

11 October 2022

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

1H22 Review: strong growth of inverter shipments; accelerated momentum of energy storage in 2023

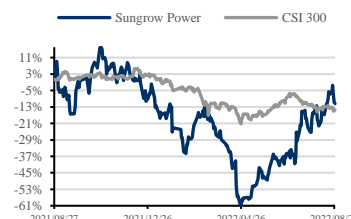
Buy (Maintain)

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	24,137	37,431	71,861	96,979
Growth (YoY %)	25%	55%	92%	35%
Net profit (RMB mn)	1,583	2,816	5,514	7,176
Growth (YoY %)	-19%	78%	96%	30%
EPS (RMB)	1.07	1.90	3.71	4.83
P/E (X)	123.54	69.44	35.46	27.25

Investment Thesis

- Event:** Sungrow reported revenue of Rmb12.281bn (+49.59% yoy) and NP of Rmb0.9bn (+18.95% yoy) in 1H22. In 2Q22, Sungrow achieved sales of Rmb7.714bn (+58.60% yoy, +68.87% qoq) and NP of Rmb0.49bn (+32.21% yoy, +19.13% qoq). S&M expense ratio increased by 2.9pct yoy and 1.4pct qoq, mainly due to the substantial increase of after-sale maintenance fees and warranty provision. Financial expense ratio decreased by 4.9pct yoy and 5.2pct qoq, thanks to the FX gain from RMB/USD depreciation.
- High growth of inverter shipments with increasing contribution from residential products.** In 1H22, revenue of PV inverter business reached Rmb5.933bn (+65% yoy), with shipments of 31GW (+77% yoy) and a global market share of 34% (+1~2pct yoy). 0.37mn of inverters were distributed by Sungrow's global channel, including 0.305mn of residential products. GPM of inverters declined by 5.64pct yoy to 32.51%, mainly due to the rising cost of transportation fees and power chips. We expect its GPM to marginally improve as the strong growth of overseas and distributed PV market in 2H22 should make a larger contribution and the price hike of inverters since 2Q22 begins to manifest in 3Q22. Thanks to the fast introduction of domestic IGBT suppliers, Sungrow's use of domestic IGBT chips increased swiftly, supporting the fast growth of inverter shipments. We expect its use of domestic IGBT chips to reach 30%~40% in 3Q22. For shipments, we expect 70GW (+49% yoy) in 2022 and 120-130GW (+70% yoy) in 2023. Share and number of distributed PV inverter are likely to reach 40% and 1mn in 2022, of which 0.8mn (1.6mn in 2023) will be used for residential projects.
- Booming demand of energy storage supported high growth of ESS revenues.** In 1H22, Sungrow's Energy Storage System (ESS) business achieved sales of Rmb2.386bn (+159.33% yoy) and shipments of 2Gwh (15,000 of residential ESS), with a global market share of 11%. GPM of ESS business declined by 2.86pct yoy to 18.37% in 1H22, mainly due to the rising cost of transportation fee and battery price. We expect its margin to improve in 2H22 given the quotation linkage between ESS and lithium price as well as the fast growth of residential ESS. Guided by "No Battery" strategy, the company deeply cooperates with CATL and locks battery supply in advance to ensure inverter shipments. We expect Sungrow's ESS shipments to reach 5-6Gwh (+100% yoy) in 2022, including 0.1mn of residential ESS. In 2023, we expect its total ESS shipments to reach >20Gwh and PV inverters to reach 1mn, half of which will be used for its residential ESS (0.5mn, +400%~500% yoy).
- Earnings Forecast & Rating:** To reflect cost pressure of rising battery prices in 2022 yet high growth of ESS in 2023, we trim our forecast in 2022 while raise forecast in 2023. We modify our NP forecast of Sungrow from Rmb3.13/4.53/5.90bn to Rmb2.82/5.51/7.18bn, implying a yoy growth of 78%/96%/30%. We maintain "Buy" rating and PT of Rmb185.6, implying P/E at 50x in 2023.
- Risks:** Intensified competition, lower-than-expected policies.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	131.65
52-week Range (RMB)	56.01/178.98
P/B (X)	12.30
Market Cap (RMB mn)	195,525.39

Basic Data

BVPS (RMB)	10.70
Liabilities/assets (%)	66.10
Total Issued Shares (mn)	1,485.19
Shares outstanding (mn)	1,128.23

Related reports

《阳光电源(300274): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 业绩低于预期, 逆变器、储能、户用光伏三大增长值得期待》

2022-04-21

《阳光电源(300274): 逆变器毛利率逆势提升, 储能持续高速增长》

2021-10-29

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng**(曾朵红), **Yao Chen**(陈瑶) and **Yanan Guo**(郭亚男).

2022 中报点评：逆变器出货高增，2023 年储能加速放量

买入（维持）

2022 年 10 月 11 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	24,137	37,431	71,861	96,979
同比	25%	55%	92%	35%
归属母公司净利润（百万元）	1,583	2,816	5,514	7,176
同比	-19%	78%	96%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.07	1.90	3.71	4.83
P/E（现价&最新股本摊薄）	123.54	69.44	35.46	27.25

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，公司 2022H1 实现营收 122.81 亿元，同增 49.59%；归母净利润 9 亿元，同增 18.95%。其中 2022Q2 实现营收 77.14 亿元，同增 58.60%，环增 68.87%；归母净利润 4.9 亿元，同增 32.21%，环增 19.13%。2022Q2 销售费用率同环增 2.9pct/1.4pct，主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致；财务费用率同环减 4.9pct/5.2pct，主要系人民币兑美元贬值带来汇兑收益所致，业绩符合市场预期。
- **逆变器出货高增，户用占比不断提升。**2022H1 公司光伏逆变器业务实现收入 59.33 亿元，同增 65%，实现出货 31GW，同增 77%，市占率约 34%，同比提升 1-2pct。分结构看，渠道出货约 37 万台，其中户用约 30.5 万台。2022H1 逆变器毛利率 32.51%，同比-5.64pct，主要系运费以及电芯功率器件涨价所致，2022 年下半年随海外及分布式放量带来占比提升叠加 2022Q2 涨价传导至 2022Q3 将改善毛利率。IGBT 方面公司加快引入国内供应商，国产 IGBT 快速上量，支撑出货快速增长，2022Q3 我们预计 IGBT 单管国产比例提升至 30%-40%，我们预计 2022 年出货 70GW，同增 49%，其中分布式占比约 40%，出货约 100 万台，单独户用约 80 万台，2023 年我们预计出货 120-130GW，同增 70%+，其中户用约 160 万台，持续高增。
- **储能需求旺盛，营收高增。**2022H1 年储能系统业务实现收入 23.86 亿元，同增 159.33%，出货约 2gwh，市占率约为 11%，其中户储系统出货约 1.5 万台。盈利方面，2022H1 毛利率为 18.37%，同比-2.86pct，主要系运费及电芯价格上涨所致，2022H2 储能报价联动碳酸锂价格叠加户储放量，盈利将有所提升。公司采取无电芯战略，与宁德时代深度合作，提前锁定电芯保证出货，我们预计 2022 年公司储能出货 5-6gwh，同比翻倍增长，其中户储系统出货 10 万台，2023 年我们预计储能出货 20gwh+，户储逆变器出货 100 万套，其中一半自用配套户储系统，户储系统出货约 50 万台，翻 4-5 倍增长。
- **盈利预测与投资评级：**基于 2022 年电芯价格上涨，储能盈利有所下滑，但公司 2023 年储能需求快速出货，我们略微下调 2022 年盈利预测，上调 2023 年盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 28.2/55.1/71.8 亿元（前值为 31.3/45.3/59.0 亿元），同增 78%/96%/30%，我们给予 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 185.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	131.65
一年最低/最高价	56.01/178.98
市净率(倍)	12.30
流通 A 股市值(百万元)	148,531.81
总市值(百万元)	195,525.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.70
资产负债率(% LF)	66.10
总股本(百万股)	1,485.19
流通 A 股(百万股)	1,128.23

相关研究

《阳光电源(300274): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 业绩低于预期, 逆变器、储能、户用光伏三大增长值期待》

2022-04-21

《阳光电源(300274): 逆变器毛利率逆势提升, 储能持续高速增长》

2021-10-29

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 陈璐和郭亚男的指导。

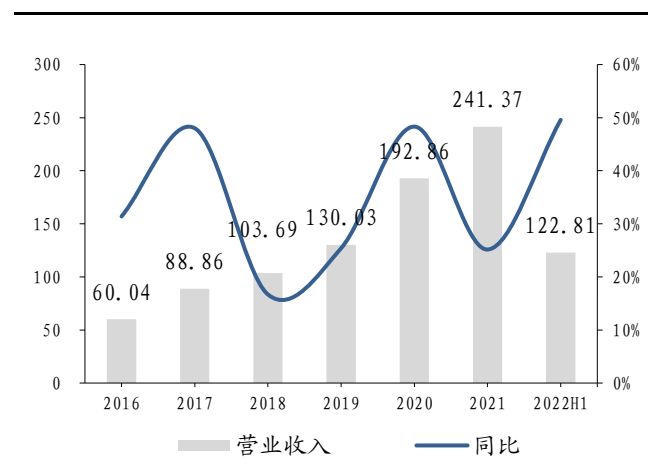
事件: 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 122.81 亿元, 同比增长 49.59%; 实现利润总额 10.98 亿元, 同比增长 21.43%; 实现归属母公司净利润 9 亿元, 同比增长 18.95%。其中 2022Q2 实现营业收入 77.14 亿元, 同比增长 58.60%, 环比增长 68.87%; 实现归属母公司净利润 4.9 亿元, 同比增长 32.21%, 环比增长 19.13%。2022H1 毛利率为 25.54%, 同比下降 2.5pct, 2022Q2 毛利率 23.20%, 同比下降 3.8pct, 环比下降 6.3pct; 2022H1 归母净利率为 7.3%, 同比下降 1.9pct, 2022Q2 归母净利率 6.3%, 同比下降 1.3pct, 环比下降 2.6pct。2022Q2 销售费用率同环增 2.9pct/1.4pct, 主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致; 财务费用率同环减 4.9pct/5.2pct, 主要系人民币兑美元贬值带来汇兑收益所致。业绩符合市场预期。

表1: 2022H1 收入 122.81 亿元, 同比增长 49.59%; 归属母公司净利润 9 亿元, 同比增长 18.95% (单位: 亿元)

阳光电源	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	122.81	82.10	49.6%	77.14	48.63	58.6%	45.68	68.9%
毛利率	25.5%	28.0%	-2.5pct	23.2%	27.0%	-3.8pct	29.5%	-6.3pct
营业利润	10.83	9.03	20.0%	6.04	4.75	27.2%	4.79	26.1%
利润总额	10.98	9.04	21.4%	6.09	4.33	40.6%	4.89	24.4%
归属母公司净利润	9.00	7.57	19.0%	4.90	3.70	32.2%	4.11	19.1%
扣非归母净利润	7.95	7.20	10.5%	4.25	3.42	24.3%	3.71	14.7%
归母净利率	7.3%	9.2%	-1.9pct	6.3%	7.6%	-1.3pct	9.0%	-2.6pct
股本 (亿股)	14.85	14.57	-	14.85	14.57	-	14.85	-
EPS (元/股)	0.61	0.52	16.7%	0.33	0.25	29.7%	0.28	19.1%

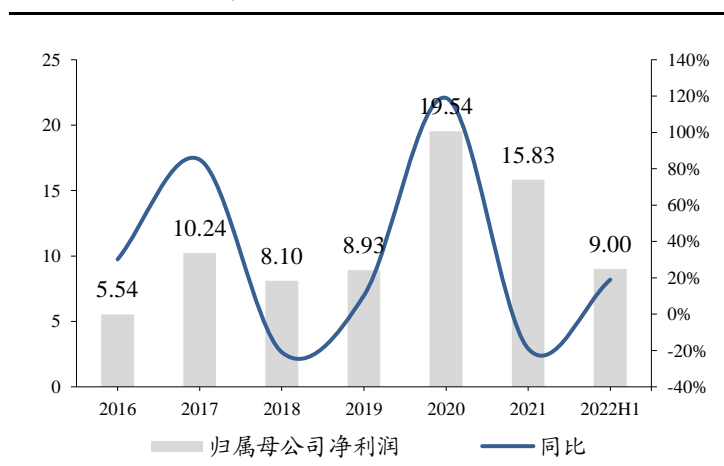
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图1: 2022H1 收入 122.81 亿元, 同比+49.59% (亿元, %)



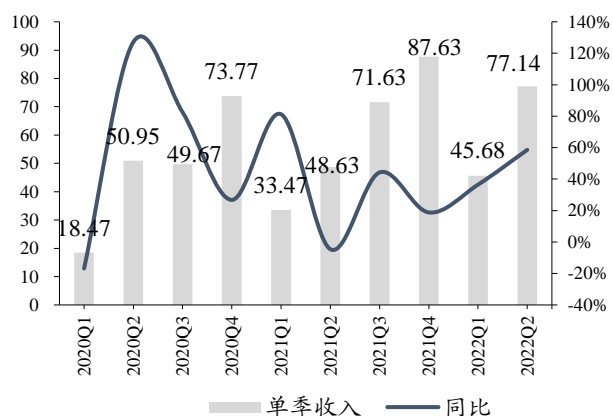
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图2: 2022H1 归母净利润 9 亿元, 同比+18.95% (亿元, %)



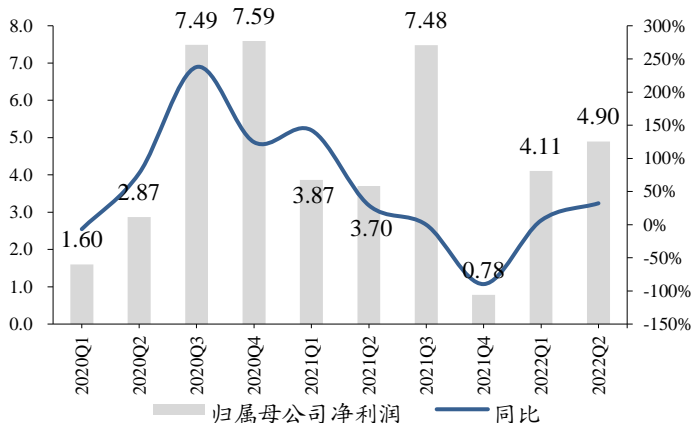
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图3: 2022Q2 收入 77.14 亿元, 同比+58.60% (亿元, %)



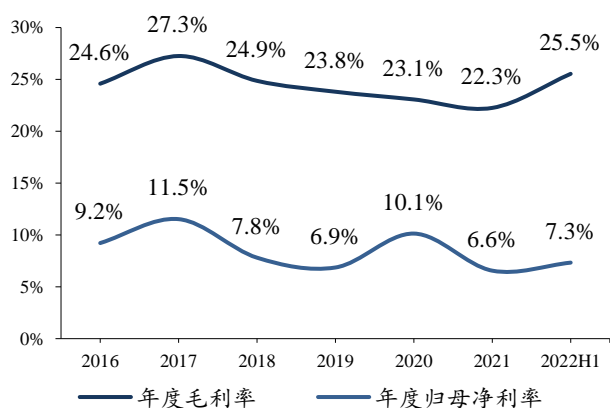
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图4: 2022Q2 归母净利润 4.9 亿元, 同比+32.21% (亿元, %)



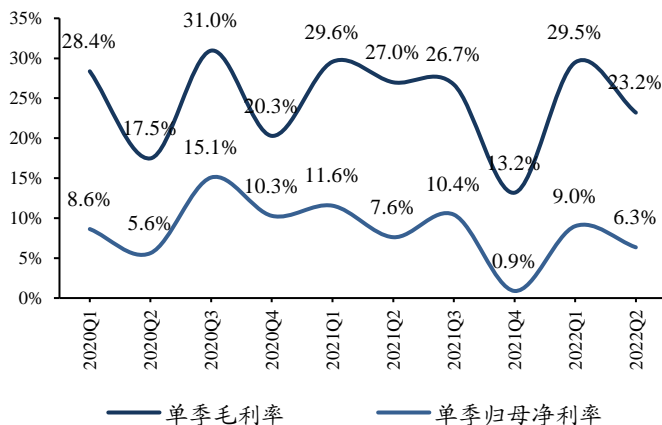
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-2.51、-1.89pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

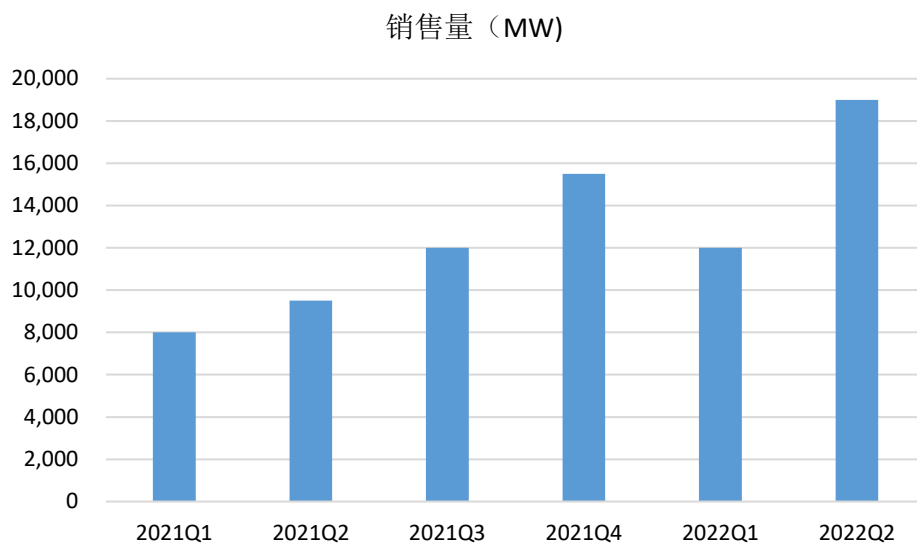
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-3.8、-1.27pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

逆变器出货高增, 户用占比不断提升。2022H1 公司光伏逆变器业务实现收入 59.33 亿元, 同增 65%, 实现出货 31GW, 同增 77%, 市占率约 34%, 同比提升 1-2pct。分结构看, 渠道出货约 37 万台, 其中户用约 30.5 万台。2022H1 逆变器毛利率 32.51%, 同比-5.64pct, 主要系运费以及电芯功率器件涨价所致, 2022 年下半年随海外及分布式放量带来占比提升叠加 2022Q2 涨价传导至 2022Q3 将改善毛利率。IGBT 方面公司加快引入国内供应商, 国产 IGBT 快速上量, 支撑出货快速增长, 2022Q3 我们预计 IGBT 单管国产比例提升至 30%-40%, 我们预计 2022 年出货 70GW, 同增 49%, 其中分布式占比约 40%, 出货约 100 万台, 单独户用约 80 万台, 2023 年我们预计出货 120-130GW, 同增 70%+, 其中户用约 160 万台, 持续高增。

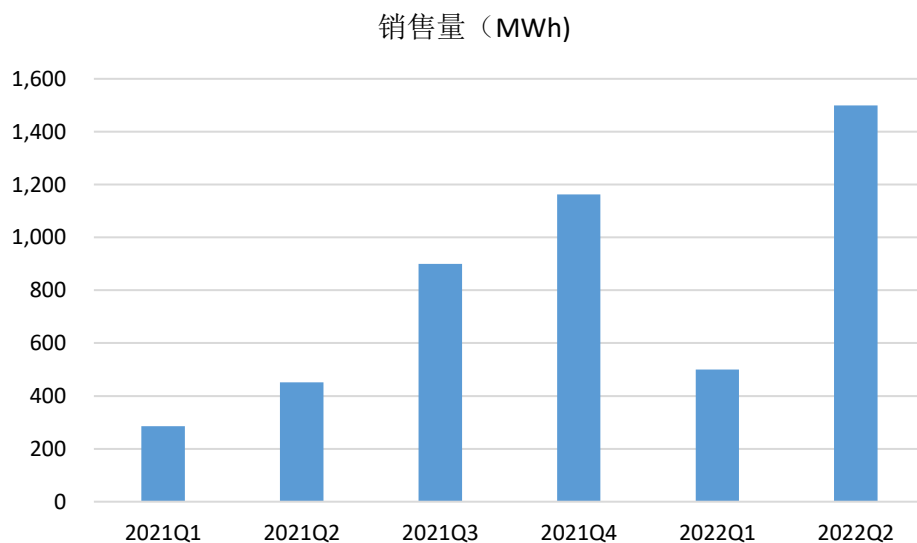
图7: 光伏逆变器分季度出货 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

储能需求旺盛, 营收高增。2022H1 年储能系统业务实现收入 23.86 亿元, 同增 159.33%, 出货约 2gwh, 市占率约为 11%, 其中户储系统出货约 1.5 万台。盈利方面, 2022H1 毛利率为 18.37%, 同比-2.86pct, 主要系运费及电芯价格上涨所致, 2022H2 储能报价联动碳酸锂价格叠加户储放量, 盈利将有所提升。公司采取无电芯战略, 与宁德时代深度合作, 提前锁定电芯保证出货, 我们预计 2022 年公司储能出货 5-6gwh, 同比翻倍增长, 其中户储系统出货 10 万台, 2023 年我们预计储能出货 20gwh+, 户储逆变器出货 100 万套, 其中一半自用配套户储系统, 户储系统出货约 50 万台, 翻 4-5 倍增长。

图8: 储能系统分季度出货 (MWh)



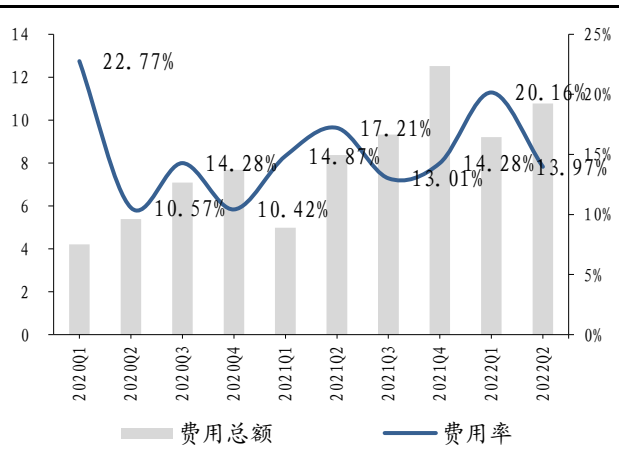
数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

电站业务盈利稳定。2022H1 年电站业务实现收入 28.77 亿元，同增 6.98%，开发约 3GW。盈利方面，2022H1 毛利率为 15.74%，同比+2.74pct。我们预计 2022 年公司电站开发体量进一步扩大至 4-5GW，其中分布式开发 3-4GW，带来电站业务盈利改善，2023 年我们预计开发 6GW+。

2022H1 风电出货稳定，新业务持续拓展布局。2022H1 风电变流器实现收入 4.00 亿元，同减 15.80%，实现出货约 6GW，同比持平。新业务领域，公司电控产品推广顺利，2022 年上半年出货约 22 万台，同增 144%，收入体量快速增长，公司坚持氢能前瞻布局，扩大研发投入，水面光伏受政策有一定影响，2022 年全年预计盈亏平衡；充电桩业务稳步推进，重点发力海外；运维业务运维量累计约 14GW 居行业第一，公司实现多业务布局发展。

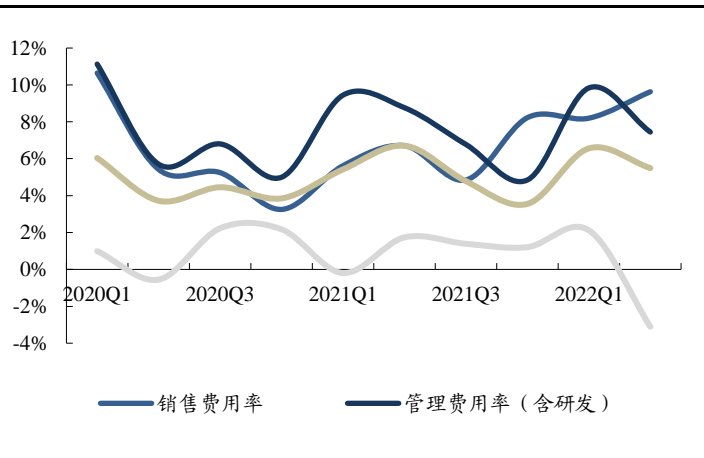
2022H1 期间费用率同比稍有上升：公司 2022H1 期间费用同比增长 49.72%至 19.98 亿元，期间费用率上升 0.01 个百分点至 16.27%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 117.24%、上升 37.92%、上升 42.52%、下降 283.32%至 11.17 亿元、10.24 亿元、7.23 亿元、-1.43 亿元；费用率分别上升 2.83、下降 0.71、下降 0.29、下降 2.11 个百分点至 9.10%、8.34%、5.89%、-1.16%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+127.75%/+34.77%/+29.90%/-383.51%，费用率分别为 9.63%/7.45%/5.49%/-3.11%。公司 2022Q2 期间费用同比增长 28.76%至 10.78 亿元，期间费用率下降 3.24pct 至 13.97%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 127.75%、上升 34.77%、上升 29.90%、下降 383.51%至 7.43 亿元、5.74 亿元、4.24 亿元、-2.4 亿元；费用率分别上升 2.92、下降 1.32、下降 1.21、下降 4.85 个百分点至 9.63%、7.45%、5.49%、-3.11%。期间费用率上升原因主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致。

图9：2022Q2 期间费用 10.78 亿元，同比+28.76% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

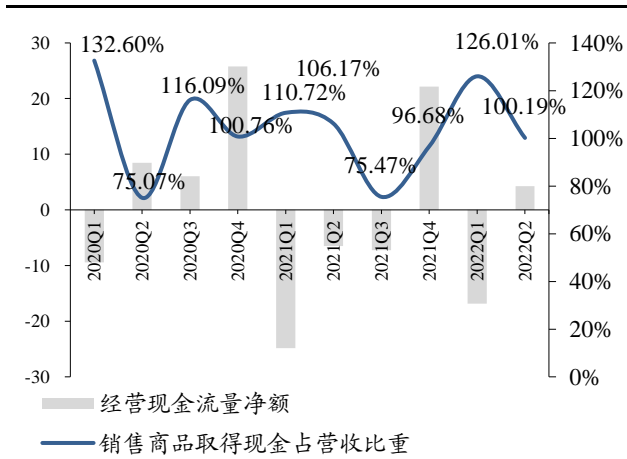
图10：2022Q2 期间费用率 13.97%，同比-3.24pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

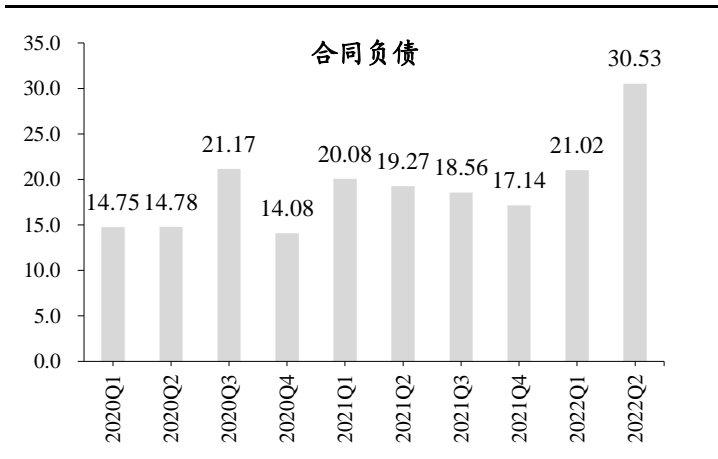
现金流由负转正，盈利能力提升：2022H1 经营活动现金流量净流出 12.59 亿元，同比增长 59.77%。销售商品取得现金 134.84 亿元，同比增长 52.03%。期末合同负债 30.53 亿元，比年初增长 78.15%。期末应收账款 88.23 亿元，较期初增长 0.75 亿元，应收账款周转天数上升 14.41 天至 128.76 天。期末存货 166.95 亿元，较期初上升 59.27 亿元；存货周转天数上升 129.83 天至 270.27 天。2022Q2 经营活动现金净流入 4.23 亿元，同比增长 165.48%。2022Q2 销售商品取得现金 77.28 亿元，同比增长 49.66%。2022Q2 期末存货 166.95 亿元，同比增长 109.19 亿元。；经营活动产生的现金流量净额增长主要系海外储能及渠道业务增加，回款效率提升所致。

图 11：2022Q2 现金净流入 4.23 亿元，同比+165.48% (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 12：2022Q2 期末合同负债 30.53 亿元，同比+58.43% (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

盈利预测与投资评级：基于 2022 年电芯价格上涨，储能盈利有所下滑，但公司 2023 年储能需求快速出货，我们略微下调 2022 年盈利预测，上调 2023 年盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 28.2/55.1/71.8 亿元（前值为 31.3/45.3/59.0 亿元），同增 78%/96%/30%，我们给予 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 185.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	36,307	48,789	83,918	116,767	营业总收入	24,137	37,431	71,861	96,979
货币资金及交易性金融资产	11,603	14,931	19,694	25,029	营业成本(含金融类)	18,765	28,178	55,710	76,485
经营性应收款项	10,655	18,536	33,062	45,596	税金及附加	82	112	216	242
存货	10,768	10,908	22,678	34,944	销售费用	1,583	3,369	5,390	6,595
合同资产	1,364	1,334	3,415	4,516	管理费用	491	823	1,293	1,649
其他流动资产	1,917	3,081	5,069	6,682	研发费用	1,161	2,059	3,234	4,170
非流动资产	6,533	7,365	8,258	8,960	财务费用	283	-147	165	244
长期股权投资	115	235	305	355	加:其他收益	186	225	374	475
固定资产及使用权资产	4,590	5,427	6,264	6,896	投资净收益	355	75	129	145
在建工程	424	250	183	155	公允价值变动	66	40	50	60
无形资产	174	208	247	283	减值损失	-481	-200	-180	-160
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	45	72	78
长期待摊费用	24	20	23	19	营业利润	1,898	3,221	6,299	8,192
其他非流动资产	1,205	1,225	1,236	1,251	营业外净收支	-5	4	18	28
资产总计	42,840	56,154	92,175	125,727	利润总额	1,893	3,225	6,317	8,219
流动负债	23,507	33,809	64,035	90,079	减:所得税	189	323	632	822
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,730	2,930	4,230	6,190	净利润	1,704	2,903	5,685	7,398
经营性应付款项	17,765	25,090	49,249	69,376	减:少数股东损益	121	87	171	222
合同负债	1,714	2,621	5,181	7,113	归属母公司净利润	1,583	2,816	5,514	7,176
其他流动负债	2,299	3,168	5,375	7,400	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.90	3.71	4.83
非流动负债	2,629	2,739	2,849	2,959	EBIT	1,796	2,890	6,018	7,838
长期借款	1,891	2,001	2,111	2,221	EBITDA	2,144	3,356	6,573	8,459
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.25	24.72	22.48	21.13
租赁负债	284	284	284	284	归母净利率(%)	6.56	7.52	7.67	7.40
其他非流动负债	454	454	454	454	收入增长率(%)	25.15	55.08	91.98	34.95
负债合计	26,136	36,548	66,884	93,038	归母净利润增长率(%)	-19.01	77.90	95.85	30.13
归属母公司股东权益	15,655	18,471	23,985	31,161					
少数股东权益	1,049	1,136	1,306	1,528					
所有者权益合计	16,704	19,606	25,291	32,689					
负债和股东权益	42,840	56,154	92,175	125,727					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,639	3,298	4,751	4,595	每股净资产(元)	10.54	12.44	16.15	20.98
投资活动现金流	-3,713	-2,175	-1,828	-1,673	最新发行在外股份(百万股)	1,485	1,485	1,485	1,485
筹资活动现金流	5,179	1,165	1,190	1,753	ROIC(%)	9.61	11.45	19.09	19.25
现金净增加额	-193	2,288	4,113	4,675	ROE-摊薄(%)	10.11	15.24	22.99	23.03
折旧和摊销	348	467	555	622	资产负债率(%)	61.01	65.08	72.56	74.00
资本开支	-1,653	-1,105	-1,263	-1,148	P/E (现价&最新股本摊薄)	123.54	69.44	35.46	27.25
营运资本变动	-3,231	41	-1,837	-4,002	P/B (现价)	12.49	10.59	8.15	6.27

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>