

中钨高新(000657.SZ)年报及一季报点评

收入稳定增长,柿竹园并表增厚业绩

- 口收入同比增长。2024年公司实现营业收入147.43亿元,同增7.8%。分产品来看,切削刀具及工具收入31.89亿元,同增4.31%,主因市场规模在政策支持、技术升级及出口扩张的多重驱动下持续增长;其他硬质合金收入33.56亿元,同降2.19%;难熔金属收入24.26亿元,同增11.68%;粉末制品收入45.73亿元,同增32.22%。2025Q1公司收入33.92亿元,同增3.52%,主因公司经营规模扩大。
- 口柿竹园并表,增厚业绩。2024年公司整体毛利率为22.07%,按可比口径同比上升0.85pct。其中,刀片产品毛利率33.30%,同比下滑1.72pct;合金制品毛利率18.63%,同比下滑0.51pct;难熔金属毛利率10.33%,同减2.68pct;粉末制品毛利率23.61%,同增5.09pct。2025Q1公司整体毛利率为20.63%,同比上升6.47pct。公司已于2024年12月以发行股份及支付现金的方式购买湖南柿竹园有色金属有限责任公司100%股权,并于12月正式并表,柿竹园公司拥有目前全球在产的最大单体钨矿山,年产钨精矿0.78万吨。2024年柿竹园实现收入35.71亿元,净利润7.05亿元。
- □期间费用率上升,25Q1 业绩增长。2024 年期间费用率 13.42%,同增 1.12pct。其中,销售费用率 3.00%,同降 0.20pct;财务费用率 0.58%,同增 0.19pct,主因人民币汇率变动导致汇兑收益减少;管理费用率 5.14%,同增 0.48pct,主因公司开展资产重组项目和精益管理咨询等项目;研发费用率 4.71%,同增 0.65pct。2024 年公司归母净利润 9.39 亿元,按可比口径同增 17.47%;扣非归母净利润 1.62 亿元,同减 51.38%,主因钨价上涨及硬质合金景气度下滑。2025Q1 公司归母净利润 2.21 亿元,按可比口径同增 3.24%。
- □ 经营现金流改善,负债率下降。公司 2024 年收现比为 0.7864,同增 0.0330; 付现比为 0.7545,同增 0.0842。综合来看,经营现金流净额 9.02 亿元,同 比多流入 7.50 亿元;投资活动现金流净额-8.50 亿元,同比多流出 5.51 亿元,主因公司因技政等项目支出同比增加和 2023 年土地收储,处置资产。 公司 2024 年资产负债率为 52.40%,同降 2.51pct。
- □ 投资建议:公司聚焦钨全产业链一体化发展,实现营收与利润双增长。柿价园优质钨资源顺利注入,显著提升原料自给率与成本管控能力。预计2025-2027年公司实现归母净利润10.94亿元、13.23亿元、14.76亿元。维持"强烈推荐"评级。
- □ 风险提示: 钨价格波动风险、汇率风险、下游需求不及预期。

财务数据与估值

资料来源:公司数据、招商证券

MA MARIA TO ELL					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12736	14743	16408	18051	19790
同比增长	-3%	16%	11%	10%	10%
营业利润(百万元)	637	1139	1329	1611	1821
同比增长	-10%	79%	17%	21%	13%
归母净利润(百万元)	485	939	1094	1323	1476
同比增长	-9%	94%	16%	21%	12%
每股收益(元)	0.21	0.41	0.48	0.58	0.65
PE	44.9	23.2	19.9	16.5	14.7
PB	3.8	2.9	2.1	1.9	1.8

强烈推荐(维持)

周期/金属及材料 当前股价: 9.55 元

基础数据

总股本 (百万股)	2279
已上市流通股(百万股)	1247
总市值 (十亿元)	21.8
流通市值 (十亿元)	11.9
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	11.5
资产负债率	48.6%
主要股东 中国五矿股	份有限公司
主要股东持股比例	33.37%

股价表现

% 绝对表现 相对表现	1m -3 -0	6m 2 5	12m -11 -15
(%)	中钨高新		沪深300
20	1	_	
10	- N	~~~~~	marky .
0	ا م	1	r
-10	The same	M	٨.,
-20	u 1	\"\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\	w W
-30	" Van J	Maria	
-40	Almana (Mills)	وملمعها الأساس	والمتانك ويد
May/24	Aug/24	Dec/24	Apr/25

资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

1、《中钨高新(000657)—收入稳定增长,净利润下滑》2024-10-30 2、《中钨高新(000657)—刀片销量高增,收入稳定增长》2024-08-26 3、《中钨高新(000657)—交易对价基本符合预期,钨价上涨推动业绩大增》2024-06-18

刘伟洁 \$1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

iahongkun@cmschina.com.cn



图 1 公司营业收入(左轴)及增速(右轴)

图 2 公司毛利率

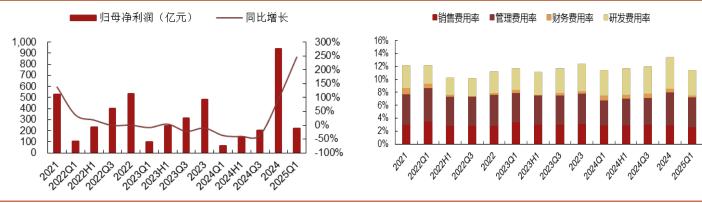


资料来源: iFind、招商证券

资料来源: iFind、招商证券

图 3 公司归母净利润 (左轴)及增速 (右轴)

图 4 公司期间费用率

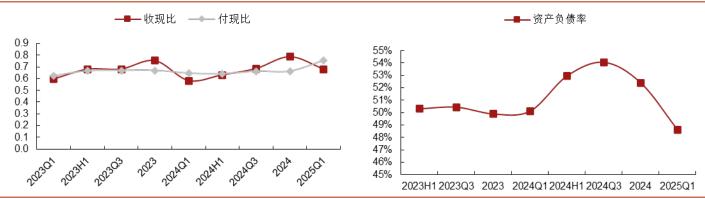


资料来源: iFind、招商证券

资料来源: iFind、招商证券

图 5 公司收现比与付现比

图 6 公司资产负债率



资料来源: iFind、招商证券

资料来源: iFind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 2



附: 财务预测表

>/c	立	左	1主	走
页	厂	贝	顶	衣

単位: 百万元 2023 2024 2025E 2026E 2027E 流动資产 8152 10249 11229 12164 13462 现金 867 1517 1518 1505 1807 交易性投资 1 0 0 0 0 应收票据 1565 2078 2313 2544 2789 应收款项 1833 2166 2411 2653 2908 其它应收款 67 91 101 111 122 存货 3334 3747 4164 4557 4967 其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 固定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215	贝厂贝顶衣					
现金 867 1517 1518 1505 1807 交易性投资 1 0 0 0 0 0 0 0 应收票据 1565 2078 2313 2544 2789 应收款项 1833 2166 2411 2653 2908 其它应收款 67 91 101 111 122 存货 3334 3747 4164 4557 4967 其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 88 图定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1348 1335 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 8678 730 743 852 984 1131 归漏母公司所格对益 5772 7547 10199 11194 12273	单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易性投资 1 0 0 0 0 0 0 应收票据 1565 2078 2313 2544 2789 应收款项 1833 2166 2411 2653 2908 共它应收款 67 91 101 111 122 存货 3334 3747 4164 4557 4967 其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 88 88 88 88 88 88 88 88 8	流动资产	8152	10249	11229	12164	13462
应收款项 1833 2166 2411 2653 2908 其它应收款 67 91 101 111 122 存货 3334 3747 4164 4557 4967 其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 图定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 1编码对流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列流列	现金	867	1517	1518	1505	1807
应收款项	交易性投资	1	0	0	0	0
其它应收款 67 91 101 111 122 存货 3334 3747 4164 4557 4967 其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 88 固定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 19属于母公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273	应收票据	1565	2078	2313	2544	2789
存货 其他3334 486 486 486 486 648 721 793 868非流动資产 长期股权投资 五形资产商誉 其他4823 476 705 1232 1232 1240 5987 1232 1240 21085 1232 1240 21085	应收款项	1833	2166	2411	2653	2908
其他 486 648 721 793 868 非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 88 国定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 867收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 19属于中公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273	其它应收款	67	91	101	111	122
非流动资产 4823 7167 8130 8922 9571 长期股权投资 0 88 88 88 88 88	存货	3334	3747	4164	4557	4967
长期股权投资088888888固定资产36424925598768677596无形资产商誉476922830747672其他7051232122512191215资产总计1297517416193602108523033流动负债46536707588964887209短期借款9871492118014201766应付账款13481779197721642359预收账款146185205225245其他21733250252526792839长期负债18212420242024202420长期借款13861335133513351335其他4351084108410841084负债合计64749126830889079629股本13971397227922792279资本公积金32453758465846584658窗存收益11302392326342585337少数股东权益7307438529841131印新中公司所有权益57727547101991119412273	其他	486	648	721	793	868
固定资产 3642 4925 5987 6867 7596 无形资产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 19属于吸引所称权益 5772 7547 10199 11194 12273	非流动资产	4823	7167	8130	8922	9571
大形資产商誉 476 922 830 747 672 其他 705 1232 1225 1219 1215 資产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负債 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420	长期股权投资	0	88	88	88	88
其他 705 1232 1225 1219 1215 资产总计 12975 17416 19360 21085 23033 流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 867收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于中公司所称权益 5772 7547 10199 11194 12273	固定资产	3642	4925	5987	6867	7596
资产总计1297517416193602108523033流动负债46536707588964887209短期借款9871492118014201766应付账款13481779197721642359预收账款146185205225245其他21733250252526792839长期负债18212420242024202420长期借款13861335133513351335其他4351084108410841084负债合计64749126830889079629股本13971397227922792279资本公积金32453758465846584658窗存收益11302392326342585337少数股东权益7307438529841131印新中公司所称权益57727547101991119412273	无形资产商誉	476	922	830	747	672
流动负债 4653 6707 5889 6488 7209 短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 867收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 印属于母公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273		705	1232	1225	1219	1215
短期借款 987 1492 1180 1420 1766 应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 867收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 印圖中公司所称权益 5772 7547 10199 11194 12273	资产总计	12975	17416	19360	21085	23033
应付账款 1348 1779 1977 2164 2359 预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 86存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 印新中公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273	流动负债	4653	6707	5889	6488	7209
预收账款 146 185 205 225 245 其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于中公司所 都双益 5772 7547 10199 11194 12273	短期借款	987	1492	1180	1420	1766
其他 2173 3250 2525 2679 2839 长期负债 1821 2420 2420 2420 2420 长期借款 1386 1335 1335 1335 1335 其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于母心间所都双益 5772 7547 10199 11194 12273	应付账款	1348	1779	1977	2164	2359
长期负债18212420242024202420长期借款1386133513351335其他435108410841084负债合计64749126830889079629股本13971397227922792279资本公积金32453758465846584658留存收益11302392326342585337少数股东权益7307438529841131印圖丁母公司所審权益57727547101991119412273	预收账款	146	185	205	225	245
长期借款 其他1386 4351335 10841335 10841335 10841335 1084负债合计 股本 资本公积金 留存收益 少数股东权益 均据于母公司所有权益 13971397 375 375 375 375 375 38521397 3852 384 38522279 3279 3263 	其他	2173	3250	2525	2679	2839
其他 435 1084 1084 1084 1084 负债合计 6474 9126 8308 8907 9629 股本 1397 1397 2279 2279 2279 资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 867收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 印新中公印作都权益 5772 7547 10199 11194 12273		1821	2420	2420	2420	2420
负债合计64749126830889079629股本13971397227922792279资本公积金32453758465846584658留存收益11302392326342585337少数股东权益7307438529841131归属于母心所作构定57727547101991119412273	长期借款	1386	1335	1335	1335	1335
股本13971397227922792279资本公积金32453758465846584658留存收益11302392326342585337少数股东权益7307438529841131归属于母公司所有权益57727547101991119412273		435	1084	1084	1084	1084
资本公积金 3245 3758 4658 4658 4658 留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于母公印作者权益 5772 7547 10199 11194 12273	负债合计	6474	9126	8308	8907	9629
留存收益 1130 2392 3263 4258 5337 少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273	股本	1397	1397	2279	2279	2279
少数股东权益 730 743 852 984 1131 归属于母公所作科益 5772 7547 10199 11194 12273	资本公积金	3245	3758	4658	4658	4658
归属于中公司所有权益 5772 7547 10199 11194 12273	留存收益	1130	2392	3263	4258	5337
4 4 - 1 - 2 4 51	少数股东权益	730	743	852	984	1131
负债及权益合计 12975 17416 19360 21085 23033	归属母公司所有教益	5772	7547	10199	11194	12273
	负债及权益合计	12975	17416	19360	21085	23033

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	152	902	1450	1926	2253
净利润	587	1033	1203	1455	1623
折旧摊销	491	721	946	1118	1260
财务费用	95	103	75	96	112
投资收益	50	1	(176)	(155)	(121)
营运资金变动	(1066)	(931)	(598)	(588)	(622)
其它	(4)	(24)	0	0	0
投资活动现金流	(299)	(850)	(1733)	(1754)	(1788)
资本支出	(362)	(857)	(1909)	(1909)	(1909)
其他投资	63	7	176	155	121
筹资活动现金流	280	254	284	(184)	(163)
借款变动	633	(459)	(1200)	240	346
普通股增加	322	(1)	882	0	0
资本公积增加	(278)	513	900	0	0
股利分配	(308)	(349)	(223)	(328)	(397)
其他	(89)	550	(75)	(96)	(112)
现金净增加额	133	307	1	(13)	301

利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12736	14743	16408	18051	19790
营业成本	10588	11489	12768	13971	15229
营业税金及附加	79	215	240	264	289
营业费用	408	442	491	541	593
管理费用	593	757	837	830	910
研发费用	517	694	772	850	932
财务费用	49	85	75	96	112
资产减值损失	53	(89)	(72)	(43)	(25)
公允价值变动收益	2	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	130	171	180	159	125
投资收益	(50)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	637	1139	1329	1611	1821
营业外收入	22	45	47	49	33
营业外支出	2	8	6	4	6
利润总额	657	1176	1370	1656	1848
所得税	71	143	167	201	225
少数股东损益	102	94	109	132	147
归属于母公司净利润	485	939	1094	1323	1476

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	16%	11%	10%	10%
营业利润	-10%	79%	17%	21%	13%
归母净利润	-9%	94%	16%	21%	12%
获利能力					
毛利率	16.9%	22.1%	22.2%	22.6%	23.0%
净利率	3.8%	6.4%	6.7%	7.3%	7.5%
ROE	8.7%	14.1%	12.3%	12.4%	12.6%
ROIC	6.8%	9.9%	9.6%	10.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	52.4%	42.9%	42.2%	41.8%
净负债比率	24.2%	21.3%	13.0%	13.1%	13.5%
流动比率	1.8	1.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
应收账款周转率	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6
应付账款周转率	9.4	7.3	6.8	6.7	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.21	0.41	0.48	0.58	0.65
每股经营净现金	0.07	0.40	0.64	0.85	0.99
每股净资产	2.53	3.31	4.48	4.91	5.39
每股股利	0.15	0.10	0.14	0.17	0.19
估值比率					
PE	44.9	23.2	19.9	16.5	14.7
PB	3.8	2.9	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.8	15.9	12.5	10.4	9.2
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·					

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。

敬请阅读末页的重要说明 4