

新材料研究小组 分析师: 何卫江
 执业证书编号: S0730511050001
 hewj@ccnew.com
 研究支持: 牟国洪 mough@ccnew.com

具备领先优势的锂电池模组制造商

——欣旺达 (300207) 分析报告

研究报告-分析报告

增持(首次)

发布日期: 2011年09月02日

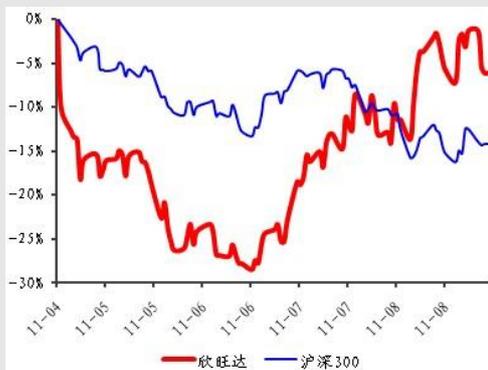
市场数据 (2011-08-31)

收盘价 (元)	19.67
一年内最高/最低 (元)	24.36/14.90
上证指数	2567.34
市净率 (倍)	14.22
流通市值 (亿元)	9.24

基础数据 (2010-06-30)

每股净资产 (元)	5.97
每股经营现金流 (元)	(0.08)
毛利率 (%)	20.77
净资产收益率-摊薄 (%)	3.48
资产负债率 (%)	27.53
总股本/流通股 (万股)	18800/3760
B股/日股 (万股)	/

个股相对沪深300指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司主营锂离子电池模组,在该领域具备先发优势。公司于2011年4月21日上市,募集资金投向手机数码类、笔记本电脑类和动力类锂电池模组技改项目以及技术中心改造,投资总额2.50亿元,项目实施将解决现有产能不足和优化公司产品结构。公司2011年上半年业绩符合预期。

投资要点:

- **公司是国内领先的锂离子电池模组专家。**公司专业提供锂离子电池模组解决方案,产品包括锂离子电池模组和结构件两大类,其中锂离子电池模组包括手机数码类、笔记本类和动力类。
- **锂离子电池下游应用领域广。**锂离子电池在手机、笔记本电脑、平板电脑等便携装置中广泛用于储能电池,且在新能源汽车动力电池领域极具竞争力。预计2011年全球锂电池出货量为44亿只,同比增长13.4%,而新能源汽车用动力锂电池模组附加值更高,市场空间巨大。
- **关注公司优势与募投项目:**公司已形成锂电池模组整体开发与设计、电源管理系统的研发与制造、结构件制造等锂电池模组领域的核心竞争力,具备产业一体化优势;具有东莞新能源等优质客户,目前产品电池已占苹果iPhone和iPod的20%左右;募投项目将克服产能不足的发展瓶颈。
- **盈利预测与公司估值:**预测公司2011和2012年每股收益分别为0.56元和0.83元,按8月31日19.67元收盘价计算,对应动态市盈率分别为35倍和24倍,首次给予“增持”投资评级。
- **风险提示:**募投项目产能扩张后的预期销售风险;经济景气波动以及客户相对集中风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	466.79	775.71	1088.62	1505.19	2068.13
增长比率 (%)	(4.45)	66.18	40.34	38.27	37.40
净利润(百万元)	33.95	62.69	96.59	155.26	229.07
增长比率 (%)	61.37	84.65	54.08	60.74	47.55
每股收益 (元)	0.24	0.44	0.56	0.83	1.22
市盈率 (倍)	81.69	44.24	35.13	23.82	16.14

目 录

1. 国内领先的锂离子电池模组专家	4
2. 行业分析	4
2.1 行业简介	4
2.2 便携装置用储能锂电池稳步增长	6
2.3 新能源汽车用动力锂电池有望爆发	6
2.4 全球锂离子电池模组市场格局：高增长孕育高附加值	7
2.5 行业竞争格局	7
3. 公司经营分析	8
3.1 公司具备产业一体化及先发优势	8
3.2 具备优质客户资源	9
3.3 公司业绩稳步增长	9
3.4 盈利能力提升 产品结构逐步优化	10
3.5 期间费用率较去年同期提升 预计下半年回落	11
3.6 产能不足成为发展瓶颈	12
4. 募投项目分析	13
5. 盈利预测与投资建议	14
6. 风险提示	15
行业投资评级	17
公司投资评级	17
重要声明	17
免责条款	17
转载条款	17

图表目录

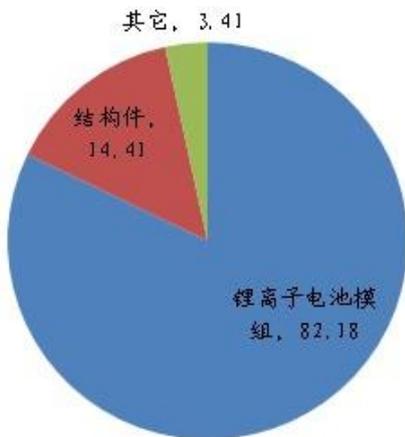
图表 1: 2011 年上半年营收组成.....	4
图表 2: 上市前公司股权结构	4
图表 3: 锂离子电池产业链	5
图表 4: 锂离子电池模组结构图示	5
图表 5: 锂离子电池模组应用图示	5
图表 6: 精密结构件与薄膜开关应用图示	5
图表 7: 全球电脑需求及预测	6
图表 8: 全球手机需求及预测	6
图表 9: 全球电动工具等其它装置需求及预测	6
图表 10: 电动汽车统计及预测	7
图表 11: 全球锂电池需求及预测	7
图表 12: 公司在锂电池模组产业链中高度垂直整合	8
图表 13: 全球锂电市场格局	9
图表 14: 公司近年盈利与经营情况	9
图表 15: 2008-2011 年公司营收、净利润及同比增速	10
图表 16: 2008-2011 年公司营收构成(按产品)	10
图表 17: 2008-2011 年公司毛利率与销售净利率	11
图表 18: 2008-2010 年公司毛利率(按产品)	11
图表 19: 2008-2011 年公司期间费用率	12
图表 20: 手机数码类锂离子电池模组产能变化	13
图表 21: 笔记本电脑类锂离子电池模组产能变化	13
图表 22: 动力类锂离子电池模组产能变化	13
图表 23: 公司锂离子电池模组平均销售单价	13
图表 24: 募集资金运用计划	14
图表 25: 募投项目达产前后产能对比	14
图表 26: 公司盈利预测	16

1. 国内领先的锂离子电池模组专家

公司前身为深圳市欣旺达电子有限公司，2008年10月变更为股份公司，注册资本为14100万元。公司主营锂离子电池模组的研发、设计、生产及销售，是国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品提供商，目前已成为国内锂能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一，产品包括锂离子电池模组和结构件两大类，其中锂离子电池模组包括手机数码类、笔记本类和动力类。2011年上半年，公司实现营业收入4.83亿元，同比增长34.84%，其中锂离子电池模组营收占比为82.18%；实现净利润3910万元，同比增长31.69%。

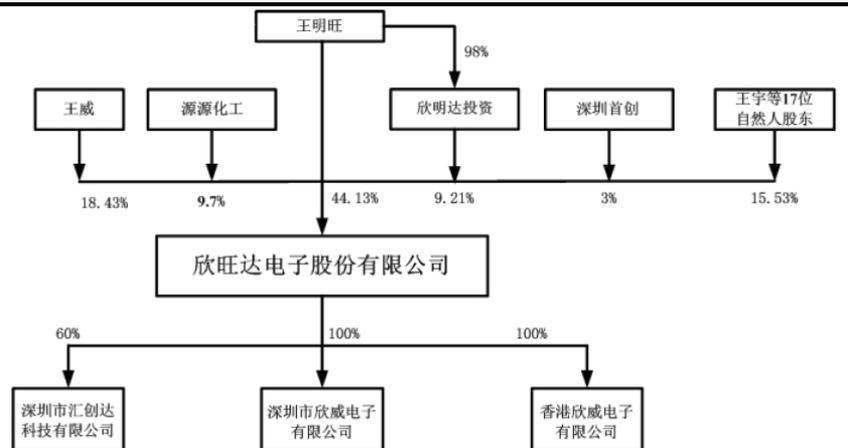
上市前，王明旺共持有欣旺达53.16%的股权，为公司实际控制人。本次发行前公司总股本为14100万股，本次发行人民币普通股4700万股，发行后总股本为18800万股，占发行后股本总额的25.00%。

图表 1: 公司 2011 年上半年营收组成



资料来源: Wind, 中原证券

图表 2: 上市前公司股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2. 行业分析

2.1 行业简介

锂离子电池属于二次电池，其完整产业链包括上游锂离子电池材料厂商、中游锂离子电芯和锂离子电池模组厂商以及下游终端品牌商与客户应用。

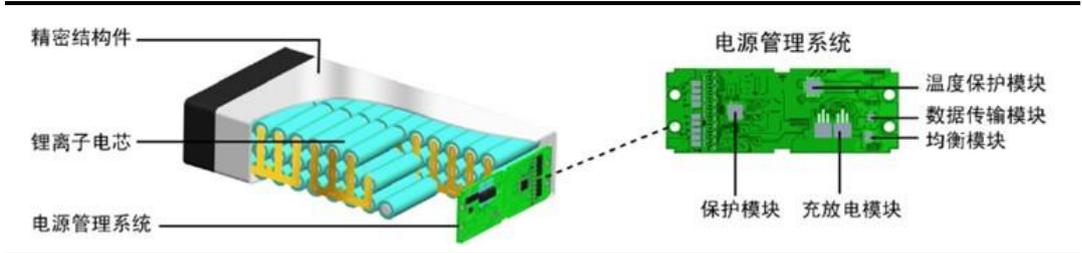
图表 3: 锂离子电池产业链



资料来源：公司招股说明书，中原证券

其中，锂离子电池模组由锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件及辅料等构成，是终端下游应用如手机、笔记本电脑、电动工具等各类便携装置必需的基础元器件之一，被称为移动式电子产品的“动力引擎”。

图表 4: 锂离子电池模组结构图示



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 5: 锂离子电池模组应用图示



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 6: 精密结构件与薄膜开关应用图示



资料来源：公司招股说明书，中原证券

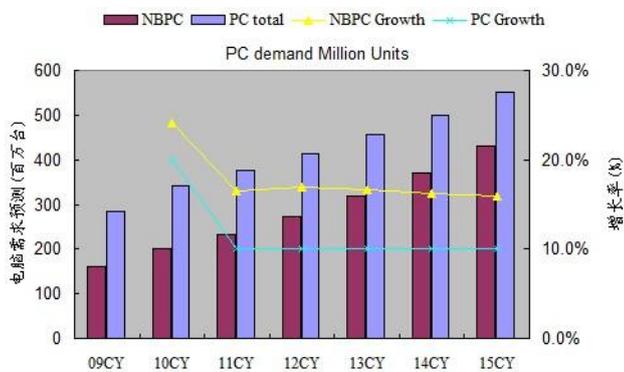
从终端下游应用领域看，锂离子电池可分为两大类：一是手机、笔记本电脑、数码相机等便携装置用储能电池；二是以新能源汽车为主的动力电池。可见，下游便携装置的需求和新能源汽车的发展进程将决定上游锂离子电池及锂离子电池模组的市场规模。

2.2 便携装置用储能锂电池稳步增长

目前，储能锂电池在便携装置中的主要应用包括笔记本电脑、手机及其它装置。

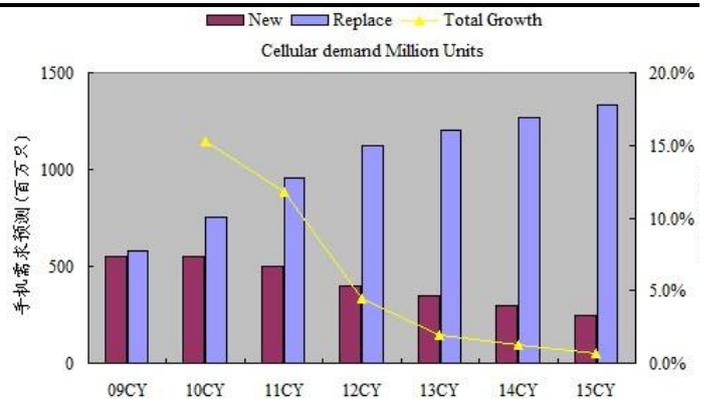
2010年，全球笔记本电脑（NBPC，Notebook PC）销量为2亿台，同比增长24.1%；预计2011~2015平均增速为16%，2015年全球销量4.3亿台，笔记本的增速也高于台式机同期10%的水平。手机未来增量需求分为新增和替代两大类，2010年全球手机总量为51亿只，同比增长15.2%，其中新增手机5.5亿只，替代手机7.52亿只；预计2011~2015年年均复合增长率为7.85%，2015年全球手机总量达69亿只。

图表 7：全球电脑需求及预测



资料来源：IIT，中原证券

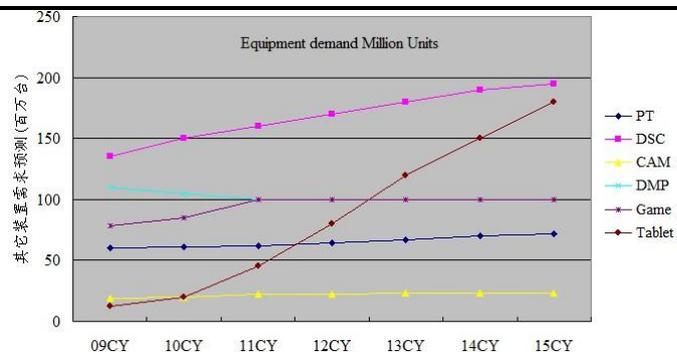
图表 8：全球手机需求及预测



资料来源：IIT，中原证券

其它便携装置包括电动工具(PT-Power Tools)、数码相机(DSC-Digital Still Camera)、便携摄像机(CAM-Camcorder)、数码音乐播放器(DMP-Digital Music Player)、游戏机(Game)和平板电脑(Tablet)。2010年该类需求总量为4.41亿台，同比增长6.52%；预计2011年同比增速10.98%，累计出货4.89亿台。其中平板电脑增速靓丽，已成为笔记本电脑的最大竞争对手，高速增长因素之一是受益于锂电池小型化以及比能量密度的提高。

图表 9：全球电动工具等其它装置需求及预测



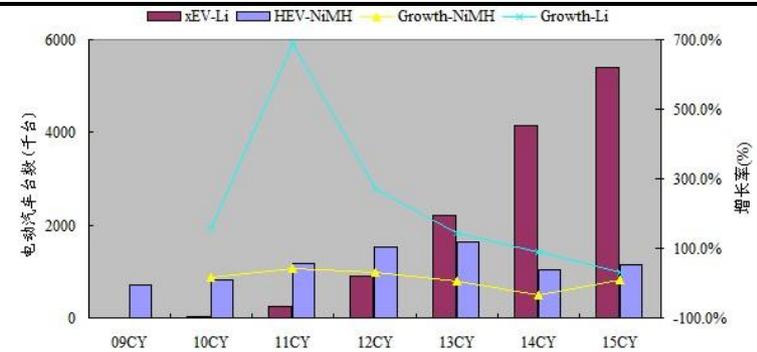
资料来源：IIT，中原证券

2.3 新能源汽车用动力锂电池有望爆发

鉴于锂电池具有比容量高、无记忆效益以及可快速充放电等优点，在新能源汽车用

动力电池方面，锂电池将逐步替代镍氢电池成为动力电池的市场主流。由于一辆新能源汽车所需锂电池是普通手机电池的数千倍，对应锂离子电池需求有望呈现爆发式增长。

图表 10: 电动汽车统计及预测

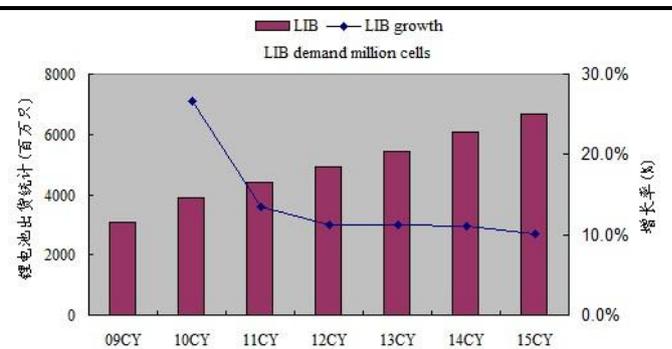


资料来源: IIT, 中原证券

2.4 全球锂离子电池模组市场格局: 高增长孕育高附加值

2010年, 全球锂电池出货总量为38.84亿只, 同比增长26.65%。预计2011年可达44亿只, 增速为13.4%, 后期年均增速保持为10%。可见, 由于锂电池总量增速快, 对锂离子电池模组也将呈现高速增长格局。

图表 11: 全球锂电池需求及预测



资料来源: IIT, 中原证券

同时, 对于新能源汽车用动力类锂离子电池模组而言, 由于一台汽车中包含的锂电池数是普通单只手机电池的数千倍, 对锂离子电池模组产品一致性和安全性等技术指标要求更严, 存在较高的技术壁垒, 但其附加值将比传统锂电池模组更高, 对掌握该类技术的公司将从中受益。

2.5 行业竞争格局

锂离子电池模组生产领域可分为两类: 一是以生产锂离子电芯为主, 同时附有锂离子电池模组制造业务的厂商, 该类企业通过纵向一体化战略提高自身的竞争力, 主要包括索尼、三洋、比亚迪以及力神等, 其不足是锂离子电芯一般只使用自己的电芯产品; 二是专业的锂离子电池模组制造商, 主要包括台湾的新普、顺达科技、加百裕, 以及国

内的飞毛腿、广州明美和欣旺达，具备多电芯选择、专业的研发能力与良好的成本控制等优势，目前占据锂离子电池模组的主要市场份额。同时，随着全球一体化发展，国内在综合成本方面的优势渐显，全球主要的锂离子电芯与模组有向国内集中的趋势。

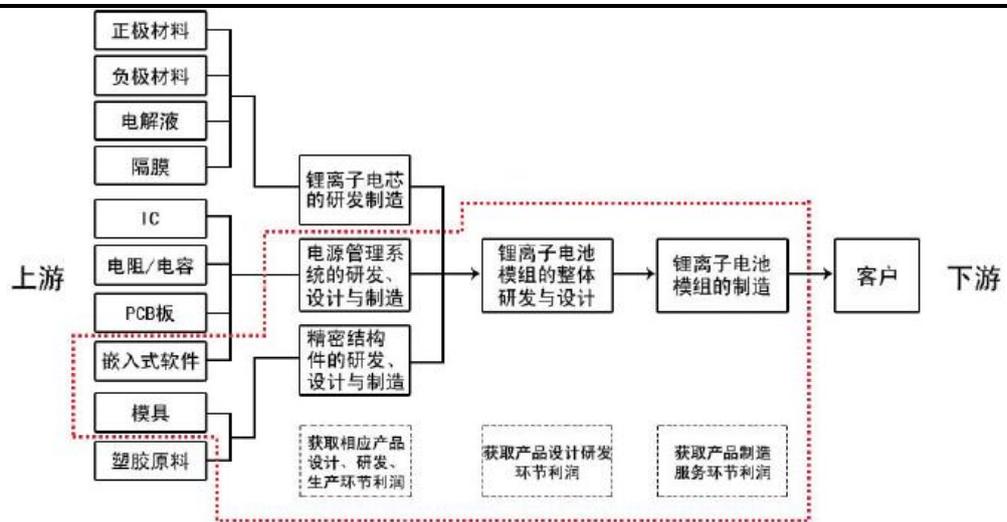
目前，锂离子电池模组生产厂商可分为三个竞争层次：一是可提供锂离子电池模组整体解决方案及制造服务的企业，其主要标志之一是产品是否进入苹果、三星等国际知名品牌厂商的供应链体系，主要包括中日韩部分电芯厂商旗下的模组生产厂、台湾地区以及国内的专业模组生产企业，如欣旺达；二是主要为手机、MP3/MP4等电子产品提供模组，其区别是一般不具备电源管理系统的研发能力；第三层次特点是规模小、工艺水平低，主要为低端客户供应产品。

3. 公司经营分析

3.1 公司具备产业一体化及先发优势

公司属于专业的锂电池模组生产企业，已形成国内领先的锂电池模组整体开发与设计、电源管理系统的研发与制造、结构件制造等锂电池模组领域的核心竞争力，具备产业一体化优势，实现与品牌厂商同步开发新产品。

图表 12：公司在锂电池模组产业链中高度垂直整合



资料来源：公司招股说明书，中原证券

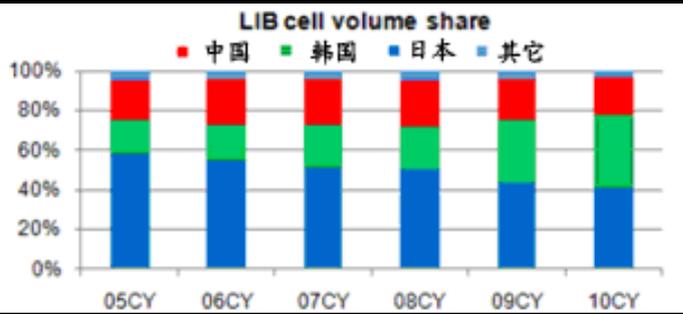
公司2004年开始进入手机数码类锂电池模组领域，2009年市场占有率为3.60%；2008年进军笔记本类锂电池模组，市场占有率由当年的0.007%提升至2010年的0.96%。目前，公司已获授权专利技术26项，其中发明专利4项。2010年，公司承担了广东省高新技术产业化项目“电动汽车锂离子动力电池新型电源管理系统研发及产业化”；2011年上半年，公司突破了电动自行车锂离子电池模组的关键技术，完成了电动自行车的样品开发，并

已向部分厂家小批量供货；同时建立了电动汽车的中试线，完成了EV 动力汽车电池组样品制作，装车并完成整车测试，电池组各项性能均达到设计目标。公司未来将有望受益于新能源汽车锂动力电池的潜在增长。

3.2 具备优质客户资源

公司具备优质客户资源。全球锂电池供应商主要包括日本的索尼(Sony)、三洋(Sanyo)、松下(Panasonic)、麦克赛尔(Maxell)；韩国的LGC和三星(SDI)，以及中国的“四小龙”-比亚迪(BYD)、力神(LISHEN)、东莞新能源(ATL)和比克(BAK)，总体呈现中、日、韩三足鼎立之势。其中，东莞新能源的聚合物锂离子电芯销量目前位居全球第二，而公司已和东莞新能源形成战略合作伙伴关系，共同为苹果公司的iPhone、iPod及亚马逊的Kindle系列电子书等产品提供锂离子电池模组产品，目前已占苹果iPhone和iPod产品电池的20%左右。

图表 13: 全球锂电市场格局



资料来源: IIT, 中原证券

3.3 公司业绩稳步增长

公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为-4.45%和66.18%，净利润同比增长分别为61.37%和84.65%。公司2009年主营收入略有下降，其主要原因是受国际金融危机影响，全球锂离子电池出货总量为30.66亿只，同比下降2.36%，且公司集中资源优先发展锂离子电池模组核心业务导致精密结构件营收大幅下降，同期公司净利润大幅上升是由于公司毛利率上升所致；2010年营收和净利润显著增长的原因是全球经济回暖导致锂电池出货总量大幅上升，同时公司新开发笔记本类和动力类产品快速增长。

图表 14: 公司近年盈利与经营情况

	2008A	2009A	2010A	2011AH1	德赛电池(2010A)
营业收入(百万元)	488.51	466.79	775.71	483.32	1316.02
净利润(百万元)	21.04	33.95	62.69	39.10	71.38
净资产收益率-加权(%)	14.07	18.82	27.40	3.48	41.27
资产负债率(%)	62.34	60.28	57.80	27.53	67.27
综合毛利率(%)	16.63	18.58	20.17	20.77	20.51
销售净利率(%)	4.67	7.65	8.43	8.19	6.66

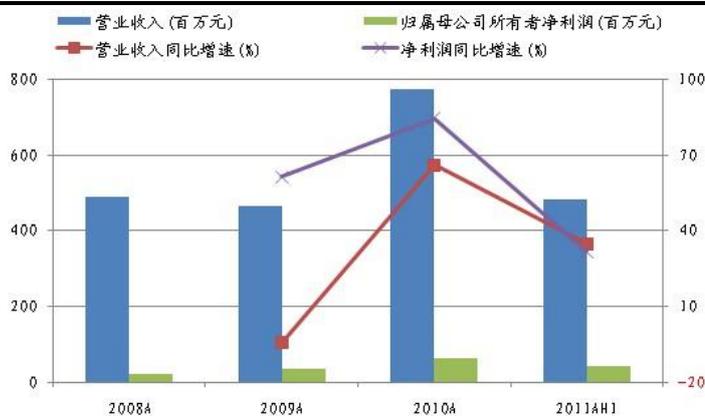
期间费用率(%)	10.28	11.25	10.63	11.07	11.82
存货周转率(次)	6.02	4.93	5.77	3.08	12.23
应收账款周转率(次)	3.86	3.46	5.48	2.83	3.77

资料来源: Wind, 中原证券

2011年上半年,公司实现营业收入4.83亿元,同比大幅增长34.84%;实现净利润3910万元,同比增长31.69%。公司营收增长的主要原因是下游市场需求旺盛,公司主营业务中的锂离子电池模组产品实现营收3.97亿元,营收占比提升至82.18%,同比大幅增长48.84%。

公司锂离子电池模组产品包括手机数码类、笔记本类和动力类,其中:手机数码类实现营收2.52亿元,同比增长33.28%,原因是下游手机需求总量增长,特别是智能手机等高端手机的普遍应用,而公司在该领域具备先发优势和苹果等优质客户资源;笔记本电脑类实现营收1.15亿元,同比大幅增长120.70%,主要原因是公司扩大了在台湾笔记本电脑市场的份额,同时公司抓住了平板电脑和电纸书等新兴市场的崛起;动力电池类实现营收3010万元,较去年同期增长17.97%,该领域中的电动自行车锂离子电池产品已得到客户认可并开始量产,有望成为新的利润增长点。

图表 15: 2008-2011 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 16: 2008-2011 年公司营收构成(按产品)



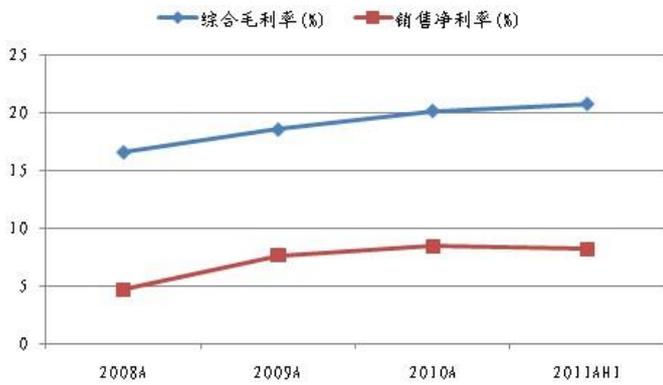
资料来源: Wind, 中原证券

公司主营产品中的结构件包括精密结构件和薄膜开关,上半年合计实现营收4510万元,同比下降10.29%,原因是公司调整发展战略,重点发展锂离子电池模组类产品所致。

3.4 盈利能力提升 产品结构逐步优化

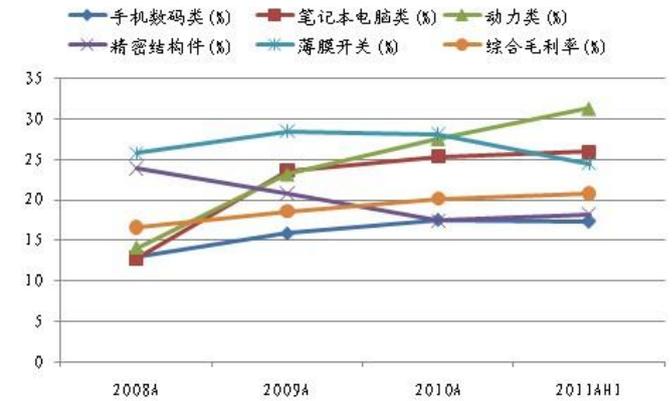
近年来,公司综合毛利率逐步提升,由2008年的16.63%提升至2010年的20.17%。公司盈利能力提升主要是公司主营产品结构逐步优化,盈利能力较强的锂离子电池模组营收占比由2008年的63.72%上升至2010年的76.13%,对应毛利率由2008年的12.96%提升至2010年的20.17%。

图表 17: 2008-2011 年公司毛利率与销售净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 18: 2008-2010 年公司毛利率(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

2011年上半年,公司主营业务毛利率为20.82%,较去年同期增长1.68个百分点。其中,锂离子电池模组中的手机数码类、笔记本电脑类和动力电池类毛利率分别为17.30%、25.97%和31.35%,较去年同期分别提升1.04、1.88和3.66个百分点,手机数码类毛利率提升的主要原因是公司产品结构在iPhone等高端智能手机中的市场份额较高,而笔记本电脑类和动力类毛利率提升是该类产品具有一定技术壁垒,且产品伸至平板电脑和电子书等;结构件中毛利率为20.45%,较去年同期下降0.47个百分点,主要是薄膜开关毛利率较去年同期下降3.37个百分点。

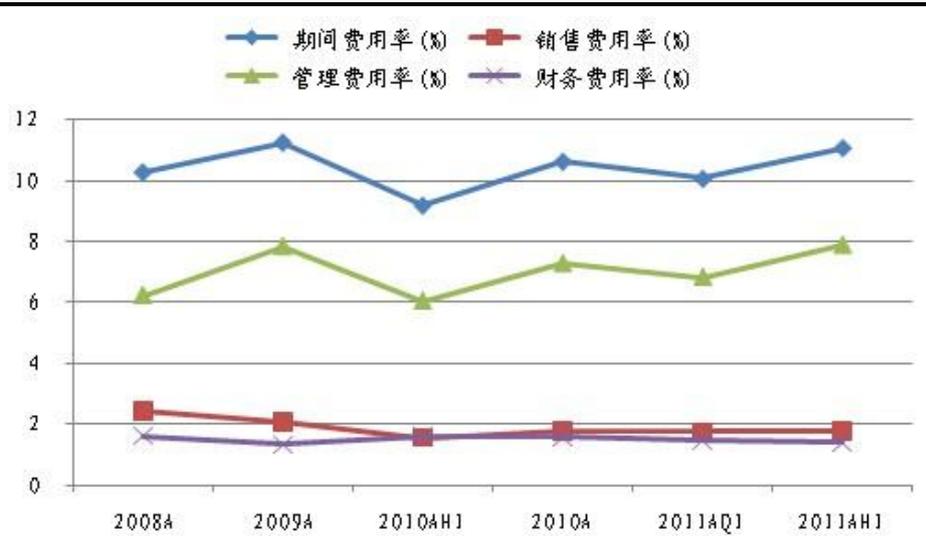
锂离子电池模组中的笔记本电脑类和动力电池类为公司重点发展方向,营收占比由2008年的2.46%增至2011年上半年的29.94%。公司将充分利用在手机手机数码类锂离子电池模组的核心竞争优势,进一步拓展和延伸至附加值更高的笔记本电脑类和动力类锂离子电池模组,同时随着募投项目产能的逐步释放,笔记本电脑类和动力电池类营收占比将进一步提高,预计未来公司毛利率稳中仍有上涨空间。

3.5 期间费用率较去年同期提升 预计下半年回落

2011年上半年,公司期间费用率为11.07%,较去年同期的9.20%增长1.87个百分点,环比2011年一季度提升1.0个百分点。公司期间费用率较去年提升的主要原因是管理费用率大幅提升1.84个百分点所致。

销售费用大幅上涨。2011年上半年,公司销售费用为862万元,同比增长54.12%,销售费用率为1.78%,较去年同期略增0.22个百分点,增长主要原因是公司加大市场业务开拓力度导致相应费用增加,其中工资支出397万元,占比46.13%,同比大幅增长63.24%。

图表 19: 2008-2011 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

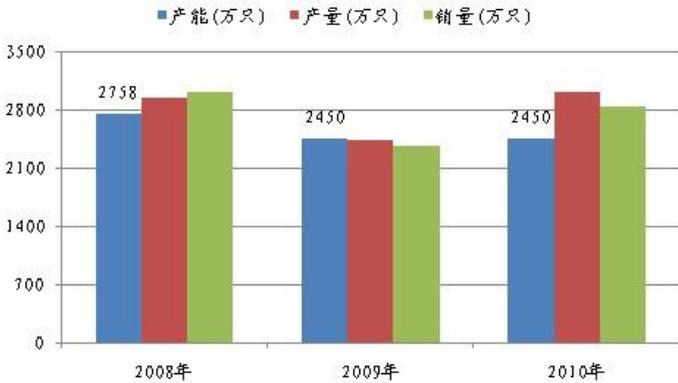
管理费用率较去年同期增长显著, 预计下半年略有下降。上半年, 公司管理费用为 3811 万元, 同比大幅增长 75.97%, 管理费用率为 7.88%, 增长主要是公司电动汽车、电动工具研究开发支出 1721 万元, 占比 45.16%, 同比增长 63.53%, 其次是部分上市路演费用计入所致。

销售费用增长, 销售费用率预计下半年下降。公司销售费用为 678 万元, 同比增长 18.08%。随着公司上市募集资金到位, 2011 年上半年公司资产负债率为 27.53%, 较 2010 年的 57.80% 下降 30.27 个百分点。

3.6 产能不足成为发展瓶颈

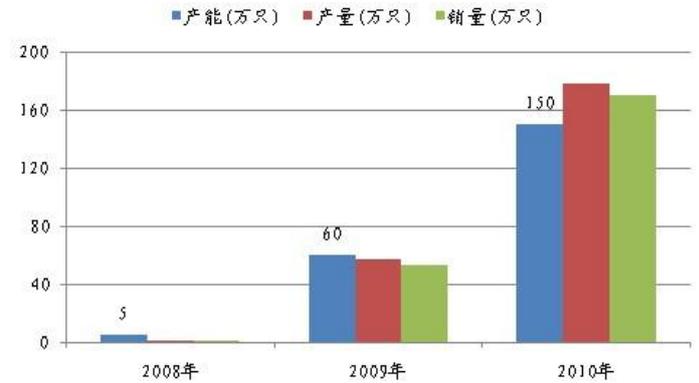
从公司主营产品产能、产量及销量情况看, 主营产品细分领域产能均不足, 成为制约公司发展的重要因素。其中, 手机数码类产能下降是由于公司将其部分产能转化为笔记本电脑类和动力类模组所致, 而笔记本电脑类和动力类模组的产能虽扩张迅速, 但相对于市场需求仍显不足。

图表 20: 手机数码类锂离子电池模组产能变化



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

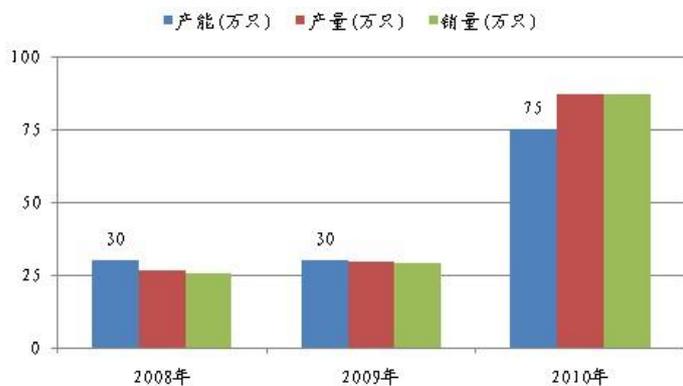
图表 21: 笔记本电脑类锂离子电池模组产能变化



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

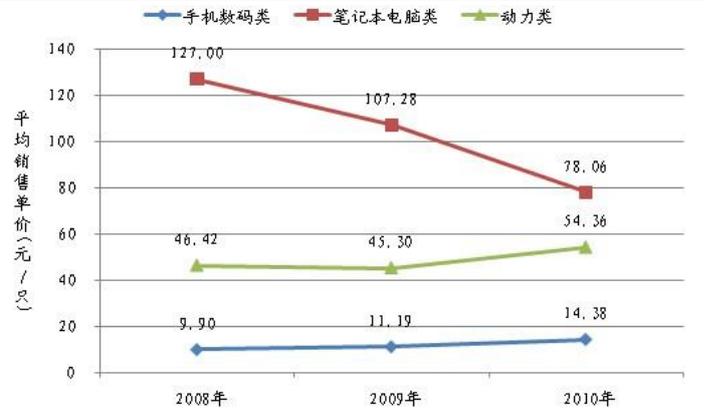
公司主要产品锂离子电池模组, 手机数码类和动力类销售单价稳中有升, 其中动力类平均销售单价同比上升20%, 其原因是公司开发的电动工具类锂离子电池模组开始进入市场, 该动力类模组具有容量大、技术含量高特点, 销售单价明显高于照明用动力类模组; 笔记本电脑类销售单价大幅下降, 其主要原因是公司在开发出笔记本电脑模组基础上, 将产品延伸至上网本、平板电脑锂离子电池模组, 而新产品销售单价低于笔记本电脑所致。

图表 22: 动力类锂离子电池模组产能变化



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 23: 公司锂离子电池模组平均销售单价



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

4. 募投项目分析

公司此次募集资金投向手机数码类锂离子电池模组技改项目、笔记本电脑锂离子电池模组技改项目、动力类锂离子电池模组技改项目和技术中心改造项目, 分别投资8110万元、8490万元、5380万元和2790万元, 四个项目投资总额为24950万元。

图表 24: 募集资金运用计划

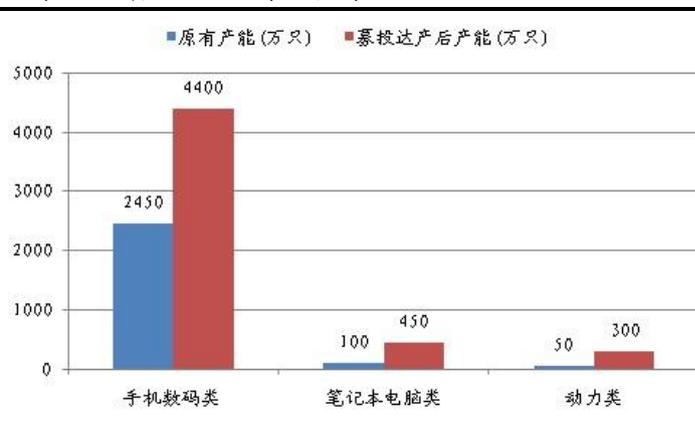
单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入		
			第一年	第二年	第三年
1	手机数码类锂电池模组技改	8110	5354	2108.4	647.7
2	笔记本电脑类锂电池模组技改	8490	4800	3071.3	618.7
3	动力类锂电池模组技改	5380	2530	2421.3	428.7
4	技术中心技改	2970	1800	1070	100
合计:		24950	14484	8671	1795

注: 第一年指从项目开始实施之日起至其后 12 个月的时间, 第二、三年依次类推
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

项目完全投产后, 公司主营业务中手机数码类、笔记本电脑类和动力类锂电池模组产能将分别由现有的2450万只/年、100万只/年和50万只/年分别增至4400万只/年、450万只/年和300万只/年, 同比分别增长79.6%、350%、500%, 有利于解决目前产能不足的瓶颈。特别地, 具有较高毛利率的笔记本电脑类和动力类锂电池模组产能扩张明显, 将进一步优化公司的产品结构, 提升公司持续成长能力和影响力。技术中心改造项目将提升公司的锂电池模组研发和设计水平。募投项目将于2011-2013年陆续投产, 产能将逐步释放。

图表 25: 募投项目达产前后产能对比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 全球经济不出现大幅下滑; 2) 锂电行业需求呈现高增长中孕育爆发的格局, 新能源汽车用锂动力电池市场需求逐步提速; 3) 公司上市募投项目进展符合预期, 产能在2011-2013年逐步释放。

预测公司2011年、2012年的每股收益分别为0.56元和0.83元, 按8月31日19.67元收

盘价计算，对应PE为35.13倍和23.82倍。目前估值相对行业水平较为合理，结合下半年将迎来小型数码产品的消费旺季，公司地位与高成长性预期，首次给予“增持”投资评级。

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：1)经济景气波动风险。公司下游客户为手机、数码、笔记本电脑等领域，下游需求与全球经济紧密相关，如全球经济二次探底，将对公司经营造成重大影响。2)客户相对集中的风险。2008-2010年，公司前5名主要客户销售额占营业收入的比例分别为47.66%、48.17%和46.48%，如五大客户出现违约或转向竞争对手，将对公司造成重大不利影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。