

增持 (维持)

图南股份 (300855)

高温合金业务持续快速增长 增加存货备货保证及时交付

2023年04月20日

市场数据

日期	2023-04-19
收盘价(元)	47.98
总股本(百万股)	302.01
流通股本(百万股)	168.45
净资产(百万元)	1,576.40
总资产(百万元)	2,008.23
每股净资产(元)	5.22

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《图南股份 2022 三季报点评: 营收业绩快速增长, 费用端持续优化》2022-10-19

《图南股份 2022 中报点评: 高温合金快速增长, 合同负债大幅提升》2022-08-16

《图南股份 2021 年报及 2022 一季报点评: 铸造高温合金高速增长, 原料储备大幅提升》2022-04-19

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司发布 2022 年年报: 营收 10.32 亿元, 同比增长 47.93%; 归母净利润 2.55 亿元, 同比增长 40.51%; 扣非后归母净利润 2.50 亿元, 同比增长 52.60%; 基本每股收益 0.85 元, 同比增长 41.67%; 加权平均净资产收益率 18.76%, 同比增加 2.81pct。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 3.31 亿元, 同比增长 56.10%, 环比增长 9.09%; 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 106.69%, 环比增长 19.59%; 扣非后归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 95.89%, 环比增长 16.92%; 基本每股收益 0.28 元/股, 同比增长 115.38%, 加权平均净资产收益率 5.45%, 同比增加 2.22pct。
- **高温合金产品收入持续快速增长。**2022 年, 公司铸造高温合金实现收入 4.75 亿元, 同比增长 63.24%, 占总营收的 46.00%, 销量为 1004.46 吨, 单价为 47.28 万元/吨, 毛利率为 46.35%。变形高温合金实现收入 3.19 亿元, 同比增长 62.15%, 占总营收的 30.92%, 销量为 1724.60 吨, 单价为 18.51 万元/吨, 毛利率为 25.18%。其他合金制品实现收入 1.26 亿元, 同比增长 15.31%, 占总营收的 12.23%, 销量为 895.19 吨, 单价为 14.10 万元/吨, 毛利率为 8.90%。特种不锈钢实现收入 0.91 亿元, 同比增长 3.75%; 占总营收的 8.79%, 销量为 342.13 吨, 单价为 26.53 万元/吨, 毛利率为 41.18%。
- **2022 年期间费用率显著降低, 研发费用持续增长。**2022 年, 公司毛利率为 35.00%, 同比减少 2.31pct; 净利率为 24.68%, 同比减少 1.30pct。公司期间费用总额 1.06 亿元, 同比增长 10.42%, 期间费用占营收比重 10.30%, 同比减少 3.50pct; 其中研发费用 5377.99 万元, 同比增长 20.14%。2023 年第一季度, 公司毛利率为 37.22%, 同比增加 3.20pct, 环比增加 2.99pct; 净利率为 25.23%, 同比增加 6.17pct, 环比增加 2.21pct。
- **2022 年经营性现金流同比增长。**2022 年, 公司经营活动产生的现金流净额 2.43 亿元, 同比增长 36.11%; 2023 年第一季度, 公司经营活动产生的现金流净额-1.06 亿元, 同比减少 774.63%。
- **应收账款、合同负债同比大幅增长。**截至 2022 年末, 公司存货 3.95 亿元, 同比增长 23.50%; 应收账款 1.26 亿元, 同比增长 378.90%, 应收票据 0.27 亿元, 同比减少 33.62%; 公司合同负债 0.72 亿元, 较 2022 年初增长 648.83%, 较 2022 年三季度末减少 7.41%。
- **募投、扩产完善产业链布局。**截至 2022 年末, 公司募集资金投资项目“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”、“企业研发中心建设项目”已建设完成, “年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”仍处于建设期, 投资进度 46.93%; 全资子公司图南部件开展的航空用中小零部件自动化加工产线项目目前设备采购及安装调试已基本完成; 公司计划通过图南智造投资 8.55 亿元开展年产 1000 万件航空用中小零部件自动化产线项目建设, 目前正在办理开工建设前的各项审批手续。
- **客户集中度进一步增加。**2018 年至 2022 年, 公司对前五大客户销售额从 2.62 亿元增长至 7.85 亿元, 年均复合增速为 31.55%; 占年度销售额比例从 60.38%持续增长至 76.01%。公司对第一大客户销售额从 1.99 亿元增长至 5.94 亿元, 年均复合增速为 31.36%; 占年度销售额比例从 45.94%增长至 57.52%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50/4.44/5.64 亿元, EPS 分别为 0.89/1.13/1.44 元/股, 对应 4 月 19 日收盘价 PE 为 53.8/42.4/33.4 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨而产品调价相对滞后; 募投项目及投资项目建设及投产进度不及预期; 行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1032	1423	1818	2317
同比增长	47.9%	37.9%	27.8%	27.4%
归母净利润(百万元)	255	350	444	564
同比增长	40.5%	37.3%	27.0%	26.9%
毛利率	35.0%	35.3%	35.3%	35.3%
ROE	17.1%	19.4%	20.2%	20.9%
每股收益(元)	0.65	0.89	1.13	1.44
市盈率	73.9	53.8	42.4	33.4

来源: iFinD, 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

事件

- 公司发布 2022 年年报: 营收 10.32 亿元, 同比增长 47.93%; 归母净利润 2.55 亿元, 同比增长 40.51%; 扣非后归母净利润 2.50 亿元, 同比增长 52.60%; 基本每股收益 0.85 元, 同比增长 41.67%; 加权平均净资产收益率 18.76%, 同比增加 2.81pct。
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 3.31 亿元, 同比增长 56.10%, 环比增长 9.09%; 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 106.69%, 环比增长 19.59%; 扣非后归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 95.89%, 环比增长 16.92%; 基本每股收益 0.28 元/股, 同比增长 115.38%, 加权平均净资产收益率 5.45%, 同比增加 2.22pct。
- 2022 年利润分配方案: 以 3.02 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元 (含税), 共计分配利润 0.30 亿元; 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股, 完成后公司总股本将增加至 3.93 亿股。

点评

● 营收增长持续提速, 业绩保持快速增长

2022 年, 公司全年实现营收 10.32 亿元, 同比增长 47.93%; 归母净利润 2.55 亿元, 同比增长 40.51%, 剔除 2022 年股份支付 1731.01 万元后实现归母净利润 2.72 亿元, 同比 2021 年剔除后归母净利润增长 32.84%; 扣非后归母净利润 2.50 亿元, 同比增长 52.60%; 基本每股收益 0.85 元, 同比增长 41.67%。

分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 2.12 亿元 (同比+42.15%, 下同)、2.49 亿元 (+25.72%)、2.68 亿元 (+54.39%)、3.03 亿元 (+71.36%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.40 亿元 (+11.86%)、0.77 亿元 (+44.40%)、0.68 亿元 (+60.69%)、0.70 亿元 (+40.05%)。

图 1、2018-2022 年营收及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2020	Q1	25.54	1.02	18.59%	0.13	12.30%
	Q2	30.71	1.55	28.28%	0.26	24.15%
	Q3	36.26	1.53	28.04%	0.38	34.74%
	Q4	35.72	1.37	25.08%	0.31	28.81%
2021	Q1	37.13	1.49	21.38%	0.36	19.92%
	Q2	41.40	1.98	28.41%	0.53	29.33%
	Q3	34.60	1.73	24.84%	0.42	23.26%
	Q4	35.51	1.77	25.37%	0.50	27.50%
2022	Q1	34.02	2.12	20.54%	0.40	15.86%
	Q2	38.34	2.49	24.15%	0.77	30.14%
	Q3	33.53	2.68	25.92%	0.68	26.60%
	Q4	34.23	3.03	29.39%	0.70	27.41%
2023	Q1	37.22	3.31	-	0.84	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年第一季度下游需求持续增长，公司实现营收 3.31 亿元，同比增长 56.10%，环比增长 9.09%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比增长 106.69%，环比增长 19.59%；扣非后归母净利润 0.79 亿元，同比增长 95.89%，环比增长 16.92%；基本每股收益 0.28 元/股，同比增长 115.38%。

● 高温合金产品收入持续快速增长，直接材料成本增长显著

分产品看，2022 年，公司铸造高温合金实现销售收入 4.75 亿元，同比增长 63.24%；占总营收的 46.00%，同比增加 4.31pct；销量为 1004.46 吨，同比增长 40.89%；销售单价为 47.28 万元/吨，同比增长 15.86%；毛利率为 46.35%，同比减少 4.78pct。

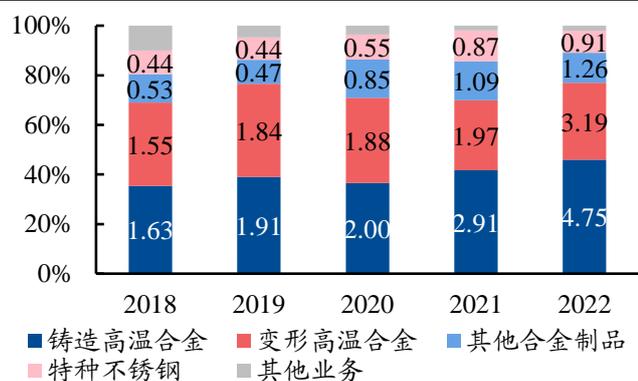
变形高温合金实现销售收入 3.19 亿元，同比增长 62.15%；占总营收的 30.92%，同比增加 2.71pct；销量为 1724.60 吨，同比增长 27.41%；销售单价为 18.51 万元/吨，同比增长 27.26%；毛利率为 25.18%，同比减少 2.93pct。

其他合金制品实现销售收入 1.26 亿元，同比增长 15.31%；占总营收的 12.23%，同比减少 3.46pct；销量为 895.19 吨，同比增长 11.51%；销售单价为 14.10 万元/吨，同比增长 3.41%；毛利率为 8.90%，同比减少 3.09pct。

特种不锈钢实现销售收入 0.91 亿元，同比增长 3.75%；占总营收的 8.79%，同比减少 3.74pct；销量为 342.13 吨，同比减少 2.78%；销售单价为 26.53 万元/吨，同比增长 6.71%；毛利率为 41.18%，同比减少 1.10pct。

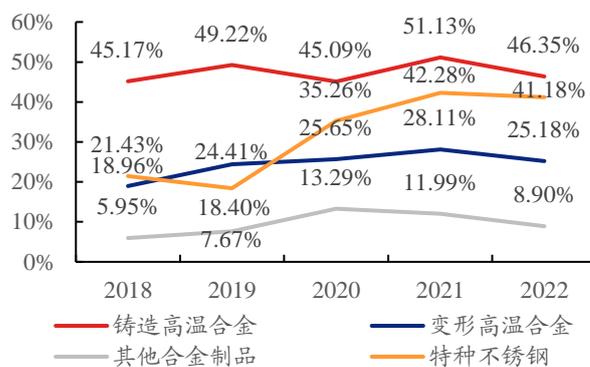
2022年,公司有色金属冶炼及压延加工行业产品营业成本中,直接材料成本为4.73亿元,同比增长73.71%,占营业成本的71.41%,同比增加8.21pct。直接人工、制造费用、委托加工成本分别为0.31亿元、1.24亿元和0.35亿元,分别同比增长12.00%、16.29%和41.89%,均小于收入增速。

图 3、2018-2022 年分产品营收 (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、2018-2022 年分产品毛利率



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2018-2022 年分产品销量 (吨)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2022 年分产品单价 (万元/吨)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

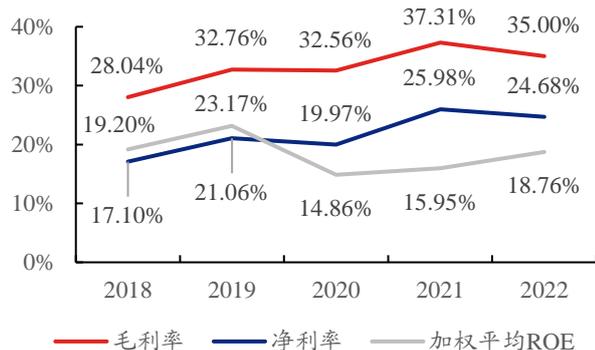
● 期间费用率显著降低, 2023Q1 利润率提升显著

2022年,公司整体毛利率为35.00%,同比减少2.31pct;净利率为24.68%,同比减少1.30pct;加权平均净资产收益率18.76%,同比增加2.81pct。

2022年,公司期间费用总额1.06亿元,同比增长10.42%,期间费用占营收比重10.30%,同比减少3.50pct;其中,销售费用838.31万元,同比增长7.67%,占营业收入的0.81%,同比减少0.30pct;管理费用4418.90万元,同比减少0.85%,占营业收入的4.28%,同比减少2.11pct;财务费用-4.66万元,同比增加79.54万元,主要为本期银行借款增加导致利息费用增加所致;研发费用5377.99万元,同比增长20.14%,占营业收入的5.21%,同比减少1.20pct。

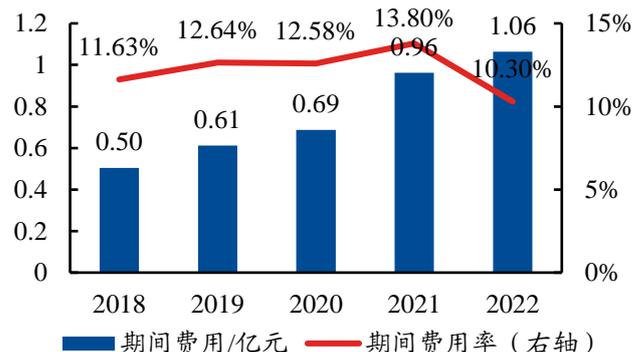
2023年第一季度,公司整体毛利率为37.22%,同比增加3.20pct,环比增加2.99pct;净利率为25.23%,同比增加6.17pct,环比增加2.21pct;加权平均净资产收益率为5.45%,同比增加2.22pct,环比增加0.63pct。公司期间费用总额为2519.56万元,同比增长5.76%,占营收比重7.61%,同比减少3.62pct,其中研发费用1209.42万元,同比增长35.78%,占营收比重3.65%,同比减少0.55pct。

图 7、2018-2022 年毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2018-2022 年期间费用及期间费用率



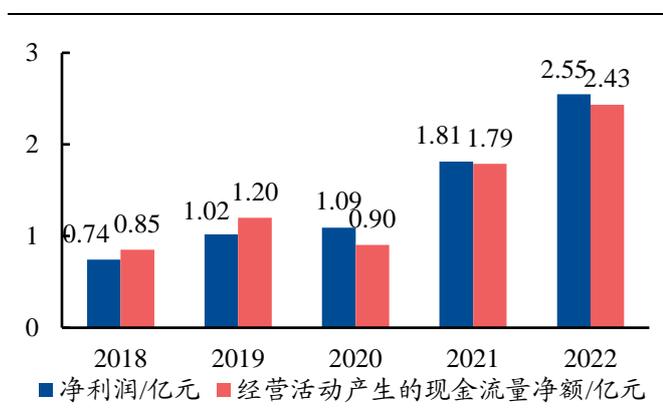
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年经营性现金流同比持续增长

2022 年,公司经营活动产生的现金流净额 2.43 亿元,同比增长 36.11%,2022 年公司销售额大幅增长,销售回款良好,经营性现金流净额大幅增长;投资活动现金流量净额-1.24 亿元,同比增加 0.86 亿元,主要系公司募投项目按计划继续投入以及子公司建设项目投入,以及公司根据募投项目建设计划缩小了募集资金现金管理规模所致;筹资活动现金流量净额 0.60 亿元,同比增加 0.81 亿元,主要原因为 2022 年销售规模扩大,原材料采购等支出增加,流动资金需求增长,公司相应增加了银行借款所致。

2023 年第一季度,公司经营活动产生的现金流净额-1.06 亿元,同比减少 774.63%,主要为业务订单量增加,为保证及时交付存货备货增加所致。

图 9、2018-2022 年净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2018-2022 应收账款及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款持续快速增长，增加存货备货保证及时交付

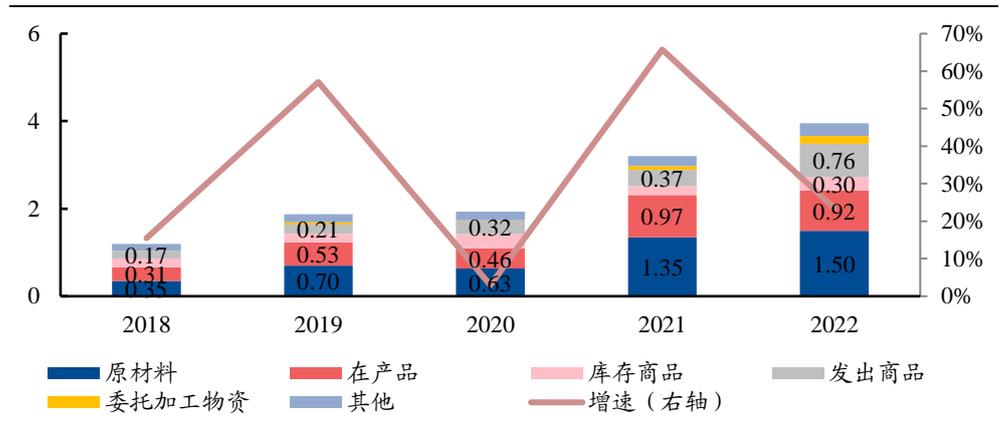
截至 2022 年末，公司应收账款 1.26 亿元，同比增长 378.90%，主要为公司销售额大幅增长，对应增长的应收账款尚在信用期内所致，应收账款周转率 13.58 次，同比减少 10.27 次；应收票据 0.27 亿元，同比减少 33.62%。

截至 2022 年末，公司存货 3.95 亿元，同比增长 23.50%，其中发出商品 0.76 亿元，同比增长 104.52%，存货周转率 1.88 次，同比增加 0.17 次。

截至 2022 年末，公司合同负债 0.72 亿元，较 2022 年初增长 648.83%，主要为受下游需求增长，为保证产品交付，下游客户先行预付部分货款所致，较 2022 年三季度末减少 7.41%。

截至 2023 年一季度末，公司存货 4.62 亿元，较 2022 年末增长 16.97%；公司应收账款 1.99 亿元，较 2022 年末增长 57.91%；公司合同负债 0.19 亿元，较 2022 年末减少 73.88%，公司按照合同约定陆续完成产品交付并结转收入。

图 11、2018-2022 年公司存货（亿元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 募投、扩产完善产业链布局

截至 2022 年末，公司募集资金投资项目“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”、“企业研发中心建设项目”已建设完成，“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”仍处于建设期，投资进度为 46.93%。

公司通过全资子公司沈阳图南精密部件制造有限公司开展的航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，计划形成年产各类航空用中小零部件 50 万件（套）加工生产能力，目前设备采购及安装调试已基本完成。

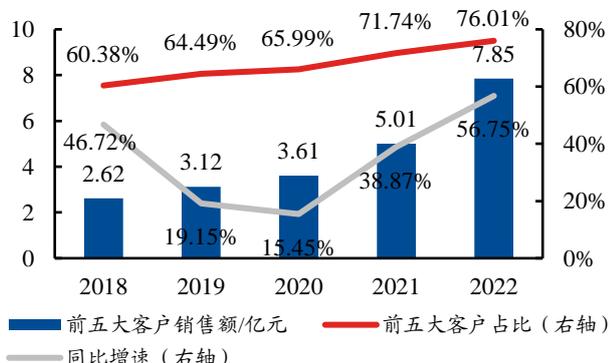
2022 年 5 月，公司投资设立全资子公司沈阳图南智能制造有限公司，并计划通过图南智造开展年产 1000 万件航空用中小零部件自动化产线项目建设，项目投资总额为 8.55 亿元，目前正在办理开工建设前的各项审批手续。

2022 年公司参股设立沈阳华秦航发科技有限责任公司，该公司将开展航空发动机零部件加工、制造、维修、特种工艺处理及相关服务。

● 客户集中度进一步提升

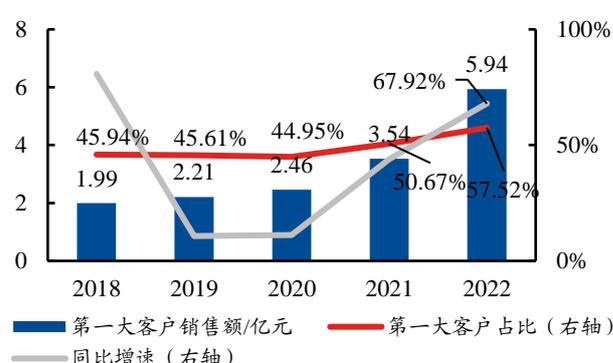
2018 年至 2022 年，公司对前五大客户销售额从 2.62 亿元增长至 7.85 亿元，年均复合增速为 31.55%；占年度销售额比例从 60.38%持续增长至 76.01%。公司对第一大客户销售额从 1.99 亿元增长至 5.94 亿元，年均复合增速为 31.36%；占年度销售额比例从 45.94%增长至 57.52%。

图 12、2018-2022 年公司前五大客户销售情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2018-2022 年公司第一大客户销售情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 第二次实施股权激励，持续健全长效激励约束机制

公司实施 2022 年限制性股票激励计划，2022 年 7 月 6 日，公司以 20.93 元/股价格向 19 名激励对象授予 35.00 万股第二类限制性股票。解锁条件为以 2021 年营收为基数，2022 年、2023 年增速分别不低于 20%、44%，或以 2021 年净利润为基数，2022 年、2023 年增速分别不低于 21%、53%。2022 年公司营收、净利润实际增速分别为 47.93%、40.51%，2023 年营收、净利润增速下限为-2.66%、8.89%。

公司 2022 年股份支付费用为 1731.01 万，2023、2024 年股份支付费用分别为 688.93 万元、118.76 万元。

● 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50/4.44/5.64 亿元，EPS 分别为 0.89/1.13/1.44 元/股，对应 4 月 19 日收盘价 PE 为 53.8/42.4/33.4 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨而产品调价相对滞后；募投项目及投资项目建设及投产进度不及预期；行业竞争加剧。

表 2、图南股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	212	249	268	303	331	56.1%	698	1032	47.9%
营业成本	140	154	178	200	208	48.5%	438	671	53.4%
毛利	72	96	90	104	123	70.8%	260	361	38.8%
销售费用	2	1	2	3	3	16.9%	8	8	7.7%
管理费用	13	11	11	9	11	-19.1%	45	44	-0.8%
财务费用	-0	-1	0	1	-0	-	-1	-0	-
研发费用	9	11	16	18	12	35.8%	45	54	20.1%
资产减值	-0	0	-1	-1	0	-	-1	-3	-
公允价值	0	1	-3	2	1	31.0%	1	0	-74.1%
投资收益	2	0	8	0	0	-100.0%	7	10	38.7%
营业利润	45	83	71	83	97	113.9%	208	281	35.4%
利润总额	45	82	71	83	97	113.5%	207	282	36.0%
归母净利润	40	77	68	70	84	106.7%	181	255	40.5%
EPS	0.134	0.254	0.224	0.231	0.276	106.7%	0.600	0.844	40.5%
销售费用率	1.1%	0.4%	0.6%	1.1%	0.8%	-0.3%	1.1%	0.8%	-0.3%
管理费用率	6.1%	4.5%	4.1%	3.0%	3.2%	-3.0%	6.4%	4.3%	-2.1%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
研发费用率	4.2%	4.5%	5.9%	5.9%	3.7%	-0.5%	6.4%	5.2%	-1.2%
所得税率	11.1%	6.9%	4.2%	16.2%	13.9%	2.8%	12.5%	9.6%	-2.9%
毛利率	34.0%	38.3%	33.5%	34.2%	37.2%	3.2%	37.3%	35.0%	-2.3%
净利率	19.1%	30.8%	25.3%	23.0%	25.2%	6.2%	26.0%	24.7%	-1.3%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1182	1535	2062	2676	
货币资金	412	511	842	1181	
交易性金融资产	120	174	156	162	
应收票据及应收账款	152	180	242	303	
预付款项	2	4	5	6	
存货	395	586	730	938	
其他	100	80	87	85	
非流动资产	705	637	582	519	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	384	370	330	278	
在建工程	82	41	21	10	
无形资产	53	55	55	56	
商誉	0	0	0	0	
长期待摊费用	0	-0	-0	-0	
其他	186	172	176	175	
资产总计	1886	2172	2644	3195	
流动负债	353	322	401	452	
短期借款	104	78	87	84	
应付票据及应付账款	153	167	232	288	
其他	96	77	83	81	
非流动负债	46	43	44	44	
长期借款	0	0	0	0	
其他	46	43	44	44	
负债合计	398	365	445	496	
股本	302	393	393	393	
资本公积	539	448	448	448	
未分配利润	567	851	1197	1642	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	1488	1807	2198	2699	
负债及权益合计	1886	2172	2644	3195	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	255	350	444	564	
折旧和摊销	32	57	61	63	
资产减值准备	1	12	3	8	
资产处置损失	0	-0	-0	-0	
公允价值变动损失	-0	-1	-1	-1	
财务费用	1	0	0	0	
投资损失	-10	-9	-10	-9	
少数股东损益	0	0	0	0	
营运资金的变动	-38	-211	-148	-223	
经营活动产生现金流量	243	173	359	400	
投资活动产生现金流量	-124	-31	21	4	
融资活动产生现金流量	60	-43	-49	-64	
现金净变动	180	99	331	339	
现金的期初余额	208	412	511	842	
现金的期末余额	388	511	842	1181	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1032	1423	1818	2317	
营业成本	671	921	1177	1500	
税金及附加	6	8	11	14	
销售费用	8	10	12	14	
管理费用	44	53	64	76	
研发费用	54	70	84	101	
财务费用	-0	0	0	0	
其他收益	23	26	23	20	
投资收益	10	9	10	9	
公允价值变动收益	0	1	1	1	
信用减值损失	2	1	1	1	
资产减值损失	-3	-2	-2	-2	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	281	396	503	641	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	282	395	503	641	
所得税	27	45	59	77	
净利润	255	350	444	564	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	255	350	444	564	
EPS(元)	0.65	0.89	1.13	1.44	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长性					
营业收入增长率	47.9%	37.9%	27.8%	27.4%	
营业利润增长率	35.4%	40.6%	27.2%	27.4%	
归母净利润增长率	40.5%	37.3%	27.0%	26.9%	
盈利能力					
毛利率	35.0%	35.3%	35.3%	35.3%	
归母净利率	24.7%	24.6%	24.4%	24.3%	
ROE	17.1%	19.4%	20.2%	20.9%	
偿债能力					
资产负债率	21.1%	16.8%	16.8%	15.5%	
流动比率	3.35	4.78	5.14	5.92	
速动比率	2.22	2.94	3.31	3.83	
营运能力					
资产周转率	63.5%	70.1%	75.5%	79.4%	
应收账款周转率	1225.3%	1019.7%	1042.2%	1020.4%	
存货周转率	186.6%	186.5%	177.7%	178.6%	
每股资料(元)					
每股收益	0.65	0.89	1.13	1.44	
每股经营现金	0.62	0.44	0.91	1.02	
每股净资产	3.79	4.60	5.60	6.88	
估值比率(倍)					
PE	73.9	53.8	42.4	33.4	
PB	12.7	10.4	8.6	7.0	

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