

2025 年 07 月 25 日

投资评级：看好（维持）

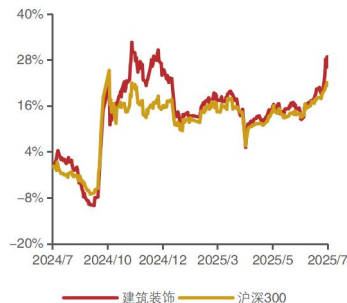
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志伟
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

板块表现：



进藏铁路有哪些待建路线？

——重大工程系列报告之二

投资要点：

- **西藏区位优势持续上升，铁路成网建设进入国家安全与区域协调双重驱动阶段。**西藏地处西南边疆，是国家面向南亚、中亚的前沿门户，也是维护国家领土完整与边疆稳定的重要屏障。全区平均海拔超过 4000 米，总面积约 120 万平方公里，边境线长达 3842 公里，地理区位兼具“屏障”与“前沿”双重功能。长期以来受地形复杂、高寒缺氧等因素制约，西藏铁路发展严重滞后，铁路密度远低于全国平均水平，交通结构以单线通道为主，区域路网体系尚未形成。进入“十四五”以来，中央层面将进藏铁路纳入国家安全、区域协调与交通强国等多重战略体系统筹推进，并明确提出以川藏铁路为主骨架，推动滇藏、新藏通道有序建设。自治区层面同步出台中长期铁路发展规划，提出 2035 年铁路总规模突破 5000 公里，目标是以拉萨为枢纽、连接四省区、辐射南亚的高原铁路骨架体系初步建成。
- **三大主通道协同推进，“四向进藏”铁路网络加速成型，国家战略纵深持续延伸。**目前，川藏、滇藏、新藏三条铁路作为国家重点推进的进藏干线，均已明确总体规划与分段实施路径。川藏铁路全长 1838 公里，串联成都、雅安、林芝、拉萨等关键节点，当前雅安至林芝段全面施工；滇藏铁路波密至然乌段已获国家发改委可研批复，由中铁中标承建，打造西南第三条进藏铁路；新藏铁路作为首条新疆通往西藏的铁路干线，2025 年被正式纳入交通强国重大工程项目清单，和田至日喀则段前期工作加快推进，建成后将与青藏、川藏、滇藏铁路形成“四向进藏”主骨架，构建贯通西北、西南、连接南亚的战略大通道。三条主干铁路分段有序推进，有望显著改善西藏铁路通达能力、运输保障能力和战略纵深格局，为西藏更深层次融入全国统一大市场创造条件，也为我国向西开放拓展地缘经济空间提供重要支撑。
- **铁路施工与配套产业或将全面受益，重点关注具备高原施工能力与装备制造优势的核心标的。**进藏铁路工程建设难度远超平原地区，桥隧比高、地质复杂，对施工单位及配套产业链企业均提出更高要求。施工主力方面，**中国中铁、中国铁建**长期主导进藏工程，深度参与川藏铁路、滇藏铁路等重点项目，具备丰富高原桥隧施工经验。地基桩基方面，建议关注**中岩大地**，公司在固结灌浆、高压旋喷、深层搅拌等方面具备成熟方案，有望在滇藏、新藏铁路建设中发挥差异化技术优势；水泥材料方面推荐**华新水泥**，西藏产能布局完备，运输半径短，具备显著区位优势；民爆材料方面建议重点关注**高争民爆**，公司为西藏唯一具备生产资质的民爆企业，已与中铁建立合作关系，市场占有率高。在高原重型施工装备领域，**中铁工业与铁建重工**在盾构与隧道掘进设备领域占据主导地位，2023 年合计市占率达 73.2%，其中中铁工业连续十余年国内盾构机市占率第一，订单累计超 1600 台，已成为全球盾构机龙头。两家公司在川藏铁路等重点工程中均有设备部署与交付，未来或将持续受益于高原重大工程带动下的国产装备替代趋势。
- **风险提示：政策推进节奏不及预期，地质环境与施工组织难度高，边境地缘风险不确定性仍存。**

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1. 区位战略价值凸显，多维协同推动铁路建设提速

1.1. 高原门户联通南亚，铁路完善空间广阔

地处西南高原，承接屏障与门户双重定位。西藏自治区地处中国西南高原，平均海拔超过 4000 米，总面积约 120 万平方公里，占全国国土面积的八分之一，是中国陆地面积最大的省级行政区之一。西藏地理区位特殊，内与四川省、云南省、青海省和新疆维吾尔自治区接壤，外与缅甸、不丹、尼泊尔和印度等国接界，国境线长达 3842 公里，是全国陆地边境线最长、边境邻国最多的地区之一。从国家安全与地缘治理的角度看，西藏既是巩固西南边疆安全、维护民族团结的“国家屏障”，也是通向南亚、中亚的重要“战略门户”。近年来，随着“一带一路”倡议持续推进和周边地缘格局深刻演变，西藏在国家总体安全布局和西向开放格局中的地位显著提升，正成为国家治理重心西移、构建西部战略纵深的重要支点。其稳与通不仅关系到西南边疆的安全稳定，也在更大范围内影响国家空间格局与对外战略主动性。

图表 1：西藏自治区地理位置



资料来源：东方倍力非常营养微信公众号，华源证券研究所

铁路覆盖率偏低，制约发展纵深与安全保障。受高寒缺氧、地形复杂、地质活动频繁等自然条件制约，西藏长期处于我国铁路网络最薄弱、发展最滞后的区域之一。2006 年 7 月，青藏铁路全线通车，西藏首次接入全国铁路主干网，历史性地结束“无轨”状态。随后 2014 年，连接拉萨与日喀则的拉日铁路建成投运，形成“西进”支线通道；2021 年 6 月 25 日，拉萨至林芝段（拉林铁路）通车，作为西藏首条电气化铁路，标志着西藏铁路由单一干线向干支联动体系迈出关键一步。然而，截至 2024 年底，西藏铁路运营里程仍仅约 1187.8 公里，铁路密度远低于全国平均水平，整体交通结构仍以单线通道为主，区域性、网络化支撑体系尚未建立，铁路运输在物资调配、旅客出行、要素流动等方面的支撑能力严重不足。铁路基础设施的长期滞后不仅限制了资源禀赋的有效转化与产业体系的优化升级，也制约了人员流

动、民生改善与服务均衡发展。在国家安全形势日益复杂、边疆治理要求不断提升的背景下，铁路建设作为战略纵深布局的重要支撑工程，既是稳边固防、畅通南北、增强应急保障能力的现实需求，也是推动西藏深度融入全国统一大市场、实现高原经济社会高质量发展的根本抓手。

图表 2：西藏自治区铁路分布图



资料来源：人民铁道微信公众号，华源证券研究所

1.2. 国家统筹战略布局，自治区细化成网目标

政策系统发力，国家与自治区双层规划共同推动铁路成网建设。“十四五”以来，国家层面高度重视西藏铁路体系建设，将其纳入国家安全、区域协调与边疆治理等多重战略目标统筹推进。2021 年，国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，首次提出构建“六轴七廊八通道”综合运输主骨架，明确将川藏铁路定位为全国“主骨架通道”。2022 年，交通运输部发布《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，将“加快川藏铁路建设、稳步开展滇藏和新藏铁路前期工作”列为重点任务，强调补齐西部交通基础设施网络短板。自治区层面，《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》进一步细化建设目标，提出到 2025 年全区铁路已建在建总规模达 4000 公里左右，到 2035 年突破 5000 公里，构建“两横三纵”铁路主通道，连通新疆、青海、四川、云南等周边省区与吉隆、亚东、普兰等沿边口岸，逐步实现以拉萨为核心的区域路网成型和对外通道贯通。

图表 3：《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》

	具体内容
规划目标	2025 年：川藏铁路雅安至林芝段、新藏铁路日喀则至佩枯错段、滇藏铁路波密至然乌段顺利实施，青藏铁路格拉段完成电气化改造，新藏铁路佩枯错至和田段、拉林铁路复线改造、吉隆口岸铁路力争开工建设，全区铁路已建在建总规模达到 4000 公里 左右。 2035 年：自治区铁路网总规模达到 5000 公里 以上，其中复线里程 1000 公里左右，形成以拉萨为中心，覆盖区内全部地级行政区，便捷连通新疆、青海、四川、云南等相邻省区和沿边主要陆路口岸，覆盖广泛、出行便捷、能力充足的现代化铁路网。
中长期规划方案	构建“两横三纵”铁路主通道：“两横”为日喀则~拉萨~山南~林芝~昌都~成都，阿里~那曲~昌都；“三纵”为和田~阿里~日喀则~拉萨~山南~林芝~香格里拉~丽江、西宁~格尔木~那曲~拉萨、西宁~玉树~昌都。 构建面向南亚开放的铁路国际通道：以新藏铁路建设为依托，规划建设吉隆口岸铁路、亚东口岸铁路、普兰口岸铁路等，逐步构建面向南亚开放的国际通道。 有序拓展路网覆盖范围：2035 年前建成拉萨至墨竹工卡铁路，远景研究实施萨嘎至改则、日喀则至申扎至班戈等铁路。 改造提升既有铁路通道：实施青藏铁路格尔木至拉萨段电气化改造、川藏铁路拉萨至林芝段复线改造、拉日铁路复线和电气化改造等。 打造现代化综合枢纽：打造拉萨现代化铁路客运枢纽，以拉萨站为支点，融合民航、公路、城市交通等要素，实现综合交通多层次一体化、无缝化协调发展。

资料来源：路桥网微信公众号，华源证券研究所

图表 4：西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划示意图



资料来源：路桥网微信公众号，华源证券研究所

图表 5：西藏自治区中长期铁路网规划主通道布局示意图



资料来源：路桥网微信公众号，华源证券研究所

2. 多向干线协同推进，高原铁路主网加速成型

2.1. 川藏铁路：联通成渝辐射南亚，构筑西部横向大通道

打通青藏高原东进要道，战略纵深再度延伸。作为继青藏铁路之后的第二条进藏铁路，川藏铁路已被纳入 2021 年发布的《国家综合立体交通网规划纲要》，定位为国家主骨架运输通道。线路起于四川成都，止于西藏拉萨，经雅安、康定、昌都、林芝等地，全长约 1838 公里，分为成都至雅安段、雅安至林芝段、林芝至拉萨段三段实施，全线预计于 2032 年实现贯通。建成后，成都至拉萨运行时间将缩短至约 13 小时，运输效率有望提升 3 倍以上。

图表 6：川藏铁路线路示意图



资料来源：北京交通大学川藏铁路研究院官网，华源证券研究所

分段有序推进，川藏铁路主线全面加快贯通。川藏铁路采用“分段实施、梯次推进”方式建设，多个标段已实现通车或进入实质性施工阶段：

- **成雅段（成都至雅安）**：2014 年 12 月 6 日全面开工，2018 年 12 月 28 日建成通车，全长约 42 公里，是川藏铁路首个通车区段；
- **拉林段（拉萨至林芝）**：2014 年 12 月开工，2021 年 6 月 25 日正式开通，是我国首条高原电气化铁路，全长 435 公里，总投资约 366 亿元，桥隧比达 75%，施工横穿多处地质断裂带，穿越地震带、生态红线等多重复杂地质区域；
- **雅林段（雅安至林芝）**：为全线核心区段，线路长约 1011 公里，是建设难度最大、投资规模最大的路段，2020 年 11 月全线开工建设，估算总投资约 3198 亿元。该段桥隧比超过 90%，拟设桥梁 89 座、隧道 72 座，施工区域穿越横断山脉、金沙江、怒江等复杂地形。

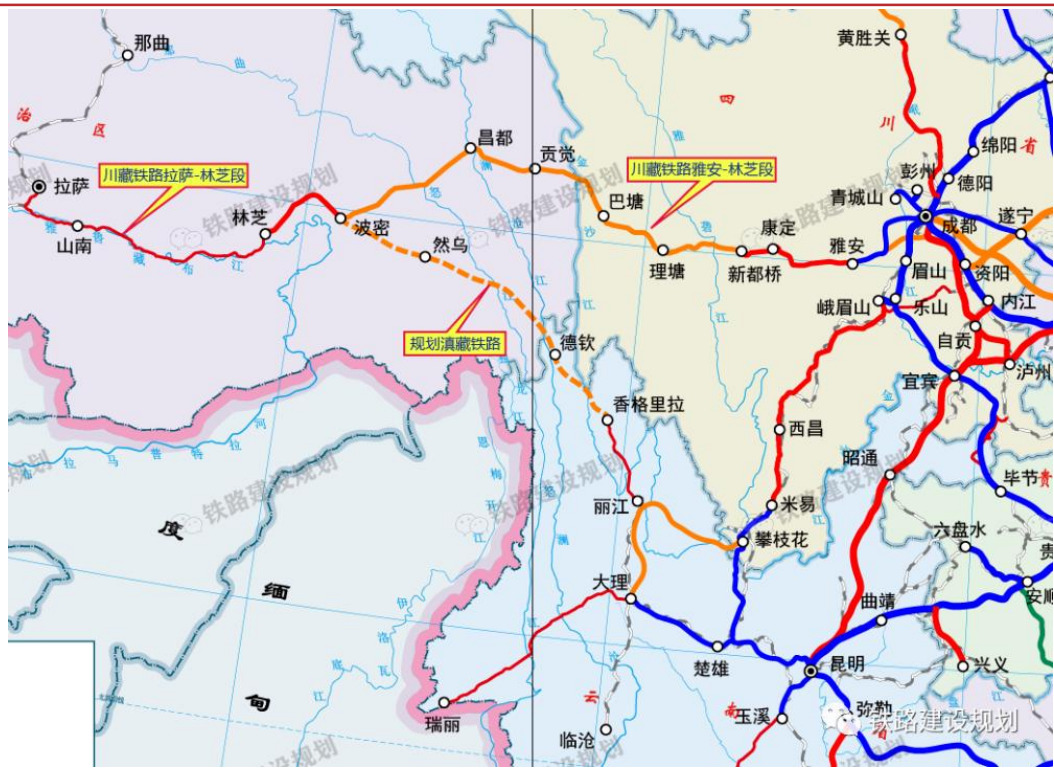
联通川藏、辐射南亚，提升全局安全。川藏铁路不仅是国家战略纵深的关键支撑，也是推动区域协调发展的交通动脉。一方面，线路贯通将强化四川盆地与青藏高原之间的要素流动，促进川藏一体化发展、带动产业协作与人口有序流动；另一方面，铁路未来有望与中国—尼泊尔铁路实现互联互通，进而连接印度、孟加拉等南亚国家，开辟我国面向南亚和印度洋方向的西南陆路开放新通道，推动西藏从地理“边陲”迈向对外“前沿”，拓展我国对外贸易与区域经济合作新空间。此外，铁路的建成或将显著改善西藏东部交通出行条件，提升

公共服务水平，增强物资输送与边防保障能力，在服务民生、促进民族交流的同时，进一步巩固国家安全与边疆稳定。

2.2. 滇藏铁路：补齐西南进藏短板，分段推进逐步落地

战略通道打通滇西进藏缺口，构建川滇藏高原铁路闭环。滇藏铁路是“十四五”期间国家重点推进的进藏通道之一，线路起自云南昆明，途经大理、丽江、香格里拉，进入西藏的波密、然乌，最终再接入川藏铁路。建成后，将成为继青藏铁路、川藏铁路之后第三条入藏铁路主通道，或将有效缓解西藏南部运输压力，并为西南地区打造面向南亚的陆路开放新通道。

图表 7：滇藏与川藏铁路线路示意图



资料来源：中国铁建西南区域总部微信公众号，华源证券研究所

分段建设推进，波密—然乌段率先进入实施阶段。滇藏铁路采取“既有线路+新建区段”分段推进模式，当前各区段建设情况如下：

- **昆明—香格里拉段（既有线路，已通车）：**该段包含以下三段，均已建成通车：
 - ① 昆明—大理段：昆楚大铁路，2018 年建成，双线电气化，全长 328 公里；
 - ② 大理—丽江段：大丽铁路，2009 年建成，单线电气化，全长 164 公里；
 - ③ 丽江—香格里拉段：丽香铁路，2023 年建成，单线电气化，全长 139 公里。

- 香格里拉—然乌段（规划中）：该段线路目前尚处于可研与规划阶段，技术难度大、地形复杂，推进节奏将依据国家战略部署分步实施。
- 波密—然乌段（率先实施）：该段全长约 134.5 公里，桥隧比高达 83.7%，规划设站 8 座（含波密站），初期开通 5 座站房。2024 年初，项目可研报告已报送中国国家铁路集团，2025 年 5 月获得国家发改委批复，总投资约 222.8 亿元。前期工作包括用地预审、选址论证、社会稳定风险评估等已完成，具备开工条件。该段由中国中铁中标施工单位，标志滇藏铁路建设迈出实质性步伐。
- 波密—林芝—拉萨段（川藏铁路共线段，拉林铁路已通车）：该段线路与川藏铁路共线。2025 年 7 月，拉林铁路扩能改造工程启动前期工作，发布首批前置服务项目招标公告，为川藏与滇藏双通道提供运输支撑。

2.3. 新藏铁路：建设西部边疆大通道，完善“四向进藏”主骨架

建设纵贯西北西南的高原铁路主干道，打造进藏第四大通道。新藏铁路是我国西部铁路网中战略性干线工程之一，北起新疆和田市，南至西藏日喀则市，未来将与既有拉日铁路衔接直达拉萨，是首条连接新疆与西藏的铁路通道。线路途经昆仑山、喀喇昆仑山、冈底斯山等多座世界级山系，横跨冻土区、无人区与生态敏感带，平均海拔较高，是我国铁路建设史上最具挑战的工程之一。2022 年 3 月，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，加快推进新藏铁路和田至日喀则段前期工作。同年 5 月，国铁集团发布了和田至日喀则铁路勘察设计招标公告，正式启动项目前期工作。2025 年一季度新藏铁路被纳入《加快建设交通强国重大工程和重大项目（2025 年版）》，列为国家级重点推进项目。建成后将与青藏、川藏、滇藏铁路共同构成“四向进藏”主骨架网络，构建起横贯我国西部边疆的战略大通道。

为应对高原施工与技术挑战，新藏铁路采用“分段实施、重点突破”方式推进，目前已形成“新疆段先行、西藏段跟进”的总体建设节奏：

- 和田至省界段（新疆境内）：线路全长约 462.6 公里，桥隧比高达 61.53%，共设 86 座桥梁（总长 108.3 公里）、17 座隧道（总长 176.8 公里），配套新建及改建车站 35 座。线路自喀和铁路藏桂站引出，向南跨越吐和高速，经桑株古道以隧道群翻越昆仑山，沿 G219 国道经赛图拉、康西瓦、大红柳滩，最终到达阿克赛钦与西藏交界。目前，该段已启动地质勘察和土石方工程招标工作，为年内顺利开工打下基础。
- 西藏段（省界至日喀则段）：西藏境内线路预计在“十五五”期间陆续启动前期工作并推进实施。当前，日喀则以西区域的勘察、设计工作正加快推进，部分控制性工程有望率先动工。

填补西部铁路空白，夯实边疆团结发展基础。新藏铁路作为新疆与西藏之间的首条直接铁路通道，未来有望成为连接中国西北与西南的重要干线通道，对于推动沿线地区发展具有

深远意义。一方面，铁路建成或将较大改善西藏阿里地区的交通条件，促进新疆与西藏在经济、文化、旅游等方面的深度交流，提升边疆地区的基础设施水平，助力区域协调发展与民生改善；另一方面，随着人员流动和资源互通的加强，有助于增进民族团结，维护边疆稳定。此外，新藏铁路在提升高原地区运输能力方面具备重要作用，或将增强物资调运和应急反应的灵活性，为边境地区安全与可持续发展提供基础支撑。在对外开放层面，铁路有望通过吉隆口岸连接中尼铁路，向北衔接中吉乌铁路，进一步打通面向南亚、中亚、欧洲等区域的陆路通道，拓展我国与周边国家的互联互通网络，助力共建“一带一路”。

3. 高原铁路建设需求旺盛，建筑产业链多环节受益

3.1. 主体施工：高原铁路建设核心受益环节，关注中国中铁、中国铁建

高原铁路工程复杂程度远超平原地区，施工企业需具备多年高海拔、大跨度、强地震带施工经验。川藏铁路、滇藏铁路等项目中，中国中铁与中国铁建长期作为核心力量参与建设，构成高原铁路建设的“双强格局”。

中国中铁：公司在铁路建设方面优势显著，累计承建铁路里程占全国总量三分之二以上，电气化铁路占比超过九成。依托多年高原铁路施工经验，公司旗下中铁十一局、中铁二局等单位曾参与青藏铁路、川藏铁路等重点工程。2025 年，公司相继中标川藏铁路雅安至康定段轨道工程及波密至然乌铁路项目，进一步巩固其在藏区高海拔铁路建设领域的主力地位。

中国铁建：铁路工程建设主力企业，在桥隧施工及高原复杂环境下的工程组织方面具备深厚积累。公司参与建设了青藏铁路、拉林铁路等多个国家重点高原交通工程，具备极端地质条件下的施工组织与技术应对能力。旗下中铁十五局、中铁十八局在拉林铁路承担了多个特长隧道和重点桥梁任务，工程执行能力突出。2021 年，中国铁建系统内 7 家工程局联合中标川藏铁路雅安至林芝段中间段 6 个站前工程标段，合同金额合计达 550.4 亿元，标志着公司在川藏铁路建设中深度参与、规模领先，巩固了其在西藏及西部地区高海拔铁路市场的关键地位。

3.2. 地基与桩基工程：地质结构复杂，关注中岩大地等专业企业

西藏铁路沿线普遍穿越高原山区，地质条件极为复杂，常见多年冻土、活动断裂带、滑坡体与泥石流等灾害性地质分布广泛，地质稳定性差，工程风险较高。沿线多处地段处于强地震带或冻融循环显著区域，基础承载力变化大，给线路结构安全带来较大挑战。在此背景下，地基处理成为保障工程安全的核心环节，大量区段必须实施深基坑支护、岩体加固、强地基加固与桩基施工等综合工程措施，以提升地基稳定性并确保重载交通长期运行的安全性和可靠性。

中岩大地：中岩大地是以岩土技术为核心的科技型上市企业，具备岩土工程设计甲级、地基基础与环保工程壹级等行业顶级资质。公司具备“方案设计+材料研发+智能装备+现场施工”一体化能力，自主研发高速高压搅喷复合桩（DMC）、智能感知超级旋喷等关键工艺，攻克深层软弱地基加固等技术难题。西藏铁路沿线广泛分布断裂带、滑坡体、冻土层等复杂地质结构，大量路段需进行深基坑支护、岩体加固与桩基施工，公司在固结灌浆、高压旋喷、深层搅拌等方面具备成熟方案，有望在滇藏、新藏铁路建设中发挥差异化技术优势，持续拓展市场空间。

3.3. 水泥材料：运输半径短、需求刚性，关注华新水泥

西藏铁路施工周期长、结构体量大，水泥作为核心基础材料需求稳定增长。高原运输不便，水泥企业本地化布局具备显著区位优势。

华新水泥：全国性水泥企业，在西藏具备较强产能布局。据中国水泥网发布的 2024 年西藏熟料产能排行榜显示，作为西藏第二大水泥供应商，华新水泥在藏熟料产能达 356.5 万吨，占全区产能 28.4%。公司产品供应能力稳定，响应速度快。具备协同供给与绿色建材服务能力，或在铁路沿线新建项目中扩大份额。

3.4. 民爆材料：高海拔爆破需求大，关注高争民爆

高原铁路普遍采用桥隧结构，占比极高，需大量爆破作业开挖山体与隧道，民爆材料需求量大。例如拉林铁路扎绕隧道岩爆区占比达 38.4%，爆破材料需求显著。未来随着川藏铁路雅康段、新藏铁路启动，区域内民爆材料消耗或将显著提升。

高争民爆：西藏自治区唯一具有民爆生产资质的企业，覆盖炸药、雷管及服务全流程。公司已与中铁建立合作关系，具备高原复杂地质环境下的爆破服务能力，市场份额高。未来随着新藏铁路推进、川藏铁路新段开工，民爆需求或进一步提升。

3.5. 铁路设备与施工装备：国产高原装备加快替代，关注中铁工业、铁建重工

高原铁路桥隧占比高、施工环境极端，对隧道掘进、桥梁架设、轨道铺设等施工装备提出更高要求。随着川藏、滇藏等工程加快推进，国产工程装备在高原适应性、施工效率与安全保障等方面持续突破，已成为提升建设质量与节奏的关键支撑力量。

中铁工业：是中国中铁旗下核心装备制造平台，“全断面隧道掘进机”“架桥机”“道岔”“桥梁用钢铁结构”均通过国家工业和信息化部制造业单项冠军认定。公司聚焦高原复杂地质环境，研发出包括“雪域先锋号”在内的大直径硬岩掘进机。根据观研天下数据，中铁工业从 2012 年起已连续十余年保持国内盾构机市场份额第一，2023 年市占率达 39.4%，全球累计订单超过 1600 台，出口至 30 多个国家和地区，已发展为全球盾构机龙头企业。

铁建重工：是中国铁建下属专注工程装备制造的骨干企业，深耕复杂地质与地下空间施工装备领域，具备强硬岩、高寒、高原环境下隧道掘进设备的核心研发能力。其自主研发的大断面 TBM、高原专用盾构机已在川藏铁路雅林段等工程中实际部署，显著提升了隧道开挖效率与安全性。根据观研天下数据，2023 年公司盾构机市场占有率达 33.8%，与中铁工业共同构成我国盾构机市场的双强格局，合计市占率高达 73.2%，行业集中度较高。

4. 风险提示

政策推进节奏不及预期：西藏铁路项目作为国家战略性基础设施工程，涉及资金体量大、建设周期长，需协调多个部门和区域资源。若宏观政策环境变化或财政支持节奏放缓，可能影响后续线路批复、资金拨付与建设进度，进而影响相关企业的订单兑现节奏与业绩弹性释放。

地质环境与施工组织难度高：西藏高原地质结构复杂、生态敏感区密集，桥隧比高、施工难度大，可能存在设计变更、工期延误、成本上升等不确定性。此外，极端天气、高原反应等自然条件也对施工组织提出更高要求，可能影响项目进度与盈利能力。

边境地缘风险不确定性仍存：新藏铁路部分线路靠近边境敏感地区，受国际地缘环境影响较大。若边境局势波动或涉外博弈升级，可能影响部分区段勘测施工安全与推进节奏，进而对整体建设计划造成扰动。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。