

海螺水泥(600585.SH)

Q3 盈利能力边际改善, 行业供需有望优化

公司 2024 年前三季度实现营业总收入 681.50 亿元,同比下降 31.27%;实现归母净利润 51.98 亿元,同比下降 40.05%;扣非后归母净利润 48.79 亿元,同比下降 40.18%;基本 EPS 为 0.99 元/股,同比减少 39.81%;加权平均 ROE 为 2.80%,同比减少 1.91pct。(公司因 2024 年 1 月收购安徽海螺信息技术工程有限责任公司及其附属公司中碳(安徽)环境科技有限公司,属于同一控制下企业合并事项,本报告中对历史财务数据均进行追溯后计算。)

- □ 市场需求疲软,水泥龙头经营承压。公司 2024 年前三季度实现营业总收入 681.50亿元,同比下降 31.27%;实现归母净利润 51.98亿元,同比下降 40.05%; 扣非后归母净利润 48.79 亿元,同比下降 40.18%; 营收与利润降幅较大,主要原因在于本集团水泥业务产品销量及价格同比下降。单季度来看,24Q3 公司实现营业收入 225.85 亿元,同比下降 32.89%; 扣非前/后归母净利润分别为 18.73 亿元/16.94 亿元,分别同比-15.13%/-15.38%。据国家统计局数据测算,从量上看,2024 年前三季度我国水泥产量为 13.27 亿吨,同比下降 10.7%; 24Q3 单季度水泥产量约 4.76 亿吨,同比下降 12.2%; 从价上看,2024Q3 全国普通水泥(P.O 42.5)市场均价为 348.72元/吨,同比 23Q3 增长 2.51%, 环比 24Q2 增长 2.23%,弱需求下水泥行业自律和错峰生产为价格带来一定的支撑。
- □ 24Q3 盈利能力边际改善,现金流优异。公司 2024 年前三季度实现销售毛利率 19.54%,同比+1.19pct,销售净利率 7.70%,同比-1.45pct;期间费用率同比 +2.49pct 至 9.93%,其中,销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.87pct/+1.72pct/-0.05pct/-0.04pct 至 3.42%/6.29%/1.27%/-1.06%。单季度来看,2024Q3 销售毛利率/销售净利率分别为 20.78%/8.24%,同比 +4.57pct/+1.50pct; 24Q3 销售毛利率和销售净利率均有一定提升,公司盈利能力有所恢复。2024年前三季度公司经营性现金流净流入 103.48 亿元,同比增长 7.15%。
- □ 优化市场布局,海外产能持续扩张。面对行业竞争加剧和市场需求变化,海螺水泥持续优化市场布局,推动国际化发展战略的稳步实施,并积极延展上下游产业链,提升整体竞争力。公司注重技术创新和产品结构优化,通过自主创新和科技进步,大力推动节能减排,发展低碳循环经济,从而增强盈利能力。在市场拓展方面,公司国内外市场双管齐下,实现业务的稳健增长。项目布局方面,海螺水泥在国内外的产能建设稳步推进,国内芜湖海螺水泥粉磨项目和蒙城海螺相继投产运营,进一步强化国内市场布局;海外市场方面,乌兹别克斯坦安集延项目已投产运营,柬埔寨金边项目进展顺利。
- □ 供给侧改革延续,需求侧基建预期改善,维持"强烈推荐"评级。供给侧,10/30 工信部修订印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024年本)》,修订的主 要内容包括:进一步加严水泥置换要求;完善产能核定方式,推动备案产能与 实际产能统一;实施地区差异管理;简化跨地区产能转出程序;加强与能效环 保政策协同。需求侧,地方化债预期增强,助力释放基建投资需求,有望为水 泥龙头带来业绩弹性。考虑到水泥需求显著下滑,我们下调对收入的预期,但 Q4 水泥提价落实有效,行业吨盈利有望筑底,预计公司 25-26 年盈利能力有 所修复,预计公司 2024-2026年 EPS 分别为 1.52 元、1.86 元、2.05 元,对 应 PE 分别为 17.6x、14.4x、13.1x,维持"强烈推荐"投资评级。
- 风险提示: 地产与基建投资大幅下滑,原材料与燃料成本大幅上涨,行业竞争加剧,新建项目投产不及预期。

强烈推荐(维持)

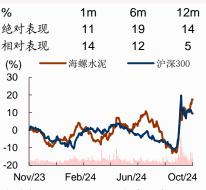
中游制造/建材 目标估值: NA 当前股价: 26.75 元

基础数据

总股本 (百万股)	5299
已上市流通股(百万股)	4000
总市值 (十亿元)	141.8
流通市值 (十亿元)	107.0
每股净资产 (MRQ)	35.0

ROE (TTM) 3.8 资产负债率 21.5% 主要股东 安徽海螺集团有限责任公司

股价表现



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

1、《海螺水泥(600585)—内需下行 收入承压,海外及多元业务贡献增量》 2024-08-30

2、《海螺水泥 (600585) — 水泥量价 齐降,24Q1 业绩承压》2024-05-06 3、《海螺水泥 (600585) — 水泥主业 盈利承压,多业务产能扩张保份额促 增长》2024-04-02

郑晓刚 S1090517070008

zhengxiaogang@cmschina.com.c

表定云 S1090523070010

yuandingyun@cmschina.com.cn



财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	132022	140999	107653	112479	116931
同比增长	-21%	7%	-24%	4%	4%
营业利润(百万元)	19474	13138	9637	12133	13508
同比增长	-55%	-33%	-27%	26%	11%
归母净利润(百万元)	15661	10430	8050	9837	10858
同比增长	-53%	-33%	-23%	22%	10%
每股收益(元)	2.96	1.97	1.52	1.86	2.05
PE	9.1	13.6	17.6	14.4	13.1
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源:公司数据、招商证券

图 1: 海螺水泥历史 PEBand



资料来源:公司数据、招商证券

图 2: 海螺水泥历史 PBBand



资料来源:公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 2



附: 财务预测表

处	के	左	1主	走
10	r	贝	债	衣

単位: 百万元202220232024E2025E2026E流动資产10601810109699306104573110175现金5786668362738477820782851交易性投資107552211221122112211应收票据85926328483150485248应收款项56374399334334933632其它应收款03694282029473063存货1167910100767779128227其他114906003457647554944非流动資产137958145093145313144986144184长期股权投资67937765776577657765固定资产8118285565891379182893741无形资产商誉3318433527301742715724441其他1679918237182371823718237黄产总计243976246189244619249559254359流动负债3557129660248812531825813短期借款69936568499651495354放收账款35772888219722642354长期负债1241218561185611856118561长期债债1241218561185611856118561长期债债1241218561185611856118561长期债1241218561185611856118561长期债1241218561	页厂贝顶衣					
双金 57866 68362 73847 78207 82851 交易性投资 10755 2211 2211 2211 2211 2211 应收票据 8592 6328 4831 5048 5248 应收款项 5637 4399 3343 3493 3632 其它应收款 0 3694 2820 2947 3063 存货 11679 10100 7677 7912 8227 其他 11490 6003 4576 4755 4944 非流动资产 137958 145093 145313 144986 144184 长期股权投资 6793 7765 7765 7765 月26 7765 33184 33527 30174 27157 24441 其他 16799 18237 18237 18237 18237 第产总计 243976 246189 244619 249559 254359 流动负债 35571 29660 24881 25318 25813 短期借款 10037 4480 4831 5048 5248 应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 长期负债 12412 18561 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 负债合计 47983 4820 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 10289 9分数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 月漏行政河所称和益 183639 185321 188284 192485 196458	单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
交易性投資	流动资产	106018	101096	99306	104573	110175
应收款项 5637 4399 3343 3493 3632 其它应收款 0 3694 2820 2947 3063 存货 11679 10100 7677 7912 8227 其他 11490 6003 4576 4755 4944 非流动资产 137958 145093 145313 144986 144184 长期股权投资 6793 7765 7765 7765 7765 固定资产 81182 85565 89137 91828 93741 无形资产商誉 33184 33527 30174 27157 24441 其他 16799 18237 18237 18237 18237 第产总计 243976 246189 244619 249559 254359 流动负债 35571 29660 24881 25318 25813 短期借款 10037 4480 4831 5048 5248 应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 长期负债 12412 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 负债合计 47983 4820 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 5299 529	现金	57866	68362	73847	78207	82851
应收款项 5637 4399 3343 3493 3632 其它应收款 0 3694 2820 2947 3063 存货 11679 10100 7677 7912 8227 其他 11490 6003 4576 4755 4944 非流动资产 137958 145093 145313 144986 144184 长期股权投资 6793 7765 7765 7765 7765 固定资产 81182 85565 89137 91828 93741 无形资产商誉 33184 33527 30174 27157 24441 其他 16799 18237 18237 18237 18237	交易性投资	10755	2211	2211	2211	2211
其它应收款 存货 其他0 116793694 101002820 76772947 79123063 8227 4944其他11490 1379586003 14531344986 144184 144184 85565 89137144986 7765 7765144184 7765世次資产 其他81182 1679985565 1823789137 30174 1823791828 27157 24441 24411 24407 243976246189 246189244619 244619249559 249559254359 254359流动负债 流动负债 运付账款 应付账款 负收账款 其他35571 3577 2888 3577 2888 2197 2264 2495 24861 2496024881 2481 25318 25813 25813 25813 25813长期负债 长期负债 其他 其他 2723 3660 3660 2960 3660 3577 2888 3677 2888 2197 2264 2264 2355 23660 2368 2369 2	应收票据	8592	6328	4831	5048	5248
存货 其他1167910100767779128227其他114906003457647554944非流动資产 长期股权投资 其他67937765776577657765固定资产 其他8118285565891379182893741无形资产商誉 其他1679918237182371823718237资产总计243976246189244619249559254359流动负债 应付账款 应付账款 均收账款 其他100374480483150485248延付账款 其他69936568499651495354共他14964157241285712857长期负债 大期负债 大期债债 其他1241218561185611856118561长期借款 身债合计968915612156121561215612其他 负债合计479834820434424387944374股本 资本公积金 資本公积金 自67827169732172695176897180870少数股东权益 少数股东权益 日新中公河所省权益1235512648128941319513527归属于公河所省权益183639185321188284192485196458	应收款项	5637	4399	3343	3493	3632
其他 11490 6003 4576 4755 4944 非流动资产 137958 145093 145313 144986 144184 长期股权投资 6793 7765 7765 7765 7765 图定资产 81182 85565 89137 91828 93741 无形资产商誉 33184 33527 30174 27157 24441 其他 16799 18237 18237 18237 18237	其它应收款	0	3694	2820	2947	3063
非流动资产 长期股权投资 百定资产 五形资产商誉 其他137958 6793145093 7765145313 7765 7765144986 7765 7765144184 7765 7765西定资产 其他 资产总计 流动负债 应付账款 其他16799 243976 243976 246189 246189 246189249559 248619 24881 25318 25318 25318 25813 25813 25813 2584 25960 24881 25318 25318 25318 25318 25813 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 25823 <b< th=""><th>存货</th><th>11679</th><th>10100</th><th>7677</th><th>7912</th><th>8227</th></b<>	存货	11679	10100	7677	7912	8227
长期股权投资 固定资产 无形资产商誉 其他6793 81182 167997765 85565 851377765 91828 89137 91828 93741 27157 24441 18237 243976 246189 246189 244619 249559 24881 24881 25318 25318 25318 25813 26823 25813 <b< th=""><th>其他</th><th>11490</th><th>6003</th><th>4576</th><th>4755</th><th>4944</th></b<>	其他	11490	6003	4576	4755	4944
周定资产 81182 85565 89137 91828 93741 无形资产商誉 33184 33527 30174 27157 24441 其他 16799 18237 18237 18237 18237 资产总计 243976 246189 244619 249559 254359 流动负债 35571 29660 24881 25318 25813 短期借款 10037 4480 4831 5048 5248 应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 预收账款 3577 2888 2197 2264 2354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 长期负债 12412 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 负债合计 47983 48220 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 均属于母公问作者对益 183639 185321 188284 192485 196458	非流动资产	137958	145093	145313	144986	144184
无形资产商誉 其他33184 1679933527 1823730174 1823727157 1823724441 18237资产总计243976 243976246189 246189244619 249559254359 254359流动负债35571 2966024881 483125318 504825813 5048短期借款 应付账款 预收账款 其他6993 3577 2888 156124996 2197 2264 128575354 2354 2354 2354 2354 2354 2354 2354 2354 2354 2354 2406 2408 2408 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 2409 	长期股权投资	6793	7765	7765	7765	7765
其他167991823718237182371823718237资产总计243976246189244619249559254359流动负债3557129660248812531825813短期借款100374480483150485248应付账款69936568499651495354预收账款35772888219722642354其他1496415724128571285712857长期负债1241218561185611856118561长期借款968915612156121561215612其他2723294929492949负债合计4798348220434424387944374股本52995299529952995299资本公积金1051310289102891028910289留存收益167827169732172695176897180870少数股东权益1235512648128941319513527均属于母公河所称权益183639185321188284192485196458	固定资产	81182	85565	89137	91828	93741
资产总计243976246189244619249559254359流动负债3557129660248812531825813短期借款100374480483150485248应付账款69936568499651495354预收账款35772888219722642354其他1496415724128571285712857长期负债1241218561185611856118561长期借款968915612156121561215612其他27232949294929492949负债合计4798348220434424387944374股本52995299529952995299资本公积金1051310289102891028910289留存收益167827169732172695176897180870少数股东权益1235512648128941319513527均属于母公河所科183639185321188284192485196458	无形资产商誉	33184	33527	30174	27157	24441
流动负债 35571 29660 24881 25318 25813 短期借款 10037 4480 4831 5048 5248 应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 预收账款 3577 2888 2197 2264 2354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 长期负债 12412 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 负债合计 47983 48220 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 均属于母公司所有材益 183639 185321 188284 192485 196458	其他	16799	18237	18237	18237	18237
短期借款 10037 4480 4831 5048 5248 应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 预收账款 3577 2888 2197 2264 2354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 ** **********************************	资产总计	243976	246189	244619	249559	254359
应付账款 6993 6568 4996 5149 5354 预收账款 3577 2888 2197 2264 2354 其他 14964 15724 12857 12857 12857 长期负债 12412 18561 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 2949 负债合计 47983 48220 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 均属于母公问所者对益 183639 185321 188284 192485 196458	流动负债	35571	29660	24881	25318	25813
预收账款 其他35772888219722642354长期负债 长期债益 其他12412 272318561 294918561 294918561 294918561 294915612 294915612 294915612 2949负债合计 股本 资本公积金 自存收益 少数股东权益 均衡环分 16512 1651310289 10289 102895299 10289 10289 102895299 10289 1028910289 10289均衡开设公所作都 18532118527 18828418284192485196458	短期借款	10037	4480	4831	5048	5248
其他 14964 15724 12857 12857 大期负债 12412 18561 18561 18561 18561 18561 长期借款 9689 15612 15612 15612 15612 其他 2723 2949 2949 2949 2949 6债合计 47983 48220 43442 43879 44374 股本 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 归属于母公河所都 183639 185321 188284 192485 196458	应付账款	6993	6568	4996	5149	5354
长期负债1241218561185611856118561长期借款 其他27232949294929492949负债合计4798348220434424387944374股本 资本公积金52995299529952995299资本公积金 曾存收益 少数股东权益1051310289102891028910289少数股东权益 均属于母公河所有对益1235512648128941319513527均属于母公河所有对益183639185321188284192485196458	预收账款	3577	2888	2197	2264	2354
长期借款 其他968915612156121561215612黄债合计4798348220434424387944374股本52995299529952995299资本公积金1051310289102891028910289留存收益167827169732172695176897180870少数股东权益1235512648128941319513527均属于母公问所者对益183639185321188284192485196458	, , ,	14964	15724	12857	12857	12857
其他27232949294929492949负债合计4798348220434424387944374股本52995299529952995299资本公积金1051310289102891028910289留存收益167827169732172695176897180870少数股东权益1235512648128941319513527归属于母公河府都183639185321188284192485196458	长期负债	12412	18561	18561	18561	18561
负债合计4798348220434424387944374股本52995299529952995299资本公积金1051310289102891028910289留存收益167827169732172695176897180870少数股东权益1235512648128941319513527归属于母公司所有对益183639185321188284192485196458	长期借款	9689	15612	15612	15612	15612
股本 5299 5299 5299 5299 5299 5299 资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 874 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 均属于母公司所有权益 183639 185321 188284 192485 196458	其他	2723	2949	2949	2949	2949
资本公积金 10513 10289 10289 10289 10289 留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 归属于母公司所有都益 183639 185321 188284 192485 196458	负债合计	47983	48220	43442	43879	44374
留存收益 167827 169732 172695 176897 180870 少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 归属于最心所有构益 183639 185321 188284 192485 196458	股本	5299	5299	5299	5299	5299
少数股东权益 12355 12648 12894 13195 13527 归属于母公司所有权益 183639 185321 188284 192485 196458	资本公积金	10513	10289	10289	10289	10289
归属于母公司所有权益 183639 185321 188284 192485 196458	留存收益	167827	169732	172695	176897	180870
	少数股东权益	12355	12648	12894	13195	13527
负债及权益合计 243976 246189 244619 249559 254359	归属于母公司所有权益	183639	185321	188284	192485	196458
	负债及权益合计	243976	246189	244619	249559	254359

现金流量表

- •					
单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9649	20106	21879	18274	19277
净利润	16140	10749	8296	10138	11191
折旧摊销	6789	7445	10117	10065	9976
财务费用	(1514)	(1274)	272	185	156
投资收益	(1322)	(512)	(1819)	(1427)	(1383)
营运资金变动	(10261)	3895	5019	(688)	(664)
其它	(183)	(198)	(6)	1	1
投资活动现金流	(5281)	(19307)	(8519)	(8311)	(7790)
资本支出	(26646)	(14167)	(10338)	(9738)	(9173)
其他投资	21366	(5140)	1819	1427	1383
筹资活动现金流	(5723)	(5436)	(7875)	(5604)	(6842)
借款变动	5211	1210	(2516)	217	200
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	(223)	0	0	0
股利分配	(12612)	(7843)	(5087)	(5635)	(6886)
其他	1680	1421	(272)	(185)	(156)
现金净增加额	(1355)	(4638)	5486	4359	4644

利润表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	132022	140999	107653	112479	116931
营业成本	103897	117637	89485	92227	95899
营业税金及附加	967	1024	782	817	849
营业费用	3327	3424	2991	2562	2430
管理费用	5561	5652	4853	4508	4102
研发费用	2011	1860	1312	1258	1191
财务费用	(1651)	(1119)	272	185	156
资产减值损失	6	(288)	(141)	(215)	(178)
公允价值变动收益	(458)	(206)	(24)	(229)	(153)
其他收益	666	565	745	659	656
投资收益	1351	544	1099	998	880
营业利润	19474	13138	9637	12133	13508
营业外收入	802	649	852	768	756
营业外支出	261	186	182	210	193
利润总额	20015	13600	10307	12691	14071
所得税	3875	2851	2011	2554	2881
少数股东损益	479	319	246	301	332
归属于母公司净利润	15661	10430	8050	9837	10858

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-21%	7%	-24%	4%	4%
营业利润	-55%	-33%	-27%	26%	11%
归母净利润	-53%	-33%	-23%	22%	10%
获利能力					
毛利率	21.3%	16.6%	16.9%	18.0%	18.0%
净利率	11.9%	7.4%	7.5%	8.7%	9.3%
ROE	8.5%	5.7%	4.3%	5.2%	5.6%
ROIC	6.7%	4.3%	3.5%	4.3%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	19.6%	17.8%	17.6%	17.4%
净负债比率	9.0%	9.3%	8.4%	8.3%	8.2%
流动比率	3.0	3.4	4.0	4.1	4.3
速动比率	2.7	3.1	3.7	3.8	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
存货周转率	9.6	10.8	10.1	11.8	11.9
应收账款周转率	10.7	11.3	11.4	13.5	13.4
应付账款周转率	15.0	17.3	15.5	18.2	18.3
毎股资料(元)					
EPS	2.96	1.97	1.52	1.86	2.05
每股经营净现金	1.82	3.79	4.13	3.45	3.64
每股净资产	34.65	34.97	35.53	36.32	37.07
每股股利	1.48	0.96	1.06	1.30	1.43
估值比率					
PE	9.1	13.6	17.6	14.4	13.1
PB	8.0	0.8	8.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.1	7.8	7.2	6.4	6.1

资料来源:公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 3



分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系,基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中,A股市场以沪深 300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下:

股票评级

强烈推荐: 预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上增持: 预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性: 预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持: 预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐: 行业基本面向好, 预期行业指数超越基准指数中性: 行业基本面稳定, 预期行业指数跟随基准指数回避: 行业基本面转弱, 预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称"本公司")编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、 复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。