

广深铁路 (601333)

增持 (维持)

开行长距离动车组提升利润率, 未来有望进入高铁运营领域

2023年5月4日

市场数据

日期	2023/4/28
收盘价(元)	2.72
总股本(百万股)	7083.54
流通股本(百万股)	5652.24
净资产(百万元)	25688.54
总资产(百万元)	37214.87
每股净资产(元)	3.63

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

王春环
wangchunhuan@xyzq.com.cn
S0190515060003

张晓云
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn
S0190514070002

投资要点

- **广深铁路资产区位优势, 主要业务为客运、货运、路网清算:** 公司独立经营的深圳—广州—坪石铁路, 营业里程 481.2 公里, 纵向贯通广东省全境, 其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段; 广深段是中国内陆通往香港的主要铁路通道之一。公司主要经营铁路客货运输业务, 并与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务, 同时还受委托为多条铁路等提供铁路运营服务。
- **客运是公司最主要的运输业务, 长距离动车组的增开提升公司利润率:** 公司客运业务包括广深城际列车、长途车和过港直通车运输业务。2021 年 4 月, 公司增开了 9 对广州南(佛山西)至阳江方向的城际列车, 以及 10 对跨线长途动车组列车, 使得 2021 年公司客票单公里收入同比增长 60.48%; 2021 年底, 赣深高铁正式开始运营, 公司开行了部分前往赣深高铁方向的跨线长途动车组列车, 使得 2022 年公司客票单公里收入再次同比增长 54.75%。同时公司成本较为刚性, 收入的增加带来了利润率的提升。2023Q1, 疫情影响大幅削弱、客运量回升后, 公司实现归母净利润 4.05 亿元, 同比增长 201.70%, 相对 2019 年同期增长 3.8%。
- **公司未来有望进入高铁运营领域, 实现戴维斯双击:** 2021 年 9 月 25 日, 赣深高铁引入广深城际铁路线路拨接顺利完成, 实现了赣深高铁与广深城际铁路的互联互通, 接通之后赣深高铁的动车可通过联络线转入广深城际铁路线, 实现广州东站、深圳站与赣州乘车的相互直达。此外, 《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》提出未来将广州站及广州东站改建成高铁站, 并实现主要铁路客运站之间互联互通, 届时公司有望全面转型为高铁运营公司, 利润率大幅提升、业绩快速增长, 实现戴维斯双击。
- **投资策略:** 广深铁路资产区位优势, 连接深圳、广州两大核心城市, 同时开行过港直通车, 充分享受粤港澳大湾区的经济活力。2021 年开始, 公司增开长距离跨线动车组列车, 且年底实现了和赣深铁路互联互通, 利润率提升。未来公司有望全面进军高铁运营领域, 届时公司有望实现戴维斯双击。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.16、15.02、17.09 亿元, EPS 为 0.19、0.21、0.24 元, 对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 2.72 元, PE 为 14.6X、12.8X、11.3X, PB 为 0.7X、0.7X、0.7X, 假设未来分红率为 55%(疫情前 2017-2019 年分红率均为 55%左右), 股息率约为 3.76%、4.29%、4.88%。维持“增持”评级。
- **风险提示: 改革进度低于预期、业绩可预测性较弱、改扩建成本不确定性。**

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19943	25936	27754	29229
同比增长	-1.3%	30.0%	7.0%	5.3%
归母净利润(百万元)	-1995	1316	1502	1709
同比增长	-105.0%	166.0%	14.2%	13.7%
毛利率	-11.9%	7.6%	8.7%	9.2%
ROE	-7.9%	4.9%	5.5%	6.1%
每股收益(元)	-0.28	0.19	0.21	0.24
市盈率	-	14.6	12.8	11.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

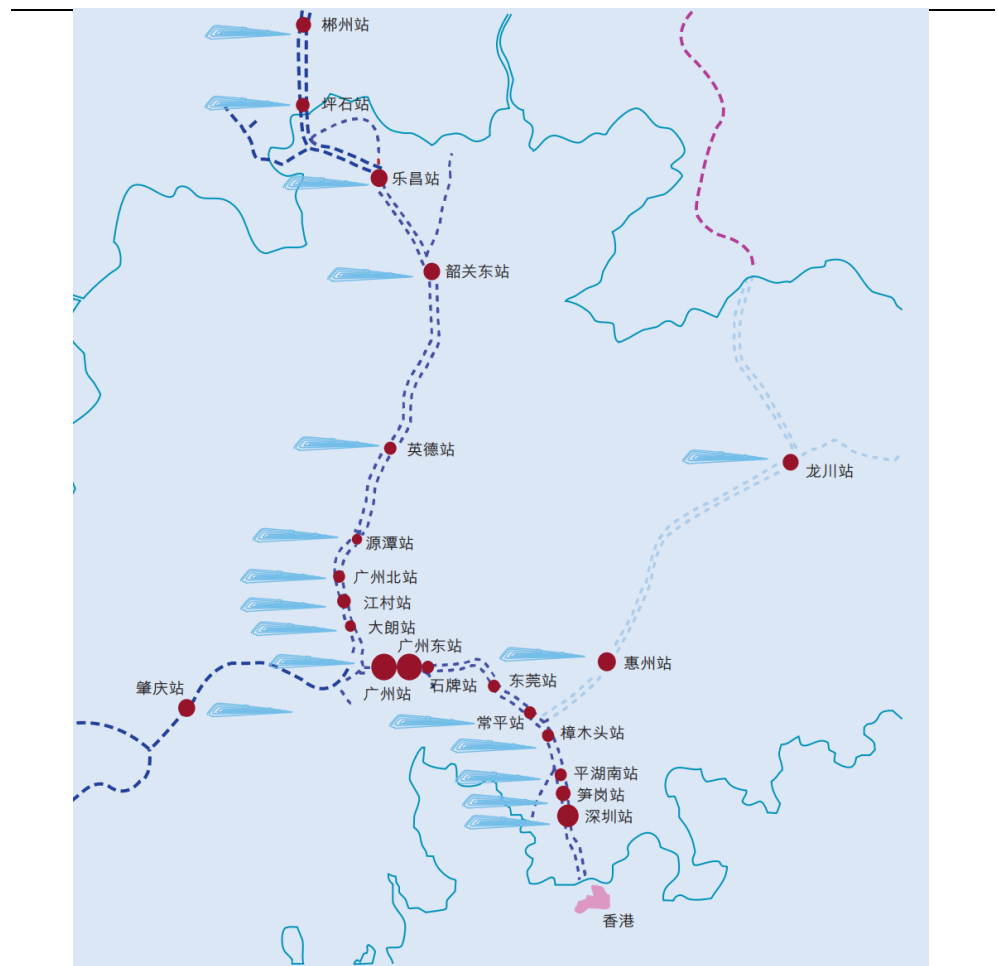
1、公司业务模式解读

1.1、公司资产及财务表现

作为一家铁路运输企业，公司主要经营铁路客货运输业务，并与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务，同时还受委托为多条铁路等提供铁路运营服务。

公司独立经营的深圳—广州—坪石铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境，其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段；广深段是中国内陆通往香港的主要铁路通道之一，连接京广、京九、三茂、平南、平盐、厦深铁路、穗莞深城际、赣深铁路和香港铁路东铁线，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

图 1、公司主要路产及站点示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年及以前，公司营业收入稳定增长，由 2014 年的 148.01 亿元逐步增长至 2019 年的 211.78 亿元，5 年 CAGR 为 7.43%。疫情期间，旅客发送量和货物发送量大

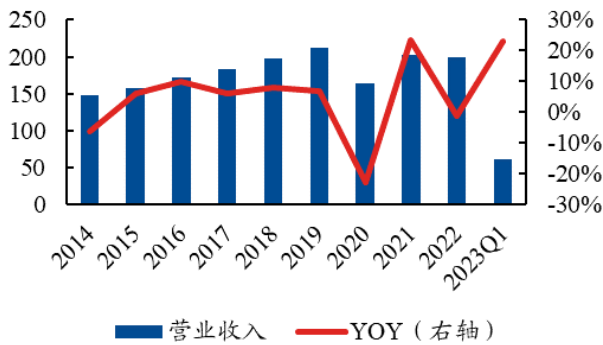
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

幅下降，导致公司 2020-2022 年分别实现归母净亏损 5.58 亿元、9.72 亿元、19.95 亿元。

2023 年第一季度，铁路客运市场需求回暖，公司共发送旅客 448.9 万人，同比增长 78.31%，实现营业收入 61.46 亿元、同比增长 22.96%，归母净利润跃升至 4.05 亿元、同比增长 201.70%。公司实现扭亏为盈主要得益于：

- **2023 年春运铁路客运市场迅速回暖：**铁路部门通过优化开行方案、加开列车对数、重联列车等措施增加运能，保障更多旅客出行；
- **罗湖口岸恢复通关：**铁路部门实施“一日一图”精准投放运力，加强罗湖口岸引导便民服务，进一步方便旅客出行；
- **铁路运营网络更加完善：**打通广深线与高铁线路的联通，增开广州东经过深圳北的通达香港西九龙以及广州东跨赣深线高铁列车。

图 2、2014-2023Q1 营业收入（亿元）



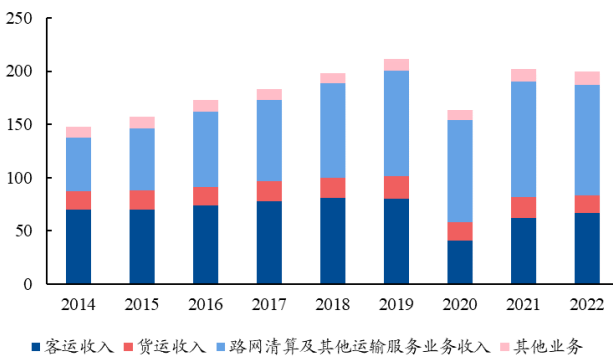
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2014-2023Q1 归母净利润（亿元）



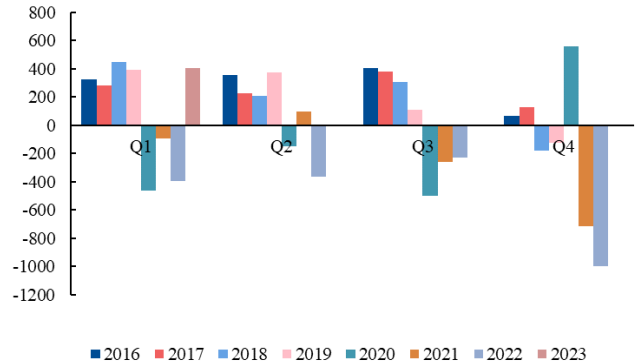
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2014-2022 年营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、广深铁路单季归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

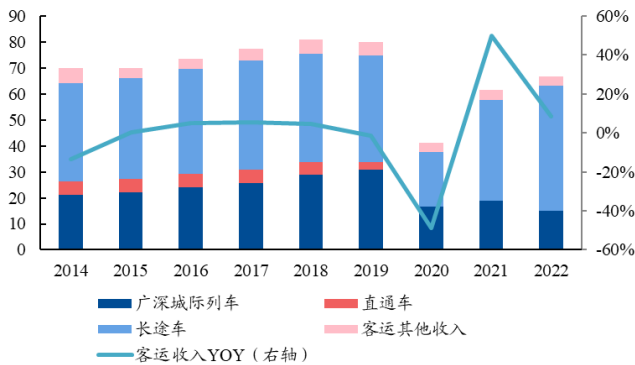
1.2、公司财务分析：增开长距离动车组提升收入，成本较为刚性

客运是公司最主要的运输业务，包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港直通车运输业务。公司广深城际列车实施公交化运营，在客流高峰期平均每 10 分钟就有 1 对“和谐号”动车组在广深间开行，2022 年广深城际列车实现营业收入 15.10 亿元，贡献 22.59% 客运收入、7.57% 营业收入。公司组织开行多列以广州、深圳为始发终到站的长途旅客列车，通达全国大部分省、自治区和直辖市，2022 年长途车实现营业收入 48.26 亿元，贡献 72.21% 客运收入、24.20% 营业收入。公司与香港铁路有限公司合作经营的过港直通车是穗港两地的重要交通工具之一，受疫情影响，2021 年与 2022 年旅客发送量均为 0。

2022 年，公司实现客运收入 66.83 亿元，同比增长 8.33%，主要由于赣深铁路开通运营与增开部分跨线长途动车组列车。尽管 2021 年与 2022 年旅客出行意愿减弱，旅客发送量大幅下降、未恢复疫情前水平，但上述原因带来的单客收入提升仍使公司客运收入实现增长。

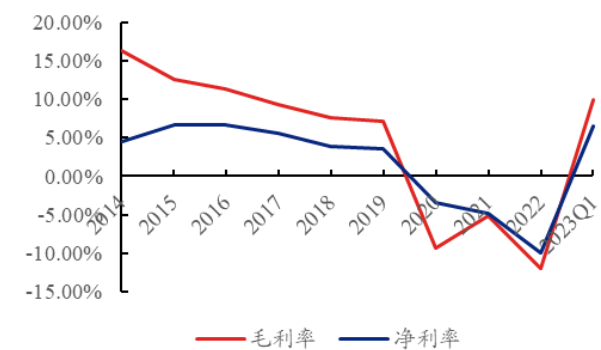
毛利率与净利率来看，长距离动车组以及高铁动车线路的开行显著提升了公司的毛利率与净利率。在列车开行数量、客座率还未恢复至疫情前水平的前提下，2023Q1 的毛利率已大幅回升至 10%、净利率回升至 6.60%。随着未来客运量逐步恢复、客座率逐步提升，公司利润率有进一步提升空间。

图 6、2014-2022 年客运收入构成（亿元）



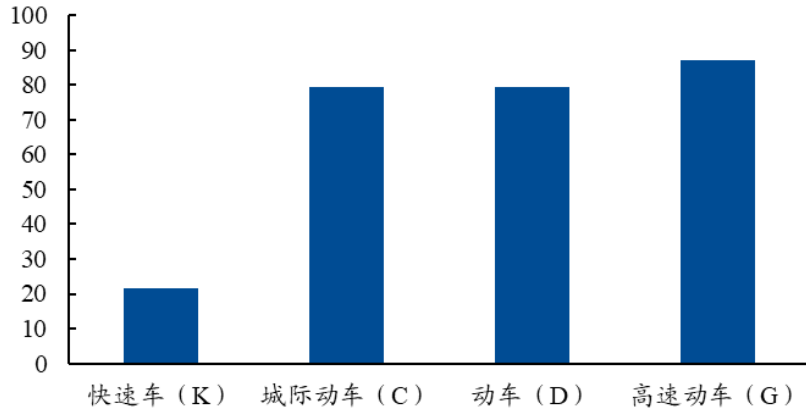
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2014-2023Q1 毛利率、净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、各类车型深圳-广州票价对比（元）



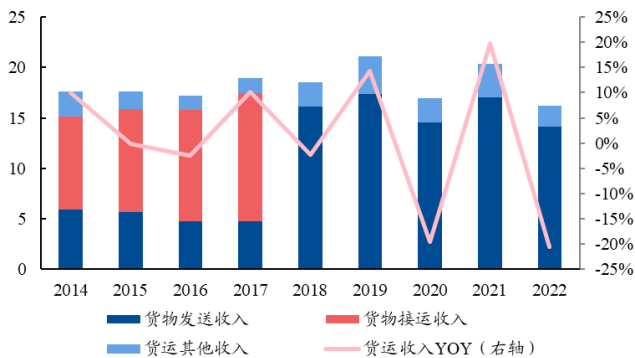
资料来源：12306，兴业证券经济与金融研究院整理

注：票价采用 2023 年 5 月 9 日深圳/深圳东/深圳北-广州/广州东开行车次中最低等票价。

货运是公司重要的运输业务。公司货物运输的主要市场为中国内陆中长途运输，在中国内陆中长途距离货物运输方面具有竞争优势。2021 年，公司实现货运收入 20.35 亿元，同比增长 19.83%，主要系实施“以货补客”经营策略，落实“公转铁”政策，充分挖掘货运资源，货物发送量大幅增加；2022 年，公司实现货运收入 16.17 亿元，同比减少 20.55%，主要受疫情和宏观经济增速放缓的影响，管内各站的货物发送量均有所减少。

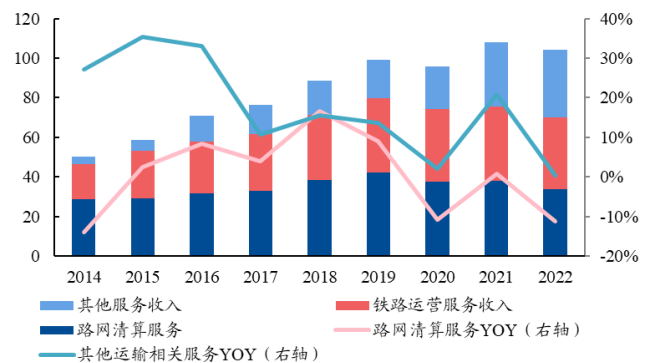
公司提供的路网清算及其他运输服务主要包括客货运路网清算、提供铁路运营、机客汽车租赁、乘务服务以及行包运输等服务项目，2021 年新增高铁运输能力保障费清算收入，2022 年新增高铁客服设备维保费清算收入。2022 年，公司该板块实现营业收入 104.23 亿元，同比减少 3.62%，主要系全国铁路的旅客发送量大幅下降。

图 9、2014-2022 年货运收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2014-2022 年路网清算及其他运输服务收入构成（亿元）

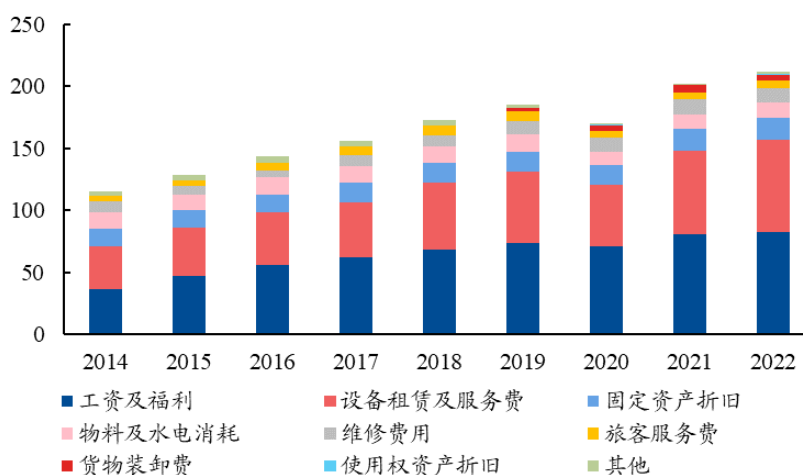


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从成本端来看，总体来说公司成本较为刚性。2020 年疫情带来的业务量减少，加之地方政府支持企业抗击疫情阶段性减免社保费，使公司主营业务成本同比下降 8.52%。2021 及 2022 年受优惠政策取消以及增开长途动车组列车影响，公司营业成本分别同比增长 19.07%、4.56%。

分成本类别来看，公司主营业务中工资及福利、设备租赁及服务费是最主要的成本支出，2022 年共计占主营业务成本的 74.13%；受增开动车组列车影响的成本主要为设备租赁及服务费、物料及水电消耗、旅客服务费，2022 年分别占主营业务成本的 34.97%、5.69%、3.00%。2021 年受优惠政策取消以及公司组织开行的客货运列车对数增加影响，设备租赁及服务费、物料及水电消耗、旅客服务费分别同比增长 35.76%、11.53%、3.77%。2022 年由于增开跨线动车组列车以及新增为赣深铁路和南沙港铁路提供铁路运营服务等因素，设备租赁及服务费、物料及水电消耗、旅客服务费分别同比增长 9.44%、1.66%、17.34%。

图 11、2014-2022 年主营业务成本构成（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、公司未来看点：公司有望进入高铁运营领域，打开业绩想象空间

2.1、赣深铁路接通广深城际铁路，公司步入高铁时代后业绩充满想象空间

赣深铁路接通广深城际铁路，公司步入高铁时代。2021年9月25日，赣深高铁引入广深城际铁路线路拨接顺利完成，实现了赣深高铁与广深城际铁路的互联互通。

赣深高铁北起江西省赣州市，南至广东省深圳市，线路全长434公里，设计时速350公里，全线共设13座车站，是我国“八纵八横”高速铁路网中京港（台）通道的重要组成部分。本次拨接改造完成后，赣深高铁与广深城际铁路通过总长8公里的莞塘深、莞塘广上下行线4条联络线连为一体，接通之后赣深高铁的动车可通过联络线转入广深城际铁路线，实现广州东站、深圳站与赣州乘车的相互直达。2021年12月10日赣深铁路正式开通运营。自赣深高铁开通运营后，公司陆续开行了部分前往赣深高铁方向的跨线长途动车组列车，标志着广州市中心区域车站正式进入“高铁时代”。

图 12、赣深-广深联络线示意图



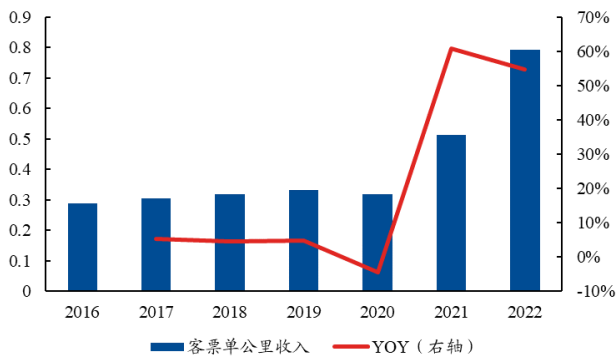
资料来源：《铁路建设规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

增开长距离动车组，带来公司客运结构不断优化，客票单公里收入大幅提升。2021年4月1日起，公司积极向行业主管部门申请增开了9对广州南（佛山西）至阳江方向的城际列车，以及10对跨线长途动车组列车，使得2021年公司客票单公里收入达到0.51元，同比增长60.48%。2021年底，赣深高铁正式开始运营，公司开行了部分前往赣深高铁方向的跨线长途动车组列车，使得2022年公司客票单

公里收入再次提升至 0.79 元，同比增长 54.75%。

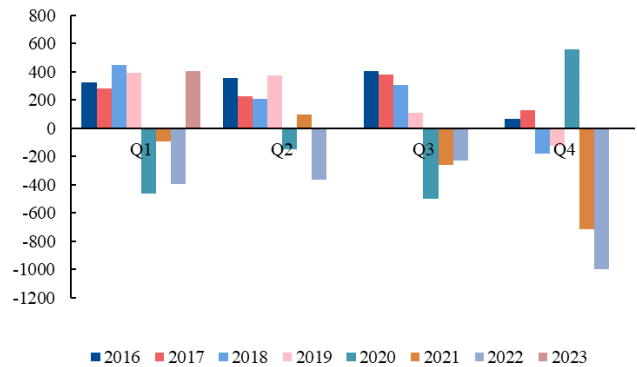
但受到疫情影响，公司客运量大幅下滑，同时公司成本较为刚性，因此客票收入增长带来的业绩弹性在 2021-2022 年暂未显现。随着疫情影响的逐渐消散，2023 年第一季度，公司实现营业收入 61.46 亿元，同比增长 22.96%；归母净利润跃升至 4.05 亿元，同比扭亏为盈、增长 8.04 亿元，相对 2019 年同期增长 3.8%。2023 年 Q1 业绩的快速增长也验证了长距离车次的开行、并入高铁运营网络后，为公司业绩打开了充分想象空间。

图 13、2016-2022 年客票单公里收入（元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、广深铁路单季度归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、广州站、广州东站未来将改建为高铁站，公司有望全面进军高铁运营领域

广州市现有高铁站为广州南站，存在现状高铁站远离市中心，主要铁路客站间互联互通不足的问题。为了解决上述问题，2022 年 7 月，广州市人民政府办公厅印发《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》，提出建设“五主四辅”铁路客运枢纽，加快形成“多站布局、多点到发，客内货外、互联互通”客运枢纽格局。

“五主”为广州站、广州东站、广州南站、白云（棠溪）站和佛山西站，“四辅”为广州北站、鱼珠站、新塘站和南沙站。

在铁路枢纽建设方面，提出实施广州铁路枢纽能级提升工程：一方面，建成白云站并改造广州站、广州东站，构建广州站、广州东站、白云站“三站一体”的中心组合枢纽。广州白云站预计 2023 年底建成运营，广州白云站未来建成后将承接广州站和广州东站的全部普速客车，是广州站和广州东站未来更新改造的前置条件，为以后高铁进市区腾出空间。此外，加快建设主要铁路客运站之间联络线，实施广州东至新塘五六线、广州至广州东三四线、加快建设广州至广州南联络线。提升主要铁路客运站之间的互联互通能力，增强高铁进中心城区能力。

根据《新建铁路广州铁路枢纽广州东站至新塘站新建五六线工程社会稳定风险分

析公众参与公告》，广州东站改造后总规模为 12 台 21 线（含正线），新建站房面积 11.81 万平方米，改造站房面积 7.65 万平方米。根据 2023 年 3 月 20 日广东省发改委印发的《广东省 2023 年重点建设项目计划》，广州东站车站改扩建和配套综合交通枢纽一体化工程计划建设起止年限为 2023-2026 年，总投资 190 亿元；广州南至广州站联络线计划建设起止年限为 2023-2027 年，总投资 88.03 亿元。随着未来广州站及广州东站改建成高铁站以及主要铁路客运站之间互联互通的实现，公司将全面进军高铁运营领域，有望全面转型为高铁运营公司，利润率大幅提升，享受戴维斯双击。

图 15、广东省铁路“十四五”规划示意图



资料来源：《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

3、投资策略

广深铁路资产区位优势，链接深圳、广州两大核心城市，同时开行过港直通车，充分享受粤港澳大湾区的经济活力。2021 年开始，公司增开长距离跨线动车组列车，且年底实现了和赣深铁路互联互通，公司有望进入高铁运营时代。接入赣深高铁后公司客票单公里收入大幅提升，在成本相对刚性的前提下，利润率显著提升，充分打开业绩想象空间。此外，广州站、广州东站未来有望改建为高铁站，公司有望全面进军高铁运营领域，届时公司有望实现戴维斯双击。

综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.16、15.02、17.09 亿元，EPS 为 0.19、0.21、0.24 元，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 2.72 元，PE 为 14.6X、12.8X、11.3X，PB 为 0.7X、0.7X、0.7X，假设未来分红率为 55%（疫情前 2017-2019 年分红率均为 55%左右），股息率约为 3.76%、4.29%、4.88%。维持“增持”评级。

风险提示：

（1）改革进度低于预期：历史上土地多元化改革进程较慢，具体来看，公司于 2018 年 4 月与广州市土地开发中心等签署广州东站土地收储协议，收储面积为 3.7 万平方米，2020 年公司确认资产处置收益 11.89 亿元；于 2022 年 4 月公告广州市增城区有意向整合新塘站盖板建设区域及周边土地，地块面积 51.2 亩，委托广铁置业开展前期工作；于 2022 年 9 月发布公告，拟将 11.30 公顷的土地按评估价格 9809.4 万元，经更新和多方收储后配置给广铁集团。

（2）业绩可预测性较弱：公司净利润率较低，运量对公司利润的影响较大，业绩不确定性较强。

（3）改扩建成本不确定性：广州站与广州东站改扩建成本较高，对上市公司的影响尚不明确。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6969	11705	15220	18894
货币资金	1300	4718	7685	10997
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4656	5899	6361	6684
预付款项	11	9	10	11
存货	263	286	301	317
其他	740	794	863	887
非流动资产	30072	27942	26151	24249
长期股权投资	275	258	264	262
固定资产	23429	22256	20803	19196
在建工程	1113	556	278	139
无形资产	1727	1622	1516	1410
商誉	281	281	281	281
长期待摊费用	42	18	-7	-33
其他	3206	2950	3015	2994
资产总计	37041	39647	41371	43143
流动负债	8887	9379	9722	10037
短期借款	701	701	701	701
应付票据及应付账款	5579	6204	6486	6815
其他	2608	2474	2535	2521
非流动负债	2901	3712	4508	5309
长期借款	775	1575	2375	3175
其他	2126	2137	2133	2134
负债合计	11788	13091	14230	15347
股本	7084	7084	7084	7084
资本公积	11577	11577	11577	11577
未分配利润	3312	4629	5210	5867
少数股东权益	-36	-37	-37	-37
股东权益合计	25253	26556	27142	27797
负债及权益合计	37041	39647	41371	43143

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-1995	1316	1502	1709
折旧和摊销	1912	1779	1810	1825
资产减值准备	0	50	-3	-3
资产处置损失	-19	-130	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	70	57	81	85
投资损失	-65	-65	-65	-65
少数股东损益	1	-0	-0	-0
营运资金的变动	421	-860	-170	-23
经营活动产生现金流量	-193	2330	3093	3547
投资活动产生现金流量	-1426	353	73	103
融资活动产生现金流量	1419	735	-200	-337
现金净变动	-200	3419	2966	3312
现金的期初余额	1499	1300	4718	7685
现金的期末余额	1300	4718	7685	10997

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19943	25936	27754	29229
营业成本	22326	23962	25346	26527
税金及附加	11	33	28	32
销售费用	0	0	0	0
管理费用	234	430	461	485
研发费用	0	0	0	0
财务费用	46	57	81	85
其他收益	49	39	42	41
投资收益	65	65	65	65
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	11	6	7
资产减值损失	-0	-8	-5	-6
资产处置收益	19	130	0	0
营业利润	-2544	1691	1947	2208
营业外收入	15	44	35	38
营业外支出	51	37	42	40
利润总额	-2580	1698	1940	2206
所得税	-586	382	438	497
净利润	-1994	1316	1502	1708
少数股东损益	1	-0	-0	-0
归属母公司净利润	-1995	1316	1502	1709
EPS(元)	-0.28	0.19	0.21	0.24

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-1.3%	30.0%	7.0%	5.3%
营业利润增长率	-89.2%	166.5%	15.2%	13.4%
归母净利润增长率	-105.0%	166.0%	14.2%	13.7%
盈利能力				
毛利率	-11.9%	7.6%	8.7%	9.2%
归母净利率	-10.0%	5.1%	5.4%	5.8%
ROE	-7.9%	4.9%	5.5%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	31.8%	33.0%	34.4%	35.6%
流动比率	0.78	1.25	1.57	1.88
速动比率	0.75	1.22	1.53	1.85
营运能力				
资产周转率	53.6%	67.6%	68.5%	69.2%
应收账款周转率	440.6%	490.6%	451.3%	446.7%
存货周转率	8301%	8651%	8503%	8488%
每股资料(元)				
每股收益	-0.28	0.19	0.21	0.24
每股经营现金	-0.03	0.33	0.44	0.50
每股净资产	3.57	3.75	3.84	3.93
估值比率(倍)				
PE	-	14.6	12.8	11.3
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

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登记为证券分析师，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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	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：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn