

买入 (维持)

0658.HK 中国高速传动

目标价: 9.19 港元

现价: 7.23 港元

国际市场逐步打开, 海外出口快速增长

预期升幅: 27.1%

2016年08月23日

市场数据

报告日期	2016.08.23
收盘价(港元)	7.23
总股本(百万股)	1,635
总市值(亿港元)	118.23
股东净资产(百万元)	10,015
总资产(百万元)	27,315
每股净资产(元)	6.13

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,846	10,340	11,245	12,507
同比增长	20.85%	5.02%	8.76%	11.22%
股东净利润(百万元)	1,033	1,193	1,487	1,803
同比增长	395.68%	15.44%	24.69%	21.24%
毛利率	32.48%	33.00%	33.30%	33.50%
净利润率	10.49%	11.53%	13.22%	14.42%
净资产收益率	10.05%	9.64%	9.60%	8.67%
每股收益(元)	0.63	0.73	0.91	1.10
市盈率(PE)	9.80	8.49	6.81	5.61
股息率	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

调研纪要_20140117
 业绩点评_20140904
 业绩点评_20150402
 业绩点评_20150903
 调研纪要_20151021
 深度报告_20151123
 业绩点评_20160325

海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军
 注册国际投资分析师 CIIA
 luhj@xyzq.com.hk
 SFC: AZF126
 SAC: S0190515010004

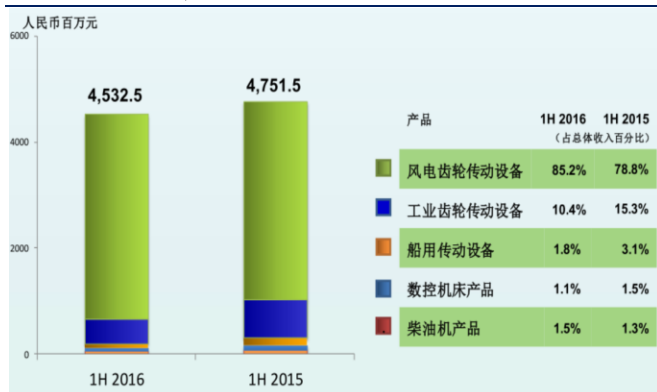
投资要点

- **中期业绩平稳, 出口风电产品占比提升。**中国高速传动(0658.HK)8月19日公告2016年中期业绩: 营业收入45.32亿元, 同比下降4.6%; 毛利率33.8%, 同比增长4.1个百分点; 股东净利润5.75亿元, 同比增长9.9%; 每股基本盈利0.352元, 不派息。公司中期业绩平稳, 风电产品总体销售稳定, 传统传动产品依旧低迷, 出口风电产品占比快速提升, 符合预期。
- **国际市场逐步打开, 海外出口快速增长。**公司的海外销售快速增长, 海外市场成为公司未来的业务增长点。海外销售收入占比从去年上半年的19.5%提升至2016年的34.6%。公司海外销售依靠美国GE公司打开市场, 公司产品占GE销售采购额的51%, GE公司今年追加风电后市场产品订单, GE销售达30亿元规模。公司预计欧洲市场出口会在2018年大幅增加。风电产品的长远目标, 出口量占50%, 其中GE和其他地区各占一半。
- **维持“买入”评级, 目标价9.19港元不变, 较现价有27.1%的上升空间。**根据最新的预测模型, 我们预测2016-2018年公司营业收入分别为103.4亿、112.5亿和125.1亿元, 每股基本收益为0.73、0.90和1.10元。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 参考最新的港币汇率, 我们维持9.19港元目标价。目标价约相当于2016-2017年PE为10.8、8.1、6.6倍, 目标价较现价7.19港元约有27.1%的上升空间, 维持其“买入”投资评级。
- **风险提示:** 行业竞争激烈, 毛利率下降; 国外市场拓展不及预期。

报告正文

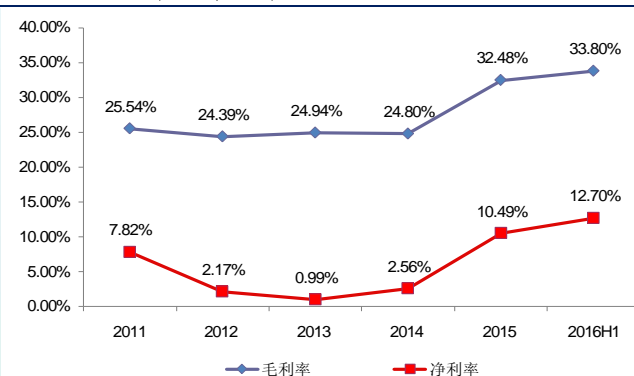
- **中期业绩平稳，出口风电产品占比提升。**中国高速传动(0658.HK)8月19日公告2016年中期业绩：营业收入45.32亿元，同比下降4.6%；毛利15.30亿元，增长8.7%；毛利率33.8%，同比增长4.1个百分点；股东净利润5.75亿元，同比增长9.9%；每股基本盈利0.352元(2014年同期：0.321元)，不派息。公司中期业绩平稳，风电产品总体销售稳定，传统传动产品依旧低迷，出口风电产品占比快速提升，符合预期。

图 1、公司销售收入及构成



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

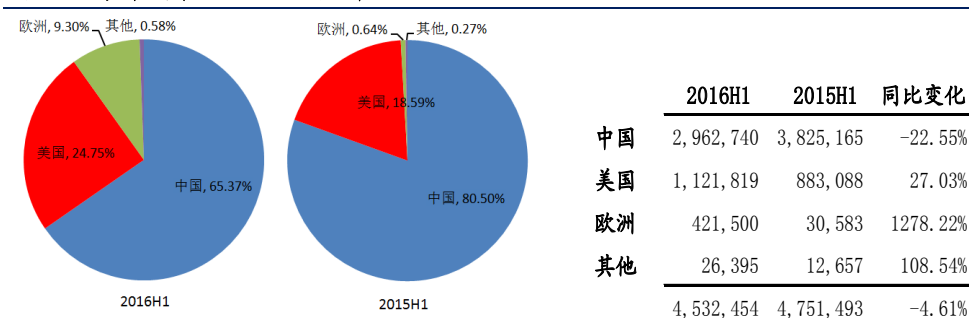
图 2、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风电产品出口大幅增加，毛利率提升。**上半年，公司风电传动产品销售增长3.2%至38.6亿，风电收入占比从78.8%提升到85.2%。公司维持全年出货量17GW目标不变，主要是考虑出口量将明显增长，有望弥补国内装机增速下降的不利影响。毛利率提升4.1个百分点至33.8%，主要原因有风电规模效应，出口产品和新产品毛利率较高，降低效益不佳的传统产业的投入。

图 3、海外销售占比快速提升



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **国际市场逐步打开，海外出口快速增长。**公司的海外销售快速增长，海外市场成为公司未来的业务增长点。海外销售收入占比从去年上半年的19.5%提升至2016年的34.6%。公司海外销售依靠美国GE公司打开市场，公司产品占GE销售采购额的51%，GE公司今年追加风电后市场产品订单，今年GE

销售达 30 亿元规模。除美国市场外，公司在欧洲的市场拓展取得成效，公司上半年对欧洲销售从去年上半年销售 3,000 万元提升到今年同期的 4.21 亿元。考虑到公司的市场拓展进程，公司预计欧洲市场出口会在 2018 年大幅增加。风电产品的长远目标，出口量占 50%，其中 GE 和其他地区各占一半，而国内市场则保持市场份额，因为基数较大，增长率主要来自出口方面。

- **传统工业传动设备转型升级，瞄准高端产品。**公司的传统齿轮产品，主要为各工业行业提供传动产品，受困于多个行业均处在去产能过程之中，因此多个行业产销售出现同比下跌。其中，工业齿轮销售下降 34.7%，船用齿轮销售下降 45.1%，数控机床产品销售下降 33.3%，柴油机产品销售增长 5.4%。工业传动设备方面，公司瞄准高端齿轮产品领域，现在关注的有机器人、新能源车和燃气发电机齿轮传动领域。对于非核心产业的机床业务和柴油机业务仍将择机剥离，在未出售之前采用减少投入方法提升效益。
- **维持“买入”评级，目标价 9.19 港元不变，较现价有 27.1% 的上升空间。**中国高速传动是国内风电齿轮箱行业的龙头企业，未来几年公司海外销售收入将快速提升，成为公司新的业绩增长点。同时公司陆续剥离非核心产业，融资成本持续下降，经营现金流大幅改善，业绩有望实现稳健增长。

根据最新的预测模型，我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 103.4 亿、112.5 亿和 125.1 亿元，每股基本收益为 0.73、0.90 和 1.10 元。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，参考最新的港币汇率，我们维持 9.19 港元目标价。目标价约相当于 2016-2017 年 PE 为 10.8、8.1、6.6 倍，目标价较现价 7.19 港元约有 27.1% 的上升空间，维持其“买入”投资评级。

- **风险提示：**行业竞争激烈，毛利率下降；国外市场拓展不及预期。

表 1、中国高速传动 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			点评
	2016年中期	2015年中期	同比变动	
收入	4,532,454	4,751,493	-4.6%	风电齿轮收入同比增长3.2%，其他板块业务均有不同程度下滑。毛利率同比提升4.1个百分点至33.8%，主要是风电齿轮的规模效应所致。
销售成本	(3,001,629)	(3,342,584)	-10.2%	
毛利	1,530,825	1,408,909	8.7%	
其他收入	112,077	77,185	45.2%	利息，投资收益和废料销售增加。
其他收益及亏损	(36,496)	11,361		可供出售的投资减值。去年有较大的出售公司收益。
分销及销售成本	(142,828)	(139,097)	2.7%	
行政开支	(315,876)	(292,420)	8.0%	修理费和员工成本增加。
研发成本	(136,782)	(74,499)	83.6%	
融资成本	(286,305)	(317,489)	-9.8%	借贷成本下降。
分占联营公司业绩	3,178	(7,875)		
分占合资企业业绩	2,101	6,981	-69.9%	
除税前溢利(亏损)	729,894	673,056	8.4%	
税项	(178,876)	(163,853)	9.2%	递延税扣除增加。
期内溢利(亏损)	551,018	509,203	8.2%	与毛利增加幅度基本一致。
以下各项应占期内溢利(亏损)				
本公司拥有人	575,843	524,168	9.9%	
非控制权益	(24,825)	(14,965)	65.9%	
基本EPS(人民币元)	0.352	0.321	9.7%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩发布会 Q&A (2016.08.22)

1、全年风电齿轮产品出货量目标？

全年 17GW 出货量目标不变，公司希望出货总量不变，出口增加，国内市场争取跟以前预设一样。上半年的出货量拥有两大特点，第一个是吉瓦数不错，按照公司原先计划完成。第二个特点是总台数也增加。GE 从 1.6 兆瓦到 2.3MW 为主，1.6MW 产品将会在以后用来做后市场，新增市场以 2.3MW 为主，台数即使不增加，但是总 GW 数增加。

2、上半年风电产品出口增加原因？

首先是对 GE 的销售增加，GE 订单包括新装机市场和后市场。其中后市场指随着美国市场原来的老风电机到期需要更换，这些风机都是其他品牌的老风机，使用寿命到了时间，要一批批更换，我们占了很大比例。今年与 GE 合作出口量比预期更高也是因为追加了后市场订单，GE 后市场有 3,000 台，公司有望获得一半的订单。其次是出口销售策略生效。公司在印度、欧洲订单都增加了。除了风电之外，传统行业下行压力比较大，我们减少了其他产品的销售，换成强势的产品。

3、公司未来的产品出口展望？

上半年出口比例在增加，符合未来公司规划，希望几年以后出口达到 50%，国内市场不减少。从更长远目标，希望出口收入超过国内，国内市场竞争激烈，国际

市场客户上不只 GE 一家，其他的维斯塔斯、歌美飒等都在一步一步的展开销售。大的风机制造商除了 GE 都在欧洲，欧洲销售今年量有了，明年估计量也不大，这是相对 GE 来讲，因为 GE 一年销售 30 亿。明年出口除了 GE 外其他地区能接近 10 亿，2018 年则预计有很大增长，最终目标这几家加起来能达到 GE 出口规模。国内市场的市场占比不会减少，因为国内市场量已经很大了。

4、美国风电市场是否在 2017 年出现断崖下降？

我们相信美国市场的收入不会有断崖式的下跌。与 GE 合作有两个原因：1、公司产品质量较好，公司与 GE 合作量越来越大，我们出口 GE 合作超过 GE 采购量的 51%。2、产品价格有竞争力，公司的交货完成率较好。

5、美国上半年产品销售毛利率提升是否因为销售 2.3 兆瓦风机所致？

美国产品的毛利率较高，但不是说 40%，没那么高，以为其中忽略了许多其他投入和费用。从 1.6 兆瓦风机转至 2.3 兆瓦风机，新品研发费用很多，上半年研发费用 1.4 亿，很大一部分是为 GW 开发的。第二个，新产品、新市场毛利率相对高点，但新产品要按期交货，质量要好。最后的原因是因为美元人民币汇率变化。由于公司所有原材料按人民币结算，同时出口按美金结算。

6、国内市场的新增风机体现了低风速发展趋势，直驱会对齿轮箱业务产生影响？

公司在海上产品和低风速产品全面供应，以前最低风速 7 米/秒，现在都是 5 米/秒。海上风电，高速传动是最靠前的。双馈和直驱产品是竞争的，但风电总体市场容量很大，双馈和直驱各有各的市场空间。

7、中国市场上半年出货量相对下降，是否对装机量有一定压力？

上半年出货量下降，第一个原因，去年风机抢装，今年总量会有下降，预计 25GW 左右。总量减少会对公司装机量有影响，但比竞争对手要好些。公司在国内风机上的齿轮箱安装了 4 万台，出问题的极少。也注意到有些整机厂商出现装机量削减，但对我们影响很少。公司在国内维持比较高的市场占有率，重点发展放在国外。

8、公司的业务瘦身计划？

公司在需要瘦身的板块没有太大投入，希望业务量下降。但在市场想出售这些业务也不容易，因为吸引力不大，所以公司继续采取各种措施例如人员裁减，减少投资等。比如有个公司从 200 多人变成 17 人，人工费用大量减少。

机床出售业务也有进展，其他业务出售也在紧锣密鼓讨论中，一旦有实质性结果

再披露。

9、传统齿轮箱向未来发展的展望？

传统齿轮箱正在做痛苦转变，在传统行业，我们要在国内同海外产品在国内市场进行竞争，做高端产品，丢掉低端市场，把新产品的市场牢牢抓住。国内工业齿轮箱有几个领域刚刚兴起。1、机器人的齿轮箱，90%被日本占有。2、电动汽车领域，新能源车和烧油的齿轮箱有很大不同。3、燃气发电机齿轮箱产品也列入公司视野。这些新产品领域都是1、不需要大量投资。2、我们有这方面的技术。3、人员资源，质量控制，看谁能抢先把产品推向市场。

10、LED 蓝宝石业务进展？

LED 市场目前竞争非常激烈，LED 产商大量被淘汰，但这个产品未来是有前途的，LED 在新能源汽车，手机，新能源光源都有发展前景。LED 业务现在小亏，我们也接受，因为这个行业不可能 100%淘汰，谁坚持到最后谁取得胜利。

11、应收账款增加和应收周转天数、应收计提准备金情况？

GE 出口量达 30 多个亿，去年有 22 亿，GE 产品有四个月的应收账款时间。公司的应收账款分为应收票据和应收账款，计算应收账款周转天数是把应收票据也放进去的。计提准备金根据账龄计提的，从百分比看，计提的准备金就占应收 6%，如果去掉票据应收，这个占比就到了 10%，这个是非常稳健的财务处理方法，也是审计师同意的。

到 6 月 30 日，公司有些债还没到期，所以总借贷增多，若用净债数据则是同比下降的，公司现金有 83 亿，总债务 90 多亿。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及等价物	2,122	4,009	6,558	10,341
应收帐款	8,651	9,306	10,121	11,256
存货	2,075	2,148	2,250	2,495
其他流动资产	4,464	4,013	3,794	3,990
总流动资产	17,311	19,475	22,723	28,082
物业、厂房及设备	5,520	4,764	4,253	4,050
预付租赁款	670	587	587	587
其他非流动资产	1,791	1,182	1,269	1,382
总资产	25,292	26,007	28,831	34,101
银行借款	5,618	5,871	5,020	4,292
应付帐款	6,409	4,849	5,250	5,822
其他流动负债	1,188	1,002	1,024	1,040
总流动负债	13,215	11,723	11,294	11,154
递延税项负债	51	54	57	59
银行及其他借款	1,948	2,046	2,148	2,255
其他	103	96	100	99
负债总额	15,317	13,918	13,599	13,568
股本	119	119	119	119
储备	9,640	11,733	14,852	20,127
每股净资产(元)	6	7	9	12
营运资金	4,097	7,752	11,429	16,928
少数股东权益	216	237	261	287
股东权益	9,759	11,852	14,972	20,247
现金流量表				
单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	2,001	2,221	2,585	3,014
融资成本(收入)	551	478	416	364
营运资金变化	2,438	396	(456)	(751)
所得税	(158)	(350)	(416)	(506)
营运现金流	5,074	2,796	2,185	2,187
资本开支	(255)	(217)	(217)	(217)
其他投资活动	(598)	(396)	3	16
投资活动现金流	(853)	(614)	(214)	(201)
已付利息	(681)	(611)	(550)	(500)
其他融资活动	(3,090)	337	1,128	2,298
融资活动现金流	(3,771)	(274)	578	1,798
现金变化	451	1,909	2,549	3,783
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	1,650	2,101	4,009	6,558
期末持有现金	2,101	4,009	6,558	10,341

利润表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	9,846	10,340	11,245	12,507
毛利	3,198	3,412	3,745	4,190
其它收支	172	203	237	275
销售费用	(393)	(414)	(427)	(475)
行政费用	(612)	(662)	(720)	(800)
研发费用	(331)	(414)	(394)	(375)
经营利润	2,034	2,126	2,442	2,814
融资成本	(643)	(574)	(517)	(470)
税前利润	1,347	1,554	1,924	2,343
所得税	(344)	(388)	(462)	(562)
税后利润	1,003	1,165	1,463	1,781
少数股东权益	(30)	(27)	(24)	(22)
股东净利润	1,033	1,193	1,487	1,803
基本每股收益	0.63	0.73	0.91	1.10
主要财务比率				
	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率(%)	32.5%	33.0%	33.3%	33.5%
净利率(%)	10.5%	11.5%	13.2%	14.4%
营运表现				
SG&A/收入(%)	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%
管理费/收入(%)	6.22%	6.40%	6.40%	6.40%
研发/收入(%)	3.36%	4.00%	3.50%	3.00%
实际税率(%)	25.6%	25.0%	24.0%	24.0%
股息支付率(%)	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
存货周转天数	119	111	107	104
应付账款天数	293	297	246	243
应收账款天数	262	278	276	265
财务状况				
负债/权益	153.6%	115.1%	89.3%	66.1%
收入/总资产	38.9%	39.8%	39.0%	36.7%
总资产/权益	2.54	2.15	1.89	1.66
盈利对利息倍数	2.09	2.71	3.72	4.99
现金比率	0.16	0.34	0.58	0.93
总资产收益率	3.97%	4.48%	5.07%	5.22%
净资产收益率	10.05%	9.64%	9.60%	8.67%
估值比率(倍)				
PE	9.80	8.49	6.81	5.61
PB	1.01	0.84	0.66	0.49

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	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 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。