

增持 (维持)

0152.HK 深圳国际

目标价: 17.00 港元

现价: 12.22 港元

主营业务运行平稳, 土地价值即将迎来重估

2016年08月26日

预期升幅: 39%

#### 主要财务指标

#### 市场数据

报告日期 2016.08.26

收盘价(港元)	12.22
总股本(亿股)	19.57
总市值(亿港元)	239.21
股东净资产(亿元)	181.6
总资产(亿元)	590.0
每股净资产(元)	9.19

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	6,738	6,610	6,985	7,454
同比增长(%)	5.8%	-1.9%	5.7%	6.7%
净利润(百万元)	2,198	2,317	2,478	2,526
同比增长(%)	-1.4%	5.4%	6.9%	1.9%
毛利率(%)	42.5%	47.0%	46.0%	46.0%
净利润率(%)	32.6%	35.1%	35.5%	33.9%
净资产收益率(%)	12.1%	11.8%	11.7%	11.1%
每股收益(港元)	1.16	1.22	1.31	1.33
每股派息(港仙)	50.0	48.9	52.4	53.4

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

#### 投资要点

#### 相关报告

《2015 业绩点评: 物流网络完善全国布局》2015 年度业绩点评 20160323

《积极拓展物流业务, 潜力巨大》深度报告 20160427

《签订高速委托管理服务协议, 前海土地合作有望加速》跟踪报告 20160619

#### 海外房地产研究

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

联系人: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

- **中期业绩符合预期:** 2016 年上半年公司营业收入 103.88 亿元港币(下同), 同比增长 40.7%; 毛利润为 62.32 亿元, 同比增长 36.6%, 毛利率为 40%, 比去年同期降低了 1.2 个百分点。上市公司股东应占净利润为 15.4 亿元, 与去年基本持平; 股东应占核心净利润约为 11.87 亿元, 同比增长 33.9%, 核心净利率为 11.8%, 中期业绩符合预期。
- **土地价值即将迎来重估:** 深圳的房价、土地价格在过去一年都大幅上涨, 公司在深圳梅林关和前海的土地价值即将迎来重估。梅林关城市更新项目, 公司已经缴清土地款, 新规划项目建筑面积达到 48.6 万平方米, 保守估计建成后将有超过人民币 200 亿元的货值。公司在前海的占地 38 万平方米的土地, 1 期开发项目占地 3.8 万平方米, 总建筑面积达到 16 万平方米, 业态包括住宅、商业和办公楼, 将成为前海的标杆项目。目前正与政府商议最终的开发以及分成模式, 预计在年底前最终方案将会出台, 届时, 公司的土地价值将会释放, 公司的整体价值将会得到提升。
- **我们的观点:** 深圳国际主营业务运营平稳, 收费公路贡献稳定现金流, “物流港项目”在全国有序布局, 目前已经拓展至 15 个物流核心节点城市。深圳航空受益于航油价格大幅下调, 盈利贡献超预期。另外公司在深圳梅林关的城市更新项目进展顺利, 前海土地的开发合作模式有望在年底出台, 土地价值将得到重估, 我们觉得公司的价值目前处于低估状况, 且安全边际充足。我们维持深圳国际的“增持”评级, 目标价 17.00 港元, 相当于 2016-2018 年的 PE 分别为 13.9、13 和 12.7, 较现价有 39% 的上升空间。
- **风险提示:** 高速车流量减少, 物流园区利用率下降, 综合物流港项目全国扩张不达预期

- **中期业绩符合预期:** 2016 年上半年公司营业收入 35.78 亿元港币 (下同), 同比增长 22.1%; 毛利润为 15.67 亿元, 同比增长 11.9%, 毛利率为 43.8%, 比去年同期降低了 4 个百分点。上市公司股东应占净利润为 6.3 亿元, 比去年同期降低 53.8%, 主要原因包括去年公司减持了 4590 万股南玻 A 股票产生了其他收益, 而今年还补交了因去年减持股票的营业税, 另外, 公司由于预收款项计提了 2.74 亿元的利息费用, 但实际并未指出; 扣非后的核心净利润为 8.88 亿元, 同比增长 3.9%, 中期业绩符合预期。

图 1、营业收入及净利润

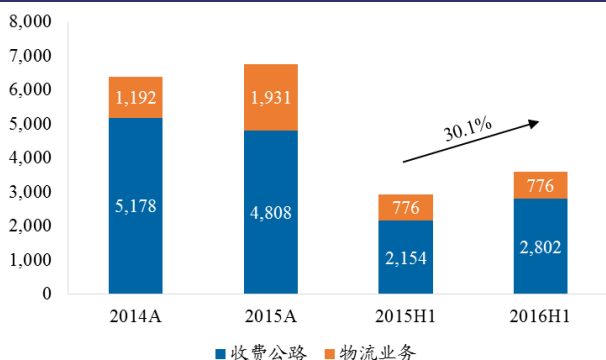
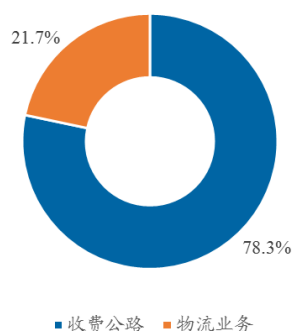


图 2、主营业务占比



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **收费公路运营平稳:** 上半年收费公路业务整体收入为 27.64 亿元, 同比增长 28%, 经营利润 13.54 亿元, 同比增长 23%。大部分收费公路车流量及路费收入保持增长, 公司去年下半年收购的水官高速为公司贡献了新的收入。由于龙大高速深圳段和南光高速的免费通行, 龙大高速剩余路段的车流量增长较大, 整体路费收入为 3.3 亿元, 同比增长 12%。武黄高速路费收入为 1.99 亿元, 与去年基本持平。
- **“综合城市物流港”项目扩张进展顺利:** 2016 年上半年公司与贵州、重庆及郑州签署了综合物流港项目的投资协议, 并收购了昆山项目, 加快了全国物流网络的布局。目前公司已经在 15 个重要物流节点城市实现布局, 规划建筑面积为 421 万平方米, 已取得土地使用权的面积为 186 万平方米。公司的首个物流港项目沈阳综合物流港已经投入运营, 占地面积约 24 万平方米, 入驻率超过 40%, 随着项目逐渐成熟, 入驻率将会有所提升。年内无锡、武汉及合肥的项目将会竣工, 预出租率已达到 65%。

表 1、已获取的综合物流港项目

NO	获取项目	位置	占地面积 (万平方米)	获取时间	预计投入运营时间
1	沈阳项目	沈阳市于洪区	70.0	2012-12-11	2016
2	无锡项目	无锡市惠山区	34.6	2013-11-26	2017
3	武汉项目	武汉市东西湖区	12.6	2013-12-20	2017

4	天津项目	天津市滨海新区	29.5	2013-10-9	2020
5	石家庄项目	石家庄正定县	33.3	2014-02-18	2018
6	长沙项目	长沙金霞经济开发区	34.6	2014-10-15	2018
7	南昌项目	南昌经济技术开发区	26.7	2014-11-10	2019
8	合肥项目	合肥商贸物流开发区	13.7	2015-01-21	2017
9	宁波项目	宁波奉化市宁南贸易物流园区	19.4	2015-06-11	2019
10	杭州项目	杭州大江东产业集聚区	40.0	2015-06-16	2018
11	成都项目	成都天府新区新津物流园区	17.3	2016-01-14	2019
12	贵州项目	贵州双龙现代服务业聚集区	34.8	2016-01-28	2018
13	重庆项目	重庆市江津区双福新区	15.7	2016-04-27	2020
14	郑州项目	郑州市经开区	26.7	2016-01-26	2020
15	昆山项目	昆山市陆家镇	11.7	2016-03-01	2016
	合计		<b>421</b>		

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- 土地价值即将迎来重估：**深圳的房价、土地价格在过去一年都大幅上涨，公司在深圳梅林关和前海的土地价值即将迎来重估。梅林关城市更新项目，公司已经缴清土地款，新规划项目建筑面积达到 48.6 万平米，保守估计建成后将有超过人民币 200 亿元的货值。公司在前海的占地 38 万平米的土地，1 期开发项目占地 3.8 万平米，总建筑面积达到 16 万平米，业态包括住宅、商业和办公楼，将成为前海的标杆项目。目前正与政府商议最终的开发以及分成模式，预计在年底前最终方案将会出台，届时，公司的土地价值将会释放，公司的整体价值将会得到提升。
- 其他投资贡献额外收益：**公司将继续减持南玻 A 的股份，以获得现金并聚焦现有核心业务。深圳航空保持稳定发展，飞机数量由去年年底的 159 架增加值 164 架。客运量同比增长了 10%。受益于航油价格下降，深圳航空的成本大幅减少。中期经营利润同比上涨了 60% 至人民币 18.88 亿元，为公司贡献了 4.13 亿元的盈利，同比同比增长 37%，全年有望保持业绩的高增长。
- 财务保持稳健：**截至中期，公司持有现金 86.99 亿元，总有息负债为 117 亿元，净负债率仅为 11%，财务状况稳定。从负债的货币种类来看，以美元/港币计值的债务占比为 39%，上半年产生了 1.2 亿元的汇兑损失，公司将继续调整债务结构以减少人民币汇率波动带来的影响。
- 我们的观点：**深圳国际主营业务运营平稳，收费公路贡献稳定现金流，“综合城市物流港项目”在全国有序布局，目前已经拓展至 15 个物流核心节点城市。深圳航空受益于航油价格大幅下调，盈利贡献超预期。另外公司在深圳梅林关的城市更新项目进展顺利，前海土地的开发合作模式有望在年底出台，土地价值将得到重估，我们觉得公司的价值目前处于低估状况，且安全边际充足。我们维持深圳国际的“增持”评级，目标价 17.00 港元，相当于 2016-2018

年的 PE 分别为 13.9、13 和 12.7，较现价有 39% 的上升空间。

表 2、公司估值表

分部估值法	估值方法	价值	每股价值
收费公路	DCF	13,963,198	7.38
物流业务	10XPE	2,631,650	1.39
深圳航空	1XPB	3,190,670	1.69
前海土地	NAV	9,047,619	4.78
其他	成本法	663,369	0.35
总价值		29,496,506	15.59
(净负债)		-2,597,728	-1.37
合计		32,094,234	16.96
总股本(千股)		1,892,613	
每股价值		17.0	
当前股价		12.22	
上升空间		39%	

资料来源：兴业证券研究所

- **风险提示：**宏观经济不好导致高速车流量减少，物流园区利用率下降，综合物流港项目全国扩张不达预期

表 3、2016H1 利润表

(单位:千元港币)	2015H1	2016H1	变动	评价
收入	2,930,596	3,578,014	22.1%	收费公路业务同比增长 30%。
销售成本	(1,531,164)	(2,011,481)	31.4%	
毛利	<b>1,399,432</b>	<b>1,566,533</b>	11.9%	毛利率降低了 4 个百分点，受物流业务影响。
其他收益	683,378	(122,287)	-117.9%	去年上半年减持了 4590 万股南玻 A 的股票，今年没有，同时今年补交了去年的营业税。
其他收入	61,858	85,034	37.5%	
分销成本	(34,231)	(35,792)	4.6%	
管理费用	(173,805)	(201,214)	15.8%	
经营盈利	<b>1,936,632</b>	<b>1,292,274</b>	-33.3%	
应占合营公司	19,973	20,417	2.2%	深圳机场快件中心业务平稳。
应占联营公司盈利	487,485	539,831	10.7%	深圳航空运营状况良好。
财务收益	156,828	136,269	-13.1%	
财务成本	(387,268)	(611,737)	58.0%	由于预收款导致计提了 27400 千元的财务费用，并未实际支出。
税前盈利	<b>2,213,650</b>	<b>1,377,054</b>	-37.8%	
所得税	(489,292)	(319,806)	-34.6%	
年度纯利	<b>1,724,358</b>	<b>1,057,248</b>	-38.7%	
应占：				
本公司股权持有人	1,368,708	632,223	-53.8%	
非控制性权益	355,650	425,025	19.5%	
核心净利润	<b>855,000</b>	<b>888,000</b>	<b>3.9%</b>	核心净利润增速符合预期
EPS-基本	0.72	0.33	-54.2%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

**业绩会 Q&A****Q1: 公司上半年的净利润并不是太好, 全年的水平如何?**

A: 公司有信心完成全年的经营目标, 可以维持去年的盈利水平。今年各项主营业务都进展顺利, 公路和物流项目都有新的贡献。深圳航空受益航油价格的下跌, 全年会有较大的盈利贡献。前海的土地, 南玻 A 的减持都是下半年的努力目标。

**Q2: 关于前海的土地, 管理层有更详细的分享吗?**

A: 深圳的城市转型, 结构调整都是在全国最前沿, 而前海又是深圳转型的标杆, 是全国投资的热点。公司在前海有 38 万平方米的土地, 历史成本极低, 不到 1000 港币每平方米。根据数据统计, 前海累计出让的 10 多块土地, 价格在 1.4-2.8 万每平方米, 因此, 公司的土地价值巨大。但是公司的土地目前仍然是工业用地, 正在跟政府商议最终的开发方案, 预计年底前会出台。公司希望发挥土地的最大效益和价值。目前 1 期项目占地 3.8 万平方米, 建筑面积 16 万平方米, 土方已经完成。

**Q3: 综合物流港的扩张进程?**

A: 城市综合物流港是公司 2012 年以来制定的主要战略目标。目前已经与 14 个城市签订投资协议, 规划土地面积 400 万平方米, 其中有 11 个项目已经获得土地使用权, 186 万平方米。2016 年上半年签署了 3 个项目, 落实 3 个项目土地使用权, 2 个项目完工并投入运营。未来 5-8 年内逐步建成物流港网络。即将建成和已经完成的项目, 招商和运营的情况达到预期目标。

**Q4: 收购的昆山项目主要情况?**

A: 昆山项目一共收购金额是 2.23 亿元, 面积 11.7 万平方米。于 5 月 1 号开始确认起租, 预计收入可达到 2400 万每年, 2 年后将会有一定幅度增长。昆山的物流服务辐射上海, 主要客户为电商公司, 包括京东, 唯品会等。公司是整体收购, 留下了原来的团队, 以保证市场的完整。通过收购的方式扩张也是全国布网布局的好模式。

**Q5: 梅林关项目要转让给房地产公司, 进展如何?**

A: 一切按计划在进行, 6 月底已经交了 24.9 亿土地款, 预计 8、9 月份拿到红本。该项目公司的获取成本低, 楼面地价仅 1 万块钱左右, 公司希望寻求有能力, 有品质的开发商, 充分发挥项目的价值, 也使股东充分受益。



## 附表

资产负债表		单位:百万港币			
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>流动资产</b>	<b>21,661</b>	<b>18,671</b>	<b>19,346</b>	<b>20,125</b>	
货币资金	15,635	12,416	12,781	13,213	
金融资产	2,748	2,748	2,748	2,748	
应收账款	1,879	1,969	2,047	2,129	
存货	1,399	1,538	1,769	2,035	
<b>非流动资产</b>	<b>37,337</b>	<b>36,984</b>	<b>37,070</b>	<b>36,567</b>	
可供出售金融资产	96	96	96	96	
长期股权投资	5,955	5,955	5,955	5,955	
投资物业	81	81	81	81	
固定资产	3,962	4,020	4,245	4,544	
在建工程	768	1,084	1,242	1,321	
无形资产	24,811	24,007	23,094	22,212	
其他非流动资产	1,663	1,742	2,358	2,358	
<b>资产总计</b>	<b>58,998</b>	<b>55,655</b>	<b>56,416</b>	<b>56,692</b>	
<b>流动负债</b>	<b>8,059</b>	<b>7,874</b>	<b>9,502</b>	<b>10,178</b>	
短期借款	3,876	4,038	5,416	5,856	
公路养护责任拨备	90	90	90	90	
应付账款	3,613	3,268	3,519	3,755	
其他	479	477	477	477	
<b>非流动负债</b>	<b>22,240</b>	<b>17,596</b>	<b>15,177</b>	<b>13,243</b>	
长期借款	9,161	8,161	9,385	10,793	
其他	13,079	9,435	5,792	2,450	
<b>负债合计</b>	<b>30,298</b>	<b>25,470</b>	<b>24,679</b>	<b>23,421</b>	
股本	7,626	7,626	7,626	7,626	
建议股息	950	927	991	1,010	
保留盈余	9,585	11,094	12,581	14,096	
少数股东权益	10,539	10,539	10,539	10,539	
<b>股东权益合计</b>	<b>28,699</b>	<b>30,185</b>	<b>31,737</b>	<b>33,271</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>58,998</b>	<b>55,655</b>	<b>56,416</b>	<b>56,692</b>	

现金流量表		单位:百万港币			
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>净利润</b>	<b>3,062</b>	<b>3,310</b>	<b>3,540</b>	<b>3,608</b>	
折旧和摊销	352	353	343	347	
无形资产摊销	956	843	953	921	
股息收入	-53	-56	-59	-62	
财务费用	693	268	63	176	
联营公司盈利	-789	-804	-820	-835	
其他	-1,273	0	0	0	
营运资金的变动	-475	-574	-59	-111	
<b>经营现金流</b>	<b>2,130</b>	<b>2,871</b>	<b>3,584</b>	<b>3,630</b>	
<b>投资现金流</b>	<b>-2,480</b>	<b>-3,264</b>	<b>-3,227</b>	<b>-3,188</b>	
<b>融资现金流</b>	<b>6,443</b>	<b>-2,827</b>	<b>9</b>	<b>-10</b>	
现金净变动	6,093	-3,219	366	432	
现金的期初余额	7,161	13,254	10,034	10,400	
现金的期末余额	13,254	10,034	10,400	10,832	

利润表		单位:百万港币			
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>营业收入</b>	<b>6,738</b>	<b>6,610</b>	<b>6,985</b>	<b>7,454</b>	
营业成本	-3,873	-3,504	-3,772	-4,025	
销售费用	-73	-79	-84	-82	
管理费用	-495	-496	-531	-566	
财务费用	-693	-268	-63	-176	
其他收入	78	70	70	70	
其他收益	1,328	1,000	1,000	1,000	
<b>营业利润</b>	<b>3,703</b>	<b>3,602</b>	<b>3,669</b>	<b>3,850</b>	
应占合营公司	37	37	37	37	
应占联营公司盈利	753	768	783	799	
<b>利润总额</b>	<b>3,799</b>	<b>4,138</b>	<b>4,425</b>	<b>4,510</b>	
所得税	-736	-828	-885	-902	
净利润	3,062	3,310	3,540	3,608	
少数股东损益	864	993	1,062	1,082	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,198</b>	<b>2,317</b>	<b>2,478</b>	<b>2,526</b>	
<b>EPS(元)</b>	<b>1.16</b>	<b>1.22</b>	<b>1.31</b>	<b>1.33</b>	

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	6%	-2%	6%	7%
营业利润增长率	-23%	-3%	2%	5%
净利润增长率	-1%	5%	7%	2%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	43%	47%	46%	46%
净利率	33%	35%	35%	34%
ROE	12%	12%	12%	11%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	51%	46%	44%	41%
流动比率	2.69	2.37	2.04	1.98
速动比率	2.51	2.18	1.85	1.78
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.11	0.12	0.12	0.13
应收帐款周转率	3.59	3.36	3.41	3.50
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.2	1.2	1.3	1.3
每股经营现金	1.1	1.5	1.9	1.9
每股净资产	9.6	10.4	11.2	12.0
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.9	10.3	9.7	9.5
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

## 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
朱元或	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。