE 稳健是上海国企改革 ETF 基金指数配置的重要依据，有助于助推国企向着提升投资者回报及现金分红方面转变。当前上海国企改革 ETF 试点获得各地高度认同，根据我们的草根调研，众多地方乃至全国性国企改革 ETF 基金已于去年下半年陆续开始筹备，有望今年中旬前后出台，由此或带来国企价值龙头的强催化。

图表 3 央企改革近期明显提速

时间	部门/企业	事件
2017 年 3 月 1 日	中国电信	中国电信将成立专项投资基金推进混改，继续探索引入民资
2017 年 3 月 2 日	国资委	国企市场化选聘试点今年扩容，关键性薪酬改革启动
2017 年 3 月 3 日	中国核建	中核新能源混合所有制改革首次股东大会召开，标志着其成为中国核建集团混改试点单位中率先完成战略投资人引入工作的单位
2017 年 3 月 6 日	发改委	计划今年基本完成国有企业公司制改革
2017 年 3 月 6 日	中国联通	已完成混改方案制定，正在候审
2017 年 3 月 6 日	中国航空工业集团	将明确国有资产分类管理、梳理集团层面产业股权投资基金筹建、市场化债转股等工作思路，起草上市公司资本运作规划及市值管理方案
2017 年 3 月 8 日	国资委主任肖亚庆	资本市场是混合所有制改革的实施平台之一，此外也还会有其他的混改方法
2017 年 3 月 8 日	五矿集团董事长何文波	目前中国五矿在国务院国资委指导下制定的国有资本投资公司试点方案已经上报国资委，正在等待批复（经参）
2017 年 3 月 8 日	中粮集团	2017 年将以整体上市为目标，加大资源整合力度
2017 年 3 月 9 日	国资委	2017 年将进一步推动混合所有制改革，混改要在数量上扩大，层级上提升，深度上扩展
2017 年 3 月 11 日	航天科技集团	混改将主要通过上市实现
2017 年 3 月 13 日	国资委主任肖亚庆	混改员工持股试点在继续推进中
2017 年 3 月 16 日	中石油	快刀剥离不良资产，为混改和专业化重组铺路
2017 年 3 月 19 日	中国中央政治局常委、国务院副总理张高丽	深化混合所有制改革，在电力、石油、军工等领域迈出实质性步伐
2017 年 3 月 19 日	发改委	国企混改方向进一步明确
2017 年 3 月 25 日	中国企业改革与发展研究会副会长李锦	军工将会成为国企“混改”的突破点
2017 年 3 月 25 日	航天科技集团副总张建恒	军工集团事业单位改革方案已基本确认，亟待配套政策落地
2017 年 4 月 5 日	中国联通	正在筹划并推进开展与混改相关的重大事项
2017 年 4 月 6 日	发改委	着力抓好混合所有制改革试点，尽快批复实施试点方案

资料来源： 华创证券研究所

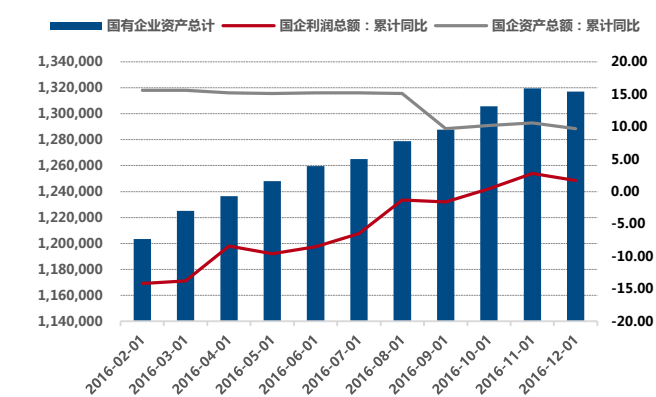
四、再次重申混改 2017“破冰”的逻辑：经济下行、去杠杆及顶层设计完成倒逼混改“破冰”

我们在专题报告《为什么当前时点应重视价值型国企龙头？》已明确指出：

（一）宏观层面：去杠杆及经济下行压力倒逼“混改”破冰

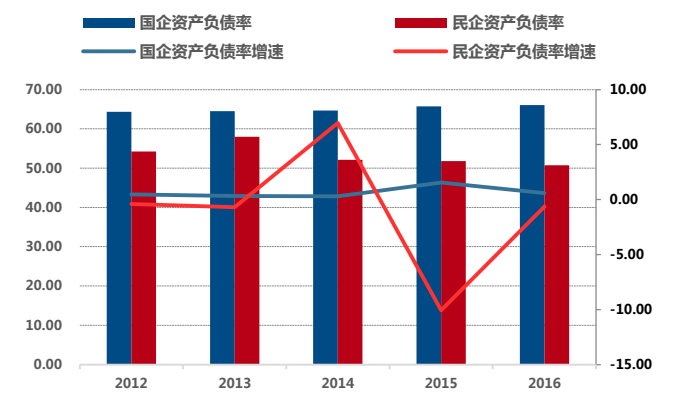
2016 年底中央经济工作会议将去杠杆作为 2017 年的“重中之重”。而目前，**国企是亏损扩大、债务膨胀、信用违约三大压力重灾区**：1) 2016 年末我国企业债务余额占 GDP 为 150% 左右。居民债务占 GDP 比重超过 40%，增速是全球最快 2) 这其中，国企 2016 年负债余额达到 87.04 万亿，国企的资产负债率目前已经达到 66.08%，其增速要明显大于民企的资产负债率；3) 从盈利能力看，经营效益不好的国企大规模增加投资，经营效益相对好的民营企业则审慎投资：2016 年，国企的固定资产投资增速达到 18.7%，而债务余额又增加了 7 万多亿，利润却下降了 7.6%；民间固定资产投资增速只有 3.17%，但民营企业的利润增速正增长，规模以上工业私企为 4.7%；4) 从债务违约角度看：截至去年底，国内信用债市场共 38 家发行主体的 79 只债券违约，这一总量超过了去年的三倍，其中国企和央企占比由去年的 22% 扩大至 33%。上述压力“倒逼”中央必须在 2017 年对于关乎国企效率提升核心的混合所有制改革拿出实质性推进动作。

图表 4 国企资产上升，利润同比下降，亏损面扩大



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 5 国企民企资产负债率对比

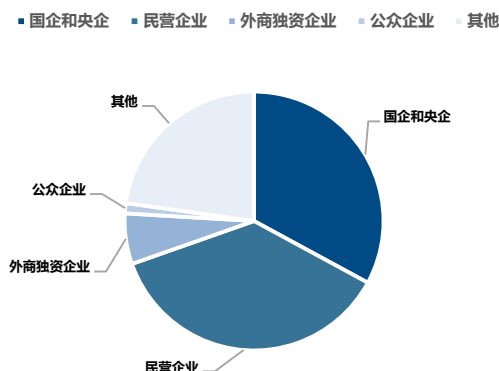


资料来源: Wind, 华创证券研究所

（二）政策层面：顶层设计完成，混改进入实质性强推阶段

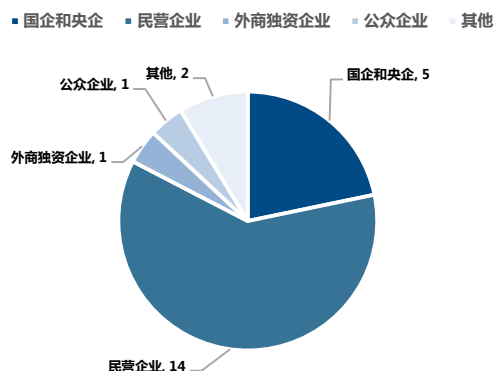
从政策角度看，本轮国企改革始于 2013 年十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2014 年启动央企“四项改革”试点和薪酬改革、国有资本投资公司等工作拉开了国企顶层设计序幕，15 年出台国企改革“1+N”顶层设计和多省市国改方案，16 年伴着《关于国有混合所有制企业开展员工持股试点的意见》出台，标志者国企改革顶层设计“1+N”体系设计基本完成的同时，也意味着混改前期最具争议的员工持股与国有资产流失之一争论的落定，同时，伴随中国联通等多家央企混改试点大幕的拉开，混改的落地“破冰”之旅正式开始。

图表 6 2016 年信用兑付违约分布



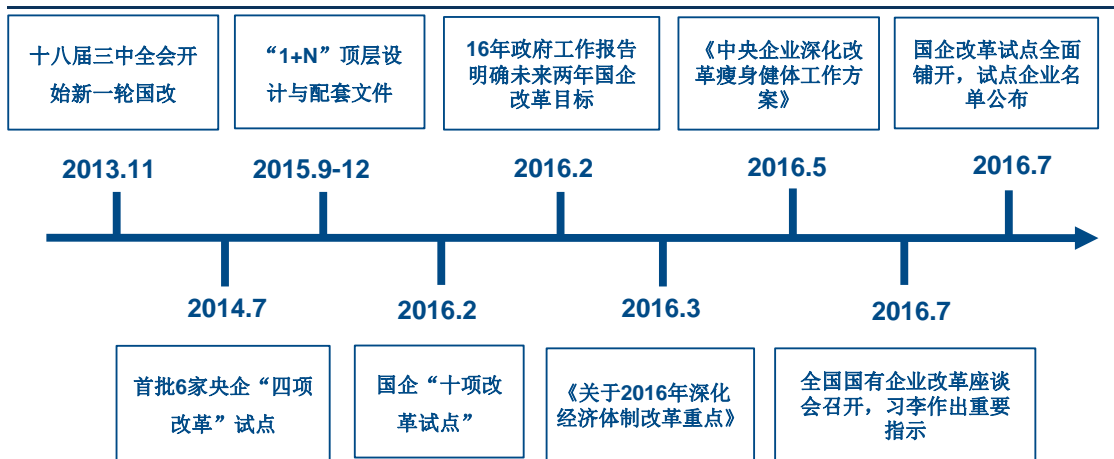
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 7 2015 年信用兑付违约分布



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 8 新一轮国企改革历程



资料来源: Wind, 华创证券研究所

五、投资建议：关注军工、铁路、盐业混改，首推“中兰天龙”组合

建议重点关注混改七大重点领域，特别是**军工、铁路、盐业**三大行业，“大集团，小公司”，近期政策催化强，重点关注**“中兰天龙”组合**：**中国国航**（国企结构调整基金参与定增增加改革预期）、**兰太实业**（盐业市场化体制改革加速，公司是中盐集团唯一上市公司）、**航天信息**（推进军民融合 PPP 项目+海外外延战略）、**铁龙物流**（铁总旗下仅有的物流上市平台，铁总今年重点推进铁路资产证券化）。同时，我们按照现金分红比例、过去三年 ROE、业绩增速等在其他混改重点行业选取如下标的：

图表 9 混改重点领域核心标的组合，首推“中兰天龙”组合

行业领域	集团	上市公司	总市值(亿元)	2015 年 现金分 红比例	2016 年 PE	2016 年 EPS 增速	2015 年 ROE	2016 年 ROE
民航	中国航空集团	中国国航	1121.71	20.67	12.21	11.79	11.32	9.89
电信	联通集团	中国联通	1309.95	34.92	1027.68	-0.24	5.23	4.45
电力	三峡集团	长江电力	2237.40	76.39	25.32	0.08	14.40	12.98
军工	航天科工集团	航天信息	516.27	30.29	25.55	0.28	17.90	20.95
铁路	中铁集装箱运输	铁龙物流	119.98	32.51	38.85	-0.20	7.57	5.89
其它行业	中国盐业	兰太实业	53.72	0.00	-170.76	-4.26	1.15	-2.68

资料来源：华创证券研究所

策略组分析师介绍

华创证券首席分析师，组长：王君

南开大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2014 年水晶球（策略）第六名、2016 年新财富（策略）第五名。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：范子铭

中国人民大学经济学硕士。曾任职于东兴证券、华夏基金、中国出口信用保险公司。2017 年加入华创证券研究所，于策略组负责行业比较研究。

华创证券分析师：徐驰

上海对外经贸大学经济学硕士。曾任职于中泰证券。2017 年加入华创证券研究所，于策略组负责主题策略研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500