

## 禾望电气 (603063.SH)

### 三季报业绩符合预期，经营环比显著改善

公司公告：2022 年前三季度营收、归母净利润、扣非净利分别为 17.55、1.70、1.37 亿元，同比分别变化+36.73%、-3.90%、-14.34%。2022 年 Q3 单季实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 6.54、0.57、0.44 亿元，同比分别变化+34.70%、-27.20%、-38.77%，环比分别增长 2.07%、24.91%、58.30%

- **业绩符合预期。**公司 2022 年前三季度营收、归母净利润、扣非净利分别为 17.55、1.70、1.37 亿元，同比分别变化+36.73%、-3.90%、-14.34%。2022 年 Q3 单季实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 6.54、0.57、0.44 亿元，同比分别变化+34.70%、-27.20%、-38.77%，环比分别增长 2.07%、24.91%、58.30%。上半年受到疫情反复、风电行业竞争加剧等因素综合影响，公司新能源电控业务面临较大的压力。进入三季度，公司经营情况有所改善，Q3 业绩环比实现修复。
- **光伏逆变器业务出货量和盈利能力环比改善。**公司光伏逆变器业务前三季度实现收入约 6.2-6.7 亿。公司光伏逆变器以组串式产品为主，面向户用分布式和工商业市场。进入三季度随着疫情的缓解和下游装机步伐加快，公司逆变器业务单月收入 and 盈利能力逐步改善。7、8 月单月收入接近亿元，9 月份收入约 1.5 亿。10 月份出货量有一定程度波动，Q4 预计光伏逆变器业务会有不错表现。
- **风电变流器 Q3 出货量环比复苏显著，Q4 有望保持增长。**风电变流器业务，前三季度收入约 7-7.5 亿，出货量 8-9GW。随着时间逐步逼近年末，各大下游客户完成装机目标的紧迫性逐步提升，同时大宗商品的价格目前处于相对合理位置，也为风电装机和变流器出货增长提供了良好条件。
- **工业大传动和储能业务发展势头良好。**工业大传动业务前三季度实现收入 1.66 亿，毛利率 42.61%，预计全年有望出货 3 亿元以上，实现 50%以上增长。储能业务同样保持良好的发展势头，产品涵盖 PCS、PCS 箱变一体机、EMS、户外工商业储能系统一体机、离网控制器等多种设备及相关系统，已经在发电侧、电网侧、用户侧等全部储能应用场景批量应用，设备生产及系统集成能力行业领先。公司储能 PCS 前三季度收入约 6000 万，出货量估计在 300-400MW。
- **投资建议：**公司的风电和光伏客户主要是中大型企业，进入三季度以来装机速度和出货量有所提升，随着上游原材料价格的下行，公司的毛利率水平也在不断改善。预计四季度下游客户为了完成全年目标，装机步伐会进一步加快，公司四季度业绩有望持续提升和改善。同时，公司工业大传动和储能业务也保持良好的发展势头。维持“强烈推荐”评级和给予目标价 38.0-40.0 元。
- **风险提示：**光伏装机不及预期，风电装机及大型化低于预期，原材料价格上涨，产品价格持续下降。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2339	2104	2681	3934	5209
同比增长	31%	-10%	27%	47%	32%
营业利润(百万元)	279	291	264	430	596
同比增长	200%	4%	-9%	63%	39%
归母净利润(百万元)	267	280	261	419	578
同比增长	302%	5%	-7%	60%	38%
每股收益(元)	0.60	0.63	0.59	0.95	1.31
PE	50.5	48.1	51.6	32.2	23.3
PB	4.8	4.3	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

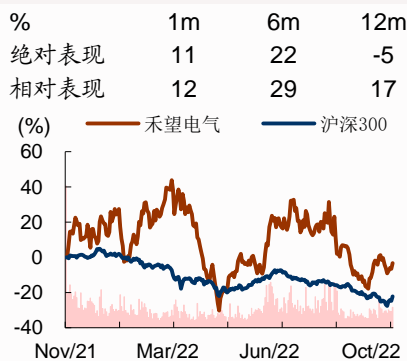
## 强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：38.00 - 40.00 元  
当前股价：30.52 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	44135
已上市流通股(万股)	44135
总市值 (亿元)	135
流通市值 (亿元)	135
每股净资产 (MRQ)	7.6
ROE (TTM)	8.1
资产负债率	41.2%
主要股东	深圳市平启科技有限公司
主要股东持股比例	19.72%

#### 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《禾望电气 (603063) 一业绩符合预期，下半年光伏逆变器业务有望继续快速增长》2022-09-05
- 《禾望电气 (603063) 一逆变器业务环比强劲复苏，下半年有望实现快速增长》2022-06-20
- 《禾望电气 (603063) 一业绩符合预期，光伏逆变器业务快速发展》2022-04-14

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

liuwei24@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、2022 年三季报分析.....	3
盈利预测.....	6
相关报告.....	6
风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 禾望电气历史 PE Band.....	7
图 2: 禾望电气历史 PB Band.....	7
表 1: 业绩摘要.....	3
表 2: 单季度业绩摘要.....	4
表 3: 公司经营情况.....	4
表 4: 负债情况.....	5
表 5: 固定资产和在建工程情况.....	5
表 6: 资产回报率情况.....	5
表 7: 盈利预测.....	6

## 一、2022 年三季度报分析

**公司公告:** 2022 年前三季度营收、归母净利润、扣非净利分别为 17.55、1.70、1.37 亿元，同比分别变化+36.73%、-3.90%、-14.34%。2022 年 Q3 单季实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 6.54、0.57、0.44 亿元，同比分别变化+34.70%、-27.20%、-38.77%，环比分别增长 2.07%、24.91%、58.30%。

### 财务分析:

**【毛利率】** 2022 年前三季度公司毛利率为 29.47%，同比下滑 8.77 个百分点，其中 Q3 毛利率约 29.78%，同比下降 7.16 个百分点，环比提升 4.88 个百分点。Q3 毛利率环比显著改善，扭转了今年以来毛利率下滑的趋势，主要系大宗原材料价格回落，以及上游电子元器件紧缺程度有所缓解，对成本端压力减小。

**【费用率】** 2022 年前三季度费用率合计 23.65%，同比下降 2.84 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.86%、4.49%、8.22%、1.07%，同比分别变化-1.91、-1.24、-0.60、0.91 个百分点。在新能源电控业务激烈竞争的背景下，公司积极推进降费增效措施，取得一定成果。

表 1: 业绩摘要

百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
营业收入	878.15	1181.41	1786.26	2338.52	2103.88	-10.03	1283.31	1754.64	36.73
营业成本	373.58	650.35	1135.99	1500.06	1360.06	-9.33	792.66	1237.58	56.13
毛利润	504.56	531.06	650.27	838.45	743.82	-11.29	490.65	517.06	5.38
销售税金	11.11	7.72	11.17	14.09	10.72	-23.95	7.21	7.43	3.04
毛利润 (扣除销售税金)	493.45	523.34	639.10	824.36	733.10	-11.07	483.44	509.63	5.42
销售费用	121.25	135.82	186.13	181.02	221.35	22.28	150.99	172.93	14.53
管理费用	150.56	74.91	167.54	151.64	103.28	-31.89	73.59	78.87	7.18
研发费用	0.00	120.45	151.89	144.59	177.46	22.73	113.19	144.31	27.49
经营利润	221.64	192.16	133.53	347.11	231.01	-33.45	145.67	113.52	-22.07
资产和信用减值损失	(55.40)	(161.96)	-191.71	-110.04	-21.64	-80.33	-27.06	5.19	-119.20
财务费用	3.97	3.13	6.08	-1.34	13.41	-1102.28	2.12	18.80	786.23
投资收益	9.38	41.64	0.47	-30.53	10.36	-133.93	9.99	6.72	-32.77
资产处置收益	0.07	0.00	-0.37	0.10	0.07	-31.07	0.00	-0.02	
公允价值变动净	0.00	0.00	87.81	0.00	0.00		0.00	28.05	
其他收益	79.49	38.32	69.37	71.13	84.45	18.73	70.77	41.89	-40.80
营业外收入	5.26	3.02	2.80	7.08	0.70	-90.09	0.65	0.89	38.30
营业外支出	0.21	1.14	0.51	0.80	0.44	-45.08	0.45	1.02	126.45
利润总额	256.26	108.92	95.31	285.38	291.10	2.00	197.45	176.43	-10.64
所得税	23.60	3.88	12.78	25.62	11.15	-56.50	20.36	5.89	-71.09
税后净利润	232.66	105.04	82.53	259.76	279.96	7.78	177.09	170.55	-3.69
少数股东损益	0.00	51.32	16.19	-6.92	0.01	-100.18	0.01	0.37	2953.67
归母净利润	232.66	53.72	66.34	266.68	279.94	4.97	177.08	170.18	-3.90
非经常性损益	26.88	43.25	128.19	-16.10	46.21	-387.02	17.43	33.42	91.77

百万元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	同比变化 (%)	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
扣非归母净利润	205.79	10.47	-61.85	282.78	233.73	-17.35	159.65	136.75	-14.34
主要比率						百分点变化 (%)			百分点变化 (%)
毛利率	57.46	44.95	36.40	35.85	35.35	-0.50	38.23	29.47	-8.77
销售费用率	13.81	11.50	10.42	7.74	10.52	2.78	11.77	9.86	-1.91
管理费用率	17.15	6.34	9.38	6.48	4.91	-1.58	5.73	4.49	-1.24
研发费用率	0.00	10.20	8.50	6.18	8.43	2.25	8.82	8.22	-0.60
财务费用率	0.45	0.26	0.34	-0.06	0.64	0.69	0.17	1.07	0.91
经营利润率	25.24	16.27	7.48	14.84	10.98	-3.86	11.35	6.47	-4.88
所得税率	9.56	5.77	13.47	8.11	3.97	-4.14	10.86	3.47	-7.39
净利率	26.49	8.89	4.62	11.11	13.31	2.20	13.80	9.72	-4.08
扣非净利率	23.43	0.89	-3.46	12.09	11.11	-0.98	12.44	7.79	-4.65

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3 同比 (%)	22Q3 环比 (%)
营业收入	459.92	485.45	820.57	460.14	640.63	653.87	34.70	2.07
营业成本	301.27	306.14	567.40	297.26	481.15	459.17	49.99	-4.57
毛利润	158.65	179.31	253.17	162.88	159.48	194.71	8.59	22.09
销售费用	52.76	52.92	70.36	41.65	62.65	68.63	29.67	9.55
管理费用	27.48	26.44	29.70	21.36	29.14	28.37	7.29	-2.66
研发费用	36.16	23.18	64.27	38.20	49.13	56.97	145.75	15.97
财务费用	0.20	1.97	11.29	6.36	7.70	4.74	141.07	-38.42
所得税	15.28	-0.77	-9.21	9.87	5.09	-9.08	1084.02	-278.35
归母净利润	32.68	78.73	102.87	66.97	45.89	57.32	-27.20	24.91
非经常性损益	6.87	6.79	28.78	2.09	18.06	13.27	95.32	-26.54
扣非归母净利润	25.81	71.94	74.08	64.88	27.83	44.05	-38.77	58.30
							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	34.49	36.94	30.85	35.40	24.89	29.78	-7.16	4.88
销售费用率	11.47	10.90	8.57	9.05	9.78	10.50	-0.41	0.72
管理费用率	5.97	5.45	3.62	4.64	4.55	4.34	-1.11	-0.21
研发费用率	7.86	4.78	7.83	8.30	7.67	8.71	3.94	1.04
财务费用率	0.04	0.41	1.38	1.38	1.20	0.72	0.32	-0.48
所得税率	33.96	-1.00	-9.88	12.64	11.48	-19.20	-18.21	-30.68
净利率	7.10	16.22	12.54	14.56	7.16	8.77	-7.45	1.60
扣非净利率	5.61	14.82	9.03	14.10	4.34	6.74	-8.08	2.39

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司经营情况

公司经营情况	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化 (%)
赊销比	124.88	75.86	45.42	49.68	80.84	73.87	-6.97
存货营收比	39.03	40.86	30.83	40.60	73.43	69.74	-3.69
销售商品、劳务获现金(百万元)	1251.2	1531.12	1750.26	1876.31	1421.88	2063.75	45.14
销售商品、劳务获现金/营收	105.91	85.72	74.85	89.18	110.80	117.62	6.82
经营性现金流净额(百万元)	46.25	104.17	140.73	-38.24	52.78	237.28	349.58

公司经营情况	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化 (%)
经营现金流净额/税后净利润	86.08	157.03	52.77	-13.66	29.80	139.43	109.62

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
负债率%	32.90	39.48	34.12	39.41	41.23	41.16	-0.08
短期借款 (百万元)	0.00	19.90	0.00	60.06	50.00	38.18	-23.64
一年内到期的非流动负	0.00	0.00	20.96	44.66	20.96	13.63	-34.97
长期借款 (百万元)	258.00	158.00	0.00	391.80	404.67	434.80	7.45
在手现金 (百万元)	755.74	643.29	678.98	642.67	712.35	800.68	12.40

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
固定资产	39.73	44.94	170.26	212.90	924.57	856.75	923.94	7.84
在建工程	1.44	58.12	30.98	122.59	73.43	89.85	95.70	6.51

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

杜邦分析	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化
ROE(%)	12.32	2.26	2.73	10.12	9.40	6.12	5.21	-0.91
ROA(%)	10.06	3.24	2.09	6.12	5.91	3.79	3.11	-0.68
ROIC(%)	12.29	4.08	3.16	9.37	8.91	5.55	4.98	-0.58

资料来源：公司公告、招商证券

## 盈利预测

表 7: 盈利预测

百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整体收入	1,786.26	2,338.52	2,103.88	2,681.43	3,934.46	5,208.64
增长率%	51.20	30.92	(10.03)	27.45	46.73	32.38
毛利率%	36.40	35.85	35.35	28.85	31.50	32.50
新能源电控业务	977.33	1,621.93	1,731.24	2,164.05	3,224.43	4,256.25
增长率%	36.22	65.96	6.74	25.00	49.00	32.00
毛利率%	44.64	41.70	32.72	25.72	30.00	31.00
电站集成(不含自制产品)	708.90	528.87				
增长率%	91.42	(25.40)				
毛利率%	22.77	21.00				
传动业务			200.60	310.93	472.61	685.29
增长率%				55.00	52.00	45.00
毛利率%			45.56	43.56	44.56	45.56
其他主营业务	100.03	187.72	172.04	206.45	237.42	267.09
增长率%	6.88	87.67	(8.35)	20.00	15.00	12.50
毛利率%	51.95	50.50	46.50	39.50	40.50	41.50

资料来源：公司公告、招商证券 注：2021 年电站集成业务出表

## 相关报告

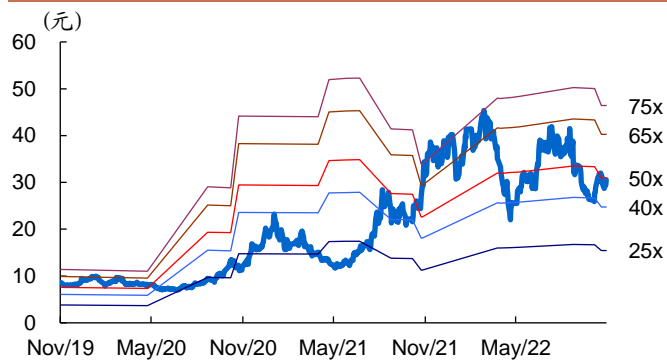
- 1、禾望电气（603063）—业绩符合预期，下半年光伏逆变器业务有望继续快速增长 2022-09-04
- 2、禾望电气（603063）—年报符合预期，光伏逆变器业务快速发展 2022-04-14
- 3、禾望电气（603063）—股票期权授予，工业大传动不断突破，2021-02-26
- 4、禾望电气（603063）—发布股权激励方案，2021-02-02
- 5、禾望电气（603063）—拟转让孚尧能源股权解除商誉压力，聚焦打造大传动平台，2020-11-16

## 风险提示

- 1) **光伏装机不及预期:** 全球光伏市场增长趋势明朗, 但产业链价格波动及政策变化或造成装机增长不及预期, 会影响公司相关业务进展。
- 2) **风电装机及大型化低于预期:** 如果风电装机量及风机大型化趋势低于预期将会对公司的销售规模和盈利能力产生不利影响。
- 3) **原材料价格上涨:** 若原材料价格继续上涨, 公司业绩可能会受到负面影响。
- 4) **产品价格持续下降:** 风电变流器和光伏逆变器市场竞争日益激烈, 市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩, 公司将面临市场竞争加剧和产品价格进一步下降的风险。

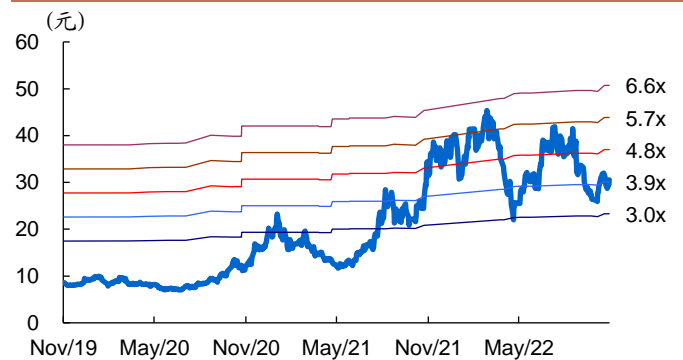
## PE-PB Band

图 1: 禾望电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 禾望电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3383	3585	3450	4002	5193
现金	679	643	935	384	450
交易性投资	83	107	107	107	107
应收票据	25	19	24	35	46
应收款项	1037	1026	867	1272	1684
其它应收款	256	53	11	16	21
存货	721	854	378	534	697
其他	581	883	1128	1654	2189
<b>非流动资产</b>	864	1637	2311	2955	3568
长期股权投资	195	233	233	233	233
固定资产	213	925	1607	2258	2878
无形资产商誉	79	78	70	63	57
其他	377	401	400	400	399
<b>资产总计</b>	<b>4247</b>	<b>5222</b>	<b>5762</b>	<b>6956</b>	<b>8762</b>
<b>流动负债</b>	1412	1614	2106	2934	4245
短期借款	0	60	0	0	443
应付账款	1106	1318	1848	2611	3406
预收账款	50	52	73	104	135
其他	255	184	185	220	261
<b>长期负债</b>	38	444	444	444	444
长期借款	0	392	392	392	392
其他	38	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>1449</b>	<b>2058</b>	<b>2550</b>	<b>3378</b>	<b>4689</b>
股本	434	437	441	441	441
资本公积金	1022	1130	1130	1130	1130
留存收益	1341	1594	1637	2003	2497
少数股东权益	2	4	4	4	4
归属于母公司所有者	2797	3161	3208	3575	4069
<b>负债及权益合计</b>	<b>4247</b>	<b>5222</b>	<b>5762</b>	<b>6956</b>	<b>8762</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	141	(38)	1288	192	406
净利润	260	280	261	419	578
折旧摊销	21	32	53	84	114
财务费用	1	16	19	30	40
投资收益	31	(19)	(81)	(78)	(80)
营运资金变动	(142)	(280)	1031	(285)	(268)
其它	(30)	(67)	6	21	21
<b>投资活动现金流</b>	(267)	(383)	(658)	(661)	(659)
资本支出	(296)	(523)	(739)	(739)	(739)
其他投资	29	140	81	78	80
<b>筹资活动现金流</b>	118	328	(337)	(82)	319
借款变动	238	302	(105)	0	443
普通股增加	3	3	5	0	0
资本公积增加	60	108	0	0	0
股利分配	(22)	(87)	(218)	(52)	(84)
其他	(161)	1	(19)	(30)	(40)
<b>现金净增加额</b>	<b>(8)</b>	<b>(93)</b>	<b>293</b>	<b>(552)</b>	<b>66</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2339	2104	2681	3934	5209
营业成本	1500	1360	1908	2695	3516
营业税金及附加	14	11	21	31	42
营业费用	181	221	245	359	475
管理费用	152	103	105	154	204
研发费用	145	177	210	308	408
财务费用	(1)	13	19	30	40
资产减值损失	(110)	(22)	9	(5)	(8)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	71	84	69	70	72
投资收益	(31)	10	12	8	8
<b>营业利润</b>	279	291	264	430	596
营业外收入	7	1	8	6	6
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	285	291	271	436	602
所得税	26	11	10	17	24
少数股东损益	(7)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	267	280	261	419	578

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	31%	-10%	27%	47%	32%
营业利润	200%	4%	-9%	63%	39%
归母净利润	302%	5%	-7%	60%	38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.9%	35.4%	28.8%	31.5%	32.5%
净利率	11.4%	13.3%	9.7%	10.6%	11.1%
ROE	10.1%	9.4%	8.2%	12.3%	15.1%
ROIC	9.4%	9.0%	7.5%	11.7%	13.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.1%	39.4%	44.3%	48.6%	53.5%
净负债比率	0.5%	9.5%	6.8%	5.6%	9.5%
流动比率	2.4	2.2	1.6	1.4	1.2
速动比率	1.9	1.7	1.5	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.1	1.7	3.1	5.9	5.7
应收账款周转率	1.9	2.0	2.8	3.6	3.4
应付账款周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.60	0.63	0.59	0.95	1.31
每股经营净现	0.32	-0.09	2.92	0.43	0.92
每股净资产	6.34	7.16	7.27	8.10	9.22
每股股利	0.20	0.49	0.12	0.19	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	50.5	48.1	51.6	32.2	23.3
PB	4.8	4.3	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	51.3	45.5	45.0	27.7	20.1

资料来源：公司数据、招商证券



## 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、工控自动化。

**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。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 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。