

买入 (维持)

1366.HK 江南集团

目标价: 1.66 港元

现价: 1.10 港元

铜价下跌拖累业绩, 主动控制经营风险

预期升幅: 50.9%

2016年08月30日

市场数据

报告日期	2016.08.30
收盘价(港元)	1.10
总股本(亿股)	40.79
总市值(亿港元)	44.87
净资产(亿元)	49.87
总资产(亿元)	122.99
每股净资产(元)	1.22

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)	9,167	9,754	10,930	12,272
同比增长	12.42%	6.40%	12.06%	12.27%
净利润(百万元)	703	727	891	1,044
同比增长	12.34%	3.35%	22.59%	17.18%
毛利率	16.16%	16.13%	16.21%	16.32%
净利率	7.67%	7.45%	8.15%	8.51%
净资产收益率	14.36%	10.86%	11.66%	11.71%
每股收益(元)	0.19	0.18	0.22	0.26
市盈率	5.05	5.31	4.33	3.70
股息率	2.82%	3.77%	4.62%	5.41%

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

会议摘要-20140228
 业绩点评-20140404
 调研纪要-20140610
 深度报告-20140709
 业绩点评-20140813
 会议摘要-20140912
 调研纪要-20140927
 更新报告-20140928
 业绩点评-20150311
 会议摘要-20150415
 业绩点评-20150904
 调研纪要-20150925
 跟踪报告-20160125
 业绩点评-20160401

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

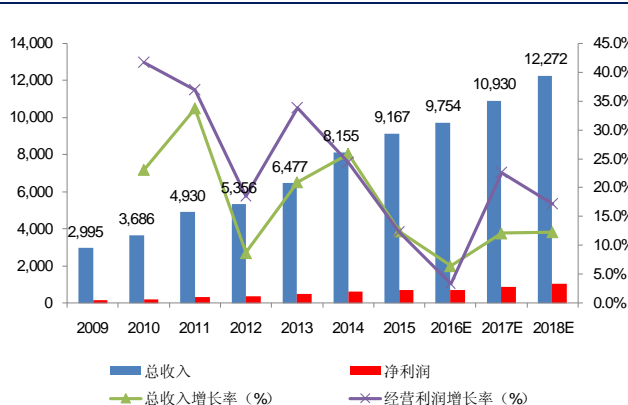
投资要点

- **生产经营良好, 铜价下跌依旧拖累业绩。**江南集团(1366.HK)8月26日公告2016年中期经营业绩, 其中营业收入为人民币(下同)37.81亿元, 同比下降3.6%; 净利润减少23.9%至2.19亿元; 每股基本盈利5.38分。公司上半年生产经营状况正常, 铜价同比下降约20%拖累营业收入; 因为销售费用、管理费用大幅增加而抵减净利润水平。
- **主动控制订单质量, 严控应收账款风险。**公司主动控制订单质量, 对于业务员新增订单进行严格审查, 避免产生应收账款风险。上半年, 受加强应收账款跟踪管控, 公司运营开支加大, 同时股份奖励和坏账拨备有所增加拖累净利润, 下半年预期净利润率水平有望回升。我们认为, 江南集团作为民营企业对经营现金流非常重视, 经营方面的风控管理也更为严格, 这实际上有利于企业的长远发展。
- **投资建议: 下调目标价至1.66港元, 维持“买入”投资评级。**根据最新的经营情况, 我们预测2016-2018年公司营业收入分别为97.5亿、109.3亿、122.7亿元, 每股收益为0.21、0.25、0.30港元。综合考虑公司的业绩预测、市场估值和汇率变动等因素, 我们下调公司未来12个月目标价至1.66港元, 目标价对应2016-2018年的PE为8.0、6.5和5.6倍。目标价较现价1.10港元约有50.9%的上升空间, 维持其“买入”的投资评级。
- **风险提示: 铜、铝价继续下跌; 人民币汇率调整超预期; 坏账拨备增加。**

报告正文

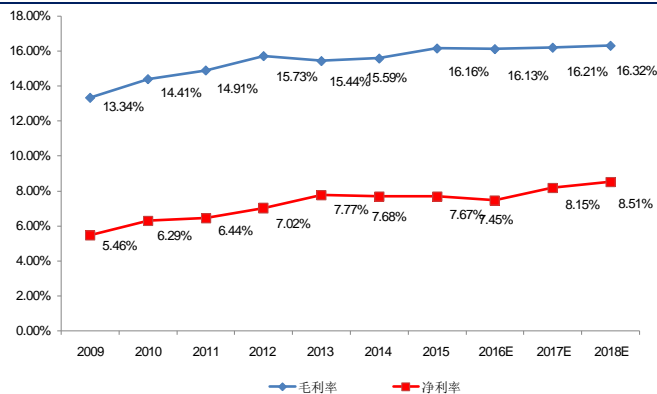
- **生产经营良好，铜价下跌依旧拖累业绩。**江南集团(1366.HK)8月26日公告2016年中期经营业绩，其中营业收入为人民币(下同)37.81亿元，同比下降3.6%；毛利减少3.6%至5.9亿元；综合毛利率持平为15.7%；股东应占利润减少23.9%至2.19亿元；每股基本盈利5.38分(2015年中期每股8.25分)；不派息。公司上半年生产经营状况良好，营业额受铜价同比下降约20%拖累，同时因销售和管理费用大幅提升影响净利润水平。

图 1、公司的主营收入和经营利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

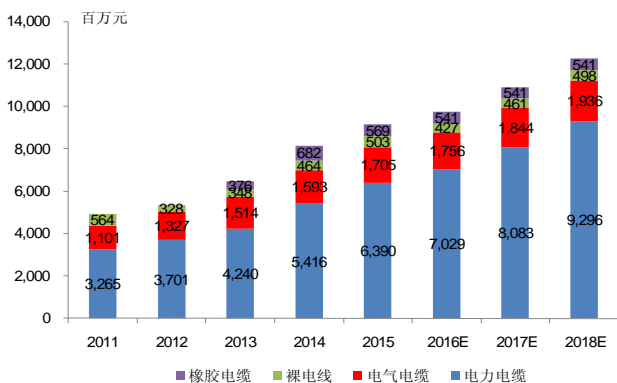
图 2、公司的综合毛利率、净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

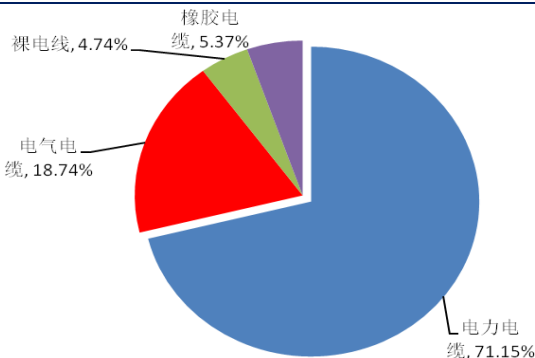
- **主动控制订单质量，严控应收账款风险。**上半年公司营收下跌3.2%，影响因素主要是铜价同比下降20.7%，铝价同比下降22.2%。实际上，按产品公里数看，电力电缆产品销售量增50.4%，电气装备增长44.5%，特种电缆增加10.5%，唯裸电线按销售吨数下降36.5%。公司采取了主动控制订单质量，对于业务员新增订单进行严格审查，避免产生应收账款风险，这个风控举措也会使订单量有所减少。我们认为，江南集团作为民营企业对经营现金流非常重视，经营方面的风控管理也更为严格，这实际上有利于企业的长远发展。

图 3、各分类电缆产品的销售额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

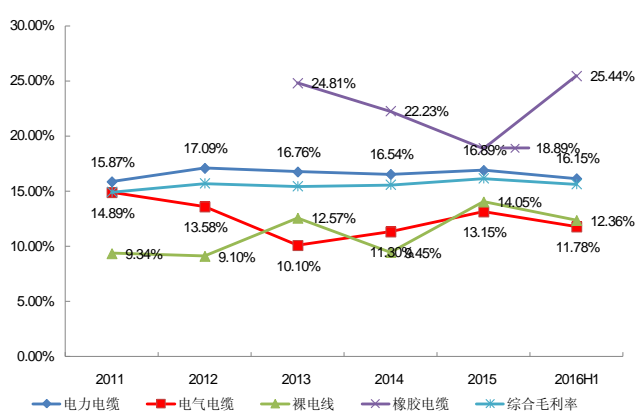
图 4、2016H1 各类电缆产品的销售占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

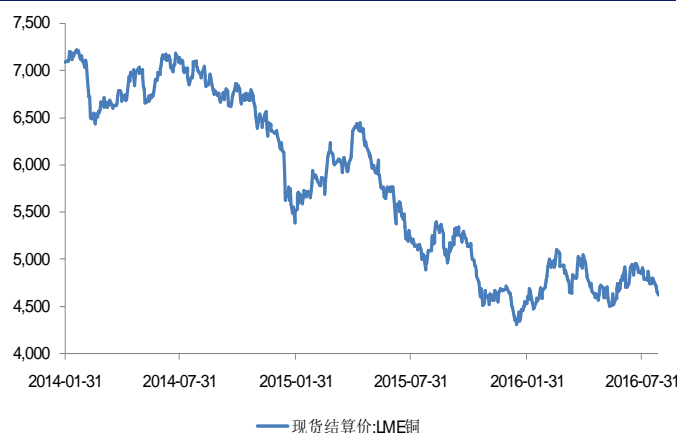
- **多因素拖累净利润，净利润率下半年有望回升。**作为成本加成的生产模式，江南的毛利率与去年持平为 15.7%，但是净利润相较于毛利下降幅度更大，主要有如下几点影响因素：1、公司加大了供货客户的跟踪力度，及时催缴应收账款，产生的运营开支如管理费和销售费用大幅增加。2、上半年授出股份奖励计划为 1,238.7 港元计入管理费用。3、联营公司有 1,200 万的计提拨备拖累净利润水平。4、应收呆账拨备有 490 万。我们预计，下半年因素 2 和 3 不具有持续性，唯因素 1 可能持续，呆账拨备方面，公司已经非常谨慎了，应该不会有大幅增加，所以净利润率水平下半年有望回升。

图 5、各类电缆产品的毛利率水平



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、近年伦铜现货收盘价走势图



资料来源：Wind，兴业证券研究所

- **电缆需求持续增长成为公司长期增长动力。**首先国家电网建设，尤其是农网升级改造、治霾特高压通道建设以及智能电网建设带来电缆需求增长。2015 年国家电网投资 4,521 亿元，同比增长 17.1%。其次，“一带一路”建设带来的相关基础设施建设包括机场、港口等设施带来大量电缆需求。第三，基础建设封面，中国铁路及城市轨道交通建设进入高速发展阶段亦带来电缆产品的大量需求。第四，新能源领域包括风电、光伏和电动汽车的发展带来的电缆需求。
- **瞄准海外市场，与央企合作带动海外销售增长，拓深延展产业链。**公司 2015 年 12 月 8 日，公司与葛洲坝工程有限公司签订战略合作协议，双方以资源共享方式进行紧密合作，葛洲坝的国际项目使用江南的电缆产品，而葛洲坝将参与江南开发的的国际工程项目。葛洲坝在海外有成熟的业务网点达 99 个，公司依托其海外网点销售电缆产品，公司已增加数十名业务人员以开展此项业务。预计下半年将有 EPC 合同订单，但确认收入中可能要到 2017 年。还有公司与中国建材展开合作，公司在中国建材全球多个 22 个国家和地区

超市中存放公司的电缆产品进行销售。与这些央企巨头的合作有利于拉动江南海外电缆销售和向产业链下游工程建设方面拓深延展。

- **投资建议：下调目标价至 1.66 港元，维持“买入”投资评级。**江南集团 2016 年上半年生产状况良好，但营业收入依然受累于铜价的同比下降；净利润受多个因素影响降幅较大，但下半年预期净利率水平将有所回升。公司主动控制订单质量，严控应收账款风险。

根据最新的经营情况，我们下调了公司的业绩预期，预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 97.5 亿、109.3 亿、122.7 亿元，净利润分别为 7.3、8.9、10.4 亿元，每股收益为 0.18、0.22 和 0.26 元（0.21、0.25、0.30 港元，汇率 1:1.1623）。综合考虑公司的业绩预测、市场估值和汇率变动等因素，我们下调公司未来 12 个月目标价至 1.66 港元，目标价对应 2016-2018 年的 PE 为 8.0、6.5 和 5.6 倍。目标价较现价 1.10 港元约有 50.9% 的上升空间，维持其“买入”的投资评级。

- **风险提示：铜、铝价继续下跌；人民币汇率调整超预期；坏账拨备增加。**

表 1、江南集团 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		同比变动	点评
	2016上半年	2015上半年		
收入	3,781,289	3,904,642	-3.2%	收入: 1、公司主动控制订单质量。2、同期铜价下降 20.7%; 铝价下降 22.2%。 毛利率水平维持稳定 15.7%。
销售成本	(3,189,450)	(3,290,579)	-3.1%	
毛利	591,839	614,063	-3.6%	
其他收入及收益	39,637	30,932	28.1%	
销售及分销费用	(97,012)	(74,576)	30.1%	参与投标项目营运开支增加。
管理费用	(113,735)	(86,433)	31.6%	1、员工成本增加。2、加大客户跟踪增加差旅及应酬开支。 3、股份奖励计划 1,238.7 万港元。
其他开支	(15,350)	(7,124)	115.5%	研发开支增加, 助两家收购公司获得高新技术企业认证。
其他收益及亏损	(4,921)	(62)	7837.1%	应收呆账拨备增加。
应占联营公司亏损	(15,941)	(446)	3474.2%	联营放贷公司计提拨备 1,200 万元(总投入是 1,500 万元)
经营溢利	384,517	476,354	-19.3%	
财务费用	(111,648)	(124,391)	-10.2%	期内, 银行借贷利率下降。
税前利润	272,869	351,963	-22.5%	
所得税开支	(54,425)	(63,781)	-14.7%	
净利润	218,444	288,182	-24.2%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩发布会 Q&A (2016. 08. 29)

1、在经营策略方面, 公司主动放弃一些订单情况?

江南放弃一些是建筑和装备用的订单, 对于没有执行风险的电力电缆占比还是增加的, 去年占比 47%, 今年达 57%。如果订单有风险我们才放弃, 所以不是所有订单都放弃。比如煤炭企业肯定有需求, 但是有回款风险。对于没回款风险的重点客户, 反而要加大开发力度。

电力公司资金风险比较小, 因为大部分电力公司都是国有的, 即使国外有一些小的私人电力公司, 但电力公司破产很罕见的, 国有的电力公司更是不可能破产。比如新加坡电力公司、南非电力公司, 公司与他们合作这么多年来, 从来没有出现应收账款到期不能支付的问题。

公司现在对每一个订单都去中国诚信网去查询, 如果客户有不良记录, 订单放弃, 严控风险。煤炭企业除了几个固定客户, 用于维系关系量很小, 不做大量新订单, 因为判断煤炭行业还没有从根本上经营好转。

2、未来 5 年配电网投资很大, 会否同行竞争更激烈?

对于国家配电网加大投资, 有些僵尸企业会不会竞争。这里有两个因素, 一是电缆行业是资金密集行业, 企业有了不良记录后, 银行不会支持, 没有银行支持任何电缆企业都很难生产。二、国家电网对产品供货有个准入机制, 如果放弃了某

次订单，重新进入需要一些门槛比如认证。

3、海外市场的拓展模式？

战略上，海外市场是重头，但国外有些地区的办事效率有些不可控。电力投入方面都是花了 3-5 年时间进入其门槛，开拓周期比较长，但一旦建立了合作关系后就稳定合作。公司海外拓展方式一个是跟国企合作的方式，他们有销售渠道，把企业产品带出去。其次，我们自己成立公司去开拓市场。

4、公司海外市场的拓展区域？

海外重点发展区域：1、围绕南非公司进行市场开发。2、依托新加坡在东盟区域发展，离国内也比较近。3、南美市场潜力大。但尚未开拓原因一个是路途远，另一个原因是还没找到好的合作伙伴。

5、公司从非洲采购铜材提升毛利率？

公司现在是从江润采购铜杆为原材料。计划采购非洲电解铜板，委托江润加工成铜杆。现在非洲电解铜板和国内电解铜板还是有几百块的差价，但非洲是小铜矿量比较小。公司有个 2 万吨铜板合约，价格比伦铜低 7%，但还没签署合同，因为不了解铜的质量，先计划用 200 吨试一下看品质如何。

6、公司特高压的产品的销售情况？

目前公司中标的特高压有 5 条，总金额 3 个多亿合同，8 月已陆续发车。特高压电缆招标中，公司中标率还是比较高的。

7、公司后续的并购计划？

新的并购计划还在等待之中，现在同质化企业比较多，公司希望并购能有差异化，比如海底电缆产品。对于同质化企业，并购对企业没帮助。公司要考虑并购的风险，也要寻找到好的标的物。

8、放贷公司亏损 1,200 万元情况？

中煤和其他当地企业投资一个典当行，典当行借款给一个宜兴当地的五星级宾馆，现在宾馆经营出现问题，上半年计提了坏账 1,200 万，中煤总投资是 1,500 万。

9、公司计划发展充电桩业务？

充电桩这块主要是资质很难申请，不同的小区施工都可能不同要求，公司想进入安装工程项目，现在存在资质问题，因此还在寻找合作伙伴。

10、公司的产能扩充计划？

首先，去年增加 2 条超高压生产线，生产都排满了，短期交货订单都没法交付，所以是有扩充产能计划的。其次，公司可能选择一些低端产品淘汰，进行中高端产品生产。此外，今年投入了很多研发经费研发很多特种电缆，比如核电缆，明年可能建一个特种电缆生产车间。

11、公司的分布式太阳能项目？

公司屋顶的太阳能分布式电站 8 月通过验收，总投资 7,000 万，预计 6 年回本。江苏补贴周期很快，每月上网电费下月结算。江南自己发电成本考虑国家补贴 0.42 元，公司支付电费会下降，每年能节省近 1,000 万电费开支。

12、公司与中国建材的合作方式？

中国建材有建材超市，公司把电缆产品运过去，放在它的超市里。中材有海外 22 个仓库，我们原来是根据订单生产，现在跟中材合作则是库存销售，有仓储费和代理费。另外，肯尼亚 EPC 项目是葛洲坝接的，通过项目能销售公司电缆。

13、国家电网的集采和分散采购？

上半年由于国内自然灾害比较多，一些新建工程项目进度延后。采购方式目前看，国家电网的集中采购机会大于分散采购。集采有集采优势，分散采购则价格有优势，但是销售费用也会增加。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及等价物	2,131	3,567	3,473	3,277
应收帐款	3,592	3,901	4,263	4,786
存货	3,269	3,109	3,480	3,902
其他流动资产	1,893	2,417	3,250	4,379
总流动资产	10,885	12,994	14,465	16,344
固定资产	790	882	890	899
土地使用权	258	258	258	258
其他非流动资产	186	70	81	91
总资产	12,119	14,204	15,695	17,592
银行借款	3,770	4,011	4,495	5,047
应付帐款	3,254	3,290	3,315	3,345
其他流动负债	122	126	153	179
总流动负债	7,146	7,427	7,963	8,571
递延税项负债	71	75	84	94
银行及其他借款	0	0	0	0
其他	7	8	7	8
负债总额	7,223	7,511	8,055	8,673
股本	33	33	33	33
储备	4,863	6,660	7,607	8,886
每股净资产(元)	1.31	1.64	1.87	2.19
营运资金	3,739	5,566	6,502	7,773
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4,896	6,693	7,640	8,919

现金流量表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
BBITDA	943	949	1,146	1,332
融资成本(收入)	(243)	(219)	(208)	(218)
营运资金变化	(816)	(113)	(708)	(915)
所得税	(142)	(139)	(168)	(197)
营运现金流	210	885	437	383
资本开支	(46)	(70)	(35)	(39)
其他投资活动	(388)	787	(326)	(351)
投资活动现金流	(435)	717	(361)	(390)
已付股息	(195)	(145)	(178)	(209)
其他融资活动	889	(22)	9	20
融资活动现金流	694	(167)	(169)	(189)
现金变化	469	1,435	(94)	(196)
汇兑调整	(4)	0	0	0
期初持有现金	1,666	2,131	3,567	3,473
期末持有现金	2,131	3,567	3,473	3,277

利润表

单位: 百万元	1	2015A	2016E	2017E	2018E
收入		9,167	9,754	10,930	12,272
毛利		1,482	1,573	1,772	2,003
其它收入损益		45	58	71	84
其它营业开支		(203)	(264)	(290)	(319)
行政开支		(179)	(215)	(232)	(251)
其他开支		(31)	(35)	(33)	(34)
经营利润		1,114	1,117	1,287	1,483
融资成本		(243)	(219)	(208)	(218)
税前利润		870	881	1,077	1,263
所得税		(166)	(154)	(186)	(218)
税后利润		703	727	891	1,044
少数股东权益		0	0	0	0
股东净利润		703	727	891	1,044
EBITDA		943	949	1,146	1,332

主要财务比率

	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
毛利率(%)	16.2%	16.1%	16.2%	16.3%
净利率(%)	7.7%	7.5%	8.2%	8.5%
营运表现				
SG&A/收入(%)	2.2%	2.7%	2.7%	2.6%
实际税率(%)	19.1%	17.5%	17.3%	17.3%
股息支付率(%)	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	129	142	131	131
应付账款天数	108	127	130	129
应收账款天数	120	129	123	121
财务状况				
负债/权益	147.5%	112.2%	105.4%	97.2%
收入/总资产	75.6%	68.7%	69.6%	69.8%
总资产/权益	2.48	2.12	2.05	1.97
盈利对利息倍数	2.89	3.32	4.28	4.78
总资产收益率	5.80%	5.12%	5.68%	5.94%
净资产收益率	14.36%	10.86%	11.66%	11.71%
估值比率(倍)				
PE	5.05	5.31	4.33	3.70
PB	0.79	0.58	0.51	0.43

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	zhushd@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。