

增持 (下调)

目标价: 6.95 港元

现价: 6.62 港元

预期升幅: 5%

### 市场数据

报告日期 2016.08.13

收盘价(港元)	6.62
总股本(亿股)	80.36
流通股本(亿股)	33.4
总市值(亿港元)	532
流通市值(亿港元)	221
净资产(亿元)	464
总资产(亿元)	1,380
每股净资产(元)	5.77

数据来源: Wind

### 相关报告

业绩点评-20140319  
调研纪要-20140711  
业绩点评-20140821  
调研纪要-20141012  
会议摘要-20141101  
业绩点评-20150327  
会议摘要-20150428  
业绩点评-20150821  
会议摘要-20151027  
跟踪报告-20160203  
业绩点评-20160325  
会议摘要-20160428  
深度报告-20160518

### 海外新能源研究

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

00916.HK 龙源电力

## 业绩符合预期, 期待利用小时数改善

2016年08月13日

### 主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19,649	21,350	22,876	24,075
同比增长(%)	7.79%	8.66%	7.15%	5.24%
净利润(百万元)	2,881	3,344	4,074	4,445
同比增长(%)	12.77%	16.09%	21.82%	9.11%
经营利润率(%)	36.26%	37.31%	38.99%	40.55%
净利润率(%)	14.66%	15.66%	17.81%	18.46%
净资产收益率(%)	6.74%	7.29%	7.93%	7.48%
每股收益(元)	0.358	0.416	0.507	0.553
市盈率	15.52	13.37	10.97	10.06
股息率	1.29%	1.50%	1.82%	1.99%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

### 投资要点

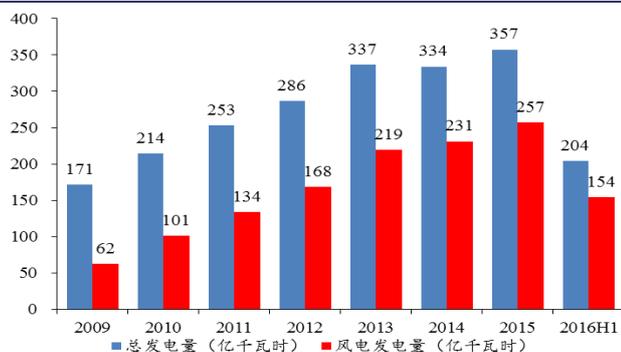
- **业绩稳步上扬, 符合预期。**2016年上半年公司实现营业收入 11,209 百万元人民币, 同比增长 6.2%; 实现归属股东净利润 2,364 百万元, 同比增长 7.2%; 实现 EPS28.42 分, 同比增长 3.5%。上半年不派发中期股息。公司上半年实现风电收入 7,389 百万元, 同比增长 4%, 占总营业收入比例为 65.9%。公司上半年营业收入和利润同比增长主要由于公司在去年下半年和今年上半年风电装机容量增长带动公司发电量增长。
- **上半年新增装机进度符合预期, 全年目标 1.6-1.8GW。**公司上半年新增装机容量为 782MW, 总控股装机容量达到 16,546MW。公司预计今年完成新增风电装机约 1.6-1.8GW, 考虑到下半年一般为装机旺季, 我们预计公司可以顺利完成全年装机目标。“十三五”第一批风电项目开发方案中公司列入 35 个项目, 装机容量 1.9GW, 均位于非限电地区。丰富优质的项目储备为公司未来新增装机提供了足够的发展动力。
- **风电利用小时数下降, 但公司展望乐观。**上半年公司风电平均利用小时数为 980 小时, 同比下降 105 个小时, 但高于行业平均 917 小时。黑龙江、内蒙古以及甘肃是其中风电利用小时数下降最为显著的地区。但展望下半年, 公司认为随着保障性利用小时收购政策在全国各省份的逐步实施, 全年平均利用小时数可以达到 1,900 小时左右
- **我们的观点:** 龙源电力(916.HK)是全球最大的风电运营公司, 虽然受限于风电限电以及江苏省电力需求放缓使得风电和火电利用小时数下降, 但公司每年的新增风电装机保证公司的收入和利润稳步上扬。公司目前的业务前景并不在于增量业务的发展速度, 而在于存量风电业务的改善, 保障利用小时数收购政策的落实和推进进度是公司业绩前景的主要看点。我们预计公司 2016 年全年发电量在 390 亿度左右, 其中风电发电量在 300 亿度左右。预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 214 亿、239 亿和 241 亿元, 归属股东净利润分别为 33 亿、41 亿和 44 亿元, EPS 分别为人民币 0.42、0.51 和 0.55 元。由于公司股价已经接近我们的目标价, 我们降低公司股票评级至“增持”, 维持目标价 6.95 港元不变。
- **风险提示:** 新增投产风电进度不及预期, 限电无法好转

## 报告正文

## 2016 年中期业绩点评

- **业绩稳步上扬，符合预期。**2016 年上半年公司实现营业收入 11,209 百万元人民币，同比增长 6.2%（2015 年上半年：10,551 百万元）；实现归属股东净利润 2,364 百万元，同比增长 7.2%（2015 年上半年：2,206 百万元）；实现 EPS 28.42 分，同比增长 3.5%（2015 年上半年：27.45 分）。上半年不派发中期股息。公司上半年实现风电收入 7,389 百万元，同比增长 4%（2015 年上半年：7,104 百万元），占总营业收入比例为 65.9%。公司上半年营业收入和利润同比增长主要由于公司在去年下半年和今年上半年风电装机容量增长带动公司发电量增长。
- **上半年新增装机进度符合预期，全年目标 1.6-1.8GW。**公司上半年新增 14 个风电项目，总装机容量为 782MW；截止上半年末公司总控股装机容量达到 16,546MW（2015 年末：15,765MW），新增风电项目主要分布在新疆（150MW）、陕西（140MW）、贵州（104MW）以及广西（96MW）。公司预计今年完成新增风电装机约 1.6-1.8GW，考虑到下半年一般为装机旺季，我们预计公司可以顺利完成全年装机目标。上半年，国家能源局下达了“十三五”第一批风电项目开发方案，公司列入 35 个项目，合计装机容量 1,891MW，全部位于非限电地区。目前公司已核准未投产风电项目达到 6.5GW，加上列入规划但未核准项目，公司目前风电有效项目储备达到 9GW。丰富、优质的项目储备为公司未来新增装机提供了足够的发展动力。
- **风电利用小时数下降，但公司展望乐观。**上半年公司风电平均利用小时数为 980 小时，同比下降 105 个小时（2015 上半年：1,085 小时），但高于行业平均 917 小时。黑龙江（974 小时下降至 842 小时）、内蒙古（1,115 小时下降至 937 小时）以及甘肃（770 小时下降至 611 小时）是其中风电利用小时数下降最为显著的地区。但展望下半年，公司认为随着保障性利用小时收购政策在全国各省份的逐步实施，全年平均利用小时数可以达到 1,900 小时左右（2015 年：1,888 小时）。目前山西、河北以及甘肃等地区已经相应能源局的政策出台了地方政策落实保障性收购的细则，我们期待更多地区出台相关政策，唯目前维持相对谨慎态度。

图 1、公司总发电量和风电发电量增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、公司风电和火电利用小时数变化情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **发电量稳步增长，火电业务继续承压。**公司上半年完成发电量 204 亿度，同比增长 5.2%（2015 年上半年：194 亿度），其中风电发电量 154 亿度，同比增长 8.6%；火电发电量 47 亿度，同比下降 4.5%，因此新增发电量全部为风电业务贡献，而火电业务受累于江苏省用电量增长放缓继续承压，上半年火电利用小时数为 2,500 小时，同比下降 118 小时，且火电平均电价同比下调 44 元/MWh 至 379 元/MWh，主要是由于全国火电标杆电价两次下调所致。我们预计今年火电业务全年平均利用小时数在 4,900 小时左右，发电量在 90 亿度左右，下半年火电业务将继续承压。但由于上半年动力煤价格回升，因此公司火电业务中煤炭销售收入出现增长，营业利润亦下降不大。公司的火电业务虽然处于用电需求较旺盛的江苏省，但长期来看仍然无法乐观，预计未来仍将维持缓步下降的趋势。
- **我们的观点：**龙源电力（916.HK）是全球最大的风电运营公司，虽然受累于风电限电以及江苏省电力需求放缓使得风电和火电利用小时数下降，但公司每年的新增风电装机保证公司的收入和利润稳步上扬。公司目前的业务前景并不在于增量业务的发展速度，而在于存量风电业务的改善，保障利用小时数收购政策的落实和推进进度是公司业绩前景的主要看点。我们预计公司 2016 年全年发电量在 390 亿度左右，其中风电发电量在 300 亿度左右。预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 214 亿、239 亿和 241 亿元，归属股东净利润分别为 33 亿、41 亿和 44 亿元，EPS 分别为人民币 0.42、0.51 和 0.55 元。由于公司股价已经接近我们的目标价，我们降低公司股票评级至“增持”，维持目标价 6.95 港元不变。
- **风险提示：**新增投产风电进度不及预期，限电无法好转。

表 1：龙源电力 2016 年和 2015 年中报主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			点评
	2015 年中期	2016 年中期	同比变动	
收入	10,540,624	11,209,050	6.3%	主要是新增风电装机带动风电发电量上升贡献。
其他收入净额	209,900	283,155	34.9%	主要是政府补助增加。
经营开支				
折旧和摊销	(2,682,972)	(3,043,361)	13.4%	风电项目投产容量增加。
煤炭消耗	(760,632)	(672,710)	-11.6%	上半年煤炭价格下降，火电发电量减少。
煤炭销售成本	(1,060,412)	(1,743,360)	64.4%	
服务特许权建设成本	(381,050)	(217,566)	-42.9%	特许权在建项目的数量及开工量减少。
员工成本	(547,812)	(593,272)	8.3%	风电的员工人数增加。
材料成本	(187,857)	(106,902)	-43.1%	
维修保养	(205,711)	(236,322)	14.9%	
行政费用	(134,052)	(142,189)	6.1%	租赁费及办公费等支出增加。
其他经营开支	(366,351)	(192,658)	-47.4%	去年南通天生港发电有限公司开始提供维护检修服务，发生服务成本导致基数过大。
经营利润	4,423,675	4,543,865	2.7%	
财务费用净额	(1,409,415)	(1,426,243)	1.2%	
应占联营公司和合营企业利润减亏损	223,669	239,152	6.9%	公司与华能合营的热电厂业绩同期上升。
除税前利润	3,237,929	3,356,774	3.7%	
所得税	(362,791)	(423,193)	16.6%	
税后利润	2,875,138	2,933,581	2.0%	
应占利润				
本公司股东	2,206,743	2,284,011	3.5%	
非控股权益持有人	668,395	570,015	-14.7%	
基本EPS(人民币分)	27.46	28.42	3.5%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 会议现场问答

### 运营方面

#### Q1: 保障性收购政策各省执行情况如何? 哪些省份执行比较困难?

5月31日保障性收购政策出台后,每个省的重视程度有差异。河北、山西反应较快;其他省还在出具体细则,比如云南省的征求意见稿征求云南省的新能源企业是否参照水电企业电价撮合电价交易,但已经被否定且云南政府已经接受,因为完全不符合能源局可再生能源上网有关规定,甚至连定义都是错的;甘肃省反映比较缓慢,但相信以后各省都会逐步落实,因为7.21又出台了电力预警机制,若不落实将会有限制等惩处措施(若某个省今年没有完成国家规定的最低保障利用小时数,则出示该省的红色预警,将停止批准该省的新建项目和禁止国家电网办理批准手续;若限电比例超过20%,也将会进入橙色或直接进入红色示警,也不会批准该省建设规模和计划)。

#### Q2: 四类风区未来会不会也限电?

四类地区特别是发达沿海地区消纳能力较强,能源局会根据实际情况进行规划,根据国家政府对国际社会的承诺,到2030年我国非化石能源占能源消费比例要达到20%以上,风电的发展前景还很大。即使个别省某些阶段由于建设检修可能会有3-5%的限电,但是都在公司的可研和设计的考虑范围以内,不会根本影响公司在这些地方的运营能力。

#### Q3: 最低利用小时数是下半年还是全年的目标?

国家对最低利用小时数的规定是全年的,龙源预计全年利用小时数1900小时以上是基于国家出台的政策能很好地发挥,但没有期望全部省份全部落实,因为各省执行进度不同,明年会全年享受这种成果。

#### Q4: 公司现在申请 CCER 项目的流程是怎样的?

公司一直非常重视碳交易市场,现在在CCER项目投入大量时间精力。目前公司注册了很多项目,公司之后会继续进行注册项目等,以后全部注册成功之后收入会过亿。

### 财务方面:

#### Q5: 应收账款增加较多的原因?

应收账款上半年增加22亿元,主要原因是风电部分电力销售增加,其中补贴净增加19.56亿元,应收标杆电价净增加2亿元。

#### Q6: 对火电补偿的会计记账方法?

按照实际情况入账,而不是按照政策入账。

#### Q7: 交易电量的电价折扣?

上半年交易电量 18.9 亿度，执行电价是 0.4477 元/度，每度电有 5 分钱的盈利能力。在最低利用小时数落实不到位的情况下，公司不鼓励进行风火置换、市场交易等。

**Q8: 风电的维修费用？**

维修费用可以体现公司的管理水平，但是其占综合成本比例较小。公司上半年综合度电成本为 0.332 元，维修成本为 1.5 分，占比约为 3.3%，预计全年度电维修成本仍为 1.5 分（去年是 1.6 分）。

## 附表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
现金及等价物	2,887	2,756	4,050	3,666
应收帐款	4,238	4,270	4,575	4,815
存货	1,081	1,113	1,146	1,181
其他流动资产	4,492	4,249	4,470	4,269
<b>总流动资产</b>	<b>12,697</b>	<b>12,389</b>	<b>14,241</b>	<b>13,931</b>
固定资产	98,609	109,809	121,709	134,309
无形资产	8,688	8,634	8,617	8,646
其他非流动资产	13,479	13,921	14,374	14,844
<b>总资产</b>	<b>133,473</b>	<b>144,753</b>	<b>158,942</b>	<b>171,731</b>
银行借款	44,688	49,894	53,459	56,260
应付帐款	1,902	2,124	2,276	2,395
其他流动负债	9,057	9,162	9,131	9,163
<b>总流动负债</b>	<b>55,647</b>	<b>61,180</b>	<b>64,866</b>	<b>67,818</b>
递延收入	1,792	1,791	1,791	1,791
银行及其他借款	29,970	33,461	35,852	37,731
其他	1,531	1,056	962	1,009
<b>负债总额</b>	<b>88,940</b>	<b>97,488</b>	<b>103,471</b>	<b>108,349</b>
股本	8,036	8,036	8,036	8,036
储备	27,072	29,148	36,123	42,847
<b>每股净资产(元)</b>	<b>4.74</b>	<b>5.00</b>	<b>5.87</b>	<b>6.70</b>
少数股东权益	6,433	7,090	8,321	9,507
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>38,100</b>	<b>40,175</b>	<b>47,150</b>	<b>53,874</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元				
<b>EBITDA</b>	<b>12,680</b>	<b>13,187</b>	<b>14,700</b>	<b>16,018</b>
融资成本(收入)	2,795	3,225	3,383	2,535
营运资金变化	3,148	668	186	(734)
所得税	(525)	(689)	(801)	(895)
<b>营运现金流</b>	<b>16,325</b>	<b>14,213</b>	<b>14,848</b>	<b>14,680</b>
资本开支	(15,264)	(14,700)	(11,900)	(12,600)
其他投资活动	(1,055)	(1,197)	(1,506)	(1,127)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16,319)</b>	<b>(15,897)</b>	<b>(13,406)</b>	<b>(13,727)</b>
已付股息	(1,174)	(1,291)	(1,440)	(1,659)
其他融资活动	1,681	2,860	1,305	340
<b>融资活动现金流</b>	<b>507</b>	<b>1,568</b>	<b>(135)</b>	<b>(1,320)</b>
<b>现金变化</b>	<b>513</b>	<b>(116)</b>	<b>1,307</b>	<b>(367)</b>
汇兑调整	(22)	(14)	(14)	(17)
<b>期初持有现金</b>	<b>2,396</b>	<b>2,887</b>	<b>2,756</b>	<b>4,050</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>2,887</b>	<b>2,756</b>	<b>4,050</b>	<b>3,666</b>

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
<b>收入</b>	<b>19,649</b>	<b>21,350</b>	<b>22,876</b>	<b>24,075</b>
其他收入及收益	447	485	515	542
折旧和摊销	(5,554)	(6,021)	(6,712)	(7,041)
员工成本	(1,419)	(1,495)	(1,601)	(1,685)
管理费用	(370)	(427)	(458)	(481)
其他开支	(583)	(680)	(581)	(615)
<b>经营利润</b>	<b>7,125</b>	<b>7,965</b>	<b>8,919</b>	<b>9,761</b>
融资成本	(3,228)	(3,225)	(3,383)	(3,535)
<b>税前利润</b>	<b>4,676</b>	<b>5,466</b>	<b>6,308</b>	<b>6,992</b>
所得税	(600)	(689)	(801)	(895)
<b>税后利润</b>	<b>4,076</b>	<b>4,777</b>	<b>5,507</b>	<b>6,097</b>
少数股东权益	1,196	1,433	1,433	1,652
<b>归属于所有者的净利润</b>	<b>2,881</b>	<b>3,344</b>	<b>4,074</b>	<b>4,445</b>
<b>EBITDA</b>	<b>12,680</b>	<b>13,187</b>	<b>14,700</b>	<b>16,018</b>
<b>主要财务比率</b>				
<b>盈利能力</b>				
EBIT利润率	36.3%	37.3%	39.0%	40.5%
EBITDA利润率	64.5%	61.8%	64.3%	66.5%
净利率	14.7%	15.7%	17.8%	18.5%
ROE	6.7%	7.3%	7.9%	7.5%
ROIC	6.7%	6.9%	6.9%	7.0%
ROA	2.2%	2.4%	2.7%	2.7%
营业收入增长率	7.8%	8.7%	7.1%	5.2%
经营利润增长率	8.6%	11.8%	12.0%	9.4%
净利润增长率	12.8%	16.1%	21.8%	9.1%
<b>营运表现</b>				
资产周转率	15.3%	15.3%	15.1%	14.6%
SG&A/收入(%)	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
实际税率(%)	12.8%	12.6%	12.7%	12.8%
<b>财务状况</b>				
负债/权益	199.7%	206.3%	186.5%	170.9%
收入/总资产	14.7%	14.7%	14.4%	14.0%
资产负债率	66.6%	67.3%	65.1%	63.1%
总资产/权益	299.7%	306.3%	286.5%	270.9%
盈利保障倍数	1.45	1.69	1.86	1.98
流动比率	0.23	0.20	0.22	0.21
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	15.5	13.4	11.0	10.1
PB	1.7	1.6	1.3	1.2

## 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	chenyang@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
朱元斌	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	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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。