

国栋建设(600321)

研究员: 朱勤 执业证书编号: s0570510120057

☎ 025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

Ⓜ http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

大股东支持力度大, 静待需求恢复

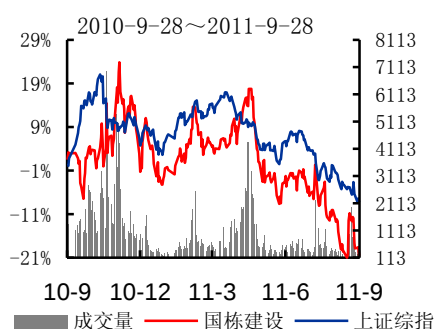
投资评级: 观望(维持)

其他建材 II

当前价格(元): 5.59

目标价格(元): 6.28

股价走势图



相关研究

- 1 《国栋建设(600321):需求下降+成本上升, 业绩低于市场预期》2011.8
- 2 《国栋建设(600321):区域优势明显的纤维板生产企业》2010.9
- 3 《国栋建设(600321):产能迅速扩张, 具备投资价值》2010.6

投资要点:

◆ **木质家具行业景气度下滑影响纤维板需求。**受房地产行业景气度下降的影响, 木质家具行业的收入增长也出现放缓的趋势, 虽然同比增幅仍然达到 32.59%, 但环比增速正在出现不断的下降, 从年初的环比增长 3.38%到 7 月份环比下降 0.29%。受此影响, 纤维板行业收入增速从年初开始出现明显下降, 下降幅度达到 16%; 同时, 行业的毛利水平也出现大幅下滑, 由 16%下降到 11.55%, 纤维板行业正在进入景气度的低谷。

◆ **公司盈利能力不强, 利润主要来自其他收益。**从中报情况看, 公司销售收入下降 37.13%; 公司主要原材料成本同比出现大幅增长, 需求的下降导致公司无法向下游转移成本上涨的压力, 公司毛利水平同比下降 6%, 只有 10.88%。小薪材是公司产品的主要成本, 从小薪材的价格来看, 由去年的 420 元 /吨, 上涨到今年的 520 元左右, 公司的生产成本今年将维持高位, 同时, 由于今年公司的新线开始投产, 固定资产折旧等费用摊销较多, 因此预计会对年内业绩带来拖累, 今年公司的主营业务将出现亏损。大股东购买子公司资产, 增厚公司业绩, 四川广元国栋建设新材 90%股权进行转让, 公司将实现投资收益约 18,633.87 万元(含税), 预计将在年报中体现, 这部分收益是公司今年主要业绩来源。

◆ **新线已经投产, 预计 12 年贡献业绩。**公司在双流县建设两条合计 45 万立方米/年的高/中密度纤维板生产线, 在南充市高坪区建设 22 万立方米/年的高/中密度纤维板生产线; 目前这些生产线已能进行批量生产, 公司的生产线处于试生产状态, 预计将在 12 年能为公司贡献业绩。公司的新生产线将主要生产高密度纤维板, 这类产品的进入门槛较高, 毛利水平高于普通低密度板, 市场前景较好。

◆ **盈利预测。**预计国栋建设 2011-2013 年的 EPS 分别为: 0.29、0.14、0.29 元。公司的新生产线投产后, 成为西南地区产能最大的纤维板生产企业, 且刚完成定向增发, 公司短期内资金压力不大; 如果需求出现恢复, 公司业绩有望出现快速增长。目前股价反映出行业低谷时的估值, 鉴于公司主营业务短期内难有起色, 维持公司“观望”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	59044.00
流通 A 股(万)	45552.00
52 周内股价区间(元)	5.5-8.9
总市值(亿)	33.01
总资产(亿)	31.61
每股净资产(元)	3.49

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	5.06	4.89	6.71	13.28
+/-%	-14.82	-3.35	37	104.17
净利润(百万)	39.75	172	82	170
+/-%	-0.86	331.5	-52.0	107.0
EPS(元)	0.09	0.29	0.14	0.29
P/E	64.25	19.69	41.02	19.81

纤维板行业处于成长期

◆我国森林资源匮乏，纤维板是合适的锯材替代品

我国是世界上森林资源比较贫乏的国家之一，与对木材的需求比较，可供采伐的成熟林明显不足，因此，每年都要从国外大量进口木材，而且数量在逐年增加。据有关部门估计，今后我国每年的木材缺口将达到4,000万立方米~6,000万立方米。木材供应的缺口越来越突出。发展纤维板工业有利于缓解我国木材供需矛盾，是节约木材资源的重要途径。

目前，我国正处在城市化、国际化继续推进的重要历史时期，纤维板行业也面临从中国制造到中国创造的转型时期。未来，随着居民消费能力的增强和消费观念的转变以及天然林保护工程的实施，在装饰、家具、包装、造船、汽车等各个行业对纤维板的需求将迎来新的增长高峰。此外，国家一系列扩内需、保增长、调结构、重民生的方针政策也将推动纤维板行业发展。根据我国人造板业的发展特征，到“十一五”末期，我国传统的三板（胶合板、纤维板、刨花板）的比例将由现在的50:35:15调整为40:40:20。在我国以采伐加工剩余物、城市废弃木废料为原料的高中密度纤维板比例偏小，世界平均水平为37%，我国仅占12%。

在低碳经济下，纤维板是解决全球气候变暖环境下森林资源保护加强、木材供应紧张与需求增长之间矛盾的主要出路（人造板可提高木材的综合利用率，1立方米人造板可代替3~5立方米原木使用）人造板行业仍具备较大发展空间。

◆纤维板行业正在得到政府政策支持

国家林业局、国家发改委、财政部、商务部、国家税务总局等五部门于2009年11月联合发布了《林业产业振兴规划（2010—2012年）》根据《规划》人造板产量稳定在1亿立方米人造板、木地板、家具、木门等优势产品继续保持世界出口第一国地位。人造板为主的木材加工企业得到全面整顿，落后产品及装备基本淘汰。该《规划》还提出，推进林业品牌建设和市场准入，用两年时间对已颁布的70种人造板国家标准和行业标准进行全面清理，开展中国名牌林产品的认定工作。

预计今后我国纤维板工业的发展将呈现以下趋势：

1. 行业竞争焦点将集中到对林木资源的拥有上企业将愈来愈重视原料林基地建设，向林板生产一体化方向转变；业将愈来愈趋向于投资自建速生林。

2. 在原材料“饥荒”中，行业洗牌真正开始。今后二三年内，在全国二三千个地板品牌中，将有70%被淘汰。为了缓解原材料紧张的压力和提高价格控制力，大型纤维板企业将愈来愈趋向于投资自建速生林。

3. 注重规模效益，注重产品品牌培育。生产规模化，管理现代化，品牌国际化，规模化、知名大生产企业或企业集团涌现，产业集群初步形成。淘汰落后产能，提高单位生产线的产能。

4. 产品结构不断优化，结构性板材需求量上升，非木质人造板发展加快。即胶合板的比例将下降，而木材利用率较高的纤维板和刨花板的比例将上升，其他人造板也将迅速增长。（目前，我国以优质大径级木材为原料的胶合板比例偏高，其占人造板总产量的比例已经超过了世界的平均比例；以采伐和加工剩余物、城市废料为原料的刨花板比例偏低。定向刨花板、高性能复合板、无胶人造板、非木质资源和农作物秸秆板等产品比例很低。）

5. 应用新技术，提高木材综合利用率，能耗和物耗降低，注重循环经济发展，环保型板材开发（如无醛低醛人造

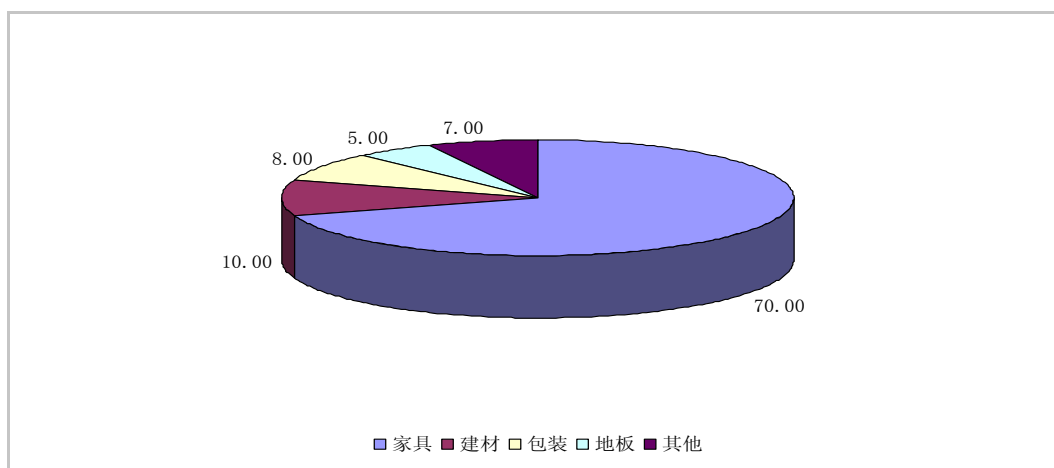
板市场需求不断上升)和城市木质废料的回收利用快速增长。

纤维板产品升级换代加快,用途不断扩展,产业集约化程度和加工技术水平有所提高,亚洲发展中国家与欧美先进国家的差距将进一步缩小。纤维板主要产区将进一步向发展中国家特别是亚洲国家转移北美和欧洲纤维产量占世界总产量比例将有所下降,东南亚、中国将成为国际纤维板贸易市场的主体。

现阶段家具行业需求下滑对纤维板行业造成负面影响

◆ 木质家具行业约占纤维板需求的 70%。

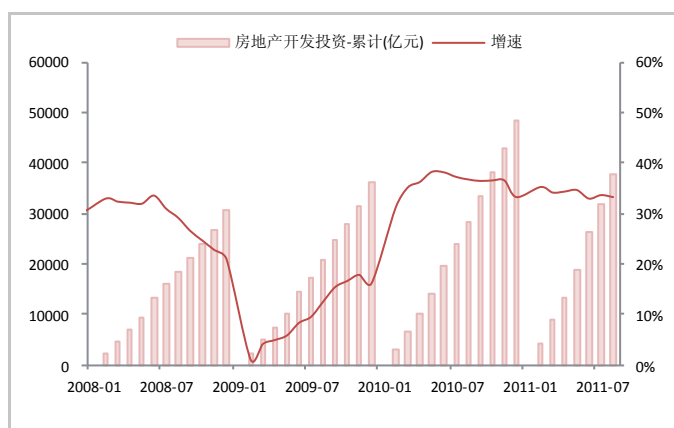
图 1 国内纤维板下游需求:



资料来源: 华泰证券

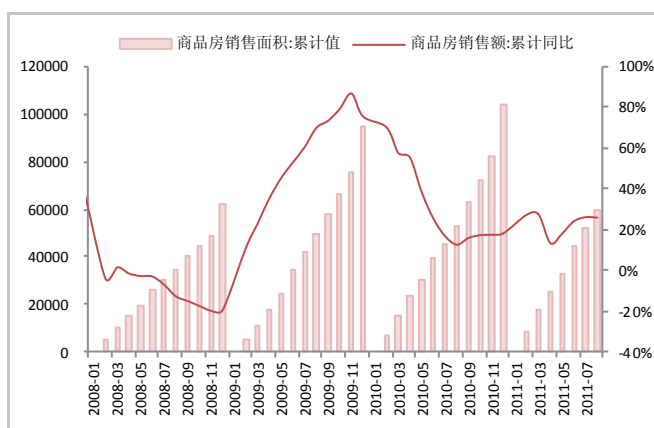
由于木质家具是纤维板行业的主要需求来源,所以木质家具行业的经营状况直接对纤维板行业造成影响。我们主要结合房地产行业的数据及最近三年木质家具行业的收入状况来分析目前行业的状况。

图 2: 1-8 月全国房地产开发投资同增 33.2%



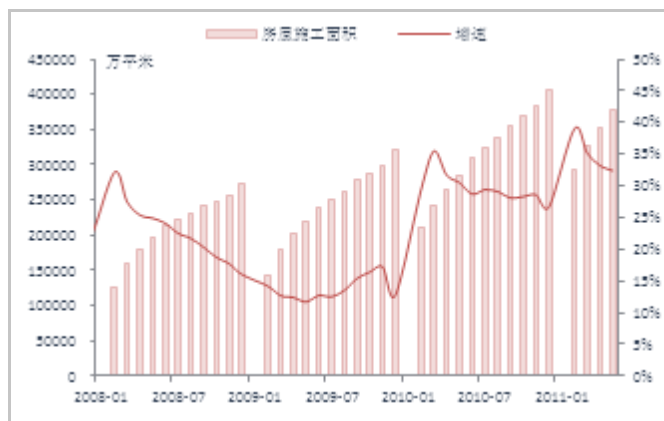
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 3: 1-8 月商品房销售面积同增 25.9%



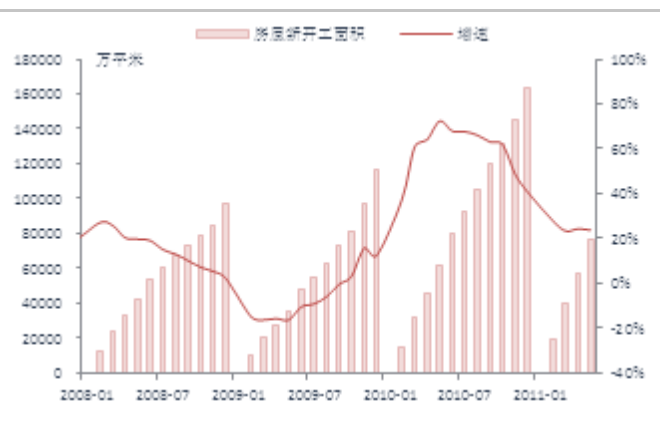
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 4: 1-8 月全国房屋施工面积同增 30.5%



资料来源：国家统计局，华泰证券

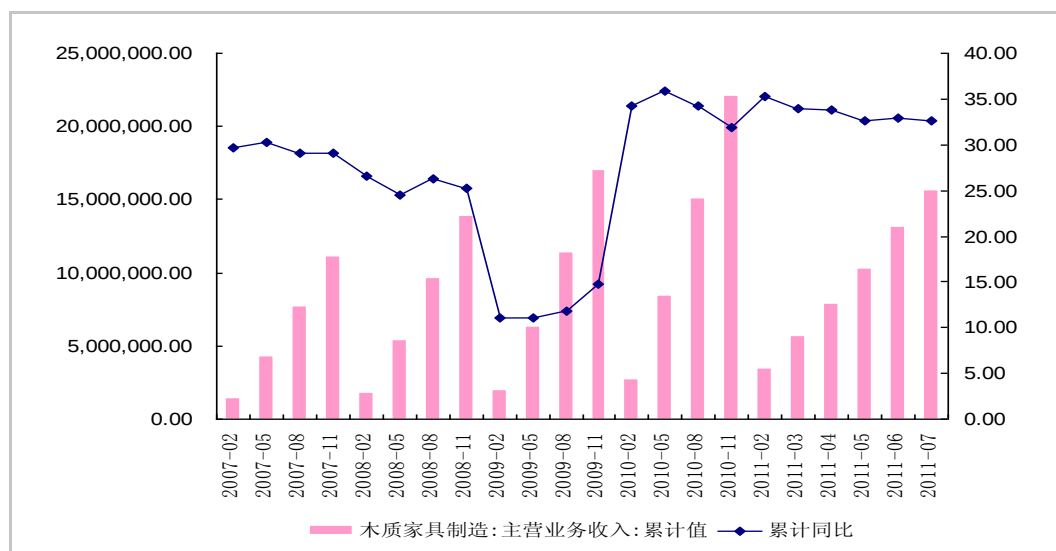
图 5: 1-8 月全国房屋新开工面积同增 25.8%



资料来源：国家统计局，华泰证券

受宏观调控政策影响，2011 年房地产市场景气呈现高开低走的趋势，尽管全国房地产开发投资增速仍然保持 33.2% 的高位，但房屋施工和新开工面积增速均有不同程度的回落，且 70 个大中城市新建商品住房价格同比增速明显放缓，环比升少跌多。受房地产行业景气度下降的影响，木质家具行业的收入增长也出现放缓的趋势，虽然同比增幅仍然达到 32.59%，但环比增速正在出现不断的下降，从年初的环比增长 3.38% 到 7 月份环比下降 0.29%。

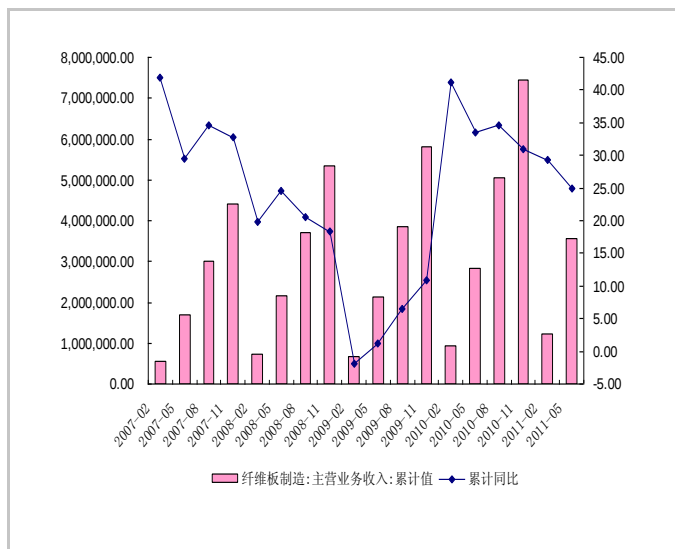
图 6 木质家具收入及增速：



资料来源：WIND 华泰证券

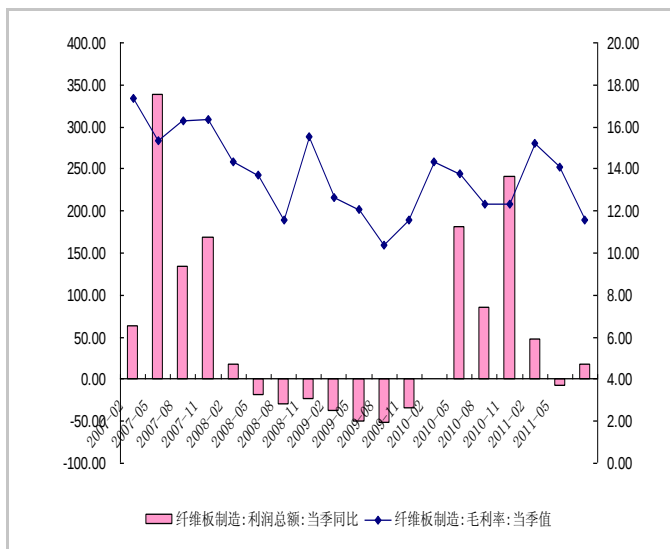
◆ 纤维板行业收入及毛利水平均出现明显下降

图 7: 纤维板行业收入及增速:



资料来源: WIND, 华泰证券

图 8: 纤维板行业利润变化情况及毛利水平:



资料来源: WIND, 华泰证券

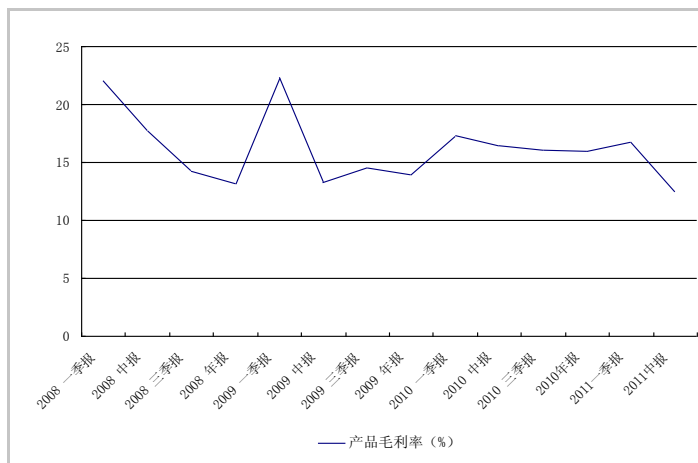
受下游需求增速下降的影响, 纤维板行业收入增速从年初开始出现明显下降, 下降幅度达到 16%; 同时, 行业的毛利水平也出现大幅下滑, 由 16% 下降到 11.55%, 纤维板行业正在进入景气度的低谷。

需求下降+产品成本上升侵蚀公司主营业务, 其他收益唱主角

◆ 公司收入及毛利水平出现明显下降

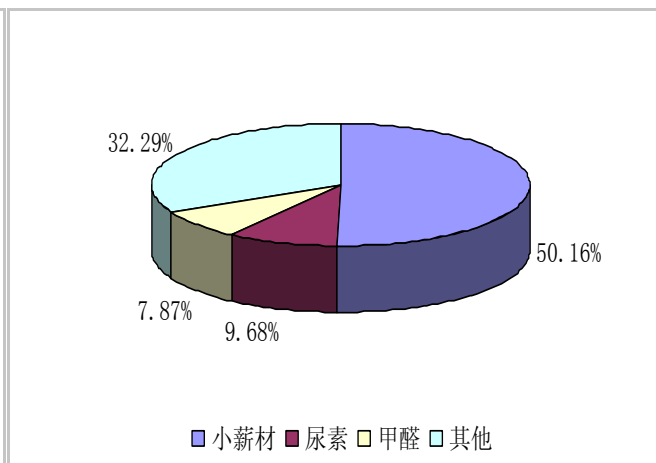
图 9: 公司纤维板的成本结构及毛利水平

图 8: 公司产品的毛利水平变化



资料来源: WIND, 华泰证券

图 8: 公司产品成本结构



资料来源: 华泰证券

从中报情况看, 公司销售收入下降 37.13%; 主要由于 11 年上半年的宏观经济状况对家具生产企业造成较大压力, 导致整个人造板市场成交量萎缩。公司主要原材料成本同比出现大幅增长, 小薪材上涨 35%、甲醛上涨 20%、尿素上涨 20% 以上, 需求的下降导致公司无法向下游转移成本上涨的压力, 公司毛利水平同比下降 6%, 只有 10.88%。小薪材是公司产品的主要成本, 从小薪材的价格来看, 由去年的 420 元 / 吨, 上涨到今年的 520 元左右,

公司的生产成本今年将维持高位，同时，由于今年公司的新线开始投产，固定资产折旧等费用摊销较多，因此预计可能会对年内业绩带来拖累，今年公司的主营业务将出现亏损。

◆ 新线投产增大公司产能，产品结构具备优势

公司在双流县建设两条合计 45 万立方米/年的高/中密度纤维板生产线，在南充市高坪区建设 22 万立方米/年的高/中密度纤维板生产线；目前这些生产线已能进行批量生产，公司的生产线处于试生产状态，预计将在 12 年能为公司贡献业绩。公司的新生产线将主要生产高密度纤维板，这类产品的进入门槛较高，毛利水平高于普通低密度板，市场前景较好。

图 10: 低密度纤维板



资料来源：华泰证券

图 11: 中高密度纤维板



资料来源：华泰证券

表1: 公司产品标准:

欧洲标准EN120	甲醛释放量
E0级	≤6mg/100g
E1级	6~10mg/100g
E2级	10~30mg/100g
E3级	30~60mg/100g
欧洲标准EN120	甲醛释放量
E0级	≤6mg/100g

资料来源：公司公告

公司所生产的中（高）密度纤维板游离甲醛释放量根据客户需求分别符合E2或E1级标准公司的技术能力可将产品游离甲醛释放量控制在3mg/100g以下，低于欧洲E0 级环保标准，是国家E2 级标准的十分之一。目前国内大部分企业一般主要生产E2级标准的产品，公司的技术优势明显。

◆ 公司目前的原材料供应体系可以确保原料需求

由于原材料的供应日益紧张，对原材料的控制能力将成为人造板企业重要的竞争优势来源。国栋建设建立了行之有效的原材料供应体系，公司与广大农户合作，由农户种植和管理林木，在原料收购季节由公司直接向农户收购，免除中间环节，以达到和农户共赢的目的。

四川现有林业资源较丰富，成都市有林地面积510万亩，眉山市345万亩，雅安市1106万亩、乐山市825万亩、资阳市268万亩、绵阳市1368万亩；德阳市194万亩，总共有林地面积4616万亩。在全省有林地面积中，集体和个人所有林占全省的50.7%（成都及周边地区的比例还要高一些，可达70%多），以此推算，资源区集体林和个人林为2340.3万亩在国家林地承包70年不变的政策下，按每亩每年可供应木材加工业木材资源 0.7m^3 计算，每年项目所在地150公里半径范围内木材资源新增可达 1638.2万m^3 （该木材不在国家计划砍伐指标控制之内）现按照木材资源给木材加工企业的平均比例35%计算，每年项目所在地150公里半径范围内木材资源新增可达 573万m^3 。根据省林产工业协会的数据统计，国栋建设在四川省市场上的占有份额为60%，国栋建设每年可利用的新增木材资源 343万m^3 。

资源区2008年-2015年期间总共可采蓄积 2327.4万m^3 ，年均采伐蓄积 290.9万m^3 ；可出材 1908.2万m^3 ，年均 238.5万m^3 ；年均生产商品材 172.6万m^3 ，剩余物 65.9万m^3 。

表2：资源区出材量汇总表（单位：万立方米）

统计单位	总计		2010年		2011年		2012年		2013年		2014年		2015年		年平均	
	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量	蓄积量	出材量
资源区	2327.4	1908.2	228.0	187.1	248.8	203.8	264.9	217.1	405.1	332.2	392.4	321.7	332.2	271.9	290.9	238.5
1. 用材林间伐	135.4	84.9	16.9	10.6	16.9	10.6	16.9	10.6	16.9	10.6	16.9	10.6	16.9	10.6	16.9	10.6
2. 用材林主伐	1435.3	1203.2	179.4	150.4	179.4	150.4	179.4	150.4	179.4	150.4	179.4	150.4	179.4	150.4	179.4	150.4
3. 择伐	253.4	209.1	31.7	26.1	31.7	26.1	31.7	26.1	31.7	26.1	31.7	26.1	31.7	26.1	31.7	26.1
4. 新造工业原料林	503.3	411.0			20.7	16.6	36.9	30.0	177.1	145.1	164.4	134.6	104.2	84.8	62.9	51.4

资料来源：公司公告

◆ 大股东购买公司资产，增厚公司业绩

7月14日，国栋建设临时股东大会通过转让广元国栋90%股权的议案，底价将不得低于2.56亿元的评估价格。大股东国栋集团承诺，如果通过公开拍卖或协议转让均没有成功，国栋集团将按照评估价格对上述股权资产进行收购。广元国栋前身为四川剑南木业有限公司，2002年4月27日，国栋建设与剑南木业签订了破产资产出售协议书。当年5月10日，新组建的广元国栋新材料有限公司，国栋建设出资7020万元，占总投资的90%。

广元国栋组建之后，对原设备进行了技术改造，形成年产5万立方米刨花板的生产能力，于2003年12月正式投入生产。2004年、2005年，广元国栋年销售收入均接近4000万元，两年间为企业贡献净利润约1046万元。此后几年，由于原有刨花板生产线设备陈旧、老化，能耗高，产量和优质品率低，产能和收益均受到影响。2006年曾进行了长达半年的停产和改造，但经营并不如意，从2006年至2010年一直亏损。2008年汶川大地震中，广元国栋所属的房产、土地、设备等遭受严重破坏，经有关部门鉴定已不能正常使用，加之环保达标排放要求也不能满足城市中心集中居住区的现行环保标准要求，广元国栋于2009年5月停止生产，2010年4月进行设备、房屋拆迁工作。

广元国栋拥有的土地使用权位于广元市利州经济开发区北京路117号，该宗土地在2002年以前是按工业用地

使用，土地取得成本为12万元/亩。国栋建设在竞价收购剑南木业的整体破产资产时，广元市委、市政府已同意该宗土地以出让方式定性为商业、住宅混合用地。

根据2009年广元市出具的《广元市建设工程规划设计条件要求通知书》，该宗土地规划为“广元花园”住宅小区。经评估机构评估，以2010年12月31日为基准日，审计后的广元国栋账面净资产约为7500万元，市场评估价值约为2.85亿元，较审计后账面净资产增值2.1亿元，增值率约2.8倍。

PB 处于行业较低水平，静待需求恢复

◆ 收入及盈利预测

表 3：主要产品收入预测表：

	2011	2012	2013
板材销售			
销量（万立方）	28	39	77.23
收入（万元）	47730	65930	131599.99
成本（万元）	42957	51293.54	102253.1
毛利	4773	14636.46	29346.8
毛利率	0.10	0.22	0.22
物业管理收入			
收入（万元）	320	320	320
成本（万元）	274	274	274
毛利	46	46	46
毛利率	0.14	0.14	0.14
宾馆客房收入			
收入（万元）	850	850	850
成本（万元）	746	746	746
毛利	104	104	104
毛利率	0.12	0.12	0.12
合计			
收入	489	671	1316
成本	441	522	1021
毛利	48	149	295
毛利率	0.1	0.22	0.22

资料来源：华泰证券研究所

表 4：收入及盈利预测表：

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	506	489	671	1328
营业成本	425	441	522	1021
营业税金及附加	3	5	6	12
营业费用	5	5	7	13
管理费用	33	30	42	83
财务费用	1	7	7	7
资产减值损失	3	3	3	3

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	35	-1	84	177
营业外收入	4	183	4	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	38	181	87	180
所得税	-1	10	5	10
净利润	40	172	82	170
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	40	172	82	170
EBITDA	88	88	215	321
EPS (元)	0.09	0.29	0.14	0.29

资料来源：华泰证券研究所

我们预测国栋建设 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.29、0.14、0.29 元。营业外收入是公司今年主要的利润来源，从 PB 水平看，目前国内同行业上市公司 11 年 PB 为 2.7 倍，公司 PB 为 1.52 倍低于行业平均水平；公司的新生产线投产后，成为西南地区产能最大的纤维板生产企业，且刚完成定向增发，公司短期内资金压力不大；如果需求出现恢复，公司业绩有望出现快速增长。目前股价反映出行业低谷时的估值，鉴于公司主营业务短期内难有起色，维持公司“观望”的投资评级。

表 4：同行业上市公司估值情况（采用 9 月 28 号股价）

排名	代码	简称	最新价格(元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
				TTM	11E	12E		
		行业均值（整体法）	0.00	62.22	41.69	19.06	2.70	1.70
		行业中值	7.36	55.60	27.87	23.89	3.44	3.26
1	002240	威华股份	6.62	-76.12	27.87	17.36	2.00	2.12
2	002043	兔宝宝	8.94	53.02	39.69	24.67	4.62	1.94
3	000663	永安林业	7.23	199.54	-244.33	366.49	3.74	4.94
4	000592	中福实业	7.36	65.35	0.00	42.76	4.73	9.62
5	000910	大亚科技	6.26	18.47	0.00	7.30	1.47	0.48
6	002259	升达林业	4.42	99.47	0.00	23.10	3.44	4.14
7	002354	科冕木业	14.35	128.10	0.00	14.00	3.04	4.38
8	600189	吉林森工	9.42	55.60	0.00	30.56	2.26	2.07
9	600265	景谷林业	8.94	47.43	0.00	0.00	4.16	4.61
10	600321	国栋建设	5.59	113.06	19.69	41.02	1.52	6.69

资料来源：WIND

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	279	770	811	1096
现金	49	373	400	251
应收账款	5	14	15	32
其它应收款	3	6	6	14
预付账款	23	169	143	317
存货	199	209	246	482
其他	0	0	0	0
非流动资产	2321	2838	2765	2654
长期投资	2	2	2	2
固定资产	802	1884	2093	2111
无形资产	257	290	309	330
其他	1260	662	361	211
资产总计	2599	3608	3576	3750
流动负债	521	545	514	545
短期借款	462	434	443	440
应付账款	62	74	38	54
其他	-3	38	33	51
非流动负债	806	836	866	896
长期借款	806	836	866	896
负债合计	1327	1381	1380	1441
少数股东权益	8	8	8	8
股本	456	590	590	590
资本公积	607	1287	1287	1287
留存收益	202	342	311	424
归属母公司股东权益	1265	2219	2188	2301
负债和股东权益	2599	3608	3576	3750

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	147	145	160	-85
净利润	40	172	82	170
折旧摊销	52	82	124	137
财务费用	1	7	7	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	56	-120	-56	-416
其它	-2	4	2	16
投资活动现金流	-290	-599	-51	-26
资本支出	291	560	27	0
长期投资	0	1	-0	0
其他	1	-38	-24	-26
筹资活动现金流	131	778	-81	-37
短期借款	85	-28	9	-3
长期借款	120	30	30	30
普通股增加	228	135	0	0
资本公积增加	-166	680	0	0
其他	-136	-39	-121	-64
现金净增加额	-12	323	27	-149

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	506	489	671	1328
营业成本	425	441	522	1021
营业税金及附加	3	5	6	12
营业费用	5	5	7	13
管理费用	33	30	42	83
财务费用	1	7	7	7
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	35	-1	84	177
营业外收入	4	183	4	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	38	181	87	180
所得税	-1	10	5	10
净利润	40	172	82	170
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	40	172	82	170
EBITDA	88	88	215	321
EPS (元)	0.09	0.29	0.14	0.29

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-14.8%	-3.4%	37.2%	96.1%
营业利润	28.0%	-104.2%	5704.9%	111.9%
归属于母公司净利润	-1.6%	331.5%	-52.0%	107.0%
获利能力				
净利率	7.9%	35.1%	12.3%	13.0%
ROE	3.1%	7.7%	3.8%	7.4%
ROIC	1.5%	0.2%	2.8%	5.2%
偿债能力				
资产负债率	51.0%	38.3%	38.6%	38.4%
净负债比率	95.56%	91.91%	94.86%	92.71%
流动比率	0.53	1.41	1.58	2.01
速动比率	0.14	1.02	1.09	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.16	0.19	0.36
应收账款周转率	108	39	34	41
应付账款周转率	5.65	6.49	9.32	22.16
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.07	0.29	0.14	0.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	0.25	0.27	-0.14
每股净资产 (最新摊薄)	2.14	3.76	3.71	3.90
估值比率				
P/E	65.54	19.69	41.02	19.81
P/B	2.06	1.52	1.54	1.47
EV/EBITDA	52	52	21	14

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。