

金风科技(002202)/电源设备
盈利能力提升, 风电场业务发力
评级: 买入(维持)

市场价格: 16.14

目标价格: 21

分析师: 邵晶鑫

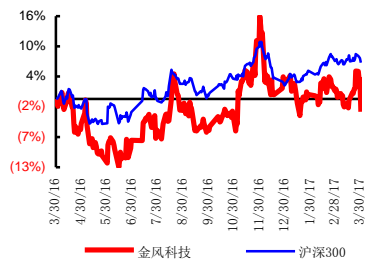
执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,736
流通股本(百万股)	2,658
市价(元)	16.14
市值(百万元)	44,152
流通市值(百万元)	42,893

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 金风科技: 业绩符合预期, 低估风电龙头
- 2 雨季和汛期影响风机交付, 在手订单创历史新高
- 3 风机在手订单充足, 风电运营有待发力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,062.10	26,395.83	30,898.12	34,547.79	38,427.16
增长率 yoy%	69.80%	-12.20%	17.06%	11.81%	11.23%
净利润	2,849.50	3,002.98	3,464.92	3,989.28	4,917.33
增长率 yoy%	55.74%	5.39%	15.38%	15.13%	23.26%
每股收益(元)	1.04	1.10	1.27	1.46	1.80
每股现金流量	1.75	1.13	1.87	2.01	2.28
净资产收益率	17.00%	15.03%	14.78%	14.54%	15.20%
P/E	21.88	15.59	12.74	11.07	8.98
PEG	0.39	2.89	0.83	0.73	0.39
P/B	3.72	2.34	1.88	1.61	1.36

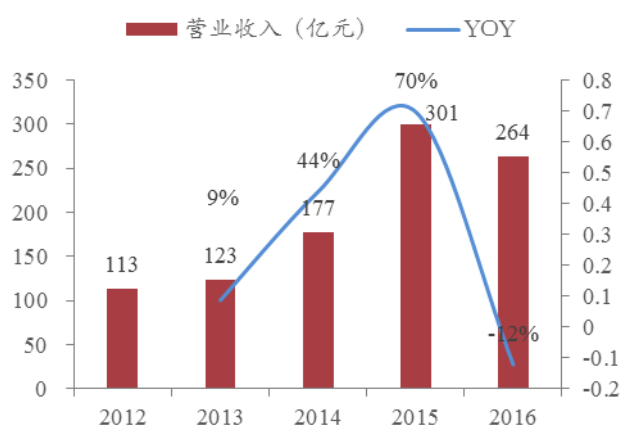
投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 全年实现营业收入 263.96 亿元, 同比降低 12.20%; 归属于上市公司股东的净利润为 30.03 亿元, 较上年同期增长 5.39%。公司同时还披露利润分配预案: 以 27.36 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元(含税), 送红股 3 股(含税)。
- **风机装机下滑, 但龙头地位巩固, 产品毛利率提升, 在手订单充裕。** 受抢装回调、用电增速趋缓等影响, 公司 2016 年国内新增装机容量 6.3GW, 同比降低 18.2%, 这是导致公司 2016 年营收下降的主要原因。虽然新增装机容量下降, 但公司在国内市场的份额提高了 1.9 个百分点, 达到 27.1%, 龙头地位进一步巩固。由于采取多种措施降低成本, 公司主要风机机型毛利率都呈现一定提升, 这是公司净利增加的原因之一。同时公司在手订单继续维持 14GW 的历史高位, 达到 14.2GW, 保证了公司未来的业绩。
- **风电场开发业务强劲, 风电后服务值得期待。** 2016 年公司新增并网权益装机 1033MW, 累计权益并网容量达 3558MW。受益于风电场布局, 2016 年, 风电场实现营收 24.2 亿元, 同比增加 55.5%, 占总营收的 9.2%, 由于毛利率在 60% 左右, 风电场贡献了全部毛利的 19.5%, 这是公司 2016 年净利增加的主要原因。由于我国风电并网容量已突破 1.5 亿千瓦, 后服务市场规模巨大, 2016 年公司实现风电服务收入 12.46 亿元, 与去年同期持平。公司凭借 1.7 万台机组运行数据和领先技术, 引领风电后服务市场。
- **稳步推进国际业务, 积极拓宽业务领域。** 公司产品及企业形象在国际市场逐步得到认可, 公司国际化战略得以稳步推进。截止 2016 年底, 公司在手国际订单为 917MW, 项目遍及智利、阿根廷、南非、泰国、巴基斯坦、澳大利亚等多个国家。在夯实主营业务的同时, 公司积极在新能源产业领域开展战略性投资, 为公司可持续发展注入新的力量。报告期内, 公司水务业务发展迅速, 2016 年新增投资运营水厂 6 家, 合计投资运营水厂 11 家, 每日总设计处理量达 72.3 万吨, 年度综合水费回收率达到 99.7%。
- **投资建议:** 预计 2017-2019 年分别实现净利 34.65、39.89 和 49.17 亿元, 同比分别增长 15.38%、15.13%、23.26%, 当前股价对应三年 PE 分别为 13、11、9 倍, 给予目标价 21 元, “买入”评级。
- **风险提示事件:** 宏观经济下行, 风电装机不及预期, 项目进展不及预期。

营收下滑，盈利能力大幅提升

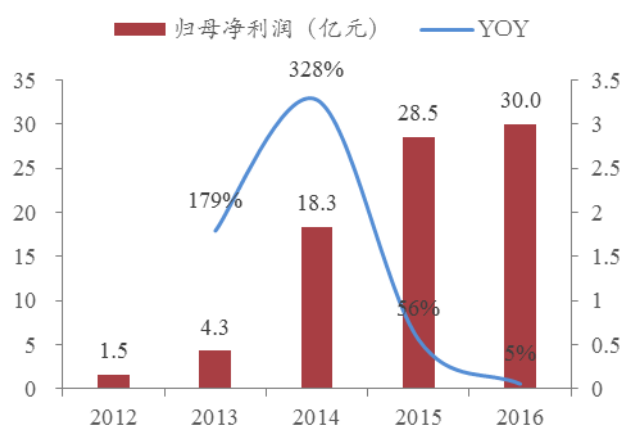
- 受抢装回调影响，公司营收下滑。**受抢装回调影响，2016 年我国风电新增装机容量下降 24.01%。公司在 2016 年度全年实现营业收入 263.96 亿元，同比降低 12.20%；归属于上市公司股东的净利润为 30.03 亿元，较上年同期增长 5.39%；基本每股收益 1.08 元，同比增长 3.03%。公司同时还披露利润分配预案：以 27.36 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），送红股 3 股（含税）。

图表 1: 2012-2016 年营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

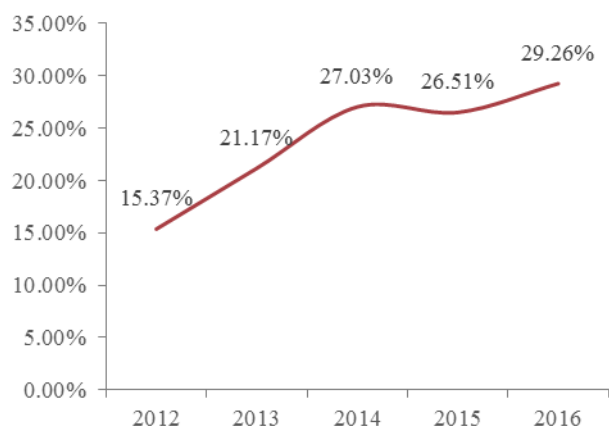
图表 2: 2012-2016 年归母净利润



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力持续增强。**从毛利率来看，2012-2016 年公司毛利率一直持续稳定增加，2016 年综合毛利率提升 2.75 个百分点达到 29.26%。从净利率来看，2012-2016 年公司净利率同样保持稳定增长，2016 年公司净利率提升 1.90 个百分点至 11.38%。相较于同类型风机公司，公司盈利能力强，竞争优势明显。

图表 3: 2012-2016 年毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2012-2016 年净利率

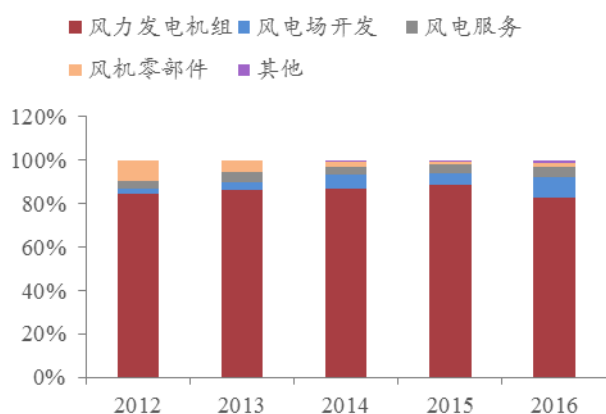


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 风机业务成营收主要来源，风电场开发表现强劲。2016 年公司风机业务实现营业收入 218.68 亿元，同比降低 17.80%；风电场开发业务实现营业收入 24.17 亿元，同比增加 55.47%；风电服务业务实现营业收入 12.49 亿元，同比降低 2.94%；风机零部件业务实现营业收入 5.19 亿元，同比增加 26.26%；水务等其他业务实现营业收入 3.43 亿元，同比增长 67.08%。

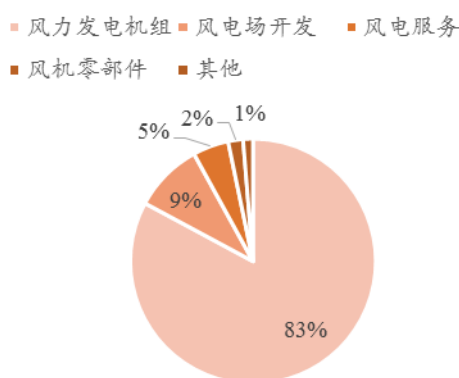
从营收占比来看，公司业务仍然处于以风力发电机组为主，其次为风电场开发、风电服务、风机零部件、水务等其他业务。其中风电相关业务占 2016 年营收的 98.7%，主营业务高度集中。

图表 5: 2012-2016 年主营构成



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2016 年主营构成

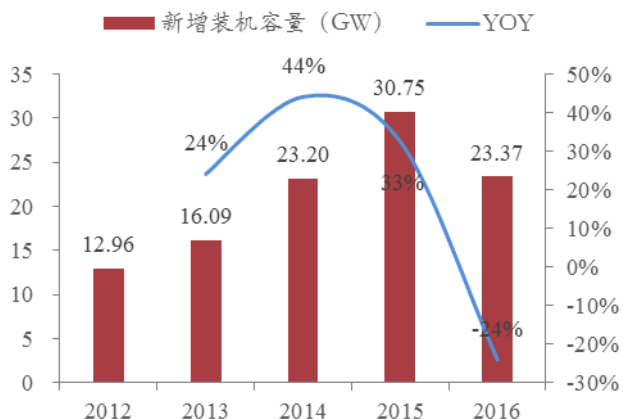


来源: Wind, 中泰证券研究所

风机龙头地位巩固，产品毛利率提升，在手订单充裕

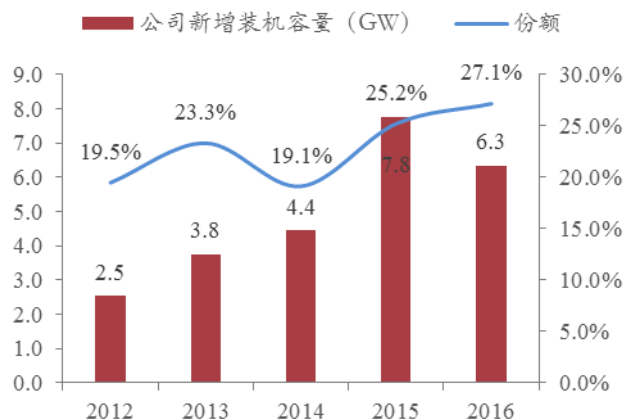
- 受抢装回调等因素影响，我国风电新增装机容量大幅下滑。2014 年 12 月国家发改委出台《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》，指出将第 I 类、II 类和 III 类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分钱，该规定适用于 2015 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目，以及 2015 年 1 月 1 日前核准但于 2016 年 1 月 1 日以后投运的陆上风电项目。受上网电价下调的影响，2015 年我国风电出现抢装效应，新增装机容量 30.75GW，同比增速 33%，创历史新高。受抢装效应回调、弃风限电、全社会用电增速趋缓以及各种电源增速维持高位等因素的影响，2016 年风电新增装机容量降为 23.37GW，同比降低 24%。
- 中国市场低迷压缩公司新增装机，但龙头地位进一步巩固。由于 2016 年中国风电新增装机大幅下滑，公司 2016 年国内新增装机容量 6.3GW，同比降低 18.2%，这是导致公司 2016 年营收下降的主要原因。虽然新增装机容量下降，但公司在国内市场的份额提高了 1.9 个百分点，达到 27.1%，是第二梯队的 3 倍，连续六年排名国内市场第一，龙头地位进一步巩固。

图表 7: 2012-2016 年中国风电新增装机容量



来源: Wind, 中泰证券研究所

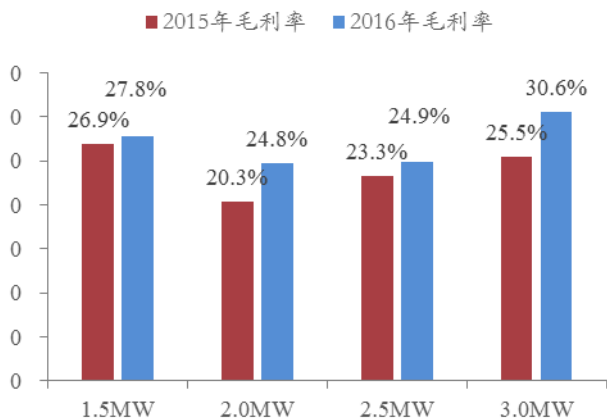
图表 8: 公司在中国风机市场份额



来源: CWEA, 中泰证券研究所

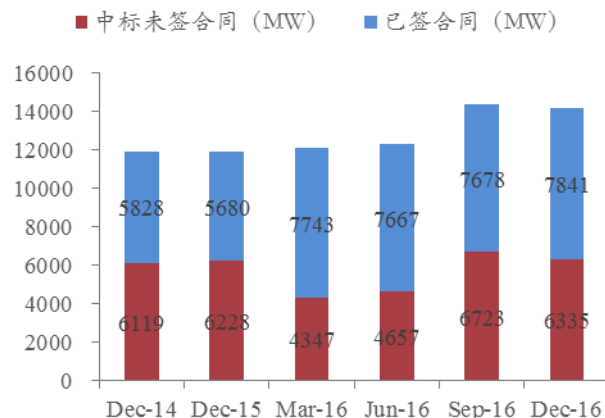
- 主要机型毛利率提升, 在手订单充裕。**2016 年公司对外销售风机 3194 台, 销售容量为 5883MW, 同比降低 16.57%。虽然销量降低, 但由于采取多种措施降低成本, 公司主要风机机型毛利率都呈现一定提升, 其中 1.5MW、2.0MW、2.5MW 和 3.0MW 风机的毛利率同比提升了 0.84、4.44、1.65 和 5.07 个百分点。这也是公司营收下滑但是净利增加的原因之一。另一方面, 公司在手订单继续维持 14GW 的历史高位, 达到 14.2GW, 这保证了公司未来的业绩。

图表 9: 主要机型毛利率变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 公司在手订单情况



来源: 公司资料, 中泰证券研究所

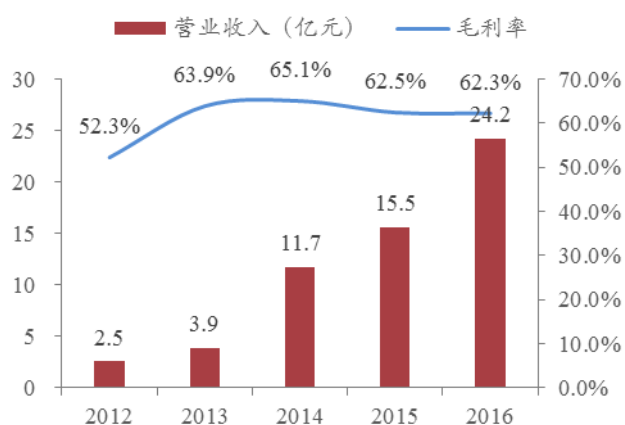
- 产品线不断丰富, 巩固公司技术优势。**为实现公司“销售一代、开发一代、储备一代”产品开发思路, 提升公司整体产品竞争力, 同时满足行业发展及市场拓展的需求。2016 年公司积极展开 ValuePlus 产品及解决方案平台的开发、应用与推广, 已完成 2.0MW VP、2.5MW VP 机组的开发并已投入市场。同时, 2016 年公司继续推进 2.0MW、2.5MW 系列化机组研发工作, 完成 2.0MW 超低风速、2.0MW 高海拔、2.5MW 高海拔及 2.5MW 高温机组的开发工作, 上述机型均已推向市场。

公司 121/3.0MW 直驱海上型机组首个近海海上项目已完成吊装及并网工作，该项目采用金风科技 18 台 121/3.0MW 机组，项目离岸垂直距离 6 海里。依托金风 2.5MW 及 3.0MW 机组的研发基础，公司完成面向国际市场及国内中低风速地区的全新 3.0MW(S)产品平台的开发工作，首台样机在张北地区并网发电；该样机采用永磁直驱技术路线，单机容量为 3.4MW，风轮直径达 140 米级。

风电场开发表现强劲，成公司主要业绩贡献点

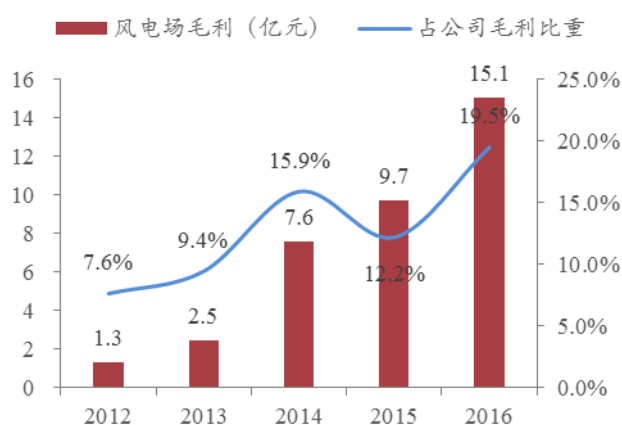
- **风电场开发业务大幅增加，盈利水平继续保持高位。**2016 年，风电场开发业务实现营业收入 24.2 亿元，同比增加 55.5%，占公司总营收的 9.2%。但是由于风电场业务持续保持 60%以上的毛利率，风电场开发业务贡献了全部毛利的 19.5%，这是公司 2016 年营收降低但净利增加的主要原因。

图表 11：2012-2016 年风电场业务营收情况



来源：中泰证券研究所

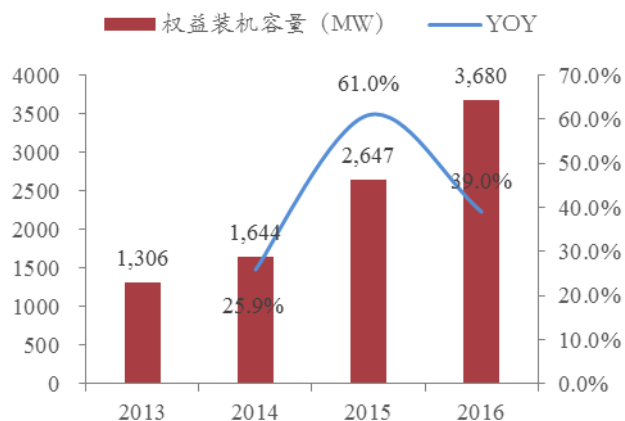
图表 12：2012-2016 年风电场毛利情况



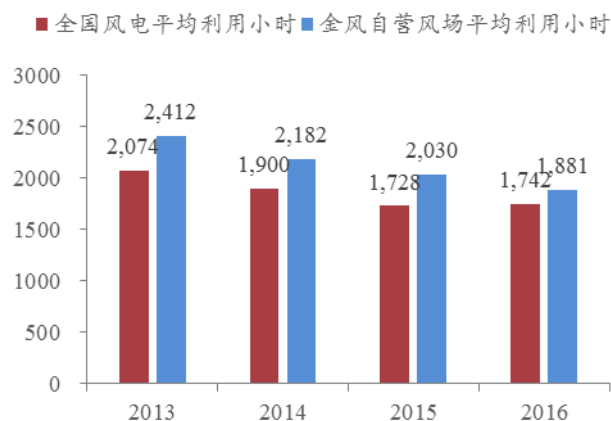
来源：中泰证券研究所

- **积极开发风电场，自营风电场权益装机容量快速增加。**在 2016 年风电行业市场向南方转移及总量有所回落的背景下，公司在风电场投资与开发业务板块积极布局并加快优势资源储备，实现较好业绩，公司国内所开发风场项目覆盖 25 个省，下属 96 个项目公司，资产规模超 260 亿元。报告期内，公司国内新增并网装机容量 1,107.40MW，新增并网权益装机容量 1,032.75MW。截至报告期末，公司风电场并网装机容量 4,151.80MW，权益并网容量 3,558.18MW；在建风电场项目容量 392.50MW，权益容量 377.50MW。根据可再生能源学会风能专业委员会及风能咨询机构 MAKE 统计数据，公司全资子公司北京天润新能投资有限公司在国内风电开发商中名列第九位，并跻身全球风电开发商 Top25（排名第 21 位）。
- **迎电改春风，布局售电市场以促进风电消纳。**在全国电力体制改革不断推进下，公司紧跟行业发展步伐，积极布局售电市场以推动风电消纳，促进公司发电资产的收益提升。报告期内，公司首个售电公司已完成工

商注册，与此同时公司积极参与新疆、宁夏、甘肃省电力公司组织的电力交易，并与多家企业、电网等签订多个双边协议、跨区外送协议。报告期内，公司经营的风电项目实现发电收入 24.17 亿元，比上年同期上升 55.47%。风电场销售的投资收益为 5,153 万元，较上年同期增加 51.74%。

图表 13: 2013-2016 公司权益装机容量


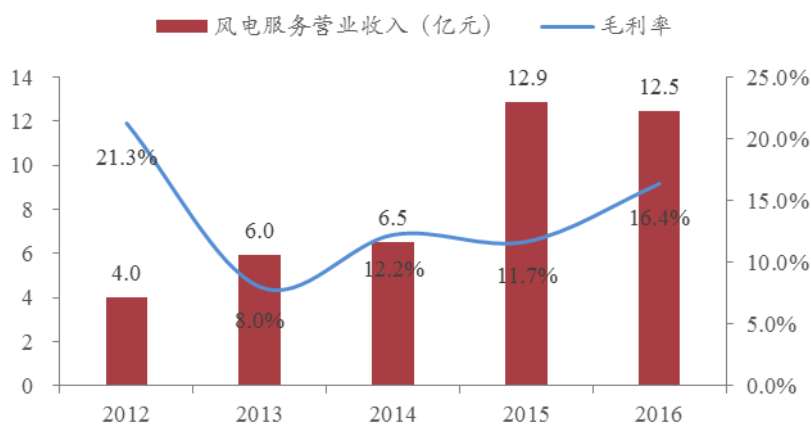
来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 14: 全国及金风年度风电利用小时数


来源：公司资料，中泰证券研究所

风电服务业务平稳推进，掘金风电后服务市场

- 得益于业务结构的优化，风电服务业务毛利率提振。2016 年公司实现风电服务收入 12.46 亿元，与去年同期持平。服务收入占公司营业收入的 4.8%，同比提高 0.5 个百分点。得益于业务结构的优化，低毛利率的 EPC 业务占比下降，技术咨询服务和配件销售业务有所提升，报告期内风电服务业务的综合毛利率同比显著提升了 4.8 个百分点，至 16.1%。

图表 15: 2012-2016 年风电服务业务


来源：Wind，中泰证券研究所

- 风电后服务市场空间巨大，领先的服务能力保证未来业绩。由于我国风电并网容量已突破 1.5 亿千瓦，后服务市场规模巨大。公司一方面以领

先的精确选址综合设计能力、丰富的项目建设经验、填补国内空白的钢混塔架等多项专利技术和创新的金融服务,打造风电开发整体解决方案。另一方面,监控机组近 1.7 万台,凭借海量机组运行数据和领先技术,推出数字化运维整体服务,引领风电后服务市场。总之,公司具有的领先的服务能力保证了其未来的业绩。

稳步推进国际业务,积极拓宽业务领域

- **稳步推进国际业务。**经过多年的实践及市场开拓,公司产品及企业形象在国际市场逐步得到认可,公司国际化战略得以稳步推进,公司在国际项目推进、市场拓展等方面均取得较好成绩。截止 2016 年底,公司在手国际订单为 917MW,项目遍及智利、阿根廷、南非、泰国、巴基斯坦、澳大利亚等多个国家。

2016 年公司新增国际风电开发容量 440MW,同比增长 151.4%,国际风电项目已完工风电场装机容量 246MW,权益容量 121.74MW,在建风电项目容量 175MW,权益容量 43.75MW;2016 年公司国际业务实现销售收入 22.09 亿元。此外,2016 年度,公司成功收购位于美国德克萨斯州的 Rattlesnake 风电项目,该项目规划容量为 160MW,将采用 64 台金风 2.5MW 永磁直驱机组,建成后将成为金风科技在美国建设的最大风电场,目前公司已经与合作方花旗能源签订协议锁定固定电价;公司在泰国的首个批量性柔塔项目完成吊装,容量为 99MW;继巴基斯坦一期项目后,公司获得巴基斯坦二期的机组销售订单,容量为 99MW。

而根据中国风能协会数据,2016 年公司风电机组出口量占全国出口总量的 70%。

- **水务业务发展迅速,助力公司拓宽业务领域。**在夯实主营业务的同时,公司积极在新能源产业领域开展战略性投资,为公司可持续发展注入新的力量。目前,公司新能源领域投资项目涉及新能源、新材料、节能环保等。报告期内,公司水务业务发展迅速,2016 年新增投资运营水厂 6 家,合计投资运营水厂 11 家,每日总设计处理量达 72.3 万吨,年度综合水费回收率达到 99.7%。公司采用智慧化水务管理模式,开发水务 APP,实现物联网+基础应用+智能应用的有机结合;引进水务行业全球领先的 3D 打印膜技术,能够有效降低水务处理成本、提升效率。

投资建议

- 预计 2017-2019 年分别实现净利 34.65、39.89 和 49.17 亿元,同比分别增长 15.38%、15.13%、23.26%,当前股价对应三年 PE 分别为 13、11、9 倍,给予目标价 21 元,“买入”评级。

图表 16: 与行业可比上市公司估值对比

代码	公司	2017-3-30 基本情况		EPS(元)			PE		
		收盘价(元)	总市值(亿元)	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
002531	天顺风能	7.43	132	0.37	0.25	0.35	20	30	21
300129	泰胜风能	8.19	60	0.26	0.30	0.37	32	27	22
300443	金雷风电	55.81	66	2.77	1.82	1.73	20	31	32
行业平均值							24	29	25
002202	金风科技	16.14	361	1.04	1.10	1.27	15	15	13

来源: Wind, 可比公司数据来自 Wind 一致预期, 中泰证券研究所

风险提示

- 宏观经济下行
- 风电装机不及预期
- 项目进展不及预期

图表 17: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	17,704	30,062	26,396	30,898	34,548	38,427
增长率	43.84%	69.8%	-12.2%	17.1%	11.8%	11.2%
营业成本	-12,918	-22,093	-18,671	-22,323	-24,842	-27,065
% 销售收入	73.0%	73.5%	70.7%	72.2%	71.9%	70.4%
毛利	4,786	7,969	7,724	8,576	9,705	11,362
% 销售收入	27.0%	26.5%	29.3%	27.8%	28.1%	29.6%
营业税金及附加	-87	-166	-165	-182	-209	-229
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,371	-2,757	-2,033	-2,607	-2,788	-3,171
% 销售收入	7.7%	9.2%	7.7%	8.4%	8.1%	8.3%
管理费用	-1,191	-1,636	-1,910	-1,958	-2,344	-2,522
% 销售收入	6.7%	5.4%	7.2%	6.3%	6.8%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	2,136	3,410	3,617	3,829	4,364	5,440
% 销售收入	12.1%	11.3%	13.7%	12.4%	12.6%	14.2%
财务费用	-522	-491	-760	-516	-473	-446
% 销售收入	2.9%	1.6%	2.9%	1.7%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-123	-208	-212	0	0	0
公允价值变动收益	1	-22	24	0	0	0
投资收益	560	362	622	492	557	525
% 税前利润	26.5%	11.2%	17.5%	12.2%	11.9%	9.1%
营业利润	2,052	3,051	3,291	3,806	4,448	5,518
营业利润率	11.6%	10.1%	12.5%	12.3%	12.9%	14.4%
营业外收支	57	196	261	228	245	237
税前利润	2,109	3,247	3,552	4,034	4,693	5,754
利润率	11.9%	10.8%	13.5%	13.1%	13.6%	15.0%
所得税	-255	-371	-446	-484	-576	-699
所得税率	12.1%	11.4%	12.6%	12.0%	12.3%	12.1%
净利润	1,854	2,875	3,106	3,550	4,116	5,056
少数股东损益	24	26	103	85	127	138
归属于母公司的净利润	1,830	2,849	3,003	3,465	3,989	4,917
净利率	10.3%	9.5%	11.4%	11.2%	11.5%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,854	2,875	3,106	3,550	4,116	5,056
少数股东损益	0	0	0	85	127	138
非现金支出	561	759	1,148	1,245	1,624	1,952
非经营收益	-131	-246	-101	-106	-226	-185
营运资金变动	545	1,388	-1,051	420	-2	-585
经营活动现金净流	2,829	4,776	3,103	5,194	5,639	6,376
资本开支	2,744	7,450	5,608	4,468	3,579	4,023
投资	640	-13	-1,517	0	0	0
其他	430	218	114	492	557	525
投资活动现金净流	-1,675	-7,245	-7,011	-3,976	-3,022	-3,499
股权募资	3	466	1,547	0	0	0
债权募资	5,022	390	5,763	-1,804	0	0
其他	-933	-1,770	-2,017	-664	-576	-576
筹资活动现金净流	4,093	-913	5,294	-2,468	-576	-576
现金净流量	5,248	-3,382	1,385	-1,250	2,041	2,301

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,108	6,306	8,274	6,939	8,854	11,016
应收账款	11,996	14,937	17,543	16,896	20,469	21,890
存货	3,650	3,037	3,192	3,557	4,054	4,364
其他流动资产	2,342	1,006	4,087	4,087	4,218	4,247
流动资产	28,095	25,287	33,097	31,480	37,594	41,517
% 总资产	61.4%	48.1%	51.4%	47.5%	50.4%	51.4%
长期投资	4,410	5,783	7,060	7,060	7,060	7,060
固定资产	10,482	17,015	19,479	22,830	24,789	26,948
% 总资产	22.9%	32.4%	30.2%	34.4%	33.2%	33.3%
无形资产	741	1,112	1,600	1,701	1,941	2,090
非流动资产	17,682	27,286	31,341	34,792	36,992	39,300
% 总资产	38.6%	51.9%	48.6%	52.5%	49.6%	48.6%
资产总计	45,777	52,572	64,437	66,272	74,586	80,817
短期借款	2,860	1,752	2,694	890	890	890
应付账款	13,940	16,549	18,301	18,293	22,277	23,314
其他流动负债	5,519	2,658	3,668	3,765	3,978	4,117
流动负债	22,320	20,959	24,663	22,948	27,145	28,321
长期贷款	6,023	8,389	11,867	11,867	11,867	11,867
其他长期负债	2,208	5,834	7,209	7,209	7,209	7,209
负债	30,550	35,182	43,738	42,024	46,221	47,397
普通股股东权益	14,768	16,761	19,976	23,441	27,430	32,348
少数股东权益	459	629	723	808	935	1,073
负债股东权益合计	45,777	52,572	64,437	66,272	74,586	80,817

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.679	1.042	1.098	1.267	1.458	1.798
每股净资产 (元)	5.481	6.127	7.302	8.569	10.027	11.825
每股经营现金净流 (元)	1.050	1.746	1.134	1.868	2.015	2.280
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.39%	17.00%	15.03%	14.78%	14.54%	15.20%
总资产收益率	4.00%	5.42%	4.66%	5.23%	5.35%	6.08%
投入资本收益率	19.70%	16.90%	13.43%	12.65%	13.28%	15.06%
增长率						
营业总收入增长率	43.84%	69.80%	-12.20%	17.06%	11.81%	11.23%
EBIT增长率	290.10%	59.66%	6.07%	5.85%	13.97%	24.65%
净利润增长率	327.85%	55.74%	5.39%	15.38%	15.13%	23.26%
总资产增长率	33.19%	14.84%	22.57%	2.85%	12.54%	8.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	200.0	147.5	194.2	170.8	182.5	176.7
存货周转天数	94.0	55.2	60.9	58.1	59.5	58.8
应付账款周转天数	145.6	125.4	186.1	155.7	170.9	163.3
固定资产周转天数	117.3	107.5	184.1	221.5	239.3	252.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.63%	35.69%	47.41%	38.54%	26.19%	15.76%
EBIT利息保障倍数	4.1	6.9	4.8	7.4	9.2	12.2
资产负债率	66.74%	66.92%	67.88%	63.41%	61.97%	58.65%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。