

建企出海积极，关注国际工程板块

——行业专题报告



增持(维持)

行业：建筑装饰

日期：2024年05月16日

分析师：黄骥

E-mail: huangji@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523090002

分析师：李瑶芝

E-mail: liyaozhi@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524020001

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

政策鼓励共建一带一路，建筑企业出海积极。《“十四五”建筑业发展规划》鼓励我国建筑企业、工程设计等企业参与共建“一带一路”，提高我国企业在国际市场上的话语权和竞争力；RCEP的生效有利于中国建筑企业进一步拓展投资领域。相较国内市场，建企出海新签合同金额增速稳步上升，23年/24年Q1中国对外承包工程新签合同额分别为2645/466亿美元，同比分别增长4.5%/7.9%；国内中国建筑业23年/24年Q1新签合同金额增速分别为-2.8%/-0.03%；

国内建筑企业出海竞争优势显著，占23年TOP250国际承包商海外营收比重27.5%，17-23年占比提升6.4pct。中国建筑企业在出海方面优势显著：规模优势成本低效率高，技术水平高及经验积累，较强海外适应能力。根据中国建筑业协会，美国工程新闻记录(ENR)报道，23年全球最大250家国际承包商共实现海外市场营业收入4285亿美元，同比增长7.7%。入选内地企业上榜数量多年位居榜首，23年入选内地企业共实现海外营收1179.3亿美元，占国际承包商250强海外营收总额27.5%，17-23年营收占比提升6.4pct。

一带一路国家基建需求释放，24/25年新兴和发展中经济体(中国除外)钢铁需求增长5.0%/4.0%。随着全球经济持续复苏，“一带一路”共建国家基础设施发展环境持续改善，发展需求稳步释放，2023年“一带一路”共建国家基础设施发展总指数进一步回升。基建作为钢铁重要应用领域，根据世界钢铁协会预测，24/25年新兴和发展中经济体(中国除外)钢铁需求增长5.0%/4.0%，得益于基建投资的持续强劲增长，24-25年印度钢铁需求将继续增长8%。

投资建议

相较传统建企，我们建议关注，海外收入增速及毛利率更高的国际工程公司。中材国际：作为水泥技术装备与工程龙头，主营业务有望成三足鼎立格局。工程技术服务：受益于全球新建及存量水泥生产线技改升级需求。到25年境外仍有200-250/年亿水泥EPC增量市场空间；存量老线技改市场空间广阔，境外20年以上水泥熟料生产线占比近70%；装备制造：合肥院并购加快推进整合，装备业务市占率有望提升，到25年水泥装备全球市场规模预计约350-400亿元/年；生产运营管理：矿山政策趋严释放矿山运维需求，水泥运维服务受益于新建水泥线运维及售后和备品备件需求。北方国际：蒙煤贸易业务有望受益于蒙煤进口量高增及煤价回升，国际工程承包业务，电力运营业务稳步推进。23年公司销售焦煤531万吨，同比增长194%；截止24年5月7日，满都拉口岸过货量达259.8万吨，同比增长60.8%，在自治区各口岸中增速保持第一。中钢国际：冶金工程出海龙头，海外新兴发展中国家钢铁增量需求，叠加宝武入主产业链整合。中钢国际作为冶金工程领先企业，23年公司海外业务营收占比、新签合同额占比再创新高。海外新兴发展中国家钢铁需求旺盛，24-25年全球(除中国外)钢铁需求同比增长3.5%。

风险提示

地缘政治风险，当地法律合法性风险，海外项目建设不及预期风险；

正文目录

1. 共建“一带一路”需求稳步释放，建企出海积极竞争优势显著	3
2. 国际工程公司 23 年海外收入增速达 44%，海外布局开花结果	5
2.1. 中材国际	6
2.2. 北方国际	7
2.3. 中钢国际	9
3. 风险提示	10

图目录

图 1: 08-23 年中国对外承包工程业务新签合同额及同比增速 (亿美元, %)	3
图 2: 17-23 年中国企业对“一带一路”非金融投资额及同比增速 (亿美元, %)	3
图 3: 17-23 年全球 250 强国际承包商中内地企业数量 (家)	4
图 4: 17-23 年全球 250 强国际承包商中内地企业海外市场营业总额及增速 (亿美元, %)	4
图 5: 14-23 年一带一路共建国家基础设施发展指数	4
图 6: 2022 年“一带一路”共建国家重点行业基础设施建设项目数量 (个)	4
图 7: 国际工程板块营收及增速(亿元, %)	5
图 8: 国际工程板块归母净利及增速(亿元, %)	5
图 9: 国际工程公司与建筑央企海外业务收入增速对比 (%)	5
图 10: 国际工程公司与建筑央企海外业务毛利率对比 (%)	5
图 11: 19-24Q1 中材国际营业收入及增速 (亿元, %)	6
图 12: 2023 年中材国际营业收入占比-分产品 (%)	6
图 13: 20-23 年中材国际营业收入增速-分区域 (%)	7
图 14: 19-23 年中材国际毛利率-分区域 (%)	7
图 15: 19-23 年中材国际新签项目金额占比 (%)	7
图 16: 19-23 年中材国际新签项目金额增速 (%)	7
图 17: 19-23 年北方国际营业收入及增速(亿元, %)	8
图 18: 19-23 年北方国际营业收入-分行业占比 (%)	8
图 19: 19-23 年北方国际境外营业收入及增速(亿元, %)	8
图 20: 19-23 年北方国际毛利率-分地区 (%)	8
图 21: 14-23 年中国从蒙古进口炼焦煤量及增速 (吨, %)	9
图 22: 14-23 年中国自蒙古进口炼焦煤比重 (%)	9
图 23: 2020 年-2024 年 4 月炼焦煤价格走势 (元/吨)	9
图 24: 19-23 年中钢国际营业收入及增速(亿元, %)	10
图 25: 19-23 年中钢国际营收增速及海外营收增速 (%)	10
图 26: 19-23 年中钢国际营业收入占比-分区域 (%)	10
图 27: 19-23 年中钢国际毛利率-分区域 (%)	10

表目录

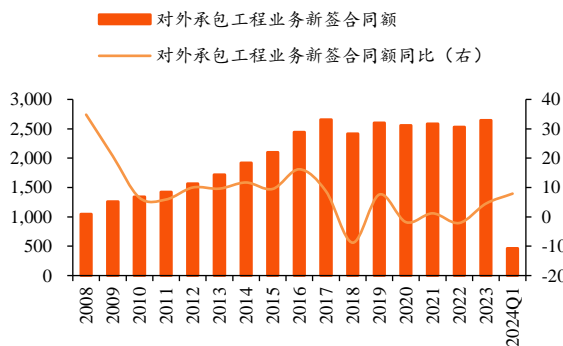
表 1: 国际工程代表公司毛利率	5
------------------------	---

1. 共建“一带一路”需求稳步释放，建企出海积极竞争优势显著

政策鼓励共建一带一路，建筑企业出海积极，24年一季度中国对外承包工程新签合同额增速达 7.9%。根据住房和城乡建设部发布的《“十四五”建筑业发展规划》，鼓励我国建筑企业、工程设计等企业参与共建“一带一路”，积极开展国际工程承包和劳务合作，提高我国企业在国际市场上的话语权和竞争力。据建筑时报，全球规模最大的自由贸易协定《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 于 2022 年 1 月正式生效，RCEP 有利于中国建筑企业在更公平环境下投资，面对更开放的市场，降低中国建筑业投资准入条件，进一步拓展投资领域。

2023 年中国对外承包工程新签合同额/完成额分别为 2645/1609 亿美元，同比分别增长 4.5%/3.8%；24 年一季度对外承包工程业务新签合同额/完成额分别为 466/324 亿美元，同比分别增长 7.9%/2.3%；国内市场，中国建筑业 23 年/24 年 Q1 新签合同金额增速为 -2.85%/-0.03%；23 年我国企业在“一带一路”共建国家非金融类直接投资 318 亿美元，增长达 22.6%，而 23 年我国全行业对外非金融类直接投资增速仅为 0.9%。

图1:08-23 年中国对外承包工程业务新签合同额及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

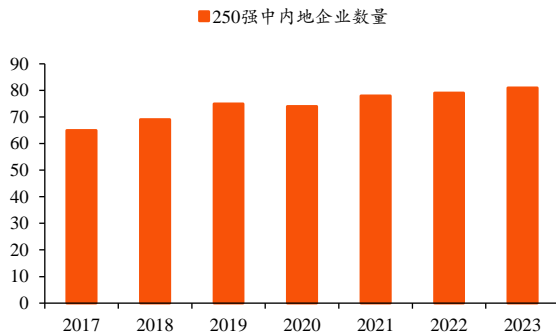
图2:17-23 年中国企业对“一带一路”非金融投资额及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

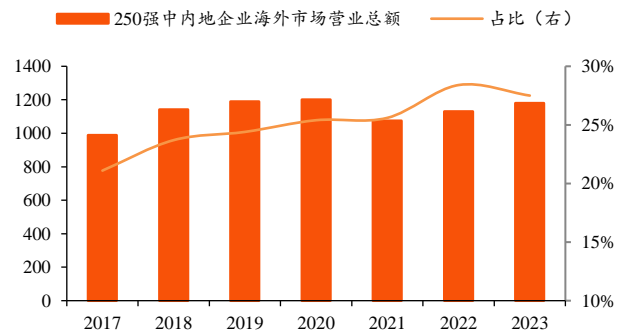
国内建筑企业出海竞争优势显著，全球 TOP250 国际承包商上榜数量蝉联榜首。中国的建筑企业在出海方面优势显著：规模优势成本低效率高，较高技术水平及经验积累，较强海外适应能力。根据中国建筑业协会，美国工程新闻记录 (ENR) 报道，23 年全球最大 250 家国际承包商共实现海外市场营业收入 4285 亿美元，同比增长 7.7%。入选内地企业上榜数量多年位居榜首，23 年入选内地企业共实现海外营收 1179.3 亿美元，占国际承包商 250 强海外营收总额的 27.5%，17-23 年占比提升 6.4pct。

图3:17-23 年全球 250 强国际承包商中内地企业数量 (家)



资料来源: 中国对外承包工程商会, 中商产业研究院, 甬兴证券研究所

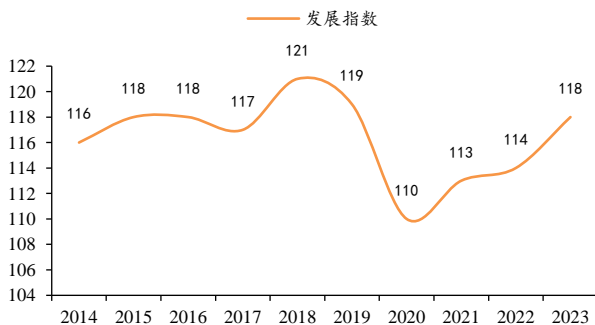
图4:17-23 年全球 250 强国际承包商中内地企业海外市场营业总额及增速 (亿美元, %)



资料来源: 中国对外承包工程商会, 中商产业研究院, 甬兴证券研究所

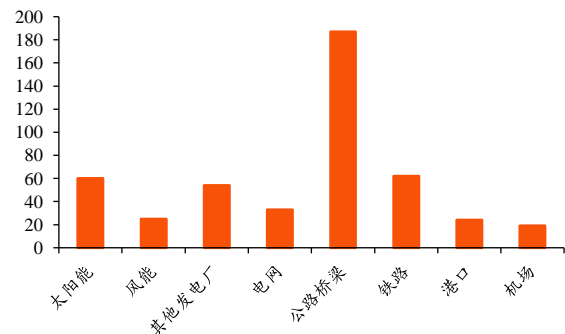
一带一路国家基建需求释放, 24-25 年新兴和发展中经济体 (中国除外) 钢铁需求增长 4.0%。根据《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》, 随着全球经济持续复苏, 疫情影响淡化, “一带一路”共建国家基础设施发展环境持续改善, 发展需求稳步释放, 2023 年“一带一路”共建国家基础设施发展总指数进一步回升。2023 年, 76 个“一带一路”共建国家中有 60 个国家指数得分上涨, 占比近八成; 有 30 个国家基础设施发展指数排名上升, 占比为 39.5%。分区域看, 东南亚地区基础设施发展指数得分蝉联榜首, 其中, 印度尼西亚、越南、菲律宾、马来西亚得分上涨, 推动东南亚维持领先地位。西亚北非地区发展环境显著改善, 基础设施发展指数排名升至第二。分行业看, 各领域基础设施发展需求指数得分均有不同程度回升, 交通、能源两个领域需求指数得分最高, 继续成为共建国家基础设施投资需求和市场潜力最大的支柱领域。根据世界钢铁协会预测, 24/25 年, 全球(除中国外)钢铁需求同比增长 3.5%/3.5%, 新兴和发展中经济体 (中国除外) 钢铁需求增长 5.0%/4.0%。得益于基建投资的持续强劲增长, 24-25 年印度钢铁需求将继续增长 8%。

图5:14-23 年一带一路共建国家基础设施发展指数



资料来源: 《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》, 中国对外承包工程商会, 中国信保国家风险数据库,

图6:2022 年“一带一路”共建国家重点行业基础设施建设项目数量 (个)

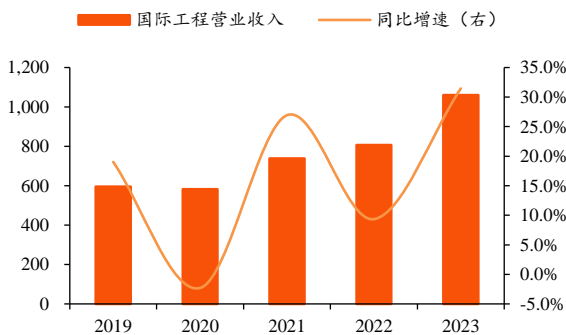


资料来源: 《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2023》, 中国对外承包工程商会, Fitch Solutions, 甬兴证券

2. 国际工程公司 23 年海外收入增速达 44%，海外布局开花结果

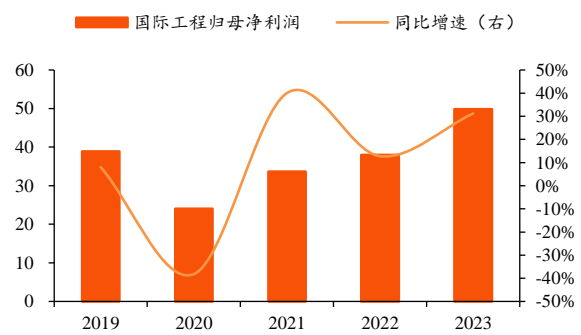
相较于传统建筑央企，国际工程公司海外收入增速及毛利率更高，23 年海外收入增速达 44%。2023 年国际工程板块四家公司的营业收入/归母净利润分别为 1,060.3 / 49.6 亿元，分别增长 31.41% / 30.58%；其中，海外业务收入 495.7 亿元，增长 43.86%，高于六大建筑企业（中国建筑/中国铁建/中国中铁/中国中冶/中国电建/中国交建）海外业务收入平均为 10.8% 的增速，国际工程公司海外业务毛利率水平也持续领先传统建筑央企。

图7:国际工程板块营收及增速(亿元, %)



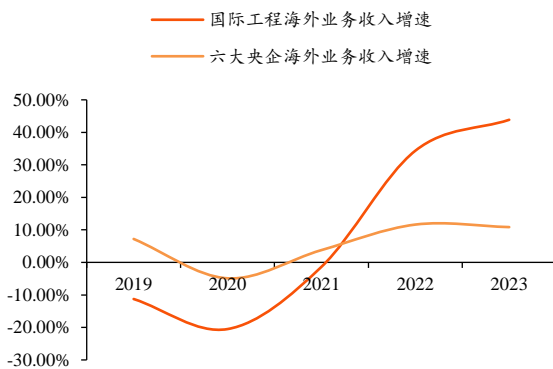
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:国际工程板块归母净利润及增速(亿元, %)



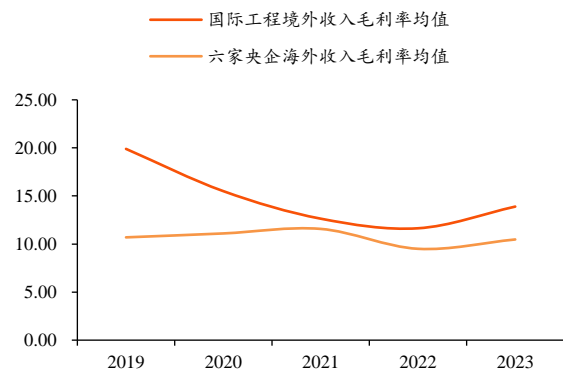
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:国际工程公司与建筑央企海外业务收入增速对比 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:国际工程公司与建筑央企海外业务毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

表1:国际工程代表公司毛利率

证券简称	2019		2020		2021		2022		2023	
	境内	境外	境内	境外	境内	境外	境内	境外	境内	境外
中钢国际	11.4%	18.0%	10.4%	14.1%	8.7%	5.9%	10.4%	6.6%	9.5%	7.6%
中材国际	14.1%	17.8%	17.0%	14.7%	17.3%	16.7%	16.5%	17.3%	17.8%	21.2%
北方国际	5.1%	17.2%	3.4%	13.2%	6.8%	13.7%	12.5%	14.4%	5.0%	14.5%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.1. 中材国际

受益于“一带一路”沿线国家基建需求，23年中材国际新签境外合同增速达37.5%。中材国际是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续16年保持世界第一。中材国际坚持国际化发展战略，2023年实现营业收入457.99亿元，同比增长6.94%，其中境外收入占总体收入44.1%；2023年中材国际主营业务工程技术服务/装备制造/生产运营管理收入占比分别为58%/16%/23%。

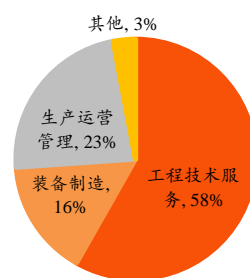
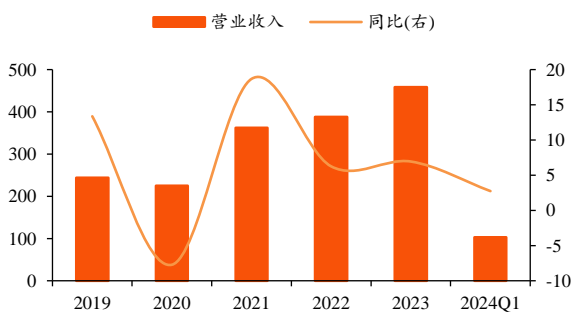
工程技术服务：全球新建及存量水泥生产线技改升级需求，到2025年境外每年仍有200-250亿水泥EPC增量市场空间。公司积极把握全球新建及存量水泥生产线技改升级需求，在非洲、中东、欧洲、南亚等市场区域成功获取一批水泥EPC整线合同，2023年新签工程技术服务合同额390.67亿元，同比增长21%。据麦肯锡预测，到2025年境外仍有200-250亿/年水泥EPC增量市场空间。此外存量老线技改市场空间较大，目前境外约有2400条水泥熟料生产线，20年以上生产线占比近70%。

装备制造：合肥院并购加快推进整合，装备业务全球市占率有望提升，到25年水泥装备全球市场规模预计约350-400亿元/年。完成合肥院并购重组，加快推进装备业务专业化整合。23年新签装备合同额74.12亿元，同比增长14%；据麦肯锡预测，到25年水泥装备全球市场规模预计约350-400亿元/年，按照23年公司水泥装备全球市占率约20%，相比水泥EPC业务全球市占率65%，装备业务仍有较大提升空间。

生产运营管理：2023年新签水泥和其他运维合同额56.10亿元，同比增长26%。非洲、中东、东南亚等国家，对水泥生产线运维服务的需求将持续扩大。全球水泥熟料生产线存量规模较大，售后和备品备件市场规模可观。据麦肯锡研究预测，未来5年备品备件及运维服务市场规模将保持稳定每年400-450亿元。2023年新签矿山运维合同额79.75亿元，同比增长7%。国家推进安全矿山、绿色矿山政策趋严，将持续释放矿山运维服务的市场需求。据麦肯锡研究分析，到2025年国内水泥石灰石和骨料矿第三方工程运维市场规模预计每年约280-300亿元。

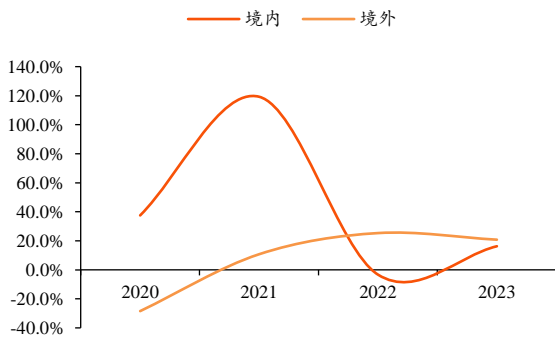
图11:19-24Q1 中材国际营业收入及增速（亿元，%）

图12:2023年中材国际营业收入占比-分产品（%）

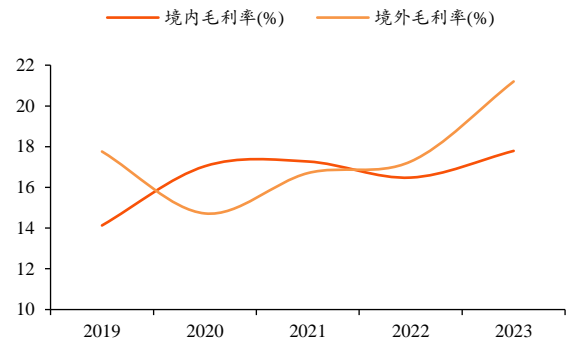


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

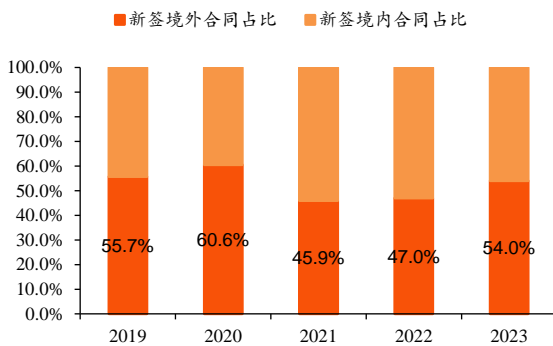
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图13:20-23年中材国际营业收入增速-分区域(%)


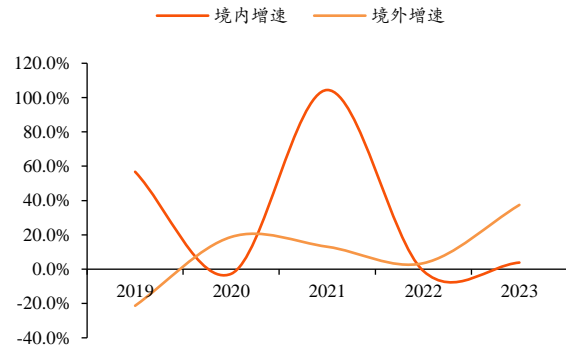
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:19-23年中材国际毛利率-分区域(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:19-23年中材国际新签项目金额占比(%)


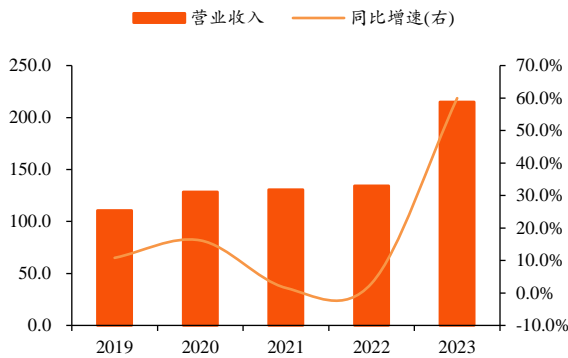
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:19-23年中材国际新签项目金额增速(%)


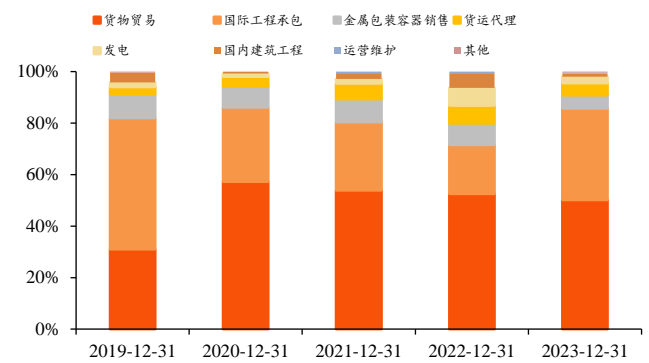
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.2. 北方国际

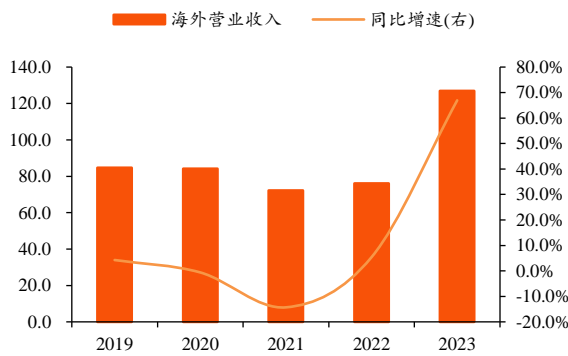
北方国际持续深耕“一带一路”沿线国家，2023年实现营业收入214.88亿元，同比增长59.96%，其中实现境外营业收入126.9亿元，同比增长66.9%，境外业务毛利率14.46%，显著高于境内业务；北方国际主营业务为国际工程承包、货物贸易、金属包装容器销售、货运代理、发电和国内建筑工程，营业收入占比分别为35.5%/50.2%/5.1%/4.8%/2.5%/1.1%。国际工程承包，电力运营业务稳步推进。2023年北方国际在33个国别市场共跟踪105个项目。克罗地亚塞尼风电项目：售电协议延期顺利完成，完成电网并网验证试验，2023年发电4.6亿度；老挝南湃水电站：2023年发电4.48亿度，是在老挝中资企业中首个进行国际可再生能源证书注册的项目；孟加拉燃煤火电站项目：加大人力和资源投入，工程建设明显提速，总体进度已完成90%。

图17:19-23年北方国际营业收入及增速(亿元, %)


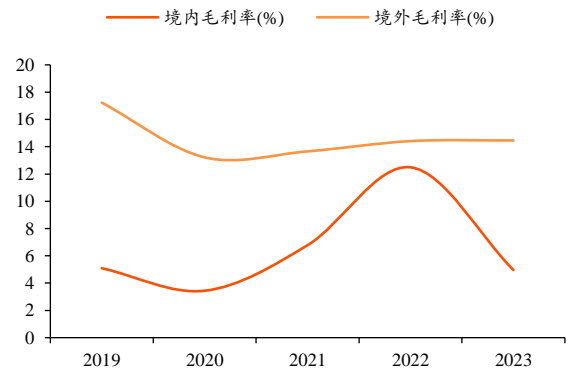
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:19-23年北方国际营业收入-分行业占比 (%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图19:19-23年北方国际境外营业收入及增速(亿元, %)


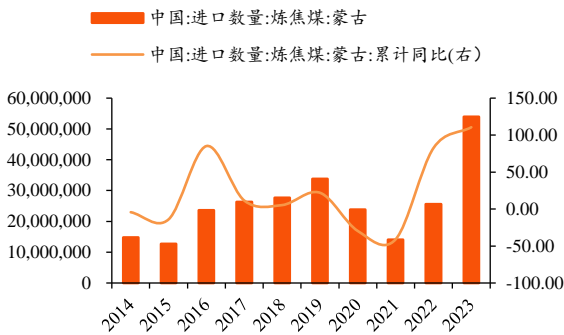
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:19-23年北方国际毛利率-分地区 (%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

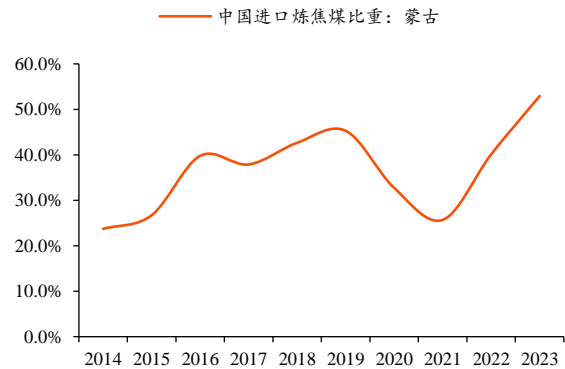
国内蒙煤进口量高增，焦煤价格回升，助力公司业绩弹性。2023年中国从蒙古进口炼焦煤5393万吨，同比增长110.61%，占进口炼焦煤比重升至52.9%。据上海钢联数据，炼焦煤价格上涨，5月7日焦企对焦炭第五轮涨价，短期内仍支撑炼焦煤价格。北方国际蒙古矿山工程集“采矿服务-物流运输-通关仓储-焦煤贸易”一体化综合运作：采矿板块，2023年累计采矿4300万方，同比增长185%；物流运输板块，查干哈达、杭吉方向焦煤运输突破新高，完中盘运量605万吨，同比增长225%；通关仓储板块，优化通关模式，整合口岸资源，过货能力、通关效率显著提升，2023年过货520万吨，同比增长70%；据包头商务局公众号，截止24年5月7日，满都拉口岸过货量达259.8万吨，同比增长60.8%，在自治区各口岸中增速保持第一。焦煤贸易板块，拓展贸易渠道，与下游焦钢客户加强合作，2023年销售焦煤531万吨，同比增长194%。

图21:14-23 年中国从蒙古进口炼焦煤量及增速 (吨, %)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:14-23 年中国自蒙古进口炼焦煤比重 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图23:2020 年-2024 年 4 月炼焦煤价格走势 (元/吨)

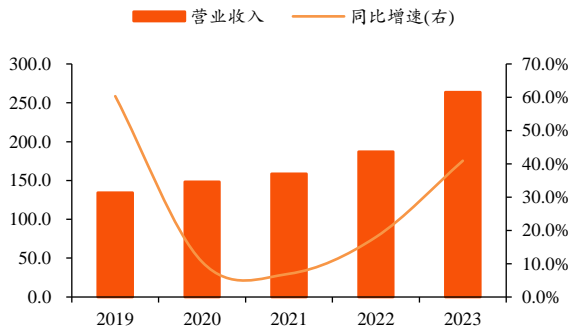


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.3. 中钢国际

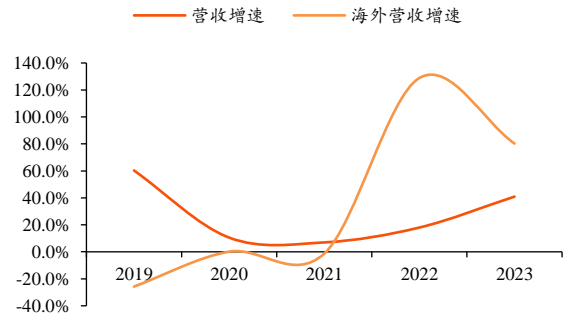
海外新兴发展中国家预期钢铁需求旺盛，叠加宝武入主产业链整合，海外业务发展提速。中钢国际聚焦工程总承包和工业服务，作为冶金工程领域最早出海的中国企业之一，公司持续发挥国际市场优势，加大海外业务开拓力度，19 年至 23 年，公司海外已执行项目合同额达 150.6 亿美元，90%的海外签约额来自“一带一路”沿线国家。2023 年公司海外业务营收占比、新签合同额占比再创新高，实现海外业务营收 97.30 亿元，占比 36.89%，海外营收增速高达 80.3%；全年新签海外项目订单合同金额 105.52 亿元，占比 54.78%。根据世界钢铁协会预测，24-25 年，全球(除中国外)钢铁需求同比增长 3.5%。得益于基建投资的持续强劲增长，24-25 年印度钢铁需求将继续增长 8%。22 年 12 月，中钢集团整体划入宝武集团，有望助力中钢在海外市场拓展。

图24:19-23年中钢国际营业收入及增速(亿元, %)



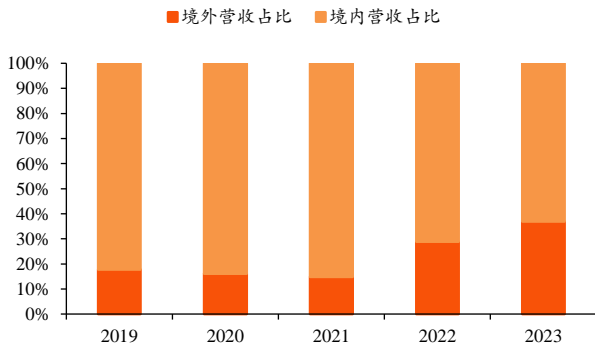
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图25:19-23年中钢国际营收增速及海外营收增速 (%)



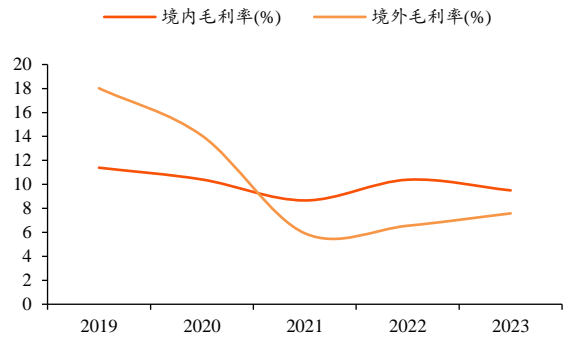
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:19-23年中钢国际营业收入占比-分区域 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图27:19-23年中钢国际毛利率-分区域 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 风险提示

地缘政治风险:“一带一路”沿线国家及其他国家, 国情各异, 或在爆发当地国家主权问题等地缘政治风险;

当地法律合法性风险:“一带一路”沿线国家及其他国家, 法律法规不同, 存在因不熟悉当地法律, 操作不合当地法律的风险;

海外项目建设不及预期风险:海外项目建设或雇佣当地劳动力, 或在海外项目建设未达到预期目标, 项目进度落后的风险;

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。