

0868.HK 信义玻璃

港股通（沪/深）

审慎增持（下调）

行业承压，方显优秀属性

2019年2月26日

## 市场数据

| 日期        | 2019.02.25 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元)   | 9.70       |
| 总股本(百万股)  | 3994       |
| 流通股本(百万股) | 3994       |
| 总市值(亿港元)  | 387        |
| 流通市值(亿港元) | 387        |
| 净资产(百万港元) | 18,702     |
| 总资产(百万港元) | 32,679     |
| 每股净资产(港元) | 4.68       |

数据来源: Wind

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 14,728 | 16,014 | 16,817 | 19,079 |
| 同比增长(%)    | 14.6   | 8.7    | 5.0    | 13.5   |
| 净利润(百万港元)  | 4,014  | 4,237  | 4,043  | 5,044  |
| 同比增长(%)    | 24.9   | 5.6    | -4.6   | 24.8   |
| 毛利率(%)     | 37.0   | 36.7   | 36.7   | 36.8   |
| 净利润率(%)    | 27.3   | 26.5   | 24.0   | 26.4   |
| 净资产收益率(%)  | 21.9   | 22.7   | 19.5   | 21.6   |
| 每股收益(港元)   | 1.01   | 1.06   | 1.01   | 1.26   |
| 每股股息(港元)   | 0.48   | 0.52   | 0.49   | 0.62   |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

## 事件:

- 公司披露 2018 年业绩: 收入同比增长 8.7% 至 160.14 亿港元; 毛利同比增长 7.92% 至 58.75 亿港元; 归母净利润同比增加 5.6% 至 42.37 亿港元; 每股基本盈利为 105.7 港仙; 拟派末期息每股 27 港仙, 全年共派息 52 港仙, 派息比例 49%。

## 点评:

- **我们的观点:** 土地购置面积增速降温, 多地收紧 2019 年棚改目标, 指向 2019 年地产投资端下行压力较大, 19 年玻璃需求增量有限。成本上涨而需求预期不足, 18 年 11 月以来, 放水玻璃生产线明显增多, 玻璃行业自发进入冷修去库存阶段。我们预计 19 年将进入密集冷修的供给出清阶段, 行业有一定压力, 但公司体现了较强的竞争力, 我们下调公司评级至“审慎增持”, 目标价 11.09 港元, 预计公司 2019-2020 年实现归母净利润分别为 40.43 亿、50.44 亿港元, 2019/2/25 收盘价对应 2019E 的 PE 为 9.6X。
- **在中美贸易战、人民币 H2 贬值及国内去杠杆的众多不利条件下, 公司成功通过压力测试。** 18 年收入同比增长 8.7%, 主要由各类玻璃产品销量增长贡献: 建筑玻璃产销量继续双位数增长, 汽车玻璃上半年“抢出口”效应明显。三大业务整体毛利率小幅下滑至 36.7%, 主要是由于美国征收额外的进口关税导致汽车玻璃板块毛利率下滑 3pct 至 43.9%。同时受参股信义光能业绩下滑影响, 公司净利润率微跌至 26.5%, 18 年净利润同比增加 5.6% 至 42.37 亿港元。
- 马来西亚 2 期顺利投产, 3 期项目正在规划, 广西和张家港项目预计于 2019 年 Q3-2020 年 Q2 全部释放, 公司将继续实践产能全球化、产品差异化和上下游一体化策略, 保持经营业绩稳健增长。

风险提示: 需求下滑、海外扩张不及预期、反倾销风险、汇率风险

## 相关报告

《公司优势凸显, 业绩稳健增长》(20180731)

《管理层屡次增持, 估值吸引力凸显》(20180613)

《信义玻璃深度报告: 全球化的信义, 成长超越周期》(20180207)

## 海外周期研究

分析师: 张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn



## 报告正文

### 事件:

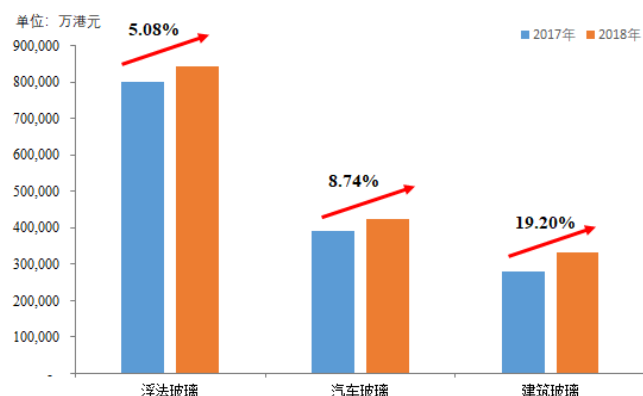
- 公司披露 2018 年业绩: 收入同比增长 8.7% 至 160.14 亿港元; 毛利同比增长 7.92% 至 58.75 亿港元; 归母净利润同比增加 5.6% 至 42.37 亿港元; 每股基本盈利为 105.7 港仙; 拟派末期息每股 27 港仙, 全年共派息 52 港仙, 派息比例 49%。

### 点评:

- 在中美贸易战、人民币 H2 贬值及国内去杠杆的众多不利条件下, 公司成功通过压力测试, 营收利润再创新高。18 年收入同比增长 8.7%, 主要由各类玻璃产品销量增长贡献, 特别是建筑玻璃和汽车玻璃: (1) 建筑玻璃产销量继续双位数增长, 公司积极并购 LOE-E 玻璃扩大生产规模, (2) 汽车玻璃上半年“抢出口”效应明显。

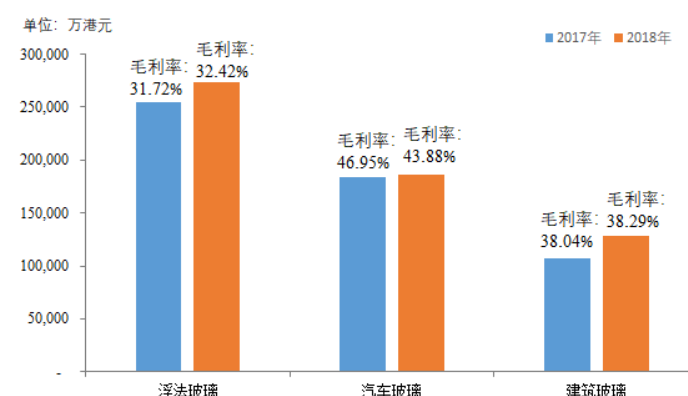
三大业务整体毛利率由 37.0% 略下滑至 36.7%, 主要是由于美国征收额外的进口关税导致汽车玻璃板块毛利率下滑 3pct 至 43.9%。同时受参股的信义光能业绩下滑影响, 公司净利润率微跌至 26.5%, 18 年净利润同比增加 5.6% 至 42.37 亿港元。

### 图表 1、分板块营收规模



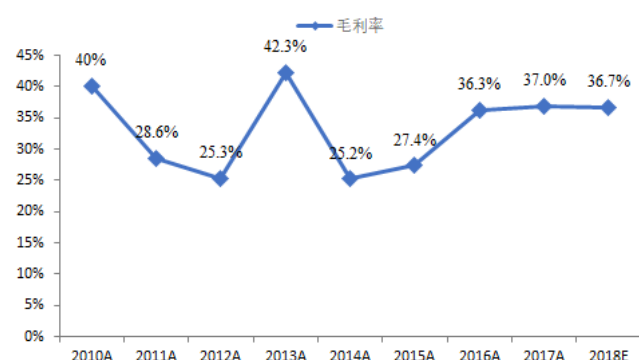
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 图表 2、分板块毛利



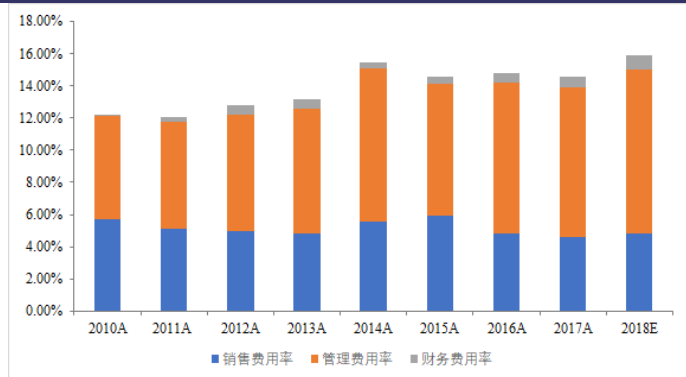
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 图表 3、毛利率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 图表 4、三项费用率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

信义继续实践差异化产品策略和上游延伸策略，保持经营业务稳定。近年来，信义在超白、超厚、超薄等特种玻璃方面引领市场需求，经济效益逐步释放，有效抵御市场周期波动。2018 差异化产品占浮法玻璃比重 32%，2019 年目标 40%，2020 年目标 50%。另外，信义在广西北海打造砂石基地+4 条特种玻璃+400 万片汽玻+沿海码头的产能基地，增加集团在产品多元化和上下游一体化方面的优势。

全球化扩张继续落地。马来西亚 2 期 2 条生产线已经于 18 年下半年顺利投产，第 3 期项目仍在规划中，信义将继续策略性实践全球化扩张策略，保持规模优势。同时，受惠于招商引资税务优惠待遇，海外生产成本较国内更低，马来西亚设厂服务于东盟、台湾、韩国、印度等，进一步推动国际化步伐，规避贸易摩擦和反倾销风险。

图表 5、信义玻璃的产能扩张计划

| 生产线             | 规模 (T/D) | 计划点火时间表             |
|-----------------|----------|---------------------|
| 广西北海 4 条特种玻璃生产线 | 3200     | 19 年下半年-20 年上半年陆续点火 |
| 张家港 2 条浮法玻璃生产线  | 1500     | 20 年上半年投产           |
| 广西北海汽玻生产线       | 400 片/年  | 20 年投产              |
| 马来西亚 3 期 (讨论中)  |          |                     |
| 加拿大项目 (讨论中)     |          |                     |

资料来源兴业证券经济与金融研究院整理

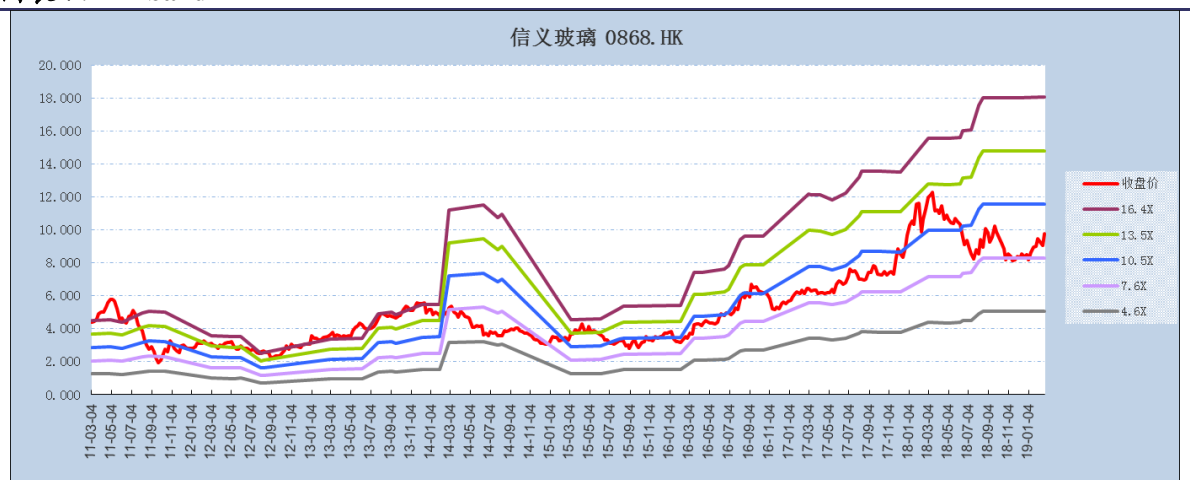
- **我们的观点：**土地购置面积增速降温，多地收紧 2019 年棚改目标，指向 2019 年地产投资端下行压力较大，19 年玻璃需求增量有限。成本上涨而需求预期不足，18 年 11 月以来，放水玻璃生产线明显增多，玻璃行业自发进入冷修去库存阶段。我们预计 19 年将进入密集冷修的供给出清阶段，以信义为代表的龙头公司将继续发挥产能扩张、差异化产品、上下游一体化的优势，险中取胜。行业有一定压力，但公司体现了较强的竞争力，我们下调公司评级至“审慎增持”，目标价 11.09 港元，预计公司 2019-2020 年实现归母净利润分别为 40.43 亿、50.44 亿港元，2019/2/25 收盘价对应 2019E 的 PE 为 9.6X。
- **风险提示：**需求下滑、海外扩张不及预期、反倾销风险、汇率风险

图表 6、半年度业绩对比 (单位: 百万港元、港元/股、%)

| 报告期           | 2016H1 | 2016H2 | 2017H1 | 2017H2 | 2018H1 | 2018H2 | YOY       |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| <b>浮法玻璃板块</b> |        |        |        |        |        |        |           |
| 收入            | 2,675  | 3,835  | 3,619  | 4,398  | 4,139  | 4,286  | -2.5%     |
| 毛利            | 596    | 1,195  | 1,090  | 1,453  | 1,385  | 1,346  | -7.4%     |
| 毛利率           | 22.3%  | 31.2%  | 30.0%  | 33.0%  | 33.5%  | 31.4%  | -4.9%     |
| <b>汽车玻璃板块</b> |        |        |        |        |        |        |           |
| 收入            | 1,990  | 1,758  | 1,871  | 2,039  | 2,116  | 2,136  | 4.8%      |
| 毛利            | 969    | 867    | 894    | 941    | 951    | 915    | -2.8%     |
| 毛利率           | 48.7%  | 49.3%  | 47.8%  | 46.2%  | 44.9%  | 42.9%  | -7.2%     |
| <b>建筑玻璃板块</b> |        |        |        |        |        |        |           |
| 收入            | 1,220  | 1,370  | 1,186  | 1,614  | 1,493  | 1,845  | 14.3%     |
| 毛利            | 476    | 556    | 445    | 621    | 582    | 696    | 12.2%     |
| 毛利率           | 39.0%  | 40.6%  | 37.5%  | 38.4%  | 39.0%  | 37.7%  | -1.9%     |
| 营业收入          | 5,885  | 6,963  | 6,677  | 8,051  | 7,748  | 8,267  | 2.7%      |
| 营业成本          | 3,844  | 4,345  | 4,248  | 5,036  | 4,830  | 5,309  | 5.4%      |
| 毛利            | 2,041  | 2,618  | 2,429  | 3,015  | 2,918  | 2,957  | -1.9%     |
| 销售费用          | 351    | 269    | 334    | 341    | 371    | 401    | 17.6%     |
| 管理费用          | 533    | 669    | 586    | 784    | 746    | 889    | 13.4%     |
| 财务费用          | 44     | 33     | 50     | 47     | 62     | 80     | 71.0%     |
| 其他收益          | 104    | 238    | 141    | 236    | 190    | 351    | 48.8%     |
| 其他盈利-净额       | 43     | 116    | -45    | 362    | 40     | 497    | 37.2%     |
| 应占联营公司损益      | 312    | 250    | 368    | 332    | 364    | 202    | -39.0%    |
| 利润总额          | 1,369  | 1,847  | 1,638  | 2,376  | 2,013  | 2,235  | -5.9%     |
| 归母净利润         | 1,369  | 2,184  | 1,636  | 2,695  | 2,008  | 2,229  | -17.3%    |
| EPS           | 0.35   | 0.48   | 0.42   | 0.59   | 0.50   | 0.55   |           |
| 销售费用率         | 5.97%  | 3.86%  | 5.00%  | 4.24%  | 4.79%  | 4.86%  | 0.61 pct  |
| 管理费用率         | 9.06%  | 9.61%  | 8.78%  | 9.73%  | 9.63%  | 10.75% | 1.02 pct  |
| 财务费用率         | 0.75%  | 0.47%  | 0.74%  | 0.58%  | 0.80%  | 0.97%  | 0.39 pct  |
| 所得税率          | 12.87% | 17.99% | 14.84% | 14.32% | 13.72% | 15.27% | 0.95 pct  |
| 毛利率           | 34.7%  | 37.6%  | 36.4%  | 37.4%  | 37.7%  | 35.8%  | -1.67 pct |
| 净利润率          | 23.3%  | 31.4%  | 24.5%  | 33.5%  | 25.9%  | 27.0%  | -6.51 pct |

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

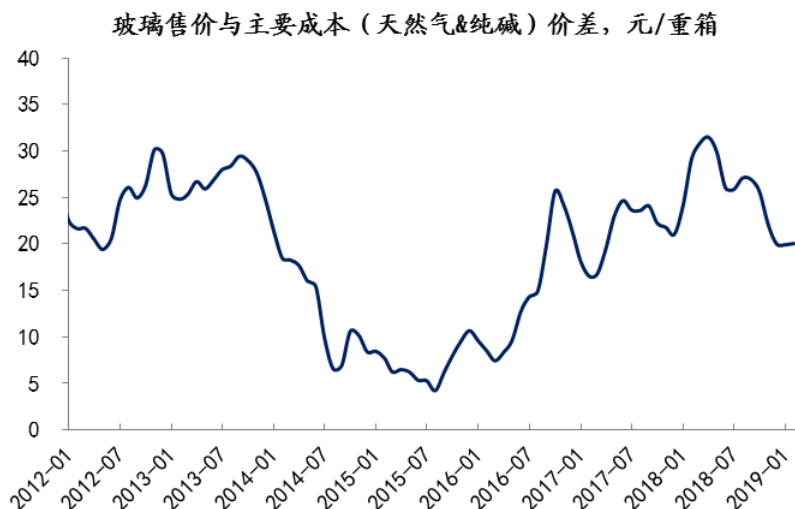
图表 7、PE band



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

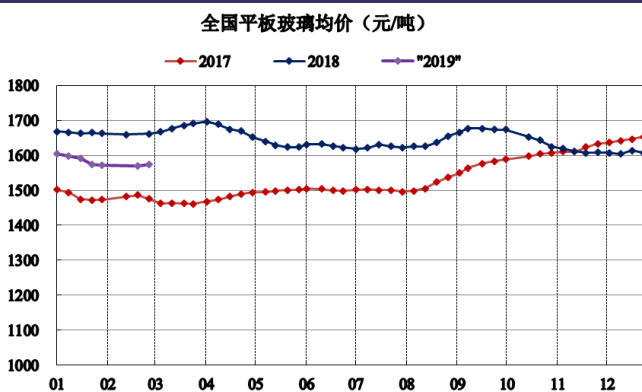
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 8、玻璃售价与主要原材料成本价差



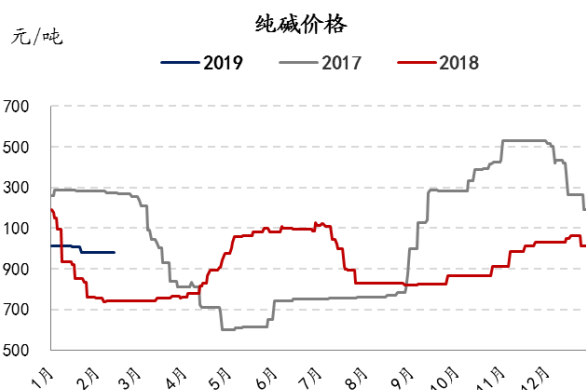
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、浮法玻璃价格



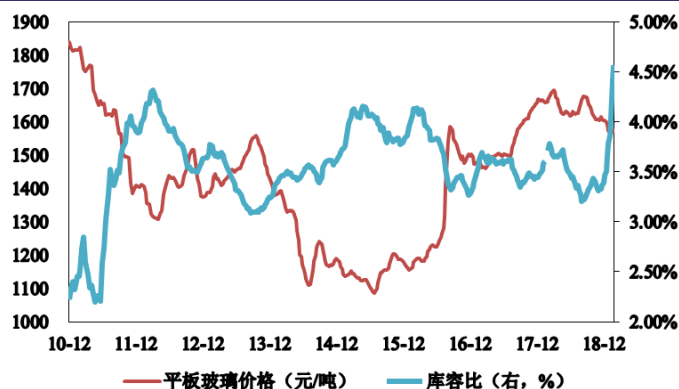
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、纯碱价格



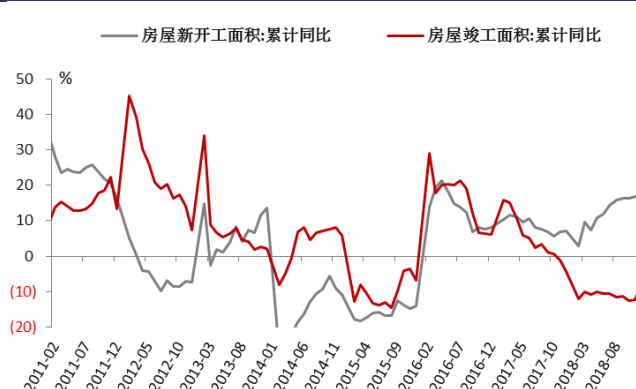
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、玻璃原片企业存货



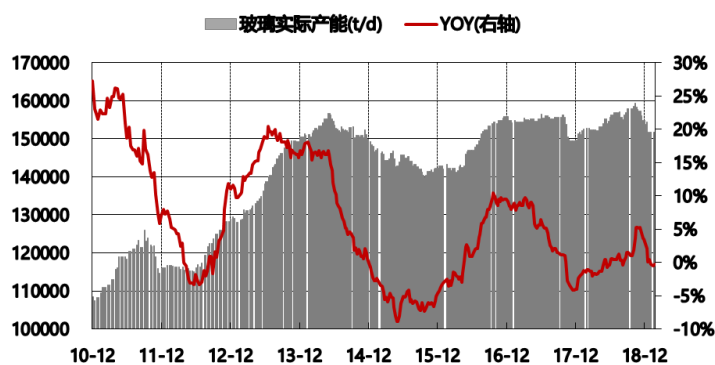
资料来源: 玻璃协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、竣工面积持续下滑



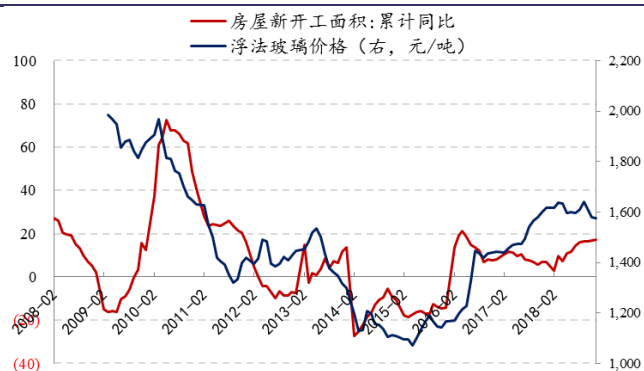
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、在产产能



资料来源：玻璃协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、新开工 VS 价格



资料来源：玻璃协会，兴业证券经济与金融研究院整理



| 会计年度    | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 14,728 | 16,014 | 16,817 | 19,079 |
| 营业成本    | 9,283  | 10,139 | 10,637 | 12,056 |
| 销售费用    | 675    | 772    | 811    | 801    |
| 管理费用    | 1,370  | 1,635  | 1,717  | 1,565  |
| 财务费用    | -206   | -285   | -308   | -346   |
| 其他收益及亏损 | 1,394  | 1,644  | 1,226  | 1,408  |
| 除税前溢利   | 4,696  | 4,970  | 4,730  | 5,903  |
| 所得税     | 682    | 723    | 688    | 858    |
| 年度全面收益  | 4,014  | 4,248  | 4,043  | 5,044  |
| 少数股东损益  | 0      | 11     | -      | -      |
| 归属股东净利润 | 4,014  | 4,237  | 4,043  | 5,044  |
| BPS(港元) | 1.01   | 1.06   | 1.01   | 1.26   |

| 会计年度     | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产     | 7,932  | 9,203  | 8,405  | 11,393 |
| 货币资金     | 3,057  | 4,692  | 3,496  | 5,837  |
| 应收账款     | 3,072  | 2,676  | 3,018  | 3,424  |
| 存货       | 1,698  | 1,755  | 1,811  | 2,052  |
| 其它       | 105    | 80     | 80     | 80     |
| 非流动资产    | 22,373 | 23,477 | 25,929 | 27,082 |
| 物业、厂房及设备 | 12,929 | 13,079 | 15,179 | 15,942 |
| 于联营公司的投资 | 4,416  | 4,680  | 5,009  | 5,390  |
| 其它       | 5,028  | 5,717  | 5,741  | 5,750  |
| 资产总计     | 30,305 | 32,679 | 34,334 | 38,475 |
| 流动负债     | 5,157  | 6,603  | 6,906  | 7,713  |
| 短期借款     | 2,068  | 3,094  | 3,435  | 3,861  |
| 应付账款     | 2,554  | 2,897  | 2,859  | 3,241  |
| 其他       | 535    | 611    | 611    | 611    |
| 非流动负债    | 6,842  | 7,374  | 6,666  | 7,430  |
| 长期借款     | 6,399  | 6,875  | 6,167  | 6,930  |
| 其他       | 443    | 499    | 499    | 499    |
| 负债合计     | 11,999 | 13,977 | 13,572 | 15,142 |
| 股本       | 402    | 399    | 399    | 399    |
| 储备       | 17,835 | 18,225 | 20,285 | 22,856 |
| 少数股东权益   | 69     | 78     | 78     | 78     |
| 股东权益合计   | 18,306 | 18,702 | 20,762 | 23,333 |
| 负债及权益合计  | 30,305 | 32,679 | 34,334 | 38,475 |

| 会计年度    | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润     | 4,014  | 4,237  | 4,043  | 5,044  |
| 折旧和摊销   | 883    | 884    | 1,100  | 1,238  |
| 经营资本变动  | -815   | 656    | -436   | -266   |
| 其它非现金调整 | -557   | -926   | -738   | -855   |
| 经营活动现金流 | 3,525  | 4,850  | 3,969  | 5,162  |
| 投资活动现金流 | -3,310 | -2,683 | -2,815 | -1,536 |
| 融资活动现金流 | -89    | -617   | -2,350 | -1,285 |
| 现金净变动   | 126    | 1,551  | -1,196 | 2,341  |
| 现金的期初余额 | 2,763  | 3,049  | 4,599  | 3,403  |
| 现金的期末余额 | 3,049  | 4,599  | 3,403  | 5,743  |

| 会计年度     | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性(%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率  | 14.6  | 8.7   | 5.0   | 13.5  |
| 营业利润增长率  | 22.6  | 11.1  | -7.2  | 25.6  |
| 净利润增长率   | 24.9  | 5.6   | -4.6  | 24.8  |
| 盈利能力(%)  |       |       |       |       |
| 毛利率      | 37.0  | 36.7  | 36.7  | 36.8  |
| 归属股东净利率  | 27.3  | 26.5  | 24.0  | 26.4  |
| ROE      | 21.9  | 22.7  | 19.5  | 21.6  |
| 偿债能力(%)  |       |       |       |       |
| 净资产负债率   | 29.5  | 27.6  | 18.1  | 45.8  |
| 流动比率     | 1.5   | 1.4   | 1.2   | 1.5   |
| 速动比率     | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 1.2   |
| 营运能力(次)  |       |       |       |       |
| 资产周转率    | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率  | 5.4   | 5.6   | 5.9   | 5.9   |
| 每股资料(港元) |       |       |       |       |
| 每股收益     | 1.01  | 1.06  | 1.01  | 1.26  |
| 每股净资产    | 4.54  | 4.67  | 5.18  | 5.82  |
| 估值比率(倍)  |       |       |       |       |
| PE       | 9.6   | 9.2   | 9.6   | 7.7   |
| PB       | 2.1   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |

## 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：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.xyq.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司和 K2 F&B Holdings Limited 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。