

增持 (维持)

SQM.N 智利矿业化工

业绩符合预期，产能有序扩充

2024 年 9 月 12 日

市场数据

日期	2024/9/11
收盘价 (美元)	38.37
总股本 (百万股)	285.6
总市值 (亿美元)	109.6
归母净资产 (亿美元)	49.4
总资产 (亿美元)	107.7
每股归母净资产 (美元)	17.3

数据来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

跟踪报告: 资源优势持续, 指引 2024 年锂盐产大于销_20240324

跟踪报告: 阿塔卡玛盐湖提锂年限延长、额度提升_20231231

2023Q2 业绩点评: 锂盐售价回落, 利润下滑_20230818

2023Q1 业绩点评: 业绩环比回落, 指引 Q2 锂盐销量增长_20230520

2022Q3 业绩点评: 锂盐规划产能提升, 智利、澳洲、中国齐布局_20221105

首次覆盖报告: 阿塔卡玛盐湖天赋异禀, 锂盐产能全球第一_20220825

海外研究

分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意: 张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

- **我们的观点:** 智利矿业化工 (简称 SQM, 下同) 是全球锂盐及碘业务龙头, 另有化肥等业务。2024 年 5 月 SQM 和智利国企 Codelco 签署合作协议, 在阿塔卡玛盐湖的锂盐业务公私合营, 提锂年限延长、额度提升。SQM 持续受益于阿塔卡玛盐湖低成本提锂优势, 以及中国锂盐工厂、澳洲锂矿及锂盐产能布局; 指引 2025 年末权益产能 30.5 万吨, 持续位列全球第一梯队。我们预计公司 2024-2026 年经调整 EBITDA 分别为 15.80、17.57、22.78 亿美元, 分别同比-50.3%、+11.2%、+29.6%。截至 2024 年 9 月 11 日收盘, 公司股价对应 2024-2026 年的 EV/EBITDA 各为 6.9x、6.2x、4.8x; 我们维持公司“增持”评级, 建议投资者关注。
- **全球锂盐龙头。** SQM 有锂盐、特种植物营养素、碘、氯化钾和硫酸钾、工业化学品等业务; 2023 年锂盐销量 17.0 万吨, 全球市占率 18%, 略高于雅保 (17%)。
- **2024Q2 锂盐销量提升, 利润同比下滑。**
 - **整体: 利润同比下滑。** 2024Q2, 公司收入、毛利、经调整 EBITDA、归母净利润各为 12.94、3.84、4.13、2.14 亿美元, 分别同比-37%、-55%、-53%、-63%, 主要由于锂盐和化肥类产品售价同比明显回落; 分别环比+19%、+4%、+2%、扭亏为盈, 系因锂盐销量提升, 且 2024Q1 利润表补提矿业税带来归母净利润的低基数。从结构来看, 2024Q2, 锂、特种植物营养、碘、钾、工业化学品收入各占 51%、20%、21%、6%、2%; 毛利各占 46%、12%、38%、2%、2%; 锂盐为核心盈利点, 其次是碘。
 - **锂盐: 量升价跌, 符合预期。** 2024Q2, SQM 锂盐销售额 6.65 亿美元, 同比-55%、环比+21%, 同比大跌系因售价下降, 环比回升系因出货量增长。SQM 超 90% 的锂盐收入来自亚洲市场, 2024Q2 公司销售单价 1.27 万美元/吨, 同比-73%, 环比+1%。同期, 公司锂盐销量 5.23 万吨, 同比+21%, 环比+20%。2024Q2, 公司锂盐毛利 1.75 亿美元, 同比-73%, 环比+1%; 毛利率 26%, 同比-18pcts, 环比-5pcts; 锂盐单位成本 0.94 万美元/吨, 同比-50%, 环比+9%; 公司支付给 CORFO 的租赁费与锂盐价格挂钩, 售价下降致使单吨锂盐的租赁费缴纳减少、生产成本同比回落。
- **锂盐产能扩充、提锂额度提升, 公司预计 2024 年锂盐产量 21 万吨。**
 - **锂盐产能扩充:** 公司 2024 年初锂盐名义产能 23 万吨, 目标 2025 年末锂盐权益产能 30.5 万吨, 包括智利碳酸锂产能 24 万吨 (其中深加工为氢氧化锂的产能为 10 万吨)、中国 4 万吨氢氧化锂产能 (由智利运来的硫酸锂加工而成)、西澳 Mount Holland 锂矿配套的 2.5 万吨氢氧化锂权益产能 (总产为 5 万吨, SQM 持股 50%)。
 - **拟与智利国企 Codelco 公私合营, 提锂年限延长、额度提升:** 2024 年 5 月 31 日, SQM 和 Codelco (智利国家铜业公司) 签署合作协议, 拟成立由 Codelco 持有多数股权的运营公司 (Codelco 持有 50% 股权+1 股), SQM 将其于阿塔卡玛盐湖的所有资产转移至该运营公司旗下。1) **提锂年限延长。** SQM 在阿塔卡玛盐湖租赁合同截止时间从 2030 年末延长 30 年至 2060 年末。2) **提锂额度提升。** 按照此前租赁协议, 2018-2030 年 SQM 至多可在阿塔卡玛盐湖提取锂资源 220.6 万吨 LCE; 此次新增配额 30 万吨 LCE, 其中 16.5 万吨 LCE 已纳入生产计划, 另有 13.5 万吨 LCE 视情况决定是否在 2025-2030 年生产。至此, SQM 2018-2030 年在阿塔卡玛盐湖的提锂额度升至 250.6 万吨 LCE, 剔除 2018-2023 年的锂盐累计销量 58.3 万吨 LCE, 2024-2030 年剩余 192.3 万吨 LCE 提锂权限, 年均约 27.5 万吨 LCE。3) **利润分配变化, 但有部分租赁费抵免。** 目前 SQM 按季向 CORFO 支付租金 (特许使用权费), 租赁费率采取累进制, 与锂盐售价正相关, 最高 40%; 并在智利缴纳所得税; 后续租赁费和所得税持续, 不过租赁费享受部分抵扣。同时, 2025-2030 年 Codelco 有权获得运营公司 20.1 万吨 LCE 锂盐相对应的利润分配, 折合 3.35 万吨 LCE/年; 且如果运营公司生产额外的 13.5 万吨 LCE 锂盐, Codelco 按持股比例分走利润。2031-2060 年 Codelco 则完全按持股比例分配锂盐利润。
 - **2024 年锂盐产销量指引:** 公司指引 2024 年锂盐销量约 19 万吨, 产量预计 21 万吨, 产大于销。2024 年产生的锂盐不需要向公私合营公司分配额外利润, 公司可持有库存后续获利。
- **风险提示:** 产品价格波动, 智利及澳洲锂资源政策风险, 产能扩充不及预期, 订单履约风险等。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	7,468	4,394	4,871	5,730
同比增长	-30.3%	-41.2%	10.8%	17.6%
经调整 EBITDA(百万美元)	3,180	1,580	1,757	2,278
同比增长	-45.5%	-50.3%	11.2%	29.6%
经调整 EBITDA 利润率	42.6%	36.0%	36.1%	39.7%
每股经调整 EBITDA(美元)	11.13	5.53	6.15	7.97
EPS (美元)	7.05	-1.17	3.10	4.37

来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

附表

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
非流动资产	4,913	6,237	6,750	7,134	
非流动金融资产	248	298	358	429	
关联公司投资	86	633	639	646	
物业、厂房及设备	3,610	4,371	4,846	5,176	
其他非流动资产	968	935	907	883	
流动资产	5,866	4,629	4,741	5,050	
现金及现金等价物	1,041	446	459	730	
流动金融资产	1,326	1,193	1,229	1,266	
应收账款	950	831	814	799	
存货	1,775	1,462	1,528	1,531	
其他	774	697	710	725	
总资产	10,779	10,866	11,491	12,184	
非流动负债	3,788	3,924	4,068	4,221	
非流动金融负债	3,213	3,310	3,409	3,511	
其他	574	614	659	709	
流动负债	2,514	2,801	3,013	3,174	
流动金融负债	1,256	1,319	1,385	1,455	
其他	1,257	1,481	1,628	1,720	
总负债	6,301	6,724	7,081	7,395	
归母净资产	4,441	4,106	4,372	4,746	
股本	1,578	1,578	1,578	1,578	
留存收益	2,749	2,414	2,679	3,054	
其他储备	115	115	115	115	
少数股东权益	36	35	38	43	
股东权益合计	4,477	4,142	4,410	4,789	
负债及权益合计	10,779	10,866	11,491	12,184	

现金流量表		单位:百万美元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金净额	-197	906	1,630	2,053	
投资活动现金净额	-1,481	-1,497	-993	-904	
筹资活动现金净额	66	-5	-623	-878	
现金净变动	-1,614	-595	13	271	
现金的期初余额	2,655	1,041	446	459	
现金的期末余额	1,041	446	459	730	

利润表		单位:百万美元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
收入	7,468	4,394	4,871	5,730	
销售成本	-4,112	-2,660	-2,951	-3,280	
折旧与摊销	-281	-369	-418	-457	
毛利	3,075	1,365	1,502	1,993	
一般及行政费用	-176	-155	-163	-172	
净财务成本	-16	-104	-130	-119	
税前利润	2,807	1,084	1,183	1,671	
所得税	-787	-1,419	-296	-418	
净利润	2,020	-336	887	1,253	
少数股东净利润	7	-1	3	4	
归母净利润	2,013	-335	884	1,249	
经调整 EBITDA	3,180	1,580	1,757	2,278	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长性					
营业收入增长率	-30.3%	-41.2%	10.8%	17.6%	
毛利增长率	-46.4%	-55.6%	10.0%	32.7%	
归母净利润增长率	-48.5%	-116.6%	-364.2%	41.3%	
经调整 EBITDA 增长率	-45.5%	-50.3%	11.2%	29.6%	
盈利能力					
毛利率	41.2%	31.1%	30.8%	34.8%	
归母净利润率	27.0%	-7.6%	18.2%	21.8%	
经调整 EBITDA 利润率	42.6%	36.0%	36.1%	39.7%	
偿债能力					
资产负债率	58.5%	61.9%	61.6%	60.7%	
流动比率	2.33	1.65	1.57	1.59	
速动比率	1.63	1.13	1.07	1.11	
运营能力(次)					
资产周转率	0.69	0.41	0.44	0.48	
存货周转率	2.47	1.87	2.25	2.44	
每股资料 (美元)					
EPS	7.05	-1.17	3.10	4.37	
每股经调整 EBITDA	11.13	5.53	6.15	7.97	
每股归母净资产	15.55	14.38	15.31	16.62	
估值比率(倍)					
EV/EBITDA	3.4	6.9	6.2	4.8	
PB	2.5	2.7	2.5	2.3	

*注: 表中估值倍数按 2024 年 9 月 11 日收盘价计算

资料来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd. 成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国品资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金融国际 (BVI) 有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股（集团）有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展（集团）有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

蒙西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双园城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、贵阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团集团有限公司、四川西南发展控股集团集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资集团有限公司、湖北蕨川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团集团有限公司、巴中发展控股集团集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。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及建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk