

贾祖国 86-10-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
孟 群 86-755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

2010年4月23日

首开股份(600376.SH)/16.05元

一季度业绩大幅增长，防守能力强

房地产

估值区间：23.6元

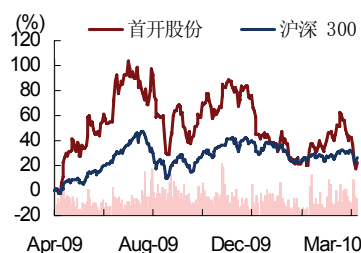
审慎推荐-A（维持）

基础数据

上证综指	3033
总股本(万股)	114975
已上市流通股(万股)	18016
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	72.4%
主要股东	北京首都开发控股(集
主要股东持股比例	47.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-27	19
相对表现	-14	-23	-2



相关报告

《首开股份(600376)——北京市场最大受益者，业绩激励加速发展》
2010/04/07

2010年一季度EPS大幅增长至0.396元。公司看点：一是北京市场最大受益者，二是业绩激励推进顺利，2010年保底业绩0.85元；三是防守能力强，首先是期末预售加已结算收入已达预测收入的90%，其次是手头现金151亿；预计2010年EPS1.18元，20倍PE对应目标价23.6元，重申“审慎推荐-A”的投资评级。

- **一季度业绩大幅增长：**2010年一季度，公司主营收入19.7亿(YOY381%)，归属母公司净利润4.55亿(YOY498%)，EPS0.396元，占我们全年预测EPS的33.5%。主要是因为望京B15地块转让项目和国风上观等项目结算；
- **良好的费用控制提升销售净利：**三项费用同比下降29个百分点至8.4%，使得在销售毛利率同比下降9.6个百分点至53.3%的情况下，销售净利率仍同比提高6.6个百分点至22.9%；
- **业绩保障性较强：**一方面看短期，一季度末预售帐款51.1亿，加上已结算的19.7亿，一共70.8亿，已达到我们预测收入的90%；
- **财务安全，充裕资金支持未来扩张，应对行业调整风险：**1、期末资产负债率72.5%，扣除预售帐款后的资产负债率58.6%，净负债率15%，低于行业平均水平；2、一季度末货币资金151亿元，首开股份是龙头公司中扩展资源最丰富的公司之一；
- **投资看点：**1、公司是北京市场最大受益者：目前在北京市的土地储备远高于A股公司，隶属于北京市政府，有望因北京拿地规则的变革而强化在京拿地能力；2、业绩激励推进顺利，2010年保底业绩0.85元，公司向市场化转型取得进展；3、防守能力强，首先是期末预售加已结算收入已达预测收入的90%，其次是手头现金151亿；
- **重申“审慎推荐-A”的投资评级：**预计2010年EPS1.18亿元，给予2010年20倍PE，目标价23.6元，RNAV18.5元，当前股价折价13%。重申“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5840	5194	7840	10537	12251
同比增长	-20%	-11%	51%	34%	16%
营业利润(百万元)	784	1182	1830	2490	2976
同比增长	29%	51%	55%	36%	20%
净利润(百万元)	571	932	1351	1840	2203
同比增长	80%	63%	45%	36%	20%
每股收益(元)	0.70	0.81	1.18	1.60	1.92
PE	22.8	19.8	13.7	10.0	8.4
PB	3.5	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：招商证券

► 业绩激励方案促使业绩释放，2010 年保底 EPS0.85 元

根据公司 2009 年 12 月 7 日发布的奖励基金管理办法，2009 年和 2010 年两年合计归属于母公司净利润至少为 19.15 亿元，扣除 2009 年已实现的 9.32 亿元，2010 年公司归属于母公司净利润至少 9.83 亿元，按现有 11.50 亿股本结算，折合 EPS 约 0.85 元。由于该方案不涉及股权激励，无需经过国资委审批，而方案的推出是经过与大股东北京市国有资本经营中心讨论的，通过的概率很大。

► 非并表项目由投入期进入收获期

公司有四个非并表项目，分别是首城国际（持股 50%），国奥村（持股 46%），天津湾（持股 50%）和重庆国奥村（持股 46%）；

2009 年国奥投资（下辖国奥村和重庆国奥村两个项目）首次实现盈利；国奥村剩余约 26.7 万建筑面积的项目已基本销售完毕，保守估计会在 2010-2012 年结算，总共可实现净利润 18 亿，首开股份 46% 的股份对应收益 8.28 亿元，折合 EPS0.53 元。假设分 3 年实现，年均贡献投资收益 2.76 亿，折合人民币 0.18 元；

2009 年首城国际无营业收入，亏损 2361 万元；2010 年进入结算期，预计 2010-2012 年分别贡献投资收益 2.2 亿，1.4 亿和 2.8 亿元，对应 EPS0.14 元，0.09 元和 0.18 元；

另外天津湾项目 2009 年开始少量结算，目前尚无利润贡献，2010 年之后结算规模逐步扩大，贡献的投资收益将逐渐增加。

► 北京的土地储备在 A 股领先

考虑非并表项目情况下：公司项目未结算面积合计 1003.5 万平米，权益未结面积 816.7 万平米，其中北京项目未结面积 434 万平米，占比 43%，北京项目权益未结面积 358 万平米，占比 44%。

表 1：首开股份在北京的项目储备领先 A 股公司

单位：万平 米	北京土地储备可售面 积	占公司总 可售比重	北京土地 储备权益 可售面积	占公司总权益 可售比重
万科	216		136	
保利	180	6.1%	179	6.8%
金地	35	2.2%	35	2.5%
招商	78	7.3%	77	9.7%
金融街	168	27.7%	147	29.3%
北京城建	147	84.8%	123	82.5%
华业地产	113		113	
首开股份	434	43.3%	358	43.9%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

► 项目结算面积和收入预测

预计 2010-2012 年结算面积分别为 79 万平米，105 万平米和 116 万平米，结算收入分别为 79 亿元，103 亿元，120 亿元。

表 2：北京城建未来三年主要结算项目结算面积和收入

万平，亿元	类型	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
望京东园 A1 区（国风上观）	住宅	8.34	3.58	0.00	14.2	6.4	0.0
望京 K7（知语城）	住宅	7.39	3.17	0.00	14.8	6.7	0.0

回龙观 D02 (智慧社)	住宅	5.65	5.65	7.53	9.3	10.2	13.6
回龙观 F06 项目	住宅	5.77	5.77	7.69	6.9	7.3	9.7
回龙观 F05 项目	住宅/两限房	0.00	7.20	10.80	0.0	2.4	3.6
回龙观 F01	商业金融	0.00	0.00	4.40	0.0	0.0	3.5
回龙观 F03 东-1, F03 东-2 商业项目	商业	0.00	0.00	4.99	0.0	0.0	4.0
回龙观 G 区经济适用房	经济适用房	10.00	10.00	0.00	2.6	2.6	0.0
幸福二村 (首开幸福广场)	综合	0.00	3.00	0.00	0.0	6.6	0.0
幸福三村 C 区	综合	0.00	3.29	11.20	0.0	7.9	26.9
紫芳园三区 (时代紫芳竹园)	住宅	0.00	2.10	0.00	0.0	4.2	0.0
紫芳园四区 (首开璞醍)	住宅	0.00	2.02	5.39	0.0	5.1	13.5
紫芳园五区 (时代紫芳荆园)	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
紫芳园六区	商业	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
单店住宅小区二期 (首开常青藤)	住宅	7.53	10.03	7.53	8.3	15.1	11.3
机场东路项目	综合	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
小屯馨城	两限房	4.26	8.51	8.51	3.1	6.2	6.2
常营二期经济适用房 A 标段 (首开畅馨园)	经济适用房	12.92	5.54	0.00	5.6	2.4	0.0
大兴榆堡 38#地项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
大兴康庄三期	两限房	0.00	4.01	9.37	0.0	2.6	6.1
石榴庄五区 (首开石榴派)	综合	0.00	1.09	1.64	0.0	2.0	2.9
烟台凯旋城二期 (滨海广场)	综合	5.17	2.22	0.00	6.2	2.7	0.0
海门项目 (首开理想城)	住宅	4.32	4.32	5.76	1.7	1.7	2.3
海门锦源国际项目	住宅	5.81	5.81	8.71	2.4	2.4	3.7
苏州 34#地	住宅	0.00	2.41	5.62	0.0	1.6	3.7
苏州 69#地	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
苏州 90# (首开悦澜湾)	住宅	0.00	4.16	6.24	0.0	3.1	4.7
武汉颐翠苑小区	住宅	2.29	2.29	0.00	0.8	0.8	0.0
扬州 421 项目	住宅	0.00	1.74	4.07	0.0	1.0	2.4
扬州 456 项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
太原项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
厦门翔安项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
沈阳沈北新区项目	住宅	0.00	6.97	6.97	0.0	2.1	2.1
奥运村项目 (国奥村)	住宅	7.57	7.57	7.57	15.1	15.1	15.1
广渠路 36#项目 (首城国际)	综合	13.09	6.74	7.27	22.0	13.0	16.8
天津湾	综合	4.79	4.79	4.79	5.3	5.8	6.4
重庆国奥村项目	综合	5.10	5.10	5.10	3.3	3.6	4.0
不考虑非并表项目的情况下	合计	79.44	104.88	116.42	75.95	102.92	120.06

资料来源：招商证券研发中心

➤ 维持首开股份 RNAV 至 18.52 元/股，当前股价折价 13%。

表 3：维持首开股份 RNAV 至 20.86 元/股

开发项目评估溢价 (亿元)	89.1
长期股权投资评估溢价 (亿元)	30.4
帐面净资产 (亿元)	93.4
重估净资产 (亿元)	212.9
总股本 (亿股)	11.5
RNAV	18.52

资料来源：招商证券研发中心

➤ 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.18 元, 1.60 元和 1.92 元;

表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	5194	7840	10537	12251
二、营业总成本	4684	6534	8487	9856
其中: 营业成本	3363	4694	6021	7068
营业税金及附加	443	933	1365	1534
营业费用	170	238	265	283
管理费用	407	398	438	464
财务费用	365	271	398	507
资产减值损失	-66	0	0	0
三、其他经营收益	671	524	440	581
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	671	524	440	581
四、营业利润	1182	1830	2490	2976
加: 营业外收入	2	0	0	0
减: 营业外支出	11	0	0	0
五、利润总额	1173	1830	2490	2976
减: 所得税	267	457	622	744
六、净利润	905	1372	1867	2232
减: 少数股东损益	-26	21	27	29
七、归属母公司所有者净利润	932	1351	1840	2203
股本(百万)	1150	1150	1150	1150
每股收益(元)	0.81	1.18	1.60	1.92

资料来源: 招商证券研发中心

➤ 风险提示:

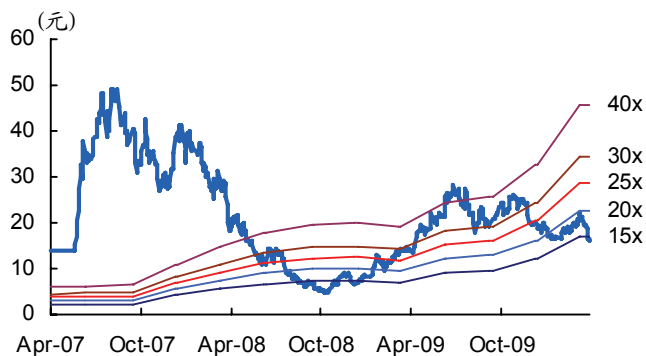
- 1、房地产市场, 尤其是北京市场调整, 导致北京项目销售放缓;
- 2、全国化布局需要相应的管控体系建设, 否则可能存在一定的管理风险。

表 5: 重点公司估值表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	10EPS	10PE	评级
招商地产	18.0	9.12	2.0	28.4	0.63	1.60	11.2	强烈推荐—A
金融街	9.0	6.07	1.5	16.4	0.55	0.70	12.9	强烈推荐—A
世茂股份	12.1	5.18	2.3	22.9	0.53	1.11	10.9	强烈推荐—A
鲁商置业	8.9	0.64	14	7.9	1.13	0.81	11.0	强烈推荐—A
苏宁环球	10.4	1.60	6.5	12.0	0.87	0.96	10.8	强烈推荐—A
华业地产	6.9	3.40	2.0	10.6	0.65	0.50	13.8	强烈推荐—A
世联地产	55.6	7.73	7.2			1.73	32.2	强烈推荐—A
万科 A	7.9	3.40	2.3	8.1	0.98	0.69	11.4	审慎推荐—A
保利地产	16.8	7.13	2.4	14.9	1.12	1.33	12.6	审慎推荐—A
金地集团	11.3	6.04	1.9	11.0	1.03	0.85	13.3	审慎推荐—A
华发股份	12.8	6.23	2.0	22.4	0.57	1.00	12.8	审慎推荐—A
北京城建	14.2	6.48	2.2	20.9	0.68	1.23	11.5	审慎推荐—B
ST 松江	9.2	1.11	8.2	6.1	1.50	0.75	12.2	审慎推荐—A
格力地产	10.3	2.87	3.6	9.5	1.09	0.90	11.5	审慎推荐—A
南湖中宝	5.4	1.24	4.4	5.1	1.07	0.37	14.7	审慎推荐—A
龙元建设	13.1	4.59	2.9			0.63	20.8	审慎推荐—A
浙江广厦	6.7	2.20	3.0	5.1	1.31	0.43	15.5	审慎推荐—A
张江高科	12.2	3.74	3.3	14.2	0.86	0.60	20.3	审慎推荐—A
浦东金桥	11.6	3.97	2.9	13.0	0.89	0.46	25.1	审慎推荐—A
滨江集团	11.8	2.52	4.7	12.7	0.93	0.79	15.0	审慎推荐—A
信达地产	7.7	3.43	2.2	8.0	0.96	0.6	12.8	审慎推荐—A
荣盛发展	15.4	4.22	3.6	16.4	0.94	1.01	15.2	审慎推荐—A
首开股份	16.1	8.12	2.0	18.5	0.87	1.18	13.6	审慎推荐—A

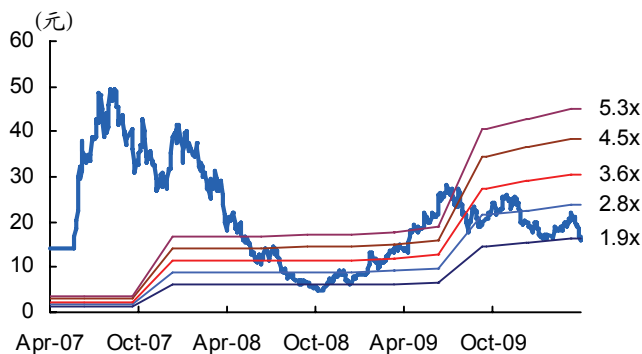
资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 首开股份历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 首开股份历史PB Band



参考报告:

《首开股份（600376）—北京市场最大受益者，业绩激励加速发展》20100407

- **北京市场最大受益者：**一是目前在北京市的土地储备远高于 A 股公司，首开在北京拥有未结面积 434 万平，万科 216 万、保利 180 万、金融街 168 万（销售部分）、北京城建 147 万，招地 78 万，金地 35 万，华业地产 113 万；**二是有望因北京拿地规则的变革而强化在京拿地能力**，北京国土局宣布调整土地出让制度，届时将不再是“价高者得”，首开股份隶属北京市政府，而且参与了回龙观，方庄，望京等三大社区建设和奥运村的建设，而首开股份 2009 年再融资 46 亿元，目前持有现金 119.7 亿，而且具备国企背景，资金充沛；
- **业绩激励推进顺利，促进业绩释放，2010 年保底 EPS0.85 元：**激励底线是 2009 年和 2010 年净利润复合增长率 40%以上，即两年净利润合计 19.15 亿元，扣除 2009 年已实现利润，2010 年净利润至少折合 EPS0.85 元。**方案将大大调动管理层和业务精英的工作积极性，有助于控本增效，挖掘项目潜能，做强做大，加速业绩释放。**由于不是股权激励，无需经过国资委审批，方案的推出是经过与大股东讨论的，顺利推出的概率较高；
- **业绩预测与投资评级：**2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.18 元、1.6 元和 1.92 元，年均复合增长率 33%。给予 10 年 20 倍 PE，目标价 23.6 元，首次覆盖给予公司股票“审慎推荐—A”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
单位：百万元					
流动资产	18945	29550	30482	34905	42415
现金	2801	11969	6933	6469	8875
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	245
应收款项	50	111	157	211	240
其它应收款	1537	542	157	211	245
存货	13948	15861	22531	27096	31806
其他	608	1067	705	918	1004
非流动资产	3209	3553	3441	3630	3740
长期股权投资	1183	1324	1324	1324	1324
固定资产	987	959	894	834	787
无形资产	13	13	12	10	9
其他	1026	1257	1212	1462	1620
资产总计	22154	33103	33923	38535	46155
流动负债	13071	13880	17608	17822	21190
短期借款	1230	610	400	450	500
应付账款	1598	1268	3755	4817	5654
预收账款	3632	5227	5633	7226	8482
其他	6612	6775	7820	5329	6554
长期负债	5092	9522	5242	7773	9792
长期借款	5063	9452	5152	7652	9652
其他	29	70	90	121	140
负债合计	18163	23402	22850	25595	30982
股本	810	1150	1150	1150	1150
资本公积金	1229	5603	5603	5603	5603
留存收益	1650	2582	3933	5773	7976
少数股东权益	302	366	387	415	444
母公司所有者权益	3689	9335	10686	12526	14729
负债及权益合计	22154	33103	33923	38535	46155

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1088	1499	(1597)	288	(168)
净利润			1351	1840	2203
折旧摊销			119	110	102
财务费用			271	398	507
投资收益			(524)	(440)	(581)
营运资金变动			(2609)	(1423)	(2291)
其它			(204)	(196)	(109)
投资活动现金流	(180)	(237)	245	(44)	(50)
资本支出			(44)	(44)	(50)
其他投资			289	0	0
筹资活动现金流	(1304)	7979	(3684)	(707)	2624
借款变动			(3927)	(750)	2550
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			243	43	74
现金净增加额	(396)	9242	(5036)	(464)	2405

资料来源：公司报表、招商证券

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
单位：百万元					
营业收入	5840	5194	7840	10537	12251
营业成本	3874	3363	4694	6021	7068
营业税金及附加	214	443	933	1365	1534
营业费用	225	170	238	265	283
管理费用	373	407	398	438	464
财务费用	335	365	271	398	507
资产减值损失	89	(66)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	53	671	524	440	581
营业利润	784	1182	1830	2490	2976
营业外收入	44	2	0	0	0
营业外支出	7	11	0	0	0
利润总额	821	1173	1830	2490	2976
所得税	248	267	457	622	744
净利润	574	905	1372	1867	2232
少数股东损益	3	(26)	21	27	29
母公司所有者净利润	571	932	1351	1840	2203
EPS (元)	0.70	0.81	1.18	1.60	1.92

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-20%	-11%	51%	34%	16%
营业利润	29%	51%	55%	36%	20%
净利润	80%	63%	45%	36%	20%
获利能力					
毛利率	33.7%	35.2%	40.1%	42.9%	42.3%
净利率	9.8%	17.9%	17.2%	17.5%	18.0%
ROE	15.5%	10.0%	12.6%	14.7%	15.0%
ROIC	5.6%	5.1%	7.5%	9.8%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	82.0%	70.7%	67.4%	66.4%	67.1%
净负债比率	45.1%	41.6%	29.0%	23.6%	25.2%
流动比率	1.4	2.1	1.7	2.0	2.0
速动比率	0.4	1.0	0.5	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	109.8	64.5	58.6	57.3	54.3
应付帐款周转率	2.5	2.3	1.9	1.4	1.3
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.81	1.18	1.60	1.92
每股经营现金	1.34	1.30	-1.39	0.25	-0.15
每股净资产	4.56	8.12	9.29	10.89	12.81
每股股利	0.10	1.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	31.1	27.1	18.7	13.7	11.4
PB	4.8	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	30.8	22.7	16.5	12.2	10.2

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/25

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟 群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

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±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。