

审慎增持 (维持)

0981.HK 中芯国际

港股通 (沪、深)

目标价: 36.22 港元

现价: 32.75 港元

营收利润创新高, 折旧费用逐步加大

2020年08月06日

预期升幅: 10.60%

主要财务指标

市场数据

日期	2020-08-06
收盘价(港元)	32.75
总股数(百万)	7,438
总市值(亿港元)	3,480
净资产(百万美元)	13,177
总资产(百万美元)	20,388
每股净资产(美元)	1.77

数据来源: Wind

相关报告

《科创上市在即, 估值与业绩如何发展》-2020.07.14
《理性的业绩增长, 感性的估值预期》-2020.06.26
《产能利用率维持高位, 毛利率持续改善》-2020.05.14
《折旧费用可控, 毛利率高于预期》-2020.02.14
《业绩前瞻: 先进制程量产, 盈利进入关键期》-2020.02.12
《成熟制程驱动盈利能力, 先进制程稳步开展》-2019.11.25
《14nm 年底贡献收入, N+1 进入客户导入阶段》-2019.08.12

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070139

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	3,116	3,784	4,210	4,679
同比增长	-7.3%	21.5%	11.3%	11.1%
归母净利润(百万美元)	235	216	277	352
同比增长	75.1%	-8.0%	28.1%	27.1%
毛利率	20.6%	23.3%	24.0%	24.8%
净利率	5.1%	3.7%	4.7%	5.9%
净资产收益率	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%
基本每股收益(美元)	0.04	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流(美元)	0.20	0.21	0.32	0.37

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院预测

投资要点

- **营收与毛利率符合预期, 股权资产增长驱动利润大幅增长。**公司 20Q2 季度收入 9.4 亿美元, 环比+3.7% (指引 3%~5%), 同比+18.7%。产能利用率达 98.6% (环比+0.1pcts), 付运晶圆 1,436 千片 (8 寸当量), 环比+2%, 同比+12%。由于晶圆交付量增加以及产品组合改变, 毛利率提升至 26.5% (指引 26%-28%), 环比+0.7pct, 同比+7.4pct; 经营开支环比下降 1%, 其中一般及行政开支环比减少 1.5 千万; 股票投资公允价值变动及权益法投资价值增长近 5.5 千万, 推动归母净利润同比大增 644% 达到 1.38 亿。
- **8 寸产能紧俏推动成熟制程持续满产, 中国占比持续提升。**成熟制程 (40nm 及以上) 本季营收占比 91%, 我们判断相关制程利用率或持续满产, 主要受益摄像头、电源管理、嵌入存储等需求强劲。20Q2 中国区销售占比为 66.1%, 环比+4.5pcts, 同比+9.2pcts。近期美国出口管制逐步趋严, 国产芯片对于份额转移的需求持续增加; 同时在 5G 智能机备货及新能源车渗透提升下, 8 寸产能或供不应求, 我们判断公司成熟制程今年或持续满产。
- **14/28nm 营收占比微幅提升, 提升全年资本支出 24 亿。**14/28nm 在 20Q2 营收占比 9.1%, 环比+1.3pcts, 我们估算 14nm 产能约为 6k pcs 12 寸晶圆, 爬坡略低于我们预期。公司本月初发布公告称计划与北京开发区管委会合作出资 76 亿美元设立月产能 10 万片的 28nm 及以上的 12 寸产线。此外, 公司再次将全年资本开支计划由 43 亿提升至 67 亿美元。公司对下季指引, 预计收入环比+1%~+3%, 对应约 9.6 亿美元, 同比+18%; 毛利率 19~21%, 环比下滑 6.5pcts, 同比下滑 1pcts。我们判断, 随着先进制程折旧逐步正常化, 毛利率或维持 20-23% 水平。
- **投资建议:** 公司产能爬坡与良率提升略低于此前预期, 先进制程折旧常态化将在下季开始影响盈利能力, 但国产化需求将对成熟制程利用率形成有力支撑。我们预测公司 20/21 年的净资产将达到每股 1.83/1.87 美元; 考虑到美国出口管制给公司订单出货带来的不确定性及 H 股/科创板目前约 6 成的折价, 我们下调公司 PB 估值至 2.5 倍, 根据 2021 年预测每股净资产, 调整港股目标价至 36.22 港元, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 先进制程扩产不及预期、外力干扰设备供应、国产化不如预期、疫情影响下终端需求的不确定性

报告正文

营收与毛利率符合预期，股权资产增长驱动利润大幅增长。公司 20Q2 季度收入 9.4 亿美元，环比+3.7%（指引 3%~5%），同比+18.7%。产能利用率达 98.6%（环比+0.1pcts），付运晶圆 1,436 千片（8 寸当量），环比+2%，同比+12%。由于晶圆交付量增加以及产品组合改变，毛利率提升至 26.5%（指引 26%-28%），环比+0.7pct，同比+7.4pct；经营开支环比下降 1%，其中一般及行政开支环比减少 1.5 千万；股票投资公允价值变动及权益法投资价值增长近 5.5 千万，推动归母净利润同比大增 644% 达到 1.38 亿。

图1、中芯国际 20Q2 经营业绩概要

2020 年第二季经营业绩概要

以千美元为单单位(每股盈利和百分比除外)

	2020 年 第二季度	2020 年 第一季度	季度比较	2019 年 第二季度	年度比较
收入	938,463	904,912	3.7%	790,882	18.7%
销售成本	(689,874)	(671,327)	2.8%	(639,724)	7.8%
毛利	248,589	233,585	6.4%	151,158	64.5%
经营开支	(183,923)	(186,244)	-1.2%	(193,988)	-5.2%
经营利润	64,666	47,341	36.6%	(42,830)	-
其他收入，净额	76,999	18,317	320.4%	18,379	319.0%
除税前利润	141,665	65,658	115.8%	(24,451)	-
所得税费用	(16,029)	(14,340)	11.8%	(1,366)	1,073.4%
本期利润	125,636	51,318	144.8%	(25,817)	-
其他综合收益(亏损):					
外幣報表折算差異變動	(4,941)	1,919	-	(10,057)	-50.9%
现金流量套期	(14,577)	(13,858)	5.2%	(9,908)	47.1%
设定受益計畫精算损益	-	-	-	(775)	-
本期综合收入总额	106,118	39,379	169.5%	(46,557)	-
本期以下各方应估利润(亏损):					
本公司拥有人	137,969	64,164	115.0%	18,539	644.2%
非控制性权益	(12,333)	(12,846)	-4.0%	(44,356)	-72.2%
本期利润	125,636	51,318	144.8%	(25,817)	-
毛利率	26.5%	25.8%		19.1%	
每股普通股股份盈利 ⁽¹⁾					
基本	\$0.03	\$0.01		\$0.00	
摊薄	\$0.02	\$0.01		\$0.00	
每股美国预托股份盈利 ⁽²⁾					
基本	\$0.13	\$0.06		\$0.02	
摊薄	\$0.12	\$0.06		\$0.02	
付运晶圆(约当 8 吋)	1,435,591	1,406,714	2.1%	1,284,451	11.8%
产能利用率 ⁽³⁾	98.6%	98.5%		91.1%	

附注：

(1) 基於 2020 年第二季加權平均普通股 5,337 百萬股(基本)及 6,006 百萬股(攤薄)，2020 年第一季 5,095 百萬股(基本)及 5,968 百萬股(攤薄)，2019 年第二季 5,050 百萬股(基本)及 5,064 百萬股(攤薄)。

(2) 每股美國預托股份代表 5 股普通股股份。

(3) 產能利用率按約當產出晶圓總額除以估計季度產能計算。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

8寸产能紧俏推动成熟制程持续满产，中国占比持续提升。成熟制程（40nm及以上）本季营收占比91%，我们判断相关制程利用率或持续满产，主要受益摄像头、电源管理、嵌入存储等需求强劲。20Q2中国区销售占比为66.1%，环比+4.5pcts，同比+9.2pcts。近期美国出口管制逐步趋严，国产芯片对于份额转移的需求持续增加；同时在5G智能机备货及新能源车渗透提升下，8寸产能或供不应求，我们判断公司成熟制程今年或持续满产。

图2、中芯国际季度营收及毛利率

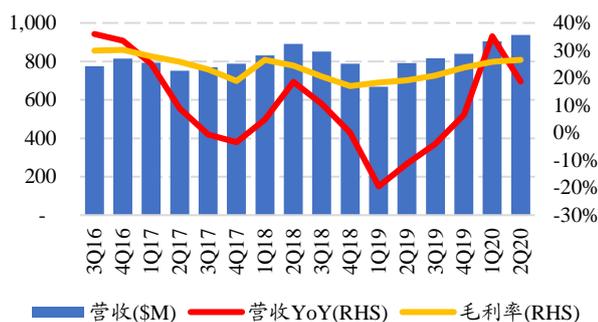
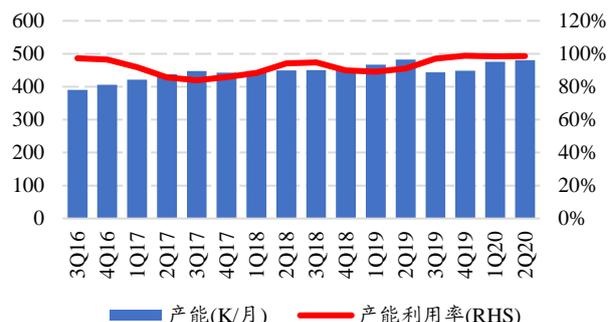


图3、中芯国际季度产能及利用率



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、中芯国际 20Q2 毛利情况

毛利					
以千美元计					
	2020年 第二季度	2020年 第一季度	季度比较	2019年 第二季度	年度比较
销售成本	689,874	671,327	2.8%	639,724	7.8%
折舊及攤銷	210,976	213,832	-1.3%	185,397	13.8%
其他製造成本	477,686	457,382	4.4%	453,851	5.3%
股權報酬	1,212	113	972.6%	476	154.6%
毛利	248,589	233,585	6.4%	151,158	64.5%
毛利率	26.5%	25.8%	-	19.1%	-

- 2020年第二季的销售成本由2020年第一季的671.3百万美元增加2.8%至689.9百万美元，主要由于2020年第二季度晶圆付运量增加所致。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、中芯国际 20Q2 经营开支情况

經營開支(收入)				
以千美元计				
	2020年 第二季度	2020年 第一季度	季度比较	2019年 第二季度
經營開支	183,923	186,244	-1.2%	193,988
研究及開發開支	157,999	166,486	-5.1%	182,207
一般及行政開支	59,381	74,231	-20.0%	64,578
銷售及市場推廣開支	5,072	5,841	-13.2%	8,852
金融資產減值虧損確認(撥回)淨額	1,924	(1,102)	-	627
其他經營收入	(40,453)	(59,212)	-31.7%	(62,276)

- 2020年第二季的研究及開發開支減少至158.0百万美元，相比2020年第一季為166.5百万美元，主要由於本季度研發活動較少所致。
- 一般及行政開支下降20.0%至59.4百万美元，相比2020年第一季為74.2百万美元，變動主要是因為我們擁有多數股權的上海廠自2020年6月起進入大量生產，導致2020年第二季試經營相關的開支比2020年第一季減少。
- 其他經營收入的變動主要由於政府項目資金在2020年第二季為40.5百万美元，相比2020年第一季為59.2百万美元。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图6、中芯国际 20Q2 其他收入情况

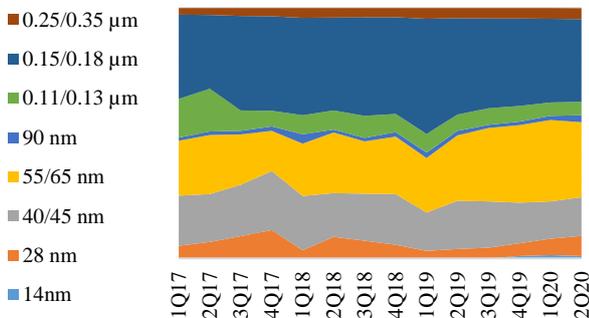
其他收入(開支), 淨額					
以千美元計					
	2020年 第二季度	2020年 第一季度	季度比較	2019年 第二季度	年度比較
其他收入, 淨額	76,999	18,317	320.4%	18,379	319.0%
利息收入	36,069	33,923	6.3%	36,612	-1.5%
財務費用	(18,220)	(18,158)	0.3%	(16,646)	9.5%
外幣匯兌收益(損失)	1,890	1,866	1.3%	(5,487)	-
其他收益, 淨額	27,789	2,553	988.5%	4,090	579.4%
以權益法投資之應佔利益(損失)	29,471	(1,867)	-	(190)	-

- 2020年第二季其他收益, 淨額增加主要由認列為以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產的股權證券投資之公允價值收益增加引起。
- 以權益法投資之應佔利益的變動主要由於本季度聯營公司的收益所致。本集團部分聯營公司為若干投資組合的基金管理機構, 本季度以權益法投資之應佔利益主要由於投資組合的公允價值變動所致。

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

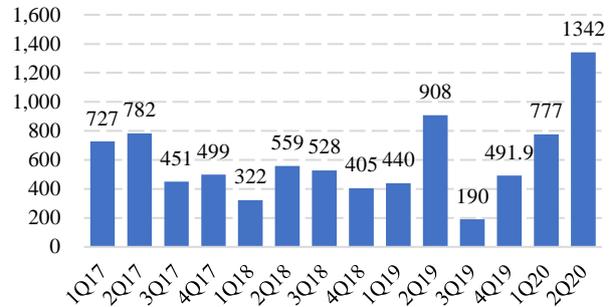
14/28nm 营收占比微幅提升, 资本支出新增 24 亿。 14/28nm 在 20Q2 营收占比 9.1%, 环比+1.3pcts, 我们估算 14nm 产能约为 6k pcs 12 寸晶圆, 爬坡略低于我们预期。公司本月初发布公告称计划与北京开发区管委会合作出资 76 亿美元设立月产能 10 万片的 28nm 及以上的 12 寸产线。此外, 公司再次将全年资本开支计划由 43 亿提升至 67 亿美元。公司对下季指引, 预计收入环比+1%~+3%, 对应约 9.6 亿美元, 同比+18%; 毛利率 19~21%, 环比下滑 6.5pcts, 同比下滑 1pcts。我们判断, 随着先进制程折旧逐步正常化, 毛利率或维持 20-23% 水平。

图7、中芯国际不同制程收入占比



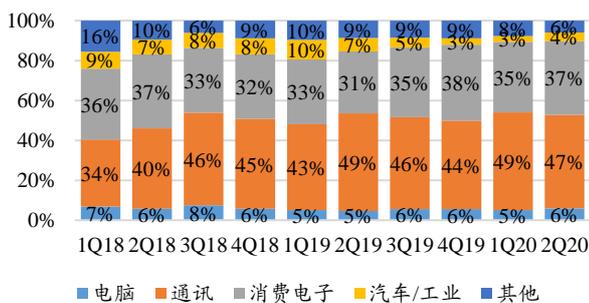
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、中芯国际季度资本开支(百万美元)



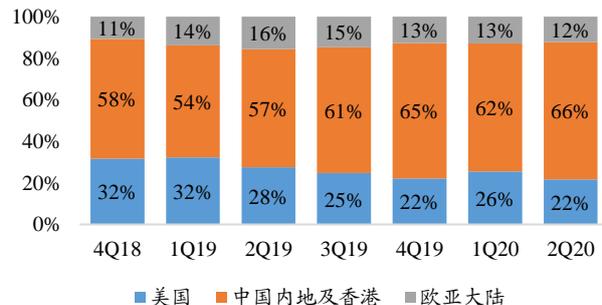
资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、中芯国际不同应用收入占比



资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、中芯国际不同地区收入占比



资料来源: 公司季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

表1、中芯国际工厂产能统计

尺寸	制程	地点	状态	规划产能 千片/月	产能(千片/月)						
					4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
计入合并报表的产能(间接持有中芯南方与中芯北方约51%股权)											
8寸	0.35 μ m-90nm	上海	建成	109	109	112	115	112	115	115	115
8寸	0.35 μ m~0.15 μ m	天津	建成	60	60	58	57	58	58	63	73
8寸	0.18 μ m~0.13nm	深圳	建成	42	42	45	50	52	55	55	46
8寸	0.35 μ m~90nm	意大利	建成	42.3	42.3	42.3	42.3	0(已处置)	0	0	0
12寸	40-28nm	上海	建成	10	10	10	8	8	2	2	1.4
12寸	14nm-10nm	上海(中芯南方)	在建						3	4	6
12寸	0.18 μ m-55nm	北京	建成	42	42	47	50	50	52	52	52
12寸	40nm~28nm	北京(中芯北方)	建成	33	33	33	36	37.6	41	50	50
12寸	0.13 μ m-28nm	深圳	在建	3	3	3	3	3	0	0	0
不计入合并报表的产能(持股中芯绍兴23.5%,中芯宁波38.6%)											
8寸	MEMS和功率器件	绍兴	在建	51万片/年							
8寸	高压模拟等半导体	宁波	在建	33万片/年							

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 公司产能爬坡与良率提升略低于此前预期,先进制程折旧常态化将在下季开始影响盈利能力,但国产化需求将对成熟制程利用率形成有力支撑。我们预测公司20/21年的净资产将达到每股1.83/1.87美元;考虑到美国出口管制给公司订单出货带来的不确定性及H股/科创板目前约6成的折价,我们下调公司PB估值至2.5倍,根据2021年预测每股净资产,调整港股目标价至36.22港元,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 先进制程扩产不及预期、外力干扰设备供应、国产化不如预期、疫情影响下终端需求的不确定性

附表

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	6,874	14,001	13,970	14,637	
货币资金	2,239	9,067	8,879	9,348	
应收账款	836	967	1,025	1,085	
存货	629	726	768	845	
其他	3,170	3,241	3,298	3,360	
非流动资产	9,564	12,291	14,352	15,995	
固定资产	7,757	10,442	12,457	14,047	
无形资产	97	74	50	26	
预付租金	377	377	377	377	
长期股权投资	1,166	1,232	1,302	1,378	
其他	76	76	76	76	
资产总计	16,438	26,292	28,322	30,632	
流动负债	3,205	3,383	3,577	3,709	
短期借款	563	563	563	563	
应付账款	1,034	1,113	1,307	1,439	
其他	1,608	1,707	1,707	1,707	
非流动负债	3,035	3,735	3,840	3,951	
长期借款	2,004	2,104	2,209	2,320	
其他	1,031	1,631	1,631	1,631	
负债合计	6,240	7,118	7,417	7,660	
股本	20	31	31	31	
储备	5,649	13,426	13,713	14,065	
归母权益	6,233	14,021	14,308	14,659	
少数股东权益	3,965	5,154	6,597	8,312	
股东权益合计	10,198	19,175	20,905	22,972	
负债及权益合计	16,438	26,292	28,322	30,632	

现金流量表		单位:百万美元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	159	216	277	352	
折旧和摊销	1,028	1,433	2,104	2,529	
其他	-168	-73	88	-11	
经营活动产生现金流量	1,019	1,576	2,469	2,869	
投资活动产生现金流量	-1,949	-4,208	-4,216	-4,226	
融资活动产生现金流量	1,376	9,461	1,559	1,826	
现金净变动	438	6,829	-189	469	
现金的期初余额	1,801	2,239	9,067	8,879	
现金的期末余额	2,239	9,067	8,879	9,348	

利润表		单位:百万美元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	3,116	3,784	4,210	4,679	
营业成本	-2,473	-2,904	-3,199	-3,520	
毛利	642	880	1,012	1,159	
销售费用	-27	-25	-25	-28	
管理费用	-255	-313	-320	-342	
研发支出	-687	-915	-1,020	-1,111	
财务费用	-63	-60	-63	-66	
其他	572	590	637	693	
税前利润	182	157	220	305	
所得税	-23	-16	-22	-31	
净利润	159	141	198	275	
少数股东损益	-76	-75	-79	-77	
归属母公司净利润	235	216	277	352	
EPS(元)	0.04	0.03	0.04	0.05	

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长性					
营业收入增长率	-7.3%	21.5%	11.3%	11.1%	
营业利润增长率	234%	-15%	156%	82%	
净利润增长率	75%	-8%	28%	27%	
盈利能力					
毛利率	20.6%	23.3%	24.0%	24.8%	
净利率	5.1%	3.7%	4.7%	5.9%	
ROE	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%	
偿债能力					
资产负债率	38.0%	27.1%	26.2%	25.0%	
流动比率	2.14	4.14	3.91	3.95	
速动比率	1.95	3.92	3.69	3.72	
营运能力(次)					
资产周转率	0.19	0.14	0.15	0.15	
应收帐款周转率	3.73	3.91	4.11	4.31	
每股资料(美元)					
每股收益	0.04	0.03	0.04	0.05	
每股经营现金	0.20	0.21	0.32	0.37	
每股净资产	1.23	1.83	1.87	1.92	
估值比率(倍)					
PE	105.6	149.7	116.9	92.0	
PB	3.43	2.31	2.26	2.21	

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注册为证券分析师，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：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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.xyjq.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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团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。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/或其关联人员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门、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。