

买入 (维持)

目标价: 1.61 港元

现价: 1.26 港元

预期升幅: 27.8%

## 03800.HK 保利协鑫能源

## 硅片产销超预期, 关注新能源业务发展

2016年03月30日

## 市场数据

报告日期	2016.03.30
收盘价(港元)	1.26
总股本(亿股)	186
总市值(亿港元)	234
净资产(亿元)	210
总资产(亿元)	951
每股净资产(元)	1.02

数据来源: Wind

## 相关报告

调研纪要-20140219  
 首发深度报告-20140424  
 会议摘要-20140410  
 运营表现点评-20140516  
 业绩点评-20140829  
 业绩点评-20150402  
 跟踪报告-20160303

## 海外新能源研究

分析师: 刘小明  
 liuxiaoming@xyzq.com.cn  
 SFC: AYM804  
 SAC: S0190516020001

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21,766	24,378	26,203	28,130
同比增长(%)	-41.53%	12.00%	7.49%	7.36%
净利润(百万元)	2,425	1,700	1,966	2,512
同比增长(%)	24.05%	-29.92%	15.66%	27.78%
毛利率(%)	26.54%	25.85%	26.24%	26.39%
净利润率(%)	10.28%	7.94%	8.55%	8.93%
净资产收益率(%)	15.44%	12.60%	14.64%	15.65%
每股收益(人民币分)	15.52	9.14	10.58	13.51
市盈率	6.82	11.58	10.01	7.84

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

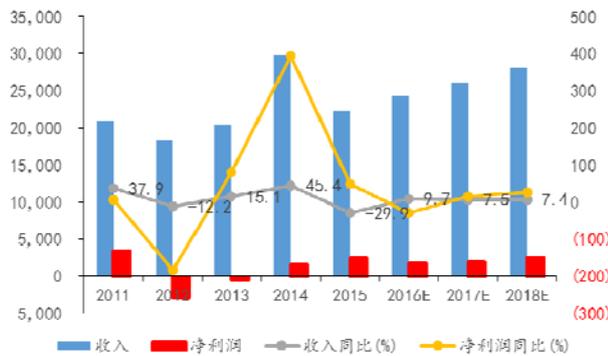
- **新能源业务增长带动公司业绩增长。**公司 2015 年持续经营业务 (不包括 2015 年剥离的电力业务) 实现收入人民币 21,766 百万元, 同比增长 1.1% (2014 年经重列收入: 21,523 百万元); 公司持有人应占利润 2,106 百万元人民币, 同比增长 49% (2014 年: 1,412 百万元); EPS 为 13.48 分, 同比增长 50% (2014: 9.04 分)。公司收入和利润的增长主要来自于新能源业务—子公司协鑫新能源 (451.HK) 的收入增长 (812 百万元增长至 1,970 百万元人民币) 和减亏, 而光伏材料和光伏电站的收入基本持平。
- **多晶硅和硅片产销超预期, 价格继续下降但已企稳。**2015 年全年公司多晶硅和硅片都实现了满产满销, 其中多晶硅产量 74,358 公吨, 同比增长 11%。公司全年硅片销售量 15,178MW, 同比增长 17.6%。价格方面, 2015 年全年公司多晶硅平均售价 15.6 美元/公斤, 同比下降达 28%; 硅片平均售价 0.188 美元/瓦, 同比下降 12.6% (2014: 0.215 美元/瓦)。多晶硅和硅片的价格在 2015 年三四季度已经基本企稳, 预计 2016 年上半年伴随光伏抢装, 多晶硅和硅片价格将维持平稳或微升, 但下半年或面临下调压力。
- **我们的观点:** 公司是中国多晶硅以及硅片生产和制造龙头企业, 将充分受益光伏行业的增长以及自身对于行业的影响力和垄断力, 新能源业务迅速发展, 加之单晶项目投产带来的业绩增量, 我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为人民币 9.14、10.58 和 13.51 分, 我们维持公司买入评级, 并提高目标价至 1.61 港元, 目标价对应 P/E 分别为 14.8、12.8 和 10.1 倍。
- **风险提示:** 新能源业务发展进度低于预期, 单晶项目延迟投产, 硅片价格超预期下跌。

## 报告正文

## 2015 年业绩点评

- **新能源业务增长带动公司业绩增长。**公司 2015 年持续经营业务(不包括 2015 年剥离的电力业务)实现收入人民币 21,766 百万元,同比增长 1.1%(2014 年经重列收入: 21,523 百万元); 公司持有人应占利润 2,106 百万元人民币,同比增长 49%(2014 年: 1,412 百万元); EPS 为 13.48 分,同比增长 50%(2014: 9.04 分)。公司收入和利润的增长主要来自于新能源业务—子公司协鑫新能源(451.HK)的收入增长(812 百万元增长至 1,970 百万元人民币)和减亏,而光伏材料和光伏电站的收入基本持平。公司 2015 年记账本位币从港币更改为人民币。

图 1、公司收入利润(人民币百万元)以及同比预测 图 2、公司过去五年毛利率和净利率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

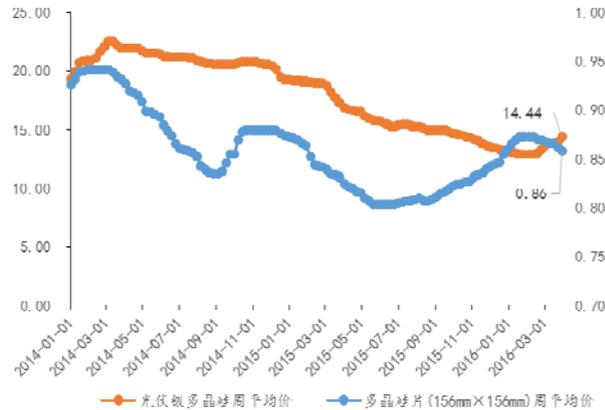


资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **多晶硅和硅片产销超预期, 价格继续下降但已企稳。**2015 年全年公司多晶硅和硅片都实现了满产满销, 其中多晶硅产量 74,358 公吨, 同比增长 11%(2014: 66,876 公吨), 外销量 18,023 公吨, 同比增加 16.7%(2014: 15,443 公吨)。公司全年硅片产量 14,968MW 同比增长 14.3%(2014: 13,098MW); 硅片销售量 15,178MW, 同比增长 17.6%(2014: 12,909MW)。价格方面, 2015 年全年公司多晶硅平均售价 15.6 美元/公斤, 同比下降达 28%(2014: 21.7 美元/公斤); 硅片平均售价 0.188 美元/瓦, 同比下降 12.6%(2014: 0.215 美元/瓦)。但我们注意到, 多晶硅和硅片的价格在 2015 年三四季度已经基本企稳, 主要原因是国内光伏装机热潮以及人民币贬值因素。预计 2016 年上半年伴随光伏抢装, 多晶硅和硅片价格将维持平稳, 甚至微升, 但下半年或面临下调压力。
- **毛利率有所提升。**公司 2015 年综合毛利率为 27%, 同比上升 3.8 个百分点。毛利率的提升主要是由于公司硅片的制造成本和原材料成本持续下降, 而价格相对下降幅度较小。公司承诺未来硅片全制造成本每年下降 5-10%左右。

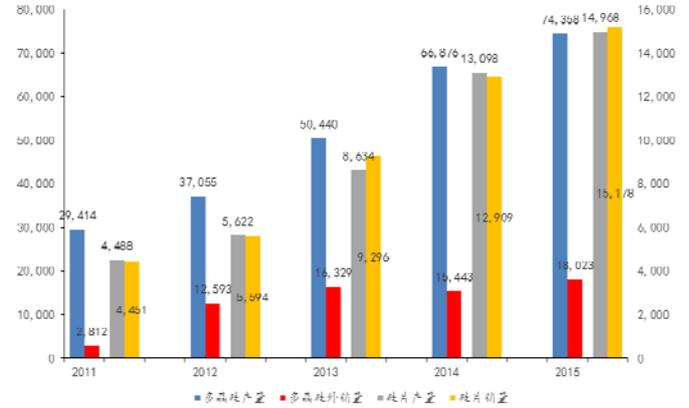
另外，电力成本在公司总制造成本中占比高达 38%，若公司未来自备电厂规模扩大，则公司的制造成本可望大幅降低，从而进一步提升毛利率。

图 3、多晶硅以及硅片价格走势



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 4、过去五年多晶硅（公吨）以及硅片（MW）产销量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- 新能源业务发展迅速。**公司的新能源业务主要是指公司控股 62.28% 的协鑫新能源（451.HK）的光伏电站开发业务。协鑫新能源 2015 年的光伏电站数目从 2014 年的 11 个增加至年末的 41 个，分布在中国的 15 个省份；总装机容量从 2014 年末 616MW 增长至 2015 年末 1,640MW（并网容量：1,316MW），带动发电量则从 2014 年 647MWh 快速增长至 870,293MWh。公司预计 2016 年新增装机容量 2-2.5GW。迅速增加的光伏装机容量将为公司提供业绩增长动力。
- 财务结构有所改善。**随着公司 2015 年出售非光伏电力业务以及 2016 年的供股计划完成，公司的财务结构有所改善，净负债将减少 16 亿元，净负债与股东权益的比例从 107.4% 下降到 82.3%。改善的财务结构将可以减轻公司财务压力以及为公司后续融资提供空间。
- 宁夏单晶项目即将投产。**单晶硅硅片在转换效率方面优于多晶硅硅片，同时目前价格劣势以及不再明显，公司积极布局单晶市场，在宁夏中卫建设 1GW 的 N 型高效单晶产能项目，预计 4 月份即将投产，全年产量预计可达 600MW 以上，并预计可以实现全销。我们期待此项业务成为公司新的业务增长点。
- 我们的观点：**公司是中国多晶硅以及硅片生产和制造龙头企业，将充分受益光伏行业的增长以及自身对于行业的影响力和垄断力，新能源业务迅速发展，加之单晶项目投产带来的业绩增量，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为人民币 9.14、10.58 和 13.51 分，我们维持公司买入评级，并提高目标价至 1.61 港元，目标价对应 P/E 分别为 14.8、12.8 和 10.1 倍。

- **风险提示:** 新能源业务发展进度低于预期, 单晶项目延迟投产, 硅片价格超预期下跌。

表 1: 保利协鑫 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

		单位(人民币千元)			
		2015	2014	YoY	点评
收入		21,766,335	21,523,355	1.1%	新能源业务收入增加, 光伏材料业务和光伏电站业务收入维持平稳。
	销售成本	(15,990,346)	(16,547,893)	-3.4%	
毛利		5,775,989	4,975,462	16.1%	公司毛利率增加
	其他收入	951,498	790,450	20.4%	
	涉嫌修订和解条款赔偿收益	1,160,000	0		一次性和解金
	分销及销售费用	(79,104)	(66,001)	19.9%	
	行政费用	(1,581,292)	(1,439,252)	9.9%	
	融资成本	(2,208,776)	(2,114,294)	4.5%	
	其他开支、收益和亏损	(1,200,821)	(383,555)		主要是物业厂房设备减值和应收账款减值亏损
	应占合营企业盈利	(49,859)	5,681		
	应占联营公司亏损	-	(277)		
持续经营税前利润		2,767,635	1,768,214	56.5%	主要是一次性和解金的贡献
	所得税费用	(529,554)	(291,047)	81.9%	
持续经营业务年内利润		2,238,081	1,477,167	51.5%	
已终止业务年内利润		488,643	230,146		出售非光伏电力业务
年内利润		2,726,724	1,707,313		
	本公司拥有人	2,425,220	1,548,668	56.6%	
	非控股权益	301,504	158,645	90.0%	
EPS (人民币分)					
	基本	15.52	9.92	56.5%	
	摊薄	14.52	9.19	58.0%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 电话业绩发布会问答

### 1: 公司目前的多晶硅和硅片成本以及 2016 年的成本展望?

2015 年多晶硅成本下降了 10% 左右, 硅片成本下降了 14%。2016 年公司会继续使用新技术, 以及自备电厂投产也会降低电力成本, 预计成本继续下降 10% 没有问题。成本的下降主要来自于 5 个方面: 1) 自备电厂的投产带来电力成本下降; 2) 直接融资比例增大会使财务成本下降; 3) 江苏中能多晶硅企业继续减低负债率, 返还部分银行贷款进一步降低财务成本; 4) 2015 年的部分技术投入将在 2016 年得到显现; 5) FBR 生产线的投产将于公司的高效长晶努力一体化, 带来全产业链的成本下降以及更高的多晶和单晶转换效率。

### 2: 单晶硅业务何时投产? 今年的销量指引?

宁夏的单晶厂在 3 月底已经开始调试生产了, 配套的硅片厂预计 4 月份开始调试生产, 预计全年的单晶硅片销量在 600MW 左右。目前已经落实了较多的单晶硅片客户。

### 3: 协鑫新能源 (451.HK) 是否不再合并?

451.HK 如果并表则无法在公司的财务报表中看出公司的营运状况。为了使投资者更清楚公司的营运状况，公司暂不会并表协鑫新能源。

#### 4: 展望多晶硅和硅片的价格走势？

硅片的价格在 2015 年 9 月份以后就持续上行，目前已经在这个相对高的价格企稳。4 月份的供需情况来看仍然是供不应求。但是伴随着上半年抢装潮的结束，可能会在 2 季度末价格出现松动。海外和台湾市场电池的价格出现了松动。但公司认为硅片价格在今年年底仍然会反弹。整体来看，公司认为 2016 年硅片的价格不会低于 2015 年的价格。多晶硅的价格从 1 月份开始小幅回升，公司认为这种趋势仍然可以持续并且稳定。

#### 5: 公司 2016 和 2017 年产能扩张的计划以及 FBR 的进展？

公司没有没有大的多晶硅或硅片产能扩张计划。公司的多晶硅 FBR 还是在继续进行建设，传统西门子法没有扩张计划。关于硅片，正在建设的宁夏和阜宁的晶体公司即将投产，新的项目还没有列入到规划中，但是公司会通过其他方式来扩充硅片的供应量，主要是通过一种非资本性支出的方式，比如说代加工、承包运营其他公司，把市场上的其他产能为我所用，来扩充公司在市场上硅片的供应量、巩固和扩大市场占有率。

关于 FBR，第三代的循环流化床，公司在去年年底今年年初的时候进行了调试，从目前的情况来看，大部分指标特别是质量指标完全达到了设计要求，生产工艺也完全达到了设计要求。由于这种炉型是一种新炉型，并且也是全球最大的一种 FBR 的炉型，因此在调试过程中还有很多的技术细节问题正在进一步地完善，确保这个炉型投产以后能连续低成本地运行。

#### 6: 公司与 CIF 合作成立的合资公司做半导体级多晶硅的项目进展情况？

该项目的建筑设计已经完成，目前在进行施工部的设计，预计 6 月末和 7 月上旬会开工建设，以及 2017 年第一季度进行调试生产。

#### 7: 去年因为小生产商扩充产能导致多晶硅价格下调，那么今年的扩产能会不会也影响多晶硅价格？目前市场的库存情况？

多晶硅的价格不止看供应，更要看行业新增的需求情况。归于库存情况，1 月份以后，各厂商的库存以及基本消耗的差不多，目前处于库存较低的情况。公司相

信随着国内和全球装机的增加，多晶硅的需求增加，这种低库存仍然会持续一段时间。

#### 8: 朱总离职 CEO 主要是什么样的考虑?

(朱总本人) “随着协鑫集团的发展规模越来越大，我是协鑫集团的主席，也是上市公司的主席。公司的 CEO 要管理日常事务，我的时间未必满足。通过我和我的团队进行考虑，认为我推荐的朱战军总在董事局的战略基础上、在董事会的领导下完全有能力胜任这个职务，让我腾出更多的时间在更高层面上来协调、制定财务战略，像整个的负债比率包括整个的战略规划，同时协助 451 董事局的主席和总裁，帮助他们拓展太阳能发电以及国际全球战略。”

#### 9: 未来如何降低进一步降低负债比率?

关于中国新能源的国家补贴问题，朱总在最近的两会上与财政部、国家能源局以及国家电网等部门领导进行了深层次讨论。国家目前在太阳能有两块补贴，一个是太阳能扶贫政策，今年按时发放补贴这是没有问题的。第二个对已有的欠账，相信时间会越来越短，国家电网一周以前刚刚召开会议，加快通过一种简单的方式来提高可再生能源的补贴办法。第三个，朱总已经提出希望由财政部、能源局牵头成立一个基金，这个基金就是通过保理的办法来短期解决几个亿。从 2015 年下半年的情况来看，现在的补贴比以前快多了。公司认为在今年的 8 月份以前，这些问题都会得到解决。如果补贴有时间差，国家通过金融平台短期地通过应收账款保理的办法来解决，这些问题已经讨论好几次了，朱总就是这个课题的成员之一，相信很快就会得到解决。

公司目前报表里经营性现金流的减少其实主要原因是应收款的增加。而应收款的增加是因为公司多收了票据，从营运的角度来看，票据可以兑付，只是在会计处理中不是现金而已，对公司的营运是没有影响的。

## 附表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万人民币				
现金及等价物	10,260	5,771	3,918	4,574
应收帐款	14,368	14,627	15,722	16,878
存货	1,387	1,265	1,353	1,450
其他流动资产	7,041	7,853	8,405	9,008
<b>总流动资产</b>	<b>33,055</b>	<b>29,516</b>	<b>29,398</b>	<b>31,910</b>
固定资产	41,650	45,815	48,106	50,030
无形资产	335	352	370	388
其他非流动资产	4,756	5,342	5,768	6,215
<b>总资产</b>	<b>79,795</b>	<b>81,025</b>	<b>83,642</b>	<b>88,542</b>
银行借款	22,315	23,742	24,244	24,726
应付帐款	15,698	17,746	18,974	20,329
其他流动负债	3,031	2,780	2,905	3,048
<b>总流动负债</b>	<b>41,045</b>	<b>44,268</b>	<b>46,123</b>	<b>48,104</b>
递延收入	352	394	424	455
银行及其他借款	12,121	12,969	14,266	16,406
其他	8,615	8,021	7,530	7,528
<b>负债总额</b>	<b>62,132</b>	<b>65,653</b>	<b>68,343</b>	<b>72,493</b>
股本	1,372	1,372	1,372	1,372
<b>储备</b>	<b>14,482</b>	<b>11,783</b>	<b>11,045</b>	<b>10,930</b>
每股净资产(港元)	1.00	0.68	0.64	0.64
营运资金	(7,989)	(14,753)	(16,725)	(16,194)
少数股东权益	1,705	2,217	2,882	3,747
<b>本公司权益拥有人应占权益</b>	<b>15,854</b>	<b>13,155</b>	<b>12,417</b>	<b>12,302</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
单位: 百万人民币				
<b>BBITDA</b>	<b>5,544</b>	<b>5,416</b>	<b>5,939</b>	<b>6,399</b>
融资成本(收入)	(2,209)	(2,102)	(2,207)	(2,318)
营运资金变化	4,731	(4,489)	(1,853)	656
所得税	(530)	(425)	(492)	(551)
<b>营运现金流</b>	<b>3,236</b>	<b>3,756</b>	<b>4,080</b>	<b>4,419</b>
资本开支	(7,677)	(11,516)	(9,213)	(7,370)
其他投资活动	492	1,376	1,092	1,167
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,185)</b>	<b>(10,140)</b>	<b>(8,121)</b>	<b>(6,203)</b>
已付股息	(1,344)	(510)	(590)	(754)
其他融资活动	10,024	2,405	2,778	3,193
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,680</b>	<b>1,895</b>	<b>2,188</b>	<b>2,439</b>
<b>现金变化</b>	<b>4,731</b>	<b>(4,489)</b>	<b>(1,853)</b>	<b>656</b>
汇兑调整	0	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>5,529</b>	<b>10,260</b>	<b>5,771</b>	<b>3,918</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>10,260</b>	<b>5,771</b>	<b>3,918</b>	<b>4,574</b>

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万人民币				
<b>收入</b>	<b>21,766</b>	<b>24,378</b>	<b>26,203</b>	<b>28,130</b>
毛利	5,776	6,302	6,876	7,423
其他收入及收益	951	1,047	1,151	1,266
销售费用	(79)	(87)	(96)	(105)
行政开支	(1,581)	(1,660)	(1,743)	(1,831)
其他开支	(1,201)	(1,081)	(1,189)	(1,308)
<b>经营利润</b>	<b>5,026</b>	<b>4,520</b>	<b>4,999</b>	<b>5,445</b>
融资成本	(2,209)	(2,102)	(2,207)	(2,318)
<b>税前利润</b>	<b>2,768</b>	<b>2,362</b>	<b>2,732</b>	<b>3,063</b>
所得税	(530)	(425)	(492)	(551)
<b>税后利润</b>	<b>2,727</b>	<b>1,937</b>	<b>2,240</b>	<b>2,512</b>
少数股东权益	302	237	274	0
<b>归属于股东净利润</b>	<b>2,425</b>	<b>1,700</b>	<b>1,966</b>	<b>2,512</b>
<b>BBITDA</b>	<b>5,544</b>	<b>5,416</b>	<b>5,939</b>	<b>6,399</b>

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	26.5%	25.8%	26.2%	26.4%
净利率(%)	10.3%	7.9%	8.5%	8.9%
<b>营运表现</b>				
SG&A/收入(%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
实际税率(%)	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率(%)	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	47	27	25	25
应付账款天数	71	71	71	72
应收账款天数	235	217	211	211
<b>财务状况</b>				
负债/权益	353.8%	427.1%	446.7%	451.7%
收入/总资产	27.3%	30.1%	31.3%	31.8%
总资产/权益	4.54	5.27	5.47	5.52
盈利对利息倍数	1.25	1.12	1.24	1.32
总资产收益率	3.4%	2.4%	2.7%	2.8%
净资产收益率	15.4%	12.6%	14.6%	15.7%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.8	11.6	10.0	7.8
PB	1.6	2.4	2.5	2.5

### 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恒生指数的涨跌幅为基准,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恒生指数的涨跌幅为基准,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
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@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	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	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	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@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					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
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
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@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					

## 香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.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】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyzq.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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司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。本公司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。