

2009-01-22

海运

招商轮船 601872.SH

计提准备平滑未来业绩波动

- ◇ 报告起因：公司公布业绩快报
- ◇ 潜在催化因素：09 年油轮市场表现好于预期

◆ 公司业绩快报预测 08 年 EPS0.41 元：

1 月 17 日，招商轮船发布公司 2008 年业绩快报称：根据公司暂时未经会计师事务所审计 2008 年的财务数据，公司 2008 年的营业收入、营业利润和归属于母公司股东的净利润将分别达到 31.84、14.17 和 14.03 亿元，分别同比增长 31.53%、58.2%和 65.36%；实现 EPS0.41 元/股，ROE14.62%；

◆ 公司业绩受到油轮和干散货两个市场的影响：

招商轮船的实际经营业务包括油轮业务和干散货运输业务两个主要部分，国际油轮市场的国际干散货运输市场的景气变化都将对公司业绩产生比较明显的影响；

◆ 预测 2009 年油轮市场供过于求比较明显，但到年底有望出现转机；干散货市场严重供过于求，市场将持续低迷：

2009 年油轮运输行业供求关系并不乐观，油运公司的盈利能力将出现下降；而 2010 年，在原油消费需求和运力供给增幅明显回落的双重利好推动下，整个行业的景气程度将明显恢复，油轮公司的盈利水平将明显回升；

我们对于 2009 年国际干散货运输市场的总体判断是将出现严重供过于求的局面，行业景气程度依然会相当低迷。根据我们的测算，2009 年全球干散货船队运力实际增幅至少将达到 8.33%以上，而全球海运贸易量运输需求增幅将在 1.5%左右；

◆ 公司拥有多方面的竞争优势：

公司的业务竞争优势包括：客户资源优势、运营管理优势和经营风格稳健优势；

◆ 盈利预测和投资评级：

我们调低对公司 2008-2010 年 EPS 的预测为 0.41、0.25 和 0.43 元/股。下调公司的投资评级为“中性”。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2,448	2,421	3,245	3,319	4,455
营业收入增长率	-7.63%	-1.10%	34.05%	2.27%	34.23%
净利润（百万元）	883	848	1,392	857	1,469
净利润增长率	-34.36%	-3.86%	64.08%	-38.47%	71.45%
EPS（元）	0.26	0.25	0.41	0.25	0.43
ROE	10.58%	9.94%	14.17%	8.27%	12.63%
P/E	27	28	17	27	16
P/B	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	20	24	11	15	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

下调

中性

当前价格	3.70 元
目标价格	3.60 元
目标期限	6 个月

分析师：

冯志刚

021-22169156

fengzg@ebsecn.com

开文明

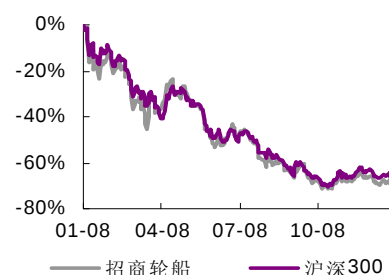
021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	3,433
总市值(百万元)	12,704
流通比例(%)	45.93%
12 个月最高/最低（元）	12.96/3.60
近 3 月日均成交量（百万股）	15.54
主要股东	招商局轮船股份有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.36	-4.71	-2.97
绝对收益	-0.92	3.86	-65.87

相关报告：

以稳健应对波动	2008-10-28
抓住行情，提升业绩	2008-08-21
厚积薄发，畅享景气	2008-07-24

投资要件

关键假设

2009 年油轮运输行业供求关系并不乐观，油运公司的盈利能力将出现下降；而 2010 年，在原油消费需求和运力供给增幅明显回落的双重利好推动下，整个行业的景气程度将明显恢复，油轮公司的盈利水平将明显回升；

我们对于 2009 年国际干散货运输市场的总体判断是将出现严重供过于求的局面，行业景气程度依然会相当低迷。根据我们的测算，2009 年全球干散货船队运力实际增幅至少将达到 8.33%以上，而全球海运贸易量运输需求增幅将在 1.5%左右；

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点的不同之处在于虽然我们也预测 2009 年油轮运输行业供求关系并不乐观，油运公司的盈利能力将出现下降；但是我们对油运行业的看法并不悲观，认为油运公司依然能够盈利，只是利润率水平有所降低而已；

原因在于市场供求关系仅仅是影响油轮运输市场的一个重要基本面因素；事实上，油轮运价水平的高低还受到国际政治形势、恶劣天气等诸多因素的影响；2008 年，油轮船东就是在整体供求关系相对不利的情况下取得了良好的运营业绩，大大超出证券市场、甚至是实业界内部本身的预测；

估值和目标价格

鉴于公司所处的两个子行业在 2009 年都将面临景气下滑的总体趋势，公司 2009 年业绩也将出现下滑，我们认为给与公司 09 年动态 P/E12-13 倍，动态 P/B1.1-1.2 倍的估值比较合理；

鉴于目前相对活跃的市场形势，我们认为公司的合理估值区间为 3.3-3.6 元；

股价上涨的催化因素

如果国际油轮市场行情表现明显好于市场预期，那么成为公司股价的催化剂；

投资风险

公司业绩面临的主要风险包括：行业景气长期无法恢复风险、固定资产减值准备风险和业务信用风险。

公司公告的主要内容及分析

公告主要内容

2009年1月17日，招商轮船发布公司2008年业绩快报称：根据公司未经会计师事务所审计2008年的财务数据，公司2008年的营业收入、营业利润和归属于母公司股东的净利润将分别达到31.84、14.17和14.03亿元，分别同比增长31.53%、58.2%和65.36%；实现EPS0.41元/股，ROE14.62%；

营业收入变化的原因主要是：2008年前三季度油轮及散货船航运市场高度景气，公司油轮及散货船队在有效运力及总营运天数均有所减少的情况下，抓住市场时机实现了较高运价。同时，公司成本费用控制良好。

净利润变化的主要原因除经营性因素外，还包括：（1）完成出售2艘老龄单壳阿芙拉型油轮的特殊收益人民币约1.2亿元；（2）公司2007年末作为战略投资者投资的中外运航运有限公司（00386.HK）首次公开发行的股票，报告期内股价大幅下跌，本报告期末计提减值准备约人民币1.3亿元；（3）报告期内人民币对美元的汇率升值减少报表折算利润约人民币1.44亿元；（4）报告期内，公司持有的美元贷款利率掉期公允价值损失及到期的人民币远期不交收外汇合约损失人民币4,818万元；（5）本报告期末预计2008年企业所得税费用约人民币8,687万元。

我们的分析

我们认为，2008年，在行业景气高涨和公司运营稳健灵活的双重因素带动下，公司业绩取得了良好的表现；不过，公司对2008年第四季度的业绩进行了审慎处理，该季度EPS仅0.01元，与前三个季度（实现EPS0.4元，扣除非经常性损益后为0.36元，其中第三季度为0.15元）的情况之间存在巨大反差。

虽然说第四季度，国际航运市场行情确实不尽如人意，但是如果按照公司在中期报告中公布的期租锁定天数和租金水平的情况来看，也不至于仅有如此微薄的利润；更重要的原因是在第四季度，公司出于审慎原则对长期股权投资计提了大额减值准备，同时确认了汇率升值损失和衍生金融工具公允价值变动损失。这一审慎处理行为为公司减少2009年的业绩波动打下了良好的基础。

2009年国际航运市场主要预测结论

招商轮船的实际经营业务包括油轮业务和干散货运输业务两个主要部分，

2007 年油运的收入占比为 60%，干散货的收入占比为 38%；2008 年干散货业务收入的占比将明显提高（主要是 2008 年上半年国际干散货航运市场行情异常火爆）；而 2009 年其占比将明显下降。

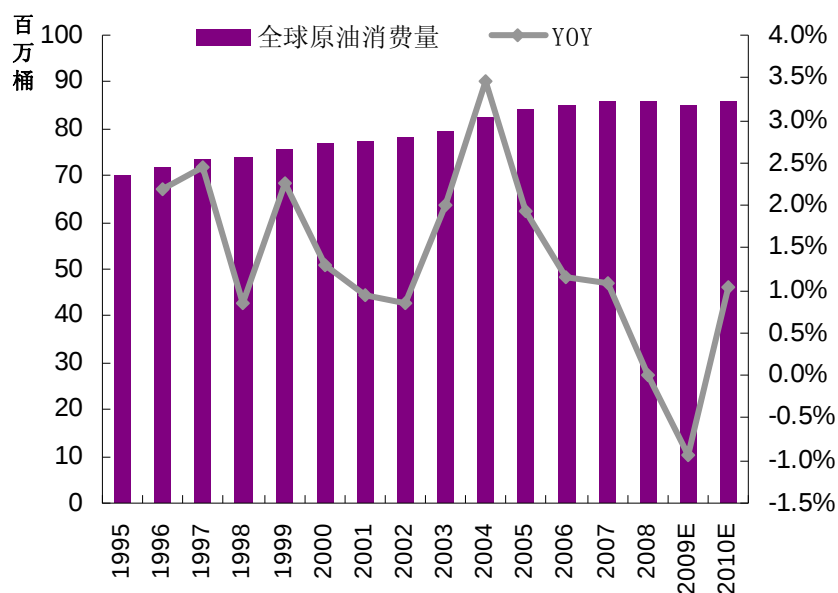
因此，国际油轮市场的国际干散货运输市场的景气变化都将对公司业绩产生比较明显的影响；而这两个市场的景气状况在 2009 年又将表现出比较明显的不同之处。

油轮市场：供过于求比较明显，但到年底有望出现转机

我们认为 2009-2010 年油运行业景气程度的总体结论是：2009 年油轮运输行业供求关系并不乐观，油运公司的盈利能力将出现下降；而 2010 年，在原油消费需求和运力供给增幅明显回落的双重利好推动下，整个行业的景气程度将明显恢复，油轮公司的盈利水平将明显回升；因而，2009 年下半年将是投资油轮行业的良好投资时机。

图表 1：全球原油日均消费量 2009 年下滑，2010 年恢复

EIA 对于 2009-2010 年的全球日均原油消费量的预测



资料来源：EIA，光大证券研究所

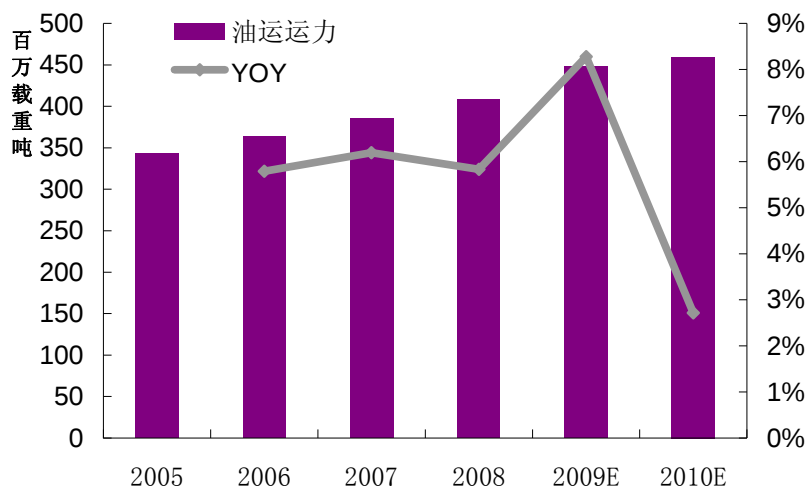
首先，根据 EIA 2009 年 1 月 13 日更新的全球原油消费量的预测数据，全球原油消费量在 2009 年将出现罕见的负增长，这种情况是自 1995 年以来首次出现。EIA 预测 2009 年全球日均消费原油 8510 万桶，较 2008 年的 8591 万桶/日下降了 0.94%；但是 2010 年原油消费将出现较大的恢复，将达到 8598 万桶/日，较 2009 年增长 1.03%，且高于 2008 年。

其次，从新增运力订单交付的情况来看，2009-2011 年是油运运力交付的高峰期。从 Clarkson 2008 年 12 月的订单数据来看，2009-2011 年油运交付的订单运力分别为 5800、5160、5050 万吨，而 2000-2008 年期

间的年均运力交付仅为 2618 万吨。因此运力交付的压力在 2009-2011 年将持续存在。

图表 2：2010 年油运供给将得到明显改善

2005-2010 年油运船队运力预测



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

另外，单壳运力退出方面，我们认为 2010 年是单壳油轮大量退出的时间点。我们假设 30% 的单壳运力在 2009 退出，50% 的单壳运力在 2010 年退出，其余 20% 的运力在 2011-2015 年退出。在这样的假设下，油运运力在 2009 年将增长 8.27%；在 2010 年将增长 2.72%，因此油运的供给在 2010 年将出现明显的改善。

详细分析请见我们 2009 年 1 月 20 日的《航运行业 2009 年度投资策略报告》。

干散货市场：严重供过于求，市场将持续低迷

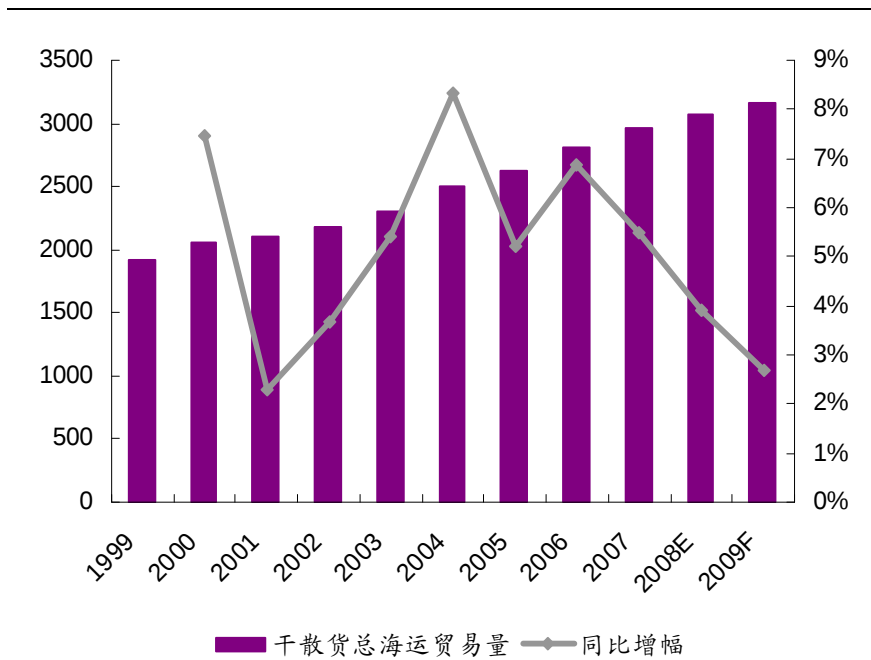
我们对于 2009 年国际干散货运输市场的总体判断是将出现严重供过于求的局面，行业景气程度依然会相当低迷。根据我们的测算，2009 年全球干散货船队运力实际增幅至少将达到 8.33% 以上，而全球海运贸易量运输需求增幅将在 1.5% 左右。

如图表 3 所示，虽然航运咨询业内的权威机构 CLARKSON 对 2009 年全球干散货总海运贸易量增幅的预测是 2.7%，但是，我们认为，该机构的预测过于乐观，尤其是对中国 2009 年铁矿石进口量同比增幅 11%、印度 2009 年焦煤和动力煤进口量同比增幅 25% 和 11% 的预测。

经过修正以后，我们预测 2009 年全球海运贸易量运输需求增幅将在 1.5% 左右。

图表 3：预计 2009 年全球干散货总海运贸易量同比增长 2.7%

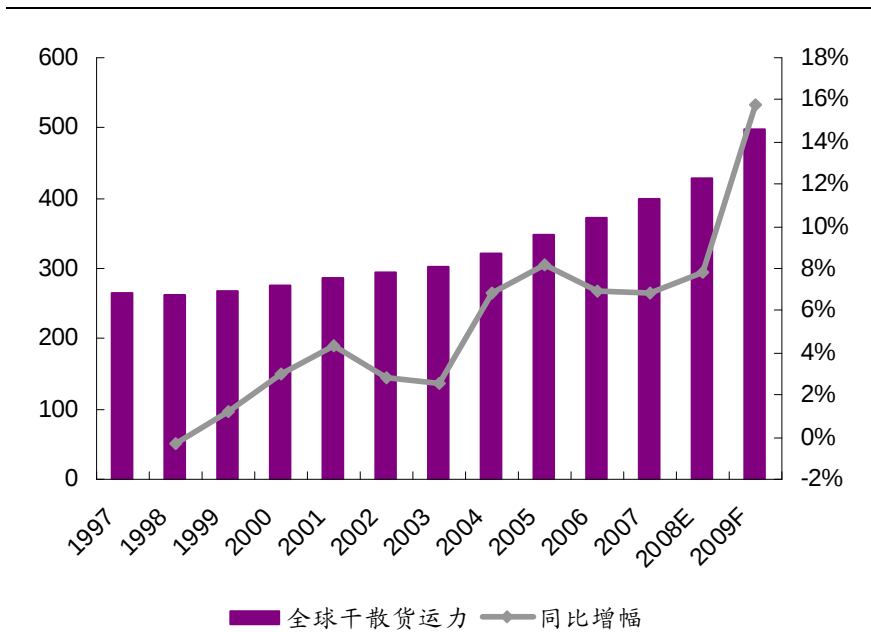
1999-2009 年全球干散货总贸易量增长情况



资料来源：CLARKSON、光大证券研究所

图表 4：2009 年干散货新船运力交付太过剩

季度增长对比图（图表概述）



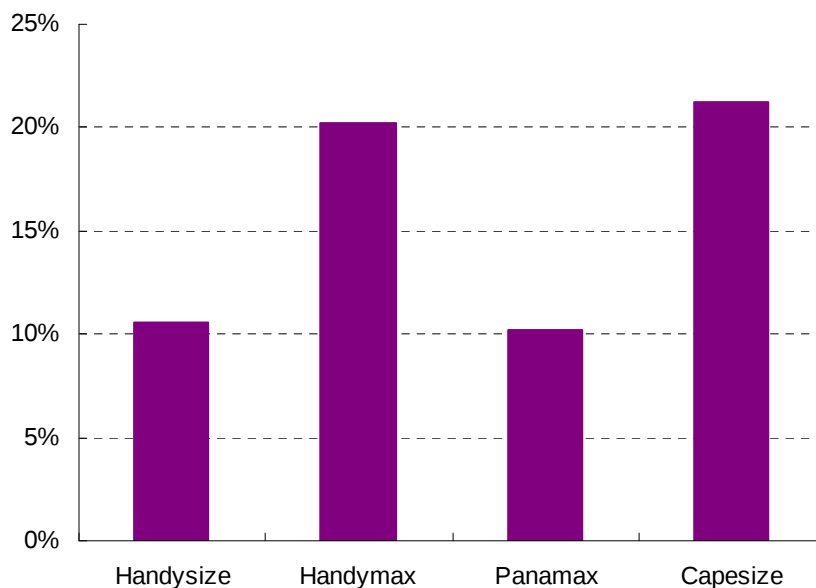
资料来源：CLARKSON

运力供给方面，我们考虑的因素包括：新船预计交付进度、新船订单的取消和推迟交付以及老旧船舶的拆解情况。我们的最终结论是：2009 年全球干散货船队实际新增运力上至少达到 3575 万 DWT，同比增幅为

8.33%。

图表 5：2009 年 Handymax 和 Capesize 运力同比增幅最明显

季度增长对比图（图表概述）



资料来源：CLARKSON

详细分析请见我们 2009 年 1 月 20 日的《航运行业 2009 年度投资策略报告》。

公司的业务竞争优势

客户资源优势

在国内从事油运业务的各个航运企业中,公司的国际市场运营经验最为丰富,客户结构最为国际化:除了与国内主要石油公司建立战略合作关系外,公司还与 SHELL、CHEVRON、GS Caltex 等国际大型石油公司建立和保持了长期、良好的合作关系;客户资源的优势和客户结构多元化有利于公司获得较好的运价水平和市场口碑。

管理经验优势

由于安全和环保方面的原因,油轮运输行业在运营管理方面的要求更严,进入壁垒更高;在安全管理和环境保护方面达不到国际标准的企业无法得到国际大型石油公司的供应商认证。

招商轮船下属的海宏公司(具体负责油轮运营)获得了中国海事局颁发的符合 ISM、NSM 两个规则的 DOC 证书;通过了 DNV 认证,获得 ISO9001:2000 质量体系证书;并于 2006 年顺利通过了 2004 环境管理体系认证机

构的审核，获得了 DNV 办法的 ISO14001 证书；ISO14001 证书的获得标志着招商轮船的油轮运输业务在安全管理和环境保护方面达到了国际先进水平。

经营风格优势

公司运营风格比较稳健，运力期租比例在 50%以上，招商轮船有 50%以上的油轮用于期租业务；散货船队中更是三分之二用于中长期期租，三分之一用于短期和航次期租；稳健的经营风格使公司的运价水平相对于现货市场水平波动较小。

油轮运力扩张幅度明显

未来 2-3 年，公司的油轮运力扩张比较明显：2008-2010 年间，招商轮船将改造 3 艘单壳 VLCC 和 1 艘单壳 SUEZ 油轮，并新增 7 艘双壳 VLCC 油轮和 2 艘 AFRA 油轮，油轮运力扩张幅度将达到 94.4%。

盈利预测和投资评级

我们调低对公司 2008-2010 年 EPS 的预测为 0.41、0.25 和 0.43 元/股。下调公司的投资评级为“中性”。

风险分析

行业景气长期无法恢复风险

在本报告的前述部分，我们预测 2010 年油轮运输市场的景气程度将明显回升，干散货运输市场尚不明确。

但是，无论是全球宏观经济还是全球航运需求都存在很大的不确定性。如果 2009 年全球经济情况比目前的预测还有差，那么航运公司的业绩下降幅度可能会超出我们现有的预期；如果全球经济在 2010 年仍不能走出低谷，出现恢复性增长，那么油运和干散货运输的需求就难于恢复，行业可能中长期无法走出底部。

固定资产减值准备风险

航运公司目前手握大量在手船舶订单，如果船舶的公允价值不断下跌，那么按照新会计准则，航运公司就应该为船舶订单的计提大量的固定资产减值准备。

不过，目前这一问题还存在很大的不确定性。首先，如果说完全按照新

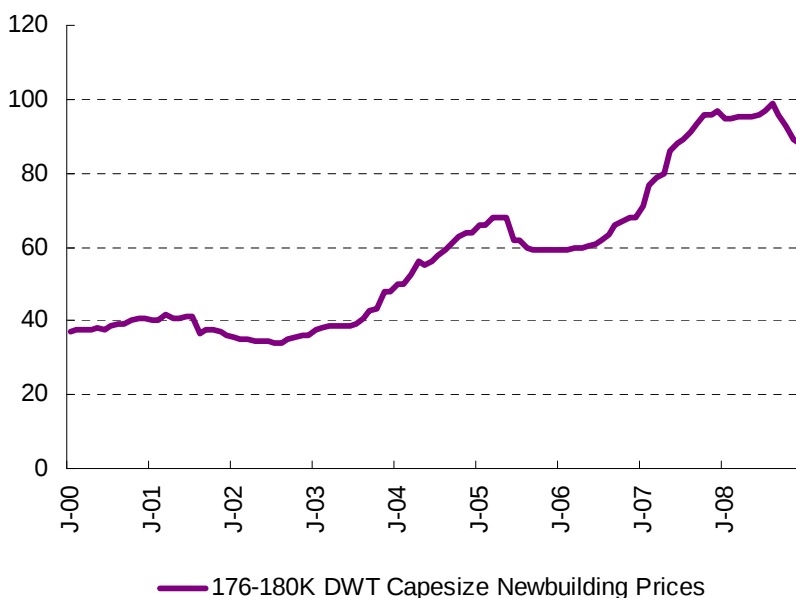
会计准则执行，那么涉及计提固定资产减值准备的行业绝不仅仅航运行业一个行业，如航空、电力、石化、钢铁、煤炭、机械、造船等大量进行固定资产投资的行业都应该计提固定资产减值准备。

其次，到底以什么指标作为“公允价值”的标准很难确定。因为，目前随着全球经济情况的恶化，各中大型设备的二手交易情况都很清淡，新增订单数量也非常少；而“公允价值”的一个必要标准是在大量的市场交易中形成的价格水平。

以船舶价格为例，新船订单的价格相比 08 年最高点的下跌幅度仅为 11%，如图表 6 所示；而二手船舶交易市场的成交价格跌幅却非常明显；但是，这两种情况的成交数量都不足以形成“大量的市场交易”。

图表 6：2008 年下半年以来 CAPE 船的新船合同价格略有回落

2000 年到目前 CAPE 新船合同价格的变化趋势

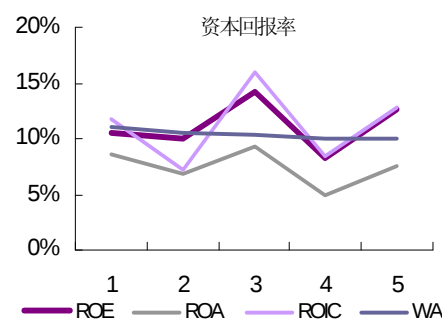
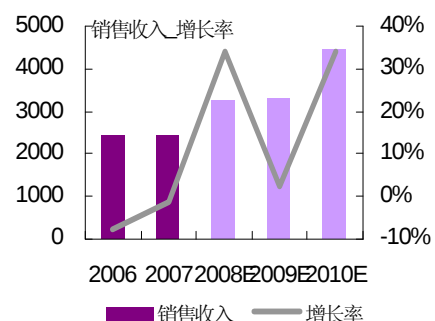
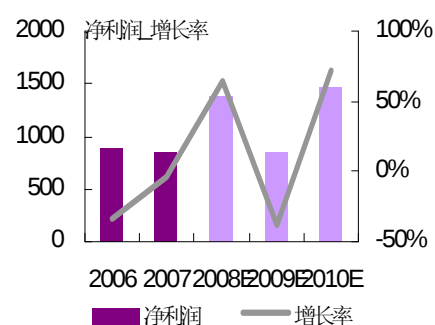
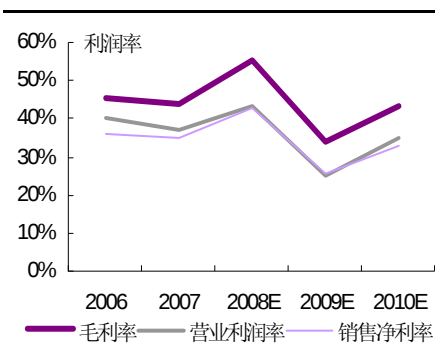


资料来源：CLARKSON

业务信用风险

全球金融危机导致很多企业面临经营困难，资金链紧张，特别是对于一些航运市场小船东和 operator，如果倒闭，那么市场上会出现大量的违约状况。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,448	2,421	3,245	3,319	4,455
营业成本	1,333	1,356	1,459	2,193	2,518
EBITDA	1,032	960	2,065	1,677	2,567
折旧和摊销	394	538	716	800	857
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	80	81	107	110	147
财务费用	50	26	151	184	242
公允价值变动损益	8	-47	0	0	0
投资收益	-10	-14	2	2	2
营业利润	982	896	1,400	834	1,550
利润总额	883	848	1,520	954	1,610
少数股东损益	23	33	37	40	45
归属母公司净利润	882.51	848.47	1,392.15	856.57	1,468.61

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	10,641	13,037	15,283	18,125	20,193
流动资产	4,941	4,489	5,339	5,629	6,558
货币资金	4,777	4,119	4,991	5,226	5,992
交易型金融资产	9	1	1	1	1
应收帐款	71	134	178	183	245
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	21	19	77	82	161
存货	39	86	48	72	83
可供出售投资	0	146	109	109	109
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	351	368	368	369	370
固定资产	4,944	4,461	5,648	9,304	11,496
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	2,078	4,168	5,069	7,149	8,082
无息负债	483	696	843	923	1,356
有息负债	1,595	3,472	4,226	6,226	6,726
股东权益	8,563	8,869	10,084	10,846	11,981
股本	3,433	3,433	3,433	3,433	3,433
公积金	4,356	4,532	4,667	4,894	5,130
未分配利润	883	1,588	2,551	3,138	4,002
少数股东权益	132	111	147	188	232

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1,392	1,222	2,309	1,642	2,740
净利润	883	848	1,392	857	1,469
折旧摊销	394	538	716	800	857
净营运资金增加	3,827	-2,739	3,281	210	706
其他	-3,711	2,574	-3,079	-224	-291
投资活动产生现金流	-652	-3,602	-1,825	-3,089	-1,853
净资本支出	2,469	1,827	3,091	1,855	1,237
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-3,121	-5,429	-4,916	-4,944	-3,090
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	1,200	0	0	0	0
债务净变化	-570	1,878	753	2,000	500
其它长期负债变化	-2,653	213	147	80	433
净现金流	3,694	-616	872	235	767

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-7.63%	-1.10%	34.05%	2.27%	34.23%
净利润增长率	-34.36%	-3.86%	64.08%	-38.47%	71.45%
EBITDA 增长率	-26.06%	-7.01%	115.21%	-18.81%	53.11%
EBIT 增长率	-26.02%	-7.01%	74.18%	-31.88%	62.62%
EPS 增长率	-57.30%	-3.86%	64.08%	-38.47%	71.45%
估值指标					
PE	27	28	17	27	16
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	20	24	11	15	9
EV/EBIT	20	24	14	21	13
EV/NAPLAT	31	37	14	23	14
EV/Sales	8	9	7	7	5
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	0.00%	43.98%	55.06%	33.93%	43.47%
EBITDA 率	42.16%	39.64%	63.64%	50.52%	57.63%
EBIT 率	42.16%	39.64%	51.51%	34.31%	41.56%
税前净利润率	40.12%	38.58%	46.84%	28.75%	36.13%
税后净利润率	36.05%	35.05%	42.90%	25.81%	32.97%
ROA	8.51%	6.76%	9.35%	4.95%	7.49%
ROE	10.58%	9.94%	14.17%	8.27%	12.63%
ROIC	12.82%	7.63%	16.89%	9.05%	13.71%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.39	-0.09	-0.09	0.08	0.05
资产负债率	19.52%	31.97%	33.45%	39.73%	40.28%
流动比率	4.46	1.32	5.54	5.40	4.44
速动比率	4.43	1.30	5.49	5.33	4.39
每股指标					
EPS	0.26	0.25	0.41	0.25	0.43
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.04	0.11
每股经营现金流	-	0.36	0.67	0.48	0.80
每股净资产	2.49	2.58	2.94	3.16	3.49
每股销售收入	0.71	0.71	0.95	0.97	1.30
每股 EBITDA	0.30	0.28	0.60	0.49	0.75

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

冯志刚，2007年12月加盟光大证券研究所，交通运输行业资深分析师。2003-2005年先后荣获新财富最佳分析师评选家电行业第三、第二名；2006-2007年，获“新财富”最佳分析师评选航空运输行业入围，2008年获“新财富”最佳分析师评选交通运输行业入围。1995-1998年，就职于原对外贸易经济合作部运输司；2002年毕业于上海财经大学金融学院；2002-2005年，就职于申银万国证券研究所；2005-2007年就职于国泰君安证券研究所。

开文明，2007年11月加盟光大证券研究所。2007年复旦大学经济学院硕士毕业，2001年获得上海交通大学交通运输专业学士学位。曾担任毕马威华振会计师事务所风险咨询部顾问和IT行业咨询顾问等职。2008年获“新财富”最佳分析师评选交通运输行业共同入围。

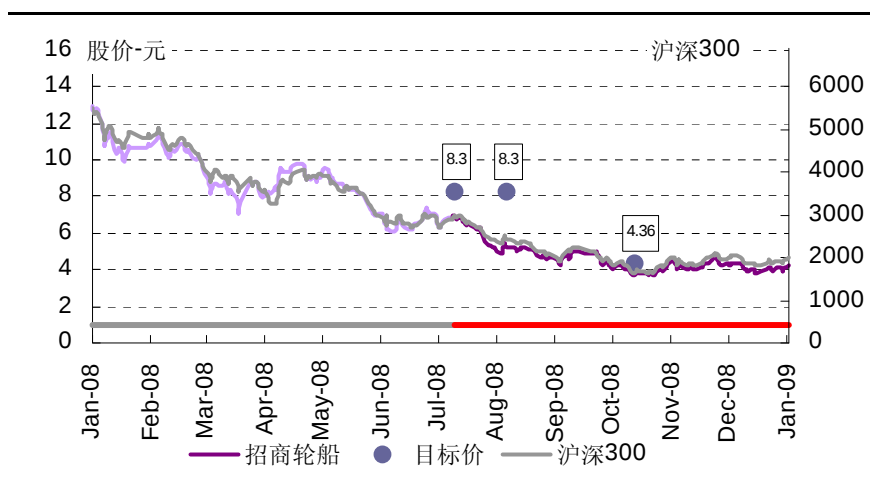
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

招商轮船（601872）

分析师：冯志刚



日期	股价	目标	评级
2008-07-24	6.82	8.30	增持
2008-08-21	5.49	8.30	增持
2008-10-27	3.70	4.36	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。