

## 雷科防务 (002413)

公司研究/动态报告

# 布局军工电子产业链，三大增长点静待突破

动态研究报告/军工行业

2020年4月30日

### 报告摘要:

#### ● 不断进行外延并购，推动业绩持续增长

公司近年来通过收购理工雷科、成都爱科特、西安奇维科技、苏州博海创业、恒达微波不断布局军工电子产业链，目前已形成雷达系统、卫星应用、智能弹药、安全存储和智能网联等业务群。2020年，公司以非公开发行股份、发行可转债和现金的形式收购西安恒达和苏州恒达，进一步加强了公司在微波领域的布局。

#### ● 增长点一：公司雷达业务发展迅速，军民雷达国内领先

公司雷达业务收入主要来自于军用雷达产品，主要包括毫米波特种雷达系统、相控阵雷达系统等军用雷达产品。预计到2025年，我国军用雷达市场规模保持在11%左右的增速，公司军用雷达产品目前已经开始进入批量化生产，未来有望实现较快增长。民用雷达方面，公司的车载毫米波雷达是百度阿波罗计划唯一国内合作厂商，随着智能汽车的ADAS系统快速发展，公司民用雷达有望实现突破。

#### ● 增长点二：遥感领域优势显著，北斗导航发展前景可期

公司卫星应用领域主要包括遥感测控和北斗导航。公司的星上实时处理技术优势显著，尤其是SAR实时处理设备填补了国内外该领域的空白，遥感卫星领域公司在研项目12个，预期三年产值可达5~6亿元。公司成功开发了核心基带处理芯片、北斗系列模块、北斗系列整机，产品主要面向军用。在北斗三号组网和卫星通信建设的推进下，公司卫星应用领域有望快速发展。

#### ● 增长点三：智能弹药需求提升，安全存储稳定发展

公司智能弹药业务包括各类导引头、弹上计算机等产品，目前实战化训练对于弹药的需求量不断提升，公司智能弹药领域有望进入发展快车道。公司安全存储业务包括军用、工控和消费类固态硬盘，军用领域发展稳定，民用方面有望成为党政军办公系统存储供应商。

#### ● 投资建议

公司在军工电子领域不断开拓，在雷达、卫星、智能弹药、安全存储领域形成较强的竞争力，我们看好公司长期发展。预计公司2020~2022年EPS分别为0.19、0.25和0.31元，对应PE为39X、30X和24X，可比公司平均估值67X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示

1、公司商誉较大；2、国防预算增长不及预期；3、业务整合无法达到协同效应

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,125	1,421	1,776	2,211
增长率(%)	13.2%	26.3%	25.0%	24.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	137	213	273	342
增长率(%)	0.2%	56.0%	28.3%	25.1%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.25	0.31
PE(现价)	57.9	39.0	30.4	24.3
PB	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

### 推荐

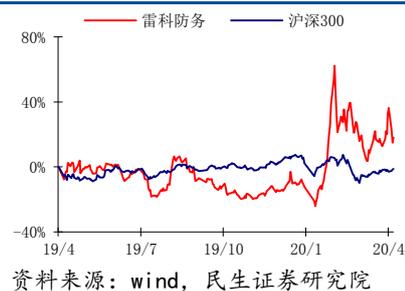
首次评级

当前价格：7.53元

### 交易数据 2020-4-29

近12个月最高/最低(元)	10.35/4.83
总股本(百万股)	1101.85
流通股本(百万股)	1030.78
流通股比例(%)	94%
总市值(亿元)	82.97
流通市值(亿元)	77.62

### 该股与沪深300走势比较



### 分析师：王一川

执业证号：S0100518020001

电话：(010)85127513

邮箱：wangyichuan@mszq.com

### 相关研究

## 目录

一、不断进行外延并购，推动业绩持续增长.....	3
二、增长点一：公司雷达业务发展迅速，军民雷达国内领先.....	4
（一）军用雷达市场空间广阔，公司以军用雷达为核心.....	4
（二）公司民用毫米波雷达技术先进，车载领域有望成增长点.....	5
三、增长点二：遥感领域优势显著，北斗导航发展前景可期.....	6
四、增长点三：智能弹药需求提升，安全存储稳定发展.....	7
五、投资建议.....	8
六、风险提示.....	8
插图目录.....	10
表格目录.....	10

## 一、不断进行外延并购，推动业绩持续增长

外延并购实现产业布局，军工主业不断发展。公司于 2015 年收购理工雷科，开始进入军工市场，并于 2016 年将原有制冷业务完全剥离。随后，公司不断通过并购扩大军品布局，2016 年收购成都爱科特和西安奇维科技，2017 年和 2019 年分两次收购苏州博海创业股份，2020 年发行可转债收购西安恒达、苏州恒达。目前，公司的主营业务包括雷达系统业务群、智能弹药业务群、卫星应用业务群、安全存储业务群、智能网联业务群的相关产品研发、制造和销售。

表 1: 雷科防务近年外延并购情况

标的	持股比例	并购时间	主营业务
理工雷科	100%	2015/6	四大业务包括：嵌入式实时信息处理，复杂电磁环境测试、验证与评估，北斗卫星导航接收机业务，高精度微波/毫米波成像探测雷达业务
成都爱科特	70%	2016/2	从事微波射频技术、设备、系统的研发、设计、生产和销售，主要产品有射频通信设备、微波组件、系统类产品
西安奇维科技	100%	2016/8	产品分为嵌入式计算机产品系列和固态存储设备系列两大类
苏州博海创业	66%	2017/8 2019/1	微波及毫米波器件、组件、模块及微系统的设计、生产、销售和技术服务
西安恒达、苏州恒达	100%	2020/2	产品分为微波天线、有源及无源器件和相应的系统集成，用于雷达及其他微波通信系统中微波信号的传输；同时，还为客户提供微波相关技术服务

资料来源：公司公告，民生证券研究院

发行可转债收购恒达微波，微波领域再度增强。公司通过非公开发行股份、发行可转债和支付现金共计 62500 万元收购西安恒达和苏州恒达 100% 股份，其中非公开发行支付交易对价 11375 万元，发行可转债支付交易对价 28374.99 万元。恒达微波以领先的微波、毫米波、亚毫米波（太赫兹）技术服务于军用和民用电子装备领域，致力于我国电子装备、航天装备、运动平台与伺服控制、通信设备天线及有源无源器件、基础零部件自主化、国产化的研究与生产，在微波天线、有源及无源器件和系统集成领域已处于国内先进水平。2020 年 2 月 26 日，公司已完成对恒达微波的收购，业绩承诺期（19-21 年）承诺业绩分别为 4000 万元、5200 万元和 6500 万元，其中 2019 年完成业绩 4803.2 万元。恒达微波除了军用领域外，在民用领域已与华为、中兴开展合作，随着 5G 发展的不断推进，高精度微波产品需求将不断提升。公司收购恒达微波将扩充现有业务，实现上下游的完善，并将对公司业绩实现增厚。

表 2: 雷科防务收购标的业绩承诺完成情况

标的	2015	2016	2017	2018	2019	完成情况
理工雷科	6193.16 (7124.16)	7795.55 (8599.01)	9634.42 (8726.13)	-	-	已完成
成都爱科特	-	3600 (3797.72)	4200 (4249.22)	5000 (4896.73)	-	已完成
西安奇维科技	-	4500 (4806.57)	6000 (6005.78)	7800 (8775.83)	9600 (8886.57)	已完成

资料来源：公司公告，民生证券研究院  
注：括号内为实际完成业绩 单位：万元

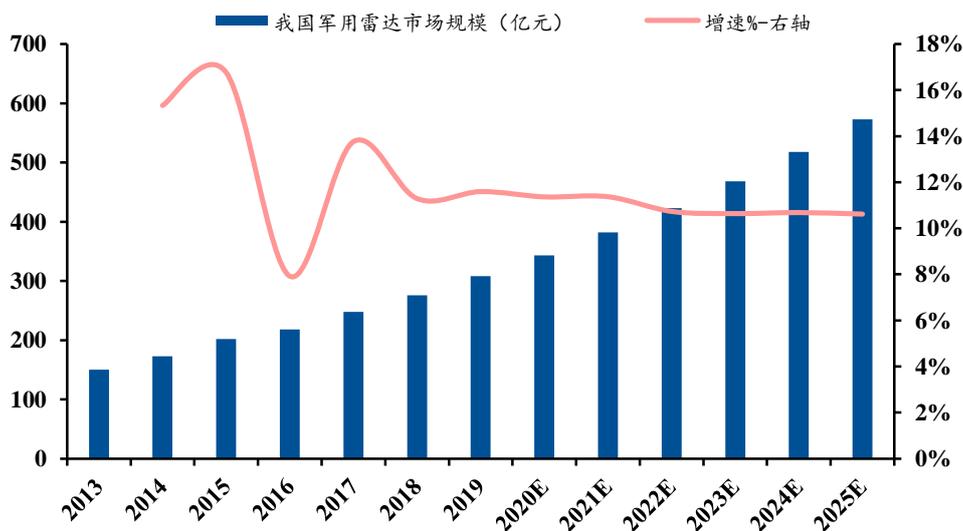
## 二、增长点一：公司雷达业务发展迅速，军民雷达国内领先

公司雷达业务群的业务主体为理工雷科，主要致力于相控阵雷达、合成孔径雷达和毫米波雷达等技术方面的研究。公司在相控阵雷达处理算法与系统设计、相控阵雷达系统研制、SAR 成像处理算法和实时信号处理系统设计、SAR 成像雷达系统研制等方面具有较深的技术积累与丰富的工程经验。2019 年雷达系统业务收入为 2.68 亿元，同比增长 3.27%。

### （一）军用雷达市场空间广阔，公司以军用雷达为核心

预计 2025 年我国军用雷达市场规模为 573 亿元，20-25 年复合增速为 10.8%。2019 年，我国军用雷达市场规模为 308 亿元，同比增长 11.59%；预计 2025 年市场规模可达 573 亿元，20-25 年复合增速为 10.8%。2016 年由于军改的影响，武器装备采购减缓，我国军用雷达市场规模增速显著下降，2018 年至 2025 年增速均保持在 11% 左右，军用雷达市场规模增长较为稳定。

图 1：预计 2025 年我国军用雷达市场规模为 573 亿元



资料来源：前瞻数据库，民生证券研究院

**军用雷达为公司核心业务，订单持续增长。**目前公司雷达业务收入主要来自于军用雷达相关产品，主要包括毫米波特种雷达系统、相控阵雷达系统等军用雷达产品。近年来，公司多款军用雷达定型进入小批量生产阶段，随着批产进入稳定期，军用雷达业务有望实现稳定增长。

①**军用特种雷达**：2017 年公司首款军用雷达整机蟒眼 G30 完成定型工作，并获得军方批量生产的合同。2018 年公司有两款定型的军用雷达进入小批量生产阶段，供列装 60 余套，产值为 4000 多万元。2019 年特种雷达型号投入批量生产，重点型号取得技术突破。

②**雷达高速实时处理**：2018 年公司首次推出全国产化系列产品，并实现过亿的产值。公司研发的 RACOWARE 软件化雷达平台在新一代雷达信号处理技术领域成功应用并已处于国内领先地位。

③**相控阵面**：公司具备全系列产品研制生产能力，2018 年共有 10 余款相控阵产品交付，

共计 4000 余万。

## (二) 公司民用毫米波雷达技术先进，车载领域有望成增长点

ADAS 发展迅速，车载毫米波雷达市场前景广阔。2017 年国内 ADAS 市场规模约为 421 亿元，预计 2020 年国内 ADAS 市场规模将有望超过 800 亿元。2018 国家发改委推出《智能汽车创新发展战略》，目标在 2020 年使在华销售的 50% 上市新车都是智能汽车。随着未来智能汽车比重的提升，预计 ADAS 系统有望率先放量，而毫米波雷达是 ADAS 系统的主要传感器。目前，欧美发达国家已有超过 8% 的新车配备 ADAS 系统，而新兴市场这一比例仅为 2% 左右，整体渗透率较低。作为较成熟的产品，车用毫米波雷达目前的价格大概在 1500 元左右，目前众多车企已在其中高端车型上配置毫米波雷达。2015 年，中国车载毫米波雷达销量为 180 万颗，平均每 12 辆车配装 1 颗。至 2020 年，预计全球车载毫米波雷达出货量可达 7200 万颗。按国内 ADAS 渗透率在 2020 年达到 30% 估算，每套 ADAS 需要 4 个短距毫米波雷达和 1 个长距毫米波雷达，则国内出货量可达 4500 万颗，市场规模将超 600 亿元。

图 2：车载毫米波雷达应用



资料来源：第二十届中国国际光电博览会，民生证券研究院

公司是百度阿波罗计划合作厂商，77G 毫米波雷达技术先进。公司民用雷达中，毫米波雷达的技术水平处于国内领先，尤其是车载毫米波雷达。目前公司 77G 毫米波雷达已被百度阿波罗计划和比亚迪 Dlink 计划列为国内唯一合作厂商，2019 年初该产品实现批量生产及批量供货，与比亚迪、长安、北汽等多个车企开展合作。另外，根据恒达微波的收购报告书，恒达微波在汽车雷达领域已与国内近十家汽车毫米波雷达前装、后装厂商建立了合作业务，提供多款毫米波雷达天线产品的设计、生产、测试、验证等服务。未来，公司民用雷达的主要增长点就是汽车毫米波雷达，在现有技术优势下，公司相关业务有望实现快速突破。

### 三、增长点二：遥感领域优势显著，北斗导航发展前景可期

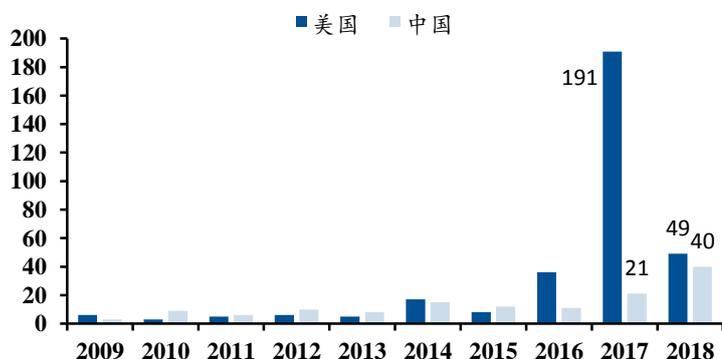
公司卫星应用业务是另一核心业务，包括遥感测控（星上遥感、地面遥感）和北斗卫星导航。2019 年卫星应用业务实现营收 4.67 亿元，同比增长 22.31%。

**遥感领域：**星上遥感主要围绕航天遥感信息高时效、高精度获取和处理需求，提供星上实时处理关键装备等系列化产品；地面遥感长期围绕遥感卫星应用，提供地面站射频前端、变频、交换等信道装备、地面原始数据预处理装备、专业信息处理装备的研制、生产和服务。2017 年，公司成功研制并交付了全球首个星载 SAR 实时处理设备，填补了国内外该领域的空白。目前，遥感卫星领域公司在研项目 12 个，预期三年产值可达 5~6 亿元；另外，2018 年某型号在轨实时处理器已随整星发射入轨，国内首次实现了星载雷达在轨成像处理，该设备搭载了公司自主研制的高性能 SoC 处理器，未来应用领域将持续推广。2019 年地面遥感领域，公司多个大型地面遥感测控站建设，涉及国防、航天、空间基础设施等多个领域；某海外地面站项目顺利完成验收交付，为我公司第一个交付的海外遥感地面产品，地面遥感市场正逐步拓展。

**卫星导航领域：**公司成功开发了核心基带处理芯片、北斗系列模块、北斗系列整机，产品主要面向军用，终端产品包括手持型、车载型、指挥型和民用型。2019 年公司 10 余款北斗产品大规模批量交付客户。2019 年 4 月，公司公告将与兵器旗下东方联星科技以及合肥新投共同投资设立北方雷科卫星导航科技有限公司，其中雷科防务出资占股 32%、东方联星占股 33%、合肥新投占股 30%、北方雷科团队占股 5%。东方联星在北斗导航领域技术开发经验丰富，公司与其合作将形成优势互补，未来北斗导航板块有望受益。

我国遥感卫星发射次数稳定提升，2018 年遥感卫星产业规模达 74 亿元。2018 年我国共发射遥感卫星 40 颗，较 2017 年的 21 颗增长显著。与美国相比，我国目前遥感卫星发射数量仍然较少，未来提升空间较大。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国遥感卫星市场规模为 74 亿元，2012-2018 年复合增速为 10.42%，我国遥感卫星市场将保持稳定增长。

图 3：近十年中美两国遥感卫星发射数量对比（单位：次数）



资料来源：航天宏图招股说明书，民生证券研究院

北斗三号组网在即，卫星通信进入“新基建”。北斗三号系统最后一颗卫星将于 5 月发射，届时北斗三号系统将组网成功，北斗导航服务实现从区域到全球的跨越。随着北斗系统的全面升级，下游应用领域将实现快速扩展，北斗接收机的需求将显著增加。4 月 20 日，发改委新闻发布会中明确新型基础设施主要包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施

等三方面内容，其中信息基础设施中又涵盖了卫星互联网代表的通信网络基础设施，未来随着国家重点支持政策，卫星互联网有望快速发展。公司卫星相关产品在国内处于领先水平，卫星通信的卫星及地面站建设将逐步推进，公司有望从中获益。

#### 四、增长点三：智能弹药需求提升，安全存储稳定发展

**智能弹药：**公司智能弹药业务包括图像/激光/雷达导引头、卫星导航、惯性导航、弹上计算机、图像处理、数据存储等技术和产品，合作开发了制导火箭弹、巡飞弹、无人值守武器站等系统，相关技术和产品已经大量应用于导弹、制导弹药、无人机等飞行器产品。2019年，在系统级方面，遥控武器站产品技术进一步升级并完成定型，已持续批量装备客户。在分系统方面，公司与兵器集团深度合作，开展了巡飞弹、毫米波导引头等项目的联合研制。其中巡飞弹参加了内装竞标实物比测取得优异成绩；外贸工程样机完成鉴定试验，五发五中。毫米波导引头完成了科研定型，并实现批量交付。在核心组件方面，公司研制的巡飞弹捷联式图像导引头指标国内领先，产品实现批量交付。各类核心组件产品，全年批量交付合计近百款，5000多套。智能弹药业务2019年实现营收1.91亿元，同比增长30.80%，板块有望持续快速增长。

**实战化训练增加导弹消耗，导引头、弹上计算机需求提升。**自2016年11月起，中央军委印发《加强实战化军事训练暂行规定》，与以往的军事训练不同的是，实战化训练除了真情实景、真枪实弹外，还加强了各军种间的联合训练和在陌生地域进行复杂电磁环境、特殊地理环境、极端天气条件的训练。2018年1月，我国最新《军事训练大纲》出台，设计目标为训练与实战一体化，新大纲要求提高训练强度难度、增加训练时间、拓展涉外训练内容和强化指挥员训练。实战化训练逐步开始落实，例如导弹、炸弹、火箭弹、炮弹等消耗性武器装备的需求量将逐步提升。导引头和弹上计算机作为导弹的核心器件，随着导弹的需求量提升其需求也将增加。

**安全存储：**公司基于自主研发的、支持数据加解密的SSD控制芯片，研制军用、工控和消费类SSD盘，构建全闪存阵列和加固存储设备，为党政军的计算机、嵌入式信息处理设备、办公系统、数据中心提供高可靠、高安全、高性能的数据存储解决方案。2019年，公司正式流片28nm自主可控PCIe SSD控制器芯片，标志着公司跻身高性能自主可控固态存储厂商行列。公司的SSD存储盘产品出货量较去年大幅增长，业绩稳步提升。通用存储阵列实现全面国产自主可控，进入军方集采名录，综合性能排名全国第二；加固式自主可控存储阵列，在军方某部比测胜出，未来预期大规模批量装备。2019年安全存储业务实现营收1.86亿元，同比下降7.49%，为近年来首次小幅下滑，我们认为该板块未来将保持稳定增长。

## 五、投资建议

公司在军工电子领域不断开拓,目前已覆盖包括雷达、微波器件、固态存储、电磁仿真、北斗接收机等军工电子全产业链。在雷达、卫星、智能弹药、安全存储领域形成较强的竞争力,以军品业务快速发展为主,民品业务存在放量机遇,尤其是在车载毫米波雷达和存储领域有望实现突破。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.19、0.25 和 0.31 元,对应 PE 为 39X、30X 和 24X,可比公司平均估值 67X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

1、公司商誉较大; 2、国防预算增长不及预期; 3、业务整合无法达到协同效应。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,125	1,421	1,776	2,211
营业成本	629	752	927	1,142
营业税金及附加	5	8	10	12
销售费用	27	35	43	54
管理费用	161	211	260	326
研发费用	122	147	186	231
EBIT	181	269	350	447
财务费用	14	11	10	10
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	19	15	16	16
营业利润	191	289	374	471
营业外收支	(0)	1	1	1
利润总额	191	290	374	471
所得税	39	51	67	86
净利润	152	239	308	385
归属于母公司净利润	137	213	273	342
EBITDA	252	362	460	575

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	299	721	586	974
应收账款及票据	1097	995	1154	1327
预付款项	107	124	154	189
存货	476	192	683	459
其他流动资产	21	21	21	21
流动资产合计	2067	2401	2835	3398
长期股权投资	39	54	70	86
固定资产	287	383	483	581
无形资产	213	219	225	232
非流动资产合计	2517	2549	2589	2606
资产合计	4584	4950	5423	6004
短期借款	245	245	245	245
应付账款及票据	392	398	508	633
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	836	848	1014	1209
长期借款	29	29	29	29
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	56	56	56	56
负债合计	892	904	1070	1265
股本	1081	1102	1102	1102
少数股东权益	90	116	150	194
股东权益合计	3692	3931	4239	4624
负债和股东权益合计	4584	4950	5423	6004

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.2%	26.3%	25.0%	24.5%
EBIT 增长率	17.5%	48.5%	30.1%	27.8%
净利润增长率	0.2%	56.0%	28.3%	25.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.1%	47.1%	47.8%	48.3%
净利率	12.1%	15.0%	15.4%	15.5%
总资产收益率 ROA	3.0%	4.3%	5.0%	5.7%
净资产收益率 ROE	3.8%	5.6%	6.7%	7.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.5	2.8	2.8	2.8
速动比率	1.9	2.6	2.1	2.4
现金比率	0.4	0.9	0.6	0.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	246.0	170.0	195.3	180.0
存货周转天数	251.5	160.0	170.0	180.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.1	0.2	0.2	0.3
每股净资产	3.3	3.5	3.7	4.0
每股经营现金流	0.1	0.4	0.0	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	57.9	39.0	30.4	24.3
PB	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	22.1	15.4	12.4	9.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	152	239	308	385
折旧和摊销	72	94	110	128
营运资金变动	(126)	91	(403)	20
经营活动现金流	83	420	10	529
资本开支	146	(14)	133	129
投资	(52)	0	0	0
投资活动现金流	267	14	(133)	(129)
股权募资	8	0	0	0
债务募资	94	0	0	0
筹资活动现金流	(411)	(12)	(12)	(12)
现金净流量	(61)	422	(135)	388

## 插图目录

图 1: 预计 2025 年我国军用雷达市场规模为 573 亿元.....	4
图 2: 车载毫米波雷达应用.....	5
图 3: 近十年中美两国遥感卫星发射数量对比 (单位: 次数) .....	6

## 表格目录

表 1: 雷科防务近年外延并购情况.....	3
表 2: 雷科防务收购标的业绩承诺完成情况.....	3

## 分析师简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。