

强烈推荐-A (首次)

巨轮股份 002031.SZ

目标估值: 19.00-20.00 元

当前股价: 15.90 元

2015年03月13日

轮胎装备工业4.0的领军企业

基础数据

上证综指	3235
总股本(万股)	56395
已上市流通股(万股)	41635
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	55
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	44.0%
主要股东	揭阳外轮模具研究公司
主要股东持股比例	15.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-27	72	73
相对表现	-37	9	13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

管孟

0755-82908619
guanmeng@cmschina.com.cn
S1090513080003

巨轮股份 2014 年完成增发, 布局机器人业务, 虽然业绩低于预期, 但是 2015 年受益于机器人增长、财务费用下降、可能的收购兼并和工业 4.0 主题投资, 预计业绩增速远高于 2014 年, 尤其是一季度情况好于预期, 给予强烈推荐的评级!

- **公司战略清晰, 不断培育新产品。**2011 年之前巨轮股份产品主要以轮胎模具为主, 受益于汽车行业发展和轮胎子午化率提高, 当然也受汽车行业周期波动影响, 2012 年也出现过调整。公司 2005 年开始研制液压式硫化机, 并于 2007 年、2011 年通过两次发行可转债募集资金投资建设液压式硫化机项目, 现有液压式硫化机产能已达 320 台/年, 国内全液压式硫化机占有率第一。2013 年, 巨轮股份开始培育机器人产业, 目前已形成多种型号重载机器人的成型产品, 为未来成套轮胎加工自动化设备发展做好布局。
- **巨轮机器人刚开始销售, 2015 年有望小批量。**中策、风神、双钱、正新、赛轮等国内轮胎企业近几年纷纷引入自动化的生产模式和装备。巨轮股份为中策橡胶集团定制设计的首条工业机器人自动化线去年已正式投入使用。
- **巨轮股份注重提升机器人的研发软实力。**公司 2010 年硫化机的研发中即开始了机械手的研究, 机械手为硫化机抓坯、卸坯。2014 年, 公司在广州设立了智能装备研发中心, 还出资 500 万元在安徽机器人产业集聚区设立全资子公司, 面向华东市场。公司建立了机器人专家库, 德国专家负责系统集成, 日本专家负责电器反馈控制, 国内高校专家负责控制器研究。
- **从公司历史的战略演变及轮胎制造行业升级趋势判断, 巨轮股份未来在海外有机器人及自动化方向的收购意向。**硅谷天堂受聘作为巨轮境内外收购与兼并财务顾问, 双方拟在战略与资本市场领域进行合作。
- **巨轮股份是轮胎装备工业 4.0 龙头。**公司 2014 年完成增发, 布局机器人业务, 虽然 2014 年业绩低于预期, 但是我们预测 2015 年受益于新业务增长、财务费用下降, 业绩增长明显好于去年。预测 2014-2016EPS 为 0.27、0.38、0.48 元, 2015、2016 动态 PE42 和 32 倍, 估值相对合理, 考虑到未来可能的收购兼并、今年业绩增速提高、工业 4.0 政策出台, 给予强烈推荐评级。
- **风险提示: 收购兼并风险; 原材料价格上涨。**

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	777	901	1067	1245	1485
同比增长	7%	16%	18%	17%	19%
营业利润(百万元)	113	187	166.5	241.7	309.3
同比增长	-21%	65%	-11%	45%	28%
净利润(百万元)	112	168	153	213	273
同比增长	-21%	50%	-9%	40%	28%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.27	0.38	0.48
PE	58.8	44.5	58.4	41.8	32.6
PB	4.8	4.2	4.5	2.9	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券; 注: EPS按当年股本计算。

正文目录

一、从轮胎模具到工业 4.0 的战略演进.....	3
二、正在培育的第三大板块：工业机器人.....	4
三、计划通过收购兼并完善机器人布局	5
四、业绩预测及投资建议.....	5
1、2014 年业绩低于预期的原因	5
2、预计 2015 年增长明显好于去年.....	6
3、轮胎装备工业 4.0 龙头，给予“强烈推荐”评级。	6
4、风险因素	7

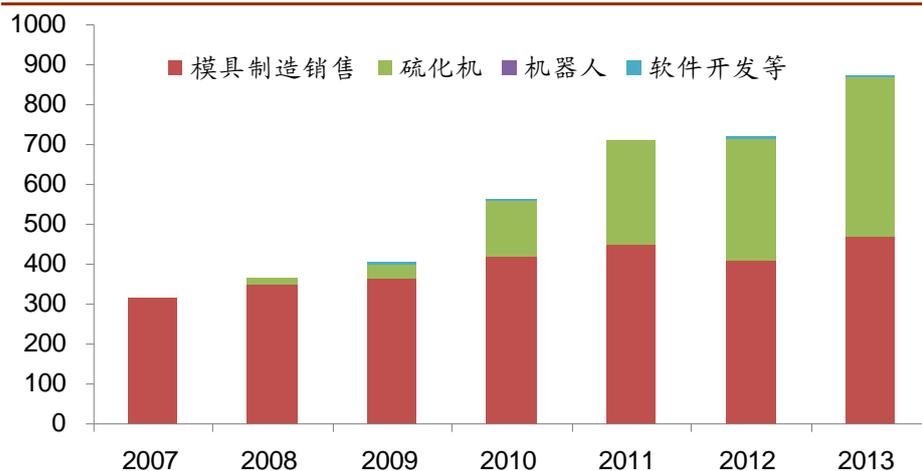
图表目录

图 1：巨轮股份主要产品构成（单位：百万）.....	3
图 2：巨轮股份 2007-2014 年收入及净利润增长情况.....	4
图 3：豪迈科技 2007-2014 年收入及净利润增长情况（单位：百万）.....	4
图 5：巨轮股份历史 PE Band.....	7
图 6：巨轮股份历史 PB Band.....	7
表 1：收入及毛利率假设表	6
表 2：智能装备行业重点上市公司估值比较表.....	6
表 3：巨轮股份季度财务数据表.....	7

一、从轮胎模具到工业 4.0 的战略演进

巨轮股份自成立以来一直致力于发展轮胎模具，营业收入自 2001 年成立之时的 1.29 亿元增长到 2013 年的 9 亿元。目前已形成轮胎模具、轮胎硫化机、工业机器人三大业务板块，并先后在印度、欧洲、美国、广州设立子公司，形成国际化发展态势。公司利润增长相对稳定，2004 年 5683 万元，2013 年达到 1.67 亿，增速低于收入增速，增长低于同行业上市公司，这也是市场关注度较低的主要原因。

图 1：巨轮股份主要产品构成（单位：百万）



数据来源：WIND,招商证券

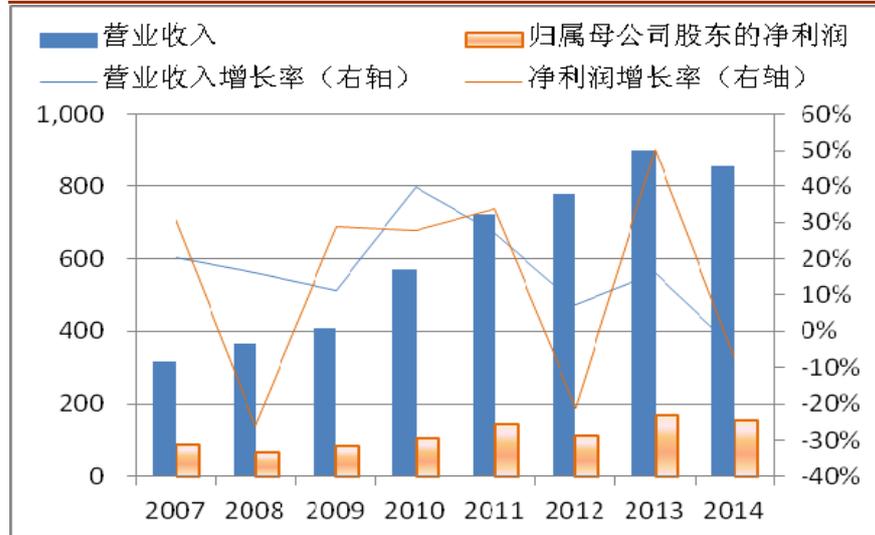
过去十年公司子午线轮胎模具稳定增长，从去年开始增速有所放缓。子午线轮胎模具主要增长来自于乘用车全国轮胎模具行业规模以上企业不多，但是靠前的几家企业竞争激烈，技术含量和产品附加值较高，主要生产厂家有：豪迈科技、巨轮股份、天阳模具等，占国产子午线轮胎活络模具产值 50% 以上。尤其是豪迈科技地处轮胎生产大省山东，去年全国轮胎产量 6 亿条，山东占了 50%，豪迈科技过去两年收入和利润增长超过 50%，远远领先巨轮股份。由于行业竞争加剧，2012 年以后巨轮轮胎模具毛利率走低。

公司 2005 年开始研制液压式硫化机，并于 2007 年、2011 年通过两次发行可转债募集资金投资建设液压式硫化机项目，现有液压式硫化机产能已达 320 台/年，国内全液压式硫化机占有率第一。目前世界主要轮胎制造公司使用液压式轮胎硫化机的比例达 60% 以上，国内这一比例在 30% 左右。国内市场存量以国外液压式硫化机为主，国内液压式硫化机只占 20%，硫化机未来几年仍有提升空间。国内生产轮胎硫化机规模以上的厂家主要有巨轮股份、桂林橡胶机械厂、福建华橡自控技术股份有限公司、益阳橡胶塑料机械集团有限公司以及华工百川、青岛双星机械、青岛软控等企业，其中巨轮股份和青岛软控全为液压式轮胎硫化机，其他厂家兼有机械式和液压式两种机型。巨轮股份生产的液压式硫化机价格在 140-180 万元左右。2014 年产量 300 台以上，较 2013 年增长 50% 左右。

公司战略清晰，不断培育新产品。2011 年之前巨轮股份产品主要以轮胎模具为主，受益于汽车行业发展和轮胎子午化率提高，当然也受汽车行业周期波动影响，2012 年也出现过调整。公司从 2005 年开始发展液压式硫化机，刚开始两年也低于预期，随着液压式硫化机产能及市场需求的增加，液压式硫化机自 2010 年起进入快速发展阶段。

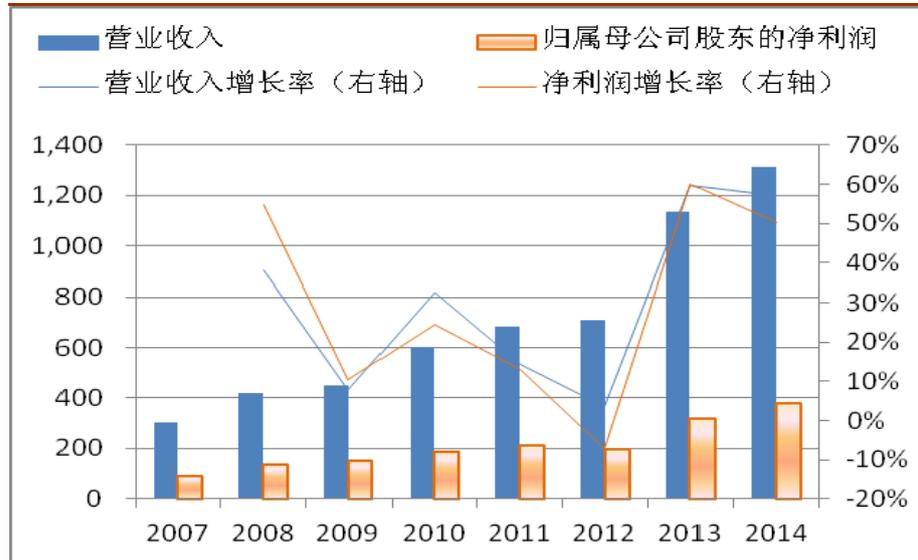
2013 年，公司即认识到，下游轮胎行业制造升级的趋势，巨轮股份引进德国工业 4.0 先进开发技术，目前已形成多种型号包括 20KG、50KG、100KG 的六自由度轻载机器人和 300KG 四自由度重载机器人的成型产品，为未来成套轮胎加工自动化设备与工程发展做好布局。公司自己的生产车间也配备了巨轮机器人，利用机器人+数控机床形成自动化生产单元，配合数控机床上下料。

图 2: 巨轮股份 2007-2014 年收入及净利润增长情况



数据来源: WIND,招商证券

图 3: 豪迈科技 2007-2014 年收入及净利润增长情况 (单位: 百万)



数据来源: WIND,招商证券

二、正在培育的第三大板块：工业机器人

巨轮股份在 2009-2010 即对工业机器人开始布局，巨轮股份致力于开展以 RV 减速器、工业机器人、单元控制系统、自动化生产线和智能车间生产调度系统等工业 4.0 核心关键技术的研究开发和产业化，现已形成工业机器人的系列化产品。巨轮股份工业机器人采用进口及华中数控的控制器、自制 RV 减速器、安川的伺服系统。公司将从最熟悉的

轮胎市场做起，目前国内轮胎行业机器人应用较少，预计有 20-25 亿目标市场。虽然短期来看，自制机器人的盈利还有待于提高，但是可以带动自动化工程及起它轮胎设备的销售。

巨轮机器人刚开始销售，2015 年有望实现小批量。中策、风神、双钱、正新、赛轮等国内轮胎企业近几年纷纷引入自动化的生产模式和装备。巨轮股份为中策橡胶集团定制设计的首条工业机器人自动化线去年已正式投入使用，这也是中策集团首次应用工业机器人自动化线，该自动化线采用滚筒输送带输送喷涂工艺完成后的胎坯，整线以 50kg 六轴工业机器人、机器人电控柜、胎坯定位机构、胎坯车物流线、条码识别仪等部件组成，线体可满足胎坯的自动运输，自动装车，胎坯车自动更换等功能，并与硫化机等设备能够有机结合，形成一体化的应用模式。**巨轮给中策做的第一条机器人生产线可以替代 4-6 人，单条价格上百万元，预计未来多类型的轮胎自动化装备将在中策为代表的轮胎企业中推广。**

巨轮股份注重提升机器人的研发软实力。公司 2010 年硫化机的研发中即开始了机械手的研究，机械手为硫化机抓坯、卸坯。近一年，公司在广州设立了智能装备研发中心，还出资 500 万元在安徽机器人产业集聚区设立全资子公司，面向华东市场，这将有利于巨轮股份充分利用政策和区位等综合优势，进一步优化产业布局，符合公司长期战略规划 and 未来业务发展的需要。公司建立了机器人专家库，德国专家负责系统集成，日本专家负责电器反馈控制，国内高校专家负责控制器研究，工业和信息化部规划司王虹处长、推进司王建伟处长先后莅临巨轮股份考察工业 4.0 成果。。

三、计划通过收购兼并完善机器人布局

巨轮股份计划海外收购兼并，引入先进技术，完善机器人布局，从公告和官网信息可见端倪：（1）巨轮股份于 2014 年 12 月 5 日与硅谷天堂资产管理集团股份有限公司签署《并购财务顾问协议》，硅谷天堂受聘作为巨轮境内外收购与兼并财务顾问，双方拟在战略与资本市场领域进行合作。硅谷天堂将在全球范围内为公司物色优质并购标的，提升公司产业运作效率，以抓住行业整合机会，有利于公司通过资本运作、产业整合打开发展空间，促进公司快速、稳健、可持续发展。（2）2014 年 11 月 14 日上午，德国中小企业经理人团队在有关领导的陪同下，莅临巨轮股份参观、考察，促进中德之间工业 4.0 方面的交流与合作。

四、业绩预测及投资建议

1、2014 年业绩低于预期的原因

公司销售收入稳步增长，但经营业绩与去年同期相比有所下降，低于前期的公告。其主要原因为：（1）由于汇率变动、海外并购整合等原因，公司境外子公司总体业绩有所下降。（2）受宏观经济影响，公司贷款回笼情况不及预期，计提的坏帐准备同比增加。（3）费用增长。

2、预计 2015 年增长明显好于去年

虽然 2015 年轮胎模具增速预期仍不高，但是公司全液压硫化机仍有望保持 25% 左右的增长；同时，2014 年底公司增发融资近 10 亿元，预计 2015 年财务费用将大幅下降；2015 年国内智能装备销售将大幅增长；海外收购若取得进展，也可能贡献业绩。我们预计一季度公司业绩增长 40% 左右。

表 1：收入及毛利率假设表

营业收入 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
模具制造销售	418	450	411	468	454	477	515
硫化机	143	257	305	401	581	727	908
机器人				0	10	20	40
软件开发等	4	2	4	3	1	1	1
营业收入合计 (百万元)	569	723	777	901	1067	1245	1485
收入增长率	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
模具制造销售	15.6%	7.7%	-8.8%	14.0%	-3%	5%	8%
硫化机	280.5%	79.6%	18.3%	31.6%	45%	25%	25%
机器人						100%	100%
软件开发等	9.7%	-38.2%	71.4%	-21.5%			
综合增长率	39.7%	27.0%	7.4%	16.1%	18.4%	16.7%	19.3%
毛利率 (%)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
模具制造销售	38.14%	43.47%	40.41%	36.12%	33%	32%	32%
硫化机	31.25%	31.69%	31.85%	34.90%	32%	32%	32%
机器人				11.11%	32%	15%	20%
软件开发等	84.49%	65.37%	31.57%	8.04%	20%	20%	20%
综合毛利率 (%)	36.36%	39.95%	36.80%	36.94%	32.8%	32.0%	31.9%

数据来源：WIND，招商证券

3、轮胎装备工业 4.0 龙头，给予“强烈推荐”评级。

表 2：智能装备行业重点上市公司估值比较表

股票名称	市值(亿)	3.13 收盘价	EPS			PE		PS	PB	ROE TTM	评级
			2013	2014E	2015E	2014E	2015E				
平均						105.5	75.9	16.7	9.7	11.5	推荐
机器人	278.3	42.50	0.38	0.50	0.70	85.0	60.7	18.6	15.4	16.0	强烈推荐-A
智云股份	28.4	23.40	0.23	0.14	0.22	167.1	106.4	13.2	6.1	5.6	强烈推荐-B
博实股份	121.3	30.26	0.52	0.47	0.50	64.4	60.5	18.4	7.6	13.0	审慎推荐-A
巨轮股份	89.7	15.90	0.30	0.27	0.38	58.9	41.8	8.8	4.8	9.3	强烈推荐-A
长荣股份	60.3	35.40	1.04	1.05	1.55	33.7	22.8	7.6	2.8	7.0	强烈推荐-A
东方精工	55.4	15.26	0.15	0.30	0.36	50.9	42.4	6.4	6.3	8.7	审慎推荐-A
锐奇股份	37.3	12.14	0.19	0.21	0.30	57.8	40.5	5.7	3.7	6.3	审慎推荐-B
瑞凌股份	37.4	16.72	0.42	0.50	0.58	33.4	28.8	5.2	2.5	7.5	审慎推荐-B
新时达	84.0	21.36	0.42	0.53	0.66	40.3	32.2	7.3	4.2	9.6	审慎推荐-A

数据来源：WIND，招商证券

巨轮股份 2014 年完成增发，布局机器人业务，虽然 2014 年业绩低于预期，但是我们预测 2015 年受益于新业务增长、财务费用下降，并存在收购兼并的预期。预测 2014-2016EPS 为 0.27、0.38、0.48 元，2015、2016 动态 PE42 和 32 倍，估值相对合理，考虑到未来可能的收购兼并、今年业绩增速提高，给予强烈推荐评级。

4、风险因素

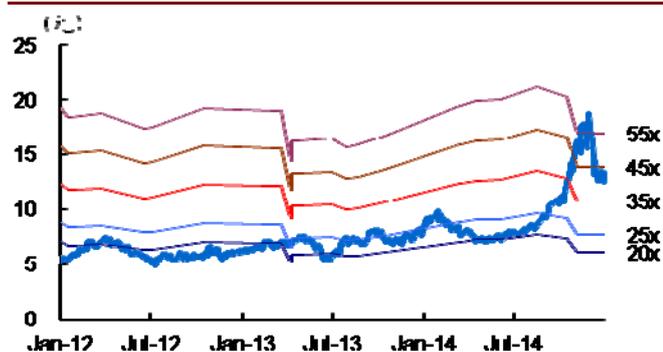
原材料价格上涨；并购风险；轮胎行业反倾销。

表 3: 巨轮股份季度财务数据表

百万元	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
一、营业总收入	220	252	221	182	236	261	234	246	273	315
二、营业总成本	174	225	179	148	186	204	188	206	231	
其中：营业成本	137	168	138	116	147	167	151	160	175	
营业税金及附加	2	2	1	2	1	1	1	2	1	
营业费用	3	4	4	3	4	3	5	6	5	
管理费用	18	29	17	19	21	20	16	22	31	
财务费用	14	17	17	4	13	10	14	12	19	
资产减值损失	0	5	0	4	0	2	0	5	0	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	2	0	2	1	
公允价值变动收益										
投资收益	0	0	0	0	0	2	0	2	1	
四、营业利润	46	27	43	35	50	59	46	42	43	35
加：营业外收入	1	8	1	1	5	2	2	4	3	
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
五、利润总额	47	35	44	35	56	61	47	46	45	37
减：所得税	7	6	7	3	9	9	7	4	7	
六、净利润	40	29	37	32	47	52	40	42	38	
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	
七、归属母公司所有者净利润	40	29	37	32	47	52	40	42	38	32
EPS	0.07	0.05	0.06	0.06	0.08	0.09	0.07	0.08	0.07	0.06
毛利率	37.9%	33.3%	37.5%	36.5%	37.9%	35.9%	35.4%	35.1%	35.7%	
主营税金率	0.8%	0.9%	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	
营业费率	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.8%	1.0%	2.2%	2.4%	1.8%	
管理费率	8.3%	11.3%	7.9%	10.2%	8.9%	7.7%	6.9%	8.9%	11.4%	
营业利润率	20.7%	10.8%	19.3%	19.0%	21.3%	22.7%	19.7%	17.1%	15.6%	
净利率	18.0%	11.5%	16.5%	17.6%	19.7%	20.1%	17.3%	17.2%	14.1%	
收入增长率	16.8%	27.0%	47.3%	18.4%	7.4%	3.5%	5.5%	34.9%	15.4%	
营业利润增长率	37.2%	-50.1%	70.4%	123.4%	10.6%	117.9%	7.5%	21.1%	-15.6%	

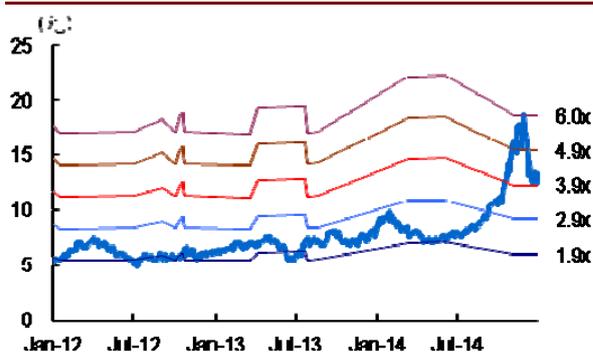
数据来源：WIND，招商证券

图 4: 巨轮股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 巨轮股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
流动资产	1535	1569	2085	2600	3203
现金	761	680	1062	1525	1921
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	123	31	5	6	7
应收款项	340	372	418	488	582
其它应收款	5	3	4	4	5
存货	265	437	538	508	606
其他	43	46	58	69	82
非流动资产	1161	1247	1225	1219	1261
长期股权投资	12	15	15	15	15
固定资产	845	950	934	939	991
无形资产	174	168	157	146	136
其他	130	114	119	119	119
资产总计	2696	2816	3310	3819	4464
流动负债	985	982	1216	687	1078
短期借款	776	626	800	200	500
应付账款	102	187	215	254	303
预收账款	43	53	66	78	94
其他	63	116	134	155	181
长期负债	336	62	102	49	69
长期借款	20	13	53	(0)	20
其他	316	50	50	50	50
负债合计	1320	1045	1318	737	1148
股本	415	472	564	564	564
资本公积金	288	493	493	1401	1401
留存收益	671	805	934	1116	1351
少数股东权益	2	2	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1374	1770	1991	3082	3316
负债及权益合计	2696	2816	3310	3819	4464

现金流量表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动现金流	188	132	247	348	256
净利润	112	168	153	213	273
折旧摊销	89	95	112	111	112
财务费用	70	39	51	4	(13)
投资收益	0	(2)	0	0	0
营运资金变动	(91)	(175)	(70)	15	(124)
其它	8	7	2	5	8
投资活动现金流	(108)	(87)	(90)	(105)	(155)
资本支出	(102)	(90)	(90)	(105)	(155)
其他投资	(6)	4	0	0	0
筹资活动现金流	(74)	(192)	225	220	295
借款变动	(89)	(125)	208	(653)	320
普通股增加	17	57	92	0	0
资本公积增加	58	205	0	908	0
股利分配	(16)	(21)	(24)	(31)	(38)
其他	(44)	(309)	(51)	(4)	13
现金净增加额	6	(147)	382	463	396

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	777	901	1067	1245	1485
营业成本	491	568	717	846	1011
营业税金及附加	6	6	7	8	9
营业费用	13	14	19	22	27
管理费用	75	77	96	112	134
财务费用	68	44	51	4	(13)
资产减值损失	9	7	10	10	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	2	0	0	0
营业利润	113	187	166	242	309
营业外收入	12	9	10	8	10
营业外支出	0	0	1	2	2
利润总额	125	195	175	248	317
所得税	13	28	24	35	44
净利润	112	168	151	213	273
少数股东损益	0	0	(2)	0	0
归属于母公司净利润	112	168	153	213	273
EPS (元)	0.27	0.36	0.27	0.38	0.48

主要财务比率

	2012	2013	2014	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	7%	16%	18%	17%	19%
营业利润	-21%	65%	-11%	45%	28%
净利润	-21%	50%	-9%	39.6%	28.2%
获利能力					
毛利率	36.8%	36.9%	32.8%	32.0%	31.9%
净利率	14.4%	18.6%	14.3%	17.1%	18.4%
ROE	8.1%	9.5%	7.7%	6.9%	8.2%
ROIC	7.5%	8.2%	6.6%	6.4%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	37.1%	39.8%	19.3%	25.7%
净负债比率	29.8%	22.9%	25.8%	5.2%	11.6%
流动比率	1.6	1.6	1.7	3.8	3.0
速动比率	1.3	1.2	1.3	3.0	2.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.1	1.6	1.5	1.6	1.8
应收帐款周转率	2.9	2.5	2.7	2.7	2.8
应付帐款周转率	5.9	3.9	3.6	3.6	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.27	0.36	0.27	0.38	0.48
每股经营现金	0.45	0.28	0.44	0.62	0.45
每股净资产	3.31	3.75	3.53	5.46	5.88
每股股利	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04
估值比率					
PE	58.8	44.5	58.4	41.8	32.6
PB	4.8	4.2	4.5	2.9	2.7
EV/EBITDA	15.7	12.9	12.6	11.6	10.2

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。