

分析师:

唐跃 S0190513070005

黄伟平 S0190514080003

王涵 S0190512020001

研究助理:

左大勇, 李蕙荃, 池光胜

联系方式

tangyue@xyzq.com.cn

## 专题研究：债权重整 VS 清算

2015年9月21日

### 相关报告

#### 投资要点

- 二重集团和天威集团相继公告申请破产重整。公开市场信用违约事件频发，投资更加债权重整或清算后的价值。我们对过去一系列的信用事件和清偿计算方法总结，供投资者参考。
- **一、债券违约具有相类似的财务特征**
  - 1) 珠海中富、湘鄂情、二重集团和天威集团的 ROIC 水平持续下降，但财务负担则逐年上升，导致 ROIC 与财务负担的差额为负值且幅度扩大，说明企业盈利很难覆盖财务负担了，债权违约的概率上升。且违约主体已经出现资不抵债。
- **二、债权重整 VS 清算**
  - 1) **债权重整的条件是什么？**根据《破产法》，重整程序适用于两种情形：1、债务人将要出现破产原因，即有明显丧失清偿能力可能的；2、债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务的，或者不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力的。企业破产时债券按一下顺序清偿：1、付清职工的工资、社会保险费和法定补偿金；2、缴纳所欠税款；3、清偿公司债务；4、按股东出资比例分配。
  - 2) **历史经验看，重整清偿率往往高于清算清偿率。**从过往上市公司的重整方案清偿率看，重整清偿率差异性较大，依具体的重整方案而定，但普遍高于清算清偿率。以超日太阳为例，重整后 11 超日债几乎全部兑付，而若进行清算受偿率只有 3.95%。
  - 3) **二重集团和天威集团清算清偿率模拟测算。**两公司均以申请重整，因为具体的重整方案并不明确，重整成功与否也存在不确定性，我们可以假设最悲观的情况下即重整不通过后的清算价值。
    - ✓ **二重集团清算清偿率模拟测算：**根据测算，而二重集团总资产的可回收价值约为 87 亿元，职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款约为 32.78 (6.35+4.42-93.52\*15%-27.13\*62%) 亿元，普通债权约为 220 亿元。总资产可能回收的价值扣除职工债权、税款债权和抵/质押保证借款后为 54.22 亿元，对应 220 亿元的普通债权，清算清偿率约为 25%，**即如果清算 12 二重集 MTN1 可能回收的价值为 1/4。若能够进行重整，可能获得高于 25% 的清偿率。**
    - ✓ **天威集团清算清偿率模拟测算：**总资产可回收价值约为 31.32 亿元，职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款约为 36 亿元，普通债权预计为 97 亿元。总资产可能回收价值已经不抵职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款。**即意味着如果重整不成功，进行破产清算，普通债权的清偿率几乎为零。清算将可能极大的损害普通债权人的利益。这也说明普通债权人的利益可能得通过重整来提升。**

所要注意的是，因为信息不透明缺乏详细的科目细节，计算都基于一定的前提假设，在实际操作过程中可能跟计算结果存在差异。但作为衡量债权违约时的清偿价值，方法可以借鉴。



## 报告正文

近期二重集团和天威集团相继公告申请破产重整。公开市场信用违约事件频发，投资更加债权重整或清算后的价值。我们对过去一系列的信用事件和清偿计算方法总结，供投资者参考。

## 一、债券违约具有相类似的财务特征

- **信用事件常态化。**由于经济增速下台阶，下游需求下滑导致原来积极扩张企业面临较大的困境。企业盈利下滑，导致信用市场负面事件不断。目前的债券市场违约已由私募债蔓延至公募债，由民企蔓延至国企和央企。自去年超日利息违约后，公募市场上湘鄂情、天威集团、珠海中富和二重集团违约相继爆发。而违约个体间存在不同的原因，例如：
  - 1) 湘鄂情受制于三公消费限制，其高端餐饮业务处于持续亏损状态。而在转型过程中公司面临较大的资本开支。在相当一段时间内湘鄂情的主要发展方向并不明确。
  - 2) 二重集团因机械设备行业需求向差，12 年开始就持续大幅亏损，14 年出现资不抵债并出现大量贷款逾期。大股东“弃车保帅”，在 13 年就提议二重重装向二重集团转让亏损资产来避免暂停上市。

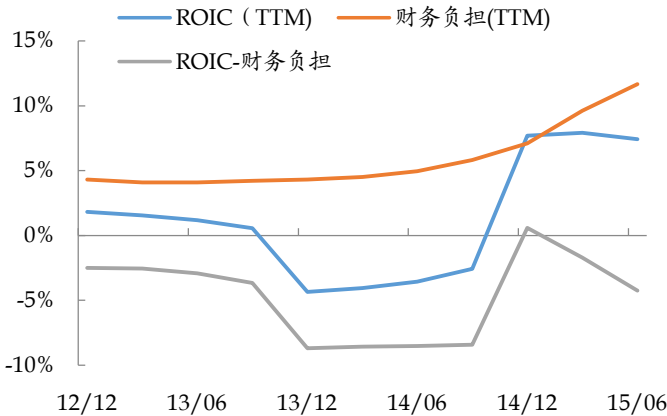
图表 1: 2015 年相关违约个券特征

相关债券	公司	违约前特征
12 湘鄂债	中科云网	传统餐饮业务持续亏损，环保业务未达到预期水平，新进入的新媒体及大数据领域面临较大不确定性，转型过程中资金压力较大。
11 天威 MTN2	天威集团	多元化经营拖垮了原有业务，股东剥离优质上市资产，股东控股子公司与公司间官司不断。
12 中富 01	珠海中富	主要客户需求减弱导致主业盈利持续恶化，外部融资收紧，15 年实际控制人变更
12 二重集 MTN1	二重集团	行业景气低迷、股东支持力度下降、资不抵债

数据来源：兴业证券研究所

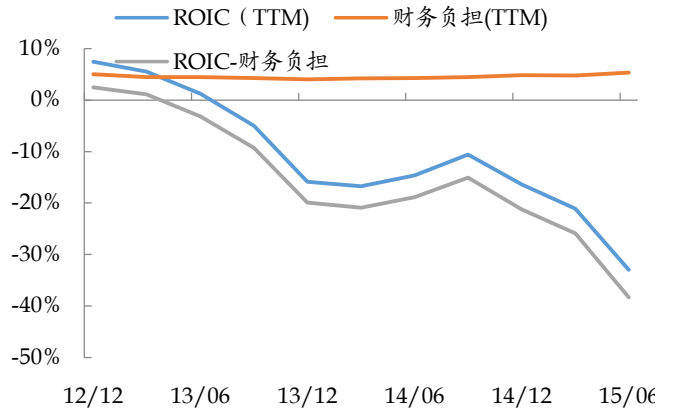
- **但违约主体表现出相似的财务特征。**因企业经营难度上升，投资回报率则持续下降，发行人也被要求更高的风险溢价，企业的财务负担持续上升，这导致企业盈利覆盖财务负担的难度进一步上升，增加了主体的违约概率。这里我们以 ROIC 来代表企业的投入资本回报率，以（财务费用/有息负债）来衡量企业的财务负担。以今年的违约主体为例，珠海中富、湘鄂情、二重集团和天威集团的 ROIC 水平持续下降，但财务负担则逐年上升，导致 ROIC 与财务负担的差额为负值且幅度扩大，说明企业盈利很难覆盖财务负担了，债权违约的概率上升。
- **违约主体已经出现资不抵债。**湘鄂情、二重集团、天威集团自 15 年末已经资不抵债，符合申请破产清算或重整的条件。而珠海中富尽管所有者权益仍然为正但持续萎缩，企业经营并无实质性改善，仍有资不抵债的可能。

图表 2: 珠海中富 ROIC 下滑, 而财务负担上升, 导致 ROIC-财务负担为负

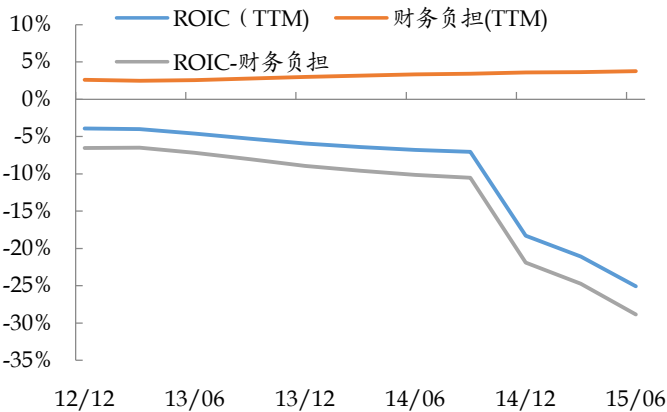


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 3: 湘鄂情 ROIC 持续下滑, 而财务负担上升, ROIC-财务负担扩大至-40%

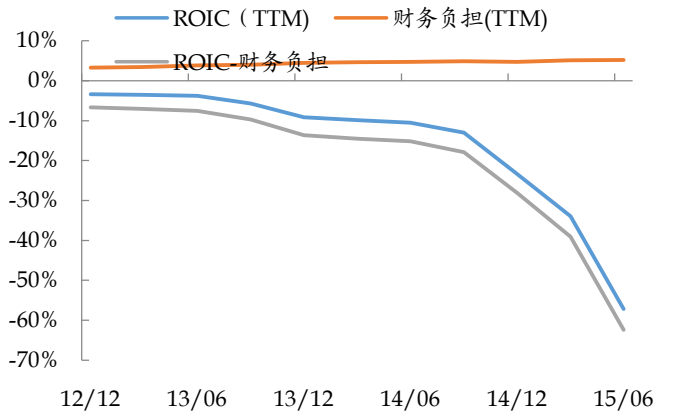


图表 4: 二重集团 ROIC 持续下滑, 而财务负担上升, ROIC-财务负担扩大至-30%

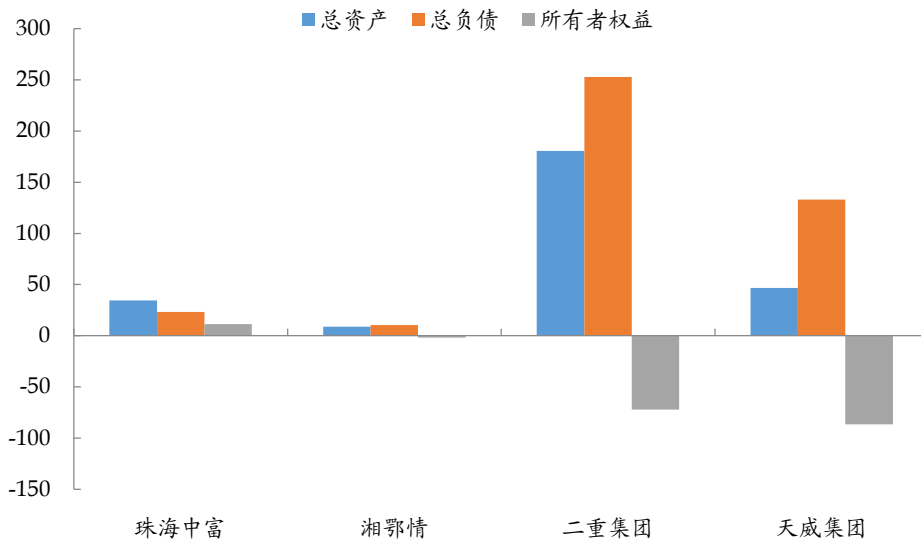


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 5: 天威集团 ROIC 持续下滑, 而财务负担上升, ROIC-财务负担扩大至-30%



图表 6: 湘鄂情、二重集团、天威集团已经出现资不抵债 (15年中报, 亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

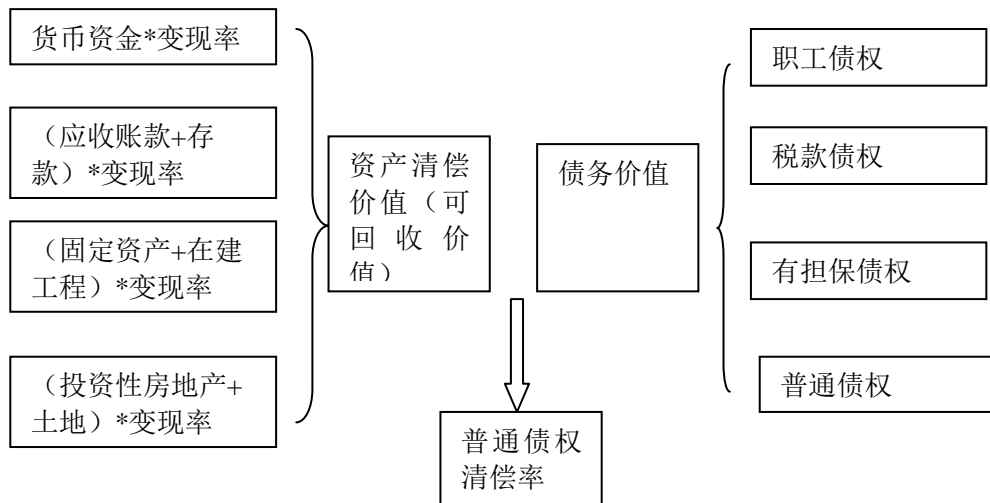
## 二、债权重整 VS 清算

### 一、债权重整/清算条件及其清偿顺序

- **债权重整的条件是什么？**根据《破产法》规定，破产重整制度与破产清算制度、破产和解制度构成现代破产法的主要框架，三大制度相互独立，又互相关联<sup>1</sup>。根据《破产法》第二条第2款规定，重整程序适用于两种情形：**1、债务人将要出现破产原因，即有明显丧失清偿能力可能的；2、债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务的，或者不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力的。**申请清算和申请重整的条件相一致。重整方案失败后，则进入清算程序。
- **企业破产时，债权清偿顺序如何？**根据《破产法》规定，企业破产时债券按一下顺序清偿：1、付清职工的工资、社会劳动保险费和法定补偿金；2、缴纳所欠税款；3、清偿公司债务；4、按股东出资比例分配。在前一顺序的债权未得到全额偿还前，后一顺序的债权不予分配。破产财产不足清偿同一顺序的清偿要求时，按照同一比例向债权人清偿。对于债权部分可分为职工债权、税款债权、有担保债权和普通债权。有担保债权在担保物变现范围内清偿，担保物变现超出部分将转为偿付普通债权，若担保物未能完全清偿有担保债权则未清偿部分转为普通债权按普通债权办法清偿。普通债权的金额较大，一般根据企业资产的变现或重组方注资情况按一定比例清偿。
- **如何计算清偿率？**在重整时往往通过转让股权、引入其他股东方来增加偿还价值。若重整失败则进入清算程序，普通债权的清算清偿率通过按资产清偿价值减薪酬、税款以及有财产担保债权计算，最终可得普通债务的清偿率。而资产清偿价值将货币资金、应收账款、存货、固定资产、在建工程、投资性房地产和土地无形资产等各类资产按照不同的变现率进行评估。

<sup>1</sup>破产清算是指企业被宣告破产，依破产程序所进行的清算，目的在于立即进行清算，公平分配债务人的财产，使债务人企业消亡。破产重整是为了债务人企业继续存续，从而有能力清偿债务，平衡保护债权人、出资人、其他利害关系人与债务人企业的利益并限制担保物权的行使，弥补了解制度的缺陷，体现了现代破产法实施破产预防的程序目的。

图表 7: 普通债权清偿率计算



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

## 二、从历史经验看普通债权清偿率

- **历史经验看, 重整清偿率往往高于清算清偿率。**对于经营陷入困境的企业重整一般能够提高清偿率(特别是上市公司可能仍然拥壳价值), 比破产清算能更好保护债权人的利益。重整一般有让渡股份偿债、引入重组等方式进行。例如山东海龙引入央企恒天集团, 重整后改为恒天海龙; 超日太阳引入江苏协鑫, 重整后改为协鑫集成。从过往上市公司的重整方案清偿率看, 重整清偿率差异性较大, 依具体的重整方案而定, 但普遍高于清算清偿率。
- **超日重整的启示:** 2014年3月8日超日太阳利息违约, 2014年10月7日ST超日发布重整计划草案, 重整方案以江苏协鑫等9家投资人出资方式进行, 重整后超日太阳以不低于19.6亿元用于支付重整费用、清偿债务、提存初步确认债权和预计债权等。其中, 若重整成功, 11超日债每张优先受偿3.06元, 剩余108.58元/张作为普通债权受偿, 20万元以下(含20万元)部分全额受偿, 20万元以上的部分按照20%的比例受偿, 未受偿部分由长城资产和久阳投资进行担保(即合计8.8亿元的额度为11超日债未偿还部分提供连带责任担保), 重整后11超日债接近全额兑付。而若重整失败, 根据清算规则, 每张3.06元优先受偿, 资产评估价值的4.76亿元, 扣除有财产担保债权优先受偿部分、破产费用、职工债权、税款债权的价值为2.26亿元, 对应57.21亿元的普通债权, 普通债权的受偿率为3.95%。因重整清偿率明显高于清算清偿率, 最终重整方案通过。

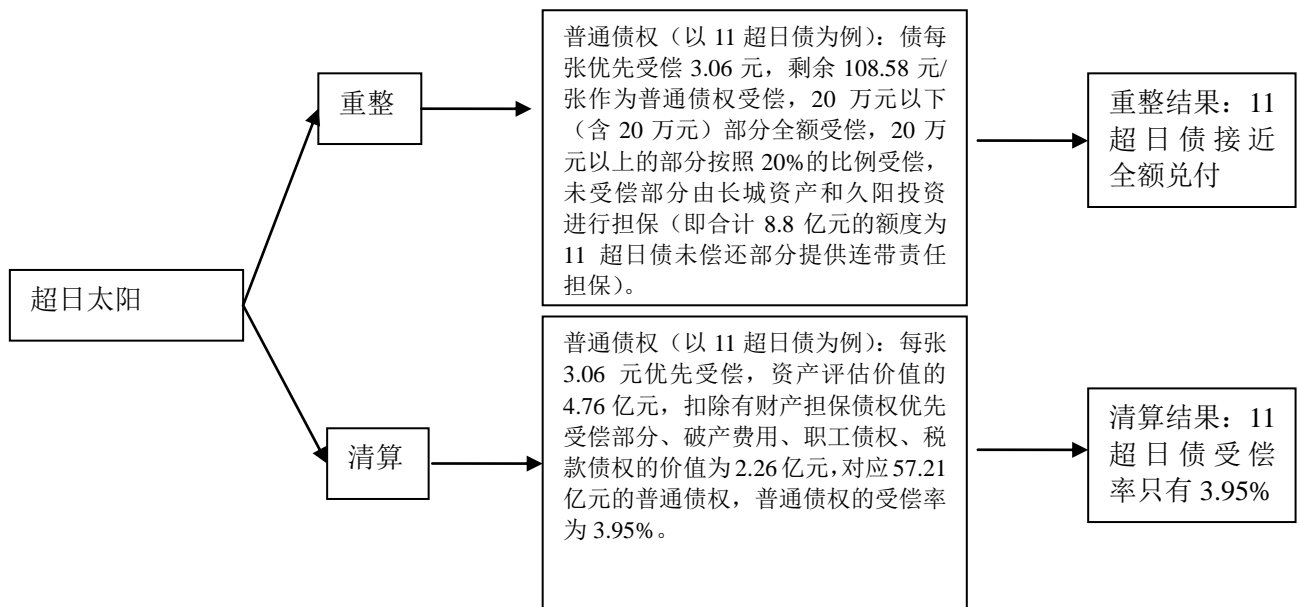


图表 8: 上市公司相关的重整方案

上市公司	股权方案	重组方式	普通债权重整清偿率	普通债权清算清偿率
新中基	公积金 10 转 6, 让渡股份还债		54%	44%
山东海龙	潍坊投资公司让渡所持 78% 股权	引入央企恒天集团重整	40%	14.18%
SST 光明	光明集团让渡 16% 股权, 其他非流通股股东让渡所持 10%, 流通股股东让渡所持 6%	引入重组方	18%	8.60%
ST 超日	江苏协鑫等 9 家投资人出资方式进行, 江苏协鑫将成为超日太阳的控股股东。	引入重组方	将近 100%	3.95%

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 9: 超日太阳重整/清算普通债权清偿率比较



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

### 三、二重集团和天威集团清算清偿率模拟测算

- 上周二重集团和天威集团相继发布申请破产重整公告, 涉及主要债券有 12 二重集 MTN1、11 天威 MTN1、11 天威 MTN2 等, 均可视为普通债权。因为具体的重整方案并不明确, 重整成功与否也存在不确定性, 这里我们可以假设最悲观的情况下, 即重整不通过后的清算价值。根据普通债权的清算清偿率的计算方法, 剩余清偿价值按资产清偿价值减薪酬、税款以及有财产担保债权计算, 最终可得普通债务的清偿率。所要注意的是, 因这两发行人缺乏具体的科目明显, 这里我们对资产方的测算做出相关的假设, 但实际价值可能存在差异, 这里更多是提供测算的方法。

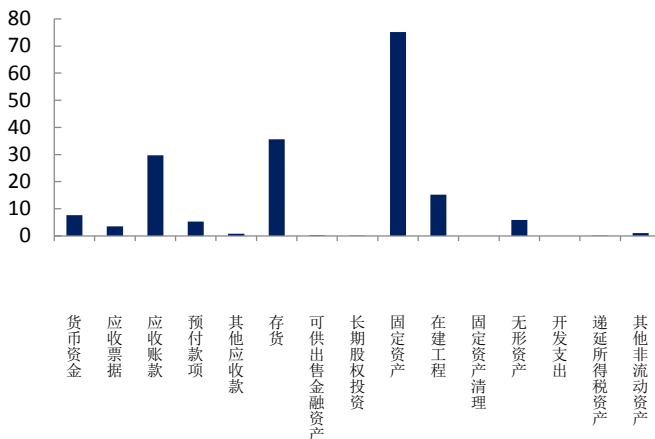
#### 二重集团清算清偿率模拟测算

- 根据公司披露的 2015 年中报, 总资产为 180.42 亿元, 其中流动资产为 82.62 亿元 (应收账款和存货分别为 29.10 亿元和 35.62 亿元), 非流动资

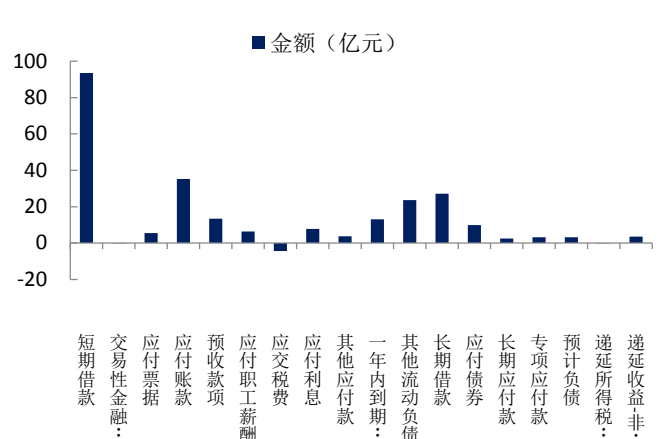
产 97.80 亿元（主要是固定资产和在建工程）。应收账款持续居高不下在一定程度上回收并不理想，而因产品价值下降，以历史成本计价的存货价值也可能明显下降。因缺乏具体的科目明细，我们在测算时作出以下假设，（1）货币资产流动性较高，按 100% 变现；（2）应收账款、存货等按 50% 变现；（3）固定资产、在建工程等流动性较差，按 40% 变现；（4）投资性房产、土地等无形资产按 80% 变现（考虑到房产、土地等获得时间早，期间有增值）。按此测算，总资产可回收的价值约为 87 亿元。

- 截至 2015 年中，二重集团的总负债为 252.68 亿元，其中金额较大的有短期借款 93.52 亿元，应付账款 35.23 亿元，预收账款 13.48 亿元，长期借款 27.13 亿元，应付债券 9.94 亿元，公司债务负担重且涉及众多债权人。职工债权为 6.35 亿元，税款债权为 -4.42 亿元。因短期借款、长期借款有担保权的比例并未披露明显，以 12 二重集 MTN1 募集说明书所披露的 15%、62% 作为参考。那么职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款约为 32.78 (6.35+4.42-93.52\*15%-27.13\*62%) 亿元，普通债权约为 220 亿元。
- 按此推理，普通债权的清算清偿率约为 25%。12 二重集 MTN1 没有担保，我们将其视为普通债权。总资产可能回收的价值约为 87 亿元，扣除职工债权、税款债权和抵/质押保证借款后为 54.22 亿元，对应 220 亿元的普通债权，清算清偿率约为 25%，即如果清算 12 二重集 MTN1 可能回收的价值为 1/4。若能够进行重整，可能获得高于 25% 的清偿率。

图表 10: 二重集团资产构成(亿元)



图表 11: 二重集团负债构成



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 12: 二重集团资产负债测算

资产方	金额 (亿元)	回收价值估计 (亿元)	负债方	金额 (亿元)
货币资金	7.64	7.64	短期借款	93.52
应收票据	3.50	1.75	交易性金融负债	0.01
应收账款	29.70	14.85	应付票据	5.46
预付款项	5.36	2.68	应付账款	35.24
其他应收款	0.80	0.40	预收款项	13.48
存货	35.62	17.81	应付职工薪酬	6.35

**固定收益**

可供出售金融资产	0.27	0.27	应交税费	-4.42
长期股权投资	0.08	0.08	应付利息	7.82
固定资产	75.12	30.05	其他应付款	3.71
在建工程	15.20	6.08	一年内到期的非流动负债	13.11
固定资产清理	0.05	0.02	其他流动负债	23.64
无形资产	5.86	4.69	长期借款	27.13
开发支出	0.01	0.01	应付债券	9.95
递延所得税资产	0.09	0.07	长期应付款	2.45
其他非流动资产	1.11	0.88	专项应付款	3.26
			预计负债	3.28
			递延所得税负债	0.02
			递延收益-非流动负债	3.64
<b>总资产</b>	<b>180.42</b>	<b>87.29</b>	<b>总负债</b>	<b>252.68</b>

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

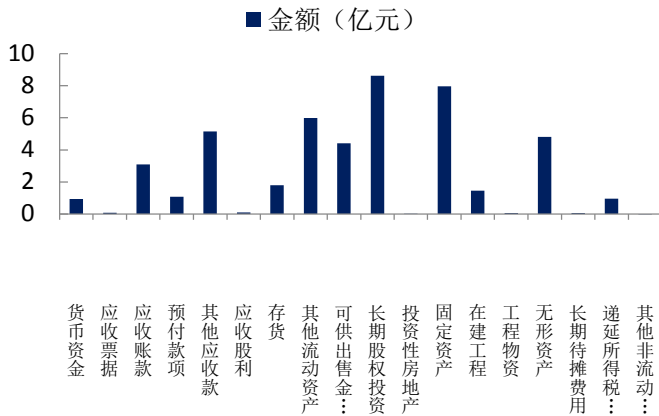
### 天威集团清算清偿率模拟测算

- 根据公司披露的 15 年中报, 总资产为 46.61 亿元, 主要应收账款、其他应收款、长期股权投资等组成。应收帐款和其他应收款占比高, 且应收账款的账龄多在 3 年以上, 回收可能并不理想。可供出售的金融资产主要是持有上市公司的股票, 以成本法计算, 且是 14 年之前购买的, 此次股灾尽管大部分股票跌至 15 年初的价格, 但因公司购买的股票时间较早, 且以成本法计价, 预计冲击并不大。应收票据、其他应收款和预付款项账龄期限多在 2 年以内, 我们给予 80% 的回收率。按此推理, 总资产回收价值约为 31.32 亿元。
- 公司总负债为 132.99 亿元, 主要是短期借款、应付账款、应付利息、长期借款和应付债券。其中职工债权、税款债权分别为 0.81 和 0.35 亿元。涉及抵押、质押及保证条款的主要在短期贷款和长期借款两个科目中, 根据 14 年披露的年报, 短期借款约有 40% 为有担保权的债权, 长期借款约有 85% 为有担保权的债权。依此推算, 职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款约为 36 亿元 (0.81+0.35+10.83\*40%+35.35\*85%) 亿元, 应付账款、其他应付款、预收款项和应付债券为普通债权, 预计为 97 (132.99-36) 亿元。
- **按此推算, 普通债权的清算清偿率极低。**天威集团所发行的债券 11 天威 MTN1、11 天威 MTN2、12 天威 PNN001、13 天威 PNN001 为无担保债权, 可视为普通债权。总资产可能回收价值为 31.32 亿元, 已经不抵职工债权、税款债权、抵/质押及保证借款的 36 亿元。**即意味着如果重整**

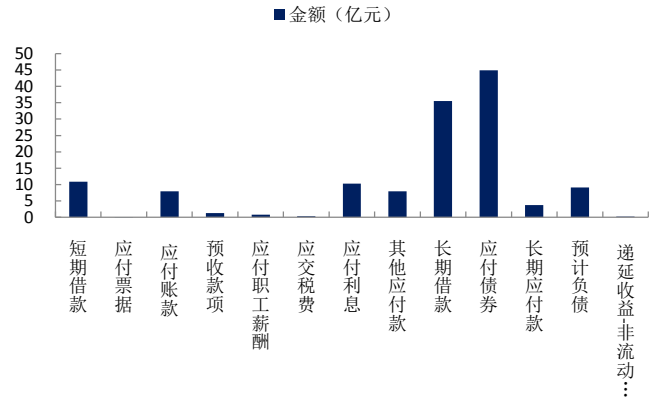


不成功，进行破产清算，普通债权的清偿率几乎为零。清算将可能极大的损害普通债权人的利益。这也说明普通债权人的利益得通过重整来提升。

图表 13: 天威集团资产构成



图表 14: 天威集团负债构成



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 15: 天威集团资产负债测算

资产方	金额 (亿元)	回收价值估计 (亿元)	负债方	金额 (亿元)
货币资金	0.94	0.94	短期借款	10.83
应收票据	0.08	0.04	应付票据	0.02
应收账款	3.10	1.55	应付账款	7.96
预付款项	1.07	0.86	预收款项	1.33
其他应收款	5.16	4.13	应付职工薪酬	0.81
应收股利	0.10	0.08	应交税费	0.35
存货	1.79	0.89	应付利息	10.31
其他流动资产	5.99	2.99	其他应付款	7.93
可供出售金融资产	4.41	4.41	长期借款	35.53
长期股权投资	8.62	8.62	应付债券	44.90
投资性房地产	0.03	0.02	长期应付款	3.74
固定资产	7.97	3.19	预计负债	9.10
在建工程	1.46	0.58	递延收益-非流动负债	0.18
工程物资	0.07	0.06		
无形资产	4.82	3.85		

**固定收益**

长期待摊费用	0.07	0.05		
递延所得税资产	0.95	0.76		
其他非流动资产	0.00	0.00		
<b>总资产</b>	<b>46.61</b>	<b>31.32</b>	<b>总负债</b>	<b>132.99</b>

数据来源：Wind，兴业证券研究所

- 所要注意的是，因为信息不透明缺乏详细的科目细节，我们上述的计算都基于一定的前提假设，在实际操作过程中可能跟计算结果存在差异。但作为衡量债权违约时的清偿价值，方法可以借鉴。

## 投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%

### 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戔	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。