

强烈推荐-A (维持)

明阳智能 601615.SH

目标估值: 25-26 元

当前股价: 16.94 元

2020 年 11 月 23 日

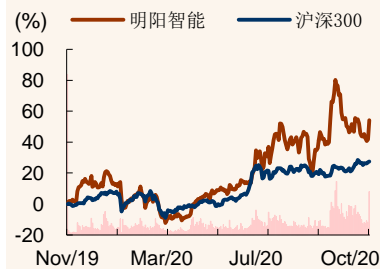
定增完成, 开启海上风电新征程

基础数据

上证综指	3378
总股本(万股)	187467
已上市流通股(万股)	98243
总市值(亿元)	318
流通市值(亿元)	166
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	14.2
资产负债率	79.9%
主要股东	靖安洪大招昆股权投资
主要股东持股比例	10.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	42	45
相对表现	-13	16	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《明阳智能(601615)—Q3 业绩超预期, 高增长延续》2020-10-30
- 2、《明阳智能(601615.SH): 明阳智能投资价值分析》2020-10-14
- 3、《明阳智能(601615)—竞争优势显著, 政策锦上添花》2020-10-09

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn  
S1090519120001

公司定增募满, 考虑到本身市值与认购结构, 结果略超预期。三季度公司在手订单结构持续优化, 在手海风订单占比 43%, 已达 6.08GW, 这将进一步巩固公司在海风领域的优势, 并为漂浮式夯实研发基础。公司海风的优势较难复制, 可能会走出不同的发展路线, 最终通过海上风机打开国际市场, 直面国际整机巨头并与其竞逐海上整机制造, 预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 15.1、25.3 亿元, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价为 25-26 元。

- **定增募满超市场预期。**2020 年 4 月 9 日公司发布非公开发行预案, 拟非公开发行不超过约 4.14 亿股新股, 用于投资建设 10MW 级海上漂浮式风机设计研发项目、汕尾海上风电产业园项目、混合塔架生产基地建设项目、若干电站建设以及偿还银行贷款。7 月 24 日公司定增方案获证监会核准, 11 月 20 日公司公告, 定增落地。以 14.02 元/股定增价格计算, 公司本次定增募满, 共募集资金约 58 亿, 考虑到本身市值与募资体量, 本次募满超市场预期。
- **战略投资者占比接近 50%。**除募满之外, 本次定增结果同样略超市场预期: 定增 58 亿当中, 保守估计 27 亿为战略投资者, 占比接近 50%, 其中包括恒阔(实控人: 广东恒健控股)(10 亿)、中央企业贫困地区产业投资基金(5 亿)、南网资本(4.5 亿)、三峡资本(3 亿)、建投投资(实控人: 中央汇金)(1.5 亿)、中广核资本(1.5 亿)、新强联(1.5 亿)等。
- **前瞻布局漂浮式技术, 有望继续领跑海上竞争。**公司定增方案涉及海上漂浮式技术, 相较近海海风, 漂浮式更易量产且技术延展性更强, 平台不受水深和海底条件的限制, 因此可通过标准化批量生产进一步降低成本, 降本速度超预期可能性相对较大, 可能是更具竞争力的海上技术路线。截至 2020 年三季度, 公司在手订单结构持续优化, 在手海风订单占比 43%, 已达 6.08GW, 这将进一步巩固公司在海风领域的优势, 并为漂浮式技术的应用夯实基础。
- **投资建议:**预计公司 2020-2021 年归母净利润为 15.1、25.3 亿元, 对应估值 21 倍、13 倍, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价为 25-26 元。
- **风险提示:**风电装机低于预期, 补贴款难以及时收回。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6902	10493	25737	31453	36049
同比增长	30%	52%	145%	22%	15%
营业利润(百万元)	380	739	1781	3014	3705
同比增长	6%	94%	141%	69%	23%
净利润(百万元)	426	713	1508	2528	3104
同比增长	20%	67%	112%	68%	23%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.80	1.35	1.66
PE	43.9	32.8	21.1	12.6	10.2
PB	4.2	3.5	3.7	3.0	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、定增募满，战略投资者占比接近 50% .....	3
二、前瞻布局漂浮式技术，有望继续领跑海上竞争 .....	5
投资建议 .....	8
相关报告 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 水深超过 60 米，固定式成本将急剧上升 .....	5
图 2 漂浮式降本空间较大 .....	6
图 3 漂浮式成本构成 .....	6
图 4 漂浮式风场降本空间约为 48% .....	6
图 5：明阳智能历史 PE Band .....	9
图 6：明阳智能历史 PB Band .....	9
表 1：定增情况一览 .....	3
表 2：战略投资者占比接近 50% .....	4
表 3：国内外漂浮式起步时间差距较小 .....	5
表 4：漂浮式降本具体措施 .....	7
表 5：盈利预测 .....	8
附：财务预测表 .....	10

## 一、定增募满，战略投资者占比接近 50%

**定增募满。**2020 年 4 月 9 日公司发布非公开发行预案，拟非公开发行不超过约 4.14 亿股新股，用于投资建设 10MW 级海上漂浮式风机设计研发项目、汕尾海上风电产业园项目、混合塔架生产基地建设项目、若干电站建设以及偿还银行贷款。7 月 24 日公司定增方案获证监会核准，11 月 20 日公司发布公告，定增落地。以 14.02 元/股定增价格计算，公司本次定增募满，共募集资金约 58 亿。

**战略投资者占比接近 50%。**考虑到本身市值与募资规模，本次定增结果略超市场预期，此外，本次认购结构同样超预期：定增 58 亿当中，保守估计 27 亿为战略投资者，占比接近 50%，其中包括恒阔（实控人：广东恒健控股）（10 亿）、中央企业贫困地区产业投资基金（5 亿）、南网资本（4.5 亿）、三峡资本（3 亿）、建投投资（实控人：中央汇金）（1.5 亿）、中广核资本（1.5 亿）、新强联（1.5 亿）等。

表 1：定增情况一览

序号	发行对象名称	获配股数(股)	获配金额(亿元)	锁定期(月)
1	洛阳新强联回转支承股份有限公司	1070	1.50	6
2	广东恒阔投资管理有限公司	7133	10.00	6
3	南方电网资本控股有限公司	3210	4.50	6
4	青岛城投金融控股集团有限公司	1783	2.50	6
5	富国基金管理有限公司	1070	1.50	6
6	华融瑞通股权投资管理有限公司	1427	2.00	6
7	建投投资有限责任公司	1070	1.50	6
8	海富通基金管理有限公司	1070	1.50	6
9	中广核资本控股有限公司	1070	1.50	6
10	博时基金管理有限公司	2832	3.97	6
11	国联安基金管理有限公司	1070	1.50	6
12	三峡资本控股有限责任公司	2140	3.00	6
13	财通基金管理有限公司	2286	3.20	6
14	中国国际金融股份有限公司	1498	2.10	6
15	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	3566	5.00	6
16	国泰君安证券股份有限公司	1498	2.10	6
17	创金合信基金管理有限公司	285	0.40	6
18	第一创业证券股份有限公司	143	0.20	6
19	阳光资管-工商银行-阳光资产-制造业优先资产管理产品	143	0.20	6
20	上海大正投资有限公司	214	0.30	6
21	太平洋资产管理有限责任公司-太平洋卓越臻惠-号产品	178	0.25	6
22	上海六禾投资管理中心(有限合伙)-六禾嘉睿 6 号私募证券投资基金	143	0.20	6
23	三和创赢资产管理(深圳)有限公司	143	0.20	6
24	JPMorgan Chase Bank, National Association	285	0.40	6
25	九泰基金管理有限公司	150	0.21	6
26	UBS AG	642	0.90	6
27	中国银河证券股份有限公司	606	0.85	6
28	太平洋资产管理有限责任公司-分红个人分红	2568	3.60	6
29	太平洋资产管理有限责任公司-中国太平洋财产保险股份有限公司	728	1.02	6
30	太平洋资产管理有限责任公司-中国太平洋保险(集团)股份有限公司	228	0.32	6
31	上海同彝投资管理中心(有限合伙)-同彝消费 2 号私募投资基金	357	0.50	6
32	上海银科创展投资集团有限公司	713	1.00	6
33	何志坚	76	0.11	6

合计

41392

58.03

资料来源：Wind、招商证券

表 2：战略投资者占比接近 50%

	发行对象名称	获配金额(亿元)
战略投资者	广东恒阔投资管理有限公司(实控人：广东恒健控股)	10.00
	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	5.00
	南方电网资本控股有限公司	4.50
	三峡资本控股有限责任公司	3.00
	建投投资有限责任公司(实控人：中央汇金)	1.50
	中广核资本控股有限公司	1.50
	洛阳新强联回转支承股份有限公司	1.50
	合计	27.00
财务投资者	博时基金管理有限公司	3.97
	太平洋资产管理有限责任公司-分红个人分红	3.60
	财通基金管理有限公司	3.20
	青岛城投金融控股集团有限公司	2.50
	国泰君安证券股份有限公司	2.10
	中国国际金融股份有限公司	2.10
	华融瑞通股权投资管理有限公司(实控人：华融资产)	2.00
	富国基金管理有限公司	1.50
	海富通基金管理有限公司	1.50
	国联安基金管理有限公司	1.50
	太平洋资产管理有限责任公司-中国太平洋财产保险股份有限公司	1.02
	上海银科创展投资集团有限公司	1.00
	UBS AG	0.90
	中国银河证券股份有限公司	0.85
	上海同彝投资管理中心(有限合伙)-同彝消费 2 号私募投资基金	0.50
	创金合信基金管理有限公司	0.40
	JPMorgan Chase Bank, National Association	0.40
	太平洋资产管理有限责任公司-中国太平洋保险(集团)股份有限公司	0.32
	上海大正投资有限公司	0.30
	太平洋资产管理有限责任公司-太平洋卓越臻惠-号产品	0.25
	九泰基金管理有限公司	0.21
	第一创业证券股份有限公司	0.20
	阳光资管-工商银行-阳光资产-制造业优先资产管理产品	0.20
	上海六禾投资管理中心(有限合伙)-六禾嘉睿 6 号私募证券投资基金	0.20
	三和创赢资产管理(深圳)有限公司	0.20
	何志坚	0.11
	合计	31.03

资料来源：Wind、招商证券

## 二、前瞻布局漂浮式技术，有望继续领跑海上竞争

**前瞻布局海上漂浮式技术。**国内外陆风与近海海风起步时间差距较大，国内首个陆上风电项目落后国外约 95 年时间，首个近海海风项目并网约落后国外 19 年，相对于陆风与近海海风，国内外漂浮式海风建设差距较小（首个项目建设时间相差 3 年），竞争刚刚起步。公司本次定增方案中涉及漂浮式项目研发，通过对这一技术的前瞻布局，预计公司将在海风领域持续保持强竞争力。

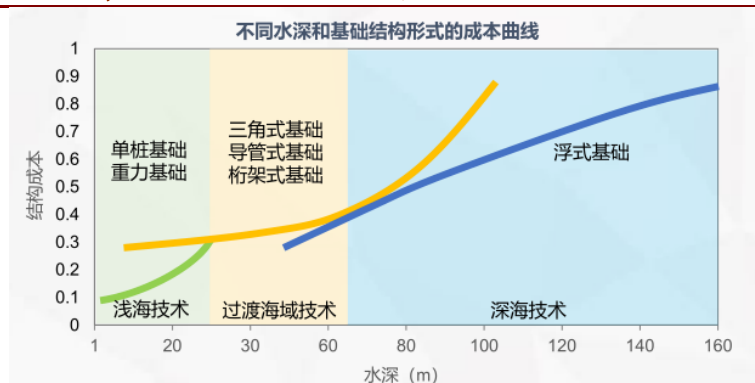
**相较近海海风，漂浮式可能更具竞争力的路线。**随着海上风电的快速发展，近海资源开发可能会逐渐饱和，海上风电向深远海转移将会成为趋势。当水深超过 60 米时，固定式成本将急速上升，无法满足经济性要求，而漂浮式建设成本变化较小（省去与海床接触的支撑结构）。此外，漂浮式降本空间较大，根据美国能源局预测，漂浮式降本空间约在 48% 左右，其中平台、风机和压载系统的降本空间最大，分别为 16%、12%、9%。目前欧洲海上风电已经可以平价，美国能源局预计漂浮式单位建造成本在 2032 年可以低于固定式，考虑到漂浮式可以进入风况更好的资源区、发电量更高，预计漂浮式平价时间可能在 2030 年左右（预测未考虑漂浮式技术突破边际研发成本的下降速度）。此外，漂浮式更易量产且技术延展性更强，平台不受水深和海床条件的限制，因此可通过标准化批量生产进一步降低成本，降本速度超预期可能性相对较大，可能是更具竞争力的海上技术路线。

表 3：国内外漂浮式起步时间差距较小

	国内	国外
陆上风电	1985-1995 小项目示范	1890 年 Charles F. Brush 安装第一台发电风机
	1995-2003 出台政策鼓励发展	1897 年 Poulla Cour 在丹麦安装风机（试验）
	2003 至今 通过特许权经营、电价补贴等政策推动行业发展	1905 年 创立风电工人协会，并于 1906 年拥有 356 名会员
近海海风	2007 年 东海大桥 100MW 风场揭标	1991 年 丹麦 11 台海风机组并网运行
	2010 年 东海大桥 100MW 风电场并网发电	
漂浮式	2015 年 首个漂浮式项目筹建	2009 年 首台漂浮式样机实测（挪威，立柱式）
	2019 年 开工建设	2016 年 全球首个漂浮式风场 HywindScotland 开始建设
陆风起步发展时间差距		95
近海海风起步发展时间差距（首个项目并网时间）		19
漂浮式起步发展时间差距（首个项目开工建设时间）		3

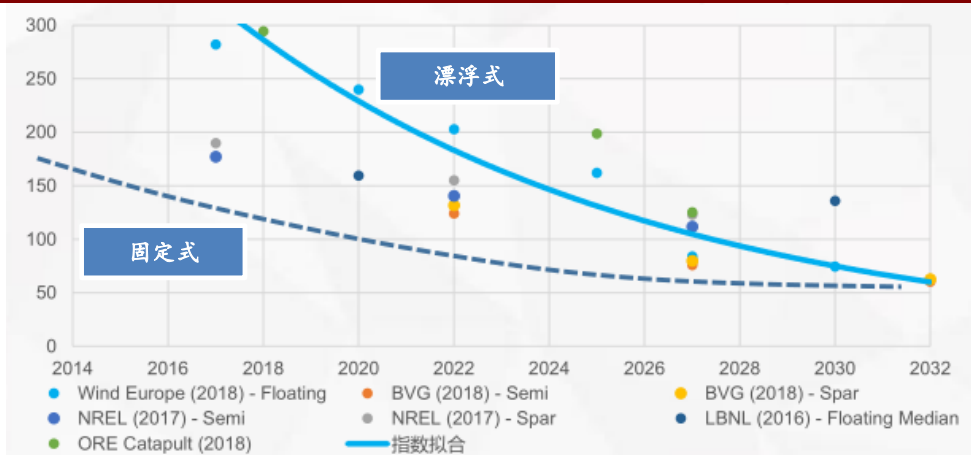
资料来源：北极星电力网，招商证券

图 1 水深超过 60 米，固定式成本将急剧上升



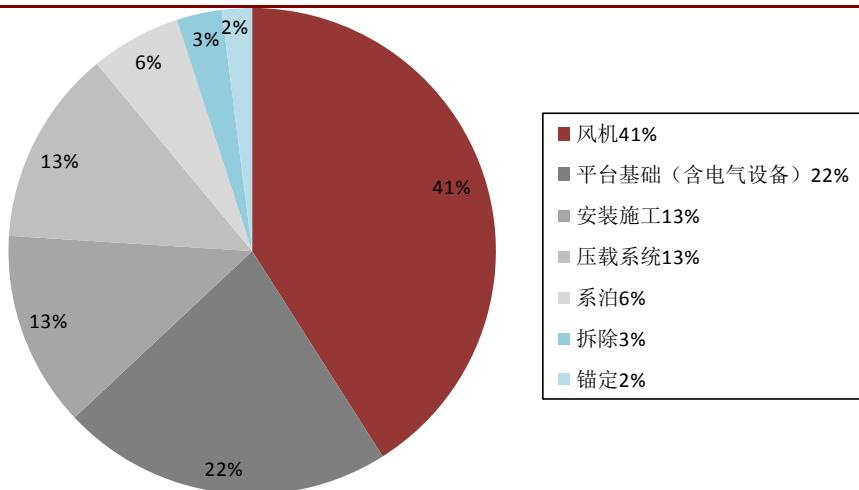
资料来源：北极星电力网，招商证券

图 2 漂浮式降本空间较大



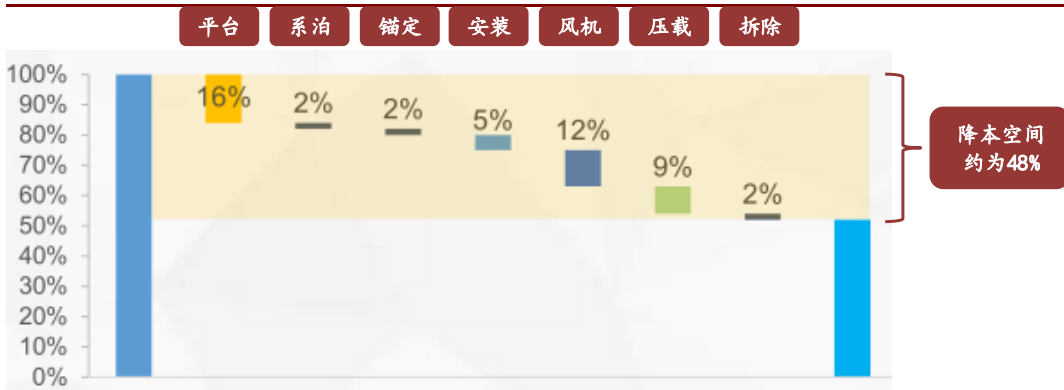
资料来源：美国能源局，招商证券

图 3 漂浮式成本构成



资料来源：北极星电力网，招商证券

图 4 漂浮式风场降本空间约为 48%



资料来源：南方能源建设，招商证券

**表 4：漂浮式降本具体措施**

降本方式	具体措施
技术改进和设计优化	减少结构量；开发适合批量生产的模块化设计；优化系泊和锚固系统；集成的涡轮机基础设计可提高整体性能；优化安装过程
学习效果	随着部署的增加而进行学习经验，直到产量足以使供应链成熟，并充分降低成本的潜力
供应链得以改进	在市场竞争中建立稳健的供应链降低成本；开发优化的生产线；改善港口设施，以满足浮动风能设备的需求
设计标准化	与固定结构不同，浮动平台不受水深和海床条件的限制，从而可通过标准化和批量生产节省成本
提高产量	灵活的现场定位能力进入风能比固定底涡轮更好的地区

资料来源：南方能源建设，招商证券

## 投资建议

公司定增募满，考虑到本身市值与认购结构，结果略超预期。三季度公司在手订单结构持续优化，在手海风订单占比 43%，已达 6.08GW，这将进一步巩固公司在海风领域的优势，并为漂浮式夯实研发基础。公司海风的优势较难复制，可能会走出不同的发展路线，最终通过海上风机打开国际市场，直面国际整机巨头并与其竞逐海上整机制造。

预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 15.1、25.3 亿元，维持“强烈推荐-A”评级，目标价为 25-26 元。

表 5：盈利预测

百万元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
风机制造	营业收入	6,109	9,238	24,080	29,027	33,381
	YOY(%)	22%	51%	161%	21%	15%
	毛利率(%)	21	19	23	25	27
风电开发	营业收入	628	754	905	1,448	1,593
	YOY(%)	177%	20%	20%	60%	10%
	毛利率(%)	68	64	66	67	68
其他	营业收入	386	501	752	978	1,075
	YOY(%)	73%	30%	50%	30%	10%
	毛利率(%)	7	23	15	15	15
汇总	营业收入	6,902	10,493	25,737	31,453	36,049
	YOY(%)	30%	52%	145%	22%	15%
	毛利率(%)	25	23	24	27	28

资料来源：wind，招商证券

## 相关报告

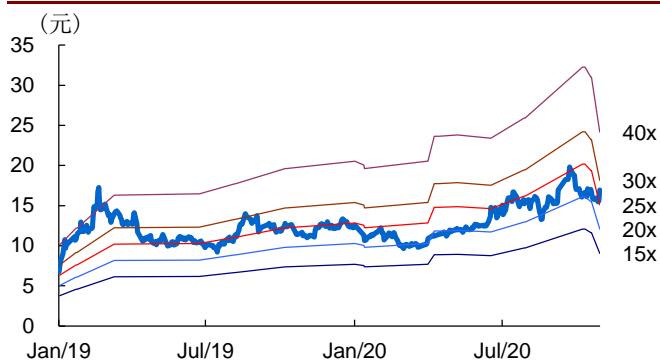
- 1、《明阳智能（601615）—Q3 业绩超预期，高增长延续》2020-10-29
- 2、《明阳智能（601615.SH）：明阳智能投资价值分析》2020-10-14
- 3、《明阳智能（601615）—竞争优势显著，政策锦上添花》2020-10-09
- 4、《明阳智能（601615）—业绩高质量增长延续，风机交付进一步加速》2020-09-17
- 5、《明阳智能（601615）：半年报高质量增长，整机毛利率确认进入上升期》2020-08-20
- 6、《明阳智能（601615）：前瞻布局漂浮式，持续保持海风强竞争力》2020-07-30
- 7、《明阳智能（603615）：业绩高质量增长，风机交付加速》2020-07-09
- 8、《明阳智能（601615）：全年业绩高增长，整机毛利率进入恢复期》2020-04-24
- 9、《明阳智能（6031615）：抢装持续进行，全年业绩高增长》2020-01-22
- 10、《明阳智能（601615）：半直驱技术切入大机组时代，订单放量领跑海上风电》2019-12-30



## 风险提示

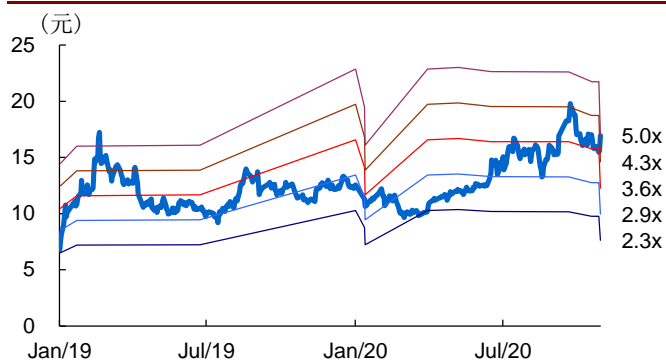
- 1) 风电装机低于预期。2020 年为陆风抢装年份，2021 年为海风，抢装过后风电装机需求有低于预期的可能。
- 2) 风电补贴款难以及时收回。风电补贴审批核发流程较长，如果补贴款长拖欠时间较长，会影响企业现金流，进而影响开发进度。

图 5：明阳智能历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：明阳智能历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	11663	22580	44617	52964	60838
现金	3313	10773	15872	18270	21226
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	423	3	7	9	10
应收款项	5489	4752	11606	14183	16256
其它应收款	248	298	732	895	1025
存货	1445	2811	6773	7972	9030
其他	745	3942	9626	11635	13291
<b>非流动资产</b>	10669	12116	12338	12499	12604
长期股权投资	404	422	422	422	422
固定资产	5185	4656	5014	5297	5510
无形资产	1041	1176	1058	952	857
其他	4039	5863	5843	5828	5816
<b>资产总计</b>	<b>22332</b>	<b>34696</b>	<b>56955</b>	<b>65464</b>	<b>73442</b>
<b>流动负债</b>	10099	18162	38496	44877	50447
短期借款	1285	1375	850	750	600
应付账款	5599	7534	18203	21424	24267
预收账款	1864	6859	16573	19505	22094
其他	1351	2395	2870	3198	3486
<b>长期负债</b>	7344	9441	9441	9441	9441
长期借款	3106	2849	2849	2849	2849
其他	4239	6593	6593	6593	6593
<b>负债合计</b>	<b>17444</b>	<b>27604</b>	<b>47937</b>	<b>54318</b>	<b>59888</b>
股本	1104	1380	1875	1875	1875
资本公积金	2615	3975	3975	3975	3975
留存收益	734	1366	2767	4842	7188
少数股东权益	436	371	402	454	517
归属于母公司所有者权益	4452	6721	8616	10692	13037
<b>负债及权益合计</b>	<b>22332</b>	<b>34696</b>	<b>56955</b>	<b>65464</b>	<b>73442</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	276	5755	6985	4166	5160
净利润	426	713	1508	2528	3104
折旧摊销	358	454	477	487	494
财务费用	326	260	669	745	876
投资收益	(63)	(290)	(230)	(180)	(180)
营运资金变动	(719)	4695	4489	518	790
其它	(52)	(77)	72	67	76
<b>投资活动现金流</b>	(1172)	(2143)	(470)	(470)	(420)
资本支出	(1726)	(2340)	(700)	(650)	(600)
其他投资	554	198	230	180	180
<b>筹资活动现金流</b>	1075	3933	(1415)	(1298)	(1784)
借款变动	(162)	288	(1133)	(100)	(150)
普通股增加	0	276	495	0	0
资本公积增加	1	1360	0	0	0
股利分配	0	(64)	(108)	(452)	(758)
其他	1236	2073	(669)	(745)	(876)
<b>现金净增加额</b>	<b>179</b>	<b>7545</b>	<b>5099</b>	<b>2398</b>	<b>2956</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6902	10493	25737	31453	36049
营业成本	5171	8116	19609	23079	26142
营业税金及附加	77	52	128	156	179
营业费用	715	895	2059	2516	2884
管理费用	365	419	1029	1258	1442
研发费用	197	298	772	944	1081
财务费用	257	267	669	745	876
资产减值损失	80	(79)	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	88	83	80	80	80
投资收益	93	288	150	100	100
<b>营业利润</b>	380	739	1781	3014	3705
营业外收入	14	18	18	18	18
营业外支出	8	9	15	15	15
<b>利润总额</b>	387	748	1784	3017	3708
所得税	(36)	86	245	438	541
少数股东损益	(3)	(51)	31	52	63
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>426</b>	<b>713</b>	<b>1508</b>	<b>2528</b>	<b>3104</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30%	52%	145%	22%	15%
营业利润	6%	94%	141%	69%	23%
净利润	20%	67%	112%	68%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.1%	22.7%	23.8%	26.6%	27.5%
净利率	6.2%	6.8%	5.9%	8.0%	8.6%
ROE	9.6%	10.6%	17.5%	23.6%	23.8%
ROIC	7.4%	6.9%	16.4%	21.7%	22.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.1%	79.6%	84.2%	83.0%	81.5%
净负债比率	21.7%	13.9%	6.5%	5.5%	4.7%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.3	3.8	4.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	1.3	2.0	3.1	2.4	2.4
应付帐款周转率	0.9	1.2	1.5	1.2	1.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.39	0.52	0.80	1.35	1.66
每股经营现金	0.25	4.17	3.73	2.22	2.75
每股净资产	4.03	4.87	4.60	5.70	6.95
每股股利	0.06	0.08	0.24	0.40	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	43.9	32.8	21.1	12.6	10.2
PB	4.2	3.5	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	68.8	46.8	21.8	15.0	12.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车中游产业。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。