

买入 (维持)

00968.HK 信义光能

中报符合预期，下半年短期承压但长期优势持续

2024年8月4日

市场数据

日期	2024/8/2
收盘价(港元)	3.49
总股本(亿股)	89.1
总市值(亿港元)	311.0
归母净资产(亿港元)	318.3
总资产(亿港元)	624.7
每股归母净资产(港元)	3.6

数据来源: Wind, 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

2023年业绩点评: 利润超预期, 长期空间可期_20240302

跟踪报告: 产能如期释放, 2024年市占率有望提升_20240101

2023H1业绩点评: H1业绩短期承压, H2有望环比回升_20230802

2022年业绩点评: 2023年有望以量驱动业绩增长_20230301

跟踪报告: 光伏玻璃涨价, 龙头产能如期扩充_20221108

2022H1业绩点评: 长期空间向上, 龙头无惧短期压力_20220802

海外研究

分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意: 张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

- 我们的观点: 信义光能 2024H1 利润同比增长, 符合预期, 系因光伏玻璃量利同比提升。当前光伏玻璃供需关系偏弱, 行业整体盈利水平承压; 但信义技术领先、成本优势突出、海外产能占比提升, 长期空间可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 36.8、44.4、52.8 亿港元, 分别同比-12.1%、+20.6%、+18.9%; 对应 2024 年 8 月 2 日收盘价的 PE 各为 8.4x、7.0x、5.9x; 维持公司“买入”评级, 建议投资者关注。
- 2024H1 业绩符合预期: 2024H1, 公司营收、毛利、归母净利润各为 126.9、34.1、19.6 亿港元, 分别同比+4.5%、+27.5%、+41.0%, 符合预期, 利润增长由光伏玻璃业务驱动。公司宣派中期股息 10 港仙/股 (2023 年中期为 7.5 港仙/股), 分红率 45.4%, 持续回馈股东。
 - 光伏玻璃毛利率同比提升: 2024H1, 公司光伏玻璃收入、毛利各为 110.9、23.8 亿港元, 分别同比+4.8%、+47.8%, 各占 87.4%、70.0%。公司 2023H2 至 2024H1 新点火窑炉逐步释放有效产能, 玻璃产量提升; 但期内光伏玻璃行业累库, 公司亦产大于销; 两项因素综合影响下, 信义 2024H1 光伏玻璃销量同比+12.2% (按吨计); 而出货量增长对收入的利好部分被市场均价下滑、人民币兑港元贬值所抵消。2024H1, 公司光伏玻璃毛利率同比+6.3pcts 至 21.5%, 系因纯碱及天然气采购成本下降、新产能占比提升、精简营运和优化成本管控带来效率提升。
 - 电站业务利润下滑: 截至 2024H1 末, 公司光伏电站累计已核准并网规模 6,244MW, 其中集中式、分布式项目各 5,841、403MW; 2024H1 新增并网 300MW 集中式项目。2024H1, 公司光伏电站收入、毛利各为 15.5、10.1 亿港元, 分别同比+3.8%、-3.4%, 各占 12.2%、29.8%; 同期, 毛利率同比-4.9pcts 至 65.5%。收入增长系因 2023H2 新增并网项目于 2024H1 带来增量贡献, 但部分被人民币兑港元贬值、限电损失、部分市场化电力交易电价低于上网电价等因素抵消; 此外, 电站相关的物业、厂房及设备以及使用权资产折旧增加, 综合影响下, 公司电站业务 2024H1 毛利率和利润同比下滑。
- 信义光伏玻璃成本优势显著, 产能扩充, 市占率有望提升, 2024H2 短期受累于行业压力:
 - 总产能提升: 1) 2024H1: 截至 2024H1 末, 信义光伏玻璃名义日容量 29,000 吨/d (其中冷修 2000 吨/d), 较年初新增 3200 吨/d, 包括 3 月点火芜湖 2*1000 吨/d 产能, 6 月点火马来西亚 1200 吨/d 产能。2) 2024H2: 指引新增点火 3200 吨/d 产能, 包括马来西亚 1200 吨/d、芜湖 2*1000 吨/d, 2024 年末名义总产能预计升至 32,200 吨/d。当前公司指引 2024 年有效熔炼量同比+25.6% 至 985 万吨, 较此前指引的 1,060 万吨下调 7%, 系因 2024 年 7 月新增冷修 1600 吨/d 产能, 且公司根据市场供需略放缓 2024 年新增点火节奏。3) 储备项目: 包括云南曲靖 2*1200 吨、江西上饶 4*1200 吨、印尼 4*1,450 吨等, 其中曲靖 2*1200 吨、上饶 3*1200 吨已过听证会批复。
 - 海外产能占比提升: 截至 2023 年末, 公司海外产能 (马来西亚) 1,900 吨/d, 占比 7%; 随着马来西亚 2*1200 吨/d 新产能释放, 2024 年末海外产能占比将升至 13%; 后续还有印尼产能释放。在部分国家贸易壁垒政策下, 海外光伏玻璃需求提升、产能稀缺、盈利更优。
 - 2024H2 短期受累于行业压力, 但公司竞争优势持续: 1) 行业盈利短期承压: 2024 年 5 月下旬以来, 光伏玻璃供需关系趋于宽松, 一是前期点火的产能逐步爬坡达产且窑炉点火后供给相对刚性, 二是组件排产旺季不旺; 叠加组件厂自身盈利压力较大、有压价动力, 玻璃价格逐步下调。期内纯碱、天然气等成本下降, 但未能抵消玻璃降价对于盈利的负面影响。基于此, 2024 年 7 月行业中小窑炉冷修明显增加。2) 信义优势持续、长期空间可期: 鉴于龙头公司与二三线公司平均有 10pcts 以上毛利率差距, 价格过低会触及二三线企业成本曲线。此毛利差保障了龙头的盈利水平; 此外, 若行业整体盈利继续走低, 不排除中小产能继续增加冷修甚至出清, 信义有望借此提升出货市占率。
- 风险提示: 光伏玻璃价格波动, 公司产能扩充不及预期, 成本超预期上涨, 行业产能过剩。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿港元)	266.3	267.1	331.0	407.7
同比增长	29.6%	0.3%	23.9%	23.2%
归母净利润(亿港元)	41.9	36.8	44.4	52.8
同比增长	9.6%	-12.1%	20.6%	18.9%
毛利率	26.6%	25.2%	23.6%	22.1%
归母净利率	15.7%	13.8%	13.4%	12.9%
净资产收益率	13.6%	11.2%	12.9%	14.4%
每股收益-基本(港仙)	47.04	41.33	49.83	59.23

来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

附表

资产负债表				
单位:百万港元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动资产	40,611	43,984	46,810	49,356
物业、厂房及设备	36,560	39,877	42,684	45,263
使用权资产	2,362	2,371	2,380	2,388
无形资产	31	30	28	27
土地使用权及物业、厂房及设备的预付款项	947	947	905	806
应收融资租赁款项	211	213	215	217
联营合营企业权益	342	369	399	430
递延税项资产	157	176	198	224
流动资产	19,822	19,572	19,060	19,027
存货	2,098	2,866	2,190	2,191
合约资产	33	29	26	24
应收贸易款项	8,083	8,919	8,295	7,152
应收票据	3,356	3,322	3,299	3,225
预付款项、按金及其他应收款项	1,778	1,782	1,702	1,517
应收融资租赁款项	13	14	15	17
现金及现金等价物	2,822	1,524	2,365	3,680
总资产	60,433	63,556	65,869	68,383
非流动负债	5,352	7,308	7,899	8,250
递延税项负债	193	213	235	261
银行借款	3,620	5,430	5,973	6,272
租赁负债	925	928	932	935
其他应付款项	614	737	759	782
流动负债	17,223	16,417	15,910	15,563
银行借款	6,883	5,850	6,143	6,450
其他贸易款项及其他应付款项	8,307	8,340	7,461	6,655
合约负债	84	59	28	-9
租赁负债	85	86	86	86
应付关联公司款项	1,652	1,847	1,923	2,075
当期所得税负债	211	235	269	306
总负债	22,575	23,725	23,809	23,813
归母净资产	31,975	33,508	35,461	37,878
股本	890	890	890	890
股份溢价及其他储备	10,097	9,621	9,151	8,686
保留盈利	20,987	22,997	25,420	28,301
非控股权益	5,884	6,323	6,599	6,692
股东权益合计	37,858	39,831	42,060	44,569
负债及权益合计	60,433	63,556	65,869	68,383

利润表				
单位:百万港元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,629	26,713	33,105	40,775
销售成本	-19,539	-19,976	-25,282	-31,762
毛利	7,090	6,736	7,823	9,013
其他收入	370	374	427	513
其他损益净额	-247	-248	-308	-379
销售费用	-106	-118	-146	-180
管理费用	-1,204	-1,207	-1,496	-1,843
营业利润	5,893	5,526	6,287	7,109
财务收入	34	56	30	47
财务成本	-384	-522	-524	-557
应占合营企业损益	28	27	29	31
税前利润	5,571	5,088	5,822	6,631
所得税	-871	-968	-1,108	-1,262
净利润	4,701	4,120	4,714	5,369
少数股东净利润	513	439	276	93
归母净利润	4,187	3,681	4,438	5,276
股息	2,003	1,671	2,015	2,395
留存收益	2,184	2,010	2,423	2,881

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	29.6%	0.3%	23.9%	23.2%
毛利增长率	15.1%	-5.0%	16.1%	15.2%
净利润增长率	8.2%	-12.4%	14.4%	13.9%
归母净利润增长率	9.6%	-12.1%	20.6%	18.9%
盈利能力				
毛利率	26.6%	25.2%	23.6%	22.1%
归属股东净利率	15.7%	13.8%	13.4%	12.9%
ROA	7.5%	5.9%	6.9%	7.9%
ROE	13.6%	11.2%	12.9%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	37.4%	37.3%	36.1%	34.8%
流动比率	1.15	1.19	1.20	1.22
速动比率	1.03	1.02	1.06	1.08
运营能力(次)				
资产周转率	0.48	0.43	0.51	0.61
存货周转率	9.47	8.05	10.00	14.50
每股资料				
EPS-基本(港仙)	47.04	41.33	49.83	59.23
每股归母净资产(港元)	3.59	3.76	3.98	4.25
每股经营性现金流(港元)	0.65	0.62	0.88	0.98
每股股利(港仙)	22.50	18.76	22.62	26.89
估值比率(倍)				
PE	7.4	8.4	7.0	5.9
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

运营能力(次)

资产周转率	0.48	0.43	0.51	0.61
存货周转率	9.47	8.05	10.00	14.50

每股资料

EPS-基本(港仙)	47.04	41.33	49.83	59.23
每股归母净资产(港元)	3.59	3.76	3.98	4.25
每股经营性现金流(港元)	0.65	0.62	0.88	0.98
每股股利(港仙)	22.50	18.76	22.62	26.89

估值比率(倍)

PE	7.4	8.4	7.0	5.9
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

*注:表中估值倍数按2024年8月2日收盘价计算

现金流量表

单位:百万港元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生现金流量	5,790	5,553	7,881	8,714
投资活动产生现金流量	-10,400	-5,751	-5,307	-5,060
融资活动产生现金流量	2,193	-1,037	-1,676	-2,288
现金净变动	-2,417	-1,235	898	1,366
汇率影响	-86	-63	-57	-51
现金的期初余额	5,326	2,822	1,524	2,365
现金的期末余额	2,822	1,524	2,365	3,680

资料来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安城市投资发展集团有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交通天然气有限公司、上海中南山石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd.、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国有资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、集友银

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双园城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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发表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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk