

张志宏
 0755-82960064
 zhangzh@cmschina.com.cn

2009年9月10日

中信国安(000839.SZ)/17.88元

垄断资源价值愈显弥贵，未来发展值得期待

原材料·基础化工

目标估值：22-25元

强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2946
总股本(万股)	156000
已上市流通股(万股)	155948
总市值(亿元)	279
流通市值(亿元)	279
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	14.4
资产负债率	49.9%
主要股东	中信国安有限公司
主要股东持股比例	41.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	59	89
相对表现	9	24	52



相关报告

公司的碳酸锂、钾肥、有线数字网络等主要业务发展态势良好，垄断优势凸显，碳酸锂更是新能源汽车产业的战略资源，加上公司仍在国内外积极寻找一些优质项目的开发及合作，未来可能会有超预期的亮点出现，给予“强烈推荐-A”评级。

- **公司具有明显的资源垄断优势。**目前公司主营有线电视运营与增值电信业务、锂盐与钾肥等盐湖资源综合开发、锂电池材料等业务，其中以有线电视运营及盐湖综合开发为主，是国内广电系统之外的最大的有线网络运营商，同时拥有青海西台吉乃尔盐湖的独家开发权，垄断优势明显。
- **公司在盐湖资源的综合开发方面日益深化，发展前景广阔。**公司的盐湖综合开发包括锂盐、钾肥、硼酸等多种国内紧缺产品：
 - 1) 碳酸锂方面，目前公司的碳酸锂工艺已稳定，产量逐年提高，预计明年产量可较今年翻番以上，达1.2万吨左右，远期可达2万吨以上，公司近期还与成都开飞公司合作，计划今年底推出电池级碳酸锂产品，以获得更高的售价。从长远看，新能源汽车的加速发展将使碳酸锂的需求量大幅增长，全球碳酸锂的寡头垄断局面也有助于维持产品的高毛利率，日本丰田等新能源汽车领导厂商将与公司开展合作，碳酸锂业务整体前景看好。
 - 2) 钾肥方面，随着经济的回暖，以及通胀预期卷土重来，农产品价格走强，钾肥价格也将得到支撑并上涨，此外，公司将参与乌兹别克的百万吨钾肥项目的开发，并有望成为乌方钾肥项目的中国唯一代理商，获得较丰厚的收益，总的来看，公司钾肥业务的盈利趋势不断向好。
- **有线数字网络整合以及增值业务的开展将使公司的有线电视业务稳健成长。**公司参股投资了7个省18个市的有线网络，覆盖的入网用户数已超过1760万户。目前各地正在不断推进有线电视的数字化转换工作，同时借数字化之机逐渐整合区域内的有线网络，这将使得公司覆盖的用户数持续增长，且数字化后用户订购增值业务的需求增多也将提升公司有线网络的ARPU值，因此预计未来几年公司有线电视业务将保持稳健成长。同时公司参股的江苏广电、武汉广电正在筹备IPO上市，一旦上市将使公司获得不菲的投资收益。
- **给予“强烈推荐-A”投资评级。**初步预计公司09~11年EPS分别为0.56、0.62、0.72元/股左右，但考虑到参与乌兹别克钾肥项目、部分参股项目未来可能的IPO、锂钾价格未来趋于上涨等因素，以及公司仍在国内外寻找一些优质资源项目的开发，大大增加了公司未来业绩超预期的可能性，因此对公司的估值上应给予适度溢价。参照新能源、有线电视类个股的估值，可按2010年35~40倍PE估值，给予“强烈推荐-A”评级，目标价22~25元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2321	1905	1816	2661	2957
同比增长	27%	-18%	-5%	47%	11%
营业利润(百万元)	334	354	1012	1098	1263
同比增长	-30%	6%	186%	9%	15%
净利润(百万元)	312	356	867	974	1117
同比增长	-27%	14%	144%	12%	15%
每股收益(元)	0.40	0.23	0.56	0.62	0.72
PE	45.6	79.8	32.7	29.1	25.4
PB	2.9	5.5	4.9	4.4	3.9

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司基本情况	3
二、盐湖资源的综合开发前景广阔	3
1、公司拥有的盐湖资源经济价值巨大	3
2、全球碳酸锂资源分布不均，行业呈寡头垄断格局	4
3、碳酸锂将成为未来新能源汽车产业的战略资源	4
4、公司的碳酸锂生产逐渐稳定，并进军电池级产品	5
5、钾肥业务不断发展壮大	5
三、有线电视业务稳健成长	6
四、盈利预测与估值	7
1、盈利预测	7
2、估值	8

图表目录

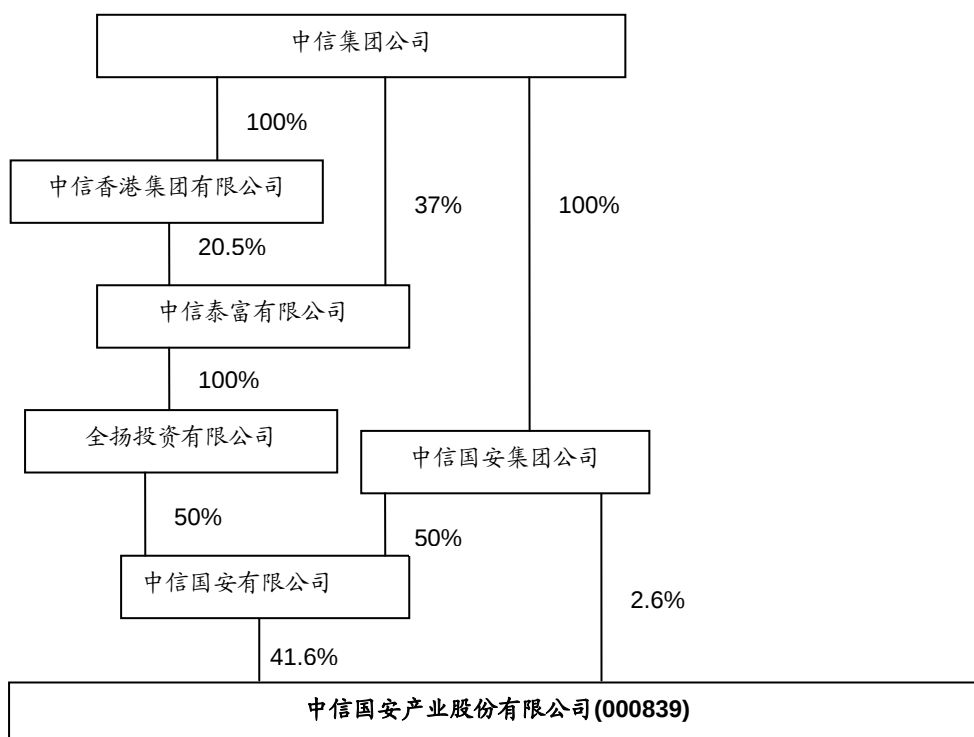
图 1: 公司股权结构	3
图 2: 2008 年碳酸锂下游需求结构	4
图 3: 碳酸锂价格走势	5
图 4: 美元指数走势	6
图 5: 氯化钾价格走势(长三角地区)	6
图 6: 近几年公司有线电视业务快速增长	7
图 7: 公司有线电视权益利润增长情况	7
图 8: 中信国安历史 PE Band	9
图 9: 中信国安历史 PB Band	9
表 1: 公司参股有线网络情况	6
表 2: 公司盈利预测的主要假设表	8
表 3: 盈利预测简表	8
表 4: 估值对比表	9
附: 财务预测表	10

一、公司基本情况

公司目前主要从事信息网络基础设施业务中的有线电视网、卫星通信网的运营，信息服务业中的增值电信业务、网络系统集成，盐湖资源综合开发，锂电池材料，房地产开发和物业管理等业务，其中以有线电视运营及盐湖综合开发为主，是国内广电系统之外的最大的有线网络运营商，同时拥有青海西台吉乃尔盐湖的独家开发权，垄断优势明显。

公司的有线电视业务主要通过参股的诸多子公司或联营公司进行，盐湖开发业务主要通过公司控股 99.38% 的青海国安子公司进行，电信增值服务等则主要通过控股 51% 的北京鸿联九五信息产业公司等子公司进行。

图1：公司股权结构



资料来源：公司报表，招商证券

二、盐湖资源的综合开发前景广阔

1、公司拥有的盐湖资源经济价值巨大

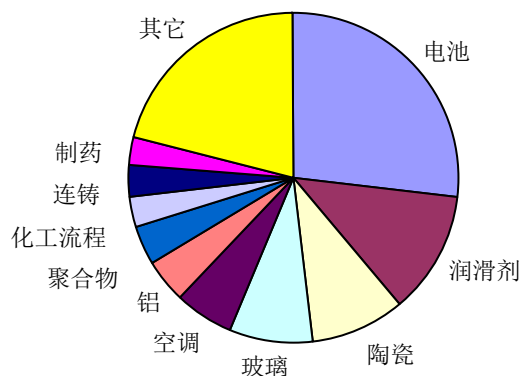
公司拥有青海西台吉乃尔盐湖，盐湖面积 570 平方公里，是一个以液体锂矿为主的特大型矿床，蕴藏着丰富的钾、锂、硼、镁等高价元素，经国土资源部矿产资源储量中心评审认定，其液体储量约折合为氯化锂 308 万吨，氧化硼 163 万吨，氯化钾 2600 万吨，氯化镁 18597 万吨，氯化钠 24590 万吨，潜在经济价值超过 1700 亿，综合开发前景广阔。

2、全球碳酸锂资源分布不均，行业呈寡头垄断格局

锂在电池工业、陶瓷业、玻璃业、铝工业、润滑剂、制冷剂、核工业及光电行业等领域中应用广泛，具有很高的战略价值。而碳酸锂是生产二次锂盐和金属锂的基础材料，是最重要的锂产品，其它工业锂产品基本都是碳酸锂的下游产品。

2008 年全球碳酸锂最重要的四大用途为电池工业、润滑剂业、玻璃工业、陶瓷工业，其中电池工业所占的比重最高，约占 27%（图 2），并且锂电池工业的增长最为突出，而传统行业如玻璃、陶瓷、润滑油、制药等行业对碳酸锂的需求占总需求的比例趋于下降（但绝对值仍保持增长）。

图2：2008年碳酸锂下游需求结构



资料来源：招商证券

截至 2008 年底，全球碳酸锂需求量约为 9.54 万吨，比 2007 年增长 2.9%。近 10 年的年复合增长率达 7%以上，总体增长势头强劲。

不过全球具有可经济开发利用价值的锂资源的分布却极不平衡。盐锂资源主要分布在智利、美国、玻利维亚、中国及阿根廷等国，而伟晶岩锂矿床主要分布在澳大利亚、加拿大、芬兰、中国、津巴布韦、南非和刚果等国家，因此碳酸锂行业具有很高的资源壁垒。2007 年全球主要产能集中在智利的 SQM(产能 2.8 万吨/年)、美国的 FMC(产能 2.1 万吨/年)、和德国的 Chemetall(产能 1.5 万吨/年)三家企业，约占全球产能的 70%，行业寡头垄断的特征较为明显。

3、碳酸锂将成为未来新能源汽车产业的战略资源

动力电池汽车将是未来汽车的发展方向，由于镍氢电池的一些技术性能如能量密度、充放电速度等已经接近理论极限值，因此，从长远看，具有能量密度高、容量大、无记忆性等优点的锂电池未来有望取代镍氢电池成为未来新能源汽车的动力源。

锂动力电池的主要原料是碳酸锂，据估计平均一辆动力电池汽车大约需要 100Kg 的磷酸铁锂阳极材料，折合需碳酸锂约为 0.03 吨。到 2010 年全球汽车保有量将接近 10 亿辆，而到 2015 年这一数字还将增加 20%到超过 12 亿辆。假如其中每年千分之一（100 万辆左右）转为锂动力电池汽车（或带锂动力电池的混合动力车），则每年新增碳酸锂

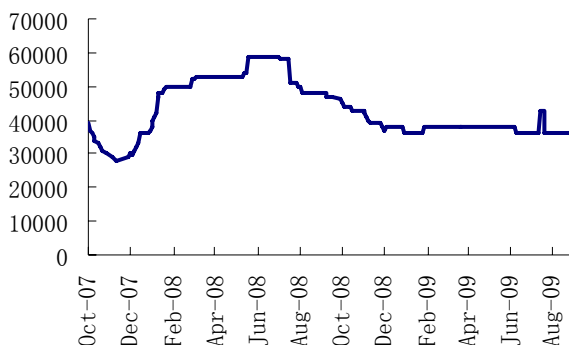
需求将达 3 万吨。届时全球碳酸锂的供需平衡将被打破，碳酸锂的需求将急剧上升。因此，碳酸锂将成为未来新能源汽车产业的战略资源。

4、公司的碳酸锂生产逐渐稳定，并进军电池级产品

我国的碳酸锂生产主要有卤水提锂及矿石提锂两种方式，其中中信国安公司采用是卤水提锂技术，由于副产的粗硼酸等产品也可销售，折合下来碳酸锂的成本在 1 万元/吨左右，但国内尚有不少企业采用矿石提锂，矿石提锂的成本较高，在 3 万元/吨以上，因此公司碳酸锂的竞争优势十分明显。

目前公司的碳酸锂生产已较好的解决了设备腐蚀的问题，工艺已逐渐稳定，产量逐年提高，目前已可日产 30 吨左右，预计 09 年全年可产 0.5 万吨，明年产量可较今年翻番以上，达 1.2 万吨左右，公司的远期目标将发展至 2 万吨以上。公司的产品以工业级碳酸锂为主，含量在 99.3% 左右，售价在 3.5~4.0 万元/吨左右，不过公司正与成都开飞高能化学公司洽谈合作，计划于今年底推出电池级碳酸锂（含量 99.5%）的产品，明年达到 0.5 万吨/年电池级碳酸锂的规模，电池级碳酸锂的售价可达 4.5 万元/吨。

图3：碳酸锂价格走势



资料来源：招商证券

从长远看，新能源汽车的加速发展将使碳酸锂的需求量大幅增长，全球碳酸锂的寡头垄断局面也有助于维持产品的高毛利率，日本丰田等新能源汽车厂商与公司未来开展合作的可能性很大，公司的碳酸锂业务前景看好。

5、钾肥业务不断发展壮大

公司在钾肥方面的开发较为顺利，将逐渐形成百万吨硫酸钾镁的规模。

硫酸钾镁肥为公司独家生产的钾肥品种，采用代理制的销售方式，产品深受农民的好评。

随着经济的回暖，以及美元疲软（图 4）、通胀预期的卷土重来，农产品价格走强，钾肥价格也将得到支撑并上涨（图 5）。

图4: 美元指数走势


资料来源: 招商证券

图5: 氯化钾价格走势(长三角地区)


资料来源: 招商证券

此外, 公司还计划参与乌兹别克德赫卡纳巴德钾肥项目的联合开发。07年7月中信国际合作公司已与乌方签署了该钾肥厂建设项目总承包合同, 一期为年产钾肥20万吨已建设完毕, 目前正在准备启动二期40万吨/年项目的建设, 未来整个钾肥项目最终计划达到100万吨/年。公司未来有望从乌方钾肥项目中获得较丰厚的投资收益。

三、有线电视业务稳健成长

公司在九十年代初就开始逐渐介入有线电视网络, 目前总计参股投资了7个省18个市的有线网络(表1), 覆盖的入网用户数已超过1760万户, 数字电视用户约780万户。到2009年中期, 公司投资的有线电视合营公司共计实现营业收入13.33亿元, 实现净利润2.87亿元, 公司权益利润8667.5万元, 较08年同期增长34.65%。

当前各地正在不断推进有线电视的数字化转换工作, 同时借数字化之机逐渐整合区域内的有线网络, 这将使得公司覆盖的用户数持续增长, 且数字化后用户订购增值业务的需求增多也将提升公司有线网络的ARPU值, 因此预计未来几年公司有线电视业务将稳健成长(图6、图7)。

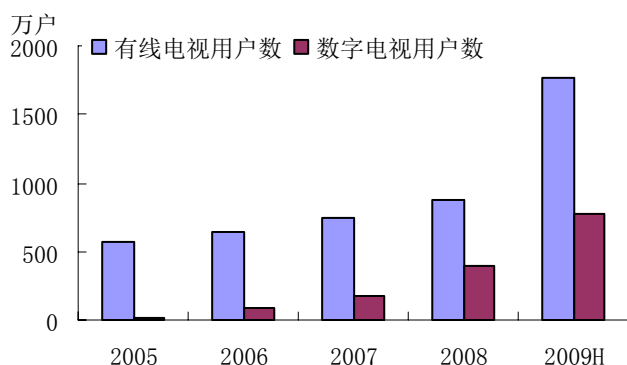
同时公司参股的江苏广电(公司持股20%)、武汉广电(公司持股47%)正在筹备IPO上市, 一旦上市将使公司获得不菲的投资收益。

表1: 公司参股有线网络情况

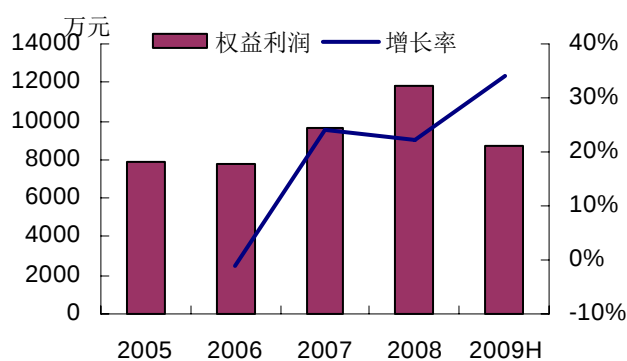
名称	投资额(亿元)	参股比例
河北广电数字电视有限公司	2.00	49%
河南周口国安广电信息网络公司	0.18	49%
承德市信广联有线广播电视宽带综合信息网络公司	0.22	49%
沧州市广播电视信息网络有限责任公司	0.29	49%
秦皇岛渤海在线信息网络有限公司	0.69	49%
岳阳市有线电视宽带网络有限公司	0.37	49%
荆州市视信网络有限公司	0.39	49%
合肥有线电视宽带网络有限公司	1.09	40%
湘潭国安广播电视信息网络有限公司	0.38	49%
唐山有线电视综合信息网络有限责任公司	0.49	49%
浏阳国安广电宽带网络有限责任公司	0.37	49%

益阳国安广播电视宽带网络有限责任公司	0.36	49%
武汉广电网络有限公司	1.51	47%
威海广电宽带网络有限公司	0.34	49%
长沙国安广播电视宽带网络有限公司	0.86	49%
江苏省广电信息网络股份有限公司	13.65	20%

资料来源：招商证券

图6：近几年公司有线电视业务快速增长


资料来源：招商证券

图7：公司有线电视权益利润增长情况


资料来源：招商证券

公司尚有信息及服务、房地产开发、锂电池正极材料等业务，但 08 年总体对利润的贡献度相对较小。

四、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们对公司青海国安产品的主要假定如表 2。其中 2010 年电池级碳酸锂达 5000 吨，含税售价 45000 元/吨，工业级碳酸锂售价 36000 元/吨；2011 年电池级碳酸锂达 9000 吨。

考虑到数字电视用户数量的增长及 ARPU 值的提高，有线电视的投资收益有 10%左右的稳定增长。

电池正极材料未来几年保持 5%左右增长，信息服务、房地产等业务的盈利水平则基本持平。

不考虑公司参与乌兹别钾肥项目的投资收益。

不考虑国安 GAC1 权证如果行权将新增 9600 万股使总股本增厚 6%左右导致的业绩稀释（实际上如果行权后公司将获得资金，从而财务费用也将大幅降低，所以行权后实际对业绩的稀释程度应低于 6%，影响基本可忽略。）

表 2: 公司盈利预测的主要假设表

产品	销量(万吨)			价格(万元/吨)			毛利率(%)		
	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
硫酸钾镁	20	32	36	2100	2100	2100	67%	67%	67%
氯化钾	15	25	25	3100	3100	3100	78%	78%	78%
碳酸锂	0.5	1.2	1.7	30200	34000	34800	68%	71%	72%

资料来源: 招商证券

公司未来三年的盈利预测如下。

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2321	1905	1816	2661	2957
营业成本	1419	1221	901	1133	1225
营业税金及附加	64	64	76	93	103
营业费用	167	160	127	170	180
管理费用	282	184	163	216	231
财务费用	167	175	177	181	184
资产减值损失	17	33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	130	285	640	230	230
营业利润	334	354	1012	1098	1263
营业外收入	25	41	35	25	25
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	355	389	1047	1123	1288
所得税	43	38	178	146	167
净利润	313	350	869	977	1120
少数股东损益	1	(5)	2	3	3
归属于母公司净利润	312	356	867	974	1117
EPS (元)	0.40	0.23	0.56	0.62	0.72

资料来源: 招商证券

2、估值

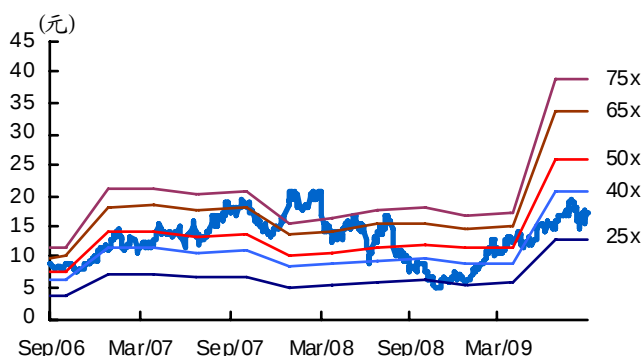
与公司业务相近的 A 股主要上市公司估值对比如下表 4, 参照有线电视类、钾肥、新能源同类上市公司的估值, 并考虑到公司参与乌兹别克钾肥项目、部分参股项目未来可能的 IPO、锂钾产品价格未来趋于上涨等因素, 以及公司仍在寻找一些优质垄断资源项目开发的计划, 使得未来业绩还会有超预期的亮点出现, 因此对公司的估值上应给予适度溢价。我们认为对公司可按 10 年 PE35~40 倍估值, 首次给予“强烈推荐-A”评级, 目标价 22~25 元。

表 4: 估值对比表

代码	公司	股价 090908	EPS			PE			PB (MRQ)	市值 (亿元)
			08	09E	10E	08	09E	10E		
002238	天威视讯	16.83	0.32	0.31	0.38	52.6	54.3	44.3	3.7	43
600037	歌华有线	11.50	0.31	0.25	0.3	37.1	46.0	38.3	2.8	120
600831	广电网络	7.39	0.13	0.22	0.29	56.8	33.6	25.5	2.7	32
000917	电广传媒	19.18	0.05	0.12	0.31	383.6	159.8	61.9	4.2	73
600832	东方明珠	9.53	0.14	0.17	0.23	68.1	56.1	41.4	4.3	304
有线电视类 平均*							47.5	37.4	3.4	
000792	盐湖钾肥	56.35	1.78	2.07	3.01	31.7	27.2	18.7	16.7	428
000578	盐湖集团	24.32	0.49	0.51	0.82	49.6	47.7	29.7	9.9	737
600251	冠农股份	24.53	0.12	0.34	1.49	204.4	72.1	16.5	16.1	88
钾肥类 平均*							37.5	24.2	13.3	
000762	西藏矿业	22.24	0.18	0.01	0.07	123.6	2224	317.7	10.6	61
002218	拓日新能	23.51	0.39	0.26	0.42	60.3	90.4	56.0	9.8	68
002202	金风科技	29.04	0.91	1.03	1.27	31.9	28.2	22.9	10.2	407
600550	天威保变	32.92	0.81	0.82	1.09	40.6	40.1	30.2	9.8	384
新能源类 平均*							52.9	36.3	9.9	
000839	中信国安	18.20	0.23	0.56	0.62	79.1	32.5	29.4	5.1	284

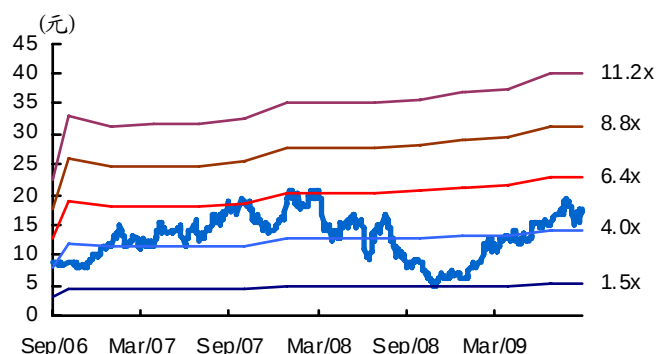
资料来源: Wind, 招商证券。注: 平均值的计算剔除了估值过高的电广传媒、西藏矿业

图8: 中信国安历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图9: 中信国安历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3627	3961	3379	4185	5046
现金	1897	2151	2330	2680	3398
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	61	39	54	80	89
应收款项	363	449	392	574	637
其它应收款	363	373	36	233	250
存货	661	686	450	566	612
其他	283	265	117	53	59
非流动资产	6774	6441	7022	7058	7072
长期股权投资	1120	2493	3404	3404	3404
固定资产	2546	1365	3280	3331	3358
无形资产	230	108	97	87	78
其他	2877	2475	242	236	231
资产总计	10401	10402	10401	11244	12118
流动负债	2290	2311	1748	1906	1995
短期借款	1322	1688	1260	1320	1370
应付账款	426	308	135	170	184
预收账款	196	79	207	260	282
其他	346	236	146	155	159
长期负债	2989	2798	2751	2751	2751
长期借款	1522	1301	1301	1301	1301
其他	1467	1497	1450	1450	1450
负债合计	5279	5109	4499	4657	4746
股本	780	1560	1560	1560	1560
资本公积金	2663	1818	1818	1818	1818
留存收益	1477	1755	2362	3044	3826
少数股东权益	201	160	162	165	168
母公司所有者权益	4920	5133	5740	6422	7204
负债及权益合计	10401	10402	10401	11244	12118

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	347	218	1074	701	1102
净利润			867	974	1117
折旧摊销			99	131	130
财务费用			177	181	184
投资收益			(640)	(230)	(230)
营运资金变动			717	(363)	(104)
其它			(147)	7	5
投资活动现金流	(586)	47	(684)	(167)	(144)
资本支出			(241)	(167)	(144)
其他投资			(443)	0	0
筹资活动现金流	730	150	(211)	(183)	(239)
借款变动			(428)	60	50
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(260)	(292)	(335)
其他			477	49	46
现金净增加额	491	415	179	350	719

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2321	1905	1816	2661	2957
营业成本	1419	1221	901	1133	1225
营业税金及附加	64	64	76	93	103
营业费用	167	160	127	170	180
管理费用	282	184	163	216	231
财务费用	167	175	177	181	184
资产减值损失	17	33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	130	285	640	230	230
营业利润	334	354	1012	1098	1263
营业外收入	25	41	35	25	25
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	355	389	1047	1123	1288
所得税	43	38	178	146	167
净利润	313	350	869	977	1120
少数股东损益	1	(5)	2	3	3
母公司所有者净利润	312	356	867	974	1117
EPS (元)	0.40	0.23	0.56	0.62	0.72

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率	27%	-18%	-5%	47%	11%
营业收入	-30%	6%	186%	9%	15%
营业利润	-27%	14%	144%	12%	15%
净利润					
获利能力	38.9%	35.9%	50.4%	57.4%	58.6%
毛利率	13.4%	18.7%	47.7%	36.6%	37.8%
净利率	6.3%	6.9%	15.1%	15.2%	15.5%
ROE	5.5%	5.8%	11.7%	12.1%	12.5%
ROIC					
偿债能力	50.8%	49.1%	43.3%	41.4%	39.2%
资产负债率	27.6%	28.7%	24.6%	23.3%	22.0%
净负债比率	1.6	1.7	1.9	2.2	2.5
流动比率	1.3	1.4	1.7	1.9	2.2
速动比率					
营运能力	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资产周转率	2.2	1.8	1.6	2.2	2.1
存货周转率	6.8	4.7	4.3	5.5	4.9
应收帐款周转率	3.5	3.3	4.1	7.4	6.9
应付帐款周转率					
每股资料(元)	0.40	0.23	0.56	0.62	0.72
每股收益	0.45	0.14	0.69	0.45	0.71
每股经营现金	6.31	3.29	3.68	4.12	4.62
每股净资产	0.10	0.10	0.17	0.19	0.21
每股股利					
估值比率	45.6	79.8	32.7	29.1	25.4
PE	2.9	5.5	4.9	4.4	3.9
PB	27.0	30.6	14.1	12.9	11.5
EV/EBITDA	27%	-18%	-5%	47%	11%

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。