

兖矿能源(600188.SH)

煤化一体增强业绩韧性,降本增效业绩修复可期

兖矿能源发布 2025 年三季度报告,2025 年前三季度公司实现营业收入 1049.57 亿元,同比下降 11.64%;归母净利润 71.20 亿元,同比下降 39.15%;扣非归母净利润 65.19 亿元,同比下降 41.01%;经营性现金流净额 196.00 亿元,同比下降 12.17%。单季度看,25Q3 公司实现营业收入 382.59 亿元,同比下降 0.26%;实现归母净利润 22.88 亿元,同比下降 36.60%。

- □ 煤炭业务:产销量大幅增长,成本管控加强,毛利率环比改善。产销量方面,2025年前三季度公司商品煤产量 13589万吨,同比+6.94%;商品煤销量12644万吨,同比+2.94%,其中国内自产煤产/销量 10351/9102万吨,同比+7.93%/+6.21%,贸易煤销量 408万吨,同比-35.93%;国外商品煤产/销量3238/3133万吨,同比+3.88%/+0.68%。价格方面,2025年前三季度公司自产煤吨煤售价 503.3元/吨,同比 21.52%,其中国内自产煤售价 449.9元/吨,同比-22.02%,海外自产煤售价 658.6元/吨,同比-19.57%;贸易煤吨煤售价619.1元/吨,同比-37.76%。成本方面,2025年前三季度公司自产煤吨煤成本341.8元/吨,同比-5.76%,环比上半年降低20元/吨,其中国内自产煤成本281.3元/吨,同比-5.3%,环比上半年降低7元/吨,海外煤自产煤成本517.4元/吨,同比-4.79%,环比上半年降低7元/吨,煤炭综合毛利率31.36%,环比上半年提高0.38pct。四季度随着煤炭行业供给收紧、北方冬季供暖逐步开启,煤炭补库需求增加,煤炭价格中枢预计上移,叠加公司全年成本管控力度加强,公司煤炭业绩有望进一步修复。
- □ 煤化工业务: 降本对冲价跌,销量毛利稳步增长。产销方面,2025年前三季度公司化工品产量 734.6 万吨,同比+11.6%;销量 644.0 万吨,同比+8.7%。其中,甲醇产/销量 337.4/321.4 万吨,同比+3.1%/+2.2%;醋酸产/销量80.6/57.4 万吨,同比+4.4%/+5.5%。利价方面,2025年前三季度公司化工产品单吨综合售价 2877 元/吨,同比-10.93%,降幅较上半年收窄;单吨综合成本2119元/吨,同比-17.53%;综合毛利 785元/吨,同比+14.72%;毛利率26.35%,同比增加 5.89pct。
- □优质资产注入,在建项目有序推进,成长潜力广阔。2025年公司完成西北矿业 51%股权收购,此次三季度完成并表,境内资源量同比 2024 年预计增加 13.6%。公司在建的五彩湾四号露天矿一期 1000 万吨项目本年度有望投产,二期提升至 2300 万吨/年产能规模已获批。同时,2025 年开工建设霍林河一号煤矿,3 年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿,三矿建成后将新增煤炭产能 2,500 万吨/年以上。此外,新收购的西北矿业下属有聚能能源油房壕矿井、平煤长安杨家坪矿井 2 个在建矿井,核定产能合计 1000 万吨/年,还有天竣能源马福川矿井、毛家川矿井 2 项探矿权,核定产能分别为 800 万吨/年、700 万吨/年,目前正在办理探矿权转采矿权手续,未来的合计产能贡献达 2500 万吨/年,煤炭产量增量空间大。化工方面,公司预计 2026 年建成投产荣信化工 80 万吨烯烃及鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目,集团聚甲醛产能跃升国内第一;有序推进新疆能化 80 万吨烯烃、未来能源 50 万吨高温费托项目建设,实现产业链向高端化、多元化延伸。当前公司拥有业内稀缺的成长空间,为长期盈利增长奠定坚实基础。

强烈推荐(维持)

周期/煤炭开采 目标估值: NA 当前股价: 14.72 元

基础数据

总股本(百万股))	10037
已上市流通股(百	万股)	5924
总市值(十亿元))	147.8
流通市值(十亿方	元)	87.2
毎股净资产(MR	(Q)	7.7
ROE (TTM)		13.2
资产负债率		66.9%
主要股东	山东能源集团	有限公司
主要股东持股比值	列	52.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	27	2
相对表现	10	4	-17
(%)	 兖矿能源		沪深300
30 _「			
20			
10			Mari
0	- Lower	man	/
-10	Manage	N	WM
-20	W.	Mary.	
-30	eliferancia la chelena	Alastingth H	
Nov/24	Feb/25	Jun/25	Oct/25
次州七江	N = W La	かったい	4

资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《兖矿能源(600188)—内外增长 动能兼具,降本增效业绩修复可期》 2025-09-02
- 2、《兖矿能源(600188)—海内外双 驱增强业绩弹性,煤化一体夯实增长 动能》2025-08-21

谢笑妍 S1090519030003

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨 研究助理

yuansiyu@cmschina.com.cn



- □维持"强烈推荐"投资评级。 究矿能源凭借稳健的盈利能力、优质资产和持续高回报政策,成为具备长期投资价值的优质煤炭龙头企业。 暂不考虑西北矿业 并表情况下,我们预测 2025-2027 年总营业收入将分别达到1171/1247/1316 亿元,同比-15.8%/+6.5%/+5.5%;归母净利润分别为103/120/137亿元,同比-28.3/+16.2%/+14.1%,EPS为1.03/1.20/1.37元,PE为14.3/12.3/10.8倍。
- □ 风险提示: 煤炭生产不及预期, 煤炭进口超预期, 煤炭价格下跌超预期, 煤炭需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150025	139124	117090	124700	131584
同比增长	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润(百万元)	36963	26857	18177	21295	24416
同比增长	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润(百万元)	20140	14425	10341	12019	13713
同比增长	-35%	-28%	-28%	16%	14%
每股收益(元)	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
PE	7.3	10.2	14.3	12.3	10.8
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

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

>te	के	左	1生	走
101	r	贝	债	衣

単位: 百万元202320242025E2026E2027E流动資产9616997355675637954092131现金3759738345176232663436571交易性投資00000应收票据869947797849896应收款项69469261756080518495其它应收款42013484293231233295存货77427625669169547174其他3374032945277282952931160非流动资产258109261200261605262008262406长期股权投资2399325643256432564325643固定资产112476112709112906113081113237无形资产商誉6747464317646836503665378其他5416658531583745824858148资产总计354278358554329168341549354537流动负债123109117202811718253083666短期借款40847693769376937693放收账款50914788426944374578其他8250372399403904044540492长期负债112835108342108342108342108342其他5148052642526425264252642负债合计235944225544189513190872192008股本743910040 <td< th=""><th>页厂贝顶衣</th><th></th><th></th><th></th><th></th><th></th></td<>	页厂贝顶衣					
双金 37597 38345 17623 26634 36571 交易性投资 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易性投資 日本	流动资产	96169	97355	67563	79540	92131
应收票据 6946 9261 7560 8051 8495 应收款项 6946 9261 7560 8051 8495 其它应收款 4201 3484 2932 3123 3295 存货 7742 7625 6691 6954 7174 其他 33740 32945 27728 29529 31160 非流动资产 258109 261200 261605 262008 262406 长期股权投资 23993 25643 25643 25643 25643 固定资产 112476 112709 112906 113081 113237 无形资产商誉 67474 64317 64683 65036 65378 其他 54166 58531 58374 58248 58148 资产总计 354278 358554 329168 341549 354537 流动负债 123109 117202 81171 82530 83666 短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期债款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 月届于母公司所有材运 72694 82594 85204 91536 98038	现金	37597	38345	17623	26634	36571
应收款项 6946 9261 7560 8051 8495 其它应收款 4201 3484 2932 3123 3295 存货 7742 7625 6691 6954 7174 其他 33740 32945 27728 29529 31160 非流动资产 258109 261200 261605 262008 262406 长期股权投资 23993 25643 25643 25643 25643 固定资产 112476 112709 112906 113081 113237 无形资产商誉 67474 64317 64683 65036 65378 其他 54166 58531 58374 58248 58148 资产总计 354278 358554 329168 341549 354537 流动负债 123109 117202 81171 82530 83666 短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期债款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于母公河所有权益 72694 82594 85204 91536 98038	交易性投资	0	0	0	0	0
其它应收款	应收票据	869	947	797	849	896
存货77427625669169547174其他3374032945277282952931160非流动资产258109261200261605262008262406长期股权投资2399325643256432564325643固定资产112476112709112906113081113237无形资产商誉6747464317646836503665378其他5416658531583745824858148资产总计354278358554329168341549354537流动负债123109117202811718253083666短期借款40847693769376937693应付账款3143032322288192995430903预收账款50914788426944374578其他8250372399403904044540492长期负债112835108342108342108342108342长期借款6135555700557005570055700其他5148052642526425264252642负债合计235944225544189513190872192008股本743910040100401004010040资本公积金1613827286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于政公司所有权益7269482594852049153698038	应收款项	6946	9261	7560	8051	8495
其他 33740 32945 27728 29529 31160 非流动资产 258109 261200 261605 262008 262406 长期股权投资 23993 25643 25643 25643 25643 固定资产 112476 112709 112906 113081 113237 无形资产商誉 67474 64317 64683 65036 65378 其他 54166 58531 58374 58248 58148 资产总计 354278 358554 329168 341549 354537 流动负债 123109 117202 81171 82530 83666 短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 7693 应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 度本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 8640 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于母公司所称权益 72694 82594 85204 91536 98038	其它应收款	4201	3484	2932	3123	3295
非流动资产 长期股权投资	存货	7742	7625	6691	6954	7174
长期股权投资 固定资产 无形资产商誉 其他23993 112476 67474 54166 67474 64317 64683 65036 65378 4 54166 65378 55700 55700 4 大期借款 其他 61359 67474 64683 65036 65378 67474 64317 64683 65036 65378 65374 65374 65375 65374 65376 65376 65376 65377 65376 65378 65376 65378 65376 65378 65379 6538 65378 65378 65379 6538 65379 65379 653790 65390 65390 65390 65390 	其他	33740	32945	27728	29529	31160
固定资产 112476 112709 112906 113081 113237 无形资产商誉 67474 64317 64683 65036 65378 其他 54166 58531 58374 58248 58148 资产总计 354278 358554 329168 341549 354537 流动负债 123109 117202 81171 82530 83666 短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 均属于母心印所者权益 72694 82594 85204 91536 98038	非流动资产	258109	261200	261605	262008	262406
大形资产商誉 67474 64317 64683 65036 65378 其他 54166 58531 58374 58248 58148	长期股权投资	23993	25643	25643	25643	25643
其他 54166 58531 58374 58248 58148	固定资产	112476	112709	112906	113081	113237
资产总计354278358554329168341549354537流动负债123109117202811718253083666短期借款40847693769376937693应付账款3143032322288192995430903预收账款50914788426944374578其他8250372399403904044540492长期负债112835108342108342108342108342长期借款6135555700557005570055700其他5148052642526425264252642负债合计235944225544189513190872192008股本743910040100401004010040资本公积金1613827286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于母心印作材料7269482594852049153698038	无形资产商誉	67474	64317	64683	65036	65378
流动负债 123109 117202 81171 82530 83666 短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 万693 万693 万693 万693 万693 万693 万693 万	其他	54166	58531	58374	58248	58148
短期借款 4084 7693 7693 7693 7693 应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 526	资产总计	354278	358554	329168	341549	354537
应付账款 31430 32322 28819 29954 30903 预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 526	流动负债	123109	117202	81171	82530	83666
预收账款 5091 4788 4269 4437 4578 其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 均属于母公司所有权益 72694 82594 85204 91536 98038	短期借款	4084	7693	7693	7693	7693
其他 82503 72399 40390 40445 40492 长期负债 112835 108342 108342 108342 108342 长期借款 61355 55700 55700 55700 55700 其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于母心印情和效益 72694 82594 85204 91536 98038	应付账款	31430	32322	28819	29954	30903
长期负债112835108342108342108342108342长期借款 其他61355557005570055700其他5148052642526425264252642负债合计235944225544189513190872192008股本743910040100401004010040资本公积金1613827286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于母公司所有权益7269482594852049153698038	预收账款	5091	4788	4269	4437	4578
长期借款 其他61355 5148055700 5264255700 5264255700 5264255700 5264255700 52642负债合计235944225544189513190872192008股本 資本公积金 留存收益 少数股东权益 均属于母心印所者权益 7269410040 4564010040 2728610040 2728610040 2728627286 2728627286 27286均断方公印所者权益 7269450416 8259454451 8520459141 9153664492 98038	其他	82503	72399	40390	40445	40492
其他 51480 52642 52642 52642 52642 负债合计 235944 225544 189513 190872 192008 股本 7439 10040 10040 10040 10040 资本公积金 16138 27286 27286 27286 27286 留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于公司所有权益 72694 82594 85204 91536 98038	长期负债	112835	108342	108342	108342	108342
负债合计235944225544189513190872192008股本743910040100401004010040资本公积金1613827286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于公司所有权益7269482594852049153698038	长期借款	61355	55700	55700	55700	55700
股本743910040100401004010040资本公积金1613827286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于母公司所有权益7269482594852049153698038	其他	51480	52642	52642	52642	52642
资本公积金161382728627286272862728627286留存收益4911745269478795421060712少数股东权益4564050416544515914164492归属于母公司所有权益7269482594852049153698038	负债合计	235944	225544	189513	190872	192008
留存收益 49117 45269 47879 54210 60712 少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于公司所有权益 72694 82594 85204 91536 98038	股本	7439	10040	10040	10040	10040
少数股东权益 45640 50416 54451 59141 64492 归属于母公所作材益 72694 82594 85204 91536 98038	资本公积金	16138	27286	27286	27286	27286
归属于母公司所有权益 72694 82594 85204 91536 98038	留存收益	49117	45269	47879	54210	60712
1200 1 0200 1 0000 0000	少数股东权益	45640	50416	54451	59141	64492
负债及权益合计 354278 358554 329168 341549 354537	归属于最小的所有权益	72694	82594	85204	91536	98038
	负债及权益合计	354278	358554	329168	341549	354537

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16168	22342	34045	30049	32555
净利润	27151	20932	14376	16709	19064
折旧摊销	14839	15049	14491	14493	14499
财务费用	4372	3319	2350	2503	2641
投资收益	(2259)	(2626)	(2049)	(2049)	(2132)
营运资金变动	(28146)	(15835)	4945	(1627)	(1535)
其它	210	1501	(67)	21	18
投资活动现金流	(12203)	(9726)	(12848)	(12848)	(12766)
资本支出	(18191)	(17077)	(14898)	(14898)	(14898)
其他投资	5988	7351	2049	2049	2132
筹资活动现金流	(32513)	(12386)	(41918)	(8190)	(9852)
借款变动	(15215)	(11416)	(31838)	0	0
普通股增加	2491	2600	0	0	0
资本公积增加	1899	11148	0	0	0
股利分配	(21279)	(13394)	(7731)	(5687)	(7211)
其他	(408)	(1324)	(2350)	(2503)	(2641)
现金净增加额	(28549)	230	(20721)	9011	9937

资料来源:公司数据、招商证券

利润表

2023	2024	2025E	2026E	2027E
150025	139124	117090	124700	131584
89061	89312	79632	82768	85390
6432	5944	5003	5328	5622
5002	4713	3966	4224	4457
8482	8575	7217	7686	8110
2907	2735	2301	2451	2586
3904	2792	2350	2503	2641
87	(494)	(494)	(494)	(494)
90	(57)	(57)	(57)	(57)
260	315	315	315	315
2287	2039	1791	1791	1874
36963	26857	18177	21295	24416
368	953	953	953	953
323	518	518	518	518
37009	27292	18611	21730	24850
9857	6359	4236	5021	5786
6567	5875	4035	4690	5351
20140	14425	10341	12019	13713
	150025 89061 6432 5002 8482 2907 3904 87 90 260 2287 36963 368 323 37009 9857 6567	150025 139124 89061 89312 6432 5944 5002 4713 8482 8575 2907 2735 3904 2792 87 (494) 90 (57) 260 315 2287 2039 36963 26857 368 953 323 518 37009 27292 9857 6359 6567 5875	150025 139124 117090 89061 89312 79632 6432 5944 5003 5002 4713 3966 8482 8575 7217 2907 2735 2301 3904 2792 2350 87 (494) (494) 90 (57) (57) 260 315 315 2287 2039 1791 368 953 953 323 518 518 37009 27292 18611 9857 6359 4236 6567 5875 4035	150025 139124 117090 124700 89061 89312 79632 82768 6432 5944 5003 5328 5002 4713 3966 4224 8482 8575 7217 7686 2907 2735 2301 2451 3904 2792 2350 2503 87 (494) (494) (494) 90 (57) (57) (57) 260 315 315 315 2287 2039 1791 1791 36963 26857 18177 21295 368 953 953 953 323 518 518 518 37009 27292 18611 21730 9857 6359 4236 5021 6567 5875 4035 4690

主要财务比率

<u> </u>					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润	-35%	-28%	-28%	16%	14%
获利能力					
毛利率	40.6%	35.8%	32.0%	33.6%	35.1%
净利率	13.4%	10.4%	8.8%	9.6%	10.4%
ROE	24.1%	18.6%	12.3%	13.6%	14.5%
ROIC	15.1%	10.3%	7.1%	8.5%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	66.6%	62.9%	57.6%	55.9%	54.2%
净负债比率	24.3%	26.6%	19.3%	18.6%	17.9%
流动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	10.7	11.6	11.1	12.1	12.1
应收账款周转率	20.7	15.4	12.6	14.5	14.4
应付账款周转率	2.9	2.8	2.6	2.8	2.8
毎股资料(元)					
EPS	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
每股经营净现	1.61	2.23	3.39	2.99	3.24
每股净资产	7.24	8.23	8.49	9.12	9.77
每股股利	1.10	0.77	0.57	0.72	0.82
估值比率					
PE	7.3	10.2	14.3	12.3	10.8
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.5	8.1	9.7	8.9	8.2

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸,且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易,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