

惠誉博华 2024 年信用展望：水泥

供需失衡困局待解，盈利修复空间受限

2023 年，水泥行业继续面临产能严重过剩与需求不足并存局面，产量下跌至 2011 年以来最低水平。需求端来看，基建投资需求相对稳健，部分省份水泥需求主要来自水利、铁路等重点工程项目支撑；房地产行业持续深度调整，新开工大幅收缩对水泥总需求形成严重掣肘，“弱需求，高库存”局面引致水泥价格走势颓废，市场销售压力加大，企业间竞争加剧。水泥行业供需矛盾持续激化，自律协同执行乏力，错峰生产效用日益减弱，价格竞争再度抬头，同时高煤价致使成本端居高难下，利润空间急剧收窄，部分企业水泥主业产生亏损，多元化业务布局贡献利润增量。2023 年，水泥企业利润再度腰斩，现金流状况延续弱势，短期偿债指标偏弱。

惠誉博华认为，2023 年水泥行业盈利已跌至谷底，继续下跌空间已经不大，2024 年伴随基建持续发力带来需求回暖，以及成本端刚性支撑，水泥价格上修有望带动行业盈利改善，但行业供需失衡矛盾将制约盈利修复空间。

综上，惠誉博华对水泥行业 2024 年信用展望为“低景气稳定”。

惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2024 年信用展望:房地产开发(2024.01)

分析师

王兴萍 CPA

+ 86 (10) 5663 3871

xingping.wang@fitchbohua.com

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林 Jack Li

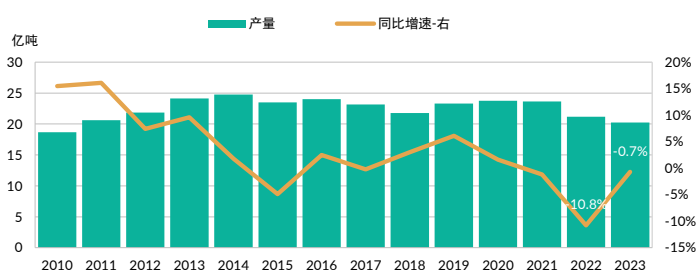
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

水泥行业供需矛盾加剧，产量跌至 2011 年以来最低水平

2022 年，受到房地产行业深度调整拖累，水泥行业整体需求低迷，行业产量从高位平台期滑落并快速收缩，全年产量下跌 10.8%。2023 年，房地产投资再度下挫，水泥行业需求依旧萎靡，全年产量 20.2 亿吨，同比下降 0.7%，为 2011 年以来历史最低水平。

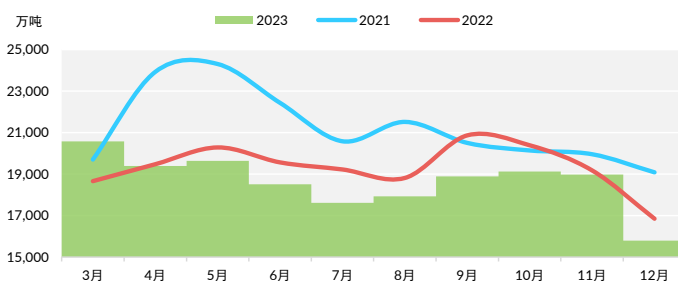
水泥行业产量与同比增速



来源：国家统计局，惠誉博华

年内表现来看，相较于 2022 年水泥市场开始呈现“旺季不旺”特征，2023 年行业需求持续不足，水泥市场淡季特征进一步弱化，大多数月份单月水泥产量出现同比下降。2023 年初疫情影响逐步消退以后，一季度行业需求出现阶段性提振，水泥产量同比明显回升，此后需求持续走弱；4 月份开始，受房地产市场再度转弱拖累，旺季需求未明显恢复，继续呈现“旺季不旺”；6 月开始受梅雨季节与部分地区夏季洪涝灾害影响，进入传统淡季；三季度传统旺季时期，需求端依旧表现为恢复不足，但水泥产量同比降幅有所收窄。

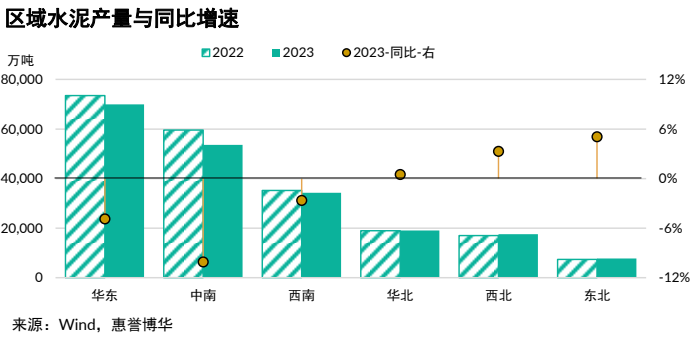
水泥行业产量当月值



来源：国家统计局，惠誉博华

2023 年，南北市场水泥产量同比变动呈较大差异。南部三大区域产量均呈不同程度下降，其中华东区域产量降幅达 10.1%；而北方三大区域产量普遍呈增长趋势，其中西北、东北区域产量分别增长 3.3%、5.1%。不过，各区域水泥产量变动对产量区域结构影响不大，南部三大区域仍为传统优势产区，产量合计占比约达 78%。

其中，华东、中南、西南、华北、西北、东北区域产量占比分别为 34.6%、26.5%、17.0%、9.4%、8.7%与 3.9%。



各省市普遍面临产能严重过剩与需求不振并存局面，水泥企业继续通过错峰生产严控产能释放，勉力降低水泥供给。2023 年，大多数省市水泥产量明显下降，其中福建、湖南、河南、陕西等省份尤为显著，房地产新开工大幅收缩引致的需求疲弱依然是主因。另一方面，部分省市如上海、西藏、青海、新疆、吉林等水泥产量增速明显，主要系需求端受重点工程项目拉动。

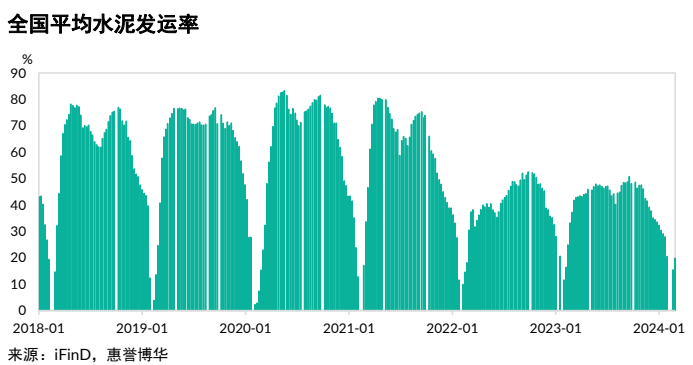
各省市水泥产量与同比增速 (万吨)

区域	省市	2023	2022	2023-同比
华东	上海	442	370	19.5%
	江苏	14,280	14,236	0.3%
	浙江	12,711	12,950	-1.8%
	福建	8,039	9,693	-17.1%
	山东	12,898	13,523	-4.6%
	江西	8,341	8,997	-7.3%
	安徽	13,252	14,219	-6.8%
中南	海南	1,545	1,626	-5.0%
	湖北	9,893	11,056	-10.5%
	湖南	8,286	9,989	-17.0%
	河南	9,554	11,485	-16.8%
	广西	9,999	10,420	-4.0%
	广东	14,322	15,226	-5.9%
西南	西藏	1,198	793	51.2%
	重庆	5,478	5,321	2.9%
	贵州	5,883	6,428	-8.5%
	云南	9,610	9,694	-0.9%
	四川	12,152	13,070	-7.0%
华北	天津	484	529	-8.6%
	北京	200	203	-1.7%
	内蒙古	3,730	3,597	3.7%
	河北	9,982	10,034	-0.5%
	山西	4,661	4,845	-3.8%
西北	青海	1,192	979	21.8%
	宁夏	1,670	1,667	0.2%
	甘肃	4,125	4,048	1.9%
	陕西	5,768	6,528	-11.6%
	新疆	4,810	3,877	24.1%
东北	黑龙江	1,945	1,881	3.4%
	吉林	2,032	1,731	17.4%
	辽宁	3,814	3,911	-2.5%

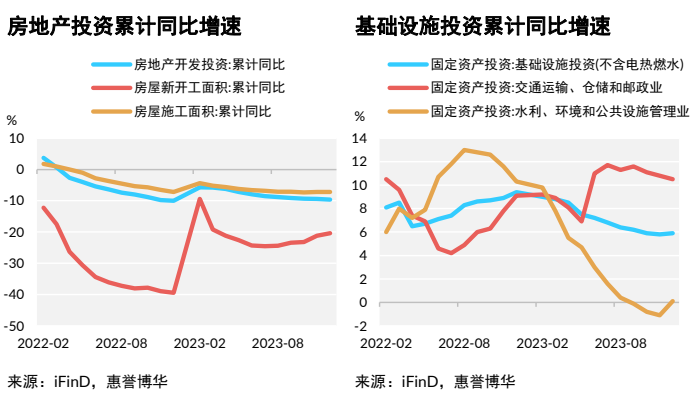
来源：国家统计局, 惠誉博华

2024 年房地产仍将构成水泥需求严重掣肘，“三大工程”与重点工程项目有望成为支撑水泥需求的中坚力量

2022 年以来，水泥行业需求端明显走弱，全国水泥发运率指标大幅回落。2023 年上半年，受益于疫情影响淡出与房地产“小阳春”，经济回暖预期较强，水泥行业发运率回升动能较强，高于 2022 年同期水平。然而，下半年以来，由于水泥行业旺季需求恢复不足，“弱需求，高库存”局面使得水泥市场销售压力加大，发运率开始下降且降幅不断扩大。



2023 年，水泥行业需求端延续弱势，主要原因是房地产市场持续调整，行业到位资金紧张，引致房地产开发投资、新开工与施工指标同比增速持续走弱，对水泥需求形成严重拖累；另一方面，地方政府债务压力凸显，资金紧张，基建有效资金到位速度偏慢，形成实物工作量的节奏放缓，4 季度增发 1 万亿国债后，基建投资明显提速，但预计增发国债形成的大部分实物工作量将于 2024 年体现，2023 年基建整体对水泥需求支撑力度不佳。细分来看，2023 年水利、铁路建设投资全面提速，增速分别达 10.1%、7.5%，重点工程项目支撑了相当比例水泥需求；而另一重要水泥需求行业公用设施固定资产投资增速为-0.8%，表现较为疲弱。



2024 年财政有望适度加力，助力基建投资稳步增长。2024 年政府工作报告提出，赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元，拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元。此外，中央财政拟连续几年发行超长期特别国债，专项

用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

“三大工程”与重点工程项目将继续加快推进。根据各省市已公布的重点工程项目清单及投资计划，大部分省市 2024 年计划投资规模高于 2023 年，重点建设领域涵盖水利工程、交通设施和能源等方向。“三大工程”方面，中国人民银行已经重启 PS L（抵押补充贷款）投放，预计主要投向“三大工程”领域，以解决其资金掣肘，目前分别于 2023 年 12 月、2024 年 1 月净新增 3500 亿元、1500 亿元，并预计净新增将持续一段时期。

根据公开信息，2024 年初，国务院办公厅印发相关文件，12 个重点省市（包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）除基本民生工程外，在交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施等领域新增投资将受到严格限制，不过“三大工程”、“十四五”重点项目、以及 50% 完工率以上的项目仍具备一定投资空间。受重点省市地方政府化债影响，2024 年基建投资增速预计将受到一定拖累，但财政适度加力有望支持全年基建投资保持较快增速。

各省市重点工程投资计划与基建增速(截至2024年3月10日,亿元)

区域	省市	2023基础设施投资增速	2024重点工程计划投资额	2023重点工程计划投资额
华东	上海	3.3%	2,300	2,150
	江苏	7.0%	6,408	5,670
	浙江	3.9%	10,313	10,000
	福建	5.7%	6,807	6,480
	山东	22.9%	10,283	3,446
	江西	19.1%	10,000	15,600
	安徽	6.3%	6,554	1,957
中南	海南		1,255	1,019
	湖北	6.4%	4,494	4,460
	湖南			
	河南	5.9%	5,830	19,000
	广西			4,262
	广东	4.2%	10,000	10,000
西南	西藏	34.8%		
	重庆	7.0%	4,500	4,300
	贵州	8.6%	3,197	8,004
	云南			764
	四川		7,616	7,071
华北	天津	-8.1%	2,466	2,361
	北京	0.9%	2,811	
	内蒙古	12.0%		7,739
	河北	17.7%	2,200	2,600
	山西			
西北	青海			
	宁夏	-9.2%	787	864
	甘肃	0.0%		2,512
	陕西	8.0%	4,304	4,819
	新疆	27.4%		
东北	黑龙江			
	吉林	4.0%		
	辽宁	15.2%	1,700	

注：河南省2024年重点工程为第一批项目计划

来源：各省市统计局，发改委，惠誉博华

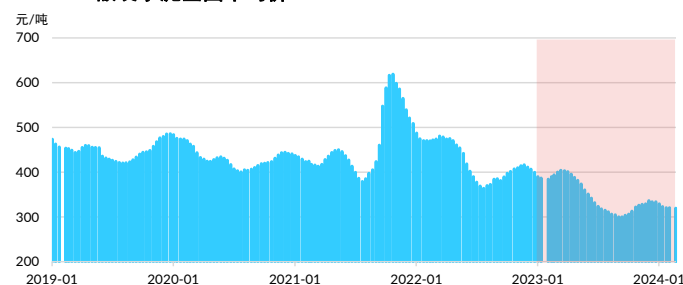
惠誉博华预计，2024 年房地产行业销售仍将探底，新开工疲弱态势料将延续（相关分析详见报告《[惠誉博华 2024 年信用展望：房地产开发](#)》），房地产仍将构成水泥需求严重掣肘；尽管重点省市化债进程将一定程度拖累基建投资，但财政适度加力有望支持基建投资较快增速，“三大工程”与重点工程项目有望继续加速推进，预计将成为支撑水泥需求的中坚力量。

2023 年水泥价格颓势尽显，行业利润空间急速收缩

从水泥价格走势看，自 2021 年 10 月创历史新高后，均价中枢持续下移，2023 年价格走势颓势尽显，持续低于 2022 年同期水平，并于 9 月份跌至近 5 年最低水平。数字水泥网数据显示，2023 年全国水泥均价为 394 元/吨，同比大幅回落 15.3%。

年内表现来看，2023 年水泥价格走势大体呈现“前高后低”，且价格下行时间较长，全年低位弱势震荡成为主旋律。1-4 月为全年价格高位区间，伴随疫情后经济活动恢复正常，工程项目开工率上升，水泥市场需求回升预期较强，价格在 385-405 元/吨区间震荡；5-9 月，需求端恢复不足，行业库存居高不下，叠加传统销售淡季，水泥价格一路下滑至年内低点 300 元/吨；10 月开始水泥价格有所上调，但需求疲弱引致旺季不旺，市场竞争加剧导致价格回升动力不足；12 月水泥价格再次回落。2024 年一季度，水泥价格延续弱势运行。

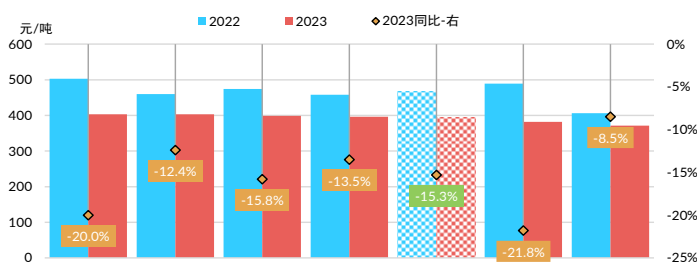
P.O 42.5 散装水泥全国平均价



来源：国家统计局，惠誉博华

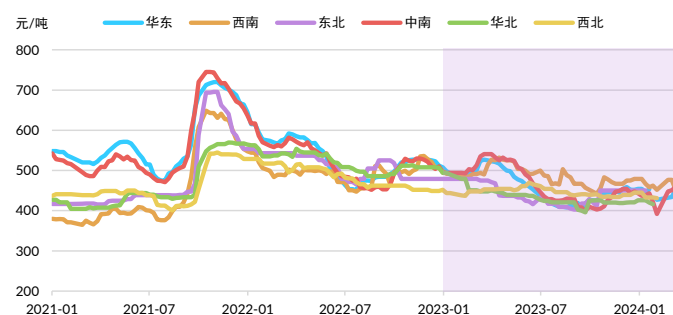
2023 年，各区域水泥价格均出现不同程度下调。其中华东、中南区域由于一二季度市场需求修复相对强势，价格出现多轮上涨行情；西南区域供需矛盾十分突出，但二季度由于企业主动限产，推动价格连续上涨，表现优于其他区域，全年价格跌幅最小，为 8.5%。而华北、东北区域水泥价格跌幅最深，全年同比分别下跌 20.0%、21.8%。

区域水泥均价变动



来源：数字水泥网，惠誉博华

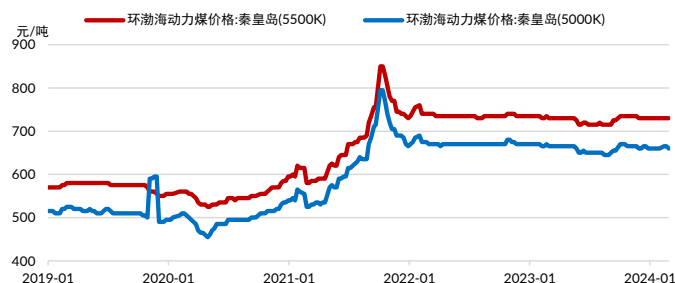
P.O 42.5 散装水泥区域均价



来源：Wind，惠誉博华

成本方面，2023 年煤炭价格中枢同比回落，但仍维持历史较高区间震荡。截至 2023 年末，环渤海动力煤（5500K）价格为 730 元/吨，国内保供增产力度不减下的海外进口高增成为年内带动价格走软的重要动因。2023 年，煤炭行业供需呈阶段性紧平衡状态，国内产区新增产能下降、在产矿井生产接续困难与矿难频发导致安监趋严成为制约原煤进一步增产的关键共性因素；需求端虽面临宏观经济增速放缓压力，但动力煤需求量增长仍相对稳定，尤其是电力行业 2023 年反弹强劲，火电发电量增速达 6.1%。中短期来看，煤炭供给能力约束因素依然存在，需求端火电主体地位难以动摇，供需紧平衡状态与开采成本约束有望支撑煤价中枢在相对高位合理区间震荡。

环渤海动力煤价格走势



来源：iFinD，惠誉博华

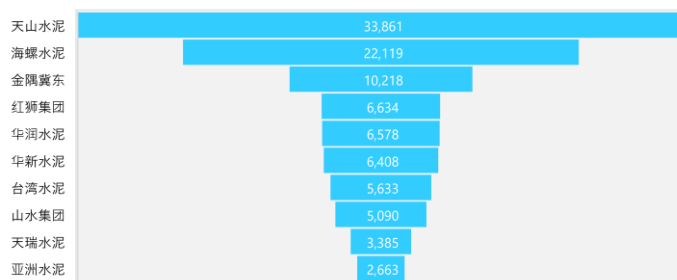
整体来看，2023 年水泥行业产能严重过剩与需求萎缩矛盾突出，成本端煤炭价格仍处较高区间，行业竞争加剧致使错峰生产效用减弱，甚至一度引发价格竞争，全年水泥价格低位弱势震荡，同

比跌幅明显。预计 2024 年水泥行业需求端恢复有限，供需严重失衡仍将制约价格大幅上涨，但全年均价有望回升，不过高成本将持续侵蚀水泥行业利润空间。

水泥企业竞争加剧，价格战再度抬头，一体化、国际化业务布局贡献利润增量

2023 年，水泥行业供需矛盾持续激化，行业自律执行乏力，错峰生产效用日益减弱，价格竞争再度抬头。天山水泥、华润水泥、海螺水泥等多家龙头企业通过降低出货价格、拓展销售渠道和品类等举措，巩固和提升水泥业务市场份额。2023 年，国内水泥产能 TOP10 企业排行变动不大，但在市场竞争加剧背景下，主导企业引领作用有所削弱。进入 2024 年，多数省份需求依然低迷，恢复不足，龙头企业也相继躬身入局，加入价格竞争。

2023年水泥企业产能TOP10 (仅统计国内产能，万吨/年)



来源：中国水泥网，惠誉博华

除水泥主业外，水泥企业继续拓展一体化、国际化业务发展空间，寻求新的业务增长点。一是继续拓展水泥一体化业务，扩张骨料、混凝土等领域产能。截至 2023 年上半年末，华新水泥、天山水泥、海螺水泥骨料业务产能分别达 2.4 亿吨/年、2.3 亿吨/年、1.3 亿吨/年，尽管骨料收入占比仍较低，但利润贡献十分可观。

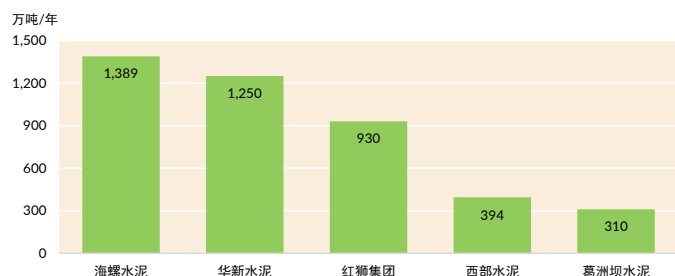
2023H1部分公司骨料业务

	骨料产能 (亿吨/年)	骨料收入 (亿元)	骨料收入 占比	骨料毛利 占比	骨料毛利率
天山水泥	2.30	25.68	4.81%	11.83%	37.15%
海螺水泥	1.30	16.88	2.58%	7.64%	57.55%
金隅冀东	0.62	5.89	4.07%	15.09%	47.91%
华新水泥	2.40	21.62	13.66%		

来源：公司2023年中报，惠誉博华

二是通过拓展海外布局，扩大经营规模。截至 2023 年末，海螺水泥海外产能 1388.8 万吨/年，分布于印度尼西亚、乌兹别克斯坦、缅甸、老挝、柬埔寨等国；紧随其后为华新水泥，海外产能 1249.9 万吨/年，分布于阿曼、塔吉克斯坦、坦桑尼亚、赞比亚、柬埔寨等国。目前水泥企业海外产能大多布局于“一带一路”沿线国家及非洲地区，在国内水泥利润持续压减下，海外水泥业务营收增幅明显。

水泥企业海外已投产产能TOP5



来源：中国水泥网，惠誉博华

三是加速绿色转型，布局光伏储能、危固废处置和 CCUS（碳捕捉与利用）项目等。目前天山水泥、海螺水泥、华润水泥等多家企业已完成光伏发电全容并网项目试点，天山水泥、华润水泥旗下 CCUS 项目已启动开工。危固废处置业务毛利率水平较高，近年来金隅冀东该业务毛利率持续保持在 40% 以上，2023H1 有所下滑，但仍远高于水泥业务，危固废处置业务持续稳定贡献了一定比例利润。

2024 年 2 月 26 日，生态环境部表示，正在积极推动全国碳排放权交易市场扩围，水泥、电解铝、钢铁有望于年内率先纳入扩围行业。惠誉博华认为，未来伴随水泥行业纳入碳市场，碳价将进一步在成本端拉大企业间差异，具有碳减排优势的水泥企业将逐步体现为成本优势。目前，水泥行业降耗减碳途径仍以技改为主，龙头企业具备资金优势，能够摊薄技改与减碳支出费用，从而提升竞争力，进一步扩大市场份额。

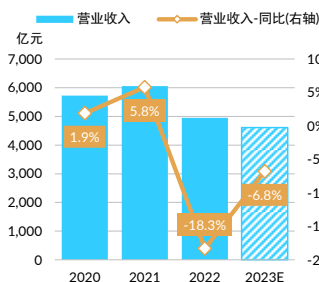
惠誉博华认为，水泥主业利润持续压减下，水泥企业继续拓展一体化、国际化业务发展空间，并逐步形成新的利润增长点。龙头企业在新的市场机遇面前仍具备更强的竞争优势，有助于进一步扩大市场份额。

水泥企业利润再度腰斩，盈利似已触底，现金流状况延续弱势，短期偿债指标偏弱

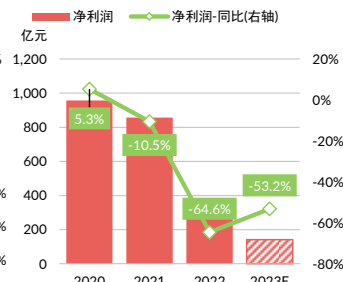
中国水泥协会预计，2023 年水泥行业利润约为 320 亿元，同比继续暴跌约 50%，行业利润已下滑至近 16 年最低水平，销售利润率也远低于工业企业平均水平。惠誉博华选取了 19 家水泥行业样本公司进行分析，其中包含天山水泥及其 3 家重要子公司，以及 5 家港股样本公司。

2023 年水泥行业营收与利润跌势未止，盈利状况堪忧。惠誉博华测算结果显示，2023 年，剔除合并口径子公司影响后，16 家样本公司营业收入与净利润预测值合计分别为 4,613 亿元、142 亿元，同比分别继续下滑 6.8%、53.2%。2023 年水泥样本公司净利润规模再度腰斩，较 2021 年高位水平跌幅已逾八成之多。

样本公司营业收入与增速



样本公司净利润与增速



注：考虑到数据可比性，2019 年合计值包含了祁连山、宁夏建材数据；2020 年天山水泥为重溯调整数据；且 2020 年及以后年度数据合计值均剔除天山水泥合并范围内子公司中联水泥、西南水泥、南方水泥的影响。下同

来源：iFinD，惠誉博华

已披露 2023 年业绩快报/预告的水泥企业盈利状况大多继续恶化，呈现利润暴跌、同比转亏或亏损扩大趋势，原因主要是水泥行业需求不振，量价齐跌，部分公司水泥价格甚至跌破成本线，致使主营业务发生亏损。然而，2023 年塔牌集团净利润逆势大增 178.6%，据公司公告，主要原因一是公司加强降本增效，通过原燃料替代等多种举措不断降低生产成本，同时叠加煤炭价格下移影响，实现水泥平均销售成本同比降幅大于平均销售价格降幅，从而部分对冲了量价齐跌的风险，综合毛利率逆势提升 9.28 个百分点；二是受益于证券投资浮亏减少，非经常性损益同比增加 1.55 亿元。

已披露 2023 年业绩快报/预告水泥企业盈利变动

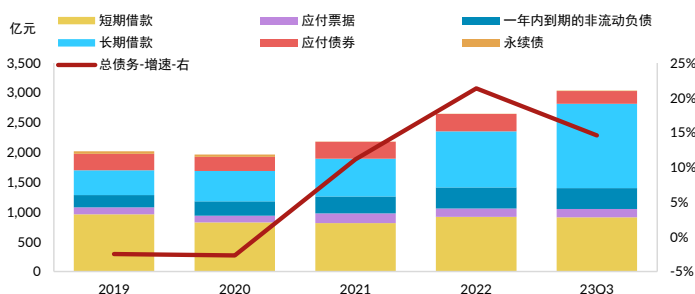
公司简称	预告净利润下限 (万元)	预告净利润上限 (万元)	同比增长下限	同比增长上限	2022 年净利润 (万元)
天山水泥	160,000	208,000	-64.8%	-54.2%	454,224
金隅冀东	-150,000	-140,000	同比转亏		135,769
亚泰集团	-490,000	-330,000	亏损扩大		-345,434
塔牌集团	74,151		178.6%		26,621
福建水泥	-38,000	-29,000	亏损扩大		-24,264
华润水泥	54,488	69,348	-67.0%	-58.0%	165,115
亚洲水泥 (中国)	10,610		-75.0%		42,010
山水水泥	-85,000		同比转亏		74,870
西部水泥	53,765	67,206	-60.0%	-50.0%	134,412

来源：公司业绩预告，业绩快报，惠誉博华

惠誉博华认为，2023 年水泥行业盈利已跌至谷底，继续下跌空间已经不大，2024 年伴随基建持续发力带来需求回暖，以及成本端刚性支撑，水泥价格上修有望带动行业盈利改善，但行业供需失衡矛盾将制约盈利修复空间。

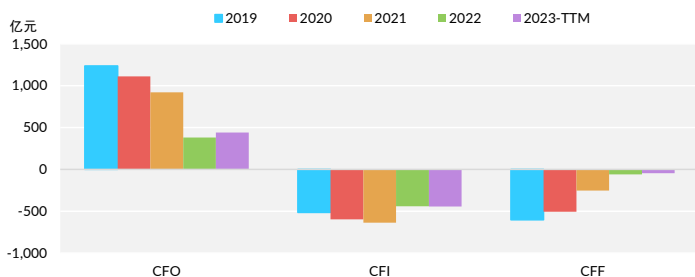
2022 年以来，水泥市场需求转弱，价格走低，水泥企业经营性现金流规模快速收敛。而龙头企业加速推进生产线技术改造与外延扩张，如海螺水泥、华新水泥等持续发力骨料、混凝土等非水泥业务，并加快海外布局步伐，资本开支持续大规模扩张，致使有息债务规模明显增长，同时企业对现金类资产的消耗使得净债务几近倍增。2023 年，水泥行业经营现金流延续弱势，债务增速有所回落。惠誉博华预计，水泥需求羸弱将继续侵蚀行业内生现金流，未来资本开支仍将催生一定外部资金需求。

样本公司总债务结构与变动



注：港股样本公司2023年为上半年数据
来源：iFinD，惠誉博华

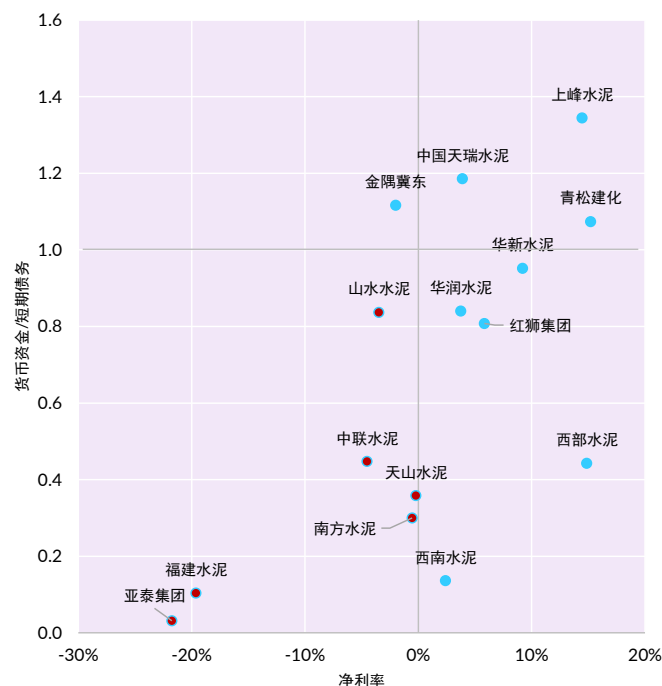
样本公司现金流



注：上述合计值不包含港股样本；其他数据处理过程同上
来源：iFinD，惠誉博华

短期流动性方面，水泥企业货币资金/短期债务指标大多表现较弱，截至 2023 年 3 季度末，样本公司中海螺水泥、亚洲水泥(中国)、万年青的货币资金/短期债务指标处于较高水平，分别为 7.1 倍、8.1 倍、3.6 倍，具有较高财务灵活性。中国天瑞水泥因其现金类资产中受限比例非常大，实际流动性可能弱于指标表现。此外，亚泰集团、福建水泥财务杠杆在样本企业中处于偏高水平，截至 2023 年 3 季度末，二者总债务资本化率分别为 73.2%、55.1%，主要原因为近年经营亏损侵蚀所有者权益。同时，二者有息债务结构均以短期借款为主，现金类资产对短期债务的覆盖倍数较弱，具有一定的短期压力。

23Q3末样本企业净利率与货币资金/短期债务指标



注：海螺水泥、万年青、亚洲水泥(中国)的货币资金/短期债务指标远高于其他样本；塔牌集团无短期债务，未在上图列示；港股样本公司为2023H1数据
来源：iFinD，惠誉博华

2023 年水泥行业走势颓废，持续面临产能过剩严重与需求不足并存局面，产量打破高位平台，已跌至近 11 年来最低水平。基建投资需求相对稳健，但房地产投资不振对水泥总需求形成严重掣肘，供需矛盾持续激化。水泥企业间竞争加剧，行业自律执行乏力，错峰生产效用削弱，价格竞争再度抬头，成本端居高难下，行业利润空间急速收缩，已连续两年接近腰斩。惠誉博华预计，2024 年财政适度发力将支持基建投资保持高个位数增速，水泥需求将有所改善，“三大工程”与重点工程项目有望形成支撑，但供需严重失衡矛盾依然突出，难以支撑价格大幅上涨，将制约水泥企业盈利修复空间。

综上所述，惠誉博华对水泥行业 2024 年信用展望为“低景气稳定”。

附录 1：惠誉博华 2024 年信用展望：水泥行业样本公司名单

代码	公司简称	公司名称
1	天山水泥	新疆天山水泥股份有限公司
2	中联水泥	中国联合水泥集团有限公司
3	西南水泥	西南水泥有限公司
4	南方水泥	南方水泥有限公司
5	海螺水泥	安徽海螺水泥股份有限公司
6	金隅冀东	唐山冀东水泥股份有限公司
7	华新水泥	华新水泥股份有限公司
8	红狮集团	红狮控股集团有限公司
9	亚泰集团	吉林亚泰(集团)股份有限公司
10	青松建化	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司
11	万年青	江西万年青水泥股份有限公司
12	上峰水泥	甘肃上峰水泥股份有限公司
13	塔牌集团	广东塔牌集团股份有限公司
14	福建水泥	福建水泥股份有限公司
15	华润水泥	华润建材科技控股有限公司
16	亚洲水泥(中国)	亚洲水泥(中国)控股公司
17	山水水泥	中国山水水泥集团有限公司
18	中国天瑞水泥	中国天瑞集团水泥有限公司
19	西部水泥	中国西部水泥有限公司

来源：惠誉博华

附录 2：惠誉博华 2024 年行业展望与景气度预判

正面			
稳定	工程机械及重卡 水泥 房地产开发	汽车 商业地产 火电 煤炭采掘	
负面			新能源电力
	低景气	中景气	高景气

来源：惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。