

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年6月15日

配置景气复苏，关注主题投资

港口行业2009年中期投资策略

交通运输

港口

中性（维持）

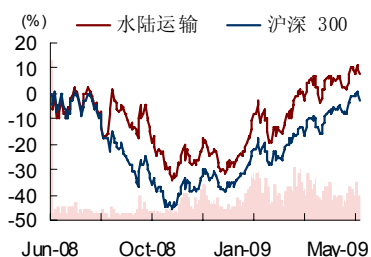
上证指数 2744

行业规模

		占比%
股票家数（只）	59	3.7
总市值（亿元）	7829	4.0
流通市值（亿元）	3462	4.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.3	42.5	3.7
相对表现	-1.9	-5.7	9.5



相关报告

- 1、《营口港(600317)-吞吐量逆势上扬,难奈费用成本负面影响》2009/6/8
- 2、《深赤湾(000022)-09筑底,亦是漫漫复苏之旅的起点》2009/4/13
- 2、《天津港(600717)-盈利增长回归港口本色,同业竞争有待解决》2009/4/23
- 3、《日照港(600017)-09年盈利将大幅放缓,融资收购短期效应不明显》2009/2/17
- 4、《港口行业2008年12月散杂货业务数据点评-去库存化背景下的谷底徘徊》2009/2/3
- 5、《港口行业2008年11月快报简评-进出口增速断崖,港口业十年新低》2008/12/12
- 6、《中国港口行业集装箱业务专题研究-外贸放缓、结构升级以及规划建设超前:港口集装箱业务景气下行》2008/10/21

“量价齐跌”致使2009年1季度成为行业盈利谷底。伴随外围经济的缓慢复苏和国内用电需求的回升，预期港口集装箱和煤炭业务有望后续反弹；而矿石业务恐难维系当前的高位水准。可关注景气复苏类公司的配置和主题投资机会。

- “量价齐跌”致使2009年1季度成为行业盈利谷底。1季度，沿海港口货物吞吐量同比下滑4.5%，外贸货物吞吐量同比下滑7.2%，集装箱吞吐量同比下滑12.3%。对于集装箱港口而言，空箱比例上升将引发码头平均装卸费率的下滑；而对于散杂货港口而言，费率的下滑将直接导致作业收入与吞吐量增长难成配比。09年1季度，港口业陷入“深度衰退”。
- 外贸集装箱业务将步入缓慢复苏阶段，煤炭业务平稳中酝酿反弹。09年5月，中国港口集装箱吞吐量完成975万Teu，同比降幅由前4个月的-12.4%收窄至-8.6%。同时，具有一定领先意义的PMI新出口订单指数持续反弹，外围经济复苏对中国港口集装箱增量的推动力正逐步积聚。3月以来港口煤炭运量相对稳定，外围经济复苏将有望使国内外煤炭价格倒挂的情况得到改观，随着夏季用电高峰的到来，预期港口煤炭运量后续有望反弹。
- 港口矿石业务后续恐难维系当前高位水准。5月沿海港口完成进口矿石接卸量5742万吨，再创新高，同时港口库存亦逾越7千万吨大关。前5月铁矿石进口超预期的原因主要是由于进口矿石物美价廉以及国内钢铁企业的复产需求。结合当前港口矿石库存、铁矿石价格谈判以及国内经济的复苏程度考虑，我们认为当前矿石进口迅猛的势头在下半年难以维系。
- 区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题。中国沿海各大区域都既有或新出台了区域经济振兴发展规划，着眼长远，对于区域物流节点的港口业当属利好。现阶段的外贸低迷以及未来的产业和外贸结构升级背景下，港口业“成长性”难言乐观，于是邻近区域内的港口业务和资源整合大行其道。
- 配置景气复苏，关注主题投资。港口行业与宏观经济高度相关，现阶段的盈利模式较为传统单一。随着经济逐步回暖，港口行业亦将步入缓慢复苏期；可关注景气复苏类和主题投资类公司，如集装箱类的深赤湾（000022）、具有长期投资价值的天津港（600717）、锦州港（600190）

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
天津港	11.7	0.56	0.55	0.60	21.3	19.5	2.0	审慎推荐-A
深赤湾A	13.1	0.99	0.65	0.70	20.1	18.7	2.9	审慎推荐-B
上港集团	5.56	0.22	0.20	0.20	27.8	27.8	3.6	中性-A
日照港	6.14	0.21	0.19	0.22	32.3	27.9	2.3	中性-A
盐田港	7.31	0.42	0.38	0.39	19.2	18.7	2.0	中性-A
营口港	10.2	0.57	0.39	0.48	26.3	21.3	1.6	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

1、量价齐跌致使 2009 年 1 季度成为行业盈利谷底	3
1.1 2008.10-2009.3 港口吞吐量陷入衰退	3
1.2 码头作业费率的下滑亦成为行业盈利困扰	3
1.3 09 年 1 季度港口行业盈利陷入谷底	4
2、港口外贸集装箱业务将步入缓慢复苏阶段	5
3、港口煤炭业务于平稳中酝酿反弹趋势	6
4、港口矿石业务后续恐难维系当前高位水准	7
5、区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题	8
6、关注景气复苏类的配置和主题投资类的交易性机会	9
6.1 配置景气复苏，关注主题投资	9
6.2 重点公司投资价值分析	9
6.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选	9
6.2.2 天津港（600717）- 盈利增长回顾港口本色，同业竞争有待解决	10
6.2.3 日照港（600017）- 费率波动与成本上升或成 09 年盈利困扰	11
6.2.4 营口港（600317）- 吞吐量逆势上扬，难奈费用成本负面影响	12

图表目录

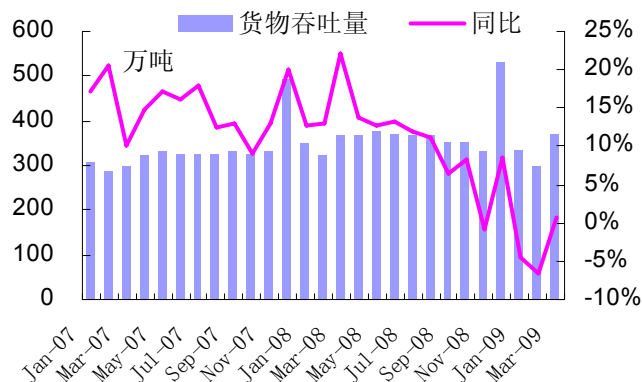
图 1、09 年 1 季度沿海港口货物吞吐量增速明显放缓	3
图 2、2008 年末起沿海港口集装箱吞吐量陷入衰退	3
图 3、以散杂货和内贸货物为主的港口吞吐量增速居于沿海前列	3
图 4、2009 年 1-4 月日照港矿石吞吐量增长超出预期	4
图 5、09 年 1 季度港口行业盈利步入 08 年以来的谷底	4
图 6、外贸进出口增速统计（2004.1-2009.5）	5
图 7、上海港集装箱业务吞吐量近期有见底回暖迹象	5
图 8、深圳港集装箱业务吞吐量近期有见底回暖迹象	5
图 9、港口煤炭运量 3 月以来相对平稳（05.1-09.5）	6
图 10、全国发电量月度增速统计（2007.1-2009.4）	6
图 11、港口矿石接卸量 09 年来持续创新高（05.1-09.5）	7
图 12、国内固定资产投资保持了较为稳定的趋势（2004.1-2009.4）	7
图 13、全国生铁产量统计（2007.1-2009.5）	7
图 14、BDI 指数走势（2006.5-2009.5.22）	7
图 15、中国沿海港口（分区域）布局	8
图 16、景气复苏类港口的股价走势（09.3.16-09.6.08）	9
图 17、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量	10
图 18、近年来困扰公司的产能瓶颈问题已然得到缓解	10
图 19、深圳港的外贸货物占比在沿海港口中居于高位	10
图 20、销售业务和码头装卸业务具有庞大的收入规模	10
图 21、受制于规模，集装箱业务目前还难以成为公司盈利高速增长的引擎	11
图 22、存在同业竞争的股权结构关系图	11
图 23、营口港是以散杂货装卸为主的东北第二大港口	12
图 24、09.1-4 月营口港吞吐量增速位于沿海港口前列	12

1、量价齐跌致使 2009 年 1 季度成为行业盈利谷底

1.1 2008.10-2009.3 港口吞吐量陷入衰退

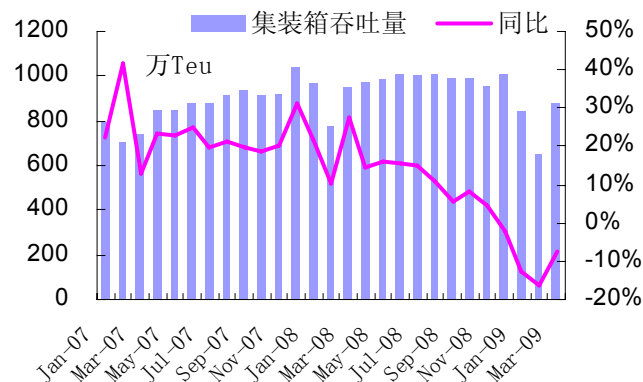
2009 年 1 季度，沿海港口货物吞吐量同比下滑 4.5%，外贸货物吞吐量同比下滑 7.2%，集装箱吞吐量同比下滑 12.3%；相对于过往十年的繁荣，港口业陷入衰退。

图1、09年1季度沿海港口货物吞吐量增速明显放缓



资料来源：Wind、招商证券研发中心

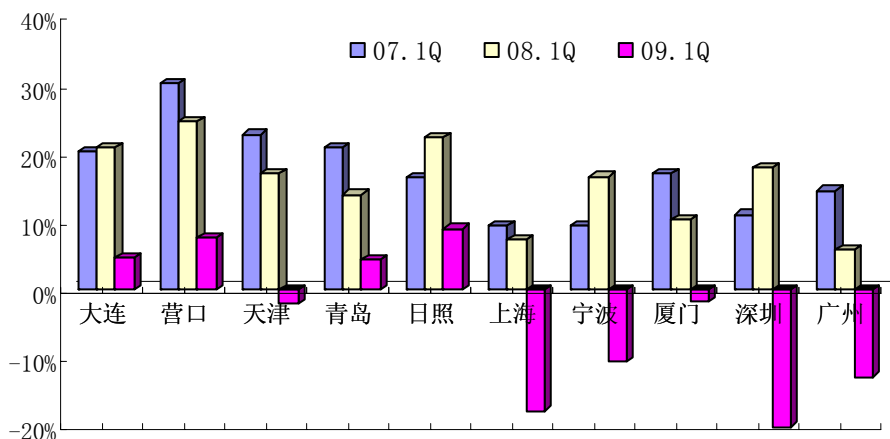
图2、2008年末起沿海港口集装箱吞吐量陷入衰退



资料来源：Wind、招商证券研发中心

尽管行业陷入低迷，沿海港口依然出现分化：以铁矿石等散杂货以及其他内贸货物为主的港口譬如大连、营口和日照等吞吐量增速居于前列；而外贸货物居多的上海、宁波和深圳等港口则无一幸免地陷入“深度衰退”。

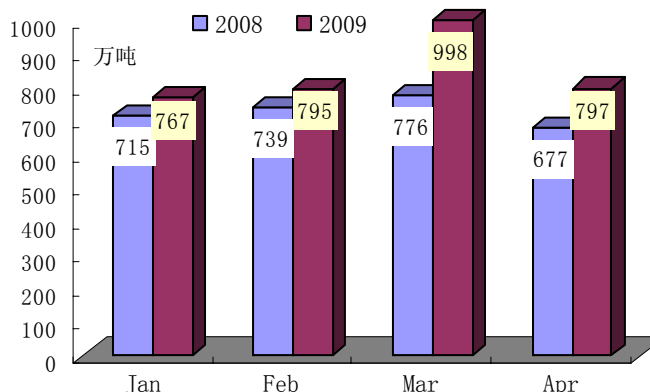
图3、以散杂货和内贸货物为主的港口吞吐量增速居于沿海前列



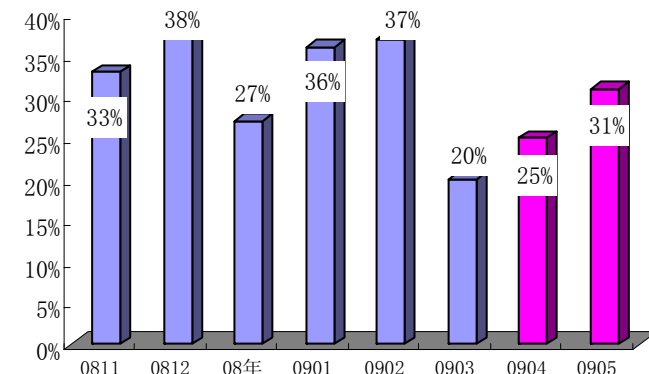
数据来源：Wind、招商证券

1.2 码头作业费率的下滑亦成为行业盈利困扰

对于港口而言，令人沮丧的事情并不仅仅是吞吐量的下滑，一向被认为是“稳健前行，防御至上”的港口行业还遭遇了码头装卸费率的下滑。至少，集装箱空箱率的上升以及散杂货业务的所谓“折扣优惠”让我们可以如此断言。

图4、2009年1-4月日照港矿石吞吐量增长超出预期


资料来源：招商证券研发中心

图5、2008.11以来深圳西部港区的空箱比例统计


资料来源：招商证券研发中心

对于上海、深圳等集装箱港口而言，空箱比例上升将引发码头平均装卸费率的下滑；而对于日照等散杂货港口而言，费率的下滑将直接导致作业收入与吞吐量增长难成配比。

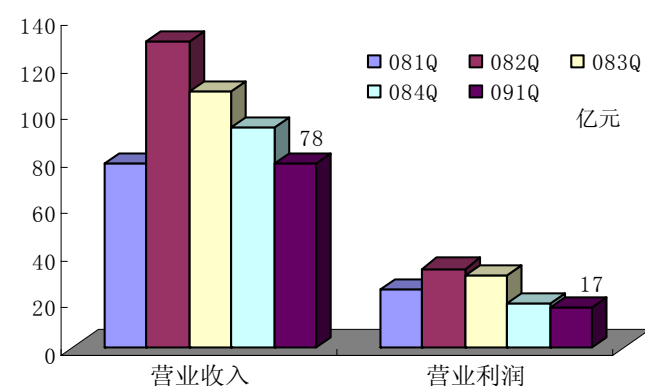
表1、日照港（600017）09年1季度营业收入与毛利率水平与吞吐量表现难成配比

(百万元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	298	399	428	439	419	400
营业毛利	40	127	132	141	98	109
营业利润	17	78	105	97	79	79
归属母公司净利润	70	57	78	67	60	55
主要比率						
毛利率	13%	32%	31%	32%	24%	27%
营业利润率	6%	19%	24%	22%	19%	20%
净利率	23%	14%	18%	15%	14%	14%

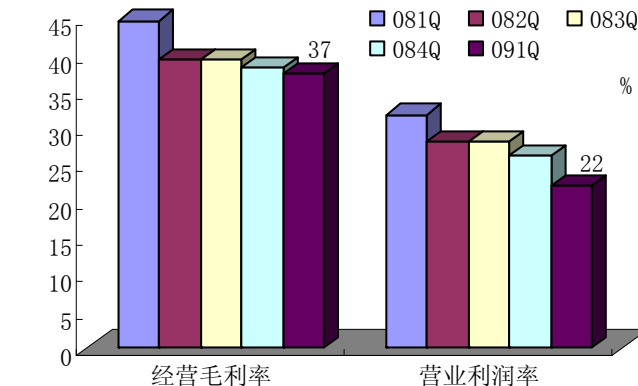
资料来源：公司报表、招商证券整理

1.3 09年1季度港口行业盈利陷入谷底

“量价齐跌”，2009年1季度，港口行业的盈利水平亦步入2008年以来的谷底。

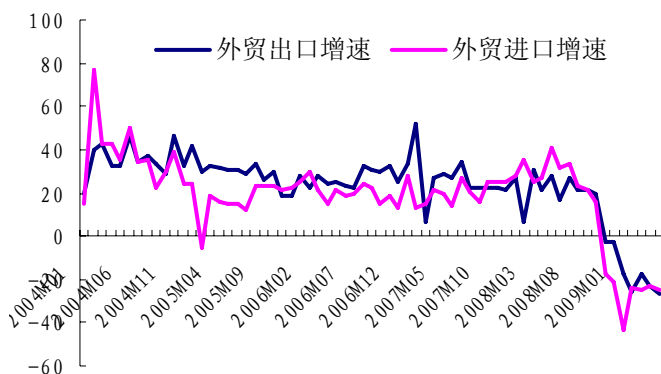
图6、09年1季度港口行业盈利步入08年以来的谷底


资料来源：Wind、招商证券研发中心

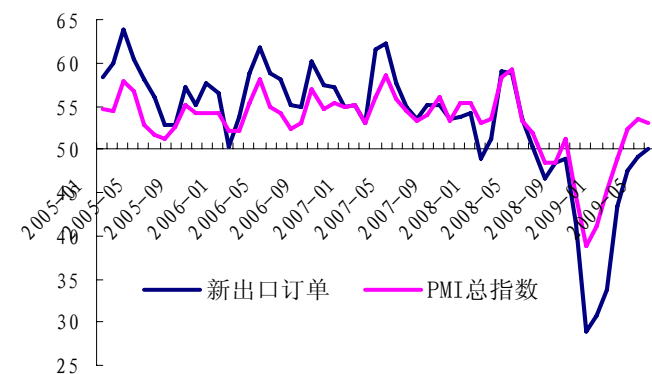
图7、09年1季度港口行业盈利步入08年以来谷底


资料来源：Wind、招商证券研发中心

2、港口外贸集装箱业务将步入缓慢复苏阶段

图8、外贸进出口增速统计（2004.1-2009.5）


资料来源：招商证券研发中心

图9、PMI新出口订单指数持续反弹预示出口有望复苏


资料来源：招商证券研发中心

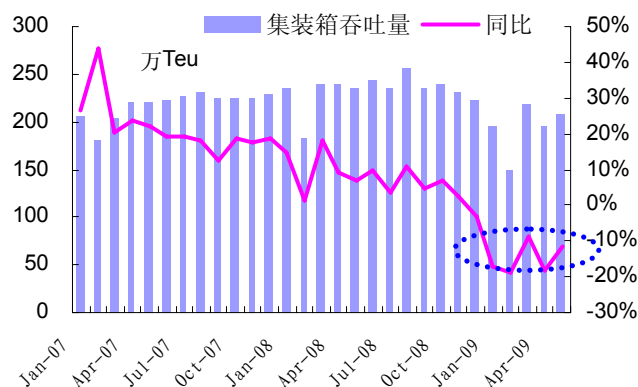
据交通部快报显示，5月份中国港口集装箱吞吐量完成975万Teu，环比增长6.3%，同比降幅由前4个月的-12.4%收窄至-8.6%，景气缓慢复苏迹象显现。同时，具有一定领先意义的PMI新出口订单指数持续反弹，外围经济复苏对中国港口集装箱增量的推动力正逐步积聚。

表1、沿海港口2009年1-4月外贸货物与集装箱吞吐量统计

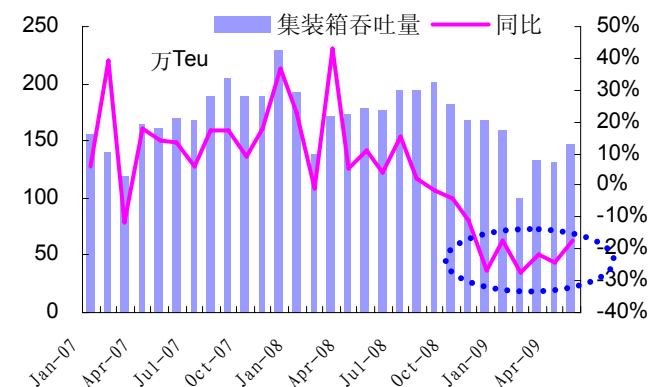
	外贸物吞吐量(万吨/%)			集装箱吞吐量(万Teu/%)			
	4月	4月同比	累计同比	4月	4月同比	累计	累计同比
大连	772.1	23.2%	3.1%	340.0	-6.6%	1330.0	-2.8%
天津	1601.0	-8.4%	-2.8%	757.0	5.3%	2683.0	2.5%
青岛				856.0	1.9%	3360.0	2.4%
上海	2090.2	-14.3%	-18.3%	1958.0	-19.4%	7571.0	-16.0%
宁波	1759.3	-7.3%	-9.2%	725.5	-17.1%	2980.1	-12.0%
深圳	1108.3	-21.9%	-23.1%	1306.6	-24.9%	5198.5	-22.0%

资料来源：Wind、招商证券

在外向型经济最为发达的长三角和珠三角，上海港和深圳港有见底企稳反弹的迹象。

图10、上海港集装箱业务吞吐量近期有见底回暖迹象


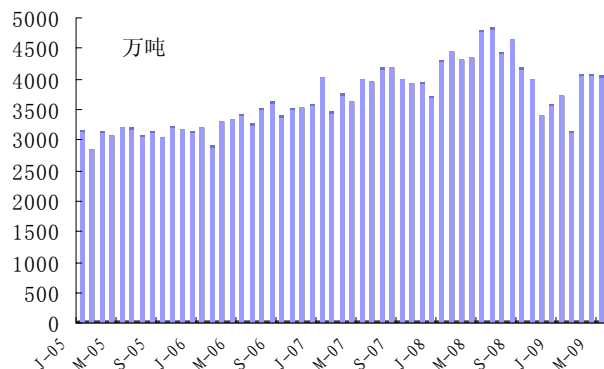
资料来源：招商证券研发中心

图11、深圳港集装箱业务吞吐量近期有见底回暖迹象


资料来源：招商证券研发中心

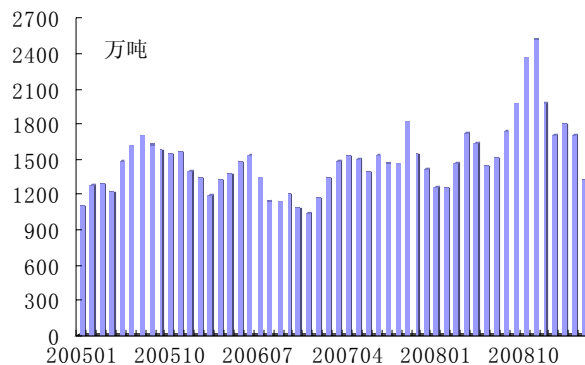
3、港口煤炭业务于平稳中酝酿反弹趋势

图12、港口煤炭运量3月以来相对平稳 (05.1-09.5)



资料来源：招商证券研发中心

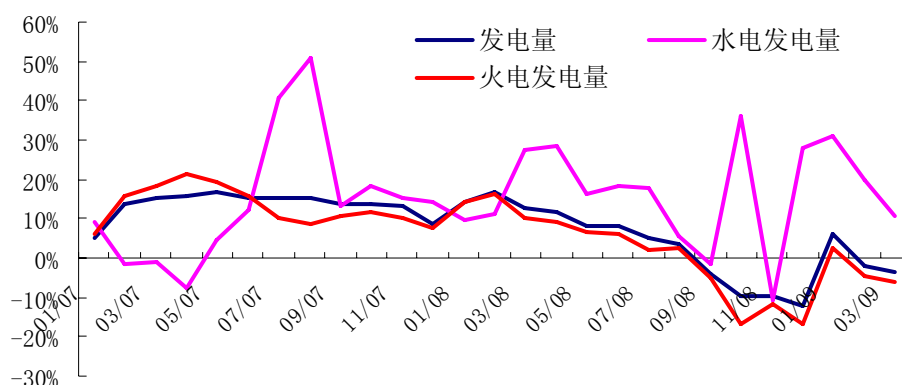
图13、沿海重点港口煤炭库存持续下降 (05.1-09.4)



资料来源：招商证券研发中心

2009年5月沿海港口完成煤炭运量4050万吨，同比下滑16.2%；同时沿海港口库存亦减少至1316万吨，其中，截至5月22日，秦皇岛煤炭库存为450万吨，有所上升。

图14、全国发电量月度增速统计 (2007.1-2009.4)



数据来源：招商证券

3月以来港口煤炭运量相对稳定。外围经济的复苏将有望使国内外煤炭价格倒挂的情况得到改观，随着夏季用电高峰的到来，我们预期港口煤炭运量后续有望回暖。

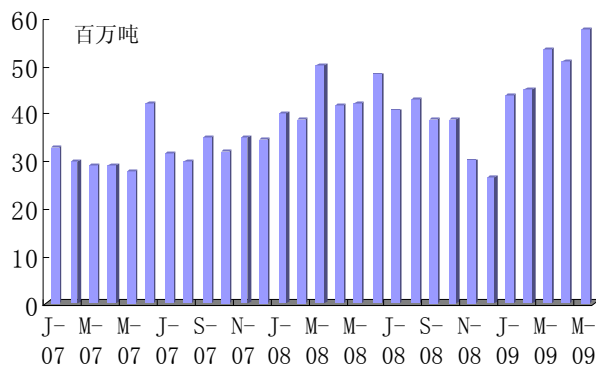
表2、沿海重点港口煤炭发运量统计 (2008.12-2009.4)

万吨	2008.12	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4
秦皇岛	1402	1437	1269	1883	1636
黄骅港		625	600	622	684
天津港	706	523	400	485	502
京唐港		284	187	330	315
日照港	143	271	139	130	194
营口港		89	48	76	95
连云港	96	84	67	67	86

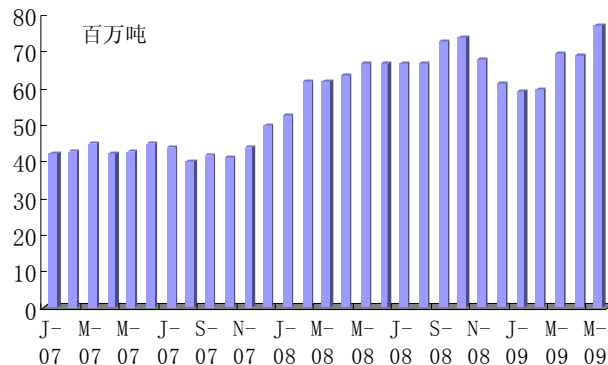
资料来源：招商证券

4、港口矿石业务后续恐难维系当前高位水准

图15、港口矿石接卸量09年来持续创新高(05.1-09.5) 图16、沿海港口矿石库存近期创下新高(05.1-09.5)



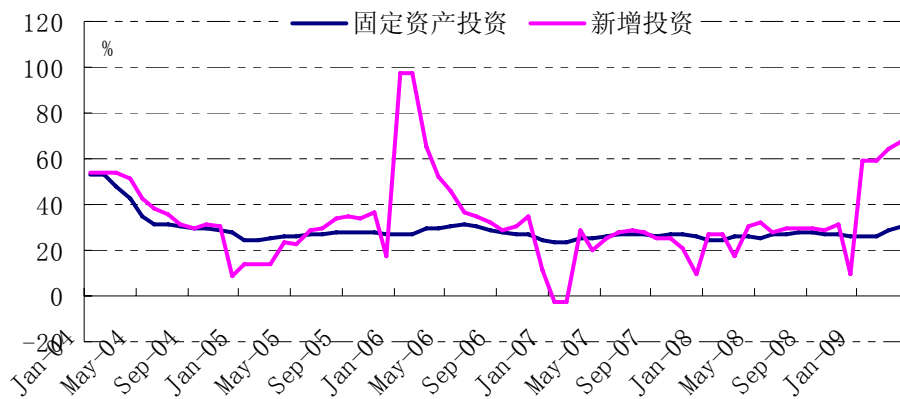
资料来源：招商证券研发中心



资料来源：招商证券研发中心

2009年5月，沿海港口完成进口矿石接卸量5742万吨，港口库存逾越7千万吨大关。

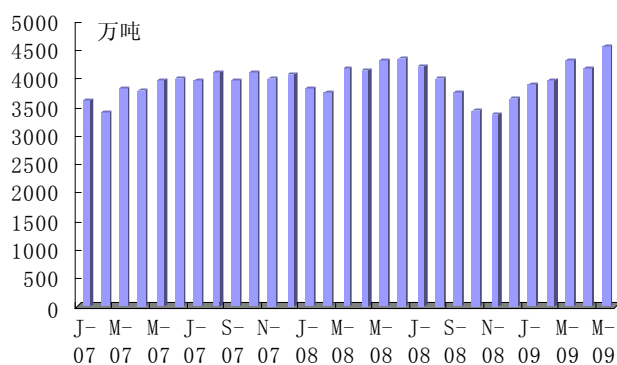
图17、国内固定资产投资保持了较为稳定的趋势(2004.1-2009.4)



数据来源：CEIC、招商证券

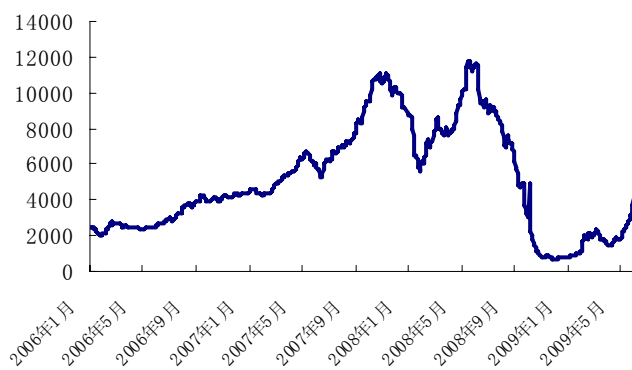
前5月铁矿石进口超预期的原因主要是由于进口矿石物美价廉以及国内钢铁企业的复产需求。结合当前港口矿石库存、铁矿石价格谈判以及国内经济的复苏程度考虑，我们认为当前矿石进口迅猛的势头在下半年难以维系。

图18、全国生铁产量统计(2007.1-2009.5)



资料来源：招商证券研发中心

图19、BDI指数走势(2006.5-2009.6.12)

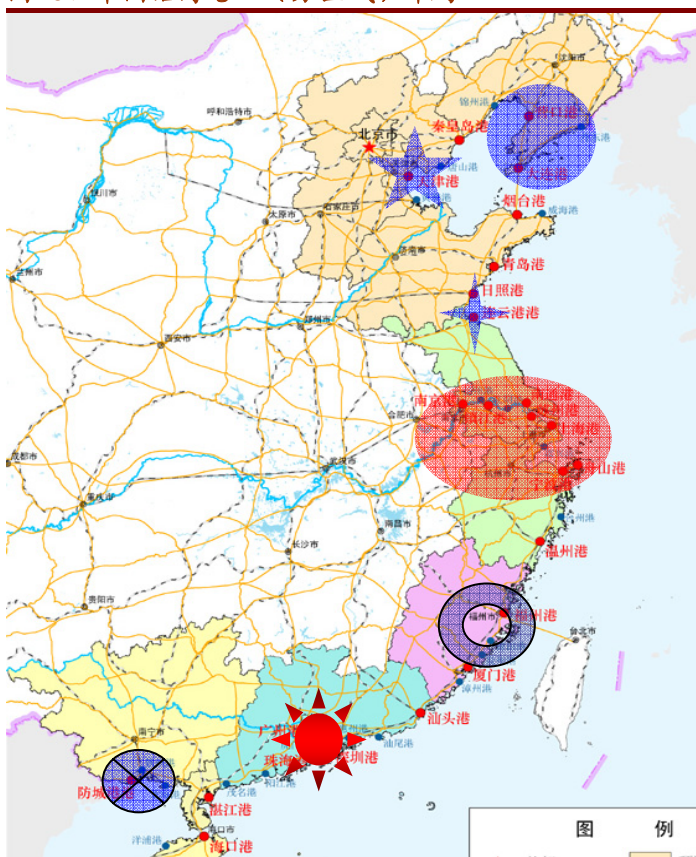


资料来源：招商证券研发中心

5、区域振兴与港口资源整合是行业发展主题

事实上，我们并不认为类似区域振兴规划的政策性纲领的出台能对区域经济乃至该地区的港口业的盈利产生立竿见影的重大影响。然着眼长远，作为物流枢纽的港口，又着实与腹地 and 区域经济的发展息息相关。

图20、中国沿海港口（分区域）布局



- 《辽宁沿海经济带发展规划》，涉及：大连港、营口港、锦州港
- ★ “环渤海经济增长第三级”，涉及：天津港、环渤海港口
- ✦ 《江苏沿海地区发展规划》，涉及：连云港等
- “建设上海国际航运中心和金融中心”，涉及：上海港、宁波港，江浙一带港口
- ◎ 《海西经济区发展规划》，涉及：厦门港、福州港等
- ☀ 《深圳综合配套改革总体方案》，“深港经济一体化”，涉及：深圳港、香港、珠海港等
- 《北部湾经济区发展规划》，涉及：北海港、防城港、钦州港

资料来源：交通部、招商证券

如上文所述，中国沿海各大区域都既有或新出台了区域振兴发展规划。当前的港口业属于盈利模式相对单一的“传统行业”，现阶段的外贸低迷以及未来的产业和外贸结构升级背景下，港口业的所谓“成长性”难言乐观，而邻近区域内的港口业务和资源整合层出不穷，这也似乎符合产业发展的经典规律。

表 4、中国港口的资源整合预期

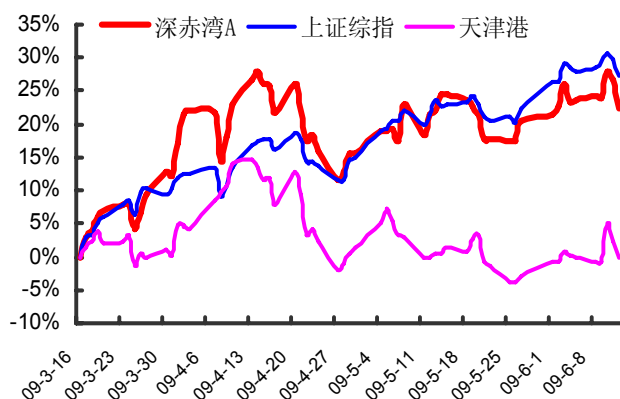
区 域	港 口	潜在资源整合预期
环 渤 海	营 口 港	营口港集团整体上市
	锦 州 港	大连港对辽宁沿海的港口资源整合
	天 津 港	天津港同业竞争问题的解决
	日 照 港	日照港集团整体上市
长 三 角	上 港 集 团	长江战略、东北亚战略、国际化战略
	南 京 港	港务集团改制等
珠 三 角	盐 田 港	盐田国际的股权收购、深圳港口产业集团
	深 赤 湾	西部港区整合、CCT 剩余股权、对外投资
西南沿海	北 海 港	北部湾港区整合

资料来源：招商证券

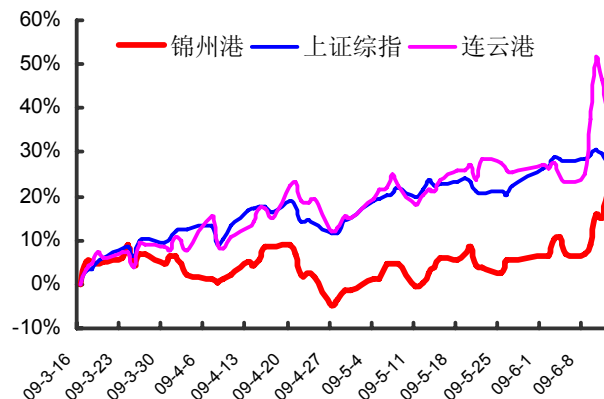
6、关注景气复苏类的配置和主题投资类的交易性机会

6.1 配置景气复苏，关注主题投资

图21、景气复苏类港口的股价走势(09.3.16-09.6.08) 图22、主题投资类港口的股价走势(09.3.16-09.6.08)



资料来源：招商证券研发中心



资料来源：招商证券研发中心

整体而言，港口行业与宏观经济高度相关，现阶段的盈利模式较为传统单一。随着经济逐步回暖，港口行业亦将步入缓慢复苏期；可关注景气复苏类和主题投资类公司，如集装箱类的深赤湾（000022）、煤炭和集装箱类的天津港（600717）、锦州港（600190）。

表5、A股港口行业重点上市公司估值表

上市公司			PE			PB		
			08	09E	10E	08	09E	10E
A股港口公司（集装箱为主）								
上港集团	600018	5.63	25.3	27.8	27.8	4.0	3.6	3.5
盐田港	000088	7.31	17.4	19.2	18.7	2.1	2.0	1.9
深赤湾	000022	13.5	13.7	19.9	18.8	3.2	3.0	2.8
平均值			18.8	22.3	21.8	3.1	2.9	2.8
A股港口公司（散杂货为主）								
天津港	600717	12.0	21.4	21.8	20.0	2.1	2.1	1.9
日照港	600017	6.32	30.1	33.3	28.7	2.5	2.4	2.3
营口港	600317	10.0	17.6	25.7	20.9	1.3	1.6	1.5
连云港	601008	7.62	33.1	33.1	31.8	1.8	1.5	1.4
平均值			25.0	25.5	23.4	1.9	1.8	1.8

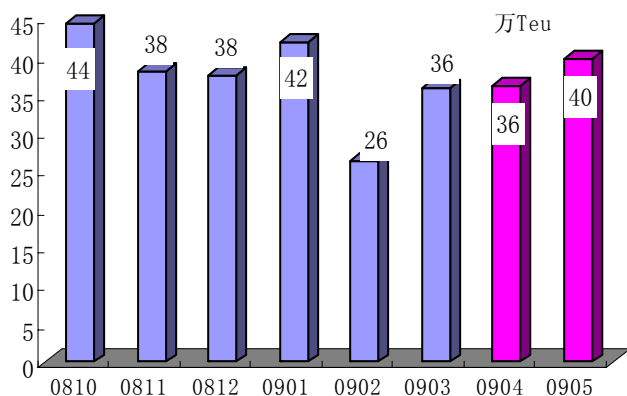
资料来源：Bloomberg、招商证券

6.2 重点公司投资价值浅析

6.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选

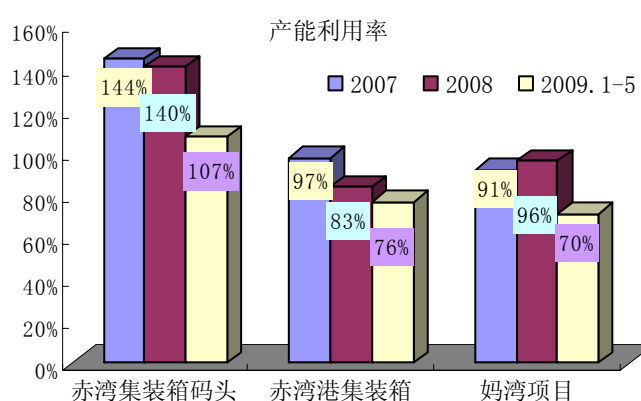
2009年5月，公司完成集装箱吞吐量39.7万Teu，同比减少22.8%，降幅较4月份的-34.8%明显收窄。1-5月，公司累计完成集装箱吞吐量180.1万Teu，同比减少29.4%。

图23、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量



资料来源：招商证券研发中心

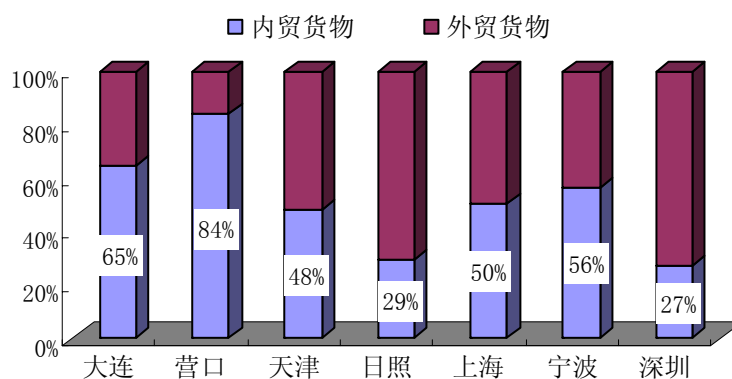
图24、近年来困扰公司的产能瓶颈问题已然得到缓解



资料来源：招商证券研发中心

深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口，成长空间重新打开的深赤湾（000022）将是外贸复苏的直接受益者，给予“审慎推荐”评级。

图25、深圳港的外贸货物占比在沿海港口中居于高位

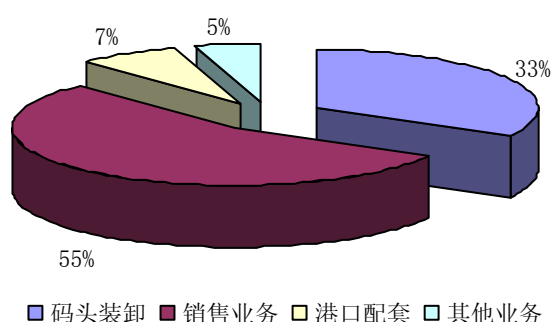


数据来源：招商证券

6.2.2 天津港（600717）- 盈利增长回顾港口本色，同业竞争有待解决

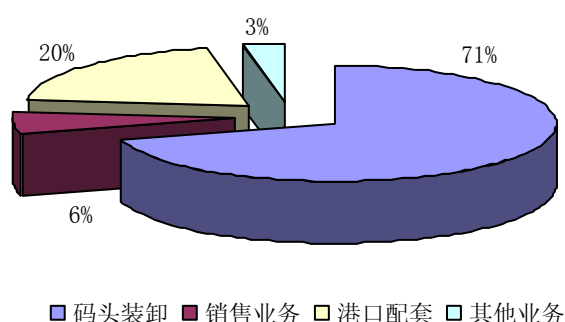
经历了 08 年定向增发收购资产后，公司盈利增长将逐步趋向平稳，回归“港口本色”。

图26、销售业务和码头装卸业务具有庞大的收入规模



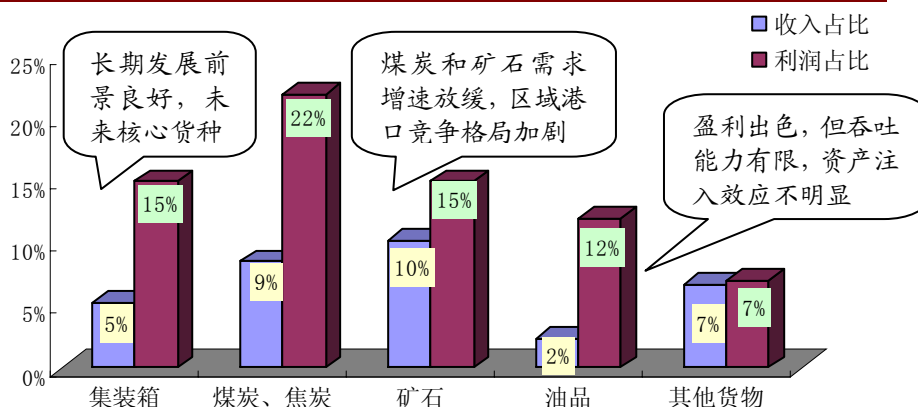
资料来源：招商证券研发中心

图 27、码头装卸和港口配套业务才是利润的真正来源



资料来源：招商证券研发中心

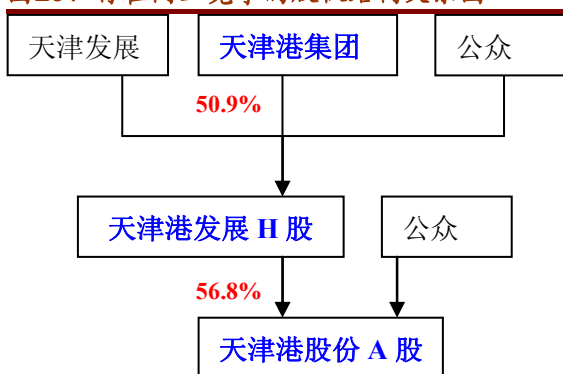
图28、受制于规模，集装箱业务目前还难以成为公司盈利高速增长的引擎



数据来源：招商证券

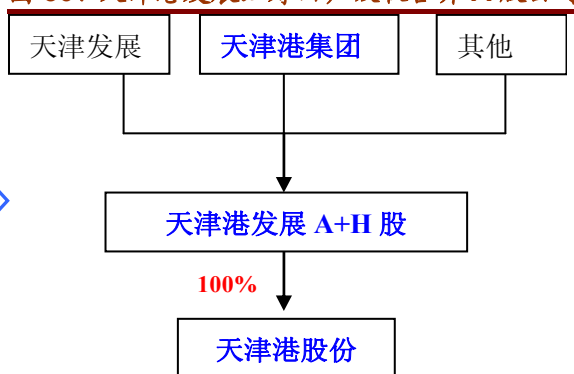
由于天津港发展（3382.HK）与天津港股份（600017）旗下均有码头经营类资产，因此构成同业竞争，这将在一定程度上限制天津港股份（600717）利用A股融资收购天津港集团的剩余资产，如原油码头、物流及临港工业等资产。相对而言，天津港发展未来红筹回归吸收合并A股公司或许是较为可行的选择。给予“审慎推荐”评级。

图29、存在同业竞争的股权结构关系图



资料来源：招商证券研发中心

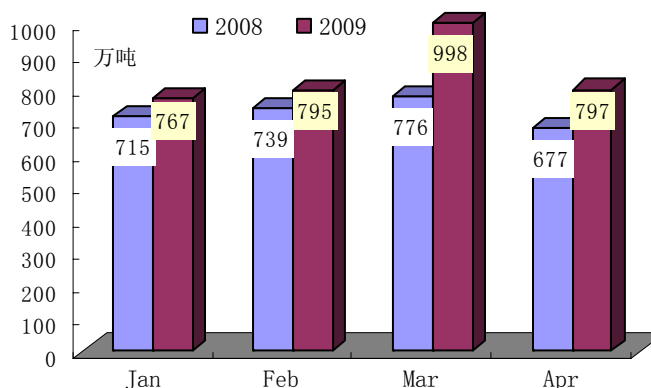
图30、天津港发展红筹回归吸收合并A股公司



资料来源：招商证券研发中心

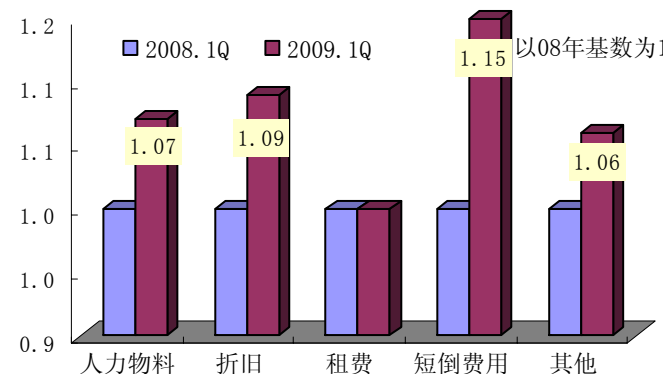
6.2.3 日照港（600017）- 费率波动与成本上升或成09年盈利困扰

图31、公司09年前4月铁矿石吞吐量超出市场预期



资料来源：招商证券研发中心

图32、公司09年1季度各项营业成本均呈上升趋势



资料来源：招商证券研发中心

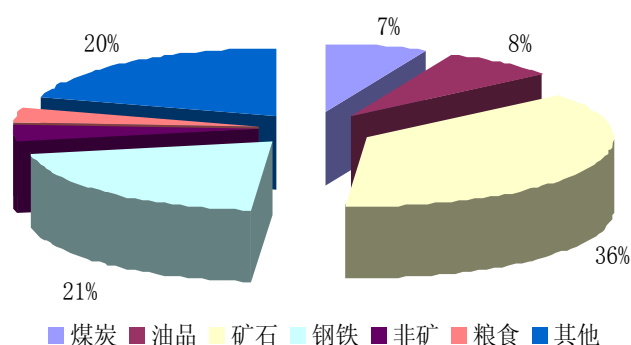
表 6、日照港（600017）09 年 1 季度营业收入与毛利率水平与吞吐量表现难成配比

(百万元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	298	399	428	439	419	400
营业毛利	40	127	132	141	98	109
营业利润	17	78	105	97	79	79
归属母公司净利润	70	57	78	67	60	55
主要比率						
毛利率	13%	32%	31%	32%	24%	27%
营业利润率	6%	19%	24%	22%	19%	20%
净利率	23%	14%	18%	15%	14%	14%

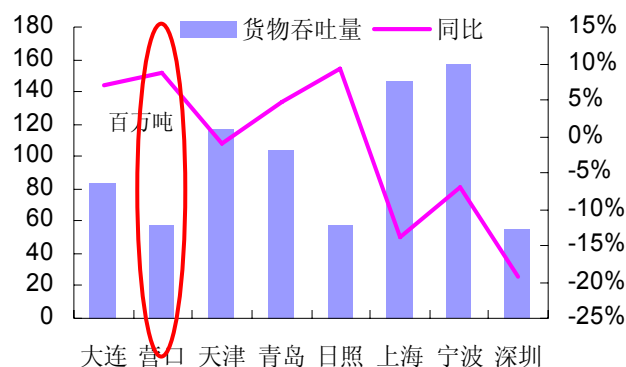
资料来源：公司报表、招商证券整理

费率下行与成本上升将导致日照港（600017）09 年盈利低于预期，给予“中性”评级。

6.2.4 营口港（600317）- 吞吐量逆势上扬，难奈费用成本负面影响

图 33、营口港是以散杂货装卸为主的东北第二大港口


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 34、09.1-4 月营口港吞吐量增速位于沿海港口前列


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2009 年 1-5 月份，营口港计划完成货物吞吐量 7080 万吨，实际完成货物吞吐量 7264 万吨，完成计划的 102.6%，同比增长 11.8%；集装箱计划完成 90.4 万标准箱，实际完成 96.3 万标准箱，完成计划的 106.5%，同比增长 18.3%。

表 7、营口港（6000317）财务费用侵蚀公司盈利的现象于 08 年 3 季度现出端倪

(百万元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	276.9	371.6	437.5	499.7	562.9	529.1
营业毛利	69.0	129.5	142.1	184.3	170.2	183.8
财务费用	16.3	15.9	19.1	57.4	49.6	42.0
营业利润	41.3	87.5	95.5	93.8	76.6	92.8
归属母公司净利润	40.1	66.5	73.6	72.2	87.4	68.6

资料来源：公司报表、招商证券

公司 08 年以来耗资近 75 亿大举收购集团旗下资产。根据我们模拟测算，09 年公司长短期借款将超过 50 亿元，09 年财务费用亦将较 08 年增加 1 亿元以上。其中相当部分收购资产此前由上市公司租赁使用，其租赁费用仅为码头等资产折旧额，较为廉价；而收购后吞吐量低于预期，此举将造成公司 09 年盈利出现较大下滑。给予“中性”评级。

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》杂志特约通讯员。

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。