

高测股份 (688556)

公司研究/动态报告

专注硬脆材料切割，多成长曲线共舞

—高测股份 (688556) 覆盖报告

动态研究报告/机械

2021年11月15日

报告摘要:

● 优质高硬脆材料切割设备/耗材供应商，业绩稳健增长

公司成立于2006年，全名为青岛高测科技股份有限公司，成立初期公司主营业务为轮胎断面切割应用技术及产品研发，于2015年正式进军光伏领域。目前公司产品主要应用于光伏行业硅片制造环节。

● 公司业务布局完备，产能建设逐步推进

公司加快创新业务领域拓展，实现量级突破，持续发挥“多场景硬脆材料切割”协同优势，加快技术与产品创新，加快半导体行业、蓝宝石行业、磁性材料行业市场化布局，在创新业务领域，发挥公司“多场景硬脆材料切割”协同优势。

公司切片产能建设持续推进，预计公司在2021/2022/2023年末累计切片产能将分别达到5GW/16GW/35GW，随着产能建设的持续推进和下游光伏行业的快速发展，公司切片业务市占率有望继续提升。

● 光伏业务占主导地位，主营业务稳定上升

公司目前的主营业务为切割装备与切割耗材，同属于光伏行业。2018-2020年，公司在光伏行业合计营收为5.64、6.69与6.89亿元，分别占总营收的92.92%、93.70%和92.36%。

● 盈利预测

预计公司2021-2023年公司的营业收入分别为15.30亿元、25.65亿元、36.24亿元，同比增速分别为105%、68%、41%，实现归母净利润分别为1.57亿元、3.20亿元、5.12亿元，同比增速分别为167%、104%、60%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示:

可再生能源或光伏行业政策变化风险；技术升级迭代及产品研发失败风险；新业务拓展不利的风险。

推荐

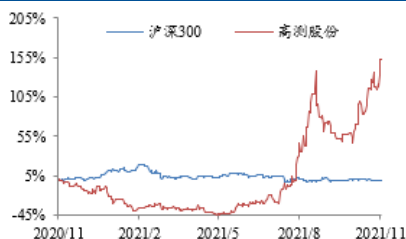
首次评级

当前价格: 78.94元

交易数据 2021-11-12

近12个月最高/最低(元)	78.94/17.4
总股本(百万股)	162
流通股本(百万股)	110
流通股比例(%)	68.23
总市值(亿元)	128
流通市值(亿元)	87

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 邓永康

执业证号: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	746	1,530	2,565	3,624
增长率(%)	4.5	105.0	67.7	41.3
归属母公司股东净利润(百万元)	59	157	320	512
增长率(%)	83.8	166.5	104.0	59.9
每股收益(元)	0.43	0.97	1.98	3.16
PE(现价)	183.6	81.4	39.9	25.0
PB	13.0	11.4	8.9	6.6

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

目录

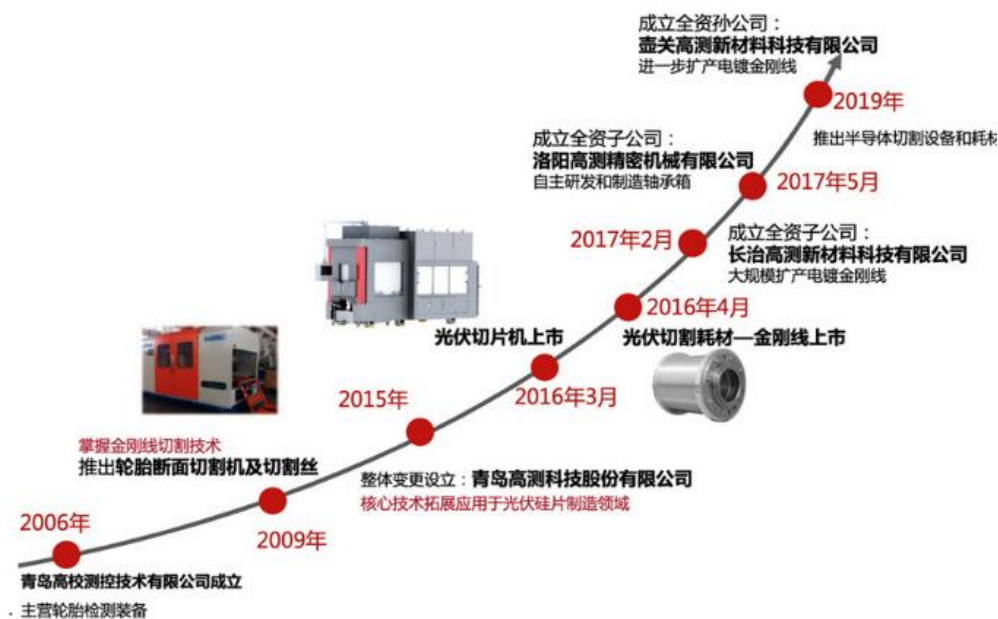
1	优质高硬脆材料切割设备/耗材供应商，业绩稳健增长	3
1.1	公司简介	3
1.2	股权结构	4
1.3	财务指标	5
1.4	主营业务	5
1.5	股权激励	5
2	碳中和目标下，行业需求和竞争格局良好	6
3	强化核心竞争力，多曲线成长可期	9
4	经营与盈利预测	11
5	风险提示	13

1 优质高硬脆材料切割设备/耗材供应商，业绩稳健增长

1.1 公司简介

公司成立于 2006 年，全名为青岛高测科技股份有限公司，成立初期公司主营业务为轮胎断面切割应用技术及产品研发，于 2015 年正式进军光伏领域。目前公司产品主要应用于光伏行业硅片制造环节。基于自主研发的核心技术，公司正在持续研发新品，推进金刚线切割技术在光伏硅材料、半导体硅材料、蓝宝石材料、磁性材料等更多高硬脆材料加工领域的产业化应用。助力客户降低生产成本、提高生产效率、提升产品质量。公司依托持续的研发投入和技术创新，产品类型不断丰富、产品性能不断提升，产品质量及技术性能已居于行业先进水平。目前，公司在产品质量、专业技术及服务响应方面得到客户广泛认可，并已与隆基股份、中环股份、保利协鑫、晶科能源、晶澳集团、天合光能、阳光能源、环太集团、东方希望等光伏行业领先企业建立了长期稳定的合作关系。

图1: 公司发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司业务布局完备，产能建设逐步推进。目前公司旗下子公司共有四家，总员工数约 1400 人，其中青岛总部现有 650 人左右；长治高测新材料科技有限公司现有 200 余人，是公司的金刚线主要制造基地；壶关高测新材料科技有限公司为母公司金刚线第二制造基地，现有员工近 300 人；洛阳高测精密机械有限公司主要负责轴承的研发与制造，现有员工 50 余人；乐山高测新能源科技有限公司主要负责光伏大硅片的研发，目前产能处于爬坡阶段，现有员工 200 余人。目前在建项目有乐山高测 6GW 切片和 12GW 机加项目、盐城高测 5GW 切片项目。

图2: 长治高测新材料科技有限公司



资料来源: 公司资料, 民生证券研究院

图3: 乐山高测新能源科技有限公司

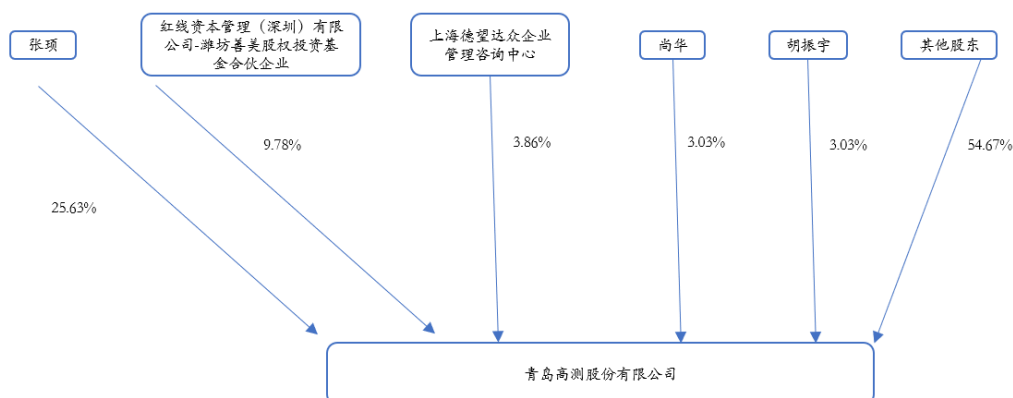


资料来源: 公司资料, 民生证券研究院

1.2 股权结构

截止至 2021 年三季度, 公司前十大控股股东持股占比为 55.59%。其中实际控制人与最终受益人张项持股 25.63%, 与去年年报披露的数据相比没有发生变化; 上海德望达众企业管理咨询中心持股占比相比去年减少 1.25%。前十大股东人选与去年相比发生变更, 新进股东分别是前海开源公用事业行业股票型证券投资基金、广发科技创新混合型证券投资基金、张洪国和青岛劲邦劲诚创业投资合伙企业, 持股数量占总股本比例分别为 2.28%, 1.84%, 1.81%和 1.69%。

图4: 公司股权结构

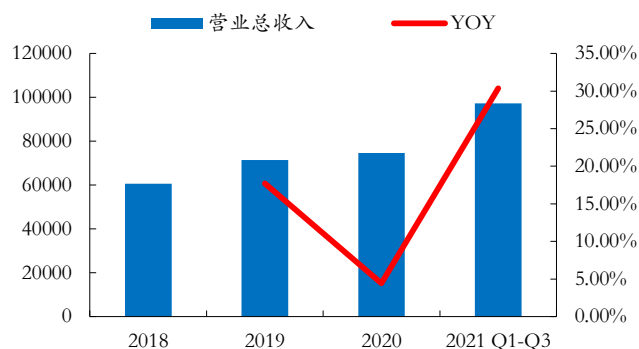


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 财务指标

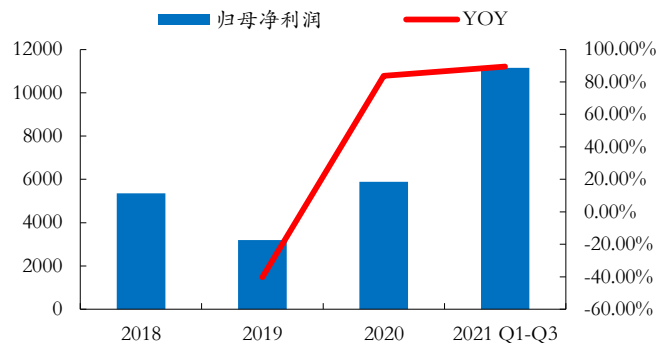
公司业绩进入快速发展期。2021 年前三季度，公司实现营收 9.73 亿元，与去年同期相比增长 92%；归母净利润达到 1.12 亿元，与去年同期相比增长 177%。近年来公司业绩维持较快增长，2015-2020 年营收和净利润 CAGR 分别为 63% 和 69%。

图5：2018-2021 年公司营收（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2018-2021 年公司归母净利润（单位：万元）

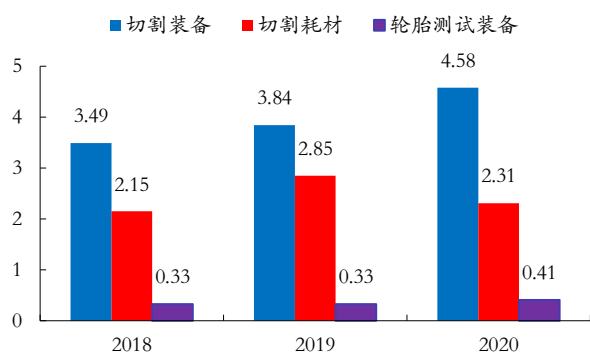


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4 主营业务

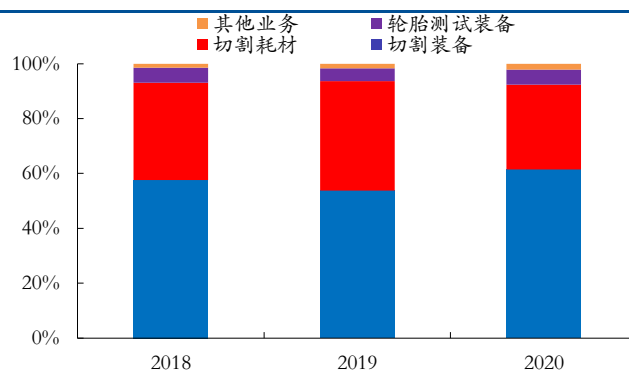
光伏业务占主导地位，主营业务稳定上升。公司目前的主营业务为切割装备与切割耗材，同属于光伏行业。2018-2020 年，公司在光伏行业合计营收为 5.64、6.69 与 6.89 亿元，分别占总营收的 92.92%，93.70% 和 92.36%。

图7：2018-2020 年公司主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：2018-2020 年公司主营收入占比



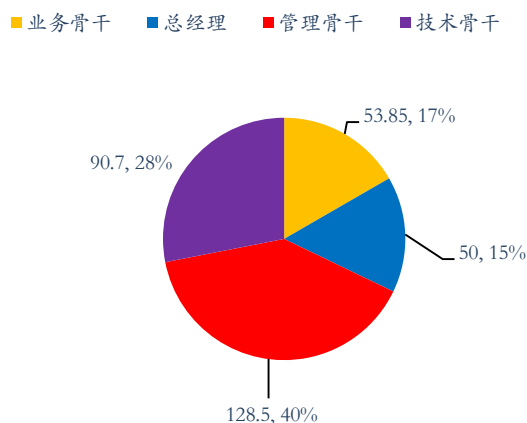
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.5 股权激励

滚动多次股权激励，助推公司发展。公司对各部门骨干采取每两年一期、多次滚动的股权激励制度。总共用于股权激励的股本数为 323.1 万股，占总股本的 2%，其中业务骨干 53.85 万股、

总经理 50 万股、技术骨干 90.7 万股、管理骨干 128.5 万股。

图9: 公司股权激励数量及占比 (单位: 万股)



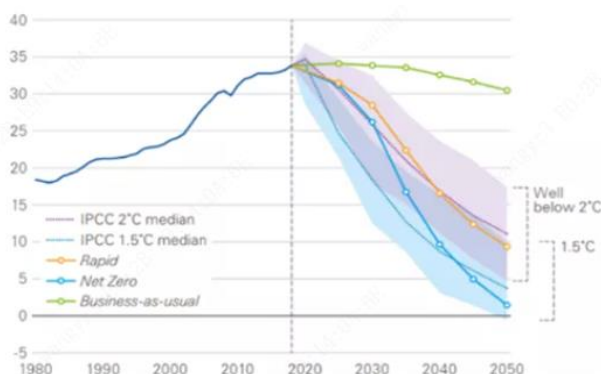
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 碳中和目标下, 行业需求和竞争格局良好

《巴黎协定》指出碳减排长期目标, 预计 2050-2070 年实现全球碳中和。“碳达峰”指某地区或行业二氧化碳排放量达到历史最高值, 然后经历平台期进入持续下降的过程, 是二氧化碳排放量由增转降的历史拐点。“碳中和”是指地球上产生的二氧化碳的排放量与碳汇等形式的吸收量完全抵消, 使全球整体的二氧化碳总量达到平衡不增加的状态。《巴黎协定》指出碳减排长期目标是全球升温控制在 2°C 以内, 并寻求将气温升幅进一步限制在 1.5°C 以内, 参考 BP 展望, 预计全球将在 2023 年左右实现碳达峰, 在 2050-2070 年实现碳中和。

各国积极响应, 碳中和成全球命题。在主要大国的带领下, 各国均响应碳减排号召, 越来越多的国家公布了明确的减排目标和实现时间; 其中乌拉圭、芬兰、奥地利、冰岛走在前列, 计划在 2030-2040 年实现碳中和, 德国、日韩、南非等相对发达国家以 2050 年实现碳中和为目标。

图10: 《巴黎协定》升温控制下的碳排放预测 (Gt CO₂)

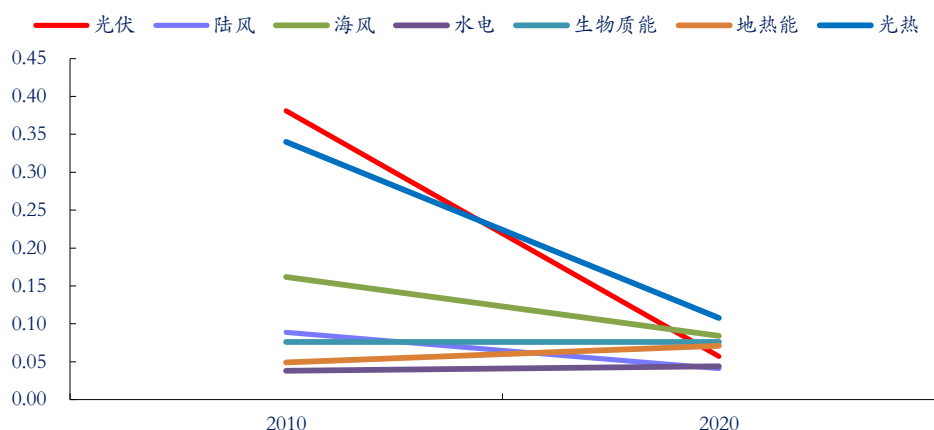


资料来源: 《巴黎协定》, IEA, 民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

风电光伏等新能源发电成本快速下降，经济性大幅提升。据 IRENA 统计，过去十年，受政策支持与产业发展推动，以太阳能和风能为代表的可再生能源发电价格逐步降到了与化石燃料相当的水平，可再生能源在电力系统中的装机规模越来越大。其中光伏装机成本从 2010 年的 4731 美元/kW 降至 2020 年的 883 美元/kW，降幅达 81%；新投产项目的 LCOE 从 0.381 美元/千瓦时降至 0.057 美元/千瓦时，降幅达 85%；装机规模从 178GW 上升到 699GW。

图11: 过去十年度电成本变化趋势 (LCOE, \$/KWh)

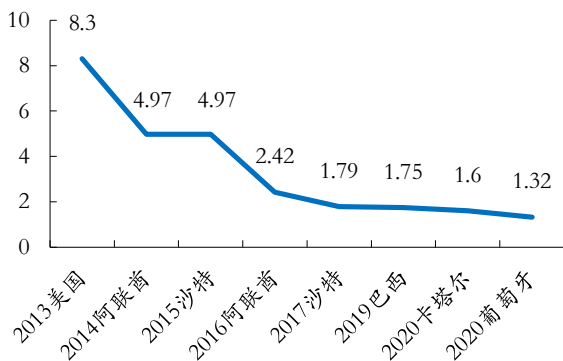


资料来源: IRENA, 民生证券研究院

海外市场: 可再生能源发展成全球共识, 装机增长确定性强。2020 年 9 月 17 日, 欧盟宣布将 2030 年可再生能源占比目标从 32% 以上提升至 38%-40%; 由于在减排目标的倒逼下, 未来欧洲碳减排目标或提升至 60%。美国方面, 拜登计划对气候和环境投资 2 万亿美元, 确保美国实现 100% 清洁能源经济、2050 年之前达到“净零排放”, 并重新加入《巴黎气候协定》。

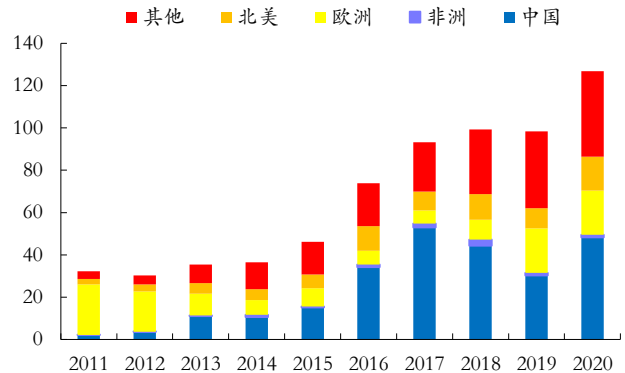
度电成本大幅下降, 海外光伏去中心强化需求增长确定性。据 IRENA 统计, 在过去十年间 (2010-2019) 太阳能光伏发电成本下降了 82%。据 CPIA 统计, 2020 年光伏项目招标最低价已低至 1.32 美分/kWh。成本大幅下滑叠加能源转型诉求; 2017、2018 年全球 GW 级市场 (国家或地区) 分别为 9 个和 11 个, 2019 年上升至 13 个, 越来越多国家和地区的光伏需求大幅提升。

图12: 2013-2020 年光伏项目招标最低价 (美分/kWh)



资料来源: IRENA, 民生证券研究院

图13: 2011-2020 年海外光伏装机情况 (GW)



资料来源: IRENA, 民生证券研究院

公司是国内领先的高硬脆材料切割设备和切割耗材供应商, 主要从事高硬脆材料切割设备和切割耗材的研发、生产和销售, 能够提供集成了“切割装备、切割耗材、切割工艺”的系统切割解决方案。主要应用于光伏行业硅片制造环节;

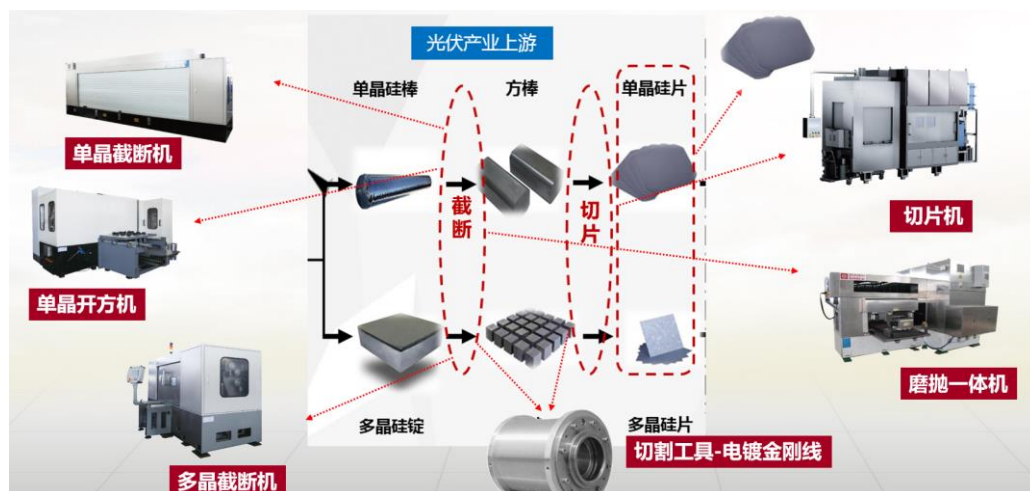
图14: 公司主要业务领域



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司市占率有望持续提升。从竞争格局来看, 目前光伏切割设备的主要供应商高测股份、上机数控、连城数控, 根据 CPIA, 国产光伏切割设备凭借优异的产品性能和综合性价比, 市场份额逐步提升, 目前已占据行业主导地位。国产金刚线多线切割机切割线速度由 2016 年 1500 米/分钟提升至 2020 年 2400 米/分钟, 装载硅棒棒长由 2016 年 650mm 提升至 2020 年 830mm-850mm, 硅棒切片工艺耗时由 2016 年 2.5 小时大幅下降为 2020 年 60-70 分钟, 极大地助力光伏企业降低了生产成本、降低了固定资产投资成本、提高了生产效率。此外, 2020 年, 企业开发并出货针对 G12 大尺寸的专用金刚线切片设备, 具备高线速、高承载、高精度的切割能力。未来多线切割机的发展方向是高线速、小轴距, 使用线径更小的金刚线(目前 40-60um)等。随着公司产能布局及系统解决方案提供能力等进一步完善, 市占率有望持续提升。

图15: 公司已形成一体化协同解决方案

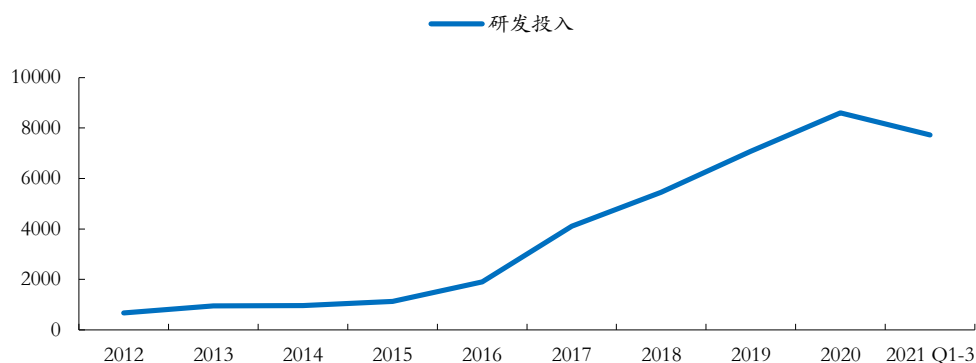


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 强化核心竞争力, 多曲线成长可期

加大研发投入, 促进项目间协同作用。公司研发项目主要分为新产品研发、产品升级和产品优化等三类, 研发工作采用“切割设备研发团队+金刚线研发团队+专业测试团队+技术平台团队”的联合协作模式。公司现有的研发模式在保证各研发项目的方向性和专业性的同时, 促进了切割设备研发、切割耗材研发、切割工艺研发之间的互相协作配合, 从而保障了公司研发项目的高创新、高技术、高质量及高效率。公司坚持技术驱动, 产品创新, 持续高强度研发投入, 强化“装备+工艺+工具”的核心竞争力, 在光伏硅材料切割领域, 保持技术与产品领先优势, 为客户提供高价值产品, 继续扩大光伏切割设备及切割耗材的市场影响力和市场份额, 保持业绩快速增长。2021年Q1-3, 公司研发费用达到7721万元, 占报告期营业收入的8%; 新取得发明专利1项, 实用新型专利37项、外观设计专利1项。

图16: 公司研发投入 (单位: 万元)

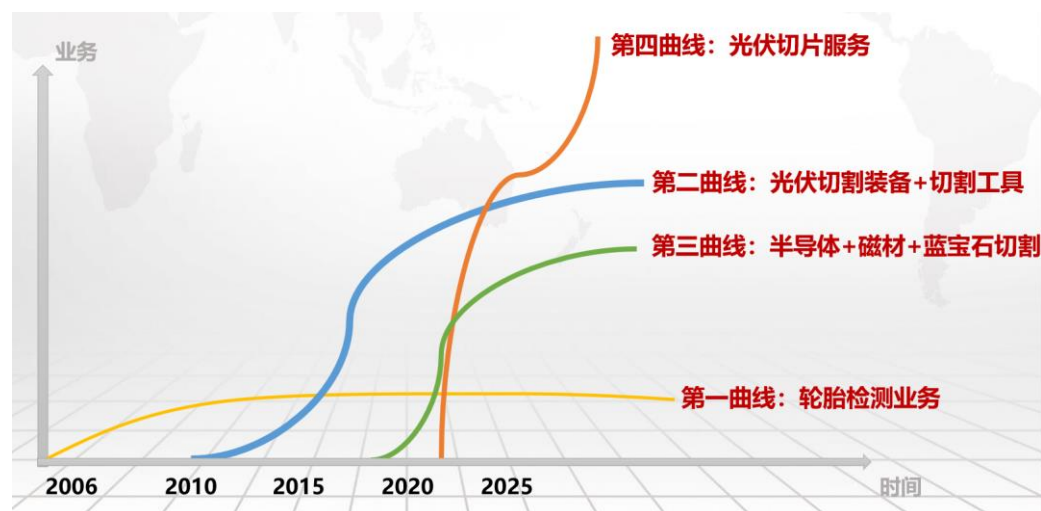


资料来源: Wind, 民生证券研究院

切片产能建设持续推进。根据公司公告,公司于2021年2月披露了乐山大硅片研发基地及智能制造示范工厂项目,预计在2021年底5GW产能实现满产,目前进展顺利。此外,公司拟扩产30GW硅片产能,一是乐山京运通20GW光伏大硅片及配套项目,项目一期拟建设6GW光伏硅片的切片产能,计划于2022Q2投产;项目二期拟建设14GW光伏硅片的切片产能,将择机启动;二是江苏建湖10GW单晶硅片项目,分两期建设,每期周期计划约12个月,第一期5GW预计将在2022Q2实现产能落地。预计公司在2021/2022/2023年末累计切片产能将分别达到5GW/16GW/35GW,随着产能建设的持续推进和下游光伏行业的快速发展,公司切片业务市占率有望继续提升。

加快创新业务领域拓展,实现量级突破。公司持续发挥“多场景硬脆材料切割”协同优势,加快技术与产品创新,加快半导体行业、蓝宝石行业、磁性材料行业市场化布局,在创新业务领域,发挥公司“多场景硬脆材料切割”协同优势,加快技术与产品创新,加快半导体行业、蓝宝石行业、磁性材料行业市场化布局,在创新业务领域,2021年实现量级突破。

图17: 公司多成长曲线协同发展



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 经营与盈利预测

经营假设：

切割装备方面：公司在切割装备领域市占率较高，且不断推进与下游光伏客户的深度配套，随着光伏产业持续高景气，预计2021-2023年销量分别为862/1293/1681台，单价分别为106/98/89万元，实现营收分别为9.16、12.64、15.11亿元。

金刚线方面：公司已逐步形成和切割装备的交叉销售，随着光伏产业持续高景气，预计2021-2023年销量分别为874/1247/1485公里，单价分别为40/38/36万元，实现营收分别为3.48、4.72、5.34亿元。

切片方面：随着公司切片产能扩张，公司切片业务快速发展，预计2021-2023年分别实现营收分别为1.95、7.41、14.67亿元。

表1: 高测股份经营假设

合计	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	714	746	1530	2565	3624
YOY	18%	4%	105%	68%	41%
毛利率	36%	35%	33%	32%	31%
切割装备	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	384	458	916	1,264	1,511
YOY	-	19%	100%	38%	20%
毛利率	36%	37%	36%	34%	33%
金刚线	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	285	231	348	472	534
YOY	-	-19%	51%	36%	13%
毛利率	32%	33%	30%	30%	30%

切片	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	-	-	195	741	1,467
YOY	-	-	-	280%	98%
毛利率	-	-	30%	30%	30%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

盈利预测: 基于上述假设, 经测算预计公司 2021-2023 年公司的营业收入分别为 15.30 亿元、25.65 亿元、36.24 亿元, 同比增速分别为 105%、68%、41%, 实现归母净利润分别为 1.57 亿元、3.20 亿元、5.12 亿元, 同比增速分别为 167%、104%、60%。

可比公司估值: 公司主要业务是光伏切割装备和切割工具, 上市公司里面与其产品具有可比性的有上机数控、连城数控、美畅股份三家。而在行业属性、商业模式及市场竞争格局方面, 供应单晶炉热场的金博股份也能够与公司进行类比。由于公司专注于光伏切割领域, 而上机数控主业为硅片业务, 美畅股份的主业为切割工具 (金刚线), 故我们选择连城数控作为公司估值参考的可比公司。考虑公司的未来业务拓展性和竞争优势, 给予公司“推荐”评级。

表2: 高测股份可比估值

代码	简称	EPS			PE		
		TTM	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E
	光伏设备行业均值 (整体法)	0.90	1.89	3.81	73	60	42
000516	上机数控	5.25	7.12	11.88	35	21	21
600814	连城数控	0.77	1.96	3.12	63	39	39
000417	美畅股份	1.38	1.93	2.48	43	33	33
600859	金博股份	4.18	1.21	1.53	63	44	44
600694	高测股份	0.88	0.97	1.98	99	81	40

资料来源: wind、民生证券研究院(可比公司 21 年和 22 年 EPS 来自 Wind 一致盈利预期)

5 风险提示

1) 可再生能源或光伏行业政策变化风险：随着光伏发电技术的逐步成熟、光伏发电成本持续下降，部分地区已实现或趋近平价上网，但大部分地区现阶段的发电成本仍高于传统能源，光伏发电产业仍需政府政策扶持和推动。公司所从事的光伏新能源行业与国家宏观经济形势及产业政策关联度较高。由于光伏行业发展受各国政府政策影响较大，尽管全球各国对光伏产业发展的支持立场明确，但如果主要市场的宏观经济或相关的政府补贴、扶持政策发生重大变化，将在一定程度上影响行业的发展和公司的盈利水平。

2) 技术升级迭代及产品研发失败风险：公司产品主要应用于光伏行业，并持续推进金刚线切割技术等核心技术在半导体行业、磁性材料行业、蓝宝石行业的应用。光伏行业、半导体行业、磁性材料行业、蓝宝石行业均属于新兴产业领域。新兴产业领域具有发展速度快、技术和工艺进步较快、变化快等特点，若公司产品应用的下游行业发生重大技术路线变化，将可能会对公司的经营业绩造成不利影响。

3) 新业务拓展不利的风险：公司作为半导体、蓝宝石、磁性材料等行业金刚线切割领域的新进入者，在业务拓展初期面临着销售渠道匮乏、市场覆盖能力弱、产品储备较少等方面的挑战。此外，在公司拓展新业务过程初期，公司新业务产品的市场使用数据较少，客户对公司产品的采购决策需要一段时间的验证过程。总体而言，上述新业务占公司总体业务的比例还比较小，如果公司在上述业务开展中未能采取有效措施应对挑战，将导致新业务拓展受阻，从而对经营业绩造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	746	1,530	2,565	3,624
营业成本	482	1,025	1,747	2,509
营业税金及附加	4	6	9	11
销售费用	39	76	103	127
管理费用	73	130	180	199
研发费用	86	130	192	236
EBIT	62	162	335	543
财务费用	9	3	3	2
资产减值损失	(20)	25	20	20
投资收益	2	5	5	5
营业利润	57	171	348	556
营业外收支	(1)	(3)	(2)	(2)
利润总额	56	171	348	556
所得税	(3)	14	28	45
净利润	59	157	320	512
归属于母公司净利润	59	157	320	512
EBITDA	95	196	378	599
资产负债表 (百万元)				
货币资金	160	121	314	496
应收账款及票据	534	994	1282	1631
预付款项	11	25	42	60
存货	339	686	964	1127
其他流动资产	105	105	105	105
流动资产合计	1540	2336	3111	3838
长期股权投资	0	5	10	15
固定资产	228	278	378	478
无形资产	41	40	40	39
非流动资产合计	380	452	593	722
资产合计	1919	2788	3705	4560
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	614	1230	1747	2007
其他流动负债	57	57	57	57
流动负债合计	912	1640	2253	2613
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	935	1662	2276	2636
股本	162	162	162	162
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	984	1125	1429	1925
负债和股东权益合计	1919	2788	3705	4560

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	4.5	105.0	67.7	41.3
EBIT 增长率	32.0	162.4	106.3	62.1
净利润增长率	83.8	166.5	104.0	59.9
盈利能力				
毛利率	35.3	33.0	31.9	30.8
净利润率	7.9	10.3	12.5	14.1
总资产收益率 ROA	3.1	5.6	8.6	11.2
净资产收益率 ROE	6.0	13.9	22.4	26.6
偿债能力				
流动比率	1.7	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.5	0.2	0.3	0.3
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	161.5	120.0	115.0	110.0
存货周转天数	241.2	180.0	170.0	150.0
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	1.0	2.0	3.2
每股净资产	6.1	7.0	8.8	11.9
每股经营现金流	(0.1)	0.7	2.5	2.5
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	183.6	81.4	39.9	25.0
PB	13.0	11.4	8.9	6.6
EV/EBITDA	70.3	39.1	22.0	14.8
股息收益率	0.1	0.1	0.1	0.1
现金流量表 (百万元)				
净利润	59	157	320	512
折旧和摊销	45	58	62	75
营运资金变动	(116)	(107)	32	(183)
经营活动现金流	(13)	107	413	402
资本开支	98	126	200	200
投资	(329)	0	0	0
投资活动现金流	(425)	(126)	(200)	(200)
股权募资	544	0	0	0
债务募资	(9)	0	0	0
筹资活动现金流	482	(20)	(20)	(20)
现金净流量	44	(39)	193	182

分析师简介

邓永康，西安交通大学本科，南京大学硕士，在能源和新能源行业有12年产业工作经验。2015年加入证券行业，曾就职于中信证券和安信证券，2021年10月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。