

审慎增持 (维持)

DQ.N 大全新能源

美股

目标价: 56.00 美元

现价: 41.22 美元

Q2 业绩小幅低于预期, 但未来展望乐观

2019年8月16日

预期升幅: 35.9%

主要财务指标

市场数据		会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
日期	2019-08-15	营业收入(百万美元)	302	369	703	736
收盘价(美元)	41.22	同比增长	-6.68%	22.36%	90.37%	4.75%
总股本(百万股)	332	归母净利润(百万美元)	61	35	108	116
流通股本(百万股)	332	同比增长	-36.62%	-43.40%	212.06%	7.13%
总市值(百万美元)	547.0	毛利润率	32.53%	23.63%	28.12%	27.93%
流通市值(百万美元)	547.0	净利润率	20.58%	9.52%	15.60%	15.95%
净资产(百万美元)	539.4	净资产收益率	13.50%	6.47%	17.82%	16.11%
总资产(百万美元)	979.4	每ADS收益(美元)	4.93	2.60	7.90	8.46
每ADS净资产(美元)	40.0					

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

数据来源: Wind

相关报告

深度报告_20190528

海外能源、公用事业、工业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀皓

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

投资要点

- **2019Q2 业绩小幅低于市场预期。**公司 2019Q2 收入 65.9 百万美元, 环比下降-18.8%, 归母净利润实现-2.2 百万美元。市场此前对公司 Q2 进行的产能去瓶颈项目和提前冷修使产量和成本受影响的情况已经有较为充分的预期, 但最终利润仍小幅低于预期, 主要因为 (1) 销售和行政费用在收入环比下滑 18.8% 的情况下仅降低 1.6%; (2) 研发费用环比提升 17.7%。
- **Phase 4A 扩产按计划进行。**公司仍维持此前对 Phase 4A 项目扩产进度的指引, 即 2019 年年底完成扩产, 2020Q1 末之前完成产能爬坡。4A 扩产后, 公司预计 90% 的产量能够供给单晶, 包括 40% 可以供给给 N 型硅片。
- **硅料行业进入新产能博弈状态, 2020 年新增产能少。**近一年来行业中投产了较多的新产能, 主要来自协鑫、通威、新特、大全等较为领先的多晶硅生产商, 在 2019 年至今国内需求低迷的情况下, 行业正在进入新产能的博弈状态。而从目前行业的产能规划来看, 新增产能的投放已经基本完成, 2020 年新增产能或许只有大全的 3.5 万吨产线。
- **未来较长一段时间, 单晶用料价格或趋于平稳。**供给端, 各家新产能投放后供应单晶用料的提升有爬坡过程, 不会出现短期内的大量增量; 需求端, 单晶硅片企业充足的产能扩张使单晶用料的需求持续提升。
- **我们的观点:**我们认为在未来 1 年以上的时期内, 硅料行业在光伏产业链中的格局较为优异, 主要是由于这一轮硅料行业的产能扩张周期已经基本完成。大全新能源也将受益于高质量硅料在下游单晶扩产浪潮中的强劲需求, 随着其 4A 项目投产, 有望带来盈利与估值的双修复。我们主要将公司 2019 年的收入和利润分别调低 5.5% 和 21.3%, 预计 2019-2021 年公司收入分别达到 369, 703 和 736 百万美元, 归母净利润实现 35、108 和 116 百万美元, 维持“审慎增持”评级, 目标价从 45.16 美元调升到 56.00 美元, 对应 2020 年 7.1x PE 和 1.15x PB。

风险提示: 1、下半年国内光伏需求不及预期; 2、海外光伏景气度回落; 3、公司产能建设慢于预期; 4、公司生产出现事故。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- **2019Q2 业绩小幅低于市场预期。**公司 2019Q2 收入 65.9 百万美元，环比下降 -18.8%，归母净利润实现 -2.2 百万美元。市场此前对公司在 Q2 进行的产能去瓶颈项目和提前冷修使产量和成本受影响的情况已经有较为充分的预期，但最终利润仍小幅低于市场预期，主要因为（1）销售和行政费用在收入环比下滑 18.8% 的情况下仅降低 1.6%；（2）研发费用环比提升 17.7%。

表1、公司 2019Q2 业绩对比情况

	单位(千美元)					点评
	2018Q2	2019Q1	2019Q2	YoY	QoQ	
收入	62,963	81,204	65,959	4.8%	-18.8%	2019Q2 产能去瓶颈和提前冷修使硅料产量和成本受影响，同时硅料价格下滑
销售成本	(37,717)	(62,863)	(57,390)	52.2%	-8.7%	
毛利	25,246	18,341	8,569	-66.1%	-53.3%	收入下降，成本上升使毛利润下滑幅度大于收入下滑幅度
毛利率	40.1%	22.6%	13.0%			产能去瓶颈和提前冷修使成本上升
销售及行政费用	(7,516)	(7,935)	(7,806)	3.9%	-1.6%	环比变化不大
研究及开发成本	(209)	(1,297)	(1,527)	630.6%	17.7%	研发费用增加，主要是2019Q2进行了产能去瓶颈和提前冷修
其他开支	480	70	365	-24.0%	421.4%	
经营利润	18,001	9,179	(399)	n.a.	n.a.	
净融资成本	(2,709)	(1,697)	(1,631)	-39.8%	-3.9%	
其他收入或支出	5	(189)	(1)	n.a.	n.a.	
税前利润	15,297	7,293	(2,031)	n.a.	n.a.	
所得税开支	(4,377)	(1,429)	(662)	n.a.	n.a.	
税后净利润 (continuing)	10,920	5,864	(2,693)	n.a.	n.a.	
归属于股东净利润	13,601	6,642	(2,189)	n.a.	n.a.	
基本每ADS收益(美元)	1.06	0.50	(0.16)	n.a.	n.a.	

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019Q2 产量和成本受产能去瓶颈项目和提前冷修影响。**公司 2019Q2 产能去瓶颈项目使公司名义产能从 3.0 万吨/年提升至 3.5 万吨/年，同时公司也对部分产能提前进行了冷修，使 Q2 的硅料产量环比下滑 18.4%，生产全成本从 Q1 的 7.42 美元/千克提升至 8.12 美元/千克，Q2 成本提升的情况符合之前公司给出的 8.0-8.5 美元/千克的指引。

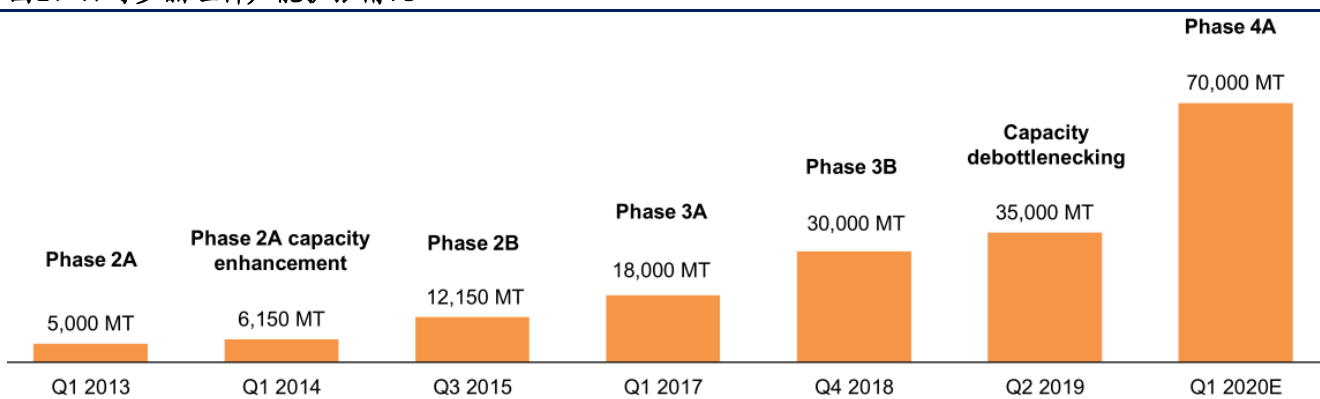
表2、公司主要经营数据及预测

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q4E
多晶硅生产量 (吨)	5,659	4,734	7,301	8,764	7,151	9,200	12,000
多晶硅销售量 (吨)	3,881	6,199	7,030	7,301	7,130	10,000	12,000
多晶硅平均售价 (美元/千克)	16.22	10.79	9.69	9.55	9.10	9.88	10.26
多晶硅生产现金成本 (美元/千克)	7.43	7.12	6.64	6.20	6.65	6.15	6.10
多晶硅生产折旧成本 (美元/千克)	1.62	1.82	1.30	1.22	1.47	1.25	1.20
多晶硅生产全成本 (美元/千克)	9.05	8.94	7.94	7.42	8.12	7.40	7.30

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院

- **Phase 4A 扩产按计划进行。**公司仍维持此前对 Phase 4A 项目扩产进度的指引，即 2019 年年底完成扩产，2020Q1 末之前完成产能爬坡。4A 扩产后，公司预计 90% 的产量能够供给单晶硅片客户，包括 40% 可以供给给 N 型硅片客户。我们认为，公司的 4A 扩产项目是未来最大的看点，重点需要关注扩产进度情况、产能爬坡情况和单晶用料在产能爬坡中的产出比例情况。

图1、公司多晶硅料产能扩张情况



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **硅料行业进入新产能博弈状态，2020 年新增产能少。**近一年来行业中投产了较多的新产能，这些产能主要是 2017 年行业需求高峰时期各企业做出的投产计划，主要来自协鑫、通威、新特、大全等较为领先的多晶硅生产商，在 2019 年至今国内需求低迷的情况下，行业正在进入新产能的博弈状态。而从目前行业的产能规划来看，新增产能的投放已经基本完成，2020 年新增产能或许只有大全的 3.5 万吨产线。

表3、2018-2019 年国内硅料产能（吨/年）扩张情况

企业	2018 年初	2018 年扩产新增	暂无复产计划	2018 年底	2019 年扩产新增	2019 年底预期
江苏中能	74,000		14,000	60,000		60,000
新疆协鑫		60,000		60,000		60,000
新特能源	36,000			36,000	36,000	72,000
四川永祥	20,000			20,000		20,000
内蒙通威		25,000		25,000		25,000
四川通威		25,000		25,000		25,000
新疆大全	20,000	10,000		30,000	40,000	70,000
洛阳中硅	20,000			20,000		20,000
亚洲硅业	15,000	5,000		20,000		20,000
东方希望	15,000	15,000		30,000	50,000	80,000
内蒙盾安	10,000			10,000	5,000	15,000
赛维 LDK	10,000		10,000	0		0
江苏康博	10,000			10,000		10,000
其他	64,000	5,000	27,000	42,000	20,800	62,800
总计	294,000	145,000	51,000	388,000	147,300	535,300

资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2019年4月硅料价格创出历史低位，单晶用料价格下滑到70元/kg，多晶用料下滑到55元/kg，随后随着行业部分产能的冷修价格小幅回升。8月再进入需求不足的情况，硅料价格再度开始回落，多晶用料价格下滑更大，单、多晶用料的价格价差接近了20元/kg。
- 未来较长一段时间，单晶用料价格或趋于平稳。供给端，各家新产能投放后供应单晶用料的的比例提升有爬坡过程，不会出现短期内的大量增量；需求端，单晶硅片企业充足的产能扩张使单晶用料的需求持续提升。

图2、硅料价格走势、价差（单晶用和多晶用）

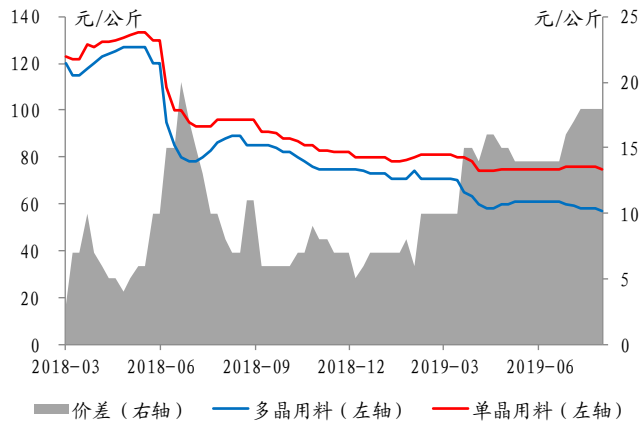
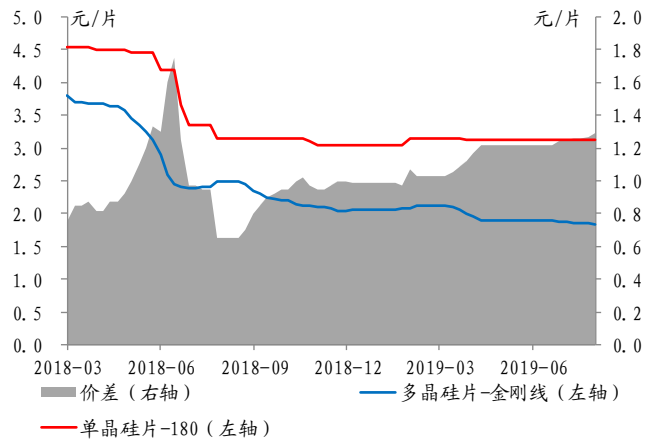


图3、硅片价格走势、价差（多晶和单晶）



资料来源：PV-Info Link，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：PV-Info Link，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司的盈利预测调整：我们主要将公司2019年的收入和利润分别调低5.5%和21.3%，一方面结合了Q2的业绩，同时也考虑到由于国内需求启动较慢，Q3-Q4单晶用料的涨价幅度或许有限，因此调低了Q3和Q4的硅料价格预测。

表4、公司盈利预测调整

	2019E			2020E			2021E		
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动
营业收入（百万美元）	390	369	-5.5%	698	703	0.7%	741	736	-0.7%
股东净利润（百万美元）	44	35	-21.3%	110	108	-1.3%	117	116	-1.0%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院（注：更新前数据为2019年5月28日报告预测数据）

表5、公司主要经营/财务数据预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售量					
多晶硅（吨）	17,950	22,521	36,431	72,500	78,000
yoy		64.9%	25.5%	61.8%	99.0%
平均售价（披露值）					
多晶硅（美元/千克）	16.4	12.0	9.8	9.7	9.4
yoy		6.4%	-26.9%	-18.3%	-1.0%
平均成本（披露值）					
多晶硅（美元/千克）	8.8	8.0	7.5	7.0	6.8
yoy		-5.8%	-9.5%	-6.1%	-7.3%
毛利率（计算）					
多晶硅（%）	46.04	33.22	23.23	28.12	27.93

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

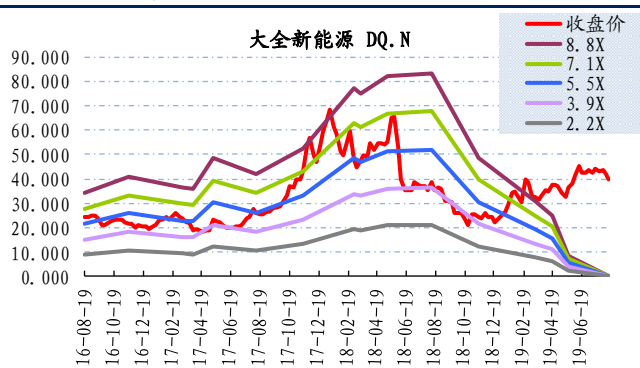
- **我们的观点：**我们认为在未来1年以上的时期内，硅料行业在光伏产业链中的格局较为优异，主要是由于这一轮硅料行业的产能扩张周期已经基本完成。大全新能源也将受益于高质量硅料在下游单晶扩产浪潮中的强劲需求，随着其4A项目投产，有望带来盈利与估值的双修复。我们预计2019-2021年公司收入分别达到369, 703和736百万美元，归母净利润实现35、108和116百万美元，维持“审慎增持”评级，目标价从45.16美元调升到56.00美元，对应2020年7.1x PE和1.15x PB。

表6、公司利润表预测

单位：(百万美元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	183	182	229	323	302	369	703	736
yoy	67.5%	-0.3%	25.9%	41.1%	-6.7%	22.4%	90.4%	4.8%
毛利	43	38	80	144	98	87	198	206
毛利率	23.7%	20.6%	35.1%	44.6%	32.5%	23.6%	28.1%	27.9%
其它收入	1	4	5	4	13	5	4	2
销售及管理开支	(10)	(13)	(16)	(16)	(27)	(34)	(52)	(53)
占营业收入比	5.64%	6.92%	7.03%	4.96%	8.98%	9.10%	7.35%	7.24%
研究及开发成本	(1)	(1)	(4)	(1)	(3)	(6)	(5)	(4)
占营业收入比	0.8%	0.5%	1.7%	0.2%	0.9%	1.5%	0.6%	0.5%
其它开支	0	(2)	(0)	0	0	0	0	0
经营利润	32	26	65	131	81	53	145	151
yoy	-116.0%	-18.1%	149.6%	100.3%	-37.8%	-35.1%	174.7%	3.6%
营业利润率	17.5%	14.4%	28.6%	40.6%	27.0%	14.3%	20.7%	20.5%
财务费用(净额)	(15)	(12)	(14)	(16)	(8)	(12)	(16)	(12)
税前利润	17	14	51	115	74	41	129	138
yoy	-107.6%	-14.8%	261.5%	124.8%	-36.0%	-45.0%	217.6%	7.1%
所得税	0	(1)	(7)	(17)	(12)	(5)	(19)	(21)
实际税率	0.0%	8.0%	14.3%	15.0%	15.9%	13.5%	15.0%	15.0%
归属股东净利润	17	13	43	97	61	35	108	116
yoy	-123.5%	-22.2%	235.7%	122.9%	-36.6%	-43.4%	212.1%	7.1%
基本每ADS收益(美元)	2.02	1.26	4.15	9.14	4.93	2.60	7.90	8.46

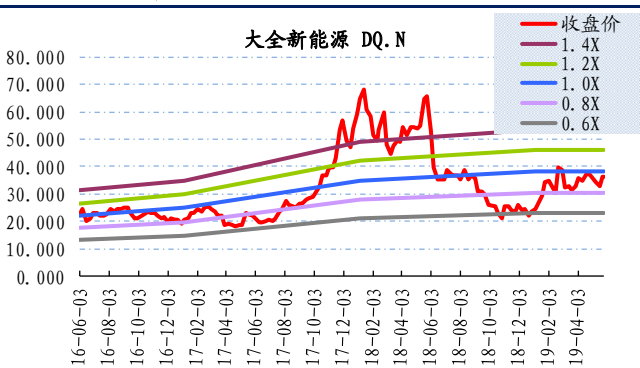
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

图4、大全新能源历史 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、大全新能源历史 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：**1、下半年国内光伏需求不及预期；2、海外光伏景气度回落；3、公司产能建设慢于预期；4、公司生产出现事故。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及等价物	65	32	99	179	收入	302	369	703	736
应收帐款	9	17	29	27	销售成本	(203)	(282)	(505)	(530)
存货	15	20	30	28	毛利	98	87	198	206
其他流动资产	70	71	69	68	其他收入及收益	13	5	4	2
总流动资产	160	140	227	302	销售及行政费用	(27)	(34)	(52)	(53)
固定资产	634	827	902	869	研究及开发成本	(3)	(6)	(5)	(4)
其他非流动资产	221	201	288	363	其他开支	0	0	0	0
总资产	855	1,028	1,189	1,232	经营利润	81	53	145	151
银行借款	38	60	61	43	融资成本	(11)	(14)	(17)	(14)
应付帐款	9	9	9	9	其他收入或支出	3	1	1	2
其他流动负债	102	108	130	128	税前利润	74	41	129	138
总流动负债	150	178	200	180	所得税开支	(12)	(5)	(19)	(21)
长期借款	133	222	226	152	税后利润	62	35	110	117
其他	47	48	56	57	少数股东权益	1	0	1	1
负债总额	330	448	482	390	归属股东净利润	61	35	108	116
普通股本(千美元)	33	33	33	33	主要财务比率				
资本公积	369	369	369	369	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	171	207	316	434	成长性				
累计其他综合收益	(13)	(13)	(13)	(13)	营业收入增长率	-6.7%	22.4%	90.4%	4.8%
股东权益	525	560	668	785	营业利润增长率	-37.8%	-35.1%	174.7%	3.6%
少数股东权益	0	0	1	3	归母净利润增长率	-36.6%	-43.4%	212.1%	7.1%
总权益	525	560	670	787	盈利能力				
现金流量表					净利率	20.6%	9.5%	15.6%	16.0%
单位:百万美元					ROE	13.5%	6.5%	17.8%	16.1%
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	ROA	7.7%	3.7%	9.9%	9.7%
除税前利润	74	41	129	138	偿债能力				
折旧与摊销	27	35	46	50	资产负债率	38.6%	43.6%	40.6%	31.6%
营运资金变化	84	(48)	65	95	流动比率	1.07	0.79	1.13	1.67
经营活动现金流	96	83	184	190	速度比率	0.97	0.67	0.98	1.52
资本开支	(143)	(229)	(121)	(18)	营运能力(次)				
其他投资活动	(22)	0	0	0	资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6
投资活动现金流	(165)	(229)	(121)	(18)	应收账款周转率	19.6	28.1	30.4	26.1
借款	(4)	111	4	(92)	应付账款周转率	14.3	7.0	10.7	10.4
其他融资活动	91	0	0	0	每ADS资料(美元)				
融资活动现金流	87	111	4	(92)	每ADS收益	4.93	2.60	7.90	8.46
现金变化	22	(35)	67	80	每ADS净资产	42.12	41.91	48.67	57.14
汇兑调整	5	0	0	0	P/E	8.4	15.8	5.2	4.9
期初持有现金	73	95	61	128	P/B	1.0	1.0	0.8	0.7
期末持有现金	95	61	128	207					

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.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、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、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、天美（控股）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和旷世控股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。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。