

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

执业证书编码：

S0500209120261

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: ljy2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	10.57
目标价格	17.76
52周波动区间	12.05
	7.00
流通A股（亿股）	3.05
总市值（亿元）	32.65
日均成交量（百万股）	3.18

市场表现

投资要点

未来两年，预期大连国际业绩保持高速增长。主要推动因素来自：1）远洋运输业务运力高增长及高毛利的维持；2）房地产收入进入上升周期。2011年1.11元的EPS预测使我们给以其“买入”评级。

□ 公司业务发展从均衡走向主业清晰

大连国际业务包含远洋运输、房地产、工程承包、对外贸易及劳务派遣和生物医药等，且主次并不清晰。随着控股股东的改制完成及战略投资者的引入，公司业务逐渐向远洋运输业务和房地产业务方向发展，业务脉络趋于清晰。

□ 低位大规模运力扩张，未来两年远洋运输业务进入收获期

公司近两年对远洋运输业务进行了大规模投资，在建的12艘5.7万载重吨散货船中有10艘将在2011年底前交付。我们关注的是公司陆续投入的运力均为船价低谷时建造，成本优势领先，且随着规模的扩大，规模优势也将体现。而采取的股权结构和长期期租模式共同对公司保持高毛利率起到了较好的保障作用。我们预计2011年和2012年远洋运输毛利将实现爆发式增长，成为公司盈利提升的主要推动因素。

□ 房地产业务利润贡献进入上升期

北京东一项目遗留问题的解决以及高回报的汇邦国际项目进入结转期，公司房地产业务进入上升期，盈利贡献也将显著增加。公司目前后续的项目储备充足，并正跟踪新的项目，业务长期发展可期。

□ 盈利高速增长，首次“买入”评级

我们预计2010-2012年净利润增速分别为56%、99%和32%，EPS可达0.56元/1.11元/1.46元。如果参考到同等规模公司的估值水平，我们认为给予公司2011年16X的预期市盈率并不高。目前公司股票价格在11元内交易，距离合理估值尚有明显空间，我们首次给予公司“买入”评级，6个月目标价17.76元。

□ 风险提示：远洋运输业务毛利低于预期及房地产调控风险。

主要财务指标和估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,501	1,701	1,650	2,575	3,189
YOY%	17.36%	-31.98%	-3.00%	56.06%	23.83%
净利润（百万元）	161	110	173	343	452
YOY%	26.83%	-31.50%	56.84%	98.77%	31.90%
EPS（元）	0.52	0.36	0.56	1.11	1.46
P/E（X）	20	30	19	10	7
P/B（X）	3.05	2.74	2.51	2.07	1.73

目 录

1、主业逐渐清晰，航运和地产发展前景佳	4
1.1 股权分散，业务较为多元	4
1.2 业务发展方向渐清晰	4
2、远洋运输：低位大扩张、维持高毛利	6
2.1 合理设计股权结构，促进航运业务长期良性发展	6
2.2 低位造船，奠定航运业务未来长期盈利之基石	6
2.3 远洋运输业务将成为公司最核心业务之一	8
3、房地产业务：具有可持续发展动力	11
3.1 房地产业务发展可持续	11
3.2 销售结转将进入上升周期	11
4、其他业务保持稳健，凯因科技上市可期	14
4.1 工程承包等业务预期保持稳定	14
4.2 凯因科技存在上市可能	14
5、盈利预测及估值和风险提示	15
5.1 盈利预计保持高速增长	15
5.2 估值低，建议“买入”	16
5.3 风险提示	17

图表目录

图 1 大连国际股权结构	4
图 2 大连国际收入结构（2010 年上半年）	5
图 3 大连国际毛利结构（2010 年上半年）	5
图 4 公司在新造船价格低估适时大幅度扩张	7
图 5 公司有效运力增长预测	9
图 6 公司航运业务毛利贡献比例一路走高	9
图 7 BSI 指数	10
图 2 Handmax 的 TCE	10
图 9 公司航运收入将继续快速增长	10
图 10 毛利率有望维持在高位或进一步提升	10
图 11 公司近几年房地产收入状况	11
图 12 大连国际房地产业务毛利率	12
图 13 大连国际工程承包业务毛利率预测	14
表 1 大连国际未来两年运力发展概况	8
表 2 大连国际房地产项目概况	12
表 3 大连国际房地产项目毛利初步测算	13
表 4 大连国际盈利预测关键假设	16
表 5 大连国际财务报表	18

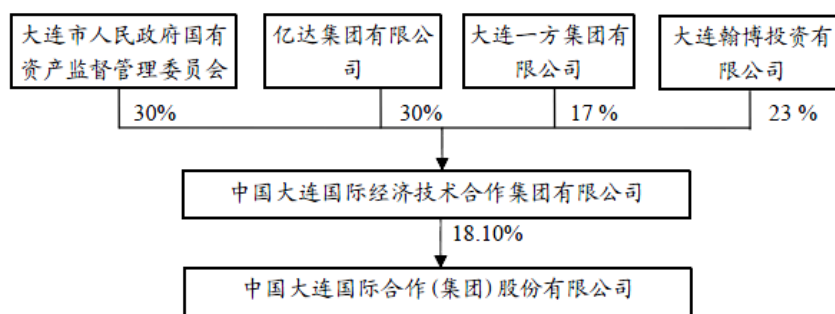
1、主业逐渐清晰，航运和地产发展前景佳

1.1 股权分散，业务较为多元

大连国际成立于1993年，于1998年登陆深圳证券交易所。公司当前控股股东为大连国际经济技术合作集团有限公司（以下简称“国合集团”），名义实际控制人为大连市国资委。

值得注意的是，国合集团2009年底进行改制，吸收亿达集团有限公司、大连一方集团有限公司和大连翰博投资有限公司以货币出资作为增量入股，形成投资多元化的股权结构。

图 1 大连国际股权结构



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

而亿达集团和一方集团是大连市国有企业改制的重点战略伙伴。其中，亿达集团是大连市第二大房地产企业，一方集团亦是大连市大型的股权和房地产投资公司。此外，翰博投资由44名国合集团经营管理团队人员组成。

我们认为，尽管公司名义上实际控制人为大连市国资委，但公司控股股东分散的股权结构已经表明，国合集团管理层，以及亿达集团和一方集团在对大连国际战略方向和业务发展方面起到至关重要的作用。

1.2 业务发展方向渐清晰

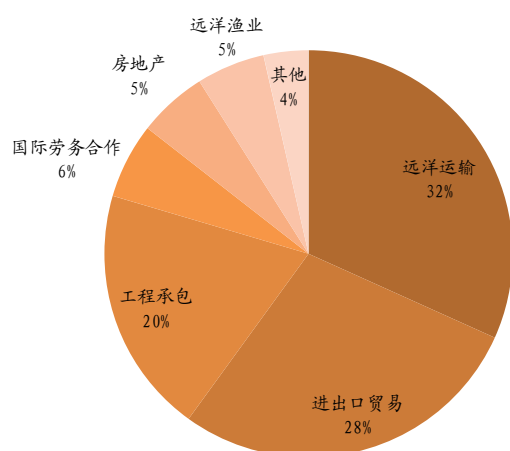
大连国际业务较为多元化，包括远洋运输、房地产、工程承包、国际劳务合作、进出口贸易、远洋渔业和生物制药等。

但目前看，公司新增资本主要投向毛利率较高的业务，如远洋运输和房地产等业务板块。

我们认为远洋运输和房地产业务将成为公司未来利润增长的主要动力和主要来源。2010年上半年，公司远洋运输业务营收和毛利公司比重分别升至32%和45%，

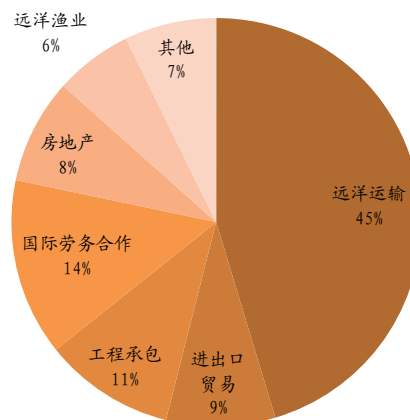
而随着房地产收入进入结转期，未来房地产收入和毛利贡献也将提高。

图 2 大连国际收入结构（2010 年上半年）



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 3 大连国际毛利结构（2010 年上半年）



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2、远洋运输：低位大扩张、维持高毛利

2.1 合理设计股权结构，促进航运业务长期良性发展

公司航运业务的运营主体为注册在新加坡的新加坡大新控股有限公司（以下简称“大新控股”。公司原先持有大新控股97%的股权，大新控股管理层持有3%。

2007年11月，考虑到大新控股管理层的历史贡献并对其继续实施激励，公司以大新控股净资产的93.8%转让了大新控股17%的股权给大新控股的管理层。转让完成后，大连国际持有大新控股80%股权，管理层持有20%的股权。

大新控股股权结构设计形成的对管理层的激励，对其长期发展形成了良性循环，为公司航运业务人才稳定及航运业务长期快速发展奠定了坚实基础。

2.2 低位造船，奠定航运业务未来长期盈利之基石

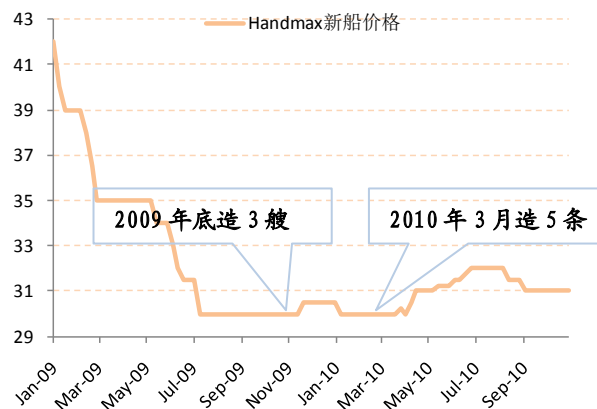
公司远洋运输业务经过滚动发展，已经初具规模，预计2011年底自有船队规模将达14艘合计约80万载重吨。

公司在2006年底和2007年5月所造4艘散货船已经于2008年投入使用，目前看取得了较高的毛利率水平（2006年上半年超过45%），尽管大部分船舶建造成本略超4300万美元。

值得关注的是，在造船市场最低谷时期，公司果断在低位扩张，分别于2009年底新造3艘和2010年3月新造5艘5.7万吨散货船，建造价格只有2800万美元，远低于此前建造的成本4300万美元。

公司所有自有船舶平均建造价格平均约3300万美元，最新建造的8艘平均只有2812万美元。公司较低的船舶建造成本将为公司保持较高的毛利率及未来长期盈利奠定坚实基础。

图 4 公司在新造船价格低估适时大幅度扩张



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

大新控股下设单船公司，目前看，大新控股在新造散货船中的6艘持有股权比例为51-75%。此种股权安排显示公司通过合理安排股权实现规模的快速扩张，从而达到规模经济。

此外，公司在单船公司中还设定回购条款，即当船舶市场价格高于造船成本10%时，持有股权一方可购买对方股权或出售自身持有的股权。我们预计此条款将有利于公司在合适时机购入单船公司剩余股权。

表 1 大连国际未来两年运力发展概况

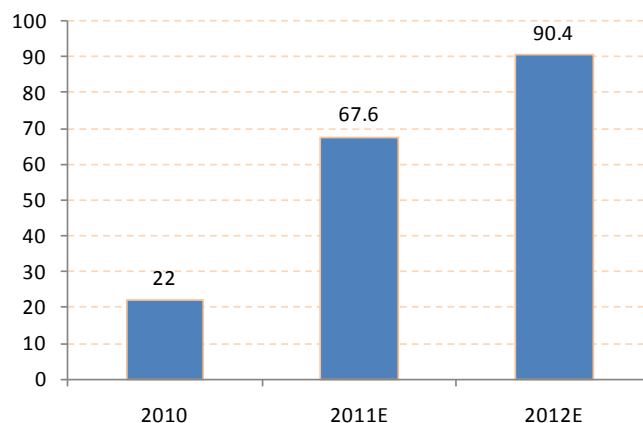
订单时间	数量	大新控股所持权益	建造价格	交船时间	单船公司
2006年12月	1	100%	3350	2008	华海船务
2007年5月	1	75%	3380	2008	华云船务
	1	75%	3380	2008	华鹰船务
	1	75%	3380	2008	华昌船务
2008年3月	1	100%	3788	2010. 9	
2008年7月30日	1	100%	4320	2011. 4	
	1	100%	4320	2011. 6	
	1	100%	4320	2011. 7	
2010年3月	1	75%	2800	2012	华冠船务
	1	75%	2800	2011	华海船务
	1	100%	2800	2011	华睿船务
2009年12月	1	55%	2820	2011. 6	华新船务
	1	55%	2820	2010. 12	华通船务
	1	51%	2820	2011. 9	华商船务
	1	51%	2820	2011. 3	华君船务
	1	100%	2820	2011. 3	华夏船务
平均船价			3300		

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2.3 远洋运输业务将成为公司最核心业务之一

未来两年公司有效运力将实现高增长。公司当前自有运力为4艘大灵便型合计22万载重吨。预计2010-2012年将分别有3艘、7艘和2艘运力投入运营，合计新增68.4万载重吨。预计2011年和2012年自有有效运力增长速度分别高达200%和33%。

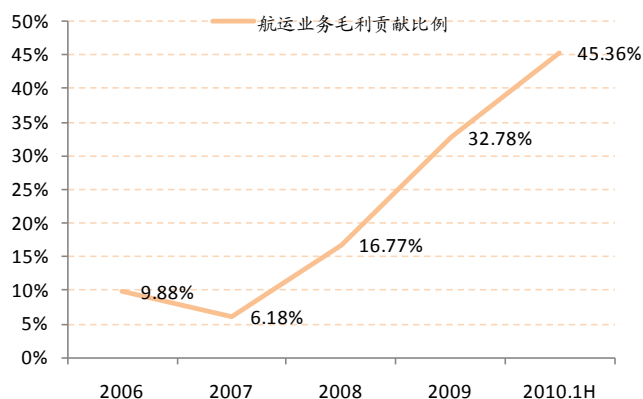
图 5 公司有效运力增长预测



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

公司运营模式得当，毛利一路走高。公司采取长期期租的方式运营，租期一般在一年以上，租期满将重新议定租金价格。而公司此前4艘船舶运营成本大约为1.2-1.4万美元/天，在期租价格高于2万/天的情况下，公司远洋运输业务毛利率将维持在40%以上的水平。根据公司上半年远洋运输业务推算，公司9艘船舶(含租入的散货船5艘)平均期租收益约2.5万美元/天。

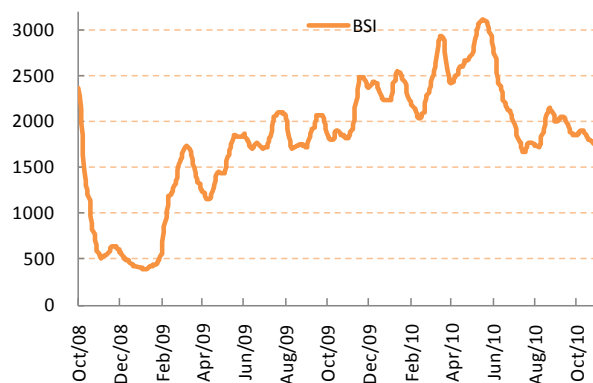
图 6 公司航运业务毛利贡献比例一路走高



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

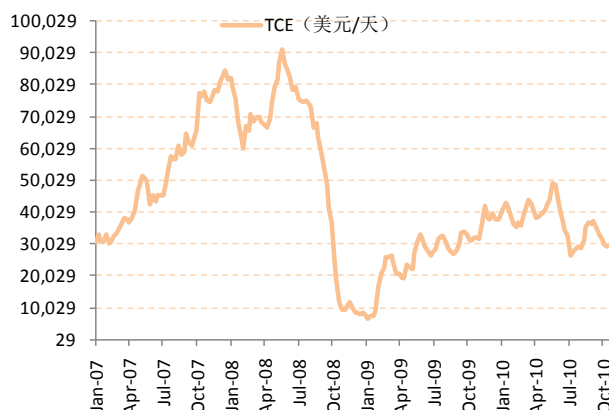
目前Handmax运费指数在低位回升后又回落至相对低位。但随着全球实体经济的逐渐上升以及美元指数持续下降背景下，我们对干散货航运市场的回暖抱有信心。

图 7 BSI 指数



数据来源：彭博，湘财证券研究所

图 8 Handmax 的 TCE

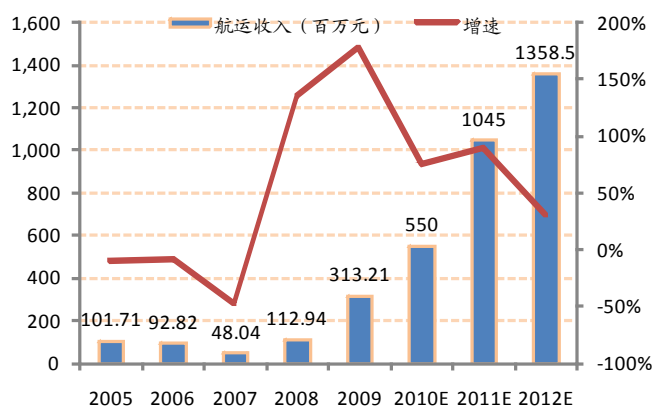


数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

假定公司能够保持当前约2.5万美元/天的期租水平，我们初步预计2010年和2011年远洋运输业务营收将分别增长90%和30%左右，至2012年远洋运输业务营业收入料超过13亿元。

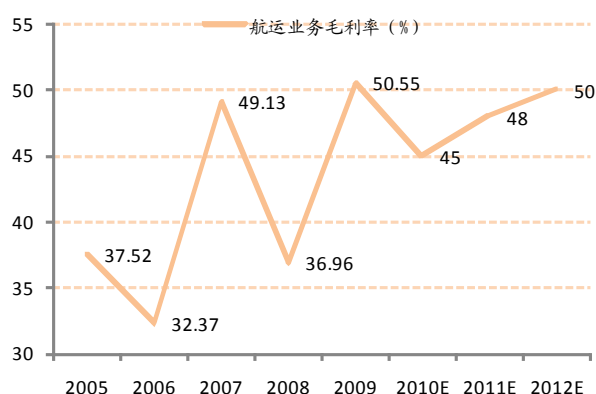
随着**低成本新船**的交付，以及未来航运市场的回暖，预计远洋运输业务毛利率水平存在进一步提高的可能。我们假设2011年毛利率48%，公司远洋运输业务毛利可达5亿元。

图 9 公司航运收入将继续快速增长



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 10 毛利率有望维持在高位或进一步提升



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

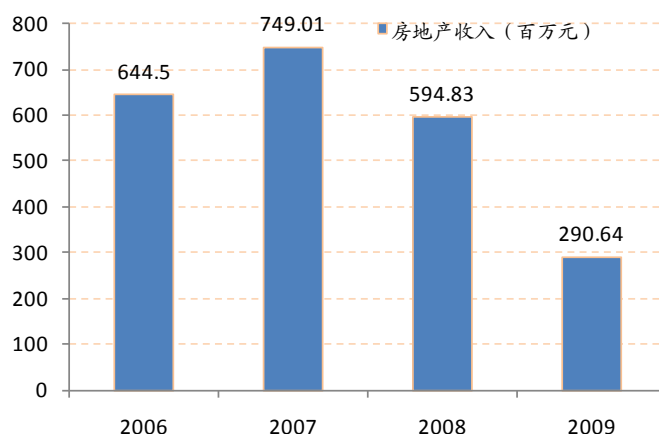
3、房地产业务：具有可持续发展动力

3.1 房地产业务发展可持续

公司房地产业务2010年前由旗下3家房地产公司运营，2010年公司对房地产业务板块进行整合，未来将由大连国合汇邦房地产开发有限公司（以下简称“国合汇邦”）运营。公司持有国合汇邦80%股权，剩余20%股权由管理团队持有。

公司房地产业务定位于开发高档住宅，业务立足东北地区，并延伸至北京。历史上公司合计完成开发房地产项目11个、建筑面积合计超过94万平方米，2006-2009年房地产业务年均销售收入达到5.7亿元。

图 11 公司近几年房地产收入状况



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

尽管近两年房地产业务收入有所下降，但我们认为公司房地产业务在未来的发展仍具有持续性。因为1) 公司已经积累有多年的房地产开发经验；2) 控股股东国合集团引入了大连市颇具实力的房地产开发企业，将为公司的房地产业务发展提供支持；3) 公司拥有未来3年可进行房地产开发的项目储备，可开发面积超过40万平方米；4) 公司正在跟进新的项目地块，北京遗留问题的解决和汇邦国际项目资金回笼将为公司带来项目储备资金支持。

3.2 销售结转将进入上升周期

公司目前主要的房地产在建项目和项目储备主要包括大连渤海大酒店地块项目（汇邦国际中心）、营口天力电机地块项目（营口枫合万嘉）和沈阳“省体校射击场”地块项目。上述项目地理位置佳（汇邦国际中心为中山广场附近，是大连地标建筑，周边房价2万元起售；营口枫合万嘉项目地处营口核心区域，周边房价

3000-4000元；而沈阳市体校射击场项目周边房价亦超过5000元），预计未来房地产收益状况良好。

表 2 大连国际房地产项目概况

	项目性质	预计竣工时间	预计总投资 (百万元)	期末数 (百万元)	建筑面积 (万平方米)
汇邦国际中心	住宅和公建	2011.12	500	322	6
营口枫合万嘉	住宅和公建	2012.12	191	141	15
沈阳市体校射击场 地块开发项目	住宅和公建	2013.7	400	297	19
合计				760	40

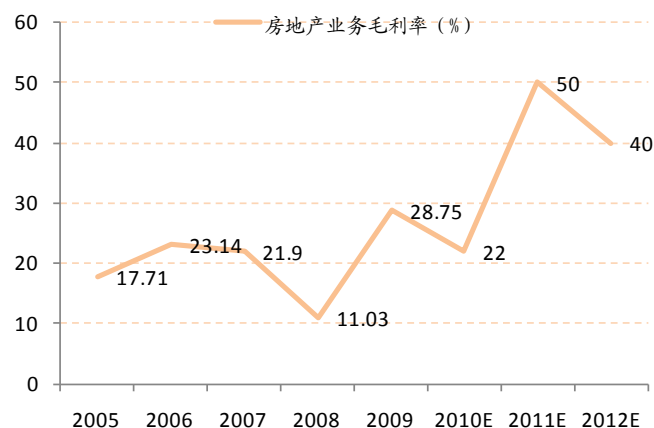
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

北京“东一时区”项目的遗留问题已经得到解决，预计下半年公司在此项目上将回笼3亿元以上的资金并实现2000万元左右的收益。此举将为公司后续项目的开发提供资金支持。

公司开发的汇邦国际中心将于2011年底竣工。我们预计2011年公司将结转该项目的销售收入。

以可售面积6万平方米销售保守均价1.8万元/米计，项目全部销售收入可达10.8亿元。如果2011年结转50%的销售收入，则该房地产项目2011年贡献销售收入5.4亿元，毛利率超过50%。

图 12 大连国际房地产业务毛利率



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

而2012年起营口和沈阳项目也将陆续进入结转期，我们初步预测两个项目能够实现35-40%的毛利率，届时将推动公司房地产业务收入增长，使房地产业务重新进

入上升周期。

表 3 大连国际房地产项目毛利初步测算

项目名称	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	预期平均售价 (元/米)	项目成本 (百万元)	项目收入 (百万元)	毛利率
汇邦国际中心	6.26	6	18,000	500	1,080	53.70%
营口枫合万嘉	14.80	14	2,500	190	350	45.71%
沈阳省体校射击场 地块开发项目	19.20	18	5,000	450	900	50.00%
合计	40	38		1,140	2,330	51.07%

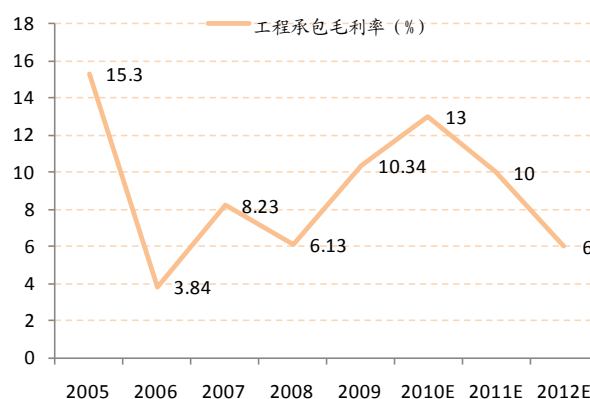
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

4、其他业务保持稳健，凯因科技上市可期

4.1 工程承包等业务预期保持稳定

工程承包业务是公司的传统业务。过去公司已经完成国外30多个工程项目，目前主要在建项目为苏里南道路建设项目和旅顺口区政府基础设施BT项目。预期未来公司将在南美、前独联体地区开拓新项目。但鉴于该业务领域来自中国工程公司竞争的压力，毛利率水平将趋于下滑。

图 13 大连国际工程承包业务毛利率预测



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

公司劳务合作业务主要从事海上劳务、陆地劳务以及出国劳务培训的业务。我们预期该项业务将继续保持稳定。而远洋渔业占公司业务比重也较小，毛利率水平呈上升趋势，2011年底将有两艘新渔船投入运营，届时公司渔业收入将有所增长。

4.2 凯因科技存在上市可能

大连国际通过持股75.30%的凯因生物参股凯因科技（34%的股权）。资料显示凯因科技主要从事生物技术研发、脑神经和肝炎治疗药品的生产销售工作，其主要生产产品为重组人干扰素 α 2b预充式注射液、注射用更昔洛韦、注射用奥扎格雷钠等。

目前凯因科技销售收入增长快速，在同类业务中居领先地位。随着公司收入和利润的增长，不排除未来上市的可能，公司有望实现凯因科技股权的增值。

5、盈利预测及估值和风险提示

5.1 盈利预计保持高速增长

如前文分析，远洋运输业务盈利能力随着运力的快速增长及期租收益水平预期增长的推动下将快速提升，预计2011年和2012年该业务板块毛利增长分别达到102%和35%。同时，汇邦国际项目将进入销售结转阶段，良好的地理位置及较低的成本使得公司2011年和2012年房地产业务能够实现较高的毛利率水平。

我们预计其他业务板块基本稳定的情况下，公司毛利未来两年可实现102%和23%的增速。此外，公司近期已成功发行3亿元的短期融资券，在利率调升背景下有利于公司控制财务费用。

我们预计2010-2012年净利润增速分别为56%、99%和32%，保持快速增长态势，EPS可达0.56元/1.11元/1.46元。

表 4 大连国际盈利预测关键假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入（百万元）							
远洋运输	93	48	113	313	550	1,045	1,359
yoy%	-8.74%	-48.24%	135.10%	177.32%	75.60%	90.00%	30.00%
进出口贸易	234	202	685	319	400	400	400
工程承包	570	848	804	480	300	300	300
国际劳务合作	96	93	100	101	90	90	90
房地产	645	749	595	291	180	540	840
远洋渔业	114	116	132	98	80	100	100
其他					50	100	100
营业收入	1,751	2,131	2,501	1,701	1,650	2,575	3,189
yoy%		21.69%	17.36%	-31.99%	-3.00%	56.06%	23.83%
毛利率（%）							
远洋运输	32	49	37	51	45	48	50
进出口贸易	18	11	-8	8	10	10	10
工程承包	4	8	6	10	13	10	6
国际劳务合作	66	57	36	69	70	55	50
房地产	23	22	11	29	22	50	40
远洋渔业	18	19	21	34	35	35	35
其他					65	65	65
毛利（百万元）							
远洋运输	30	24	84	158	248	502	679
进出口贸易	43	21	22	24	40	40	40
工程承包	22	70	88	50	39	30	18
国际劳务合作	63	53	60	70	63	50	45
房地产	149	164	155	84	40	270	336
远洋渔业	21	23	47	33	28	35	35
其他	0	0	0	0	33	65	65
毛利合计	304	382	502	483	490	991	1,218
yoy%		25.57%	31.41%	-3.78%	1.37%	102.43%	22.92%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

5.2 估值低，建议“买入”

尽管公司业务增长主要来自远洋运输及房地产业务，在市场中享受的估值较低，但考虑到公司业绩的高速增长及相对确定性，并且公司市值仅为30多亿元，如果参考到同等规模公司的估值水平，我们认为给予公司2011年16X的预期市盈率并不高，即17.76元。

目前公司股票价格在11元内交易，距离公司合理估值尚有明显空间，我们首次给

予公司“买入”评级，6个月目标价17.76元。

5.3 风险提示

1) 远洋运输业务风险：我们的估值核心假设为公司远洋运输业务运力如期下水运营，且国际干散货运输市场逐渐回暖。如果实际情况低于预期，如运力增速低于预期及航运市场极端低迷等，将对公司业绩造成显著影响。

2) 房地产调控风险：过去几个月中央和地方密集出台了针对房地产市场调控的政策，不排除未来将对房价造成不利影响。如果汇邦国际甚至后续项目销售状况低于预期，也将影响公司的业绩。

表 5 大连国际财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2554	1796	2359	2753	营业收入	1701	1650	2575	3189
现金	965	401	500	1040	营业成本	1218	1160	1584	1970
应收账款	252	172	519	325	营业税金及附加	29	13	26	32
其他应收款	75	70	115	140	营业费用	36	20	25	25
预付账款	113	102	142	175	管理费用	193	165	180	190
存货	1149	1051	1083	1072	财务费用	3	19	34	51
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	1486	1787	2108	2379	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-15	12	15	20
固定资产	1014	1600	1999	2309	营业利润	192	285	741	940
无形资产	7	11	11	11	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	465	177	99	60	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	4039	3583	4468	5132	利润总额	191	285	741	940
流动负债	2114	1164	1423	1573	所得税	22	24	148	188
短期借款	663	0	0	0	净利润	170	261	593	752
应付账款	221	189	268	329	少数股东损益	59	88	250	300
其他流动负债	1229	975	1155	1243	归属母公司净利润	110	173	343	452
非流动负债	482	776	878	777	EBITDA	260	428	955	1220
长期借款	452	752	852	752	EPS (元)	0.36	0.56	1.11	1.46
其他非流动负债	29	24	26	25					
负债合计	2595	1940	2301	2350	主要财务比率				
少数股东权益	254	342	592	892	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	309	309	309	309	成长能力				
资本公积	323	323	323	323	营业收入	-32.0%	-3.0%	56.1%	23.8%
留存收益	558	669	943	1258	营业利润	108.2%	48.3%	160.3%	26.9%
归属母公司股东权益	1190	1300	1574	1889	归属于母公司净利润	-31.5%	56.3%	98.8%	31.9%
负债和股东权益	4039	3583	4468	5132	获利能力				
					毛利率(%)	28.4%	29.7%	38.5%	38.2%
现金流量表					净利率(%)	6.5%	10.5%	13.3%	14.2%
单位: 百万元					ROE(%)	9.3%	13.3%	21.8%	23.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	10.6%	13.2%	23.6%	30.5%
经营活动现金流	141	355	588	1308	偿债能力				
净利润	170	261	593	752	资产负债率(%)	64.2%	54.2%	51.5%	45.8%
折旧摊销	64	124	179	229	净负债比率(%)	52.83%	43.92%	41.37%	36.26%
财务费用	3	19	34	51	流动比率	1.21	1.54	1.66	1.75
投资损失	15	-12	-15	-20	速动比率	0.66	0.64	0.90	1.07
营运资金变动	-163	72	-216	303	营运能力				
其他经营现金流	51	-109	13	-7	总资产周转率	0.46	0.43	0.64	0.66
投资活动现金流	-135	-321	-485	-480	应收账款周转率	7	8	7	7
资本支出	174	500	500	500	应付账款周转率	5.16	5.65	6.93	6.60
长期投资	25	-167	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	64	12	15	20	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.56	1.11	1.46
筹资活动现金流	272	-598	-4	-288	每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.15	1.90	4.24
短期借款	407	-663	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.21	5.10	6.12
长期借款	-237	300	100	-100	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.58	18.93	9.52	7.22
资本公积增加	69	0	0	0	P/B	2.74	2.51	2.07	1.73
其他筹资现金流	33	-235	-104	-188	EV/EBITDA	15	9	4	3
现金净增加额	275	-565	99	540					

资料来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。