

需求集中释放，估值低性价比凸显

万年青 (000789)

► **被压抑的需求 Q4 集中释放。**我们认为明年江西省境内基建项目仍然充足，预计房地产需求也将在低库存及城镇化进程下保持稳定，从而使得 2019H1 被雨水（受厄尔尼诺现象影响）压制的需求旺季集中释放。而 8 月及 9 月，江西地区公路水路投资同比分别增长 48%/42%，水泥产量单月均同比增长 9.1%/8.6%，体现了反弹已逐渐启动。

► **水泥价格深蹲起跳。**8 月底至今江西已提价 5-6 轮累计幅度 100-120 元/吨，公司 94% 产能位于供需关系更好的赣南及赣东北市场，旺季价格弹性高，是江西水泥反弹的最大受益者。

► **高集中度下供需稳定。**江西省水泥市场 CR5 达 89%，集中度较高，其中赣南及赣东北三家大企业合计市场份额分别达 88%/98%。江西省 2019-2020 年错峰生产计划相较 2018 年并未放松，高集中度背景下，环保限产及行业错峰的良好执行将使得供需保持稳定。

► **成本管控良好，主动去杠杆。**公司生产成本、三费控制行业前列，待产能置换项目投产后，综合成本有望进一步下降。此外公司近年来去杠杆成果显著，资产负债率较 2015 年底下降 21.2 个百分点至 33.5%，成本及负债率的下降有望进一步提升公司盈利能力，抵御风险能力也随之提升。

► **投资建议。**预计公司 2019-2021 年净利润 13.42/14.25/14.90 亿元，同比增长 17.9%/6.2%/4.5%。给予公司基于可比公司市盈率、市净率两种估值方法的平均目标价 11.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。公司目前股息率 6.7%，安全边际较高。

风险提示

固定资产投资增速低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

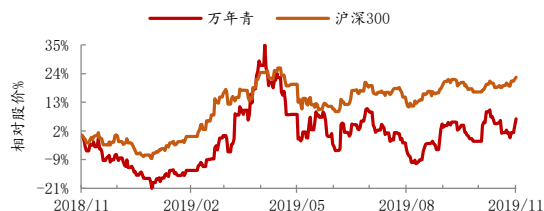
| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7093.81 | 10207.52 | 10993.25 | 11412.21 | 11613.92 |
| YoY (%) | 25.38% | 43.89% | 7.70% | 3.81% | 1.77% |
| 归母净利润(百万元) | 462.63 | 1137.58 | 1341.67 | 1425.27 | 1489.63 |
| YoY (%) | 101.80% | 145.89% | 17.94% | 6.23% | 4.52% |
| 毛利率 (%) | 26.36% | 32.55% | 32.69% | 33.00% | 33.54% |
| 每股收益 (元) | 0.58 | 1.43 | 1.68 | 1.79 | 1.87 |
| ROE | 14.89% | 28.23% | 26.96% | 24.63% | 22.45% |
| 市盈率 | 17.12 | 6.96 | 5.90 | 5.56 | 5.32 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 11.68
最新收盘价: 9.93

股票代码: 000789
52 周最高价/最低价: 17.7/8.44
总市值(亿) 79.18
自由流通市值(亿) 79.18
自由流通股数(百万) 797.35



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

研究助理: 郁晾

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

正文目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 江西水泥需求 2019H2 起或反弹 | 3 |
| 2. 集中度高，供给端预计保持有序 | 4 |
| 3. 万年青：江西龙头，Q4 水泥价格大幅反弹 | 4 |
| 3.1. 布局良好，价格弹性高 | 4 |
| 3.2. 成本管控领先，主动去杠杆 | 6 |
| 4. 盈利预测及估值 | 7 |
| 5. 风险提示 | 9 |

图表目录

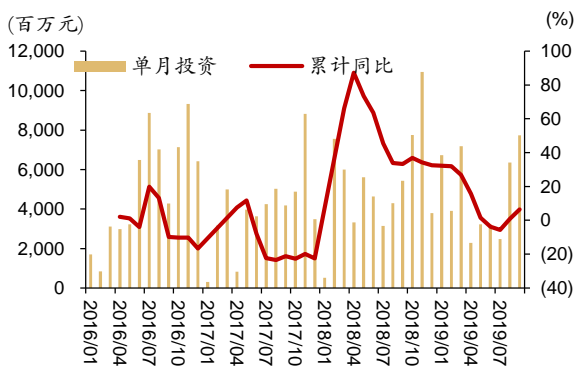
| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1 江西公路水路投资增速反弹 | 3 |
| 图 2 江西水泥需求反弹 | 3 |
| 图 3 江西主要城市房地产库存位于低位 | 3 |
| 图 4 江西城镇化率仍有较大提升空间 | 3 |
| 图 5 江西省水泥 CR5 达 89% | 4 |
| 图 6 赣南市场集中度较高 | 4 |
| 图 7 赣东北集中度较高 | 4 |
| 图 8 赣西北集中度相对较低 | 4 |
| 图 9 公司多数产能位于赣南和赣东北 | 5 |
| 图 10 2019Q4 江西价格反弹强于全国 | 5 |
| 图 11 公司生产成本在行业中较为领先 | 6 |
| 图 12 吨三费在行业中处于较低位置 | 6 |
| 图 13 公司平均生产线规模目前落后省内主要对手 | 6 |
| 图 14 置换后平均产能规模上升 26.4% | 6 |
| 图 15 公司资产负债率下降 | 7 |
| 图 16 公司筹资净现金流出增加 | 7 |
| 图 17 公司分红派息率近年来提升 | 9 |
| | |
| 表 1 公司生产线列表 | 5 |
| 表 2 盈利预测 | 8 |
| 表 3 可比公司估值 | 8 |

1. 江西水泥需求 2019H2 起或反弹

受雨水天气影响，江西地区 2019H1 水泥产量同比仅增长 0.7%，需求相对全国其余地区较为疲软，但我们认为随着 2019H2 雨水天气的减少，江西地区水泥需求将逐渐反弹。根据数字水泥相关数据，8 月底至今江西水泥价格已上涨 5-6 轮，累计幅度 100-120 元/吨，目前省内平均库存 45-50% 左右，我们认为 Q4 价格继续上涨条件良好，同时也将为 2020 年创下良好的开局。

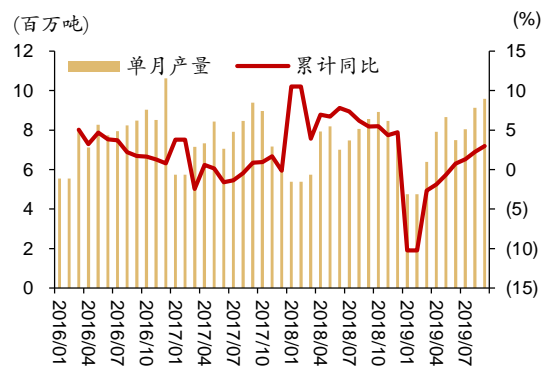
首先，江西省内基建项目仍然充足。2019 至 2020 年，江西仍将持续推进昌九客运专线、昌吉赣铁路、瑞金机场等项目建设，项目储备较为充足，而在当地天气逐渐转晴后，2019 年 8 月、9 月，江西地区公路水路投资单月同比分别增长 48%/42%，水泥单月产量同比增长 9.1%/8.6%，体现了良好的复苏势头。

图 1 江西公路水路投资增速反弹



资料来源：Wind，华西证券研究所

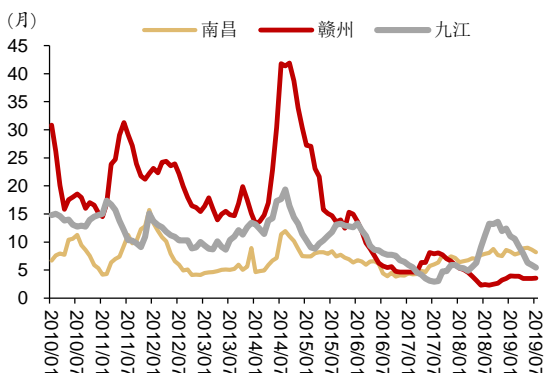
图 2 江西水泥需求反弹



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

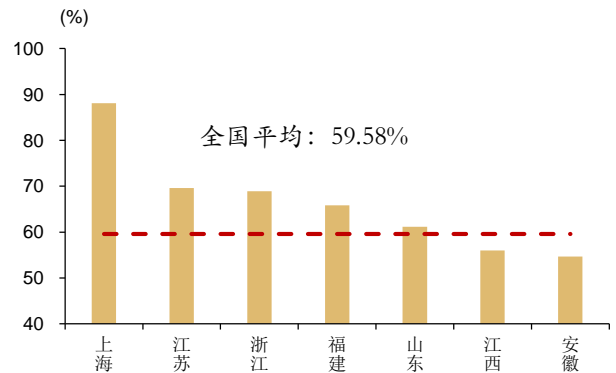
其次，我们认为江西省内房地产需求中期内仍将保持平稳。目前江西主要城市地产库存均处于较低位置，我们预计新开工仍将保持稳定，而截止到 2018 年底，江西省城镇化率 56.02%，较全国及华东平均仍有一定差距，因此我们同样认为城镇化进程将使得江西地区房地产需求中期内保持平稳。

图 3 江西主要城市房地产库存位于低位



资料来源：易居，华西证券研究所

图 4 江西城镇化率仍有较大提升空间

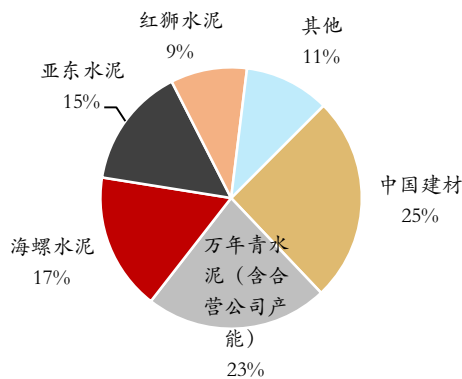


资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 集中度高，供给端预计保持有序

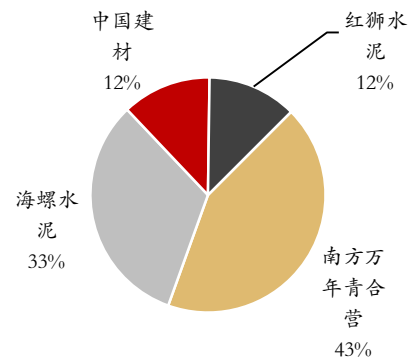
由于海螺水泥、华新水泥在长江流域的布局，江西省内生产水泥较少通过长江北上销售，全省水泥总体自产自销，市场较为封闭。江西省水泥行业整体集中度高，CR5 达到 89%左右，其中赣南（赣州）和赣东北（上饶、鹰潭、景德镇）是集中度较高的细分市场，海螺水泥、中国建材、万年青三家大企业当地合计市场份额分别达 88%/98%。根据已公布计划，2019-2020 年，江西省全年错峰生产时间将保持在 55 天（其中春节 35 天，夏季 10 天，冬季 10 天），与 2018 年基本持平，在需求良好且集中度较高的背景下，我们认为江西省中期内行业协同执行将保持良好，从而使得供给端总体保持有序。

图 5 江西省水泥 CR5 达 89%



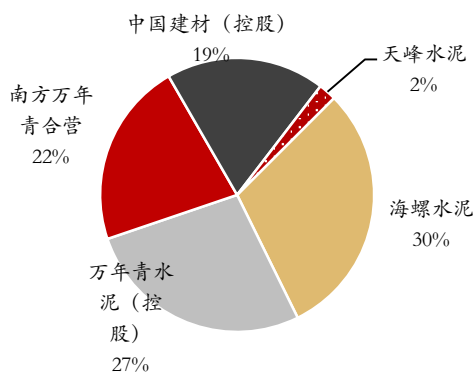
资料来源：水泥地理，华西证券研究所

图 6 赣南市场集中度较高



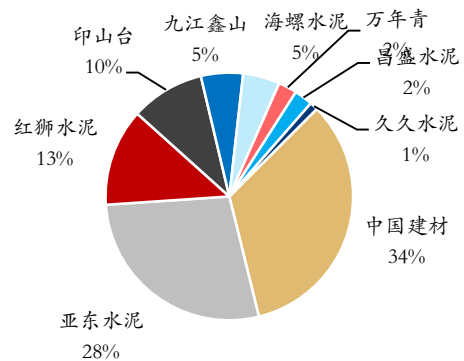
资料来源：水泥地理，华西证券研究所

图 7 赣东北集中度较高



资料来源：水泥地理，华西证券研究所

图 8 赣西北集中度相对较低



资料来源：水泥地理，华西证券研究所

3. 万年青：江西龙头，Q4 水泥价格大幅反弹

3.1. 布局良好，价格弹性高

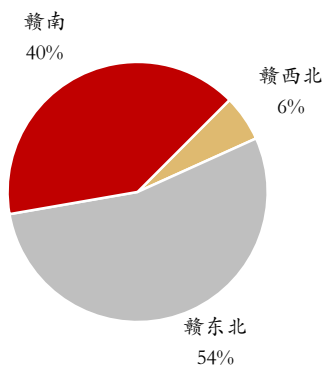
公司全部产能位于江西省境内，绝大部分水泥产品均在省内销售。截止到目前，公司拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平5个熟料生产基地及南昌、寻乌、福清等多个粉磨站。公司94%产能位于供需格局更好的赣南、赣东北市场，水泥价格具有较高弹性，因此我们认为公司是江西水泥反弹的最大受益者。

表1 公司生产线列表

| 地级市 | 企业名称 | 建设规模(吨/日) | 熟料产能(万吨) | 万年青持股比例 | 权益熟料产能(吨/日) |
|-----------|-------------------|---------------|--------------|---------|---------------|
| 赣州市 | 江西瑞金万年青公司水泥厂一线 | 5,000 | 155 | 50% | 2,500 |
| 赣州市 | 江西兴国水泥有限公司二线 | 2,500 | 78 | 40% | 1,000 |
| 赣州市 | 江西瑞金万年青公司水泥厂二线 | 5,000 | 155 | 50% | 2,500 |
| 赣州市 | 江西于都万年青水泥有限公司 | 5,000 | 155 | 40% | 2,000 |
| 景德镇市 | 江西锦溪水泥有限公司一线 | 2,500 | 78 | 70% | 1,750 |
| 景德镇市 | 江西锦溪水泥有限公司二线 | 3,000 | 93 | 70% | 2,100 |
| 九江市 | 江西三环水泥有限公司 | 2,500 | 78 | 100% | 2,500 |
| 上饶市 | 江西万年万年青水泥股份有限公司三线 | 3,000 | 93 | 100% | 3,000 |
| 上饶市 | 江西万年万年青水泥股份有限公司四线 | 2,000 | 62 | 100% | 2,000 |
| 上饶市 | 江西玉山万年青水泥股份有限公司一线 | 2,500 | 78 | 40% | 1,000 |
| 上饶市 | 江西玉山万年青水泥股份有限公司二线 | 2,500 | 78 | 40% | 1,000 |
| 上饶市 | 江西万年万年青水泥股份有限公司五线 | 3,000 | 93 | 100% | 3,000 |
| 上饶市 | 江西万年万年青水泥股份有限公司六线 | 5,000 | 155 | 100% | 5,000 |
| 合计 | | 43,500 | 1,349 | | 29,350 |

资料来源：公司年报，水泥地理，华西证券研究所

图9 公司多数产能位于赣南和赣东北



资料来源：水泥地理，公司资料，华西证券研究所

图10 2019Q4 江西价格反弹强于全国

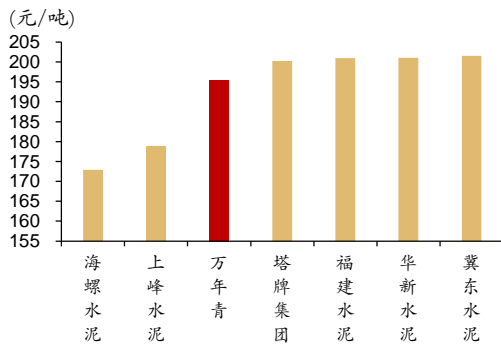


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

3.2. 成本管控领先，主动去杠杆

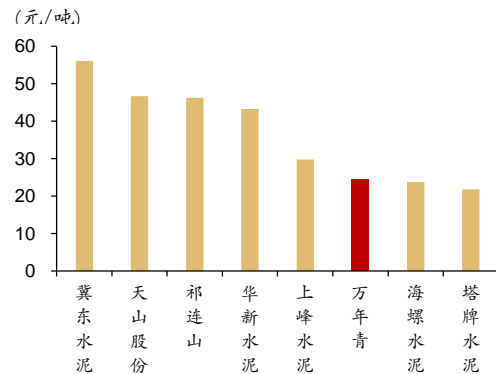
受益于良好的区位渠道优势及生产运营，公司水泥业务成本控制能力行业内领先。我们估算 2018 年，公司水泥熟料吨成本 195 元/吨左右，在主要上市企业中处于较低水平，吨三费 25 元左右，仅次于海螺水泥及塔牌水泥，而我们认为公司生产成本还有进一步下降的空间。由于多数生产线投产时较早，目前公司熟料生产线平均产能规模 104 万吨/年左右，落后于省内其他主要企业。2017 年，公司公告万年厂及德安县置换项目，根据我们测算，相关置换完成后，公司生产线平均规模将提升至 131 万吨/年，逼近主要竞争对手，有助于进一步降低成本。

图 11 公司生产成本在上市企业中较低



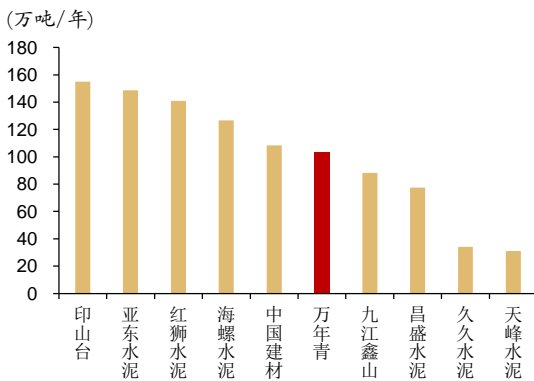
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 12 吨三费在行业中处于较低位置



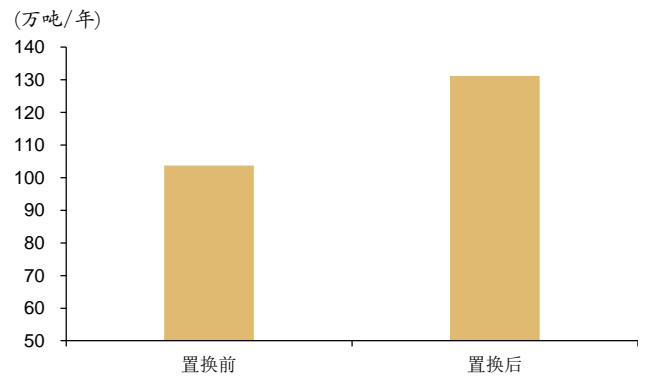
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 13 公司平均生产线规模目前落后省内主要对手



资料来源：水泥地理，各公司年报，华西证券研究所

图 14 置换后平均产能规模上升 26.4%



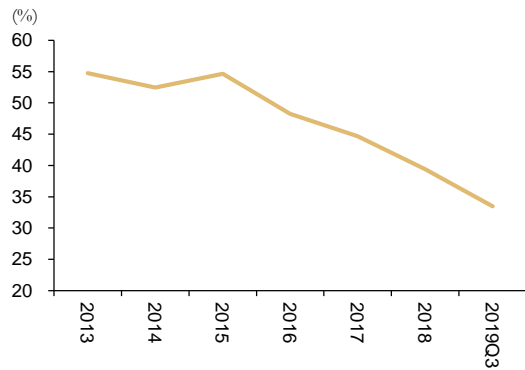
资料来源：水泥地理，公司公告，华西证券研究所

在行业景气度逐渐恢复同时，公司主动去杠杆，具体表现为：

- 1) 截止到 2019Q3，公司资产负债率相较 2015 年底下降 21.2 个百分点至 33.5% (2019Q3 偿还 5 亿元公司债券本金)；
- 2) 2019 年前三季度，公司净财务费用 2900 万元，相较于去年同期下降 3000 万元左右；

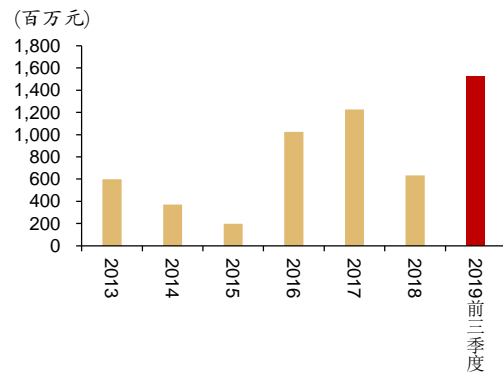
3) 2016-2018 年，公司平均每年筹资净现金流流出 9.62 亿元，而 2019 年前三季度累计流出 15.3 亿元，减债进一步提速。我们认为良好的去杠杆将进一步提升公司盈利能力并减小盈利波动。

图 15 公司资产负债率下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 16 公司筹资净现金流流出增加



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

由于当地水泥需求恢复，我们预计 2019H2 公司水泥熟料销量同比增长 6.0%左右，Q4 价格环比 Q3 上涨 50 元/吨左右，从而使得全年水泥业务收入稳定增长。预计 2020-2021 年，公司水泥熟料销量同比维持小幅增长，价格稳中有升，同时预计公司混凝土业务稳定发展。预计 2019-2021 年，公司净利润 13.42/14.25/14.90 亿元，同比增长 17.9%/6.2%/4.5%，EPS1.68/1.79/1.87 元。

表 2 盈利预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 水泥熟料销量 (万吨) | 2,273 | 2,483 | 2,542 | 2,595 | 2,630 |
| 同比增速 | 0.8% | 9.2% | 2.4% | 2.1% | 1.4% |
| 平均售价 (元/吨) | 238 | 309 | 325 | 329 | 332 |
| 吨毛利 | 68 | 113 | 120 | 124 | 127 |
| 水泥熟料收入 (百万元) | 5,413 | 7,662 | 8,274 | 8,529 | 8,731 |
| 其他业务收入 (百万元) | 1,681 | 2,546 | 2,719 | 2,883 | 2,883 |
| 收入 (百万元) | 7,094 | 10,208 | 10,993 | 11,412 | 11,614 |
| 同比增速 | 25.4% | 43.9% | 7.7% | 3.8% | 1.8% |
| 归母净利润 (百万元) | 463 | 1,138 | 1,342 | 1,425 | 1,490 |
| 净利率 | 6.5% | 11.1% | 12.2% | 12.5% | 12.8% |
| 同比增速 | 101.8% | 145.9% | 13.2% | 6.3% | 4.5% |

资料来源：公司年报，华西证券研究所

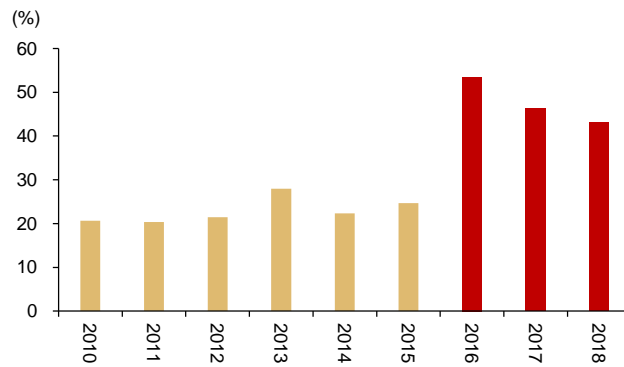
考虑到水泥行业较强的周期性，我们采用可比公司市盈率、市净率两种方法对公司进行估值。我们选取了华东、华中、华南四家水泥企业作为可比公司，则可比公司平均估值为 6.29x 2020E PE 及 1.98x PB（对应最近一个季度每股净资产）。考虑到江西地区的高弹性以及公司中长期成本的下降空间，我们给予公司 5% 的估值溢价，则根据我们盈利预测（公司 2019Q3 每股净资产 5.55 元），两种方法对应估值分别为 11.82/11.54 元，我们取两种估值方法的平均估值 11.68 元作为我们的最终目标价。此外，2016 年以来，公司分红派息率由以往的 20-30% 提升至 40-50%，目前股息率 6.7%，安全边际较高。

表 3 可比公司估值

| | 2020E PE | PB (MRQ) |
|------|----------|----------|
| 海螺水泥 | 7.04 | 1.81 |
| 华新水泥 | 6.09 | 2.12 |
| 上峰水泥 | 5.36 | 2.65 |
| 塔牌集团 | 6.68 | 1.34 |
| 平均 | 6.29 | 1.98 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 公司分红派息率近年来提升



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

固定资产投资增速低于预期：如果固定资产投资增速低于预期，可能导致基建及地产需求低于预期，从而导致水泥需求及公司销量不及我们预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 10207.52 | 10993.25 | 11412.21 | 11613.92 | 净利润 | 1837.79 | 2167.51 | 2302.57 | 2406.54 |
| YoY (%) | 43.89% | 7.70% | 3.81% | 1.77% | 折旧和摊销 | 445.82 | 219.08 | 220.37 | 222.10 |
| 营业成本 | 6884.75 | 7399.38 | 7646.72 | 7718.66 | 营运资金变动 | 163.72 | -33.36 | 68.53 | -67.13 |
| 营业税金及附加 | 102.95 | 110.87 | 115.10 | 117.13 | 经营活动现金流 | 2520.44 | 2321.51 | 2539.74 | 2508.38 |
| 销售费用 | 277.11 | 329.80 | 342.37 | 348.42 | 资本开支 | -329.67 | -23.11 | -21.01 | -19.61 |
| 管理费用 | 460.25 | 461.72 | 479.31 | 487.78 | 投资 | -79.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 72.33 | 41.34 | 9.13 | -8.27 | 投资活动现金流 | -300.69 | 41.89 | 43.99 | 45.39 |
| 资产减值损失 | 37.55 | 37.55 | 37.55 | 37.55 | 股权募资 | 27.00 | 184.01 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 28.62 | 65.00 | 65.00 | 65.00 | 债务募资 | -118.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 2515.77 | 2673.76 | 2843.06 | 2973.59 | 筹资活动现金流 | -631.87 | -977.26 | -669.50 | -697.26 |
| 营业外收支 | -183.55 | 76.89 | 78.99 | 80.39 | 现金净流量 | 1587.88 | 1386.13 | 1914.24 | 1856.52 |
| 利润总额 | 2332.22 | 2750.65 | 2922.05 | 3053.99 | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | 494.43 | 583.14 | 619.47 | 647.45 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 1837.79 | 2167.51 | 2302.57 | 2406.54 | 营业收入增长率 | 43.89% | 7.70% | 3.81% | 1.77% |
| 归属于母公司净利润 | 1137.58 | 1341.67 | 1425.27 | 1489.63 | 净利润增长率 | 145.89% | 17.94% | 6.23% | 4.52% |
| YoY (%) | 145.89% | 17.94% | 6.23% | 4.52% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.43 | 1.68 | 1.79 | 1.87 | 毛利率 | 32.55% | 32.69% | 33.00% | 33.54% |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 净利率率 | 18.00% | 19.72% | 20.18% | 20.72% |
| 货币资金 | 2762.56 | 4148.70 | 6062.93 | 7919.45 | 总资产收益率 ROA | 11.32% | 11.71% | 10.87% | 9.96% |
| 预付款项 | 162.86 | 162.86 | 162.86 | 162.86 | 净资产收益率 ROE | 28.23% | 26.96% | 24.63% | 22.45% |
| 存货 | 515.84 | 592.96 | 552.91 | 603.74 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 945.62 | 1046.43 | 982.38 | 1081.66 | 流动比率 | 1.34 | 1.74 | 2.29 | 2.81 |
| 流动资产合计 | 4386.89 | 5950.96 | 7761.09 | 9767.72 | 速动比率 | 1.13 | 1.52 | 2.08 | 2.59 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金比率 | 0.84 | 1.21 | 1.79 | 2.28 |
| 固定资产 | 3863.84 | 3742.96 | 3647.92 | 3564.73 | 资产负债率 | 39.38% | 31.36% | 27.14% | 24.34% |
| 无形资产 | 821.61 | 769.14 | 716.66 | 664.18 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 5666.71 | 5510.08 | 5352.16 | 5192.50 | 总资产周转率 | 1.11 | 1.02 | 0.93 | 0.83 |
| 资产合计 | 10053.61 | 11461.04 | 13113.25 | 14960.22 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 1237.99 | 1237.99 | 1237.99 | 1237.99 | 每股收益 | 1.43 | 1.68 | 1.79 | 1.87 |
| 应付账款及票据 | 837.30 | 947.85 | 890.43 | 963.30 | 每股净资产 | 5.05 | 6.24 | 7.26 | 8.32 |
| 其他流动负债 | 1209.06 | 1243.09 | 1264.93 | 1275.05 | 每股经营现金流 | 3.16 | 2.91 | 3.19 | 3.15 |
| 流动负债合计 | 3284.36 | 3428.93 | 3393.35 | 3476.33 | 每股股利 | 1.15 | 0.73 | 0.77 | 0.81 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 675.20 | 165.28 | 165.28 | 165.28 | PE | 6.96 | 5.90 | 5.56 | 5.32 |
| 非流动负债合计 | 675.20 | 165.28 | 165.28 | 165.28 | PB | 2.15 | 1.59 | 1.37 | 1.19 |
| 负债合计 | 3959.56 | 3594.21 | 3558.63 | 3641.61 | | | | | |
| 股本 | 613.36 | 797.37 | 797.37 | 797.37 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2063.88 | 2889.72 | 3767.02 | 4683.93 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6094.04 | 7866.83 | 9554.62 | 11318.61 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 10053.61 | 11461.04 | 13113.25 | 14960.22 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暄：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。