

证券研究报告

行业比较

从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

行业比较深度研究系列

报告日期：2023年3月30日

张夏 S1090513080006

耿睿坦 S1090520020001

陈星宇 S1090522070004

## 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

央企估值水平明显偏低，这主要与行业分布、经济发展阶段以及投资者偏好有较大关系。而估值变化几乎主导了央企指数的走势，盈利对于指数的贡献偏弱。2022年11月末证监会主席首次提出探索建立具有中国特色的估值体系，随后多项会议和文件对于央企估值提出建议，其中“一利五率”是较为明确的经营目标。从一利五率（一增一稳四提升）的角度出发，分析上市央企的经营情况以及完成相应指标的能力强弱，推断哪些行业具备一定的估值提升空间。

**一增：利润增速高于全国GDP增速。**2021年后A股央企增速开始领先于非央企，A股央企盈利增速测算值为5.94%（2023E），计算机、机场、电力、航空装备达标概率大。

**一稳：资产负债率稳定到65%左右，给与加杠杆空间。**目前A股央企（剔除金融）后的资产负债率为60.2%，处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升。

**四提升：央企A股ROETTM明显领先于整体A股，整体净资产收益率仍有提升空间。**A股央企（剔除金融）研发强度为1.95%（低于整体A股），研发强度可提升空间较大。A股央企营业现金比率明显占优，更加重视现金流安全以及企业经营业绩的含金量；劳动生产效率偏高，投入产出效率领先于非央企。

综合考虑A股行业中央企占比以及行业盈利能力强弱，建议关注A股行业中央企占比达到10%以上并在经营目标“一利五率”中3个以上维度占优的，按照2023年盈利增速预期排序，有以下行业值得关注：计算机设备、电力、航空装备、水泥、钢铁、军工电子、通信设备、工业金属、装修建材、小金属、通信服务。

风险提示：业绩超预期下修，产业政策扶持力度不及预期

# 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

前言：从中特估值提出到央企经营目标明确

央企经营目标：2023年目标为“一增一稳四提升”

行业对比：参考“一利五率”，哪些行业央企会出现估值提升？

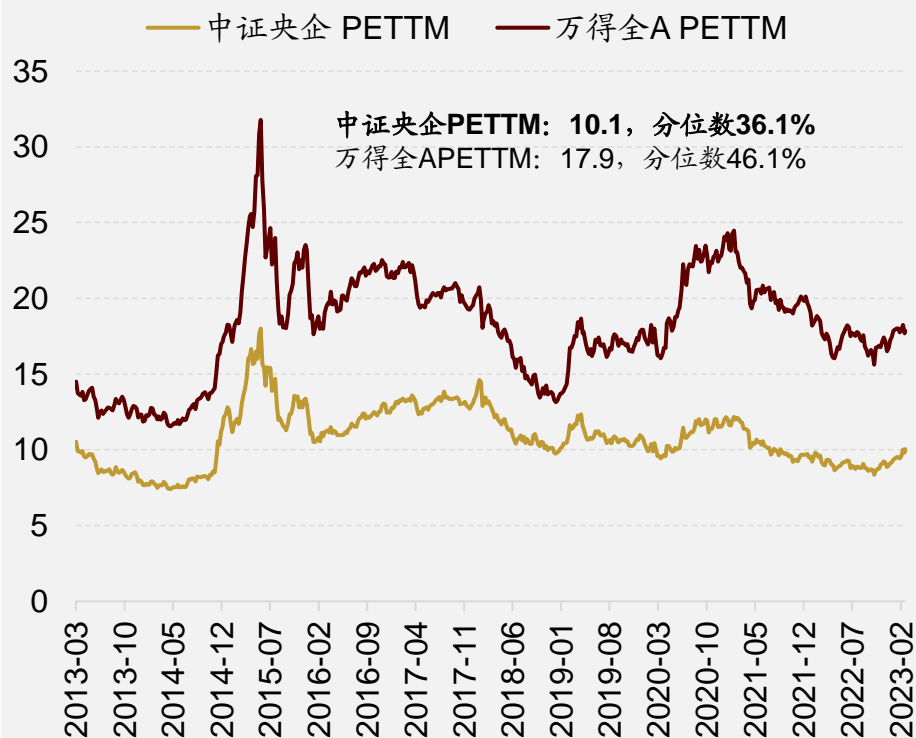
结论与建议

## 央企估值水平明显偏低

央企估值水平明显偏低，这主要与行业分布（银行、公用事业、交运、建筑占比超过1/3）、经济发展阶段（更加注重增长质量而非总量）以及投资者偏好有较大关系。目前中证央企指数PETTM为10.1倍，分位数36.1%，属于估值偏低的状态。

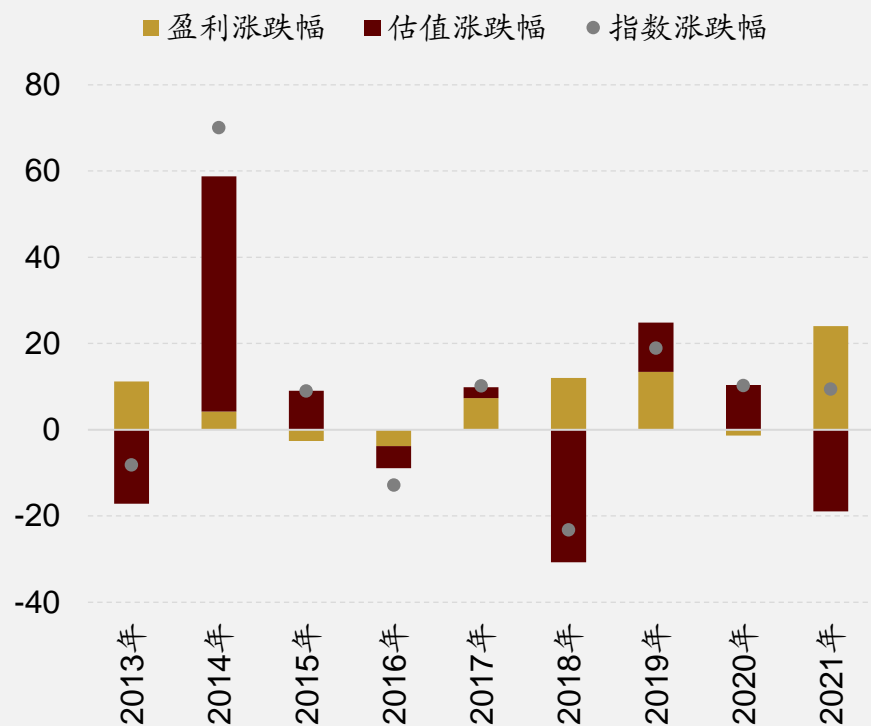
而估值变化几乎主导了央企指数的走势。历史数据表现央企指数与估值的相关性达到90%以上，盈利对于指数的贡献偏弱。

图：央企估值明显低于整体A股



数据来源：wind，招商证券

图：中证央企指数盈利估值贡献度拆分



数据来源：wind，招商证券

# 从中特估值的首次提出到多项相关政策跟进

2022年11月末证监会主席首次提出探索建立具有中国特色的估值体系，随后多项会议和文件对于央企估值提出建议，其中“一利五率”是较为明确的经营目标。

图：2022年末以来促进央企竞争力提升的政策频出

时间	文件/会议名称	具体内容/改革路径
2022年11月21日	2022金融街论坛年会	中国证监会主席易会满表示，需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构。
2022年12月	上交所制定的《中央企业综合服务三年行动计划》	推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，有望增进市场对央企的了解和认同。
2022年12月16日	中央经济工作会议	提出要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。要坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，健全以管资本为主的国资管理体制，发挥国有资本投资运营公司作用，以市场化方式推进国企整合重组，打造一批创新型国有企业。
2023年1月5日	国务院国资委召开的中央企业负责人会议	推进国有资本布局优化和结构调整，健全以管资本为主的国资监管体制、加大科技创新工作力度等。明确提出2023年中央企业目标变为“一利五率”“一增一稳四提升”，
2023年1月12日	地方国资委负责人会议	继续提出要持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中，深入推进战略性重组和专业化整合，即加大关键核心技术协同攻关力度；加大能源资源、粮食供应保障、战略性物资储备等领域布局力度；推动绿色化数字化智能化转型发展。
2023年1月31日	全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议	认为国企改革三年行动主要目标任务已经完成，将围绕提高核心竞争力和增强核心功能，继续谋划和推动国企改革。
2023年2月17日	《学习时报》国务院国资委主任张玉卓署名文章	在产业体系升级上，指出央企要在建设现代化产业体系、加快构建新发展格局上发挥“领头羊”作用，明确提出“以市场化方式加大专业化整合力度。稳步提高直接融资比重，培育和推动更多符合条件的企业上市融资、增资扩股，2023年在装备制造、检验检测、医药健康、矿产资源、工程承包、煤电、清洁能源等领域推动专业化整合，切实提高产业竞争力。”
2023年2月23日	国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	提高核心竞争力，要突出四个关键词：一是科技，要聚焦科技自立自强，在“卡脖子”关键核心技术攻关。二是效率，就是围绕着“一利五率”目标管理体系，更好地发挥考核指挥棒作用。三是人才，坚持培养和用好人才，积极参与国家高水平人才高地和人才平台建设。四是品牌，就是要加强品牌管理，实现中国制造向中国创造转变。
2023年3月5日	政府工作报告	深化国资国企改革的政策高度大幅抬升，央企估值打开更大政策空间，特别是科技、制造与能源矿产的领域。深化国资国企改革和提高国企核心竞争力是今年工作重点之一。政府报告提出，要“发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体位置”。“坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理”

# 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

前言：从中特估值提出到央企经营目标明确

央企经营目标：2023年目标为“一增一稳四提升”

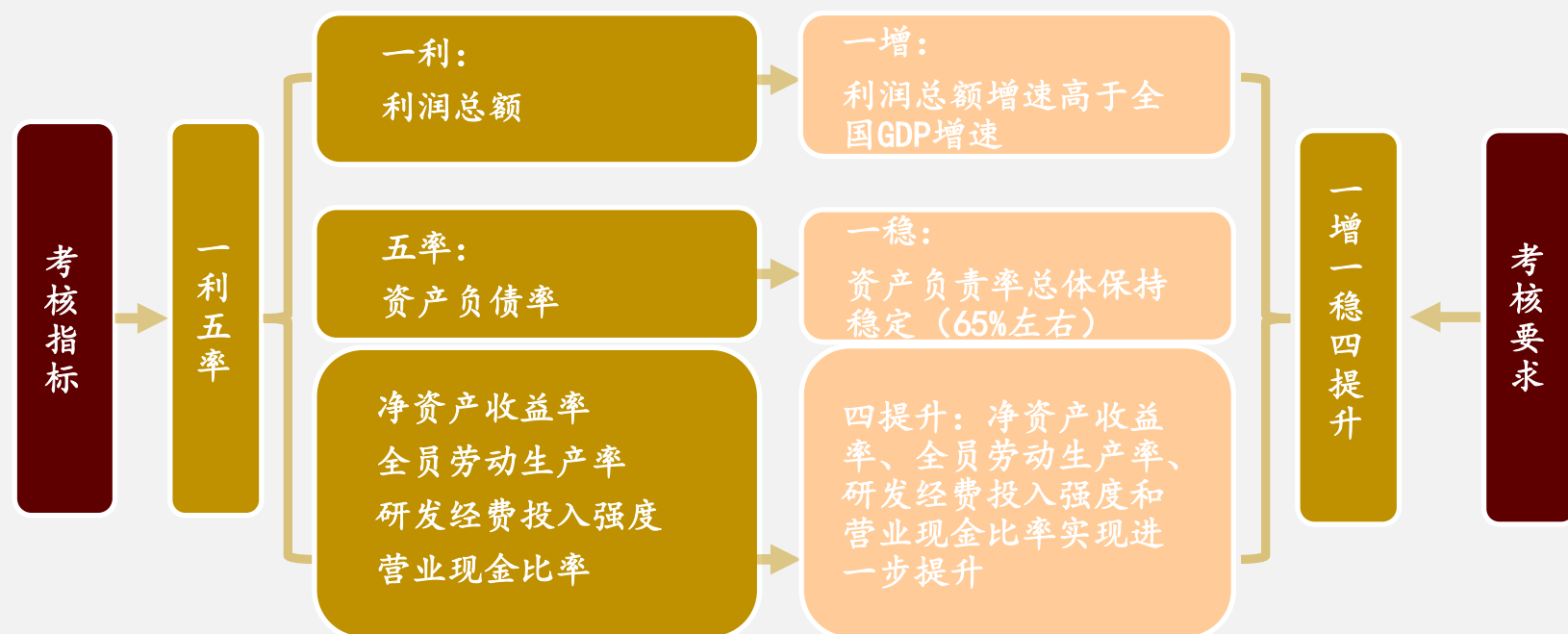
行业对比：参考“一利五率”，哪些行业央企会出现估值提升？

结论与建议

# 央企“一利五率” “一增一稳四提升” 为年度经营目标

1月5日国资委召开中央企业负责人会议，明确2023年中央企业“一利五率”“一增一稳四提升”为年度经营目标，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展，建设世界一流企业。因此，可以从一利五率的角度出发，分析上市央企的经营情况以及完成相应指标的能力强弱，推断哪些行业具备一定的估值提升空间。

图：2023年中央企业明确“一利五率”为“一增一稳四提升”的年度经营目标

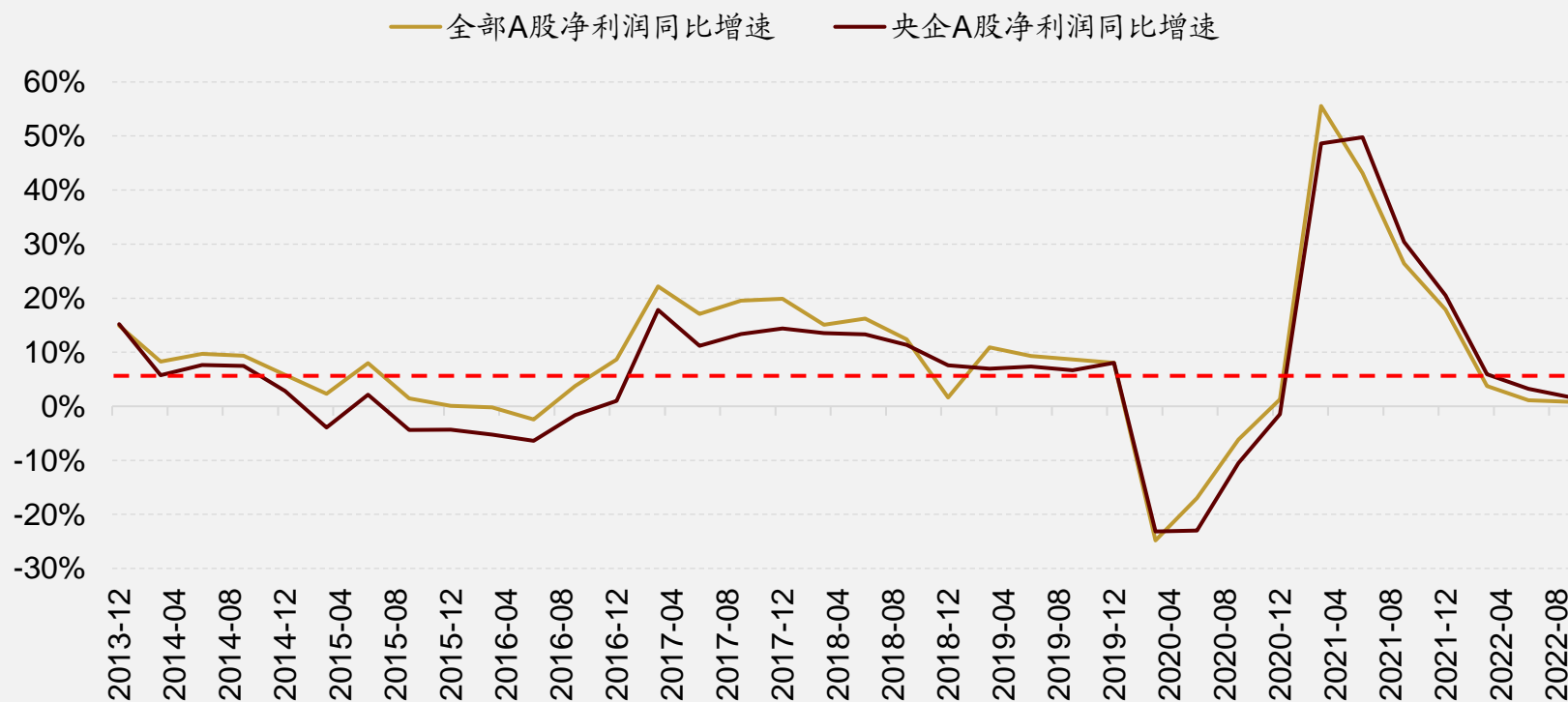


数据来源：wind，招商证券

## 一增：利润增速高于全国GDP增速

“2023年中央企业应继续将利润总额和劳动生产总值与国民经济增长目标有效衔接，央企利润总额增速高于国民经济增速” 随后3月初政府工作报告中指出今年经济增长目标为5%左右。2013年-2016年，A股央企利润增速与非央企存在较大的差距；2017-2020年，二者差异逐渐收窄；**2021年之后A股央企增速开始领先于非央企板块，A股央企2022年前三季度净利润同比增速为1.7%，高于整体上市公司增长（0.8%）。**

图：2017年以来A股央企利润增速与非央企差距减小，2021年之后开始领先于非央企



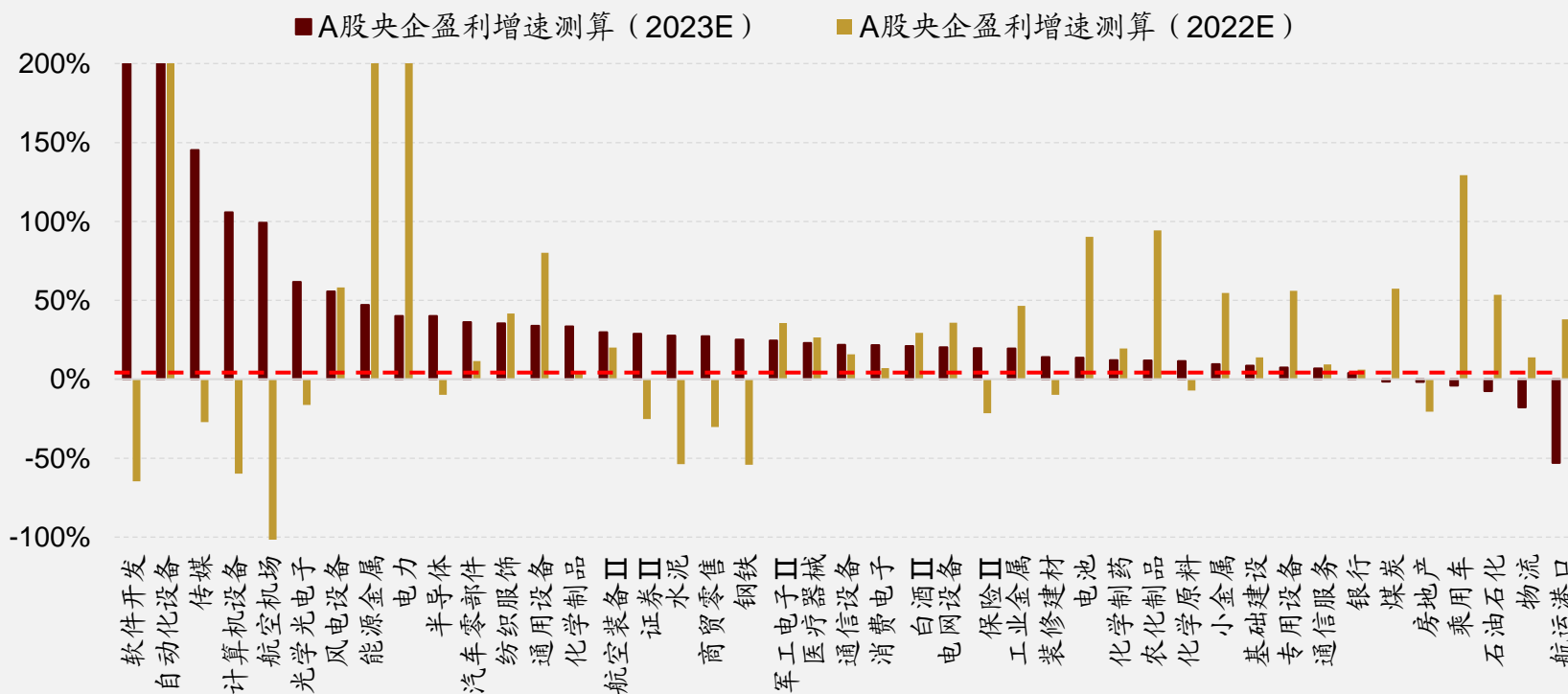
数据来源：wind，招商证券

# 一增：计算机、机场、电力、航空装备达标概率大

2023年A股盈利将会迎来弱复苏，根据修正后的wind一致预期，A股央企盈利增速测算值为5.94%（2023E），同时多个行业实现5%及以上增速的可能性较大。

软件开发、自动化设备、传媒、计算机设备、航空机场、光学光电、风电设备、能源金属、电力等央企增速测算值十分靠前，较为容易达到“一增”要求。航运港口、物流、石油石化、乘用车、煤炭、银行等央企完成5%增速的难度较大。

图：A股央企盈利增速测算值（2022E和2023E）

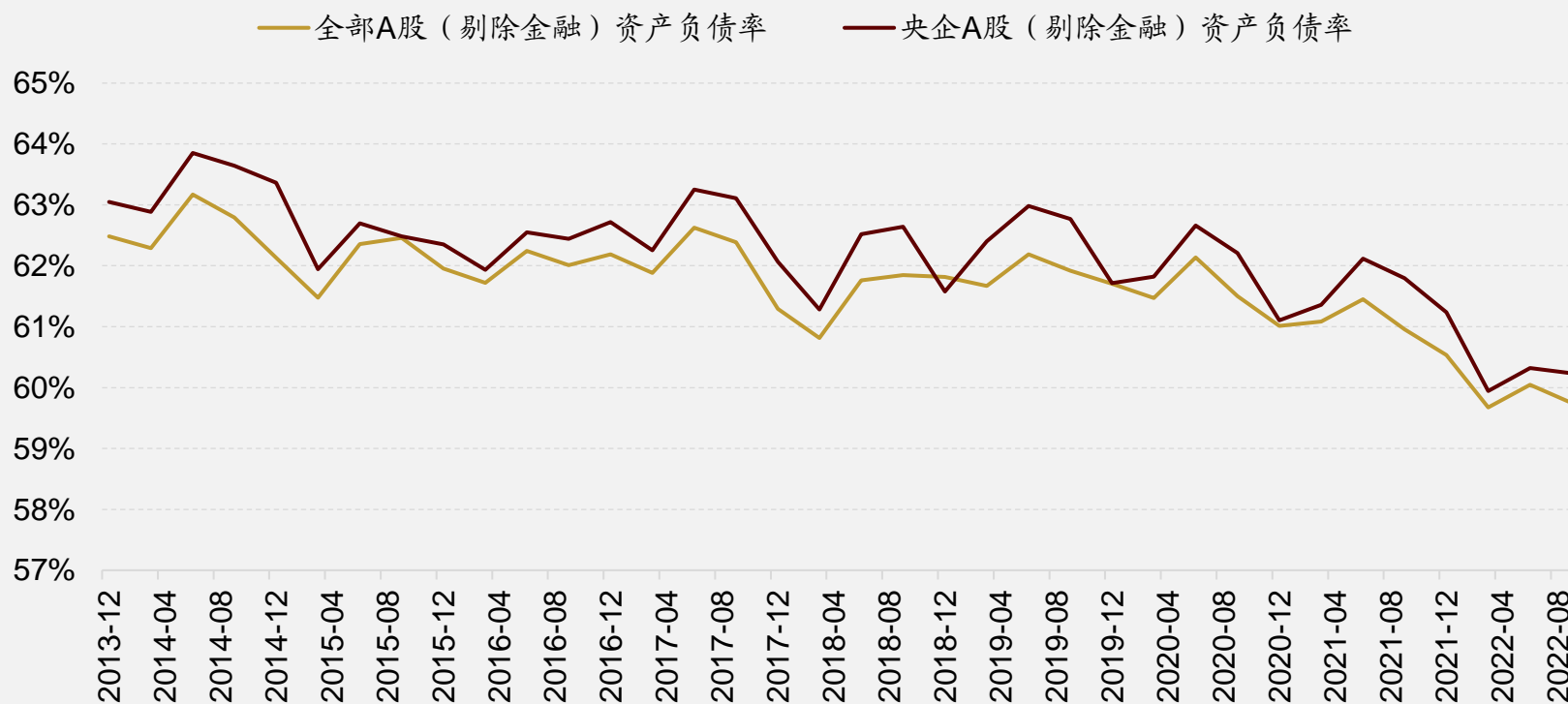


数据来源：wind，招商证券

## 一稳：资产负债率稳定到65%左右，给与加杠杆空间

2023年中央企业“一稳”指“资产负债率控制在65%以下”调整为“稳定在65%左右”，给予了央企一定的加杠杆的空间，并且为转型发展提供必要的融资支持。近年来国资委对于企业资产负债率的考核约束了部分企业盲目进行资产扩张的冲动。目前A股央企（剔除金融）后的资产负债率为60.2%（略低于整体A股剔除金融），具有一定的加杠杆空间。

图：央企杠杆率与全A相比

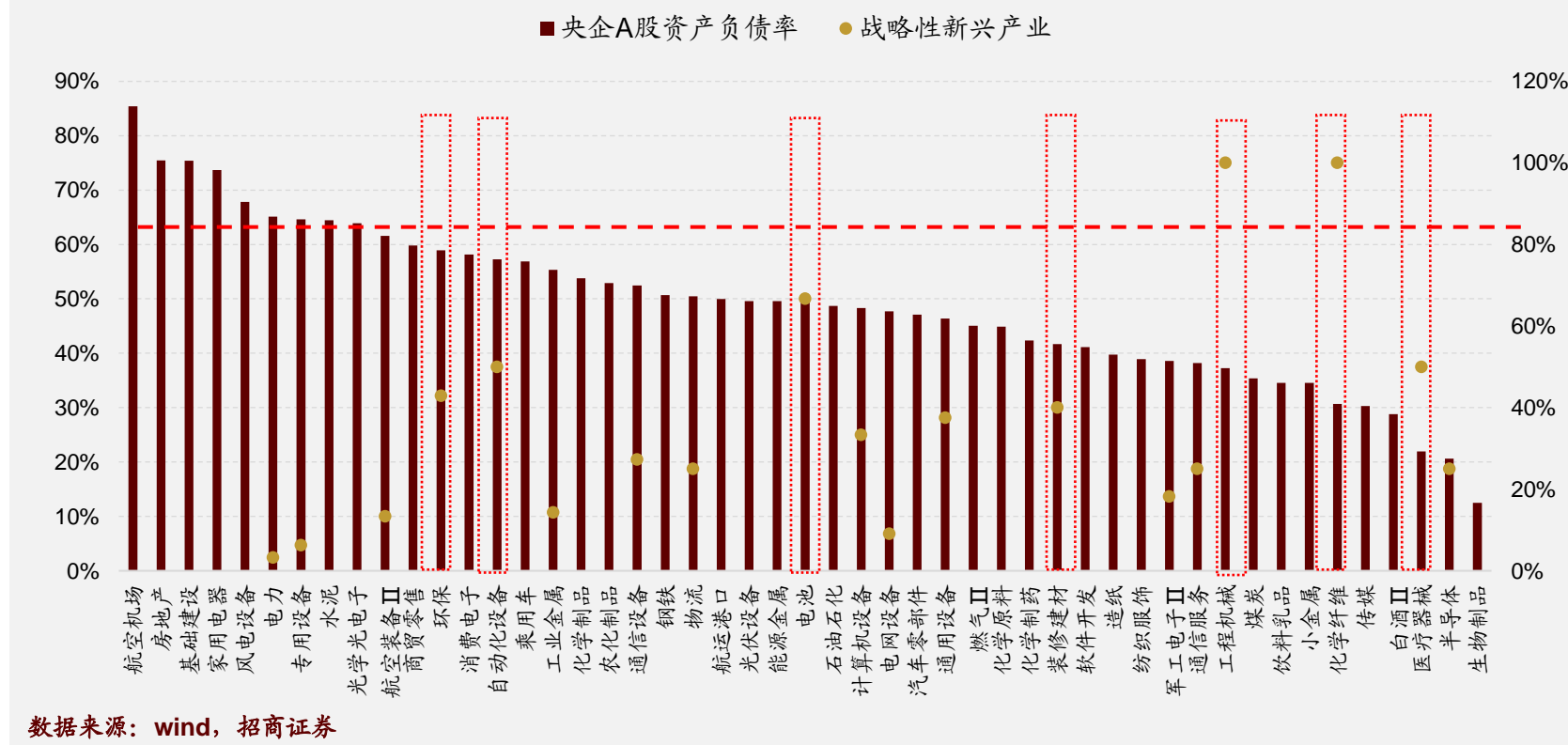


数据来源：wind，招商证券

# 一稳：战略新兴行业资产负债率仍有提升空间

仅有航空机场、房地产、基础建设、家用电器、风电设备、电力等行业资产负债率高于65%，理论上其他行业均有一定的加杠杆空间，不过报告中指出处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升。目前A股央企中战略性新兴产业占比较高的行业有化纤、工程机械、电池、医疗器械、自动化装备、环保、装修建材等，这些行业资产负债率处于警戒线以下，其进行产能扩张的动力较强。

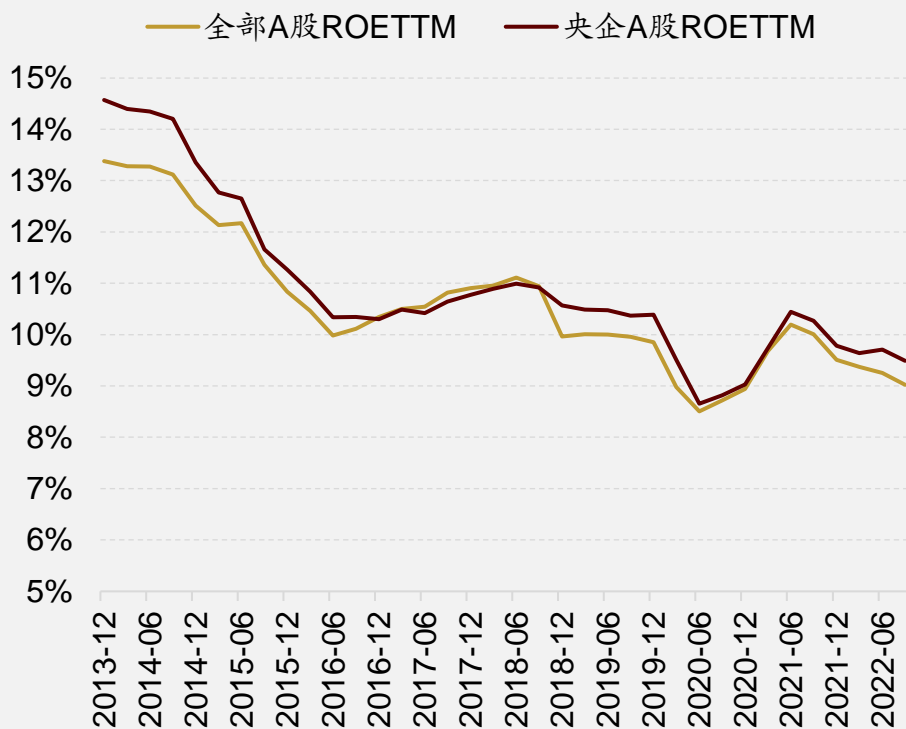
图：央企A股资产负债率，战略性新兴产业资产负债率允许适度合理上升



## 四提升：央企ROE领先于非央企，行业分化

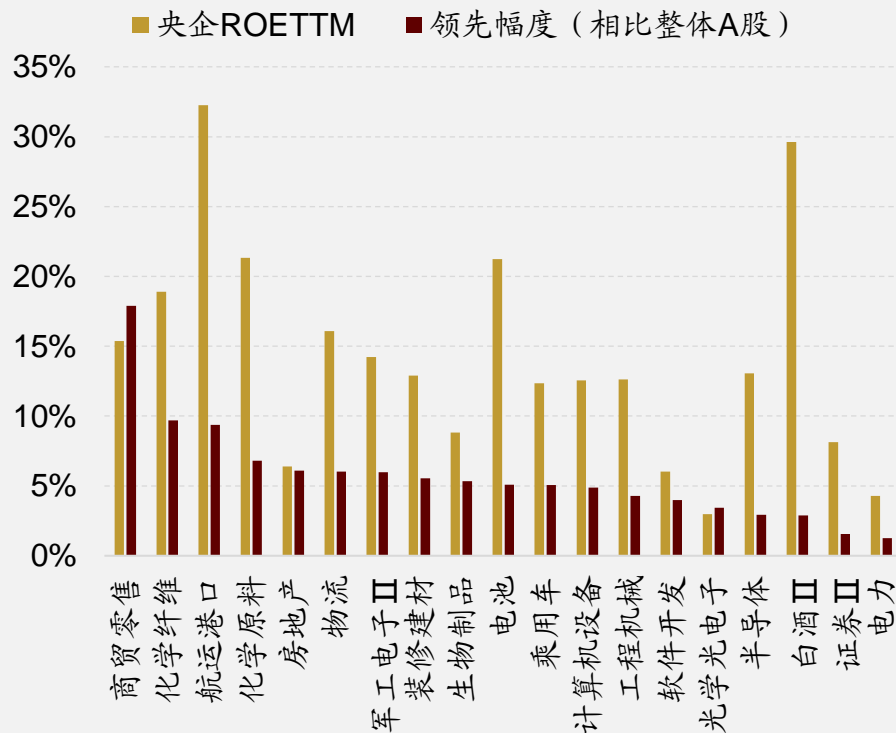
2023年中央企业“四提升”指“净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。目前央企A股ROETTMM明显领先于整体A股，考虑到2023年将会迎来盈利复苏，整体净资产收益率仍有提升空间。行业方面，商贸零售、化纤、航运港口、化学原料、地产、物流ROE明显领先于非央企相应行业，而在光伏设备、能源金属、自动化设备、医疗器械、农化制品方面落后于非央企相应行业。

图：净资产收益率对比



数据来源：wind，招商证券

图：央企中部分行业ROE明显领先于非央企

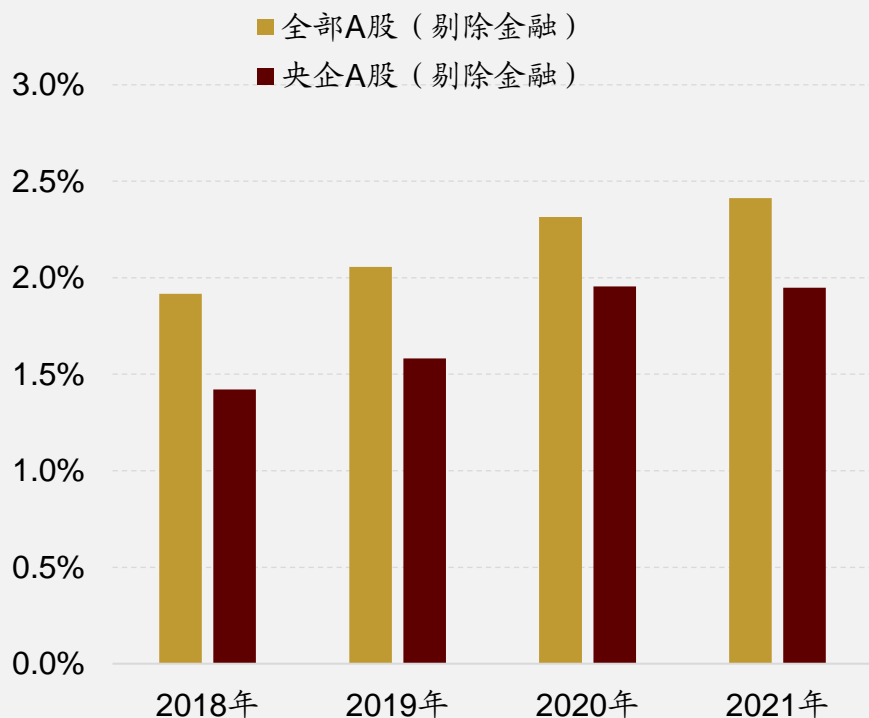


数据来源：wind，招商证券

## 四提升：央企研发强度可提升空间较大

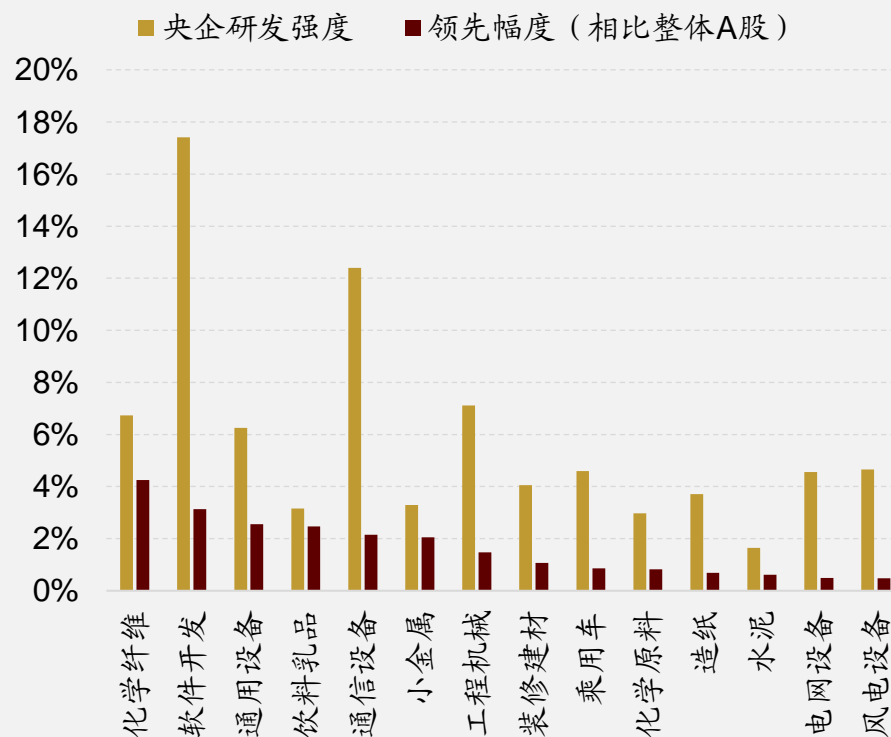
2021年A股央企（剔除金融）研发强度为1.95%（基本与2020年持平），低于整体A股的这一指标（2.05%），这与央企行业结构有较大的关系，比如金融、电力等领域对于科研创新的重视度要低于战略性新兴产业。央企中化纤、软件开发、通用设备等研发强度明显高于非央企板块相应行业，而生物制品、半导体、化学制药等研发强度则是明显落后。整体来看，央企研发强度可提升空间较大，具有研发强度领先优势的行业更加容易推动科技创新，落后的行业则可加大研发经费投入来优化科技创新水平。

图：央企和整体A股研发强度对比



数据来源：wind，招商证券

图：央企中部分行业研发强度明显领先于非央企

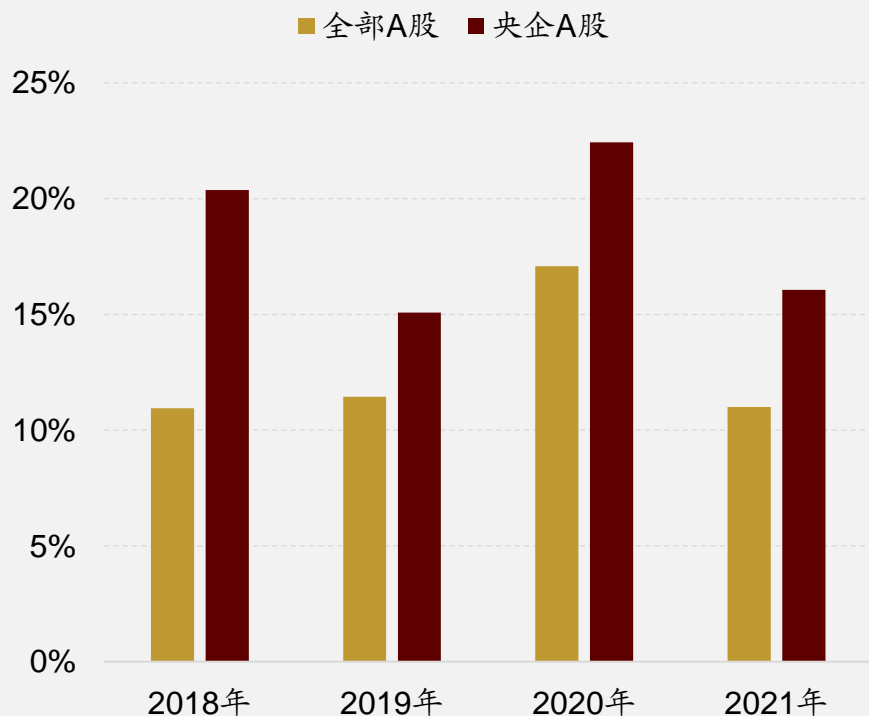


数据来源：wind，招商证券

## 四提升：营业现金比率占优，显示经营业绩含金量高

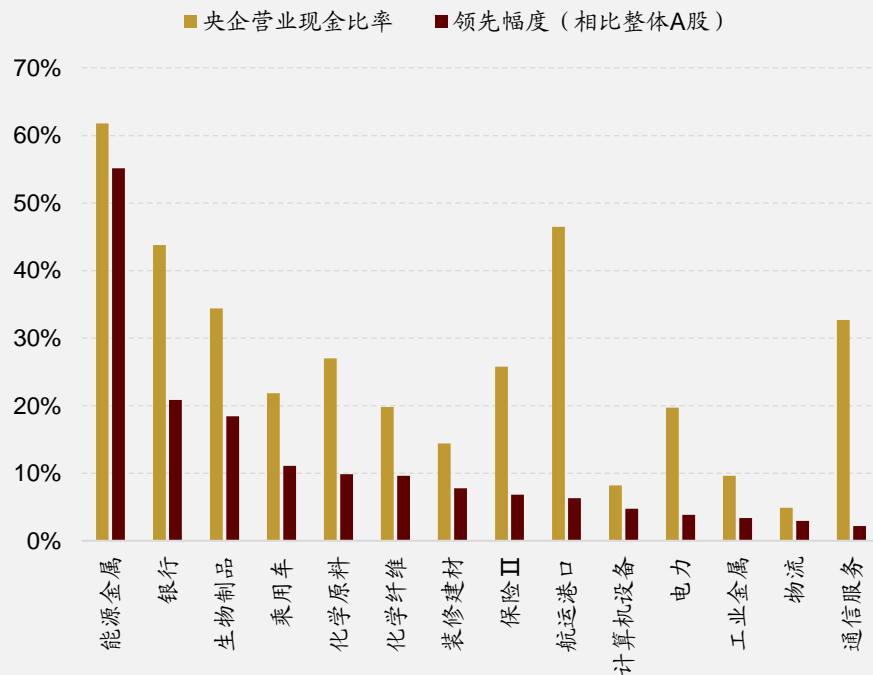
2023年的考核目标中将营业收入利润率替换为营业现金比率，更加重视现金流安全以及企业经营业绩的含金量。2018-2021年报数据显示央企营业现金比率是明显好于非央企的，这可能与央企回笼资金能力较强有关。能源金属、银行、生物制品、化学原料营业现金比率明显领先于非央企相应行业，而光学光电、医疗器械、风电设备、环保、化学制品这一指标则是落后于非央企。整体来看，央企在经营业绩含金量方面占有优势，现金流稳定性相对较强。

图：央企和整体A股营业现金比率对比



数据来源：wind，招商证券

图：央企中部分行业营业现金比率明显领先于非央企

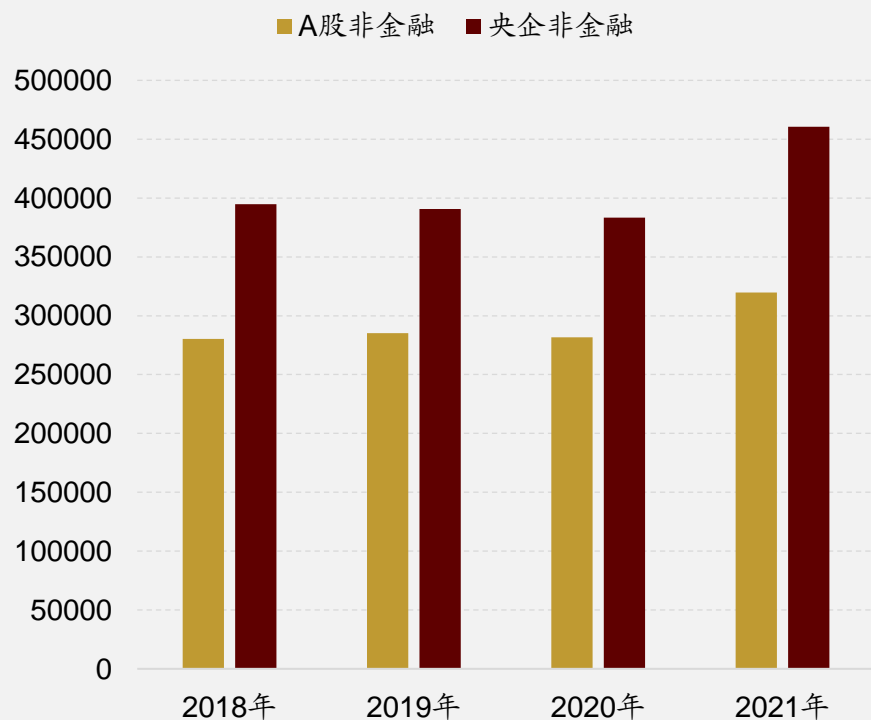


数据来源：wind，招商证券

## 四提升：劳动生产率明显偏高，**交运、能源、金融**领先

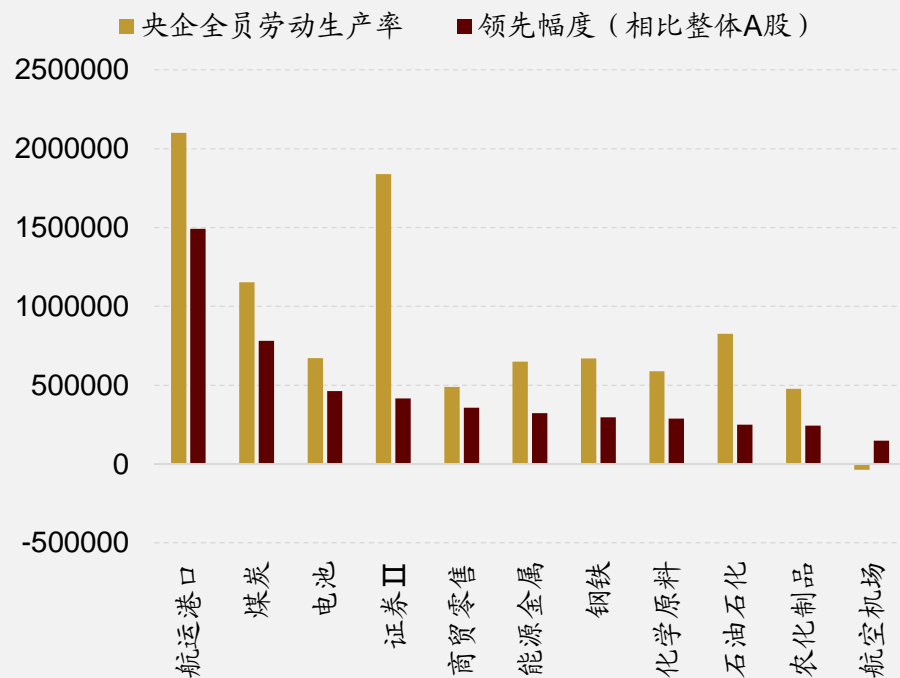
全员劳动生产率指标主要衡量劳动率要素的投入产出效率，综合反映企业在国民经济中的社会贡献，**央企的全员劳动生产率明显领先于非央企**。具体到行业层面，**航运港口、证券、银行、煤炭投入产出效率在众多行业中排名靠前**，同时**航运港口、煤炭、电池、证券、商贸零售等全员劳动生产率领先于非央企**。部分行业如通用设备、自动化设备、消费电子等仍有较大的提升空间。

图：央企和整体A股全员劳动生产率对比



数据来源：wind，招商证券

图：央企中部分行业全员劳动生产率明显领先非央企



数据来源：wind，招商证券

# 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

---

前言：从中特估值提出到央企经营目标明确

央企经营目标：2023年目标为“一增一稳四提升”

行业对比：参考“一利五率”，哪些行业央企会出现估值提升？

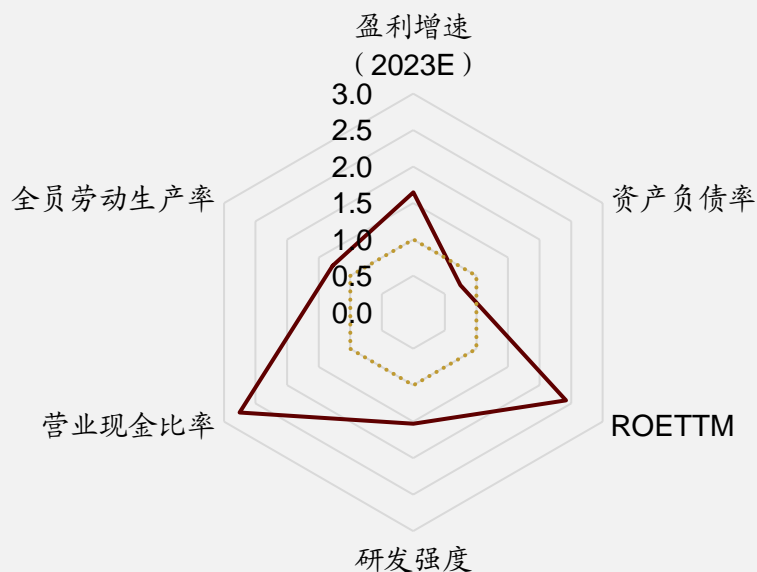
结论与建议

## 细分领域在6个维度占优情况

2023年盈利增速达到5%以上以及目前资产负债率稳定在65%左右以及以下的行业有33个，本文以A股央企（非金融）为基准，刻画各个行业在一利五率等6个维度方面的占优情况。计算结果表明，央企板块中化学原料和农化制品在以上6个维度均占优，盈利能力、资产负债率、现金流和投入产出效率均表现不错，不过研发强度方面略有弱势。

图：A股央企中化学原料板块一利五率占优情况

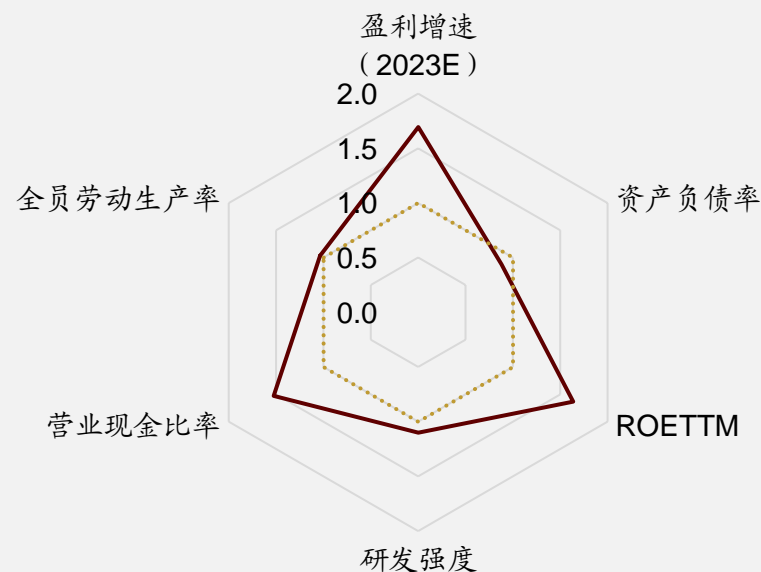
—— 化学原料      ..... 央企整体（非金融）



数据来源：wind，招商证券

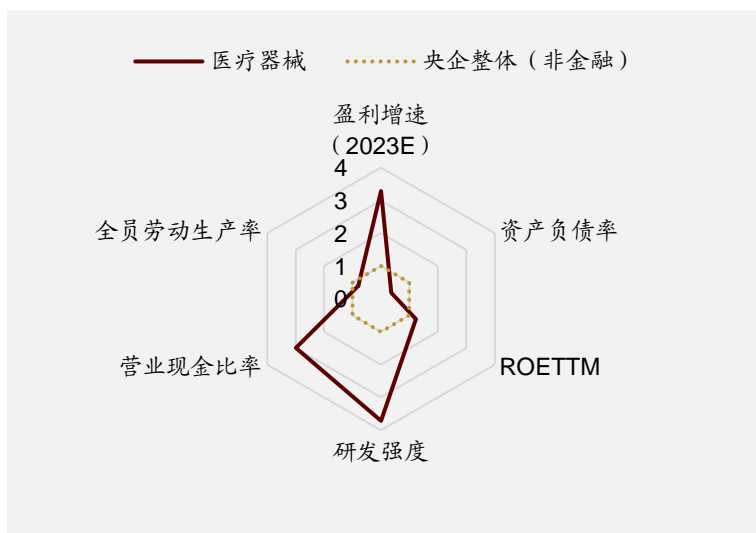
图：A股央企中农化制品板块一利五率占优情况

—— 农化制品      ..... 央企整体（非金融）

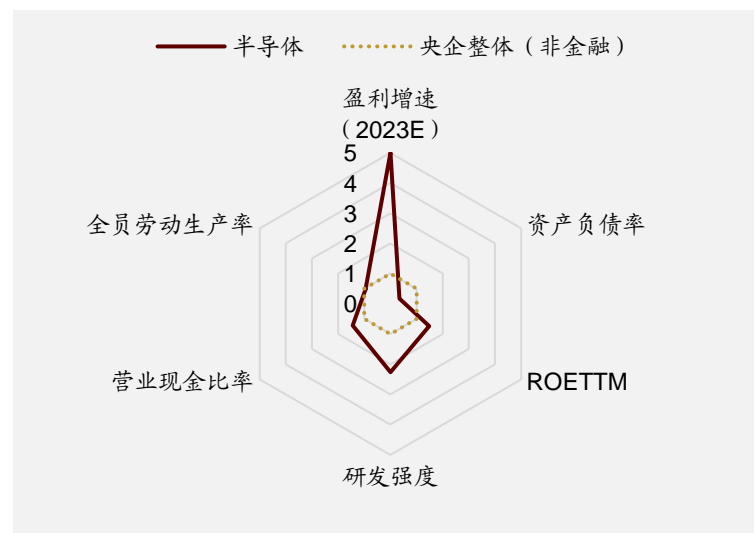


数据来源：wind，招商证券

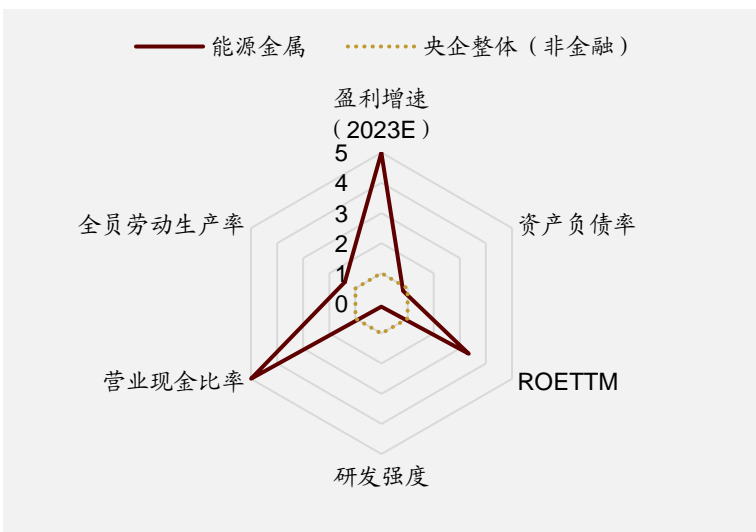
# 5个维度占优：医疗器械、半导体、能源金属、白酒



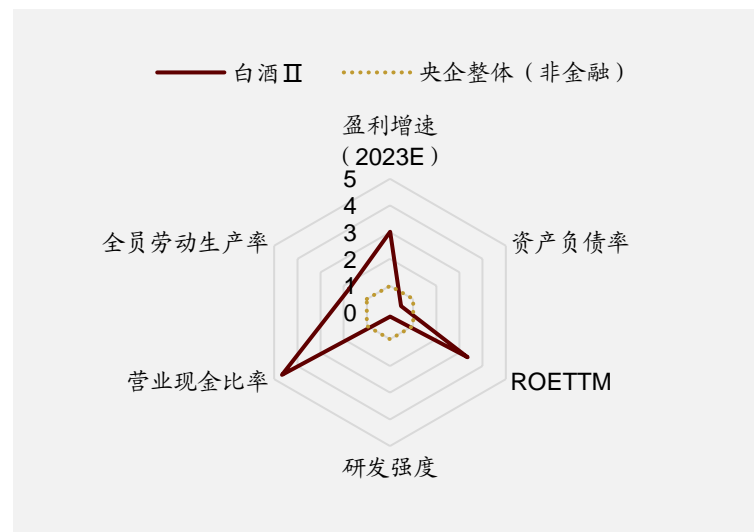
数据来源: wind, 招商证券



数据来源: wind, 招商证券

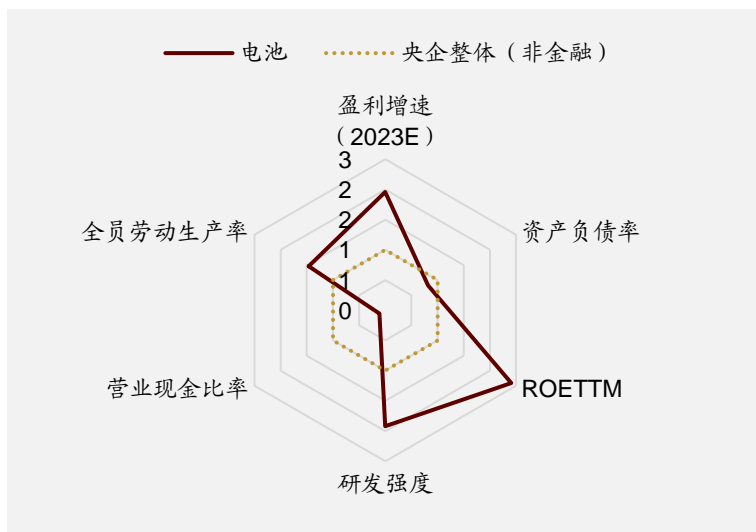


数据来源: wind, 招商证券

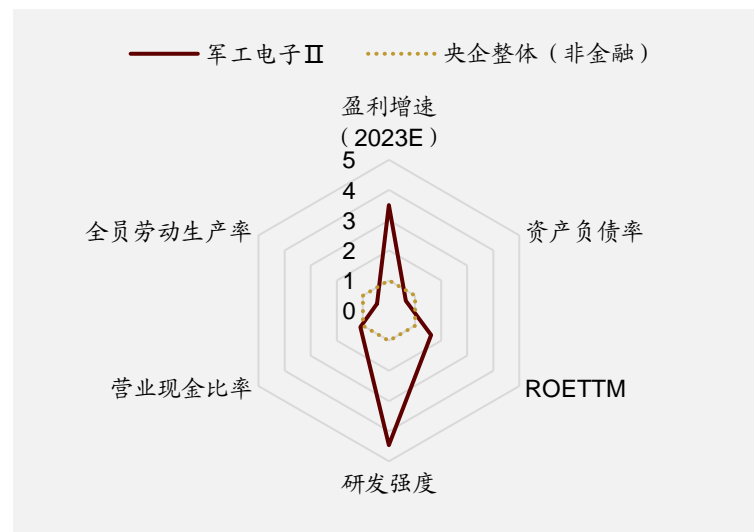


数据来源: wind, 招商证券

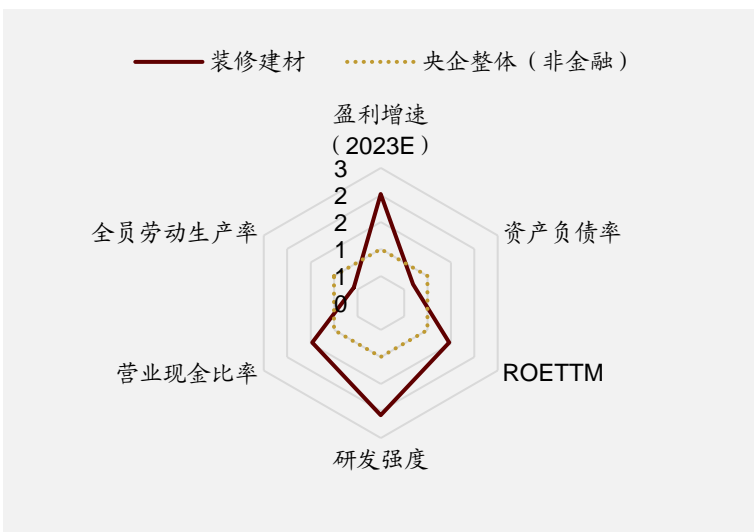
# 5个维度占优：电池、军工电子、装修建材、钢铁



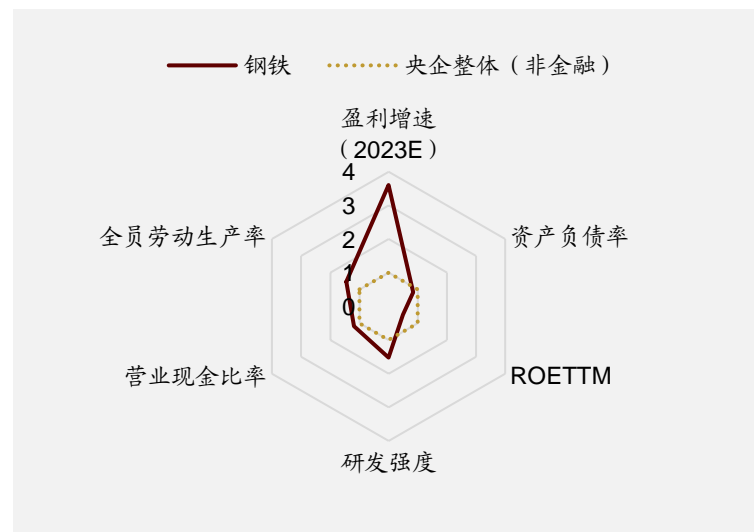
数据来源: wind, 招商证券



数据来源: wind, 招商证券



数据来源: wind, 招商证券



数据来源: wind, 招商证券

# 一利五率综合对比

行业	盈利增速 (2023E)	资产负债率	ROETTM	研发强度	营业现金比率	全员劳动生产率	占优维度数量	央企占行业比例
化学原料	11.5%	44.9%	21.3%	3.0%	27.0%	588213	6	5.4%
农化制品	11.9%	52.9%	14.4%	2.1%	15.0%	477762	6	6.9%
医疗器械	23.0%	22.0%	10.9%	7.2%	29.3%	364941	5	1.7%
半导体	40.0%	20.6%	13.1%	4.4%	14.1%	437294	5	3.1%
能源金属	47.2%	49.6%	29.5%	0.2%	61.8%	648479	5	7.7%
白酒II	21.1%	28.8%	29.6%	0.3%	45.8%	812003	5	5.0%
电池	13.7%	49.4%	21.2%	3.7%	1.1%	672540	5	3.6%
军工电子II	24.5%	38.6%	14.2%	8.7%	10.7%	212783	5	19.6%
装修建材	14.1%	41.7%	12.9%	4.1%	14.4%	266870	5	13.9%
钢铁	25.2%	50.7%	4.4%	3.0%	11.7%	670188	5	26.1%
计算机设备	105.8%	48.3%	12.5%	9.4%	8.2%	339742	4	10.6%
小金属	9.6%	34.5%	14.2%	3.3%	4.3%	349932	4	16.7%
化学制品	33.4%	53.8%	9.2%	2.6%	5.4%	353211	4	6.3%
商贸零售	27.3%	59.8%	15.4%	0.2%	5.2%	488562	4	4.8%
传媒	145.3%	30.3%	3.6%	2.1%	14.9%	230190	4	6.4%
化学制药	12.1%	42.4%	2.4%	5.5%	12.5%	106315	4	1.9%
通信服务	6.9%	38.2%	8.3%	2.3%	32.7%	445252	3	10.5%
工业金属	19.5%	55.3%	10.8%	1.3%	9.6%	384754	3	11.7%
软件开发	231.4%	41.1%	6.0%	17.4%	3.8%	208940	3	3.1%
通信设备	21.9%	52.4%	4.3%	12.4%	2.2%	132869	3	12.5%
电力	40.1%	65.1%	4.3%	1.0%	19.7%	807881	3	33.3%
电网设备	20.3%	47.7%	8.0%	4.6%	7.2%	280750	3	8.7%
水泥	27.7%	64.5%	8.1%	1.6%	15.0%	511916	3	16.0%
航空装备II	29.8%	61.6%	6.8%	3.2%	13.3%	143517	3	34.1%
汽车零部件	36.2%	47.1%	4.6%	4.2%	6.6%	134220	3	5.2%
通用设备	34.0%	46.4%	0.0%	6.3%	4.6%	26066	3	3.8%
自动化设备	212.1%	57.3%	0.0%	7.7%	2.6%	43586	3	2.7%
专用设备	7.5%	64.6%	4.4%	4.8%	7.9%	159280	2	9.3%
基础建设	8.5%	75.4%	7.4%	2.6%	0.5%	257283	2	14.6%
风电设备	55.7%	67.8%	3.9%	4.7%	1.8%	126778	2	4.0%
光学光电子	61.7%	63.9%	3.0%	3.5%	1.9%	212781	2	6.5%
消费电子	21.6%	58.2%	7.1%	1.9%	5.3%	83625	2	1.1%
纺织服饰	35.5%	38.9%	3.7%	0.6%	3.5%	100371	2	2.6%
<b>央企整体 (非金融)</b>	<b>7.0%</b>	<b>60.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>460503</b>	-	-

## 一利五率综合对比结果

综合考虑A股行业央企占比以及行业盈利能力强弱，建议关注A股行业央企占比达到10%以上并在经营目标“一利五率”中3个以上维度占优的，按照2023年盈利增速排序，有以下行业值得关注：

计算机设备、电力、航空装备、水泥、钢铁、军工电子、通信设备、工业金属、装修建材、小金属、通信服务。

图：综合考虑行业央企占比、盈利强弱、一利五率的表现，建议关注以下细分领域

行业	盈利增速 (2023E)	资产负债率	ROETTM	研发强度	营业现金比 率	全员劳动生 产率	占优维度数 量	央企占行业 比例
计算机设备	105.8%	48.3%	12.5%	9.4%	8.2%	339742	4	10.6%
电力	40.1%	65.1%	4.3%	1.0%	19.7%	807881	3	33.3%
航空装备II	29.8%	61.6%	6.8%	3.2%	13.3%	143517	3	34.1%
水泥	27.7%	64.5%	8.1%	1.6%	15.0%	511916	3	16.0%
钢铁	25.2%	50.7%	4.4%	3.0%	11.7%	670188	5	26.1%
军工电子II	24.5%	38.6%	14.2%	8.7%	10.7%	212783	5	19.6%
通信设备	21.9%	52.4%	4.3%	12.4%	2.2%	132869	3	12.5%
工业金属	19.5%	55.3%	10.8%	1.3%	9.6%	384754	3	11.7%
装修建材	14.1%	41.7%	12.9%	4.1%	14.4%	266870	5	13.9%
小金属	9.6%	34.5%	14.2%	3.3%	4.3%	349932	4	16.7%
通信服务	6.9%	38.2%	8.3%	2.3%	32.7%	445252	3	10.5%

数据来源：wind，招商证券

## 一利五率综合对比结果

根据央企“一利五率”“一增一稳四提升”年度经营目标，哪些行业估值提升的可能性较大？以下对于利润增速（预测值高于5%）、资产负债率（65%左右及以下）、ROE、研发强度、营业现金比率、全员劳动生产率等6个指标进行对比。

- 硬性指标如净利润增速方面，航运港口、物流等板块较难实现5%以上的增长，其次是煤炭、石油石化、乘用车、地产等也具有一定的压力，其他板块实现5%利润增长的难度有限。
- 硬性指标如资产负债率方面，仅有航空机场机场资产负债率超过80%，地产、基础设施建设、家电等大约是75%，而其他行业基本都在65%左右及以内。
- 从四提升角度来看，央企中ROE居前的行业有白酒、能源金属、化学原料、电池等；研发强度靠前的是软件开发、通信设备、计算机设备、军工电子、自动化设备、医疗器械；营业现金比率靠前的是能源金属、白酒、通信服务、医疗器械、化学原料、电力；全员劳动生产率靠前的是白酒、电力、电池、钢铁。
- A股央企中在以上6个维度均领先于整体的行业是化学原料、农化制品，在5个维度占优的是医疗器械、半导体、能源金属、白酒、电池、军工电子、装修建材、钢铁。
- 综合考虑A股行业央企占比以及行业盈利能力强弱，建议关注A股行业央企占比达到10%以上并在经营目标“一利五率”中3个以上维度占优的，按照2023年盈利增速预期排序，有以下行业值得关注：计算机设备、电力、航空装备、水泥、钢铁、军工电子、通信设备、工业金属、装修建材、小金属、通信服务。

# 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

---

前言：从中特估值提出到央企经营目标明确

央企经营目标：2023年目标为“一增一稳四提升”

行业对比：参考“一利五率”，哪些行业央企会出现估值提升？

结论与建议

## 从经营目标刻画哪些行业央企估值可能提升？

央企估值水平明显偏低，这主要与行业分布、经济发展阶段以及投资者偏好有较大关系。而估值变化几乎主导了央企指数的走势，盈利对于指数的贡献偏弱。2022年11月末证监会主席首次提出探索建立具有中国特色的估值体系，随后多项会议和文件对于央企估值提出建议，其中“一利五率”是较为明确的经营目标。从一利五率（一增一稳四提升）的角度出发，分析上市央企的经营情况以及完成相应指标的能力强弱，推断哪些行业具备一定的估值提升空间。

**一增：利润增速高于全国GDP增速。**2021年后A股央企增速开始领先于非央企，A股央企盈利增速测算值为5.94%（2023E），计算机、机场、电力、航空装备达标概率大。

**一稳：资产负债率稳定到65%左右，给与加杠杆空间。**目前A股央企（剔除金融）后的资产负债率为60.2%，处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升。

**四提升：央企A股ROETTM明显领先于整体A股，整体净资产收益率仍有提升空间。**A股央企（剔除金融）研发强度为1.95%（低于整体A股），研发强度可提升空间较大。A股央企营业现金比率明显占优，更加重视现金流安全以及企业经营业绩的含金量；劳动生产效率偏高，投入产出效率领先于非央企。

综合考虑A股行业央企占比以及行业盈利能力强弱，建议关注A股行业央企占比达到10%以上并在经营目标“一利五率”中3个以上维度占优的，按照2023年盈利增速预期排序，有以下行业值得关注：计算机设备、电力、航空装备、水泥、钢铁、军工电子、通信设备、工业金属、装修建材、小金属、通信服务。

风险提示：业绩超预期下修，产业政策扶持力度不及预期

## 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。

**张夏：**中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自2011年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。曾获得2018/19“进门财经“年度十佳分析师”，2019《财经》研究今榜最佳策略分析师，2019/20新浪“金麒麟”最佳策略分析师，2019/20WIND金牌分析师等称号。

**耿睿坦：**香港科技大学经济学硕士，中山大学金融学学士。自2018年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

**陈星宇：**复旦大学经济学硕士，南开大学管理学学士。自2020年加入招商证券，从事策略研究。目前从事行业比较和业绩分析。

# 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。

感谢阅读，  
欢迎关注！