

厦门港务(000905.sz)

稳定发展的综合性港口物流服务商

黄永琳 交通运输业 研究员

电话: 020-8755888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

综合性港口物流服务商, 旗下业务繁多

厦门港务是一家综合性的港口物流服务商, 旗下业务繁多, 所涉及的业务包括: 集装箱和散杂货装卸、外轮代理、理货、拖轮助靠、运输服务以及建材销售等。公司各项业务发展水平相当, 优势业务并不突出。

业务分析

拖轮: 公司的拖轮业务在厦门港具有垄断性, 由于公司一直执行较为稳定的收费标准, 因此拖轮业务的盈利能力较为稳定。

船代: 公司下属的外轮代理公司由于成立时间较长, 形成了一定的品牌效应, 经营环境较好, 但长期看我们仍担心“自船自代”业务对公司市场份额的挤占。

装卸: 我们认为公司装卸业务发展空间一般, 首先, 业务方面受到邻近港口及厦门港内其他港区的分流影响, 其次, 厦门港发展重点外贸集装箱业务并没有划归到上市公司的相关港区中, 大股东厦港国际也没有将外贸集装箱业务置入上市公司的计划, 第三, 东渡分公司的吞吐能力已经接近饱和, 现有泊位的增长空间有限。

理货: 国家对理货业务的管理思路是放开市场、适度竞争。在市场竞争中, 公司的理货业务的盈利能力下滑明显。

货代: 货代业务一方面进入门槛较低, 市场竞争激烈, 另一方面部分进出口贸易实行自代分流了不少业务, 公司的货代业务盈利能力也有所下降, 未来增长不容乐观。

评级

厦门港务目前市场价格8.50元, 与我们的估值区间[9.17元-10.54元]差距不大, 给予“持有”评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	748.24	919.12	1053.70	1159.07	1240.20
EBITDA(百万元)	245.68	316.70	262.58	277.59	288.16
净利润(百万元)	117.54	168.28	154.37	163.50	169.01
净利润增长率	19.68%	43.17%	-8.27%	5.91%	3.37%
每股收益(元)	0.400	0.320	0.29	0.31	0.32
市盈率	17.63	23.25	29.24	27.61	26.71
市净率	1.72	2.96	2.93	2.73	2.55
EV/EBITDA	9.71	10.36	12.50	11.82	11.39
每股红利(元)	0.15	1.44	0.1	0.10	0.10
股息率(%)	2.13	19.42	1.18	1.18	1.18

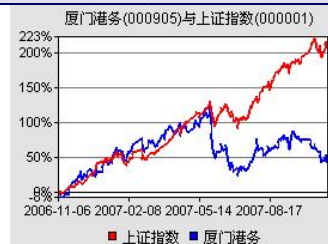
来源: 厦门港务发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	8.50
目标价格(元)	10.54
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-19.40%	-11.76%	42.51%
上证综指	-9.53%	4.78%	207.31%

股票数据

总股本(万股)	53,100.00
流通A股(万股)	20,618.55
主要股东:	
厦门国际港务股份有限公司	
主要股东持股比例	55.13%
流通A股比例	38.83%

财务比率

ROE	12.64%
ROA	7.05%
资产负债率	39.76%
每股净资产(元)	2.51

2006 年报数据

目录索引

港区情况	4
东南沿海重要港口	4
拥有多家经营主体	4
公司特点	6
大股东为 H 股上市公司	6
具备完整的码头增值服务链条	6
业务分析	8
优势业务不明显	8
理货、货代业务竞争激烈，拖轮业务较为稳定	8
外代业务经营环境较好，未来仍有风险	9
装卸业务发展空间一般	9
未来看点	10
盈利预测与估值	11
主要预测结果	11
估值与投资建议	12
PE 估值：10.54 元	12
DCF 模型估值：9.17 元	12
附表	13

图表索引

图表 1 我国前十大集装箱港口	4
图表 2 主要经营主体股权关系图	5
图表 3 厦门港港区布局图（2006 年）	5
图表 4 经营港区划分	5
图表 5 股权控制关系图	6
图表 6 厦门港务投资结构图	7
图表 7 厦门港务子公司经营情况一览（2006 年）	8
图表 8 公司分业务毛利率变化图	9
图表 9 厦门港集装箱吞吐量对比	10
图表 10 厦门港散杂货吞吐量对比	10
图表 11 福建省主要港口内贸箱吞吐一览(2007 年 1-9 月).....	10
图表 12 证券投资盈利计算表	11
图表 13 主要业务毛利率预测	11
图表 14 厦门港务盈利预测简表	11
图表 15 国内港口上市公司比较	12

图表 16 厦门港务 WACC 计算	12
图表 17 厦门港务资产负债简表	13
图表 18 厦门港务利润简表	13

厦门港务（000905.SZ）前身为厦门路桥股份有限公司，2004年经过重大资产置换，经营范围由路桥运营转为码头货物装卸及仓储、港口综合物流服务等业务，相应地大股东由厦门市路桥建设投资总公司更换为厦门港务集团有限公司。2005年2月，厦门港务集团有限公司改制为股份有限公司，名称变更为厦门国际港务股份有限公司，2005年12月，厦门国际港务股份有限公司在香港联交所上市，代码3378.HK。

港区情况

东南沿海重要港口

厦门港是我国东南沿海的一个重要港口，在交通部的全国沿海港口布局规划中，定位为集装箱运输干线港和粮食中转储运港，是我国的十大集装箱港口之一。由于海峡西岸经济区的概念目前还很模糊，目前厦门港的经济腹地仍以闽南为核心，包括闽西、赣南、浙南、粤北等，其中，厦门港的腹地与深圳港在粤东北地区有重叠、与宁波港在浙南地区有重叠。

2006年1月1日，厦门湾内原漳州港所辖的三个港区和厦门港现有的五个港区正式合并，组成新的厦门港，新厦门港包括厦门湾内原漳州市港口管理局所辖的后石、石码港区、招商局漳州开发区漳州港务局所辖的招银港区，以及原厦门市港务管理局所辖的东渡、海沧、嵩屿、刘五店、客运五个港区。按照厦门湾组合港总体发展规划，至2010年，全湾将建成各类生产性泊位117个，其中深水泊位56个，综合货物通过能力达1亿吨，集装箱深水泊位24个，集装箱通过能力达到1000万TEU；远期最终形成综合货物通过能力2.6亿吨，集装箱通过能力1600万TEU。

图表 1 我国前十大集装箱港口

名次	港名	2007年1-9月(万TEU)	同比增幅%
1	上海港	1934.74	21.20
2	深圳港	1493.72	11.10
3	青岛港	700.87	24.30
4	宁波-舟山港	697.53	34.80
5	广州港	680.88	41.50
6	天津港	522.49	20.40
7	厦门港	338.79	16.90
8	大连港	273.17	16.70
9	连云港港	132.15	45.10
10	营口港	104.65	36.50

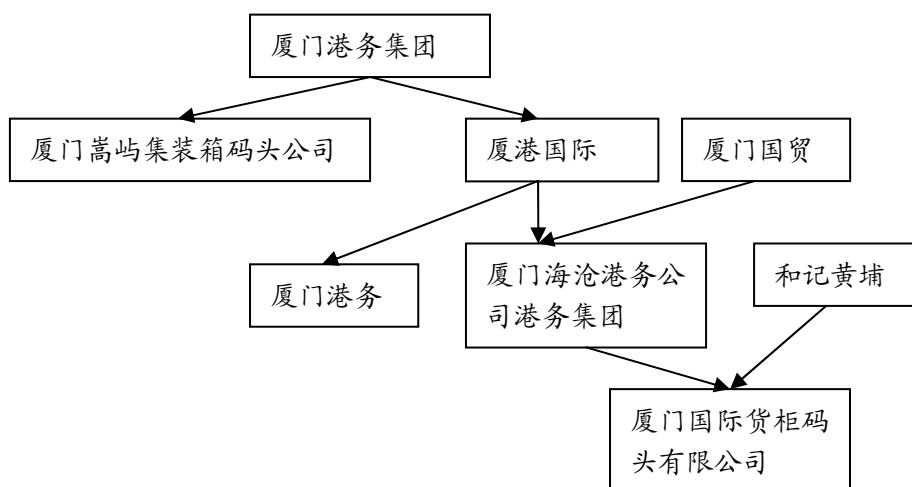
数据来源：中国港口集装箱网

拥有多家经营主体

厦门港分由多家经营者经营，这不仅仅指由于和漳州港合并而导致的经营主体较多。仅就厦门岛内而言，主要的港口经营者就包括厦门国际港务股份有限公司（厦港国际，3378.HK）、厦门港务控股集团、厦门国贸（600755.SH）、厦门国际货柜码头公司以及厦门嵩屿集装箱码头公司等，其中厦门国贸和港务集团没有直接的股权关系，这在我国沿海主要港口中

并不多见。

图表 2 主要经营主体股权关系图



资料来源：广发证券发展研究中心

图表 3 厦门港港区布局图（2006 年）



资料来源：广发证券发展研究中心

图表 4 经营港区划分

港区经营者	经营港区
厦港国际	东渡港区1#-4#泊位；海天集装箱码头（东渡5#-11#泊位）；海润码头（海沧港区4#-5#泊位）
厦门港务控股集团	东渡港区0#、18#-9#泊位；海沧港区6#7#9#泊位；高崎码头；刘五店码头；和平码头等
厦门国际货柜码头公司	海沧港区2#-3#泊位
厦门嵩屿集装箱码头公司	嵩屿港区

厦门国贸

东渡港区20#-21#泊位

资料来源：广发证券发展研究中心

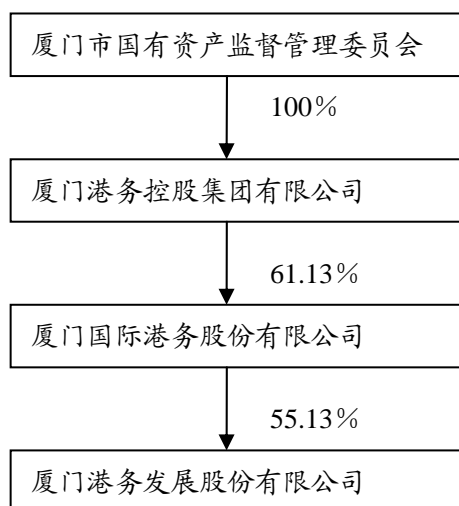
公司特点

大股东为 H 股上市公司

厦门港务的大股东为H股上市公司厦港国际(3378.HK)，厦港国际主要在厦门从事内外贸集装箱装卸及储存业务、内外贸散货/件杂货装卸、港口配套增值服务包括航运代理、理货、拖轮靠离泊以及港口相关物流，以及建材制造及销售业务。

就集装箱及散货/件杂货总吞吐量而言，厦港国际是厦门最大的港口码头运营商：公司的货物吞吐量占厦门市场份额约55.5%、福建省市场份额约15.0%；公司的内外贸集装箱吞吐量占厦门市场份额约77.2%、福建省市场份额约52.1%。

图表 5 股权控制关系图



数据来源：公司公告

根据2005年12月厦港国际与厦门港务集团订立的选择权及优先权协议，厦门港务集团给予厦港国际优先权及选择权，用以购买、管理或租赁厦门港务控股集团有限公司的任何港口相关业务（不包括煤及铁矿砂散货装卸及储存、石油及液体化学品装卸及储存及经营客运码头）。此项协议充分表现了港务集团对厦港国际的支持，但是由于厦门港务在厦港国际中的定位主要是港口物流和内贸箱业务，因此此项优先权对厦门港务未来发展的意义并不太大。

具备完整的码头增值服务链条

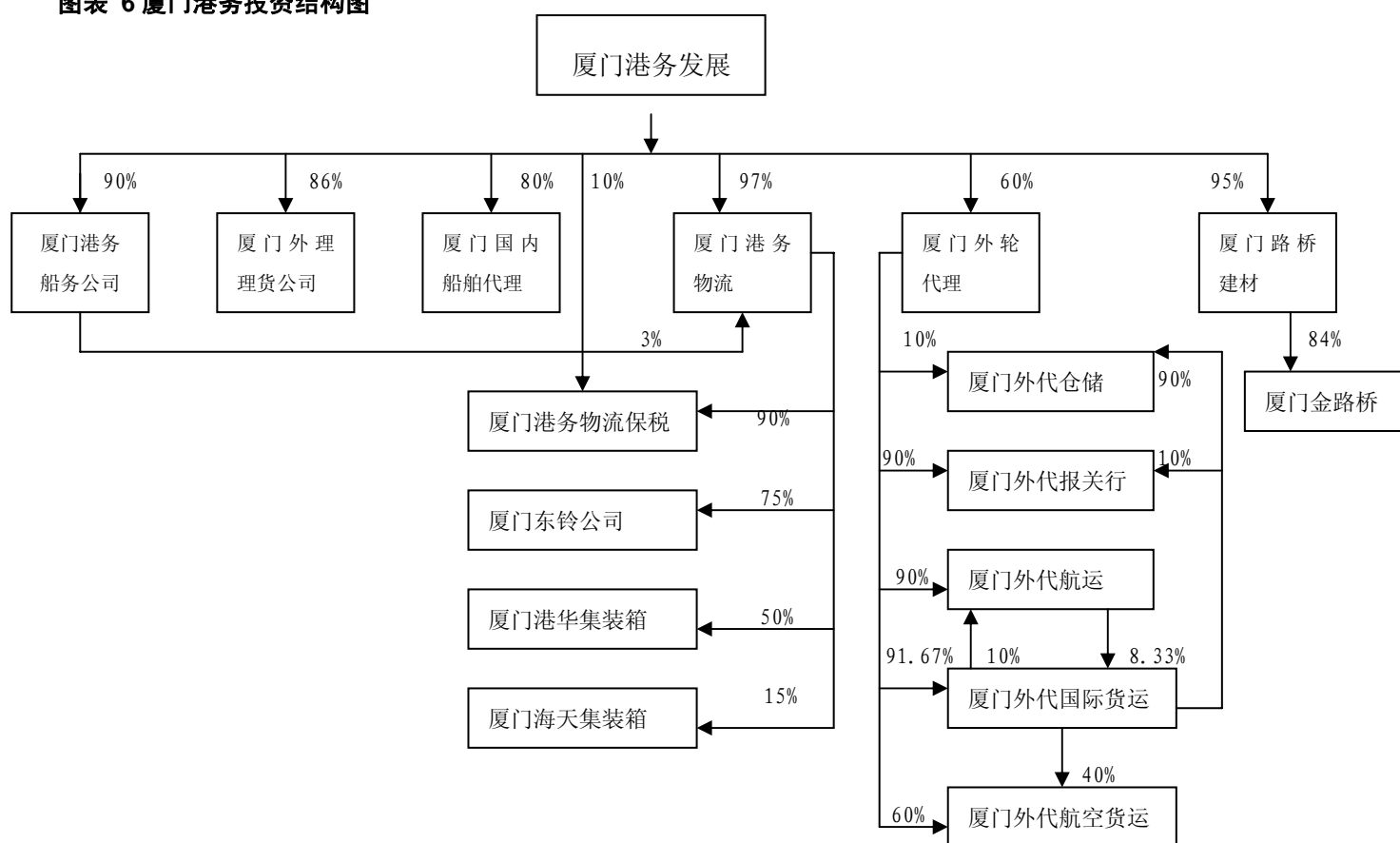
厦门港务旗下涉及集装箱、散杂货、物流、船代、理货、建材等行业，业务繁杂，但是仔细看来，繁杂的业务之间互有联系，公司的业务涵盖了

整个码头服务，形成完整的码头增值服务链条，这在港口板块上市公司中并不多见。

货物运输流程：

- ✧ 航运代理公司接受船东委托 - 外轮代理、国内船舶代理业务
 - ✧ 航运代理公司办理联检手续 - 外轮代理、国内船舶代理业务
 - ✧ 拖轮助靠航运公司货轮 - 船务公司业务
 - ✧ 码头公司安排装卸作业 - 东渡分公司业务
 - ✧ 运载集装箱/货物至货运堆场 - 物流公司业务
 - ✧ 理货公司现场理货 - 理货公司业务
 - ✧ 货代公司为收货人代理清关和提货手续 - 物流公司业务
 - ✧ 物流公司依据要求运输或装拆货物至收货人 - 物流公司业务
- 财务结算

图表 6 厦门港务投资结构图



资料来源：厦门国际港务股份有限公司招股章程

业务分析

优势业务不明显

厦门港务所涉及的业务除了散杂货装卸是厦门港务母公司的主要业务外，其他业务均由下属的子公司进行。公司各项业务发展水平相当，优势业务并不明显，在厦门港务对外投资的几家公司中，盈利能力最好的是外理理货、集装箱和船务业务，按厦门港务持有的股权比例折算，厦门港务可得投资收益绝对额较高的是外轮代理、港务船务、港务物流和海天集装箱。对比 2004 年的数据，公司主要利润来源港务船务、港务物流、外理理货均因市场竞争激烈，盈利能力有所下降。

图表 7 厦门港务子公司经营情况一览（2006 年）

	股权比例	净利润 (万元)	总资产 (万元)	ROA (2006 年)	ROA (2004 年)	净利润占比 (2006 年)	净利润占比 (2004 年)
厦门外轮代理有限公司	60%	4755	61230	8%	9%	16.95%	31.80%
厦门港务船务有限公司	90%	2993	21774	14%	21%	16.01%	28.92%
厦门港务物流有限公司	97%	1969	27170	7%	11%	11.35%	24.75%
厦门外理理货	86%	827	4605	18%	36%	4.23%	11.77%
厦门港务国内船舶代理	80%	54	1029	5%	4%	0.26%	0.45%
厦门港务鹭榕水铁联运	48%	9	91	10%	10%	0.03%	0.08%
厦门路桥建材有限公司	95%	1449	24367	6%	5%	8.18%	7.63%
厦门海天集装箱	15%	-	-	-	22%	8.67%	18.20%

说明：净利润占比 = 厦门港务可得投资收益/厦门港务净利润

数据来源：公司年报

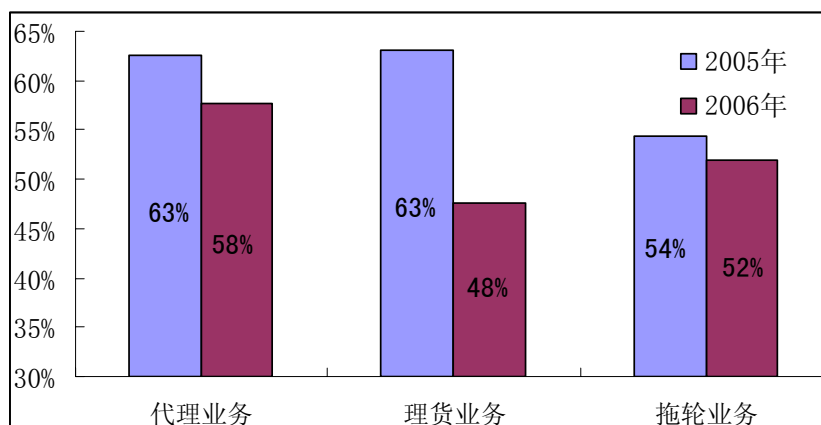
理货、货代业务竞争激烈，拖轮业务较为稳定

理货业务分为船边业务和堆场业务两类，其中船边业务又分为理箱和理货两类业务。在 2003 年之前，外轮理货业务在我国海运辅助业中属于尚未完全开放的少数几个行业之一，在我国加入 WTO 后，开始允许外资进入外轮理货行业。我国现有两家公司从事这项业务，分别为中理总公司和中联理货。公司从事理货业务的外理理货公司是厦门港务和中理总公司的合资公司，约占厦门市场 70% 的份额。对于理货，国家的管理思路是适度竞争，市场放开，在“服务 + 价格”的竞争中，原有的垄断价格被打破，公司理货业务的盈利能力明显下滑。

货代业务是为货主服务的业务，主要包括货物报关、疏遣、调度等，厦门港务的优势在于可以联合营销，将装卸、理货、货代等一条龙联合营销。但是一方面货代的进入门槛较低，市场竞争激烈，另一方面部分进出口贸易实行自代（如五矿集团），分流了不少业务，使得公司的货代业务盈利能力也有所下滑。

公司的拖轮业务在厦门港具有垄断性，考虑到公司一直执行较为稳定的收费标准，因此拖轮业务的盈利能力也较为稳定。

图表 8 公司分业务毛利率变化图



数据来源：公司公告

外代业务经营环境较好，未来仍有风险

外代业务是公司经营环境较好的业务，公司下属的外轮代理公司是中国东南沿海成立最早的国际船舶代理企业，由公司和中国外轮代理总公司合资经营。由于公司成立时间较长，形成了一定的品牌效应，目前公司的船代业务在厦门港的市场占有率达 70%。船代的管理较货代严格一些，有资格审批限制、从业人员限制、注册资金要求，因此市场竞争不会达到货代那种程度，但是长期来看，我们担心“自船自代”业务对公司市场份额的挤占。

装卸业务发展空间一般

公司的装卸利润来源涉及两部分，一部分是厦门港务母公司直接下属的东渡分公司的利润，另一部分是公司拥有 15% 股权的厦门海天公司的投资收益。

东渡分公司经营东渡港区的 1#-4# 泊位，其中 1# 泊位经营内贸集装箱业务，2# 泊位经营内外贸散货业务，3# 及 4# 泊位经营内外贸散货 / 件杂货业务。东渡分公司是厦门唯一从事国内贸易集装箱装卸业务的企业，也是经营大型粮食及化肥装卸泊位的唯一企业，同时还是我国处理进口石材的其中一个主要分拨中心，主要货种有粮食（大豆）、化肥、钢材及石制产品。

海天公司从事的是外贸集装箱装卸业务，另外 85% 的股权归属厦港国际。

我们认为公司装卸业务发展空间一般：

首先，业务方面：对外，公司集装箱业务面临邻近港口（泉州、漳州、福州）的竞争，其中内贸箱装卸业务方面与泉州港口存在竞争，散杂货装卸业务方面与漳州港口存在竞争；对内，受海沧港区和嵩屿港区的分流影响，从运输成本看，厦门港绝大多数货源来自省内其他地区、周边省份的相邻地区，以及厦门本市的岛外地区，货物去往海沧或嵩屿港区更为经济，近几年随着厦门本岛工业企业大量外迁，货物的流线变化更为明显，从港口条件看，海沧、嵩屿等港区的航道水深，后方堆场和疏港交通等条件均优于东渡港，并且可以靠泊目前世界上最大的第六代集装箱船。

其次，发展方面，在厦门港的发展规划中，东渡港区的定位是“承担集装箱、件杂货和部分散货装卸任务，形成货物装卸、保税仓储、产品加工制造、商业等多功能的综合性深水港区”，而厦门港目前和今后相当长时间内的重心外贸集装箱业务被划归到其它港区。从公司在大股东厦港国际里的定位看，厦港国际目前也没有将外贸集装箱业务置入上市公司的计划。

第三，吞吐能力方面，东渡分公司的吞吐能力已经接近饱和，现有泊位的增长空间有限。

图表 9 厦门港集装箱吞吐量对比

集装箱吞吐量	2006年(万TEU)	2005年(万TEU)	增幅
海天集装箱(外贸)	132.89	128.69	3.27%
国际货柜码头(外贸)	118.50	110.34	7.39%
东渡分公司(内贸)	28.17	24.02	17.28%
厦门港总吞吐量	401.87	334.23	20.22%

数据来源：厦港国际2006年报，中国港口集装箱网

图表 10 厦门港散杂货吞吐量对比

散货/件杂货吞吐量	2006年(万吨)	2005年(万吨)	增幅
国际货柜码头	17.30	32.11	-46.14%
东渡分公司	408.51	379.55	7.63%

数据来源：厦港国际2006年报

图表 11 福建省主要港口内贸箱吞吐一览(2007年1-9月)

单位	内贸箱吞吐量(万TEU)	增幅
福州青州集装箱码头有限公司	3.26	82%
福州新港国际集装箱码头有限公司	5.73	61%
福州马尾港务公司	8.18	27.92%
泉州围头港务有限公司	13.20	-14.90%
泉州太平洋集装箱码头有限公司	60.20	37.52%
漳州招商码头有限公司	17.05	49.80%
厦门港务东渡分公司	27.24	34%

数据来源：中国港口

未来看点

● 开发与经营象屿保税物流园区

厦门象屿保税物流园区是全国八个实行“区港联动”的保税区试点之一，以发展仓储和物流产业为主，按“境内关外”定位，实现货物在境内外的快速集拼和流动。厦门象屿保税物流园区总面积为0.7平方公里，项目分一、二期工程进行建设。一期起步工程用地面积为26.21万平方米，其中堆场总面积136235平方米，预测堆场建成后第一年的业务量达设计业务量的50%，第二年为80%，第三年达到100%。园区的年处理量设计为12万TEU，目前厦门正加快占地9平方公里的厦门现代物流园区(包括保税区、

保税物流园区、东渡港区和空港物流园区)的建设。象屿保税物流园区建成后,可提高公司在园区内的自营业务量,吸引更多的企业进驻园区,应能创造新的利润增长空间。

● 获得新的泊位资源

据我们了解,集团还有铁矿砂、煤炭业务等,其中煤炭业务的盈利能力还比较强,能否收购港务集团下属的散杂货码头是影响公司未来增长前景的重要因素。

盈利预测与估值

预测前提:

✧ 假设公司以11月7日的收盘价在2007年底前售出持有的建设银行、中国神华股票,增加投资收益651万元。

图表 12 证券投资盈利计算表

证券代码	证券简称	初始投资金额(元)	持有数量(股)	市值	盈利
601939	建设银行	4063500	630000	6904800	2841300
601088	中国神华	3662010	99000	7331940	3669930

以2007年11月7日收盘价计算股票市值

数据来源:公司公告,WIND资讯

✧ 主要业务的毛利率分别为:

图表 13 主要业务毛利率预测

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
码头毛利率	33.60%	27.15%	27.00%	27.00%	27.00%
代理毛利率	62.51%	57.63%	60.00%	59.00%	58.00%
拖轮毛利率	54.34%	52.01%	52.00%	52.00%	52.00%
运输毛利率	13.40%	-1.41%	8.70%	8.70%	8.70%
理货毛利率	63.11%	47.58%	41.00%	41.00%	41.00%
建材毛利率	16.59%	12.63%	15.30%	15.00%	15.00%

数据来源:广发证券发展研究中心

✧ 公司每年现金分红1元/10股。

主要预测结果

图表 14 厦门港务盈利预测简表

单位:万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	74824	91912	105370	115907	124020
主营业务成本	48160	66389	74552	82007	87748
主营业务利润	24257	22905	27814	30596	32737
营业利润	15262	14874	18460	20341	21657
利润总额	17274	24063	22701	24044	24854

净利润	11754	16828	15437	16350	16901
EPS	0.40	0.32	0.29	0.31	0.32
ROE	10.02%	13.24%	10.74%	10.23%	9.88%

数据来源：广发证券发展研究中心

估值与投资建议

PE 估值：10.54 元

我们选取 A 股港口上市公司的估值水平进行比较（样本中剔除了持续亏损的北海港），样本公司的动态平均市盈率是 41 倍，剔除市盈率明显偏高的南京港，调整后的均值是 34 倍，以厦门港务 2008 年的每股收益 0.31 元计，目标价格应为 10.54 元。

图表 15 国内港口上市公司比较

名称	2008PE	ROE
天津港	30	11.96%
深赤湾 A	24	27.33%
盐田港	28	21.87%
营口港	26	14.24%
上港集团	50	12.33%
日照港	33	7.77%
南京港	94	5.99%
连云港	47	11.35%
均值	41.5	
均值（剔除南京港）	34	

说明：价格取 2007 年 11 月 8 日收盘价

数据来源：广发证券发展研究中心

DCF 模型估值：9.17 元

图表 16 厦门港务 WACC 计算

无风险溢价	3.67%
风险溢价	8.28%
贝塔系数	0.91
股权成本	11.20%
税前债务成本	4.38%
税率	15%
目标负债率	50%
WACC	7.46%

资料来源：Bloomberg、广发证券研发中心

在假设 2% 的永续增长率的条件下，我们用自由现金流折现模型估算，目

前厦门港务的价值为9.17元，相当于07年每股盈利的31.5倍，较市盈率估值水平低。

厦门港务目前市场价格8.50元，与我们的估值区间[9.17元-10.54元]差距不大，给予“持有”评级。

附表

图表 17 厦门港务资产负债简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
货币资金	39686	43370	49375	50373	37747
应收及预付	37686	53910	76519	84363	85062
存 货	6446	9480	19885	16853	19596
其他流动资产	270	335	0	0	0
长期投资	8168	8905	11224	11224	11224
固定资产原值	114921	134371	141090	148145	155552
固定资产净额	73718	87884	87800	87713	114347
在建工程	7914	938	2049	2119	2344
无形资产	34319	33591	46804	45915	45026
其他资产	117	243	579	444	310
资 产 总 计	208268	238600	294235	299003	315656
短期借款	4500	0	10162	0	0
应付款项	63719	86105	102154	102817	104280
其他流动负债	1247	1586	0	0	0
长期负债合计	7211	7169	13829	13689	13809
少数股东权益	10471	10645	13823	17189	20668
股本	29500	53100	53100	53100	53100
股东权益合计	121121	133095	154267	165307	176898
负债及股东权益总计	208268	238600	294235	299003	315656

数据来源：广发证券发展研究中心

图表 18 厦门港务利润简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	74824	91912	105370	115907	124020
减：主营业务成本	48160	66389	74552	82007	87748
主营业务税金及附加	2408	2618	3003	3303	3535
主营业务利润	24257	22905	27814	30596	32737
加：其他业务利润	1501	1407	1369	1553	1571
减：营业费用	214	230	254	279	307
管理费用	10663	9773	10537	11591	12402
财务费用	-382	-565	-67	-61	-58
营业利润	15262	14874	18460	20341	21657
加：投资收益	838	7621	3061	2652	2917
补贴收入	1100	1130	0	0	0

营业外收支净额	73	437	1181	1052	279
利润总额	17274	24063	22701	24044	24854
减：所得税	3075	4819	4086	4328	4474
少数股东损益	2444	2416	3178	3366	3480
净利润	11754	16828	15437	16350	16901
EPS(元/股)	0.40	0.32	0.29	0.31	0.32

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

厦门港务(000905)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。