

1072.HK 东方电气

未评级

市场形势严峻，业绩下滑至亏损

2016年08月29日

市场数据

报告日期	2016.08.29
收盘价(港元)	6.10
流通H股(亿股)	3.40
总股本(亿股)	23.37
流通H市值(亿港元)	20.74
总市值(亿港元)	142.56
股东净资产(亿元)	225.82
总资产(亿元)	856.62
每股净资产(元)	9.66

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评-20140314
业绩点评-20140904
会议摘要-20150505
业绩点评-20150902
会议摘要-20151030
会议摘要-20150504

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

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	38,079	42,391	39,036	36,018
增长率(%)	-11.27%	11.32%	-7.91%	-7.73%
净利润(百万元)	2,254	2,399	1,321	459
增长率(%)	-27.72%	6.46%	-44.96%	-65.21%
毛利率	20.62%	19.83%	16.24%	16.05%
净利率	5.96%	5.70%	3.40%	1.29%
每股收益(元/股)	1.09	1.17	0.64	0.19

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资要点

- **2016年中期业绩继续下滑至亏损。**东方电气8月26日公告2016年中期业绩: 营业收入基本与去年同期持平, 约为182亿元; 归属股东净亏损3.42亿元, 去年同期为盈利1.68亿; 每股基本盈利-0.15元(去年同期: 0.08元); 不派发中期股息。国内宏观经济形势不容乐观, 电力产能过剩矛盾依然突出, 账款回收困难, 公司计提资产减值拨备大幅增加, 经营出现亏损。
- **风电销售增长难抵其他板块下降。**2016年上半年, 清洁高效发电设备营业收入同比下降7.88%, 主要是火电收入下降23.41%。新能源收入同比增长107.1%, 主要是本期实现销售的风电项目增长191.3%, 水能及环保设备收入同比下降32.89%, 主要是本期实现销售的水电项目下降44.78%。工程及服务收入同比下降18.67%。
- **新增订单大幅增长, 海外在手订单占比有所增加。**上半年公司新增订单285亿元, 同比增长32%。其中: 火电新增订单156亿, 燃机新增22亿元, 核电常规岛新增23亿, 风电新增21亿元, 水电新增13亿元, 环保项目新增2.8亿元。公司在手订单同去年同期持平, 为1,241亿元, 高效清洁能源占比为61%、新能源占比为14.8%、水能及环保占比为7.1%、工程及服务占比为17%。此外, 海外出口订单占比增加3.8%, 达15.5%。
- **我们的观点:** 东方电气作为全球最大的发电设备制造商, 具有技术、品牌和规模上的竞争优势, 但国内经济运行下行压力仍然较大, 国内电力需求减缓, 电力设备需求将继续维持在较低水平, 市场形势严峻, 业绩下滑至亏损, 预期下半年业绩亏损可能进一步扩大, 建议投资者关注。
- **风险提示:** 宏观经济下行, 发电端投资需求下降; 海外电力市场开工缓慢。

报告正文

- **2016 年中期业绩继续下滑至亏损。** 东方电气 8 月 26 日公告 2016 年中期业绩：营业收入基本与去年同期持平，约为 182 亿元；归属股东净亏损 3.42 亿元，去年同期为盈利 1.68 亿；每股基本盈利-0.15 元(去年同期：0.08 元)；不派发中期股息。国内宏观经济形势不容乐观，电力产能过剩矛盾依然突出，账款回收困难，公司计提资产减值拨备大幅增加，经营出现亏损。

图 1、公司营业收入和净利润

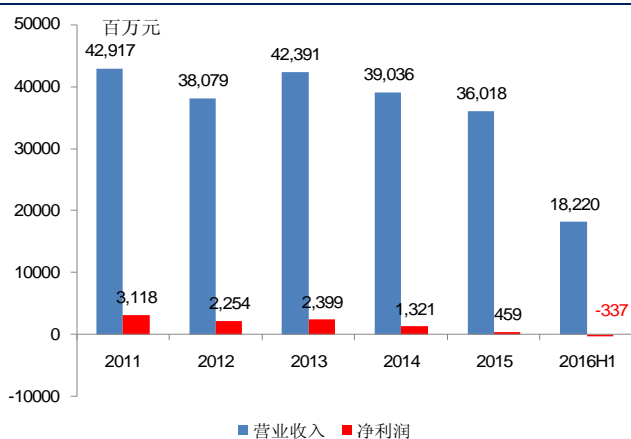
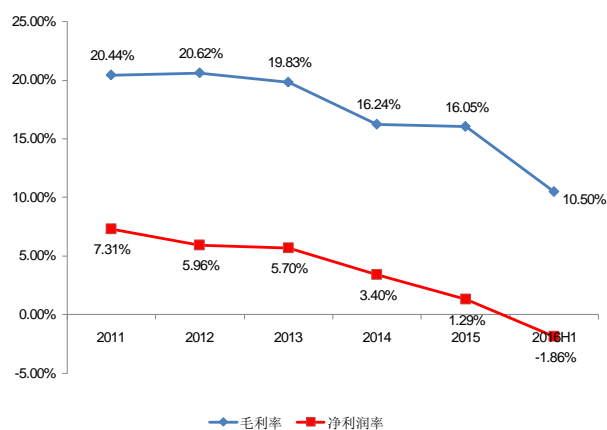


图 2、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

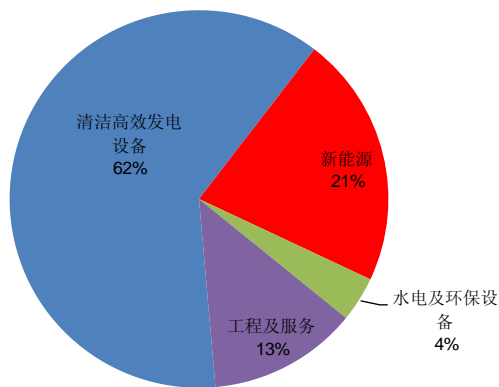
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风电销售增长难抵其他板块下降，综合毛利率下降。** 2016 年上半年，清洁高效发电设备营业收入同比下降 7.88%，主要是火电收入下降 23.41%。其毛利率同比上升 1.15 个百分点，主要由于火电、核电常规岛及燃机毛利率分别有不同程度上升。新能源收入同比增长 107.1%，主要是本期实现销售的风电项目增长 191.3%，毛利率下降 4.48 个百分点。尽管风电毛利率有所上升，但由于其毛利率低于板块平均水平而收入占比加大，导致新能源总体毛利率有所下降。水能及环保设备收入同比下降 32.89%，主要是本期实现销售的水电项目下降 44.78%，同时毛利率同比下降 4.69 个百分点。主要是本期大型水电机组陆续完工，导致水电产品毛利率下降 9.64 个百分点。工程及服务收入同比下降 18.67%，毛利率下降 3.22 个百分点，主要是工程承包收入同比下降 37.33%和本期结转收入的多为低毛利率产品项目。
- **海外市场竞争日趋激烈，机遇与挑战并存。** 海外市场容量大，但是随着越来越多国内外企业加入，海外市场竞争日趋激烈，公司 2016 年上半年海外收入同比减少同时海外订单存在风险，海外订单项目由于形势复杂，从合同到生效还有很多细节需要处理，包括融资的项目等。公司年初同埃及、土耳其签订的项目都未进入订单生效项目中，目前正在积极促进订单生效，未来

有望为公司贡献较大海外收入。

- **新增订单大幅增长，海外在手订单占比有所增加。**上半年公司新增订单 285 亿元，同比增长 32%，其中出口订单折合人民币约为 21.28 亿元，占新增订单的 7.5%。订单新增情况：火电新增订单 156 亿，燃机新增 22 亿元，核电常规岛新增 23 亿，风电新增 21 亿元，水电新增 13 亿元，环保项目新增 2.8 亿元。公司在手订单同去年同期持平，为 1,241 亿元，高效清洁能源占比为 61%、新能源占比为 14.8%、水能及环保占比为 7.1%、工程及服务占比为 17%。此外，海外出口订单占比增加 3.8%，达 15.5%。

图 3、2016H1 公司销售收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、按产品划分的营业收入、毛利率及变动

人民币：百万元	营业收入	毛利率	营业收入同比	毛利率同比
清洁高效发电设备	11,140,876.8	12.09%	-7.88%	1.15%
新能源	3,888,321.8	6.99%	107.14%	-4.48%
水电及环保设备	693,791.7	5.18%	-32.89%	-4.69%
工程及服务	2,300,293.1	13.90%	-18.67%	-3.22%
合计	18,023,283.4	10.95%	1.07%	-0.96%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**东方电气作为全球最大的发电设备制造商，具有技术、品牌和规模上的竞争优势，但国内经济运行下行压力仍然较大，国内电力需求减缓，电力设备需求将继续维持在较低水平，市场形势严峻，业绩下滑至亏损，预期下半年业绩亏损可能进一步扩大，建议投资者关注。
- **风险提示：**宏观经济下行，发电端投资需求下降；海外电力市场开工缓慢。

表 2、东方电气 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年中期	2015年中期		
收入	18,219,614	18,204,942	0.1%	风电及燃机销售收入增长,其他板块均下降
生产成本	(16,209,035)	(16,035,352)	1.1%	
毛利	2,010,579	2,169,590	-7.3%	风电及燃机销售收入增长,占公司收入比上升,而风电毛利率低于各板块平均水平
运营开支				
销售费用	(510,654)	(344,053)	48.4%	本期风电产品销售收入增加,计提的产品质量保证金相应增加
管理费用	(1,467,130)	(1,445,572)	1.5%	研发开支同比增长22.5%
财务费用/收入	253,591	92,121	175.3%	受汇率变动影响,以及利息支出同比下降63.24%
资产减值损失	(653,993)	(117,786)	455.2%	五年以上应收账款增加较快,坏账计提大幅增加
公允价值变动	(4,536)	(107)		
投资收益	138,653	53,753		
营业利润	(343,136)	261,818	-231.1%	毛利率下降,计提资产减值损失同比增加较多
营业外收支	(533)	(439)		
利润总额	(343,669)	261,379	-231.5%	
所得税开支	6,459	(73,842)	-108.7%	税前利润减少
净利润	(337,210)	187,537	-279.8%	
本公司拥有人	(341,653)	168,368	-302.9%	
少数股东权益	4,443	19,169	-76.8%	
基本EPS(元)	(0.15)	0.08	-287.5%	
摊薄EPS(元)	(0.15)	0.08	-287.5%	

资料来源:公司资料,兴业证券研究所

业绩发布电话会议 Q&A (2016.08.29)

1、与哈尔滨电气未来是否重组?

虽然两家集团一把手进行调换,但是目前重组未得到国家相关消息,也没有大股东的相关信息。

2、下半年是否有望扭亏?

在去年年报的时候和大家沟通过,今年确实比较困难,有可能出现亏损的风险,上半年果不其然。公司正在采取措施,提高经营效率,也在贯彻国家“三去一降一补”的要求和规定,在去库存、去产能、整治僵尸方面加大力度。但是下半年情况确实很难预料,但是从上半年看,困难还是比较多。

3、减值对下半年的影响?

上半年来看,资产减值同比大幅度增加,去年同期是 1.7 亿元,今年是 6.5 亿多,公司也注意到这一点。主要有两大方面原因: 1、应收账款计提减值准备,这个主要是由于上半年宏观经济形势不容乐观,账款回收困难。公司也在采取措施,加大应收账款催收力度,减少坏账计提的减值损失; 2、存货,国家今年对央企提出去产能、去库存的问题,公司存货整体比同行多,所以公司从下半年开始已

经召开过专题会议，对存货进行专项清理。在清理过程中也发现我们有些子公司在 2008 年“512 地震”之后产品订单大幅增加，在那个时候存货采购量还是比较大，有的到现在还没用完，所以在这方面我们响应国家号召，要清仓利库，对库存状况做一个更清晰的判断和了解，因此存货这一部分预计今年还会增加一些减值准备。我们的资产减值确实太大了，存货加上应收账款减值准备累计数额已完成大概 80 个亿。在这一方面我们还是会做大量的工作，争取在这方面尽快形成效益。

4、核电核岛的订单比较少的原因？

目前我国核电发展现状总体来说是比较稳健，原因大家都了解。我国 AP1000 的建设，三门一号机是世界的第一台，热试进程往后推了一年。此外华龙一号正在过程中，所以从整体来看，在华龙之后，国家在今年年底到明年上半年新的核电项目会重新起步。从国家能源发展的战略看，核电在十三五乃至十四五会有一个比较好的发展空间。特别是由于前面说到的两个原因，AP1000 的进展虽然也比较顺利，热试还没有结束，整个核岛的招标也比较少，预计今年下半年和明年上半年会有一定的招标量。虽然招标少，但是东方电气在市场上的订单仍然维持了优势，包括 600MW 霞浦的快堆在内的多个项目，公司都中了标。最近关于蒸汽发生器有两个项目招标，公司中了 1 个。从长远看，今明两年是国家核电夯基础的时期，后续将有一个较大的发展。

5、火电项目在手订单 500 亿中有多少是两年之内能交付？

火电 500 亿在手订单，从目前情况看，70%-80%左右会在 2-3 年内完成。因为我们的订单里面多数已经给了我们预付款，当然也有一部分是没有付的，

此外，目前看整个发电厂的利用小时数在下降，未来有可能由于利用小时数的下降，而有些项目可能到明年才生效，但是市场是在不断变化的，目前来看存在风险。但是无论如何，火电还是会以一定的速度来发展，不会像大家想的，一下子就没了，可能会产品不断推陈出新，不断巩固，

6、新增订单拆分？上半年火力招标价格？

总共生效订单 285 亿，火电 156 亿，燃机 22，核电常规岛 23 亿，风电 21 亿，核电核岛 2 亿，水电 13 亿，环保 2.8 亿，工程 8.6 亿，电站服务 14.28 亿，其他 22 亿，总的生效订单同比增加 32%。有很多是今年以前洽谈的订单，在今年上半年才生效的，若单从中标合同数来说，今年上半年同比是下降的。

火电订单价格是持续下滑，由于市场竞争激烈，目前同比下降 10%左右，所以

对公司的盈利能力有所挑战。

7、火力发电的毛利率能否维持？

公司采取措施要维持和提高火电的毛利率，包括原材料集中采购，这样成本下降 5-10%，弥补了一部分价格下降带来的影响，未来毛利率要维持在 12% 以上。

8、新能源订单增加较少原因？

新能源的订单，主要是风电订单，今年上半年是 21 亿，去年同期是 29.8 亿。因为风电现在看来，整个市场量是在下降，并不是像大家想象中进展的那么快。的确大家看到国家一直在呼吁我们要利用好我们的风电，受各方面原因的影响，弃风现象仍然存在，这主要和需求有关，所以市场投资步伐有所放缓，因此我们总的订单量也在减少，总的市场的招标的步伐也在减少。

9、海外市场业务拓展情况？

首先，海外还是有很大的市场，但是同时海外市场竞争日趋激烈。原来是我们三大电气，现在除了很多国外有名的公司以外，国内很多电力公司都进入海外的 EPC、电站建设，所以说海外市场有市场，有机遇，但是也有风险。此外，就公司来讲，我们谈了很多项目，包括年初公示过的包括埃及、土耳其项目都未进入订单生效项目中，我们也在积极促进这几个大的项目生效。如果一旦大的项目生效，对公司海外销售收入的贡献是非常大的。像埃及项目 21 亿美元，土耳其也是 8 个亿美元。虽然当时在习主席的见证下签字了，但是合同落地还是很多细节要谈，还包括一些项目融资要谈。公司上半年海外订单是 21.28 亿元，海外也是我们研究的一个方向。

国外市场有这么一个特点，三年不开工，但开工就是大项目。包括最近哈电在中东签了很大项目，10-20 亿美元，我们也在做这方面的工作和准备。公司今年海外订单目标达到 10 亿到 20 亿美元。另外公司在研究，最大的可能性是做 ETG（设备全套），我们不做工程，而是做设备。项目的大头虽然是工程，但是毛利率低，而设备的毛利率较高，一般可以达到 15%-20% 左右。关于境外项目投资，我们也在尝试和探讨过程中，现在也有一个项目在谈，还没有落地因此也不好说，项目我们都在跟进和了解过程中。

10、大股东是否有增持、公司回购计划？

其实从去年到今年，大股东都在不断增持中，可能量不大，但是没有明确目标和计划，如果达到一定程度，我们会及时公告。包括 A 股股价的问题，公司也都

一直在关注这个问题。

回购还没有这方面的研究和计划，但是公司对股价一直很关心和关注。

11、风电市场前景？

东方电气去年三月份开始以东方电气风电的资源成立了东方风电公司。风电从 15 年的高速发展之后到 16 年相对稳健的发展，主要原因是目前市场弃风的现象比较严重。1、目前国家风电发展的政策是偏向于四川、东南沿海地区来进行发展。所以从市场来看会是比较稳定的局面，按照能源局的说法，一年在 2,000 万左右的市场。风电订单数同比下降。据估计，今年风电的收入应该和去年持平。这两年会是稳健期，通过这两年的发展补上前段时间高速发展的短板。2、东方风电一些新的机型这两年在市场上已经取得新的订单。公司会抓机会，预计在 17 年我们会走的更加稳健。

12、未来产能设备减值拨备？

还未考虑产能拨备，因为下半年任务量还是很高的，今年产出 2,700 万产出是一个比较高的状况，产能还能进一步释放。

13、火电未来的发展？

火电在未来还会稳定发展，因为他有经济性、稳定性。大家都说可再生能源要去替代火电，但是就目前来看，在稳定性方面还是有很多难题，包括技术上的难题和成本上的难题。的确，现在处于转型升级期，对火电的经济性提出了挑战，反倒激发了通过加大节能减排力度来提升自身的竞争力，来保障国家主要电力的供应。因此我认为火电还会持续发展，国家在十三五能源规划里面说“拥抱火电”，这是对火电的地位的认可。按十三五规划中，到 2020 火电每年有 2,000 万到 3,000 万千瓦的量要释放。

14、经营利润率和公司在 2002 年困难时期差不多？行业的产能利用率？

行业产能利用率差不多是 70%-80%。利用率跟 2002 年困难时期数字上是差不多，但是这有一个本质区别，国际市场当时没有这么大的量，未来公司目标要达到 30% 海外销售，还有国内销量不是一个等级了，公司的在手订单扛个几年是没有问题的，这个大家要有信心。

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 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。