

## 00489.HK 东风集团股份

未评级

## 中期业绩下滑，未来关注神龙汽车的改善

2016年08月28日

## 市场数据

报告日期	2016.08.28
收盘价(元)	8.17
总股本(百万股)	8,616
流通股本(百万股)	2,856
总市值(百万元)	70,394
流通市值(百万元)	23,331
净资产(百万元)	84,650
总资产(百万元)	160,786
每股净资产(元)	9.825

数据来源: Wind

## 相关报告

## 海外汽车研究

高级分析师: 姚炜

yaowei@xyzq.com.cn

SFC: AVW558

SAC: S0190516050001

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	6,090	37,263	80,954	126,566
同比增长(%)	-	511.9%	117.3%	56.3%
净利润(百万元)	9,092	10,528	12,845	11,550
同比增长(%)	-	15.8%	22.0%	-10.1%
毛利率(%)	5.8%	12.6%	13.2%	13.4%
净利润率(%)	149.3%	28.3%	15.9%	9.1%
净资产收益率(%)	-	16.7%	17.4%	13.6%
每股收益(元)	1.060	1.220	1.490	1.340
股息率(%)	2.3%	2.7%	3.0%	2.9%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **汇兑损失拖累整体业绩出现下滑。**公司上半年实现销售收入 571.3 亿元，同比下降 13.2%。归属于母公司净利润 67.59 亿元，同比下降 1.8%。每股收益 0.78 元，中报净利润出现下滑，低于预期，管理层表示主要是欧元汇兑损失的影响，扣除汇兑的影响后净利润接近 10% 增长。
- **合资公司利润出现分化。**公司上半年来自于合资公司的净利润为 55.16 亿元，同比增长 6.5%。其中，神龙汽车的净利润 13.85 亿元，同比下降 49.3%。东风日产 20% 以上的增长，东风本田接近 50% 的增长，而东风雷诺亏损 1-2 个亿，各个合资公司的表现基本上与其销量表现相关。
- **神龙汽车如何扭转颓势是未来看点。**神龙汽车是上半年业绩较大的拖累负担，主要原因：1、新产品投放问题。15 年到 16 年上半年新产品投放相对不足；2、为了保证下半年销量增速，上半年把经销商库存压了很多。下半年来看，神龙的 2 个品牌会有新品有 5 款产品投放，17 年上半年会有 2 款新车。预计下半年销量增速有很大扭转，17 年销量整体会有提升。
- **我们的看法：**整体上来看，公司上半年净利润出现下滑，部分由于汇兑损失的影响，同时自主品牌、东风雷诺和神龙汽车对业绩也有负面的拖累。相对而言，东风本田和东风日产是盈利增长的主要推动力。未来来看，神龙汽车能否改善颓势是未来的重要看点，公司已在产品和渠道方面做出双重努力。根据彭博一致预期，目前公司股价对应 16/17 年市盈率分别为 5.0 倍/4.7 倍，建议关注。
- **风险提示：**行业需求增速回落；神龙和自主品牌无法扭转颓势；汇兑风险。

### 报告正文

- **汇兑损失拖累整体业绩出现下滑。**公司上半年实现销售收入 571.3 亿元，同比下降 13.2%。毛利额 77.76 亿元，同比下降 7.7%。归属于母公司净利润 67.59 亿元，同比下降 1.8%。每股收益 0.78 元，中报净利润出现下滑，低于预期，管理层表示主要是欧元汇兑损失的影响，扣除汇兑的影响后净利润接近 10% 增长。

表 1、公司半年报数据分析

百万元	1H15	2H15	1H16	1H16 YOY	1H16 HOH
营业收入	65,853	60,713	57,133	-13.2%	-5.9%
毛利	8,426	8,503	7,776	-7.7%	-8.5%
净利润	6,885	4,665	6,759	-1.8%	44.9%
合资公司利润	5,181	5,241	5,516	6.5%	5.2%
联营公司利润	685	612	1,443	110.7%	135.8%
扣除联营及合营后的利润	1,019	(1,188)	(200)	-	-
毛利率	12.8%	14.0%	13.6%	增加 0.8ppts	下降 0.4ppts
净利润率	10.5%	7.7%	11.8%	增加 1.4ppts	增加 4.1ppts

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **合资公司利润出现分化。**公司上半年来自于合资公司的净利润为 55.16 亿元，同比增长 6.5%。其中，神龙汽车的净利润 13.85 亿元，同比下降 49.3%。东风日产 20% 以上的增长，东风本田接近 50% 的增长，而东风雷诺亏损 1-2 个亿。各个合资公司的表现基本上与其销量表现相关，上半年神龙汽车销售 29.1 万辆，同比下降 17.9%；东风日产销售 49.0 万辆，同比增长 11.1%，东风本田销售 24.8 万辆，同比增长 47.8%，东风雷诺销售 8193 辆。东风日产利润增长高于销量增长，主要是产品结构的变化以及成本控制得当。
- **乘用车业务拖累本部报表利润。**合并报表中的各分部业绩出现分化，乘用车分部业绩为 2.9 亿元，低于去年同期的 9.11 亿元；商用车业务分部 3.07 亿元，高于去年同期的 8400 万元。汽车金融业务 6.28 亿元，高于去年同期的 5.11 亿元。整体上乘用车部分拖累了合并报表本部的业绩，这可能与神龙汽车销售公司进入合并报表有关，此外风神公司仍然处于亏损状态，较去年亏损幅度还有所扩大。由于乘用车分部业绩的下降，加上公司加大研发投入，扣除合资及联营公司后净利润为亏损 2.2 亿元，去年同期是盈利 10.19 亿元。
- **神龙汽车如何扭转颓势是未来看点。**神龙汽车是上半年业绩较大的拖累负担，主要是有两方面原因：1、新产品投放结构问题。13、14 年快速投了很多新产品比较多。15 年到 16 年上半年新产品投放相对不足；2、营销网络方面，为了保证下半年销量增速，上半年把经销商库存压了很多。1-6 月经销商库存下降了 2 万多台，为下半年新品投放奠定基础。上半年销量下滑是基于调整的状态。下半年来看，神龙的 2 个品牌会有新品有 5 款产品投放，17 上半年会有 2 款新车。9 月份开始销量增速会有提升，接近 2 位数增长，下半年有很大扭转，17 年销量整体会有提升。

- **我们的看法：**整体上来看，公司上半年净利润出现下滑，部分由于汇兑损失的影响，同时自主品牌、东风雷诺和神龙汽车对业绩也有负面的拖累。相对而言，东风本田和东风日产是盈利增长的主要推动力。未来来看，神龙汽车能否改善颓势是未来的重要看点，公司已在产品 and 渠道方面做出双重努力。根据彭博一致预期，目前公司股价对应 16/17 年市盈率分别为 5.0 倍/4.7 倍，建议关注。
- **风险提示：**行业需求增速回落，发生价格战；神龙汽车和自主品牌无法扭转颓势；汇兑风险。

#### 投资者问答 Q&A:

1、中报可以看到公司投资收益增速是低于销量的增速，想了解下投资收益里面是否有一次性的因素？如东本召回是否有影响。

投资收益没有增长主要还是神龙的销量下降，神龙公司销量下降 20%，利润下降更大。主要还是神龙的因素。虽然有召回，但是规模非常小。

2、过去一两年本田和日产推出很多换代车型后，销量都是大幅增长，包括思域和奇骏等，往后展望下日系的竞争力，日系还会提升吗？原因是什么？

东风本田和东风日产销量和业绩都是很好，展望今年下半年，我们首先要看到去年四季度推出的 1.6 排量购置税减半政策覆盖了去年 10 月-12 月，去年 1-9 月份没有，今年 1-9 月份受益，所以今年 1-9 月份有比较高的增长，但四季度的基数高，增速会往下。今年四季度销量依然增长，但没有 6、7、8 月这三个月的 2 位数甚至 20% 增长那么高。

3、日系竞争力提升原因？如思域、奇骏都卖的很好？

今年提升主要是由于产品优化。如东风日产的新逍客，东本第 10 代思域，现在产能利用率高，销售火爆，主要是产品适销对路。

4、能否分享下主要合资品牌企业下半年乃至明年的新车型情况？

下半年还有一些新车型推出，由于竞争的原因，对外界都没有披露，要出来才能报告。

5、合资企业利润中 4 个合资企业是怎么分配的？目前仅看得到神龙的，其他能否分拆下？

合资公司的利润可以排序，顺序其实没有大的变化，第一位是东风有限，主要是东风日产的贡献，第二位是东风本田，利润 20%，第三是神龙，虽然是下降的。第四是东风本田发动机，是给本田供应发动机的。结构而言，东风本田有一个比

较大的增长，神龙有比较大的下降。东风雷诺由于今年刚刚开始投入销售，目前销量比较小，上半年对于集团还没有产生贡献。

#### 6、上半年合资企业的利润大致的同比增长？

东风有限大概有 20% 以上的增长，东风本田和销量增长差不多。

#### 7、乘用车分布业绩，去年上半年 9.11 亿，今年上半年跌到 2.9 亿，主要原因来自于风神还是 PSA？

神龙销售公司，集团是合并的，主要是神龙销售公司利润的下降造成乘用车分布的下降。

#### 8、PSA 报表看神龙有 7 个多亿的下降，这是在销售公司里面体现还是制造工厂体现？

报表里面销售公司是合并的，制造公司放到合营公司里面。9 个亿下降，在分布业绩里面主要是毛利。PSA 公布的是神龙是净利润，两个数字是不一样的。

#### 9、风神的盈利情况？

风神盈利能力，销量增长较快，盈利还是亏损状态。亏损的金额比去年同期略有增长。主要是产品结构的原因，另外，公司将新产品推广，保持一定的销量和市场份额，同步展开一个降低成本的计划，随着后续成本降低的计划和展开实施，业绩会有一个逐步好转。但这需要时间。

#### 10、JV 的盈利感觉是要高一点的，但实际上没有，主要是否雷诺有一些亏损，拖累业绩？还是说给经销商返利计提比较重一点？是否有这方面原因？

雷诺销量比较小，略低于平衡点，上半年有小额亏损，不过不是给经销商返点，主要是规模比较小。1-2 个亿的亏损。

#### 11、近几年的法规比较多，无论是 18 年的碳排放还是 2020 年的油耗标准，还有国六的实行，要达到这些法规的要求，是否会对公司盈利压力？

近期中国经济转型发展中间，一系列法规加严，包括碳排放，油耗，也包括新能源汽车鼓励的政策，从这些政策看，东风在这些政策方面的技术和管理方面都在加速工作，希望能够抓住这些法规加严的机会，同时发挥东风集团积累的一些优势，在这些法规加严的过程中，特别是技术优势，争取从市场竞争的角度，抓住机会，盈利能力在行业中领先的。

#### 12、东本由于高田气囊的问题，6、7 月份有大规模召回，理论上高田付钱，但如果高田倒闭的话，是否要提拨备？

东本召回，本田全球和东风本田召回了一些车，这些车都是比较早的车型，对东风财务影响不大。东风本田关于召回都已经计提了准备。

### 13、雷诺，头几个月销量和预期是否有差距？

雷诺刚投产，一个产品在做销售，网点的发展，产量的爬升都还有一个过程，这款车在客户那口碑还是不错的，怎么样把握好基础，在网点发展上面，还有下一个产品准备好，通过网络和产品一起，把销量追上去，到目前为止，这款车的销量和预期是略有差距的。

### 14、日产盈利 20%增长，比销量高一点，margin 提升原因？

日产盈利高于销量原因主要是规模效应，在加上降本的影响。品种结构没有变化的情况下，盈利高于销量增长符合规律。上半年收到了一些政府补贴。

### 15、上半年合并的毛利率，上半年自主亏损增加，毛利率高了一点的的原因？

乘用车业务不仅有风神，还有东风柳州，此外，风神这边来说，广告和促销费用有些增长。

### 16、日产降本，对零部件是否有降价要求？幅度是多少？此外，原材料价格的降价幅度？这种降价能持续吗？

降低成本每年都是作为改善盈利的重要方式，材料成本不仅是原材料，还有零部件。每年降低 3-5%的水平，今年也是在这个范围内。

### 17、东风旗下品牌比较多，明年行业如果需求减速，怎么看明年的成长动力？

面对中国汽车市场的发展以及中国经济发展特征，三个方向做工作：1、保持企业经营的健康性；在全价值链上，特别注意各方利益的兼顾和健康性，包括每个环节的库存，现金量，盈利情况。

### 18、商品企划，研发都是提前在做未来 3-5 年的排兵布阵。包括现在电动化、智能化和网联化的应对？

中国市场总量微增长，结构发生变化，深化网络建设和布局。产品组合，满足客户的需求，贴近需要做商品销售，发挥各个合资方的资源和能力，把商品做好。

### 19、怎么看神龙的恢复？时间点，车型投放？日系车型的持续性？

今年是十三五的开局之年，都已经谋划好了方向和路径。神龙上半年情况不好，有产品结构问题、也有销售网络问题。现在加快改善，7、8月在改好。

东风本田，情况比较好；东风日产竞争激烈一点，如 1.6 以下竞争激烈。其他都

是健康的，新的商品研发和企划要求精准一点，都在安排都在做。

**20、东风日产利润，去年 26-7 亿，今年 33-34 亿，接近 30%增长，销量 10%增长，原因？**

东风日产高增长，仅次于本田，主要是得益于 2 大因素：1、销量增长和结构，特别是奇骏盈利比较高；2、成本降低和控制，特别是材料成本，还有半个原因，是得到了一部分政府补贴，要比去年多。

**21、英菲尼迪销量，他的产品挺好的，而且 SUV 挺多的，按道理应该卖的很好，不知道什么原因？**

英菲尼迪 这款车应该卖的好，英菲尼迪品牌和车的特点，偏高端，偏跑车，不应该是大量的概念，刚起步，进口和国产同时销，去年卖了 2 万多台。这个车卖的好不好需要一个过程。跟别的产品如宝马和奔驰不一样，比较时尚一点、现代一点或者超前意识强的群体，年轻一代买车可以增加量。产品定位还是要研究下。

**22、郑州日产的帕拉丁销量是一个什么情况？**

郑州日产的帕拉丁，今年还有微增长，本来量也不大，一年也就几千辆。今年上半年 1017 辆。去年 700 多辆。

**23、中国放开 50%股比控制？谈一下看法？**

股比放开，很多人关心，现在还没有正式公布，不知道什么情况会发生，但长期在注意这件事情。

**24、东风神龙比较弱，下半年有新的 SUV，成都也有新的工厂，能不能分享神龙展望？**

神龙展望，经过 2013、14 年快速发展以后，2015 年下半年至今，调整期。有 2 个方向，一个是产品新品的投放方向，13、14 年快速投了很多新产品比较多。15 年到 16 年上半年新产品投放结构性问题；2、营销网络方面，为了保证下半年销量增速，上半年把经销商库存压了很多。1-6 月经销商库存下降了 2 万多台，为下半年新品投放奠定基础。上半年销量下滑是基于调整的状态。神龙的 2 个品牌，下半年会有新品有 5 款产品投放，17 上半年 2 款新车。9 月份开始销量增速会有提升，接近 2 位数增长，下半年有很大扭转，17 年销量会有提升。

**25、8 月份渠道库存情况？**

行业，经销商和厂家 行业增加 20 万，但东风集团下降 2 万台左右。东风集团在经销商整车库存情况好于行业。

26、8月份库存，东风有下降，厂家加渠道有几个月？公报说2个月，本田、日产、神龙情况怎么样？

本田库存非常低，日产控制在2个月以内，16万多台，下降2万9千台。神龙库存11万台左右，下降2万4千台。其他库存在可控范围内。

27、分部资料乘用车销售额，包括东风神龙，风神，柳汽？能不能分拆下销售额？

收入分部情况，神龙销售公司240亿，剩下都是柳汽和风神乘用车。

28、公司上半年销量，行业增长还可以，但业绩下降的。行业展望怎么样？下半年有多大的改善空间？行业销量是否会体现在报表？

1-7月份增长9%，东风7.2%。东风6、7月份比行业高一些。业绩下降的情况，主要是这一轮竞争较为剧烈一些。竞争过程中，降价、促销比较多一些。其他企业比较狠一点，东风比较稳妥些。刨除PSA汇兑影响，收益是正的。接近10%的增长。

29、下半年势头还不错，下半年财务数据会不会更好一些？

销量增长还是保持目标不变。相信会有一个好的结果。促销活动都是在预期范围内，不会扩大造成严重亏损或者下滑。

30、13页和14页，其他收益是9.9，今年7亿多，怎么解释？

主要是东风有限总部的费用。包括所得税变化等。

31、之前说过资本研发会提升，今年上半年的资本研发支出实际情况？下半年的计划？

今后要加大投入，一是3-5年后要推出的车型，十二五末已经定下来了，特别是自主方面。面对新能源，纯电动和燃料电池新领域的研究和验证 装备设备的投入。电动化、智能化 网联化的大数据投入，自主方面的研发投入这几年还要逐步加大。自主上半年6个亿研发费用。集团技术中心，增长70%。全年也是这个力度。

32、账上现金很多，怎么看待账上现金，分红比例展望？

账上现金看起来多，用起来也快。分红政策希望保持既有的稳定性，没有大变化。现金主要是应对自主业务投资，新的事业，自主品牌研发，新能源车，智能网联相关水平实验。汽车金融业务未来还会保持快速增长，资金需求也是比较大的，手上也需要足够现金，国内国外的并购等。

33、税前利润扣除联营和合营，赚了9个亿，去年21个亿。收入规模很大，净

### 利润率很低，往后会不会亏损？

今年比较大的原因，1、汇兑损失，占了一大半。2、集团技术中心的支出快速增长；3、神龙雪铁龙销售公司的利润下降。

展望未来，汇率不好预计；神龙上半年调整期，现在最低点了，下半年神龙重振计划，会有恢复。集团的研发费用还在保持增长的趋势，另外其他业务，商用车业务上半年恢复性增长，希望继续回到原来盈利上有竞争优势的水平。汽车金融公司特别是财务公司的业绩保持稳定增长。

### 34、比例合并法下收入，毛利和盈利是多少？

收入 1100 亿，微增长，1.4%；毛利率 19%，微增长；经营利润，跟去年持平。

### 35、东风日产的前景？如新产品计划？销量规划？

东风日产在国内已经是百万辆规模。体量比较大，前景双方股东信心不错。在新的商品方面，有很多准备，未来的情况有老款产品改型推出，此外，新能源汽车，智能网联的安排。合资 10 多年来，对中国比较熟悉，双方团队融合比较好。对中国市场发展做了很多应对。多少车型在合适时候会发布。

### 36、不同板块，产能情况如何？17、18 年产能计划情况？

东风集团商用车和乘用车 利用率超过 82%。尤其是乘用车接近 90%，商用车利用率接近 60%。分公司产能利用率来看，东风日产 82%；神龙 88%；本田 105%；自主 70%。

产能规划，东风日产布局完成，神龙今年底 4 厂增加 15-20 万辆；东风本田在计划扩产，18-19 年增加 15 万辆。未来成长主要是日产和神龙，还有自主品牌。

### 37、神龙的扩产会不会对盈利有影响？

神龙第四工厂，今年有 1 万台产能，明年有 8 万的安排。神龙在第四工程投资控制的很好，折旧的增加不会像以前那么大，对盈利负面影响不会那么大。新工厂主要生产高端 SUV 车型，附加值高，对盈利损益不会出现负面变化。

## 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](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。