

广田股份 (002482)

增持 (维持)

收入与利润同降，付现提升致现金流恶化

2016年04月22日

市场数据

报告日期	2016-04-22
收盘价(元)	20.06
总股本(百万股)	624.81
流通股本(百万股)	479.75
总市值(百万元)	12533.73
流通市值(百万元)	9623.73
净资产(百万元)	5824.88
总资产(百万元)	13584.87
每股净资产	9.32

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8010	8315	8578	8707
同比增长(%)	-18.2%	3.8%	3.2%	1.5%
净利润(百万元)	279	324	343	355
同比增长(%)	-48.0%	16.1%	6.0%	3.4%
毛利率(%)	16.9%	16.9%	17.2%	17.4%
净利润率(%)	3.5%	3.9%	4.0%	4.1%
净资产收益率(%)	4.8%	5.2%	5.2%	5.1%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.55	0.57
每股经营现金流(元)	-1.30	-1.17	-0.98	-0.88

相关报告

《广田股份：四季度收入下滑，盈利能力大幅下降》2016-02-28
《广田股份：业绩下滑，关注新业务转型进展》2015-08-26
《收入增速放缓，期待新业务拓展落地》2015-04-23

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

房大磊

fangdalei@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司 2015 年实现营业收入 80.10 亿元，同比减少 18.16% (图 1)，公司 2015 年的营业收入未达到公司的股权激励行权条件。主要原因在于部分在手订单未按期开工以及在建项目施工进度放缓所致。分客户来看，公司的第一大客户的收入占比高达 46.93%，恒大地产作为公司的第一大客户的地位始终未曾发生改变。
- 公司 2016 年 1 季度实现收入 15.80 亿元，同比下滑 9.17%，公司的收入增速仍然维持下滑趋势，但是伴随地产销售的复苏，我们预计公司 Q2 的收入将重回增长轨道。
- 公司 2015 年实现综合毛利率 16.89%，与去年同期小幅下滑。分季度来看，公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 17.26%、16.64%、16.78%、16.89%，分别同比变动 1.88%、0.63%、0.09%、-1.81%，Q4 公司的工程业务收入与毛利率同时下滑，我们认为可能大概来自于年末结算滞缓的原因。
- 公司 2016 年 Q1 实现毛利率 16.58%，较去年同期下滑 0.68%，毛利率下滑的趋势仍未改变。分公司来看，母公司、子公司 2016 年 1 季度的毛利率分别为 16.70%、15.97%，较去年同期变动 -1.05%、0.30%，Q1 毛利率的下滑主要源于母公司工程业务的拖累。
- 公司 2015 年实现净利率 3.88%，较上年下降 1.74% (图 2)，主要源于在收入增速下滑的背景下，人工成本的相对刚性导致期间费用占比的提升。管理费用占比 2.94%，同比上升 1.21%，源于管理人员职工薪酬的大幅增加、股权激励费用列支，但是由于公司 2015 年的股权激励行权条件未达到，因此公司的这部分股权激励费用摊销后期将冲回。
- 公司 2015 年资产减值损失占比为 2.83%，较去年同期提升 0.50%；每股经营性现金流净额为 -1.30 元，较去年下降 1.70 元/股，现金流恶化主要源于付现比的提升。从资产负债表端的表现来看，公司付现比的提升主要源自于应付账款的下降。
- 盈利预测：在不考虑公司转增股本扩张的基础上，我们预计 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.55 元、0.57 元，对应的 PE 分别为 39 倍、37 倍、35 倍，维持公司的“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济下行风险、施工进度放缓、新业务不及预期

报告正文

事件

- **广田股份发布 2015 年报:** 2015 年公司实现营业收入 80.10 亿元, 同比减少 18.16%; 实现营业利润 3.27 亿元, 同比减少 48.88%; 实现归属于上市公司母公司利润 2.79 亿元, 同比减少 48.02%; 对应的 EPS 为 0.45 元。
- **2015 年利润分配预案:** 向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股。
- **公司同时公布 2016 年 1 季报:** 2016 年 1 季度公司实现营业收入 15.80 亿元, 同比下降 9.17%; 实现归属于母公司净利润 0.46 亿元, 同比下降 33.81%; 对应 EPS 为 0.07 元。预计 2016 年上半年归母净利润变动幅度为 -30% 至 0.00% 之间。

点评

- **公司 2015 年实现营业收入 80.10 亿元, 同比减少 18.16% (图 1), 公司 2015 年的营业收入未达到公司的股权激励行权条件, 主要原因在于部分在手订单未按期开工以及在建项目施工进度放缓所致。** 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别实现营业收入 17.39 亿元、19.19 亿元、19.74 亿元和 23.79 亿元, 分别同比提升 2.48%、-23.45%、-14.47%、-27.41%, 从营业税金占比 (工程类 3%、设计类 5%) 的角度来看, 公司 Q4 收入的下滑主要源于工程类业务收入的下滑; 2) 分产品来看, 公司的装饰施工、装饰设计、智能工程、木制品销售、园林绿化、工程金融分别实现营业收入 76.48 亿元、1.34 亿元、0.07 亿元、0.63 亿元、0.98 亿元、0.60 亿元, 分别同比提升 -20.18%、-5.47%、-80.30%、249.68%、1520.19%、1831.98%, 公司的智能家居与工程业务下滑幅度较大; 4) 分地区来看, 公司在华东、华北、华南、华中、东北、西北、西南地区分别实现收入 15.99 亿元、7.09 亿元、32.65 亿元、12.45 亿元、0.46 亿元、2.00 亿元、9.45 亿元, 分别同比提升 -27.70%、-35.49%、13.19%、8.07%、-84.25%、-41.99%、-47.59%, 仅华南和华中地区收入有所增长; 4) 分公司来看, 2015 年母、子公司分别实现营业收入 66.00 亿元、14.10 亿元, 分别同比提升 -25.80%、57.89%, 子公司收入大幅提升, 部分来源于柏森实业的全年收入并表。值得注意的是, 公司长期股权投资达 0.32 亿元, 同比增长 3530.21%, 主要是因为获得上海友迪斯、毕马智能科技、广田机器人三家联营公司的部分股权以及认购广州恒大淘宝足球俱乐部部分股权; 5) 分客户来看, 公司的第一大客户的收入占比高达 46.93%, 恒大地产作为公司的第一大客户的地位始终未曾发生改变。
- **公司 2016 年 1 季度实现收入 15.80 亿元, 同比下滑 9.17%, 公司的收入增速仍然维持下滑趋势, 但是伴随地产销售的复苏, 我们预计公司 Q2 的收入将重回增长轨道。** 分公司来看, 母公司与子公司分别实现收入 13.27 亿元、2.52

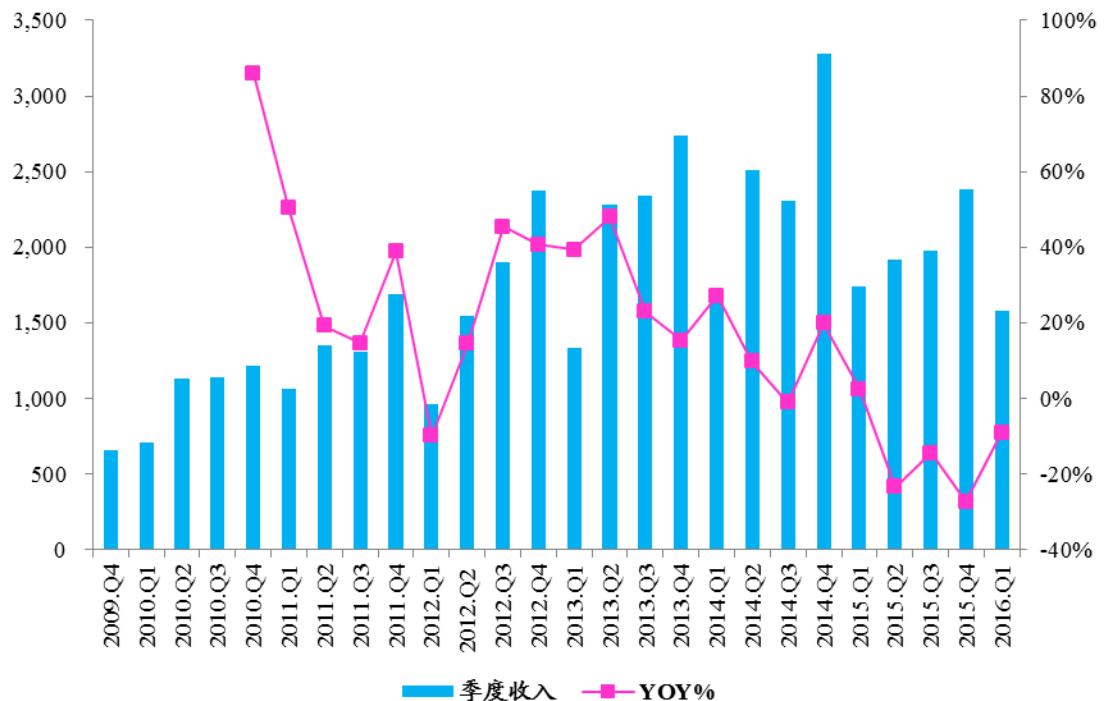
亿元，分别下滑 0.40%、37.91%，母公司收入增速已经止跌，子公司收入的大幅下滑主要源于去年同期较高的基数所致。

- **公司 2015 年实现综合毛利率 16.89%，较去年同期小幅下滑（图 2）。1）分季度来看，公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 17.26%、16.64%、16.78%、16.89%，分别同比变动 1.88%、0.63%、0.09%、-1.81%，Q4 公司的工程业务收入与毛利率同时下滑，我们认为可能大概来自于年末结算滞缓的原因；2）分产品来看，营收占比 10%以上的建筑装饰业实现毛利率 16.78%，同比下降 0.20%，其中，装饰施工的毛利率为 17.04%，与去年基本持平。值得注意的是，2015 年公司的工程金融业务实现收入 5900 万元，这部分几乎没有营业成本，成为公司毛利润的重要构成部分；3）分地区来看，营收占比 10%以上的华东、华南、华中和西南地区分别实现毛利率 19.15%、16.14%、15.94%、19.07%，分别同比提升-0.92%、-0.35%、-0.91%、0.61。**
- **公司 2016 年 Q1 实现毛利率 16.58%，较去年同期下滑 0.68%，毛利率下滑的趋势仍未改变。分公司来看，母公司、子公司 2016 年 1 季度的毛利率分别为 16.70%、15.97%，较去年同期变动-1.05%、0.30%，Q1 毛利率的下滑主要源于母公司工程业务的拖累。**
- **公司 2015 年实现净利率 3.88%，较上年下降 1.74%（图 2），主要源于在收入增速下滑的背景下，人工成本的相对刚性导致期间费用占比的提升（图 3）：期间费用率为 6.70%，较去年同期上升 1.91%，主要来自于管理费用占比提升；分项来看，销售费用占比为 1.76%，同比上升 0.17%，主要源于收入规模的收缩；管理费用占比 2.94%，同比上升 1.21%，源于管理人员职工薪酬的大幅增加、股权激励费用列支，但是由于公司 2015 年的股权激励行权条件未达到，因此公司的这部分股权激励费用摊销后期将冲回；财务费用占比 2.00%，同比上升 0.54%，主要系公司发行短期融资券和公司债使得利息支出提升以及收入规模的收缩。**
- **公司 2016 年 1 季度盈利能力较去年同期有所下降，实现净利率 2.77%，较去年同期下降 1.81%。源于收入规模的持续收缩，公司 2016 年 1 季度期间费用占比为 7.78%，同比提升 1.26%；其中，销售费用占比为 1.90%，较去年同期提升 0.30%；管理费用占比为 3.72%，较去年同期提升 0.45%；财务费用占比为 2.17%，较去年同期提升 0.51%。**
- **公司 2015 年资产减值损失占比为 2.83%，较去年同期提升 0.50%（图 4）。从资产减值总额来看，公司 2015 年的资产减值损失总额与 2014 年基本持平，资产减值损失占比的提升主要源于收入增速的下滑。**
- **公司 2015 年每股经营性现金流净额为-1.30 元，现金流恶化主要源于付现比的提升（图 5）。1）分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 和 2016 年 Q1 每股经营性现金流净额分别为-1.60 元、-0.15 元、-0.63 元、1.07 元、-0.94 元；2）从收、付现比的角度来看，公司 2015 年收、付现比分别为 61.17%、72.27%，分别较去年同期增长 0.16%、11.65%，付现比提升幅度大于收现比是现金流**

略有恶化的主要原因。从资产负债表端的表现来看，公司付现比的提升主要源自于应付账款的下降。

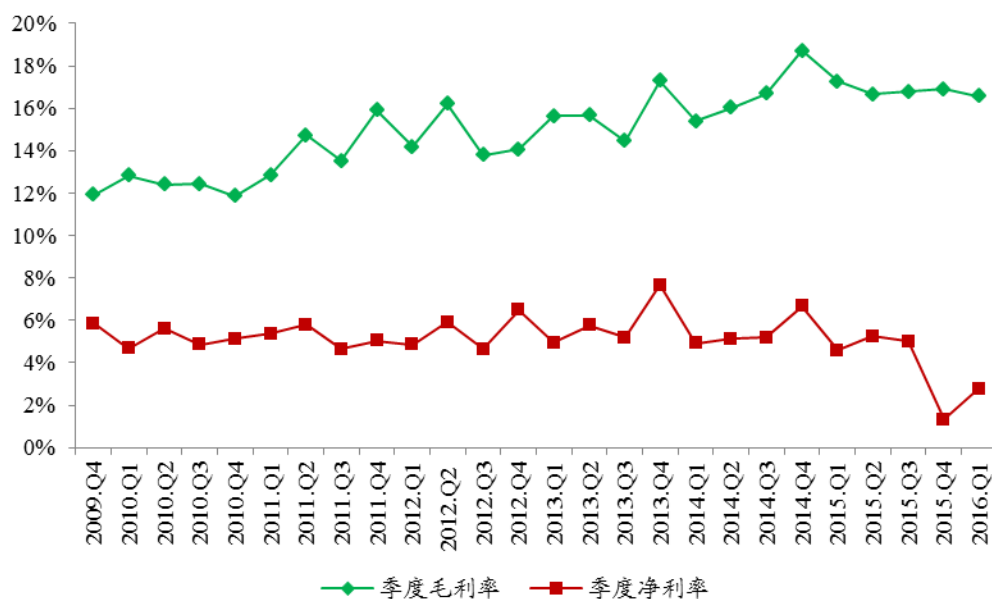
- **积极转型升级，三大新业务逐步落地：**面对宏观经济下行、装饰行业不景气的大环境，公司积极发展定制精装、互联网家装、智能家居等新板块业务。智能家居方面，公司借助智能家居产品“图灵猫”以及装修入口优势，进军智能家居领域及泛家居消费市场，力图建立“装饰装修—智慧家居产品—智慧家庭—智慧社区”闭环生态圈；互联网家装方面，过家家为用户提供“所见即所得”的快速设计/个性化设计/远程施工监管等“尖叫点”服务，随着第一家线下体验官落地以及控股上海荣欣装潢，家装领域布局逐渐完善；定制精装方面，公司基于住宅精装积累的优势资源和装修经验，携手恒大、碧桂园、佳源等知名地产开发商，着手部署定制精装业务。公司“装饰工程、智慧家居、金融投资”三大业务平台布局逐渐完成。
- **盈利预测：**在不考虑公司转增股本扩张的基础上，我们预计 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.55 元、0.57 元，对应的 PE 分别为 39 倍、37 倍、35 倍，维持公司的“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、施工进度放缓、新业务不及预期

图 1、公司季度收入增速情况



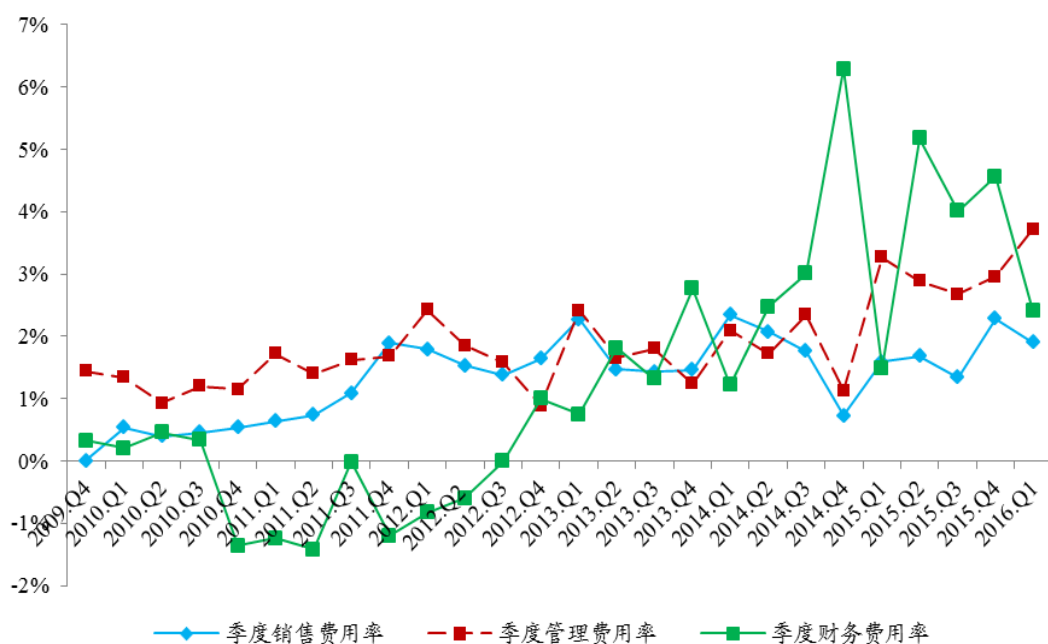
数据来源：兴业证券研究所

图 2、公司的综合毛利率增速情况



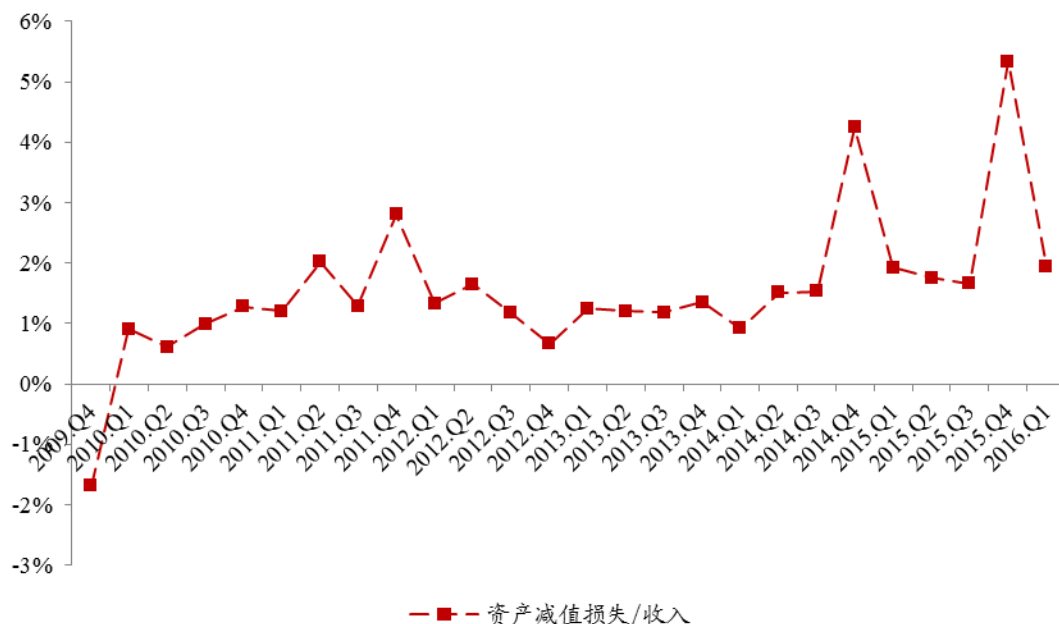
数据来源：兴业证券研发所

图 3、公司的期间费用占比较去年同期有所提高



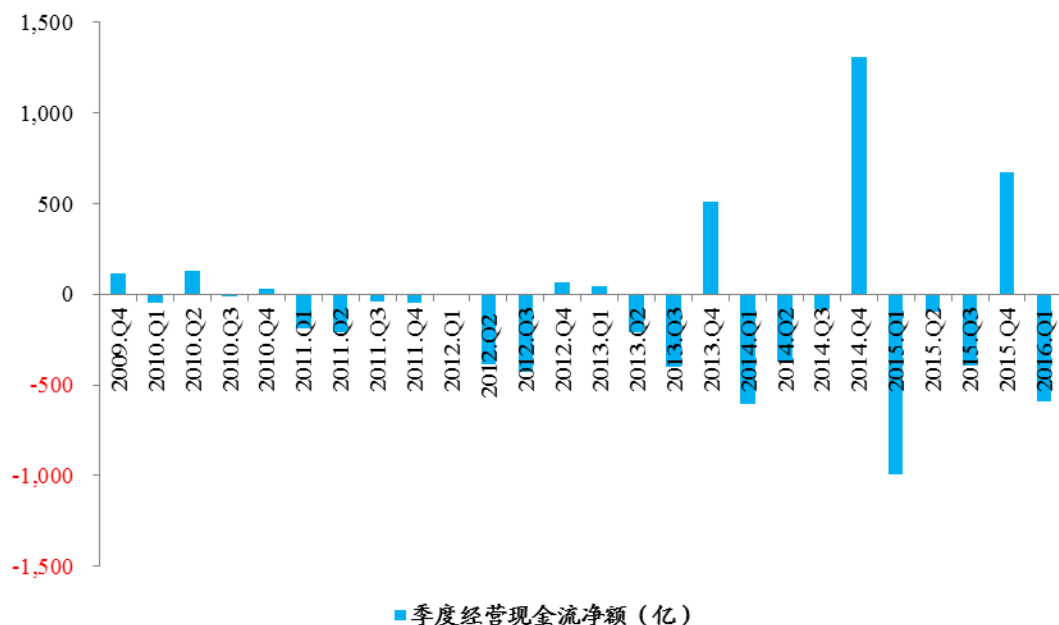
数据来源：兴业证券研发所

图 4、公司的资产减值损失占比变化情况



数据来源：兴业证券研发所

图 5、公司每股经营性现金流净额变化情况



数据来源：兴业证券研发所

表 1、公司季度收现比和付现比波动较大

	2013.Q3	2013.Q4	2014.Q1	2014.Q2	2014.Q3	2014.Q4	2015.Q1	2015.Q2	2015.Q3	2015.Q4
收现比	51.59%	67.54%	65.21%	41.16%	60.97%	74.05%	65.16%	61.21%	43.45%	72.94%
付现比	72.14%	49.30%	108.34%	54.78%	69.09%	33.41%	134.51%	61.09%	62.12%	44.46%

数据来源：Wind，兴业证券研发所

表、广田股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	15-1Q	15-2Q	15-3Q	15-4Q	16-1Q	QOQ	2014-12	2015-12	YOY
营业收入	1739	1919	1974	2379	1579.6	-9.2%	9788	801	-18.2%
营业成本	1439	1599	1642	1977	1317.7	-8.4%	8128	6657	-18.1%
毛利	300	319	331	402	262.0	-12.8%	1660	1353	-18.5%
销售费用	28	32	26	54	30.0	8.0%	156	141	-9.8%
管理费用	57	55	53	70	58.7	3.3%	170	235	38.6%
财务费用	29	51	41	40	34.2	8.8%	143	160	12.0%
资产减值	34	34	33	127	30.5	-9.1%	228	227	-0.5%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
投资收益	-0	-0	-1	-0	-1.1	-	-0	-1	-
营业利润	98	83	109	38	52.4	-46.4%	640	327	-48.9%
利润总额	98	120	116	36	52.6	-46.3%	647	370	-42.9%
净利润	69	97	93	20	45.7	-33.8%	537	279	-48.0%
EPS	0.111	0.155	0.149	0.032	0.1	-33.8%	0.859	0.446	-48.0%
销售费用率	1.6%	1.7%	1.3%	2.3%	1.9%	0.3%	1.6%	1.8%	0.2%
管理费用率	3.3%	2.9%	2.7%	3.0%	3.7%	0.5%	1.7%	2.9%	1.2%
财务费用率	1.7%	2.6%	2.1%	1.7%	.2%	0.5%	1.5%	2.0%	0.5%
所得税率	18.6%	16.4%	14.8%	10.9%	16.9%	-1.7%	15.1%	15.9%	0.9%
毛利率	17.3%	16.6%	16.8%	16.9%	16.6%	-0.7%	17.0%	16.9%	-0.1%
净利润率	4.0%	5.0%	4.7%	0.8%	2.9%	-1.1%	5.5%	3.5%	-2.0%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	12238	9862	10433	11407
货币资金	2656	1247	858	871
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6906	7191	8166	9141
其他应收款	140	123	136	148
存货	735	691	710	719
非流动资产	1418	759	796	840
可供出售金融资产	174	0	0	0
长期股权投资	32	0	0	0
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产	398	447	471	520
在建工程	5	2	1	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	66	63	81	78
资产总计	13656	10620	11229	12247
流动负债	6399	4246	4351	4976
短期借款	618	883	1209	2022
应付票据	1115	414	355	288
应付账款	3073	2417	2238	2086
其他	1594	532	548	580
非流动负债	1317	0	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	1317	0	4	4
负债合计	7716	4246	4354	4980
股本	625	625	747	747
资本公积	3319	3319	3319	3319
未分配利润	1677	1969	2277	2597
少数股东权益	161	195	232	269
股东权益合计	5940	6375	6875	7267
负债及权益合计	13656	10620	11229	12247

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	279	324	343	355
折旧和摊销	35	32	36	39
资产减值准备	-641	467	-46	26
无形资产摊销	7	8	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	160	120	144	160
投资损失	1	0	0	0
少数股东损益	32	34	36	37
营运资金的变动	791	1915	1128	1166
经营活动产生现金流量	-1168	-732	-614	-552
投资活动产生现金流量	-175	355	-79	-87
融资活动产生现金流量	1695	-1032	304	653
现金净变动	352	-1409	-390	13
现金的期初余额	2309	2656	1247	858
现金的期末余额	2661	1247	858	871

利润表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8010	8315	8578	8707
营业成本	6657	6906	7104	7193
营业税金及附加	261	274	283	287
销售费用	141	150	150	152
管理费用	235	241	240	239
财务费用	160	120	144	160
资产减值损失	227	200	206	209
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	327	424	449	465
营业外收入	45	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	370	426	451	467
所得税	59	68	72	75
净利润	311	358	379	392
少数股东损益	32	34	36	37
归属母公司净利润	279	324	343	355
EPS (元)	0.45	0.52	0.55	0.57

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-18.2%	3.8%	3.2%	1.5%
营业利润增长率	-48.9%	29.6%	6.0%	3.4%
净利润增长率	-48.0%	16.1%	6.0%	3.4%
盈利能力				
毛利率	16.9%	16.9%	17.2%	17.4%
净利率	3.5%	3.9%	4.0%	4.1%
ROE	4.8%	5.2%	5.2%	5.1%

偿债能力

资产负债率	56.5%	40.0%	38.8%	40.7%
流动比率	1.91	2.32	2.40	2.29
速动比率	1.80	2.16	2.23	2.15

营运能力

资产周转率	64.1%	68.5%	78.5%	74.2%
应收帐款周转率	112.7%	114.2%	105.7%	95.9%

每股资料(元)

每股收益	0.45	0.52	0.55	0.57
每股经营现金	-1.30	-1.17	-0.98	-0.88
每股净资产	9.24	9.88	10.62	11.19

估值比率(倍)

PE	45.0	38.8	36.6	35.4
PB	2.2	2.0	1.9	1.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【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。

【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。

【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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

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。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。