

审慎推荐-A (下调)

国轩高科 002074.SZ

目标估值: 36.5-36.5 元

当前股价: 33.19 元

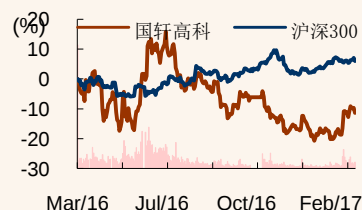
2017 年 03 月 19 日

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	87760
已上市流通股(万股)	47202
总市值(亿元)	291
流通市值(亿元)	157
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	26.2
资产负债率	61.2%
主要股东	珠海国轩贸易有限责
主要股东持股比例	24.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-6	-3
相对表现	9	-12	-14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国轩高科(002074): 三年期募
资和新项目投建: 支撑公司中长期发
展》2016-11-15
- 2、《国轩高科(002074): 需求收缩
影响三季报业绩, 四季度产量有望大
幅提升》2016-10-27
- 3、《国轩高科(002074): 行业巨头,
静待新突破》2016-08-23

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

技术进步提升电池能量密度: 2017年新产品, 新应用

我们非常认可国轩高科在国内动力电池领域的影响力和技术水平, 但是由于产业政策调整, 以及行业竞争趋于激烈, 公司 2017 年经营或阶段性的面临较大压力。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.46, 1.91, 2.30, 根据公司 2017 年业绩和行业 25 倍估值, 目标价 36.5 元, 给予“审慎推荐-A”评级。

- **2016 年业绩实现高增长。**国轩高科 2016 年实现营业收入 47.58 亿元, 同比增长 73.3%, 归属母公司净利润 10.3 亿元, 同比增长 76.35%, 扣非后归属母公司净利润 9.54 亿元, 同比增长 74.19%。公司 2016 年业绩基本符合我们的预期。
- **新能源专用车和乘用车市场需求增速明显, 国轩高科已积极布局, 此为公司 2017 年动力电池产品重要应用市场。**根据我们的测算, 新能源专用车和乘用车市场动力电池需求量 2017 年有望实现 75%左右增长, 但该市场对于动力电池能量密度有较高要求。目前国轩高科动力电池能量密度相比 2016 年已有 15%~20%的提升, 高容量产品有望在 2017 年 Q2 实现量产。与此同时, 国轩高科在新能源物流车、乘用车市场已于多家整车生产企业建立技术和商业合作关系, 该市场需求的释放有望直接拉动公司动力电池出货量的增长。
- **公司继续保持较高研发投入, 不断提升技术水平。**国轩高科 2016 年研发投入同比增长近 150%, 同时研发投入在收入中占比也从 2015 年的 4.93%提升至 6.93%。持续不断的技术进步是动力电池生产技术保持市场竞争力的核心, 国轩高科对研发投入的重视有望使公司在激烈的竞争环境中保持领先优势。
- **给予“审慎推荐-A”评级。**我们非常认可国轩高科在国内动力电池领域的影响力和技术水平, 但是由于产业政策调整, 以及行业竞争趋于激烈, 公司 2017 年经营或阶段性的面临较大压力。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.46, 1.91, 2.30, 根据公司 2017 年业绩和行业 25 倍估值, 目标价 36.5 元, 给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 行业发展速度低于预期; 行业竞争激烈导致公司产品盈利水平下滑。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2745	4758	8806	11798	15529
同比增长	210%	73%	85%	34%	32%
营业利润(百万元)	638	1106	1396	1852	2253
同比增长	1523%	73%	26%	33%	22%
净利润(百万元)	585	1031	1280	1673	2018
同比增长	1453%	76%	24%	31%	21%
每股收益(元)	0.67	1.18	1.46	1.91	2.30
PE	49.8	28.2	22.7	17.4	14.4
PB	9.6	7.4	6.1	4.8	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

国轩高科 2016 年公司基本经营情况	3
国轩高科 2017 年经营展望	6
1: 国轩高科 2017 年市场经营环境分析	6
2: 国轩高科动力电池已实现能量密度提升	8
3: 国轩高科通过配股融资加快高容量电池材料的自产	9

图表目录

图 1. 2011 年~2016 年国内动力出货量统计	6
图 2. 2016 年国内主要动力生产企业出货量统计	6
图 3. 非客车类新能源汽车动力电池需求量展望	7
图 4. 国内动力电池市场的价格趋势	7
图 5. 技术提升为动力电池产品带来技术溢价	8
图 6. 国轩高科动力电池能量密度提升	9
图 7. 国轩高科预计产品应用市场变化	9
图 8: 国轩高科历史 PE Band	10
图 9: 国轩高科历史 PB Band	10
表 1: 国轩高科细分业务收入及盈利情况	3
表 2: 国轩高科年各季度业绩比较	3
表 3: 国轩高科 2016 年半年业绩比较	4
表 4: 国轩高科资产负债表情况	4
表 5: 国轩高科-按照成本法计量的可供出售金融资产账面价值	4
表 6: 国轩高科研发投入情况	5
表 7: 国轩高科本次募投项目	10
附: 财务预测表	11

国轩高科 2016 年公司基本经营情况

根据公司 2016 年年报信息,国轩高科 2016 年实现营业收入 47.58 亿元,同比增长 73.3%,归属母公司净利润 10.3 亿元,同比增长 76.35%,扣非后归属母公司净利润 9.54 亿元,同比增长 74.19%。公司 2016 年业绩基本符合我们的预期。

表 1: 国轩高科细分业务收入及盈利情况

(百万元)	2015H1	2015	2016H1	2016
锂离子动力电池组				
收入	760.70	2,133.33	1,989.37	4,074.66
成本	368.59	1,094.01	986.62	2,090.02
毛利	392.11	1,039.32	1,002.74	1,984.64
毛利率(%)	51.55	48.72	50.41	48.71
输配电产品				
收入	114.03	551.74	366.77	611.19
成本	101.38	401.10	262.47	423.36
毛利	12.65	150.64	104.30	187.83
毛利率(%)	11.09	27.30	28.44	30.73
磷酸铁锂				
收入	-	1.85	7.38	-
成本	-	1.29	4.93	-
毛利	-	0.55	2.45	-
毛利率(%)	-	29.87	33.15	-

资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 国轩高科年各季度业绩比较

(百万元)	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	128.49	763.11	607.22	1,246.68	1,174.32	1,225.06	1,023.39	1,335.16
营业毛利	35.86	383.70	265.97	560.58	597.50	546.60	502.81	585.76
营业费用	6.04	50.69	51.24	102.42	98.17	116.24	74.45	93.86
管理费用	16.77	50.84	79.04	125.39	102.76	134.99	191.21	148.62
财务费用	4.87	2.23	8.45	6.23	2.22	12.97	13.62	13.19
投资收益	0.00	7.87	0.00	-5.86	0.00	-0.13	-0.19	-0.28
营业利润	9.71	255.01	125.54	248.21	360.99	263.69	183.26	298.22
所得税	1.79	47.66	21.69	21.79	57.52	54.79	27.57	24.69
归属母公司净利润	9.27	211.83	110.97	252.54	306.17	227.40	203.93	293.43
EPS (元)	0.04	0.25	0.13	0.29	0.35	0.26	0.23	0.33
主要比率								
毛利率	27.9%	50.3%	43.8%	45.0%	50.9%	44.6%	49.1%	43.9%
营业费用率	4.7%	6.6%	8.4%	8.2%	8.4%	9.5%	7.3%	7.0%
管理费用率	13.1%	6.7%	13.0%	10.1%	8.8%	11.0%	18.7%	11.1%
营业利润率	7.6%	33.4%	20.7%	19.9%	30.7%	21.5%	17.9%	22.3%
有效税率	1.4%	6.2%	3.6%	1.7%	4.9%	4.5%	2.7%	1.8%
净利率	7.2%	27.8%	18.3%	20.3%	26.1%	18.6%	19.9%	22.0%
YoY								
收入	-2.5%	202.5%	256.6%	276.4%	813.9%	60.5%	68.5%	7.1%
归母净利润	-14.3%	2034.1%	1497.5%	2439.1%	3201.6%	7.4%	83.8%	16.2%

资料来源: wind、招商证券

单季度分析: 2016 年受到国家新能源汽车产业政策的影响,国轩高科 Q1 实现了全年最高盈利规模, Q2~Q3 呈现下滑趋势。到 Q4 时国家政策明朗后下游市场复苏,带来

了 Q4 业绩的环比提升。产品盈利方面, Q1~Q4 产品毛利率呈现下降趋势, 我们认为主要是两个方面: 1. 产品和客户结构的变化, 使高毛利率产品占比降低; 2. 新产能释放使国内动力电池供需关系发生变化, 使动力电池生产企业议价能力减弱。

表 3: 国轩高科 2016 年半年业绩比较

(百万元)	15H2	16H1	16H2	同比	环比
营业收入	1,853.89	2,399.38	2,358.55	27.2%	-1.7%
营业毛利	826.55	1,144.10	1,088.57	31.7%	-4.9%
营业费用	153.65	214.41	168.32	9.5%	-21.5%
管理费用	204.43	237.75	339.83	66.2%	42.9%
财务费用	14.69	15.19	26.81	82.5%	76.5%
投资收益	-5.77	-0.13	-0.47	-91.8%	251.4%
营业利润	373.76	624.68	481.48	28.8%	-22.9%
所得税	43.48	112.30	52.26	20.2%	-53.5%
归属母公司净利润	363.51	533.58	497.36	36.8%	-6.8%
EPS (元)	0.43	0.61	0.57	32.6%	-6.6%
毛利率	44.6%	47.7%	46.2%	-	-
营业费用率	8.3%	8.9%	7.1%	-	-
管理费用率	11.0%	9.9%	14.4%	-	-
营业利润率	20.2%	26.0%	20.4%	-	-
有效税率	11.6%	18.0%	10.9%	-	-
净利率	19.6%	22.2%	21.1%	-	-

资料来源: wind、招商证券

表 4: 国轩高科资产负债表情况

(百万元)	2015H1	2015	2016H1	2016
应收款项 (应收账款+应收票据)	1,680.65	1,835.99	2,431.83	2,715.80
存货	353.65	488.63	626.65	630.35
预收款	253.72	290.12	28.13	38.73
可供出售金融资产	22.52	22.34	329.54	547.54
资产负债率	45.8%	54.7%	59.2%	61.2%

资料来源: wind、招商证券

从半年报情况看: 国轩高科动力电池出货情况良好, 存货金额能够保持在一个相对稳定值, 而且产品毛利率也维持在 45% 左右水平。但是公司预收款降低明显, 应收账款也有同比例增长, 主要是动力电池产品的市场紧缺程度得到缓解, 所以企业商业行为得到回归。

可供出售金融资产说明: 公司 2016 年可供出售金融资产同比 2016 年大幅增长, 主要为公司投资北汽新能源股份和合肥新能源汽车产业基金所致。

表 5: 国轩高科-按照成本法计量的可供出售金融资产账面价值

百万元	期初	本期增加	本期减	期末
合肥铜冠铜材有限公司	42.16	-	-	42.16
北汽新能源汽车股份有限公司	-	307.20	-	307.20
新能源汽车科技创新 (合肥股权投资合伙企业 (有限合	-	216.50	-	216.50
合肥国科新能股权投资管理合伙企业 (有限合伙)	-	1.50	-	1.50
合计	42.16	525.20	0.00	567.36

资料来源: wind、招商证券

研发经费支出方面: 国轩高科研发人员配置和投资金额继续保持快速增长态势。国家对

于动力电池包能量密度要求，使国轩高科加快的 pack 轻量、高容量三元动力电池开发和应用等的研发，持续不断的技术进步是国轩高科保持市场竞争力的核心驱动力。

表 6：国轩高科研发投入情况

项目	2015 年	2016 年	2016 年同比变化
研发人员数量（人）	461	573	24.3%
研发人员数量占比	10.84%	11.01%	-
研发投入金额（百万元）	135.28	329.96	143.9%
研发投入占营业收入比例	4.93%	6.93%	-
研发投入资本化的金额（百万元）	0	0	-

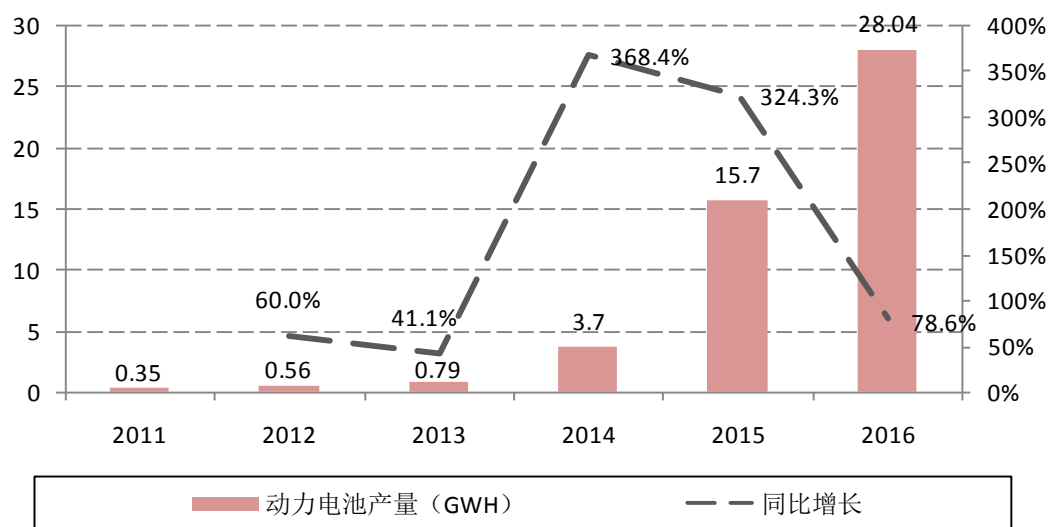
资料来源：公司年报、招商证券

国轩高科 2017 年经营展望

1: 国轩高科 2017 年市场经营环境分析

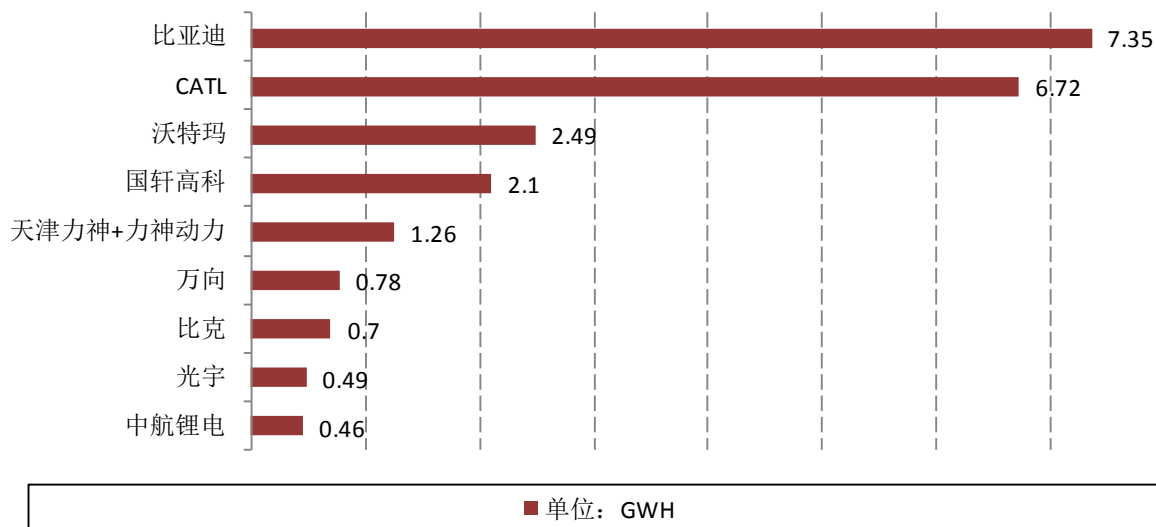
根据国轩高科年报数据，2016 年实现电池组生产量 63,571 万 Ah（约为 2.1GWH），同比上升 95.33%。参考行业机构第一电动统计数据，2016 年国内动力电池总出货量为 28GWH，那么国轩高科市场占有率大约为 7%左右。

图 1. 2011 年~2016 年国内动力电池出货量统计



资料来源：第一电动网，招商证券

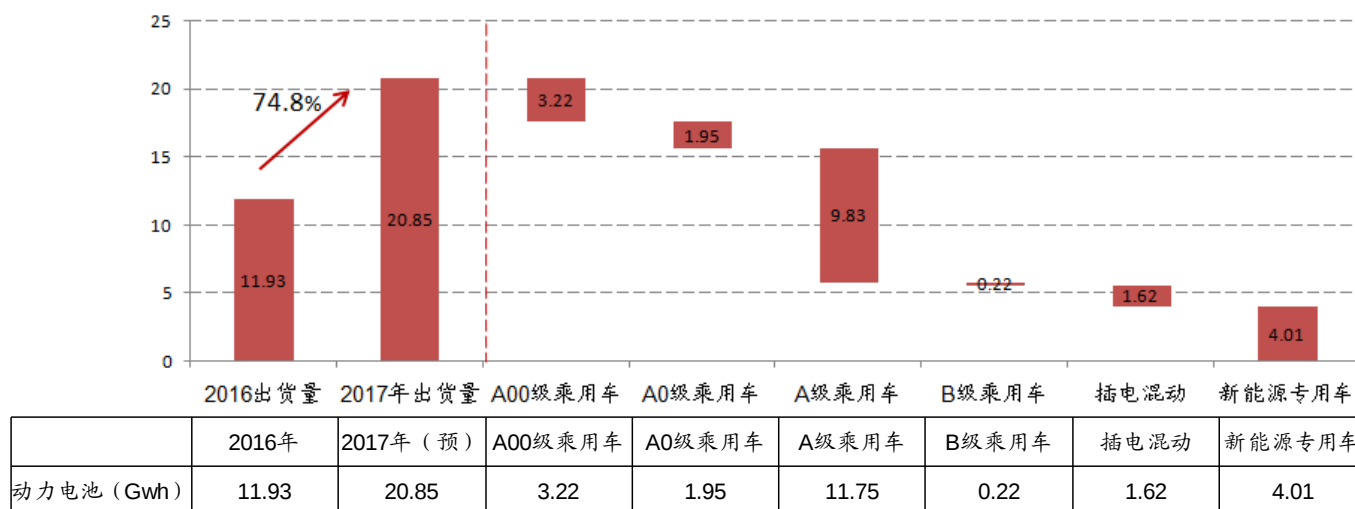
图 2. 2016 年国内主要动力电池生产企业出货量统计



资料来源：第一电动网，国轩高科年报，招商证券

我们曾在报告《动力电池以价换量，关注企业经营效率提升》的报告中细分了我们对于 2017 年动力电池（非客车市场）的需求，我们预计 2017 年国内非客户动力电池需求有望实现 75%左右增速。所以这也为国轩高科 2017 年市场扩张提供了新的成长空间。

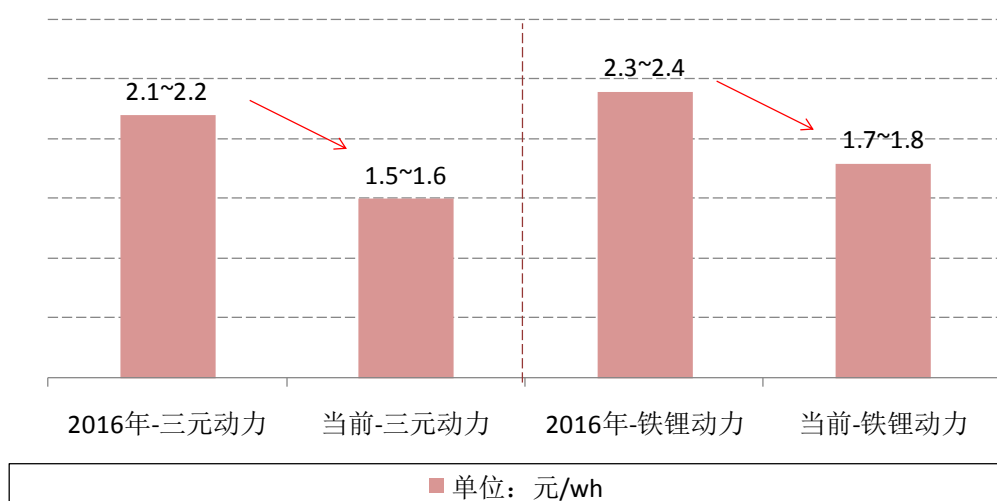
图 3. 非客车类新能源汽车动力电池需求量展望



资料来源：招商证券

但需要说明的是，我国动力电池产品售价已经进入降价通道，我们认为主要来自两个方面：1. 整车补贴下调，使下游车企将降低成本的压力向上游传递；2. 国内装备制造水平提升，大幅改变动力电池环节供需环节。

图 4. 国内动力电池市场的价格趋势

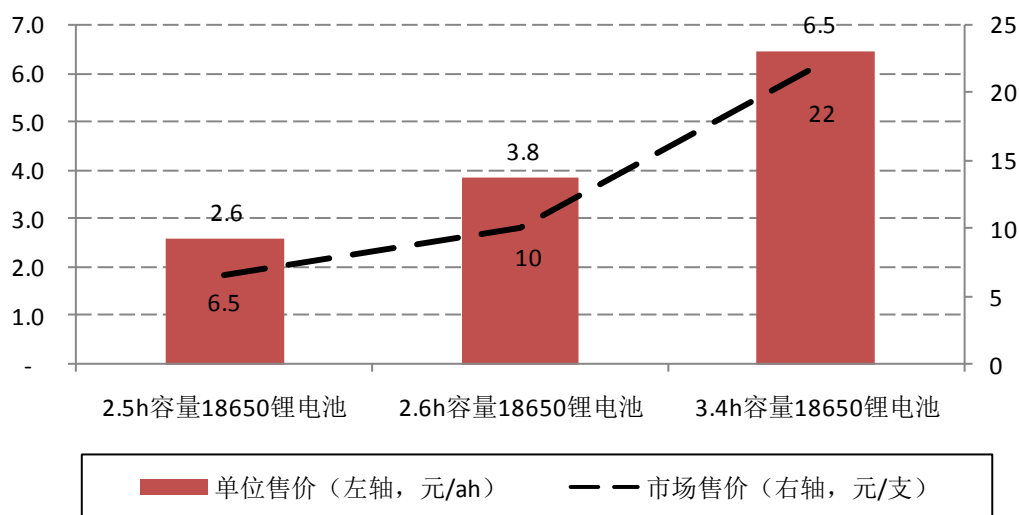


资料来源：招商证券

所以，对于动力电池生产企业，不断推进的技术进步，是企业发展的切实之选。随着电池能量密度提升，虽然动力电池生产线可生产产品数量不会有很大变化，但是单体产品可装电池容量提升，可提升单体产品综合售价，本质来说，这对于企业抵抗产品售价降低（甚至带来技术溢价）效用显著，而且也通过技术实现了企业的差异化（错位竞争）。我们认为，技术进步对于动力电池生产企业来，是能够解决短期和中长期发展问题的最有效措施。

此外，国家也在通过财政补贴的方式，奖励技术进步带来的动力电池能量密度提升。例如，在纯电动乘用车市场：纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 90Wh/kg，对高于 120Wh/kg 的按 1.1 倍给予补贴；在纯电动商用车市场，电池包能量密度超过 115wh/kg, 给予 1.2 倍补贴。等等。

图 5. 技术提升为动力电池产品带来技术溢价



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，招商证券

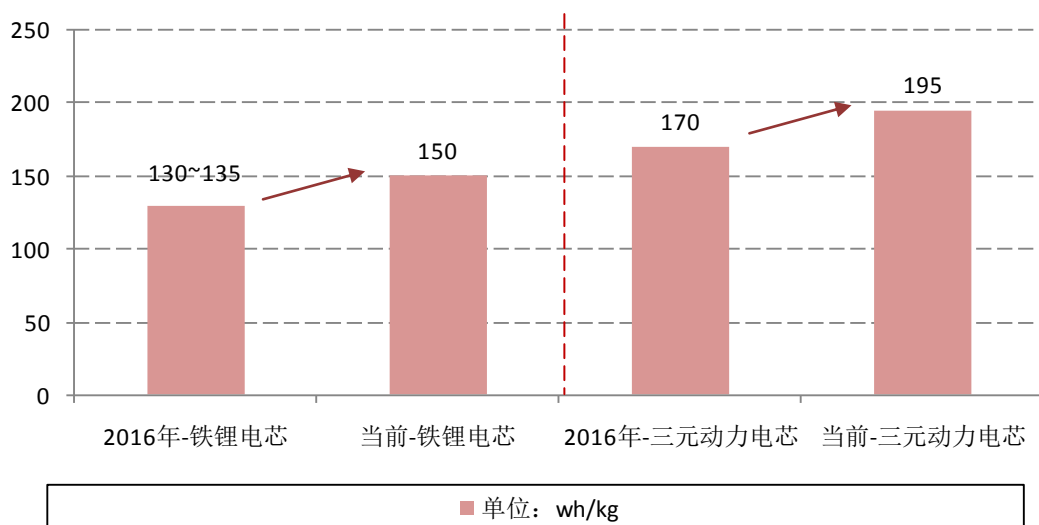
2：国轩高科动力电池已实现能量密度提升

公司 2017 年一季报业绩预告已披露，根据公告内容，公司 2017 年 Q1 归母净利润同比下滑：41.21%-28.15%。根据我们的分析有两个原因：1.公司 2016 年 Q1 基数高，而 2017 年 Q1 下游市场需求同比下滑显著；2.由于新的补贴政策，公司新的高容量电池 Q1 主要为研发和认证期，尚未形成批量销售，而出货的产品主要为旧款产品，所以产品售价降价明显。

根据我们与公司调研信息，目前国轩高科电池能量持续得到提升，其中纯电动商用车的磷酸铁锂动力电池电芯能量密度已经超过 150wh/kg, pack 后能量密度超过 115wh/kg。而三元动力电池，之前主要采用 1:1:1 的 NCM 三元正极材料，而 6:2:2 的 NCM 三元材料动力电池已基本完成测试，有望提前实现量产。

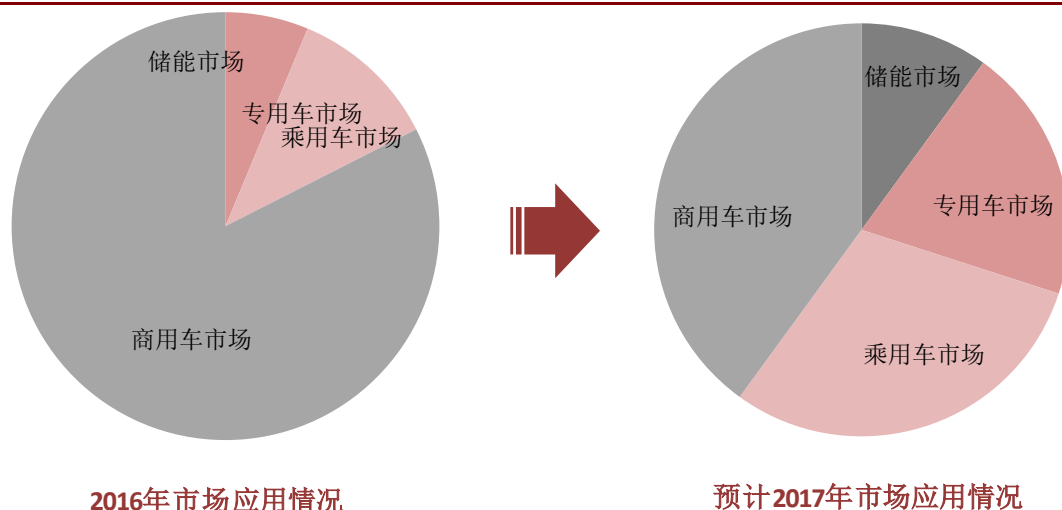
能量密度的提升，可以提升公司产品市场竞争力，更好的满足下游客户多样的需求，同时也能有显著减缓产品售价降低对公司盈利带来的影响。

图 6. 国轩高科动力电池能量密度提升



资料来源: 招商证券

图 7. 国轩高科预计产品应用市场变化



资料来源: 招商证券

3: 国轩高科通过配股融资加快大容量电池材料的自产

国轩高科原定的非公开增发方案, 由于证监会对上市公司融资政策进行调整, 所以公司终止了原有非公开增发方案, 改为配股融资。

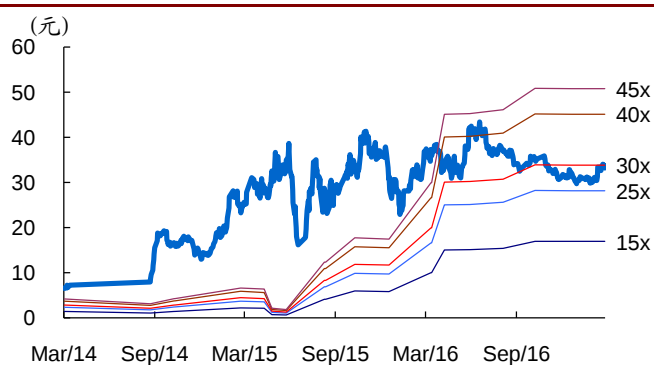
不过两次融资的规模和投资项目没有发生变化, 其中 36 亿的募集资金, 将主要用于动力电池产能扩张, 以及高镍正极材料和硅基负极材料项目等 5 个项目。众所周知, 材料成本在电池综合成本中占比超过 50%, 并对电池性能起到决定性作用, 所以实现材料的资产, 既可以有效降低企业成本, 同时还可以保护公司的产品技术。

表 7: 国轩高科本次募投项目

序号	投资项目名称	总投资金额 (百万元)	拟使用募集资金 (百万元)
1	新一代高比能动力锂电池产业化项目		
1.1	合肥国轩年产 6 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	1,158.01	950.00
1.2	青岛国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	610.91	500.00
1.3	南京国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	604.09	500.00
2	年产 10,000 吨高镍三元正极材料和 5,000 吨硅基负极材料项目	653.78	500.00
3	年产 21 万台(套)新能源汽车充电设施及关键零部件项目	389.44	300.00
4	年产 20 万套电动汽车动力总成控制系统建设项目	362.47	250.00
5	工程研究院建设项目	1,066.07	600.00
	合计	4,844.76	3,600.00

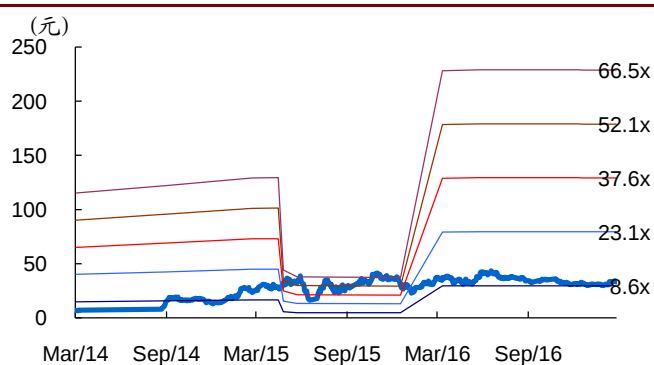
资料来源: 国轩高科公告, 招商证券

图 8: 国轩高科历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 9: 国轩高科历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4556	5908	8481	10831	14389
现金	2011	2306	1123	1262	2100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	434	305	1057	1298	1553
应收款项	1402	2411	4425	5929	7804
其它应收款	63	35	64	86	113
存货	489	630	1350	1625	1977
其他	157	221	462	631	842
非流动资产	2157	4307	5320	5315	5256
长期股权投资	0	34	34	34	34
固定资产	1220	2604	2941	2958	2875
无形资产	226	448	553	508	507
其他	711	1220	1791	1815	1839
资产总计	6713	10215	13800	16146	19645
流动负债	2745	4314	6842	7895	9875
短期借款	344	627	500	300	500
应付账款	923	1710	3270	4116	5005
预收账款	290	39	892	823	1112
其他	1188	1938	2181	2657	3258
长期负债	927	1941	2154	2154	2154
长期借款	148	454	854	854	854
其他	779	1488	1300	1300	1300
负债合计	3671	6255	8996	10049	12028
股本	876	876	876	876	876
资本公积金	996	1016	1016	1016	1016
留存收益	1143	2043	2885	4174	5691
少数股东权益	26	24	27	30	34
归属于母公司所有者权益	3016	3935	4777	6067	7583
负债及权益合计	6713	10215	13800	16146	19645

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	520	1275	706	1046	1424
净利润	585	1031	1280	1673	2018
折旧摊销	68	148	207	238	235
财务费用	21	41	63	88	107
投资收益	(2)	1	1	1	1
营运资金变动	(113)	134	(907)	(974)	(960)
其它	(38)	(79)	63	19	23
投资活动现金流	(500)	(1840)	(1239)	(234)	(175)
资本支出	(558)	(1307)	(1050)	(260)	(200)
其他投资	58	(532)	(189)	26	25
筹资活动现金流	1110	903	(651)	(673)	(410)
借款变动	(1088)	661	54	(200)	200
普通股增加	623	(0)	0	0	0
资本公积增加	986	20	0	0	0
股利分配	(127)	(438)	(438)	(384)	(502)
其他	716	661	(267)	(89)	(108)
现金净增加额	1131	338	(1184)	139	839

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2745	4758	8806	11798	15529
营业成本	1499	2525	5945	8231	11122
营业税金及附加	26	31	57	77	101
营业费用	210	383	484	531	621
管理费用	272	578	748	885	1165
财务费用	22	42	63	88	107
资产减值损失	80	93	111	134	160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	638	1106	1396	1852	2253
营业外收入	47	98	98	98	98
营业外支出	5	7	7	7	7
利润总额	680	1197	1487	1944	2344
所得税	93	165	204	267	322
净利润	587	1033	1283	1677	2022
少数股东损益	3	2	2	3	4
归属于母公司净利润	585	1031	1280	1673	2018
EPS（元）	0.67	1.18	1.46	1.91	2.30

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	210%	73%	85%	34%	32%
营业利润	1523%	73%	26%	33%	22%
净利润	1453%	76%	24%	31%	21%
获利能力					
毛利率	45.4%	46.9%	32.5%	30.2%	28.4%
净利率	21.3%	21.7%	14.5%	14.2%	13.0%
ROE	19.4%	26.2%	26.8%	27.6%	26.6%
ROIC	15.8%	18.8%	20.4%	23.1%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	61.2%	65.2%	62.2%	61.2%
净负债比率	8.3%	12.7%	9.8%	7.1%	6.9%
流动比率	1.7	1.4	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.5	1.2	1.0	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	4.7	4.5	6.0	5.5	6.2
应收帐款周转率	3.0	2.5	2.6	2.3	2.3
应付帐款周转率	2.7	1.9	2.4	2.2	2.4
每股资料（元）					
每股收益	0.67	1.18	1.46	1.91	2.30
每股经营现金	0.59	1.45	0.81	1.19	1.62
每股净资产	3.44	4.49	5.45	6.92	8.66
每股股利	0.50	0.50	0.44	0.57	0.69
估值比率					
PE	49.8	28.2	22.7	17.4	14.4
PB	9.6	7.4	6.1	4.8	3.8
EV/EBITDA	40.3	23.0	17.5	13.4	11.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。