

2014年10月16日

# 乐山电力 (600644)

——受益电改推进，大股东变更，有望进军光伏产业，‘增持’

报告原因：上市公司调研

## 增持

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

市场数据：	2014年10月15日
收盘价(元)	10.82
一年内最高/最低(元)	11.73/6.87
上证指数/深证成指	2374/8198
市净率	7.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	3533

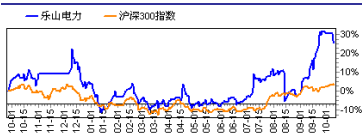
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,463	1	-299	-	-0.91	22.0	-65.6	-12	-10
2014H1	740	7	29	408	0.09	26.7	5.9		
2014E	1,554	6.2	72	-	0.13	29.2	13.7	81.3	29.2
2015E	2,794	79.9	208	187.5	0.39	29.1	28.2	28.3	30.5
2016E	3,658	30.9	352	69.5	0.65	30.3	32.4	16.7	30.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

基础数据：	2014年06月30日
每股净资产(元)	1.48
资产负债率%	90.27
总股本/流通A股(百万)	538/327
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
[liuxn@swsresearch.com](mailto:liuxn@swsresearch.com)

研究支持

梁鹏 A0230112060001  
[liangpeng@swsresearch.com](mailto:liangpeng@swsresearch.com)

韩启明 A0230114090001  
[hanqm@swsresearch.com](mailto:hanqm@swsresearch.com)

联系人

王璐  
 (8621)23297818x7618  
[wanglu@swsresearch.com](mailto:wanglu@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **区域性综合能源公司**：公司核心业务为电力、天然气和多晶硅，营业收入占比80%以上。公司规划至2016-17年，实现年均网上装机容量100万千瓦，售电量70亿千瓦时，供气量1.3亿立方米，供水量3000万立方米，多晶硅进入国内一流企业行列。相较于目前，公司主营业务仍存在较大的增长空间。
- **受益于电改，看好电网资源拓展**：公司是乐山区域电力资源整合以及推动乐山电力电网升级的平台。14年公司已相继完成了洪雅南部山区电力资源整合，和四川恒泽动力输变电资产的收购。公司对乐山川键电力公司和四川大渡河电力公司的股权收购工作也在推进中。我们认为在电力体制改革逐步推进的大背景下，有利于公司加快推进乐山区域电力资源的整合，届时公司的电力资产和售电量规模等都将在现有基础上出现大幅增长。
- **定增改善负债结构，大股东变更为天津国资委**：公司定向增发2.12亿股，募集资金16.0亿元，用于偿还公司借款和补充流动资金。增发后将明显改善公司资产结构，资产负债率由90.3%降低至51.3%，大幅减少财务费用的支出。此外本次非公开发行后，天津市国资委分别通过中环集团（14.76%）和渤海基金（14.76%）合计持有公司股权29.52%，将成为公司第一大股东。
- **多晶硅业务回暖，有望进军光伏产业**：随着多晶硅价格回暖和公司技改项目逐步完成，复产后公司多晶硅成本或可降至110元/公斤左右，项目可逐步实现盈利。此外，公司公告拟出资5.8亿元，持有四川晟天新能源发展公司21.6%股权，计划开发建设装机容量为3GW的高效光伏项目（预计17年），以及长期目标10GW的装机容量（预计2030年），公司希望借中环集团的产业和技术优势，参与光伏电站的开发运营业务。
- **看好公司长期成长性，给予‘增持’评级**。预计2014-17年公司可完成营业收入15.5亿元、27.9亿元、36.6亿元和44.1亿元，实现（归属于母公司）净利润分别为0.72亿元、2.08亿元、3.52亿元和5.02亿元，对应EPS分别为0.13元/股、0.39元/股、0.65元/股和0.93元/股。预计15年业绩增长200%，未来三年复合增长率达82%。考虑公司受益于电改推进，以及有望进军光伏产业带来的估值提升，建议关注公司短期估值提升以及中长期的业绩改善。至17年保守估计公司合理市值应该在110亿元（电力业务60亿元，20xPE；天然气业务20亿元，20xPE，光伏业务30亿元，15xPE）。较当前市值存在88%以上的增长空间，综合考虑PE及PB估值，给予‘增持’评级。

## 目 录

---

1. 区域性综合能源公司.....	3
2. 受益于电改，看好电网资源拓展.....	4
3. 定增改善负债结构，大股东变更为天津国资委.....	5
4. 多晶硅业务回暖，有望进军光伏产业.....	8
5. 看好公司长期成长性，给予‘增持’评级.....	9

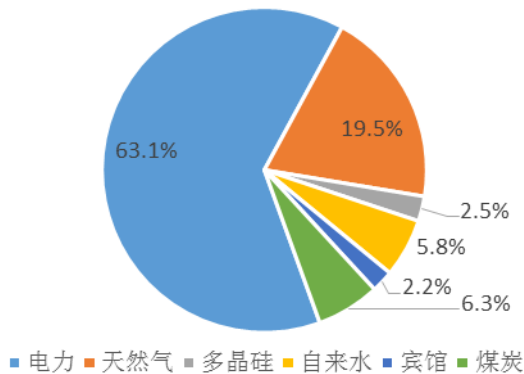
## 图表目录

图 1：公司 13 年营业收入构成.....	3
图 2：09-13 年公司经营数据（百万元）.....	3
图 3：公司‘十二五’发展规划目标（万千瓦、亿千瓦时）.....	3
图 4：公司‘十二五’发展规划目标（万立方米）.....	3
图 5：11-14H1 公司发、售电量情况（亿千瓦时）.....	4
图 6：乐山市及眉山市供电商结构.....	4
图 7：增发明显改善公司负债结构.....	5
图 8：非公开发行后大股东持股变化情况.....	5
图 9：中环集团持股关系情况.....	7
图 10：渤海基金持股关系情况.....	7
图 11：增发后，天津国资委成为公司最大股东.....	7
图 12：11-14H1 乐电天威经营情况（百万元）.....	8
图 13：多晶硅料价格走势（一级料，元/公斤）.....	8
附表：乐山电力（600644）前十大股东一览(非公开发行完成后).....	10

# 1. 区域性综合能源公司

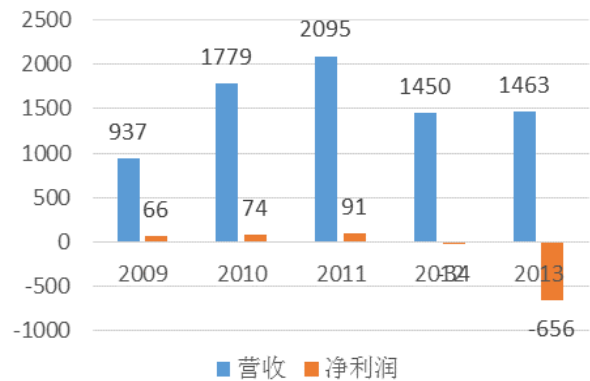
乐山电力是四川省乐山市及其周边地区的综合性能源公司，业务范围较广，主要包括：电力业务、天然气业务、自来水业务、多晶硅业务、煤炭业务以及宾馆服务业等。电力业务、天然气业务和多晶硅业务是公司发展核心业务，营业收入占比达 80% 以上(2013 年数据,图 1,多晶硅业务受技改停产影响未有体现,11 年营收占比 33%)。

图 1：公司 13 年营业收入构成



资料来源：公司年报，申万研究

图 2：09-13 年公司经营数据（百万元）



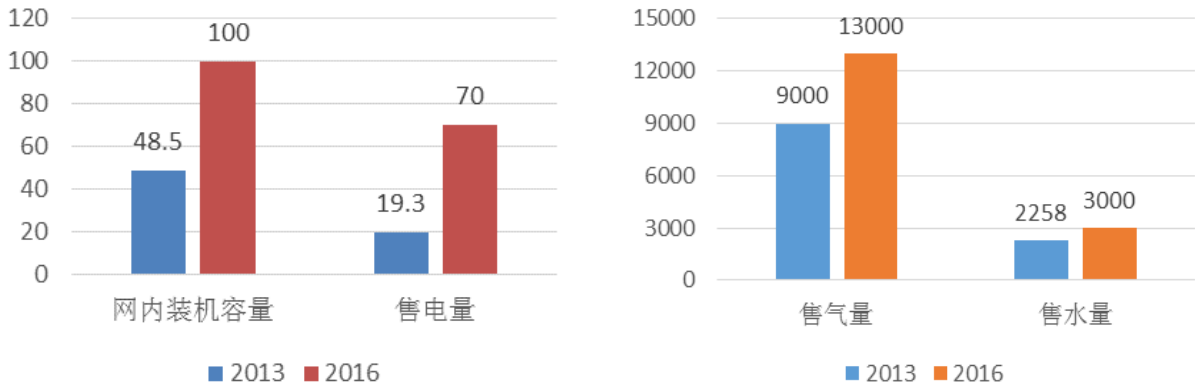
资料来源：公司年报，申万研究

公司电力业务主要分布在乐山市和眉山市部分区县，近几年年均售电量在该区域内占比 10%左右。天然气业务集中在乐山市市中区和五通桥区，其城区居民和商业用气基本由燃气公司提供。自来水业务主要集中在乐山市市中区范围内。公司天然气和自来水供应业务将随着城市化建设的推进呈现稳步增长的态势。此外，公司于 14 年 3 月转让风沫能源公司 54.2% 股权，剥离了受煤价持续下滑导致盈利不佳的部分煤炭业务。

公司坚持“做大电力业务，做强多晶硅、气、水业务，做优服务产业”的发展思路，规划至 2016-17 年，公司力争实现年均网上装机容量 100 万千瓦，售电量 70 亿千瓦时，供气量 1.3 亿立方米，供水量 3000 万立方米，多晶硅技改复产后达到技术先进、进入国内一流先进企业行列。相比于 13 年公司装机容量 48.49 万千瓦，售电量 19.3 亿千瓦时，供气量 0.9 亿立方米，供水量 2258 万立方米，主营业务仍存在较大的增长空间（图 3、图 4）。

图 3：公司‘十二五’发展规划目标（万千瓦、亿千瓦时）

图 4：公司‘十二五’发展规划目标（万立方米）



资料来源：公司公告，申万研究

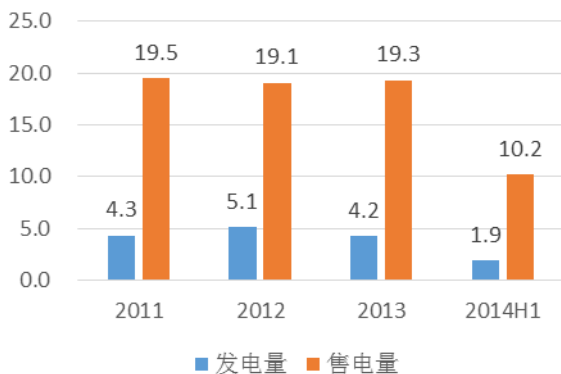
资料来源：公司公告，申万研究

## 2. 受益于电改，看好电网资源拓展

公司电力业务主要包括发电和供电业务。公司发电资产以水电为主，主要包括大岷水电，大堡水电，花溪水电，金竹岗水电，以及沫江煤电。公司自由及并网发电站装机规模 48.49 万千瓦，规模较小，发电量主要受水情等因素影响，保持在 4-5 亿千瓦时水平。后期随着公司并购工作的开展（四川大渡河电力股份有限公司（峨边县）等），网内发电装机容量有望大幅增加。

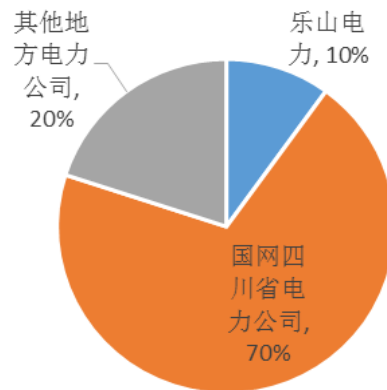
售电业务主要以乐山市和眉山市部分区县为主，近几年年均售电量（约 19.3 亿千瓦时）占该区域消费量的 10% 左右，其余电量则由区域内国网四川省电力公司（占比约 70%）及其他地方电力公司（犍为县、峨边县等，占比约 20%）提供。

图 5: 11-14H1 公司发、售电量情况 (亿千瓦时)



资料来源：公司公告、申万研究

图 6: 乐山市及眉山市供电商结构



资料来源：申万研究

为加快乐山区域电力资源的整合以及推动乐山电力电网升级，乐山市政府和四川省电力公司同意由公司逐步收购乐山地方国资和四川省电力公司持有的乐山市范围内的地方供电企业股权以及四川省电力公司拥有乐山境内的部分输变电设施等（详见《关于加快推进乐山两化互动、促进乐山更快更好发展的战略合作协议》）。

2014年，公司已相继完成了洪雅南部山区电力资源整合有关的电力设施、线路改造工作。以及对四川恒泽动力有限公司拥有的输电线路、变电资产的收购工作，该区域内水电电源已并入公司电网。供电业务进一步拓展至乐山市周边地区。公司对乐山川键电力公司和四川大渡河电力公司的股权收购工作也在推进中。

我们认为在电力体制改革逐步推进的大背景下，有利于公司加快推进乐山区域电力资源整合，并且凭借电网资源优势，有望实现电网资源外延拓展。届时公司的电力资产和售电量规模等都将在现有基础上出现大幅增长。

### 3. 定增改善负债结构，大股东变更为天津国资委

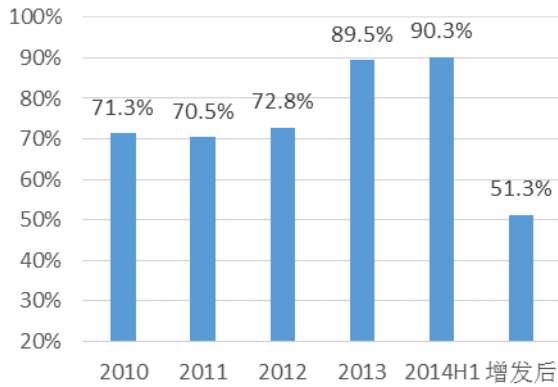
公司为拓展新业务寻求新的增长点，于2010年成立子公司乐电天威，公司主营结构发生变化，10、11年多晶硅业务营收占比均达30%以上。然而受光伏行业需求下滑影响，多晶硅价格持续下跌，公司多晶硅业务大幅亏损（于11年11月停产技改，12年亏损1.96亿元，13年亏损7.40亿元），近三年对公司经营业绩影响较大。

为了维持多晶硅业务的持续经营及其他业务发展，公司的流动资金需求逐步增长。近年来，公司所需资金主要依靠债务融资，通过银行等渠道融入资金，造成公司资产负债率逐年上升（图7）。2011年、12年和13年公司合并报表资产负债率分别为70.5%、72.8%和89.5%。截至14年上半年，公司资产负债率已超过90%，债务融资几无空间，公司面临营运资金不足，业务发展受限的不利局面。

基于上述情况，本次公司定向增发2.12亿股，发行底价7.55元/股，募集资金总额近16.0亿元。本次募集资金扣除发行费用后，15.79亿元将全部用于偿还公司借款和补充流动资金，其中8.4亿元用于偿还公司借款，剩余部分全部用于补充公司流动资金。增发后将明显改善公司资产结构，资产负债率降低至51.25%（图7），将大幅减少财务费用的支出约5500万左右（13年公司财务费用1.5亿元）。

图 7：增发明显改善公司负债结构

图 8：非公开发行后大股东持股变化情况



股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
乐山国资公司	5062.8	15.51%	10360.8	19.24%
四川省电力公司	5122.9	15.69%	5122.9	9.51%
中环集团	-	-	7947.0	14.76%
渤海集团	-	-	7947.0	14.76%
合计	10185.7	31.20%	31377.7	58.27%

资料来源：公司公告、申万研究

资料来源：公司公告、申万研究

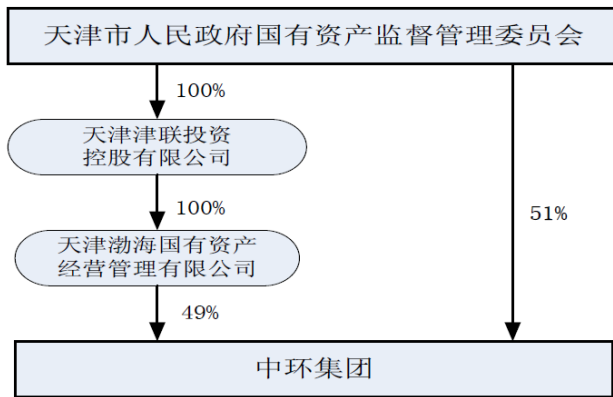
非公开发行前，公司总股本为 3.26 亿股，其中，四川省电力公司持有 5122.9 万股，占比 15.69%；乐山市国资公司持有 5062.8 万股，占比 15.51%，为公司主要两大股东。

本次非公开发行 2.12 亿股，发行对象为乐山市国资公司、中环集团和渤海基金三名特定投资者，其中：乐山市国资公司认购 5298 万股，中环集团认购 7947 万股，渤海基金认购 7947 万股。发行对象以现金认购本次发行的全部股票。则增发后，公司主要股东持股情况分别为（图 8）：乐山市国资公司合计持有 16361 万股，占总股本 19.24%；中环集团持有 7947 万股，占比 14.76%；渤海基金持有 7947 万股，占比 14.76%；四川省电力公司持有 5123 万股，占总股本比例降至 9.51%。

其中，中环集团是天津市政府授权经营国有资产的大型企业集团，集团的控股股东及实际控制人为天津市国资委（图 9）。旗下现有国内上市公司 2 家（天津中环和天津普林），国有全资及国有控股企业、三资企业及其他类型企业 250 余家。集团母公司资产总额 236 亿元，主要从事专用通信、半导体材料及器件、智能化仪表与控制、基础电子（电缆及印刷电路板）、系统集成以及新能源、新光源产业经营生产服务业务。12 年中环集团实现营业收入 116.4 亿元，净利润 2.86 亿元。中环集团及其下属公司（天津环欧半导体材料公司）与公司控股子公司乐电天威存在业务往来（11 年涉及金额 664 万元，13 年涉及金额 3682 万元）。

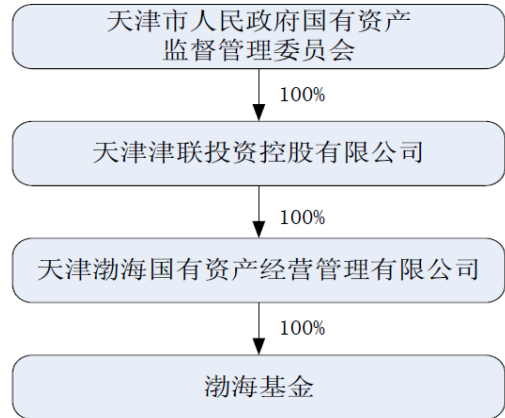
渤海基金由天津渤海国有资产经营管理有限公司全资持股，其实际控制人为天津市国资委（100%，图 10）。主要从事对未上市企业的投资、对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务。

图 9：中环集团持股关系情况



资料来源：公司公告、申万研究

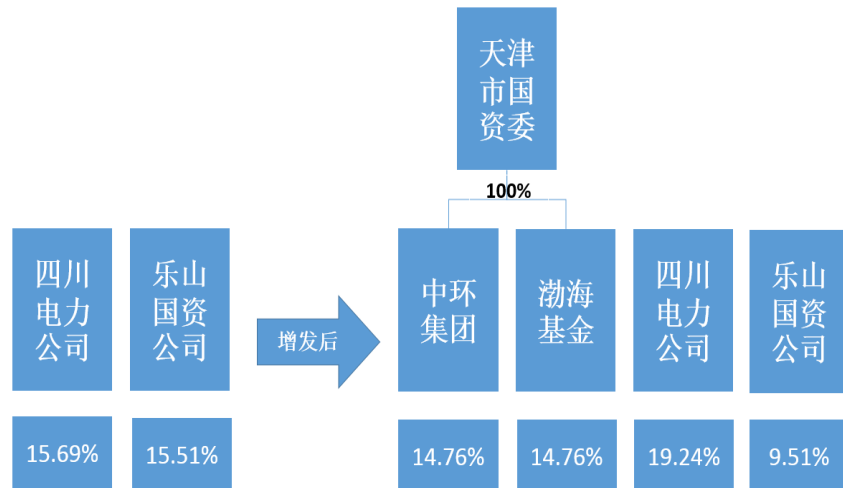
图 10：渤海基金持股关系情况



资料来源：公司公告、申万研究

因此，本次非公开发行后，天津市国资委分别通过中环集团（14.76%）和渤海基金（14.76%）合计持有公司股权 29.52%，将成为公司第一大股东（图 11）。公司原主要股东持股情况变更为：乐山市国资公司合计持有公司股权 19.24%；四川省电力公司持有公司股权 9.51%。

图 11：增发后，天津国资委成为公司最大股东



资料来源：公司公告、申万研究



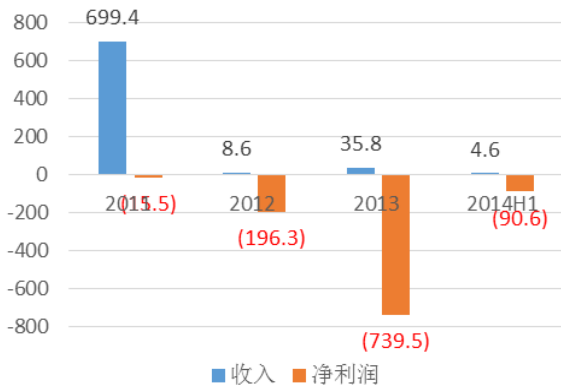
## 4. 多晶硅业务回暖，有望进军光伏产业

公司为拓展新业务寻求新的增长点，于2010年成立子公司乐电天威（公司51%，天威保变49%），公司主营结构发生变化，10、11年多晶硅业务营收占比均达30%以上。然而自11年以来，随着新增产能的不断投产，多晶硅行业由于产能过剩，下游需求不足导致多晶硅价格大幅下跌（图13），造成公司多晶硅业务大幅亏损（11年亏损1550万元，12年亏损1.96亿元，13年亏损7.40亿元），公司多晶硅业务于11年11月进行停产技改工作。截至14年6月，公司已累计投入技改资金1亿元左右，主要完成了还原尾气节能改造等项目。

随着13年下半年以来，多晶硅价格逐渐走出谷底，截至14年9月底，国产多晶硅价格为165元/公斤，已从13年初的最低点反弹43%。随着多晶硅价格中枢不断上移，以及公司技改项目逐步完成，我们认为复产后，公司多晶硅完全成本或可降至110元/公斤左右，项目可逐步实现盈利。

因乐电天威多晶硅业务经营困难，另一股东天威保变提出转让所持有的乐电天威硅业公司49%股权意向。14年3月，经公司与天威保变协商，双方就天威保变转让乐电天威硅业公司49%股权转让事宜签署了《关于乐山乐电天威硅业科技有限责任公司股权等事项的框架协议》。双方已共同委托中介机构对乐电天威硅业公司股权开展审计评估工作，并积极磋商有关股权转让的具体事项。

图 12：11-14H1 乐电天威经营情况（百万元）



资料来源：申万研究

图 13：多晶硅料价格走势（一级料，元/公斤）



资料来源：申万研究

国务院于13年出台《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，提出规划13-15年年均新增光伏发电装机容量10GW左右，到2015年总装机容量达到35GW以上。经过两年多的行业洗牌，产能规模较小的企业逐步淘汰，行业集中度明显提升。随着技改升级工作完成，公司多晶硅业务有望实现扭亏为盈，并随着光伏行业快速发展，实现盈利快速回升。

此外，公司于10月16日公告称，拟与天津中环股份、四川发展、天津津联投资和 SunPower Energy，共同投资设立四川晟天新能源发展公司（暂定名，注册资本 26.85 亿元），开发、拥有或出售主要使用高效率（效率不低于 24%）低倍聚光光伏技术产品建造的发电厂，开发建设装机容量为 3GW 的高效光伏中心项目（预计 17 年），并且其长期目标是开发建设超过约 10GW 的装机容量（预计 2030 年）。公司拟出资 5.8 亿元，持有四川晟天公司股权比例 21.6%。规划项目主要以四川西部地区为主，盈利前景良好，我们认为公司借本次非公开发行引入中环集团等战略投资者，有利于公司利用中环集团的产业优势和技术优势，加快多晶硅项目进程，并进军光伏产业。

## 5. 看好公司长期成长性，给予‘增持’评级

基于如下主要假设，我们对公司 2014-2017 年业绩进行了盈利预测：

—— 电力业务：假设 14-17 年公司售电量分别为 22、38、55、70 亿千瓦时。

—— 多晶硅业务：假设乐电天威股权转让事宜顺利，公司多晶硅业务于 15 年下半年复产。四川晟天光伏项目进展顺利，完成 17 年 3GW 建设规划目标。

—— 天然气业务：假设公司 14-17 年售气量年均增长 10%，安装费收入与 13 年持平。

预计 2014-17 年公司可完成营业收入 15.5 亿元、27.9 亿元、36.6 亿元和 44.1 亿元，实现（归属于母公司）净利润分别为 0.72 亿元、2.08 亿元、3.52 亿元和 5.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.13 元/股、0.39 元/股、0.65 元/股和 0.93 元/股。预计 15 年业绩增长 200%，未来三年复合增长率达 82%。对应当前股价，15 年 PE 和 PB 估值分别为 27.7 倍和 2.8 倍。

考虑公司受益于电改，有利于加快推进乐山区域电力资源整合带来的高速增长，以及公司有望进军光伏产业带来的估值提升，建议关注公司短期估值提升以及中长期的业绩改善。我们认为，至 17 年保守估计公司合理市值应该在 110 亿元（电力业务 60 亿元，20xPE；天然气业务 20 亿元，20xPE，光伏业务 30 亿元，15xPE）。较当前市值（58.3 亿元）存在 88% 以上的增长空间，综合考虑 PE 及 PB 估值，给予‘增持’评级。

表 1：乐山电力（600644）盈利预测表（百万元、元/股）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	1,450	1,463	1,554	2,794	3,658	4,414
二、营业总成本	1,459	2,097	1,551	2,619	3,373	4,029
其中：营业成本	1,013	1,141	1,101	1,981	2,548	3,050
营业税金及附加	23	24	22	39	51	62
销售费用	37	36	38	69	90	109
管理费用	217	232	233	419	549	662
财务费用	135	149	148	101	126	136
资产减值损失	34	516	10	10	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	22	84	131	195
三、营业利润	(7)	(631)	24	260	415	580
加：营业外收入	34	24	13	20	20	20
减：营业外支出	3	10	15	10	10	10
四、利润总额	23	(617)	22	270	425	590
减：所得税	57	39	30	57	68	83
五、净利润	(34)	(656)	(8)	213	357	507
少数股东损益	(80)	(357)	(80)	5	5	5
归属于母公司所有者的净利润	46	(299)	72	208	352	502
六、基本每股收益	0.09	(0.55)	0.13	0.39	0.65	0.93

资料来源：wind、申万研究

附表：乐山电力（600644）前十大股东一览(非公开发行完成后)

股东名称	持股比例 (%)	持股数量 (百万股)
乐山国资公司	19.24%	103.61
中环集团	14.76%	79.47
渤海基金	14.76%	79.47
四川电力公司	9.52%	51.23
申银万国证券	1.10%	5.94
兴业证券	1.01%	5.44
银河证券	0.70%	3.74
国信证券	0.53%	2.86
泰信基金	0.46%	2.46
中信建投证券	0.45%	2.43
合计	62.53%	336.66

资料来源：公司公告、申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。