

行业报告：先进制造行业周报

2021年10月23日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

经济增长压力较大，聚焦新能源、半导体等高景气赛道

行业评级：增持

分析师：邹润芳
证券执业证书号：S0640521040001

研究助理：朱祖跃
证券执业证书号：S0640121070054

研究助理：孙玉浩
证券执业证书号：S0640120030010

研究助理：唐保威
证券执业证书号：S0640121040023

- **核心个股组合**：近期重点推荐**联赢激光、科创新源、杭锅股份、百利科技、至纯科技、先导智能、杭可科技、星云股份、天宜上佳、双良节能、迈为股份、协鑫能科、航锦科技**等。
- **本周专题研究**：**经济增长压力较大，聚焦新能源、半导体等高景气赛道**。9月经济数据延续回落态势，中航中国经济周期指标显示中国经济稳增长的压力进一步显现，出口增速回落至22%，消费增速回落至18%，固定资产投资和房地产开发投资增速分别回落至10%和9%，分行业看，大部分制造业行业9月增速环比8月均有显著回落(2019-2021年复合增速)。通用制造业或将持续承压，重视新能源、半导体等高景气赛道：1) 行业仍然处在估值和业绩双升的戴维斯双击阶段，电池产能缺口仍大，厂商扩产动力充足，首推**先导智能(深耕大客户，平台型布局逐步形成)、联赢激光(专注激光焊接，具备纵向一体化能力)、杭可科技(专注后道设备，有望受益于海外电池厂扩产二阶导向上)**；2) 分布式与集中式光伏共同发展、风光大基地落地，HJT电池产线效率持续创造新高，投资HJT设备、大尺寸硅片等推动产业链降本环节，首推**迈为股份、捷佳伟创、双良技能，天宜上佳**；3) ASML三季度营收环比增长30%，上调全年增速预期，新增订单62亿欧元，预示行业高景气仍将持续，半导体设备需求未来十年仍将翻倍增长，当前设备国产化率不断提高，重点推荐平台型公司和国产化率加速提高的环节，首推**北方华创、中微公司、至纯科技**。
- **重点跟踪行业**：
 - **锂电设备**，全球产能周期共振，预计2025年需求超千亿元，国内设备公司优势明显，全面看好具备技术、产品和规模优势的一二线龙头；
 - **光伏设备**，设备迭代升级推动产业链降本，HJT渗透率快速提升，大尺寸硅片也是降低成本的重要方式，看好设备和大硅片生产环节龙头；
 - **储能**，储能是构建新型电网的必备基础，政策利好落地，发电、用户侧推动行业景气度提升，看好电池、逆变器、集成等环节龙头公司；
 - **半导体设备**，预计2030年行业需求达1400亿美元，中国大陆占比提高但国产化率仍低，看好平台型公司和国产替代有望快速突破的环节；
 - **自动化**，下游应用领域广泛的工业耗材，市场规模在400亿左右，预计2026年达557亿元，看好受益于集中度提高和进口替代的行业龙头；
 - **氢能源**，绿氢符合碳中和要求，光伏和风电快速发展为光伏制氢和风电制氢奠定基础，看好具备绿氢产业链一体化优势的龙头公司；
 - **工程机械**，大宗商品价格企稳，基建回暖，行业格局触底，中长期增长空间大，看好具备产品、规模和成本优势的整机和零部件公司。

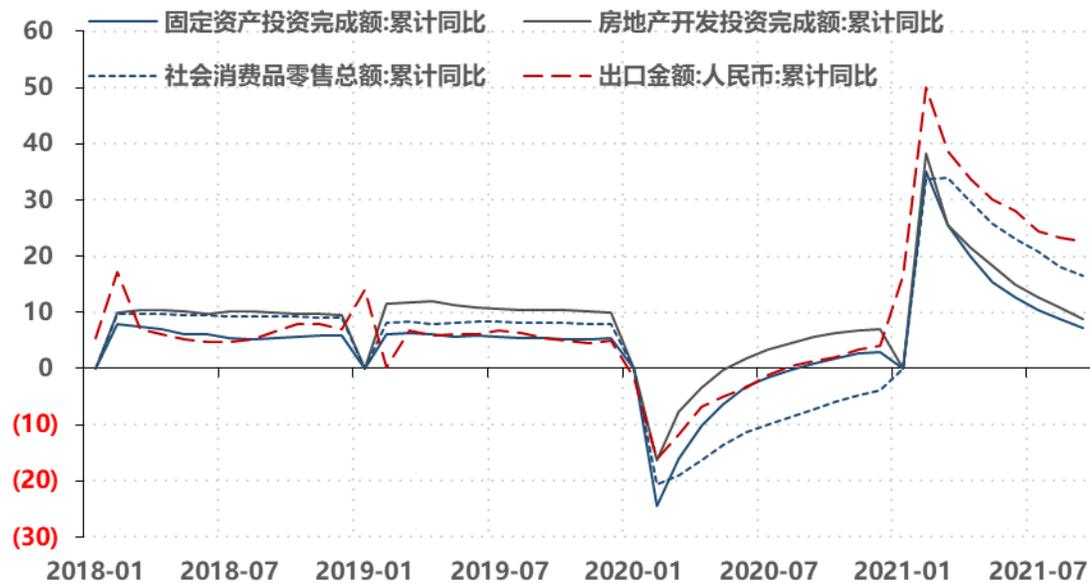
图表1：核心推荐个股组合概览(截止2021年10月22日，预测值为万得一致预期)

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润(亿元)			市盈率(X)			推荐理由
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
688518.SH	联赢激光	35.68	106.75	0.33	1.01	2.52	318.69	105.51	42.41	低估的锂电激光焊接设备龙头
300731.SZ	科创新源	30.30	37.90	0.27	0.63	1.31	138.28	60.02	28.98	储能和锂电液冷新业务放量在即
002534.SZ	杭钢股份	18.08	133.65	6.42	6.02	8.84	20.82	22.21	15.12	余热锅炉龙头，受益碳中和光热发电等
603959.SH	百利科技	18.95	92.91	-6.38	1.55	3.31	-14.56	59.94	28.07	锂电材料全流程服务商
603690.SH	至纯科技	49.33	157.12	1.20	3.25	4.33	130.41	48.27	36.28	单片设备有望持续放量
300450.SZ	先导智能	74.16	1,160.71	7.70	15.07	23.95	150.79	77.04	48.46	全球锂电设备龙头
688006.SH	杭可科技	90.40	364.39	3.14	4.60	8.07	116.22	79.18	45.17	锂电后段设备龙头
300648.SZ	星云股份	68.18	100.76	0.53	1.26	2.34	191.17	79.80	43.15	锂电储能双轮驱动
688033.SH	天宜上佳	26.30	118.02	1.20	2.20	3.47	98.35	53.64	34.00	光伏热场材料放量
600481.SH	双良节能	10.39	169.07	1.38	2.71	5.87	122.94	62.45	28.80	切入材料的单晶炉龙头
300751.SZ	迈为股份	664.33	684.94	3.24	5.75	8.12	211.67	119.16	84.39	HJT设备龙头
002015.SZ	协鑫能科	13.01	175.96	10.46	10.72	13.86	16.82	16.42	12.70	受益换电/碳交易趋势
000818.SZ	航锦科技	34.77	237.34	2.49	7.84	8.66	95.36	30.28	27.40	军工电子龙头

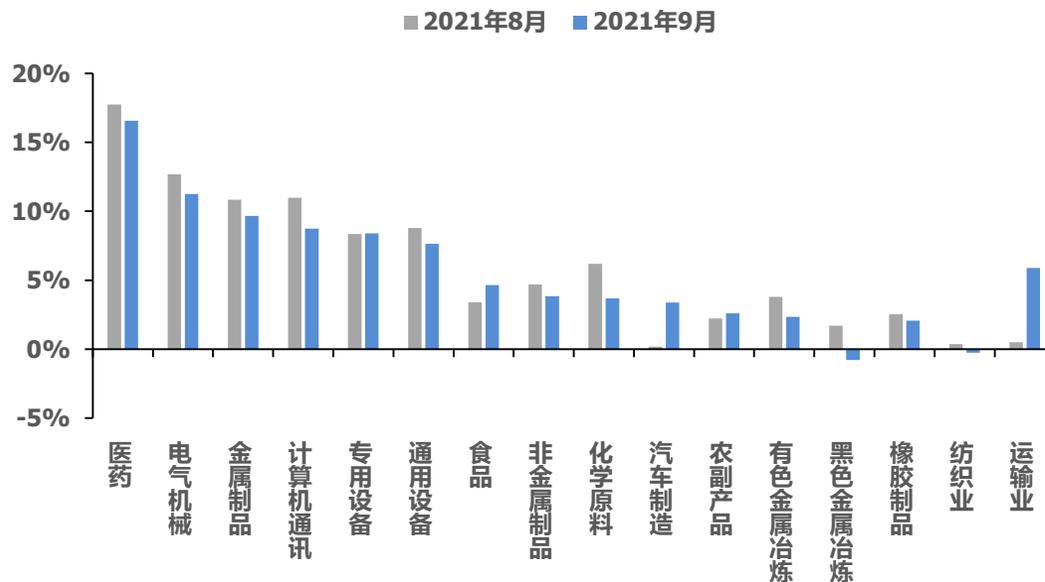
2.本周专题研究：经济增长压力加大，聚焦新能源、半导体等高景气赛道

- **聚焦高景气赛道。**9月经济数据延续回落态势，中航中国经济周期指标显示中国经济稳增长的压力进一步显现，在此背景下通用制造业或将持续承压，重视新能源、半导体等高景气赛道。
- **投资、消费、出口增速趋缓。**在经历一季度的高增速后，三驾马车的增速持续趋缓，出口金额累计增速回落至22%，社会消费品零售总额增速回落至18%，固定资产和房地产开发投资完成额增速分别回落至10%和9%。
- **制造业增速明显趋缓。**除食品、运输业、农副产品行业增速环比上升外，其他制造业工业增加值增速均呈现环比下降的态势。其中黑色金属冶炼、纺织业增速跌破0，出现负增速。增幅最大；黑色金属冶炼增速由8月1.7%下滑至-0.8%，降幅最大。

图表2：9月投资、消费、出口增速进一步趋缓



图表3：制造业生产工业增加值当月增速(相对于19年复合增速)



2.本周专题研究：锂电设备仍将处于估值和盈利双升的戴维斯双击阶段

- **三季报后估值逐步向后切换，市场重点关注锂电设备的未来增速，我们认为行业仍然处在估值和业绩双升的戴维斯双击阶段，具体原因如下：**
 - 1)大部分锂电设备公司2021年上半年新签订单接近或超过2020年全年，考虑到收入确认节奏，预计2022年锂电设备公司收入均将高速增长，同时电池厂新一轮大规模招标即将开启，预计行业2023年收入仍将高速增长；
 - 2)2025年全球19%电动率的情况下电池动态产能缺口仍大，若2025年全球电动化率超预期，有效产能紧缺的问题将进一步凸显，而从最新的电动车销量看，国内9月单月渗透率已经超过20%，因此未来3-5年整个行业高速扩产的趋势不会改变；
 - 3)此外，宁德时代巨额再融资，中航锂电/蜂巢能源等加速扩产，韩系电池厂LG新能源/SKI/三星在扩产和IPO方面均有新进展，大众等整车厂入局电池制造的趋势也越来越明显，表明行业加速扩产的动力十分充足。
- **重点推荐：锂电设备公司订单、收入有望快速增长，首推**先导智能(深耕大客户，平台型布局逐步形成)、联赢激光(专注激光焊接，具备纵向一体化能力)、杭可科技(专注后道设备，有望受益于海外电池厂扩产二阶导向上)**。**

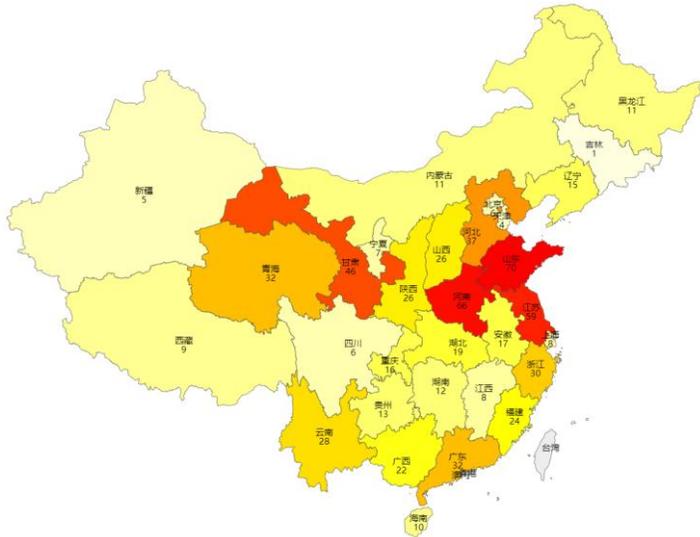
图表4：锂电设备行业部分重点公司盈利预测和订单情况(截止2021年10月22日，万得一致预期，先导订单额为不含税，其余为含税)

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润(亿元)		市盈率(X)		新签订单	
				2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021H1
300450.SZ	先导智能	74.2	1,160.7	7.7	15.1	150.8	77.0	110.6亿元	92.4亿元
688006.SH	杭可科技	90.4	364.4	3.1	4.6	116.2	79.2		
300457.SZ	赢合科技	29.1	189.3	2.1	3.1	92.2	60.7	超33亿元	超52亿元
688499.SH	利元亨	235.0	206.8		2.3		91.6		45.5亿元
688559.SH	海目星	56.4	112.9	1.0	1.5	109.8	74.3	25亿元	21.8亿元
688518.SH	联赢激光	35.7	106.8	0.3	1.0	318.7	105.5	15.1亿元	19.2亿元
688155.SH	先惠技术	115.0	87.0	1.3	1.9	69.1	46.8		
300648.SZ	星云股份	68.2	100.8	0.5	1.3	191.2	79.8		
300382.SZ	斯莱克	26.7	153.1	0.6	1.4	246.7	105.8		

2.本周专题研究：光伏下游需求向好，HJT效率持续创新高

- **分布式与集中式光伏共同发展、风光大基地落地**：6月11日，国家发展改革委指出2021年起新备案光伏和陆上风电项目平价上网，6月20日国家能源局发布通知开展整县(市、区)推进屋顶分布式光伏建设；近期国常会和《生物多样性公约》领导人峰会上提出我国将在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目，第一期装机容量约1亿千瓦的大型风电光伏基地项目已于近期有序开工。
- **HJT电池产线效率持续创造新高**：隆基的商业尺寸HJT(M6硅基异质结)太阳能电池经ISFH(德国哈梅林太阳能研究所)测试，转换效率达25.82%，再次打破世界纪录。就在今年6月，隆基曾以25.26%的转换效率创造了该电池技术的新世界纪录，短短四个月后，这一数据被隆基再次刷新。
- **投资建议**：光伏产业链的核心在于降本，而HJT渗透率的提升将推动光伏产业链的进一步降本增效，同时大尺寸硅片也是降低成本的重要方式，看好设备和大硅片生产环节龙头，首推**迈为股份、捷佳伟创、双良技能**，同时推荐**天宜上佳**。

图表5：光伏整县推进试点分布



图表6：HJT电池产线效率

HJT电池产线的效率更新

* 为ISFH标定
** 为福建质量检测中心标定

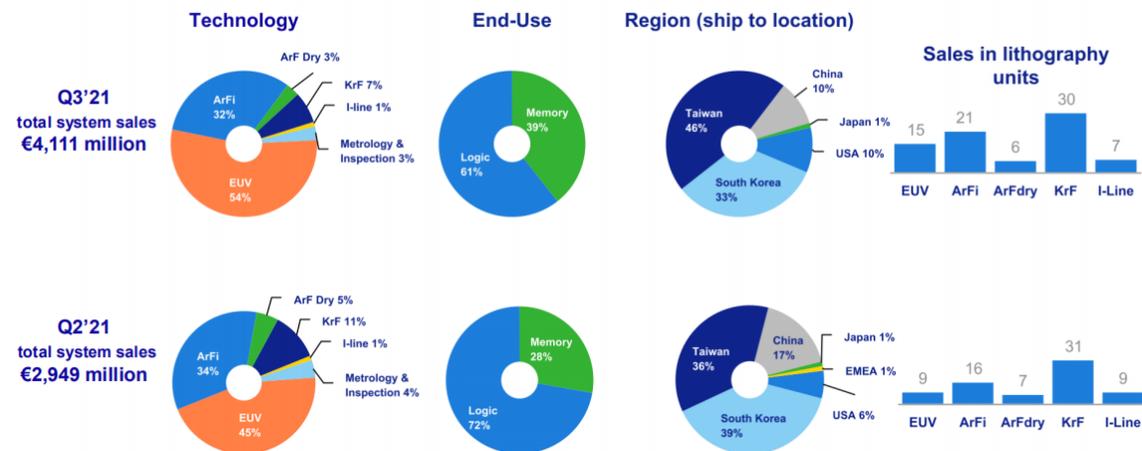
单位2019	效率(%)	Voc(mV)	Jsc (mA/cm ²)	FF(%)	双面率(%)	尺寸(cm ²)	产线平均效率	时间
华晟&迈为	25.26*	746.2	40.00	84.64	—	274.50		2021.7.9
隆基	25.26*	748.5	39.48	85.46	—	244.55		2021.6.1
华晟&迈为	25.23*	745.6	39.80	85.03	—	274.3	24.17%	2021.7.2
汉能	25.11*	747.0	39.55	84.98	—	244.45/Cz	23.5%	2019.12
迈为	25.05*	745.5	39.61	84.82	—	274.3/Cz	—	2021.5
迈为	24.61*	746.0	39.12	84.33	—	244.39/Cz	—	2021
中威	24.05*	744.6	38.60	83.67	—	244.43	24.1%	2020
上海微系统所	23.18*	739.2	38.57 (9.36A, M2)	81.3	87	242.7/Cz	—	2019
均石	24.68**	742.8	9.6445	84.21	—	—	24.1%	2020
华晟/迈为	25.36	741.0	39.90	85.77	90	274.12/Cz	24.17%	2021.5
华晟	24.73	745.2	39.28	84.50	90	274.12/Cz	24.17%	2021.4
东方日升	24.20	747.6	38.3	84.4	—	251.99/Cz	23.6%	2020
Kaneka	25.10	738.0	40.8	83.5	单面透光	151.9/Cz		2019 ⁹

2.本周专题研究：ASML三季度营收同比+32.4%，重点推荐平台型公司和国产化率加速提高的环节

- **营收环比增长30%，上调全年增速预期。** 2021Q3，ASML实现营收52.4亿欧元，同比+32.4%，环比+30.4%，净利润17.4亿欧元，同比+63.8%，环比+67.6%；毛利率为51.7%，同比+4.2pcts，环比+0.8pct；2021年全年营收预期增速为35%，较一季度上调5%。
- **新增订单62亿欧元，逻辑占比进一步提升。** 2021Q3，逻辑需求占比61%，环比-11pcts，存储需求占比39%，环比+11pcts；来自中国大陆、中国台湾、韩国收入占比分别为46%、10%、33%；Q3新订单62亿欧元，逻辑客户占比84%，其中29亿欧元来自EUV，虽然环比Q2下降，但仍创历史次高纪录，预计在台积电、三星、英特尔、美光等半导体厂商巨额资本开支的推动下，半导体设备需求呈上行趋势。
- **投资建议：**根据AMAT业绩会议，预计2030年半导体产业规模将达到万亿美元，即使按照目前14%的资本密集度，设备需求将达到1400亿美元，而2020年为612亿美元。目前设备国产化率不断提高，重点推荐平台型公司和国产化率加速提高的环节，首推**北方华创、中微公司、至纯科技。**

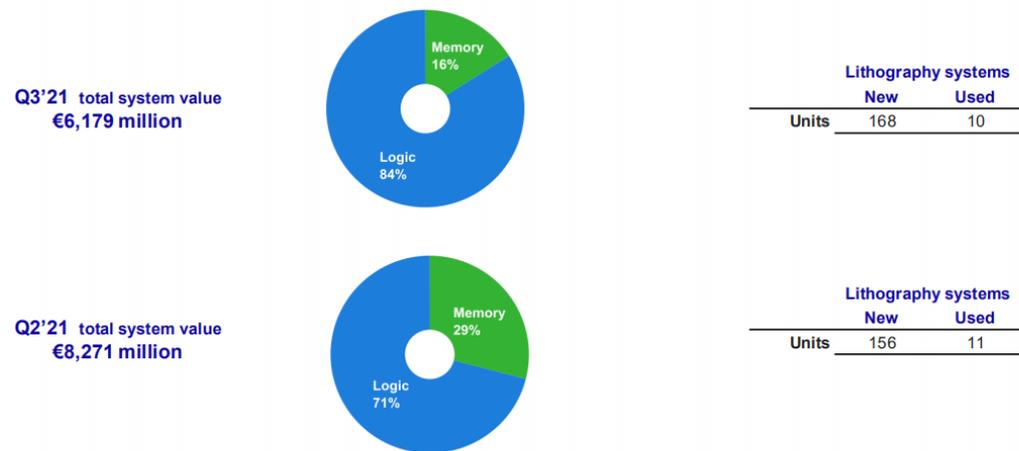
图表7：ASML收入结构

Net system sales breakdown (Quarterly)



图表8：ASML光刻机订单结构

Litho systems bookings activity by End-use



Our systems net bookings include all system sales orders for which written authorizations have been accepted (for EUV excluding the EUV 0.55 NA (High-NA) systems).

3.重点跟踪行业：光伏、储能、锂电

- **光伏**：1) HJT多项目落地，光伏设备企业技术持续突破，需求与技术共振，推动光伏产业高景气增长。**建议关注：迈为股份、捷佳伟创。** 2) 2021年1-7月硅料扩产达164.5万吨，投资金额超1050亿；硅棒硅片扩产267GW，投资金额超455亿。我们认为硅料价格高企下大尺寸硅片具备毛利优势，推荐关注因扩产而受益的设备供应商及大尺寸硅片生产环节。**建议关注：双良节能。**
- **储能**：发电侧和用户侧储能均迎来重磅政策利好，推动储能全面发展。1) 发电侧：8月10日，《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》出台，首次提出市场化并网，超过保障性并网以外的规模按15%的挂钩比例（4小时以上）配建调峰能力，按照20%以上挂钩比例进行配建的优先并网，抽水蓄能、电化学储能都被认定为调峰资源，为发电侧储能打开。2) 用户侧全面推行分时电价，峰谷价差达3到4倍，进一步推动用户侧储能发展。**星云股份**是国内领先的以锂电池检测系统为核心的智能制造解决方案供应商，与锂电池、储能行业头部企业进行战略合作并推广储充检一体化储能电站系列产品。**科创新源**通过液冷板切入新能源汽车和储能赛道，已进入宁德时代供应商体系，随着下游需求不断提升，未来有望放量增长。
- **锂电设备**：1) 国内外政策双击，锂电设备需求量进一步攀升。8月5日，美国拜登总统签署行政命令，设定了2030年零排放汽车销量占新车总销量50%的目标。叠加国内7月政治局会议提出支持新能源汽车加快发展，赛道高景气度进一步确认，大幅上调锂电设备预计需求量。终端需求旺盛，主流电池厂纷纷成功融资以及车厂定点订单，驱动电池厂扩产显著加速，宁德时代、三星SDI、SKI等国内外电池厂扩产取得较大进展，行业景气加速上行。2) CATL再融资582亿元，有利于其维持较高的资本开支强度，加速扩产规划的落地，拉动其核心设备供应商订单快速增长。同时，CATL快速扩产进一步拉动行业景气上行，进一步确立锂电设备卖方市场的形成。我们判断绑定头部电池厂，具备技术和产品优势的锂电设备龙头公司将占据更大市场份额：1)规模优势，锂电设备龙头公司能够实现大批量、快速交付，以满足客户需求；2)设备的客户粘性较强；3)电池技术迭代，跟随客户进行产品升级。**建议关注：先导智能、杭可科技、联赢激光、海目星、利元亨、先惠技术、斯莱克等。**

3.重点跟踪行业：工程机械、半导体设备、自动化、碳中和、氢能源

- **工程机械**：下半年专项债预期加快发行，上游大宗商品价格企稳，基建项目陆续开工，工程机械板块迎来暖风，此前已经过大幅调整，目前处于价值投资区间。行业格局触底向好，龙头地位更加稳固，中长期有较好成长空间。**推荐关注：三一重工、恒立液压、中联重科等。**
- **半导体设备**：全球半导体设备市场未来十年翻倍增长，国产替代是一个长期、持续、必然的趋势：1) 根据AMAT业绩会议，预计2030年半导体产业规模将达到万亿美元，即使按照目前14%的资本密集度，设备需求将达到1400亿美元，而2020年为612亿美元。2) 2020年，中国大陆首次成为全球半导体设备最大市场。2021Q1，中国大陆出货额为59.6亿美元，环比增长19%，同比增长70%，仅次于韩国。3) 在瓦森纳体系下，中国半导体设备与材料的安全性亟待提升，而国产化率水平目前仍低。**建议关注：中微公司、北方华创、华峰测控、长川科技、精测电子、芯源微、万业企业、至纯科技等。**
- **自动化**：刀具是“工业牙齿”，其性能直接影响工件质量和生产效率。我国刀具市场规模在400亿元左右，预计到2026年市场规模将达到557亿元。该市场竞争格局分散，CR5不足10%；且有超1/3市场被国外品牌占据。刀具属于工业耗材，下游应用领域广泛，存量的市场需求比较稳定，伴随行业集中度提高和进口环节替代，头部企业有望迎来高速增长机遇。**建议关注华锐精密、欧科亿。**
- **碳中和**：1) 换电领域千亿市场规模正在形成；2) 全国碳交易系统上线在即，碳交易市场有望量价齐升。**建议关注移动换电及碳交易受益标的——协鑫能科**，公司拥有低电价成本，切入移动能源领域具备优势；坐拥2000万碳资产，碳交易有望带来新的业绩增长。
- **氢能源**：绿氢符合碳中和要求，随着光伏和风电快速发展，看好光伏制氢和风电制氢。**建议关注：隆基股份、阳明智能、亿华通等。**

4.高频数据扫描

	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
宏观数据	名义GDP(当季)	2021-09	290964	282857	亿元	9.3%	13.1	2.9
	PMI	2021-09	49.6	50.1	%	-1.9pcts	-0.9pcts	-0.5pcts
	社会融资规模存量	2021-09	308	305	万亿元	10.0%	10.3%	0.9%
	工业企业利润总额	2021-08	56051	49240	亿元	49.5%	57.3%	16.7%
	固定资产累计投资完成额	2021-09	397827	346913	亿元	7.3%	8.9%	14.7%
	房屋累计新开工面积	2021-09	152944	135502	万平方米	-4.5%	-3.2%	12.9%
	房屋累计竣工面积	2021-09	51013	46739	万平方米	23.4%	26.0%	9.1%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
通用自动化	工业机器人产量	2021-09	29006	32828	台/套	19.5%	57.4%	-11.6%
	金属切削机床产量	2021-09	4.8	4.8	万台	23.1%	27.5%	-4.0%
	注塑机进口数量	2021-08	484	579	台	2.1%	32.8%	-16.4%
	日本机床：出口至中国	2021-08	239	303	亿日元	40.4%	64.0%	-21.1%
	日本工业机器人订单	2021-08	574	576	亿日元	31.6%	30.8%	-0.4%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
工程机械	挖掘机总销量	2021-09	20085	18075	台	-22.9%	-13.7%	11.1%
	挖掘机出口销量	2021-09	6151	5726	台	79.0%	100.0%	7.4%
	挖掘机开工小时数	2021-09	102.2	106	小时	-17.9%	-18.5%	-3.6%
	叉车销量-内销	2021-08	90006	86111	台	31.6%	40.0%	4.5%
	叉车销量-外销	2021-08	8491	7979	台	78.4%	56.7%	6.4%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
锂电	新能源汽车产量	2021-09	36.2	33	万辆	141.3%	151.9%	9.7%
	新能源汽车销量	2021-09	35.7	32.1	万辆	159.1%	193.6%	11.4%
	动力电池装机量	2021-09	15.69	12.56	GWh	138.6%	144.9%	25.0%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
光伏	光伏电池产量	2021-09	21.2	19.2	吉瓦时	37.8%	41.0%	10.4%
	电池片价格指数	2021-09	25.3	20.3	点	47.2%	21.0%	24.9%
	太阳能电池现货价	2021-09	0.1	0.1	美元/瓦	39.8%	39.8%	0.4%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
半导体	全球半导体销售额	2021-08	471.8	454.4	亿美元	29.7%	29.0%	3.8%
	北美半导体设备出货额	2021-09	37.2	36.6	亿美元	35.5%	37.8%	1.7%
	日本半导体设备出货额	2021-08	2457	2407	亿日元	30.4%	28.1%	2.1%
	指标	时间	当期值	上期值	单位	本期同比	上期同比	环比
原材料成本	LME铜现货价格	2021-09	9324	9357	美元/吨	38.9%	44.0%	-0.4%
	原油WTI现货价格	2021-09	71.4	67.7	美元/桶	80.3%	59.7%	5.5%
	钢材价格指数：螺纹钢	2021-09	5524	5307	元/吨	52.0%	39.8%	4.1%
	中国铁矿石价格指数CIOPI	2021-09	462	583	点	4.3%	35.0%	-20.9%
	集装箱CCFI综合运价指数	2021-09	3174	3028	点	224.7%	242.5%	4.8%

- 新技术开发不及预期
- 海外市场拓展不及预期
- 海外复苏不及预期、国内需求不及预期
- 原材料价格波动
- 零部件供应受阻
- 产品和技术迭代升级不及预期
- 客户扩产不及预期
- HJT技术进展不及预期。



邹润芳

中航证券总经理助理兼研究所所长
先后在光大、中国银河、安信证券负责机械军工行业研究，在天风证券负责整个先进制造业多个行业小组的研究。作为核心成员五次获得东方财富最佳分析师机械（军工）第一名、上证报和金牛奖等多次第一。在先进制造业和科技行业有较深的理解和产业资源积淀，并曾受聘为多家国有大型金融机构和上市公司的顾问与外部专家。团队擅长自上而下的产业链研究和资源整合。
SAC:S0640521040001



孙玉浩, CFA

先进制造业研究员
英国约克大学金融学硕士，工学硕士，航空工业集团某研究所工作经验，2020年3月加入中航证券研究所，覆盖轨交、军民融合、氢能行业。
SAC:S0640120030010



朱祖跃:

先进制造 研究员(手机/微信:18018591253)
厦门大学经济学学士，复旦大学经济学硕士。曾就职于中银证券研究所，2021年7月加入中航证券研究所，深度覆盖锂电设备、半导体设备，持续挖掘新能源和半导体板块的投资机会。
SAC: S0640121070054



唐保威

先进制造业研究员 (手机/微信: 18017096787)
浙江大学工学硕士，CPA，2021年4月加入中航证券研究所，覆盖光伏设备、自动化行业。
SAC:S0640121040023

我们设定的上市公司投资评级如下：

**买入
持有
卖出**

- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

**增持
中性
减持**

- ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。