

楚江新材

002171

审慎增持 (维持)

2020 销量扩张带动营收增长 产能释放+军工新材料，业绩或高速增长

2021年04月26日

市场数据

市场数据日期	2021-04-23
收盘价(元)	7.81
总股本(百万股)	1333.68
流通股本(百万股)	1243.71
总市值(百万元)	10416.04
流通市值(百万元)	9713.41
净资产(百万元)	6028.24
总资产(百万元)	11957.86
每股净资产(元)	4.26

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22974	30909	38094	44662
同比增长	35%	35%	23%	17%
归母净利润(百万元)	274	625	837	1065
同比增长	-41%	128%	34%	27%
毛利率	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%
归母净利润率	1.2%	2.0%	2.2%	2.4%
净资产收益率	4.8%	9.7%	11.7%	13.2%
每股收益(元)	0.21	0.47	0.63	0.80
每股经营现金流(元)	-0.31	0.15	0.28	0.62

相关报告

《楚江新材 2019&2020Q1 业绩点评: 2019 产销扩张业绩稳健增长, 2020Q2 利润预计快速修复》2020-04-24

《楚江新材(002171) 2018 年报点评: 铜加工量料齐增, 研发费用拖累业绩》2019-04-24

《楚江新材(002171) Q3 业绩预告点评: 金属加工、高端装备齐开花, 上修业绩预期》2017-10-13

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

赖丹丹

laidandan@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

投资要点

- **公司公布 2020 年年报&2021 年一季报:** 2020 年公司实现营业收入 229.74 亿元, 同比增 34.76%; 归母净利润 2.74 亿元, 同比降 40.51%; 扣非归母净利 2.26 亿元, 同比降 24.16%。2021Q1 营业收入 73.38 亿元, 同比增 88.09%、环比增 1.58%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比大幅扭亏、环比增 58.21%; 扣非归母净利 0.91 亿元, 同比扭亏、环比增 1.37%。
- **公司公布 2021 年经营目标:** 2021 年预计实现营收 284 亿元, 利润总额 7.55 亿元, 归母净利 6.05 亿元; 计划实现金属材料研发及制造业务销量 78.3 万吨, 营收 276.5 亿元; 高端装备制造及新材料板块营收 7.5 亿元。
- **2020 年公司先进基础材料板块稳步增长, 军工新材料板块实现高增长。**
①**先进基础材料板块:** 2020 年各类金属材料总销量 70.02 万吨, 同比增长 19.07%; 且 2020 年铜价同比上涨 2.36%, 2020 年实现营业收入 230 亿元, 同比+35%。②**军工新材料板块:** 并购天鸟高新后, 规模快速扩张, 2020 年实现营业收入 5.7 亿元, 同比增 25.9%; 其中天鸟高新 2020 年实现净利润 1.50 亿元, 同比增 34.3%。另外, 江苏天鸟、鑫海高导均超额完成业绩承诺。
- **由于新增产能释放, 产品结构优化以及军工新材料板块的增长, 2021Q1 营收和毛利率同比环比均增长, 使得 2021Q1 归母净利润 1.20 亿元, 同比增加 2.14 亿元、环比增加 4426 万元, 其中毛利润同比增长 2.84 亿元、环比增长 4227 万元。**
- **盈利预测与评级:** 看好公司规模扩张和高附加值产品放量带来盈利能力提升, 另外军工新材料板块盈利能力优、成长性强, 是公司未来重要利润增长点。我们调整对于公司的盈利预测, 预计 2021-2023 年分别实现归母净利 6.25、8.37 和 10.65 亿元, EPS 分别为 0.47、0.63 和 0.80 元, 对应 4 月 23 日收盘价的 PE 分别为 16.7、12.4 和 9.8 倍, 维持公司“审慎增持”评级。

风险提示: 原料价格大幅波动; 新建项目投产进度不及预期; 需求不达预期

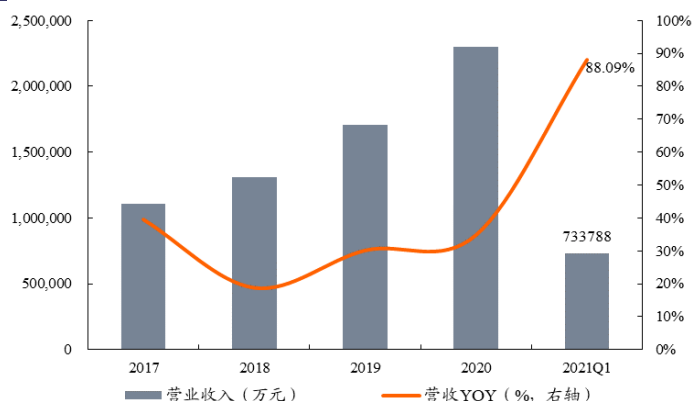
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

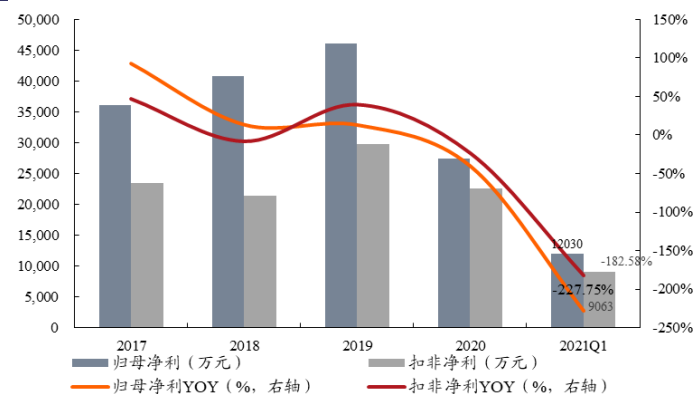
- **公司公布 2020 年年报:** 2020 年公司实现营业收入 229.74 亿元, 同比增 34.76%; 归母净利润 2.74 亿元, 同比降 40.51%; 扣非归母净利 2.26 亿元, 同比降 24.16%。2020Q4, 公司实现营收 72.24 亿元, 同比增 35.7%、环比增 13.7%; 归母净利 7604 万元, 同比降 27.4%、环比降 44.5%; 扣非归母净利 8941 万元, 同比增 41.5%、环比降 14.9%。
- **公司公布 2021 年一季报:** 2021 年第一季度, 公司实现营业收入 73.38 亿元, 同比增 88.09%、环比增 1.58%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比大幅扭亏、环比增 58.21%; 扣非归母净利 0.91 亿元, 同比扭亏、环比增 1.37%。

图 1、公司营业收入及同比变化



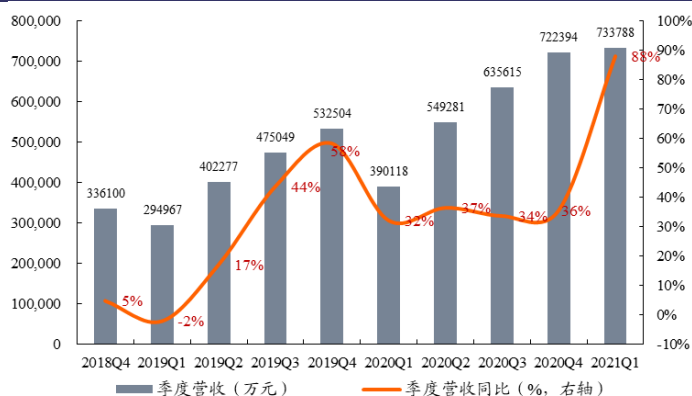
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润、扣非净利及同比变化



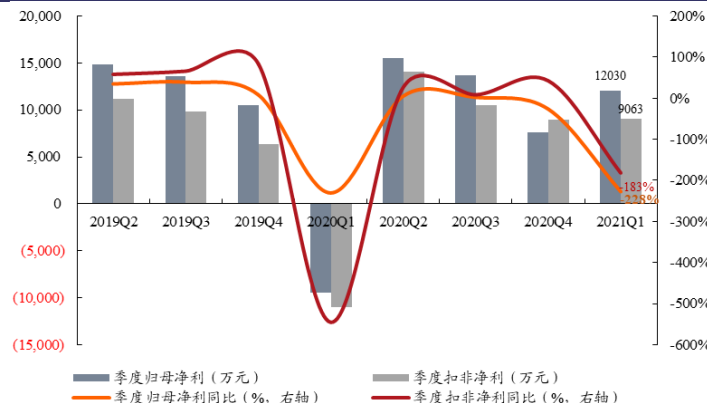
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司营业收入及同比变化 (单季度)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司归母净利润、扣非净利及同比变化 (单季度)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司公布 2021 年经营目标:** 2021 年预计实现营业收入 284 亿元, 利润总额 7.55 亿元, 归属母公司净利润 6.05 亿元; 计划实现金属材料研发及制造业务销量 78.3 万吨, 营业收入 276.5 亿元; 计划实现高端装备制造及新材料板块

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

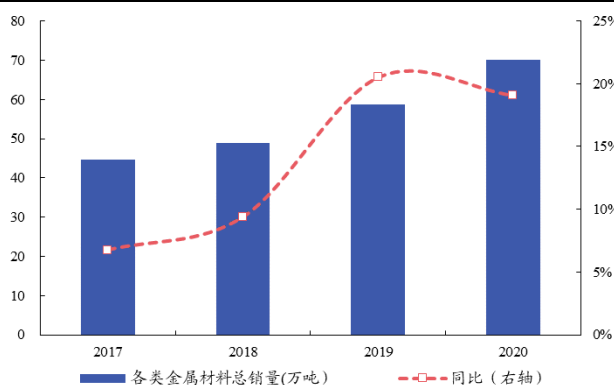
营业收入 7.5 亿元。

点评

- 2020 年公司先进基础材料板块稳步增长，军工新材料板块实现高增长。

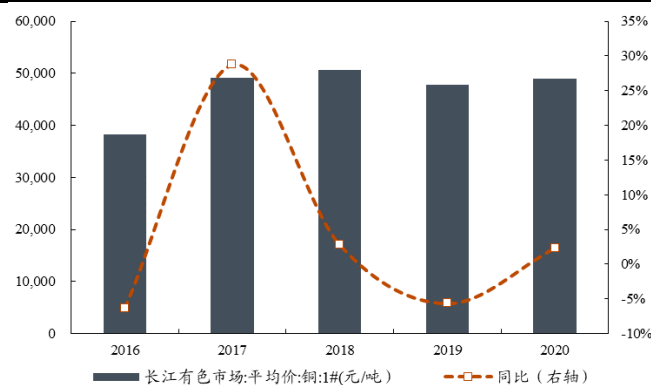
- ✓ **先进基础材料板块：销量增长，且 2020 年铜价同比上涨 2.4%，2020 年实现营业收入 229.74 亿元，同比增 34.76%。**①量：2020 年，铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目投产，公司实现各类金属材料总销量 70.02 万吨，同比增长 19.07%。其中高精度铜合金板带材产量 23.45 万吨，国内市占率达到 11.9%；另外鑫海高导 2020 年实现扣非净利润 6093 万元，超出业绩承诺数（5000 万元），完成 2020 年度业绩承诺。②价：2020 年下半年铜均价较 2020H1 上涨 19.2%。③利：一方面由于会计政策的调整，另一方面由于 2020 年铜价同比上涨 2.36%，2020 年公司毛利率同比下降 0.7pct 至 6.98%。

图 5、2020 年，公司各类金属材料总销量同比增加 19%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020 年，长江有色铜均价同比增长 2.36%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ **军工新材料板块：天鸟高新增长迅速，规模快速扩张，2020 年实现营业收入 4.0 亿元，同比增 29.4%；高端装备及碳纤维复合材料营收 5.7 亿元，同比增 25.9%。**分主体来看，天鸟高新 2020 年实现营收 4.0 亿元，同比增 29.4%，净利润 1.50 亿元，同比增 34.3%；顶立科技 2020 年实现营收 1.71 亿元，同比降 13.3%，净利润 2694 万元，同比降 59.4%。高端装备制造和碳纤维复合材料盈利能力强，毛利率（2020 年毛利率为 52.41%）远高于公司先进基础材料业务（2020 年毛利率为 5.82%），以 3%的营收占比贡献 19%的毛利占比。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 7、2020 年公司营业收入构成(单位:万元、%)

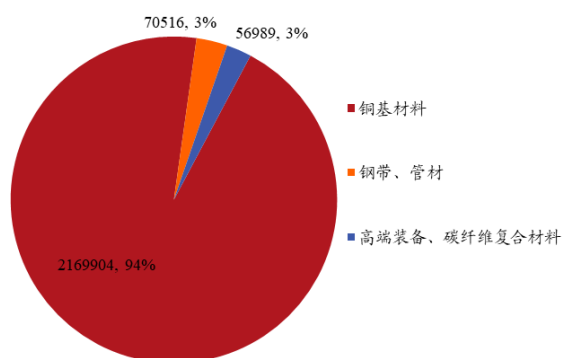
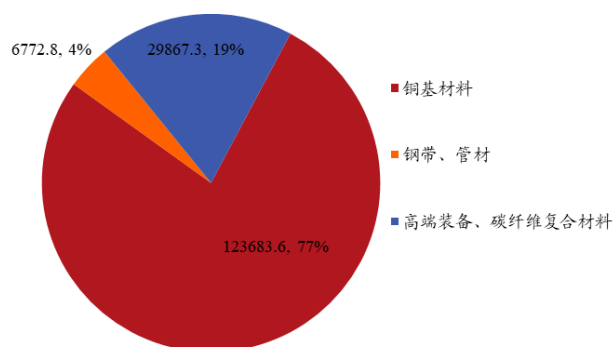


图 8、2020 年公司毛利构成(单位:万元、%)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 期间费用同比下降。**2020 年公司**销售费用、管理费用和财务费用**分别为 0.75 亿元、2.44 亿元和 1.07 亿元, 同比分别-56.5%、+5.4%和+98.3%, 三费占比同比降 0.8pct 至 1.9%。其中**销售费用**同比下降的原因或在于会计政策调整(运输费、包装物列入营业成本); **财务费用**同比大幅增加的原因或在于①公司营业增长(+35%)及股份回购带来资金需求增加使得借款利息支出及票据贴现利息增加, ②随着募集资金逐步投入募投项目使得募集资金利息收入减少; ③2020 年 6 月公司发行可转换债券计提的利息支出增加(2020 年利息支出同比+69.1%、同比增 0.4 亿元) 2019 年公司。此外, 公司加大研发投入, 2020 年研发费用同比增 54.9%至 7.86 亿元, 研发占比同比增 0.45pct 至 3.42%。

图 9、期间费用及三费占营收比例

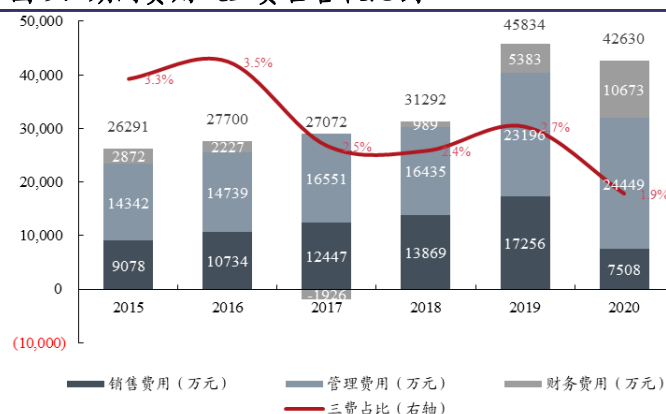
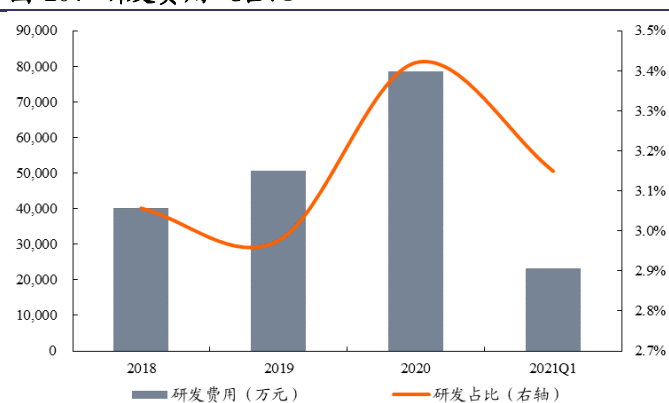


图 10、研发费用及占比



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 江苏天鸟、鑫海高导均超额完成业绩承诺。**江苏天鸟 2018-2020 年业绩承诺(扣非后净利润)分别为 6,000 万元、8,000 万元、10,000 万元, 2020 年实现扣非后净利润 1.4 亿元, 完成率 138.5%。鑫海高导 2019-2022 年承诺业绩(扣非后净利润)分别为 4,000 万元、5,000 万元、5,500 万元、6,000 万元, 2020 年实现扣非后净利润 6093 万元, 完成率 121.86%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

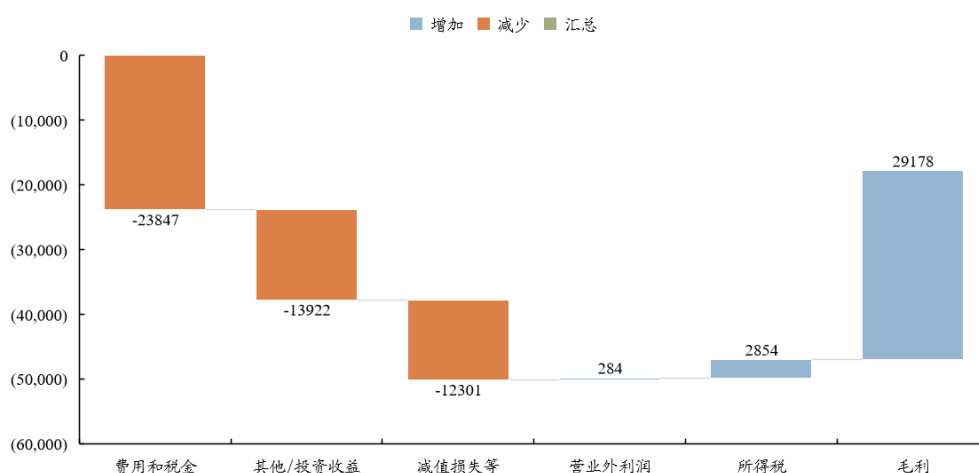
表 1、2020 年天鸟高新和鑫海高导均完成业绩承诺

公司	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2018-2020 累计
天鸟高新	业绩承诺 (万元)	6,000.00	8,000.00	10,000.00	24,000.00
	实现扣除非经常性损益后的净利润 (万元)	6,159.75	9,401.96	13,853.86	29,415.57
	扣除非经常性损益后的净利润完成率	102.7%	117.5%	138.5%	122.6%
鑫海高导	业绩承诺 (万元)	2	4000	5,000	
	实现扣除非经常性损益后的净利润 (万元)	2	4,733.85	6,092.88	
	扣除非经常性损益后的净利润完成率	2	118.35%	121.86%	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 同比来看，2020 v.s. 2019：2020 年，公司实现归母净利润 2.74 亿元，同比减少 1.87 亿元，主要的减利点在于费用和税金 (-2.38 亿元)、其他收益和投资收益 (-1.39 亿元)、减值损失/资产处置收益/公允价值变动净收益 (-1.23 亿元)；同比增利点主要在于毛利 (+2.92 亿元)、所得税 (+0.29 亿元) 和营业外利润 (+0.03 亿元)。其中 2020 年，①由于公司持续增加研发投入，研发费用同比增 2.8 亿至 7.86 亿元；②由于政府扶持资金同比减少 0.86 亿元，使得其他收益同比减少 0.8 亿元；③由于期货损益同比减少 0.7 亿元，使得投资净收益同比减少 0.6 亿元；④另外，由于 2020 年一季度铜价下跌计提存货跌价准备，资产减值损失同比增 0.8 亿元。

图 11、2020 年业绩同比变化拆分 (单位：万元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：“正值”表示该部分科目变化对归母净利润形成正贡献，“负值”表示该部分科目变化对归母净利润形成负贡献

- 2020 年公司非经常性损益合计 4845 万元，同比减少 1.15 亿元，主要的减量来自于政府补助 (-0.78 亿元) 以及或由于套期保值等带来的公允价值变动和投资收益 (-0.71 亿元)。
- 同比来看，2021Q1 v.s. 2020Q1：2021Q1，公司实现归母净利润 1.20 亿元，同比增加 2.14 亿元，核心在于毛利润同比增长 2.84 亿元，其他增利点还来自于减值损失/资产处置收益/公允价值变动净收益 (+0.94 亿元)、其他收益和投资收益 (+0.32 亿元) 和营业外利润 (+0.03 亿元)；同比减利点主要在于费用和税金 (-1.52 亿元)、所得税 (-0.41 亿元)。其中 2021Q1，①公司持续

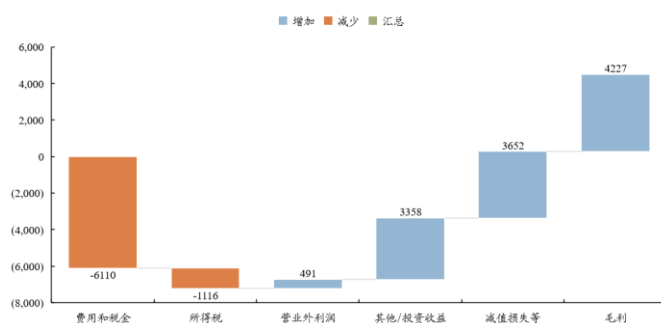
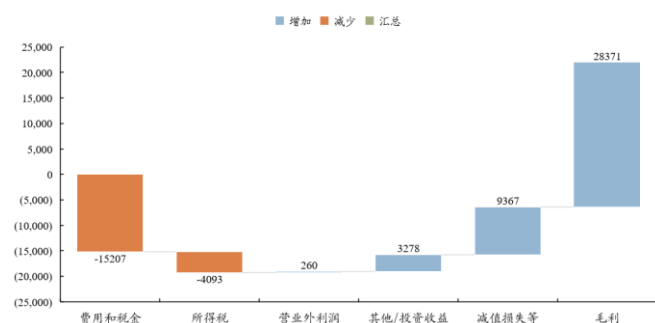
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增加研发投入, 2021Q1 研发费用同比增 128.85%至 2.31 亿元; ②由于营收和毛利率同比均增加, 使得毛利润同比增 158%至 4.6 亿元; ③另外, 由于铜价上涨等原因, 使得公司计提的应收款减值准备及存货跌价准备同比减少, 资产减值损失同比减少 7781 万元; ④由于政府补助同比增加, 2021Q1 公司其他收益同比增 126%至 7798 万元。

- 环比来看, 2021Q1 v.s. 2020Q4: 2021Q1, 公司归母净利润环比增加 4426 万元, 核心在于毛利端环比增长 4227 万元, 其他增利点还来自于减值损失/资产处置收益/公允价值变动净收益(+3652 万元)、其他收益和投资收益(+3358 万元)和营业外利润(+491 万元); 环比减利点主要在于费用和税金(-6110 万元)、所得税(-1116 万元)。其中销售费用环比增加 0.92 亿元, 原因或在于 2020 年底的会计政策调整。

图 12、2021Q1 业绩同比变化拆分(单位: 万元)

图 13、2021Q1 业绩环比变化拆分(单位: 万元)

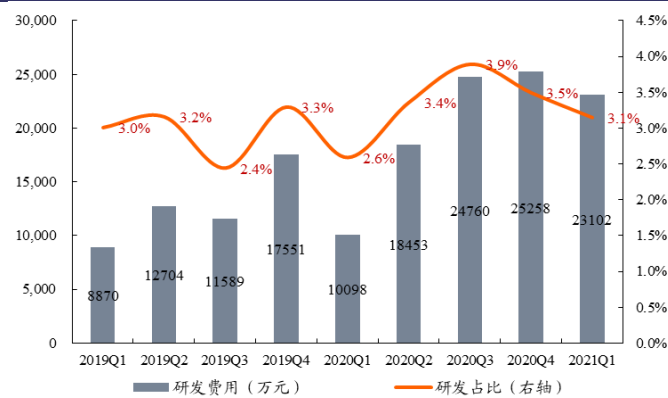
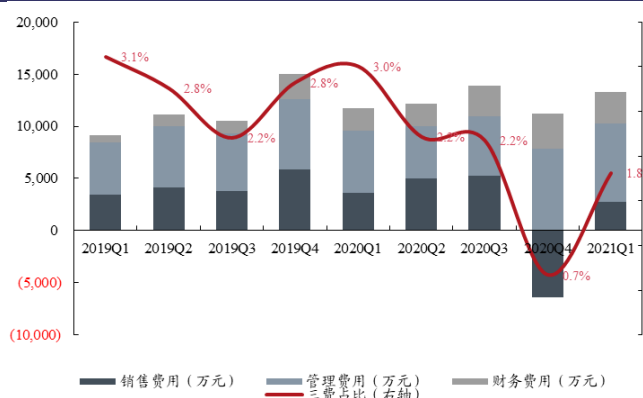


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: “正值”表示该部分科目变化对归母净利形成正贡献, “负值”表示该部分科目变化对归母净利形成负贡献

图 14、公司期间费用情况(单季度)

图 15、公司研发费用情况(单季度)

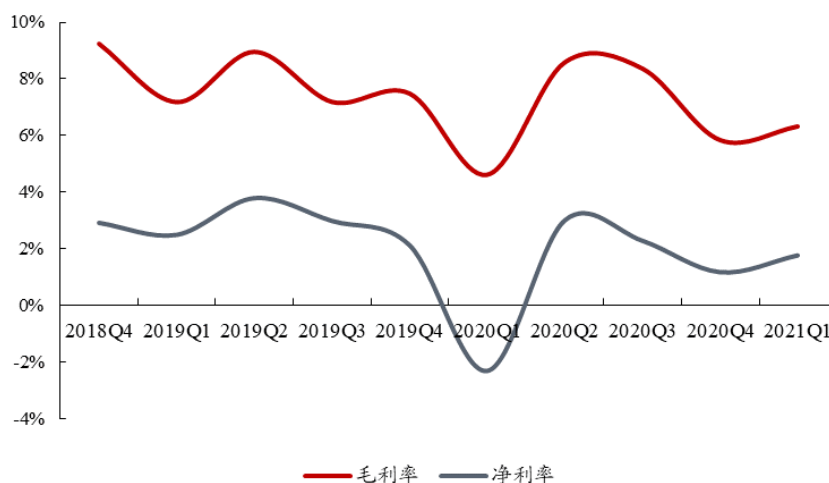


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 16、公司毛利率和净利率（单季度）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2020Q2 预计环比扭亏且单季度业绩有望创新高，但上半年归母净利润预计仍同比-54.70%~-32.05%。**公司预计 2020 年 1-6 月实现归母净利润 1~1.5 亿元，同比-54.70%~-32.05%，对应 Q2 归母净利润预计为 19,416 万元~24,416 万元，有望创上市以来单季度业绩新高，主要原因在于 **(1) 单位产品盈利空间走阔**：公司生产经营已经恢复，同时市场需求回暖，金属基础材料及军工新材料盈利空间均有望扩大；**(2) 产销规模提升**：公司募投项目“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”建成投产，产销规模持续增长。
- **公司 2021 年经营目标**：**(1) 营收利润**：全年实现营收 284 亿元，利润总额 7.55 亿元，归母净利 6.05 亿元；其中金属材料研发及制造业务营收 276.5 亿元、高端装备制造及新材料板块营收 7.5 亿元。**(2) 产量**：金属材料研发及制造业务销量 78.3 万吨。
- **先进基础材料板块逐步进入产能释放期，看好公司规模扩张带来市占率提升和高附加值产品放量带来盈利能力提升。**2021 年，公司铜板带产能预计到 27 万吨左右，铜导体产能预计在 29-30 万吨。①年产 12 万吨铜导体材料一期项目已于 2020 年 6 月份投产，二期项目计划于 2021 年建成投产。②“飞机碳刹车预制体技术改造项目”和“碳纤维热场预制体产业化项目”的基建和主体工程建设稳步推进，截至 2020 年底已完成约 65%，预计 2021 年建成投产。③转债募投项目“年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目”、“年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目（2/3 期，1 期于 2021 年 1 月完成自主验收）”、“年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目(1 期)”和“年产 2 万吨高精密铜合金线材项目”已完成前期设计，预计 2021 年动工，2022 年开始有望逐步释放，公司基础材料板块规模持续扩张，**预计铜板带约 32 万吨，铜导体材料 50 万吨，其中以细线为主的高端导体材料约 30 万吨的产能规模。**另一方面，公司持续推动产品品质、市场定位和档次的升级。铜导体材料产品通过战略并购鑫海高导，进一步向深加工产业链延伸，看好未来产品结构优化带来盈

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

利能力提升。

- **军工新材料板块：盈利能力高+成长能力强，将成为公司未来重要利润增长点。** **天鸟高新**是国家二级保密单位，拥有军工资质齐全的民营军工企业，是国家航空航天重大工程配套企业，国际航空器材承制方 A 类供应商，国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制体的企业，新工厂预计在 2021 年底全部建设完成，新增产值 5-6 亿。其碳纤维预制体主要有三个用途：1) 航空航天预制体，包括喉衬、喷管等耐高温部位的碳纤维预制体，从设计到成型，天鸟处于垄断地位；2) 飞机刹车盘，目前所有军用飞机的碳刹车预制体由天鸟供应，其中 C919、ARJ21 的碳刹车预制体为独家供应；3) 热场预制体，目前主要应用于光伏单晶炉内。**顶立科技**是一家创新型特种装备和高性能材料制造企业，以国家重大需求为牵引的军民深度融合的民营军工企业，先后主持或承担军用关键材料替代进口专项、“卡脖子”工程项目，是国家航天航空、国防等领域特种大型热工装备的核心研制单位。一方面受益于高性能碳纤维复合材料和高端热工装备行业的高增长，另一方面又具备民营业务的高效率优势，未来成长性强。
- **我们调整对于公司的盈利预测：**预计 2021-2023 年分别实现归母净利 6.25、8.37 和 10.65 亿元，EPS 分别为 0.47、0.63 和 0.80 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PE 分别为 16.7、12.4 和 9.8 倍，维持公司“审慎增持”评级。
- **风险提示：**原料价格大幅波动；新建项目投产进度不及预期；需求不达预期。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7002	7753	9031	9992	营业收入	22974	30909	38094	44662
现金	1696	1447	1530	1503	营业成本	21371	28709	35371	41466
应收账款	1468	1761	2258	2613	营业税金及附加	61	151	190	223
其他应收款	253	341	420	492	营业费用	75	192	229	265
预付账款	346	464	572	671	管理费用	244	329	405	475
存货	1582	2065	2509	2920	财务费用	107	166	211	200
其他流动资产	1656	1675	1742	1793	资产减值损失	-79	-44	-48	-52
非流动资产	4244	4104	3968	3821	公允价值变动收益	-17	-8	-10	-11
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	-34	-3	-4	-5
固定资产	1922	1955	1883	1757	营业利润	342	796	1069	1362
无形资产	413	438	465	494	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	1900	1701	1611	1561	营业外支出	6	7	7	7
资产总计	11245	11857	12998	13813	利润总额	341	793	1066	1360
流动负债	3412	4983	5281	5028	所得税	39	97	128	163
短期借款	2454	3839	3927	3478	净利润	302	696	938	1196
应付账款	479	643	793	929	少数股东损益	27	71	101	132
其他流动负债	479	501	562	620	归属母公司净利润	274	625	837	1065
非流动负债	1936	238	247	255	EBITDA	612	1144	1474	1761
长期借款	6	6	6	6	EPS(元)	0.21	0.47	0.63	0.80
其他非流动负债	1930	232	241	249	主要财务比率				
负债合计	5348	5221	5527	5283	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	146	217	318	450	成长能力				
股本	1334	1334	1334	1334	营业收入	34.8%	34.5%	23.2%	17.2%
资本公积	2849	2849	2849	2849	营业利润	-37.9%	132.4%	34.3%	27.5%
留存收益	1679	2170	2882	3779	归属于母公司净利润	-40.5%	127.8%	34.0%	27.2%
归属母公司股东权益	5752	6419	7153	8079	获利能力				
负债和股东权益	11245	11857	12998	13813	毛利率(%)	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%
现金流量表					净利率(%)	1.2%	2.0%	2.2%	2.4%
					ROE(%)	4.8%	9.7%	11.7%	13.2%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	5.3%	10.2%	12.4%	14.1%
经营活动现金流	-419	203	376	828	偿债能力				
净利润	302	696	938	1196	资产负债率(%)	47.6%	44.0%	42.5%	38.2%
折旧摊销	163	182	194	199	净负债比率(%)	46.00%	73.64%	71.15%	65.95%
财务费用	107	166	211	200	流动比率	2.05	1.56	1.71	1.99
投资损失	34	3	4	5	速动比率	1.59	1.14	1.23	1.41
营运资金变动	-1028	-833	-1011	-812	营运能力				
其他经营现金流	4	-12	40	40	总资产周转率	2.33	2.68	3.07	3.33
投资活动现金流	-1052	-59	-67	-70	应收账款周转率	17	18	18	17
资本支出	693	0	0	0	应付账款周转率	45.43	51.16	49.26	48.16
长期投资	8	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-351	-59	-67	-70	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.47	0.63	0.80
筹资活动现金流	2271	-393	-226	-786	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	0.15	0.28	0.62
短期借款	734	1385	88	-448	每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.81	5.36	6.06
长期借款	6	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.98	16.68	12.44	9.78
资本公积增加	15	0	0	0	P/B	1.81	1.62	1.46	1.29
其他筹资现金流	1516	-1778	-314	-338	EV/EBITDA	20	11	8	7
现金净增加额	798	-249	83	-28					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 9 -

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。

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 10 -