

华鲁恒升（600426）

买入（维持）

业绩符合预期，当前位置性价比突出

2023年04月27日

市场数据

市场数据日期 2023-04-26

收盘价(元)	31.05
总股本(百万股)	2123.32
流通股本(百万股)	2111.88
净资产(百万元)	27744.65
总资产(百万元)	37331.74
每股净资产(元)	13.07

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】华鲁恒升（600426）2022年年报点评：Q4扣非业绩亮眼，荆州二期助力公司成长，行业底部之下安全边际依然充足》2023-03-30

《【兴证化工】华鲁恒升（600426）2022年三季度报点评：业绩符合预期，行业底部+低估值铸安全边际，新项目助力公司持续成长》2022-10-29

《【兴证化工】华鲁恒升（600426）2022年半年报点评：业绩符合预期，新项目保障公司高成长，低估值下公司配置性价比突出》2022-08-31

分析师：

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

张勋

zhangxun19@xyzq.com.cn

S0190521100002

投资要点

- **事件：**华鲁恒升发布 2023 年一季报，报告期内公司实现营业收入 60.53 亿元，同比下滑 25.41%，环比下滑 16.35%；实现归母净利润 7.82 亿元，同比下滑 67.82%，环比增长 3.52%。按最新 21.23 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.37 元，每股经营性净现金流 0.38 元。
- **维持“买入”的投资评级。**2023 年以来，国内经济从疫情影响中逐步复苏，公司产品依托成本优势依旧维持较高的产销水平，但考虑海外需求承压以及部分产品供给冲击，部分产品价差环比收窄，致使归母净利润环比小幅下滑，业绩整体符合预期。公司在建项目稳步推进，荆州二期规划陆续披露，助力公司未来持续成长。在主要产品盈利处于较低分位的背景下，公司估值具有较高安全边际。

华鲁恒升是中国成本领先型现代煤化工标杆企业，公司于红海行业凭借不断降本增效、扩大规模、精细管理、穿越周期、持续稳健增长。目前公司已内酰胺及尼龙新材料项目已投产，荆州基地一期、高端溶剂项目等项目将陆续迎来投产，PBAT 等荆州二期新材料项目陆续规划，保障未来持续成长。公司开展第三期限限制性股票激励计划绑定核心骨干利益，彰显未来发展信心。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测分别为 3.00、3.70、4.60 元，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30245	33084	39584	46362
同比增长	13.1%	9.4%	19.6%	17.1%
归母净利润(百万元)	6289	6376	7857	9769
同比增长	-13.5%	1.4%	23.2%	24.3%
毛利率	28.9%	26.7%	27.1%	28.3%
ROE	23.4%	20.2%	19.9%	19.8%
每股收益(元)	2.96	3.00	3.70	4.60
市盈率	10.5	10.4	8.4	6.8

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

华鲁恒升发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 60.53 亿元, 同比下滑 25.41%, 环比下滑 16.35%; 实现归母净利润 7.82 亿元, 同比下滑 67.82%, 环比增长 3.52%。按最新 21.23 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 0.37 元, 每股经营性净现金流 0.38 元。

点评

2023 年以来, 国内经济从疫情影响中逐步复苏, 公司产品依托成本优势依旧维持较高的产销水平, 但考虑海外需求承压以及部分产品供给冲击, 部分产品价差环比收窄, 致使归母净利润环比小幅下滑, 业绩整体符合预期。公司在建项目稳步推进, 荆州二期规划陆续披露, 助力公司未来持续成长。在主要产品盈利处于较低分位的背景下, 公司估值具有较高安全边际。

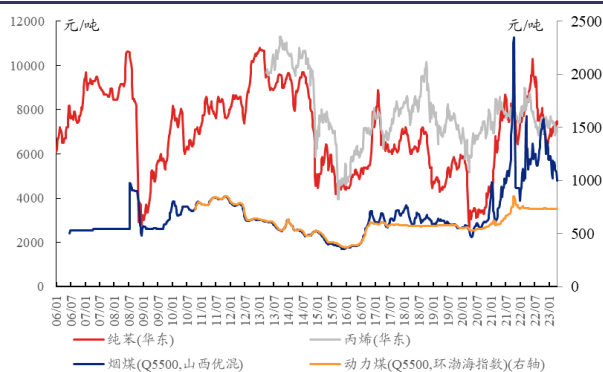
- **新产能投产助力公司产量同比增长, 价格回落拖累营业收入同比下滑。**公司新项目投产带动一季度产量同比增长, 虽然疫情放开后国内经济逐步复苏, 但考虑到海外需求走弱叠加供给端的冲击, 公司部分产品价格回落, 导致公司营业收入同比下滑。综合来看, 报告期内公司实现营业收入 60.53 亿元, 同比下滑 25.41%, 环比下滑 16.35%; 实现归母净利润 7.82 亿元, 同比下滑 67.82%, 环比增长 3.52%。
- **2023Q1 产量环比增长, 销量环比小幅下滑。**2023 年以来, 国内经济逐步从疫情的影响中走向恢复, 但 1 月疫情影响仍在同时叠加春节假期因素, 公司 23Q1 产销量环比分别+5.48%和-4.02%。具体来看, 化肥、有机胺、醋酸及衍生品、新材料相关产品产量环比分别-0.20%、+21.10%、+9.62%、+8.50%; 销量方面, 四个板块环比分别-3.83%、+4.32%、+8.84%、-9.99%。
- **价格价差方面, 23Q1 产品价差有所分化。**以烟煤为起点对主要产品价差进行计算, 2023Q1 公司主要产品价差环比走势有所分化, 合成氨、甲醇、尿素、异辛醇、己二酸价差环比分别上涨 342 元/吨 (+17.9%)、262 元/吨 (+37.2%)、402 元/吨 (+33.5%)、401 元/吨 (+11.2%)、605 元/吨 (+29.8%), 煤制乙二醇联产 DMC、醋酐、己内酰胺、煤制草酸价差环比分别下跌 608 元/吨 (-13.2%)、308 元/吨 (-17.4%)、1409 元/吨 (-32.1%)、557 元/吨 (-9.7%)。

表 1、华鲁恒升主要产品产销量情况

	产量/(万吨)													2023Q1 环比
	2016 FY	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1		
肥料	198	164	214	281	282	263	310	71	78	81	80	80	-0.20%	
有机胺	37	35	37	38	42	57	45	13	12	9	10	12	21.10%	
己二酸及中间品	32	33	32	34	32									
醋酸及衍生品	61	64	63	63	60	60	59	14	16	15	14	16	9.62%	
多元醇	23	22	31	66	65									
新材料相关产品	55	55	63	100	97	210	304	76	76	76	77	84	8.50%	
合计	350	318	377	482	481	589	718	174	181	181	182	191	5.48%	
	销量/(万吨)													2023Q1 环比
	2016 FY	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1		
肥料	185	152	187	255	251	232	284	63	71	73	77	74	-3.83%	
有机胺	37	36	37	39	43	57	48	13	13	11	12	12	4.32%	
己二酸及中间品	21	21	20	22	21									
醋酸及衍生品	61	64	62	62	58	59	58	13	15	15	14	15	8.84%	
多元醇	23	22	29	68	65									
新材料相关产品	44	43	49	90	85	139	181	41	48	43	48	44	-9.99%	
合计	327	295	335	446	438	487	571	130	148	142	151	145	-4.02%	
	销售均价(含税)/(元/吨)													2023Q1 环比
	2016 FY	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1		
肥料	1060	1299	1567	1440	1335	1785	505	1897	2074	1760	1894	1928	1.78%	
有机胺	3917	5332	5661	4932	5675	10335	1446	15884	14460	11330	9231	5737	-37.86%	
己二酸及中间品	6231	8548	9169	7355	5746									
醋酸及衍生品	1855	2633	4007	2670	2440	5901	712	6018	11155	2998	2935	2730	-6.99%	
多元醇	4929	6460	6600	4640	3935									
新材料相关产品	-	-	-	-	-	8293	1770	9091	8643	-18375	7210	7362	2.10%	

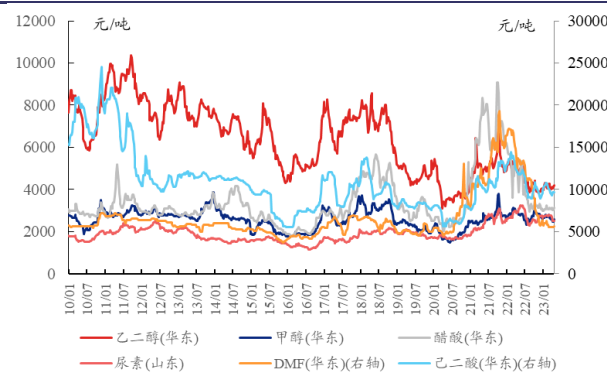
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、公司主要原材料市场价格走势



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司主要产品价格环比下滑



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、华鲁恒升主要产品价格/价差情况

产品	单位	最新值 (2023-04-21)	最新值处历史位置 (价格分位数法)	最新值处历史位置 (价格中位数法)	历史平均	22Q4	23Q1	23Q2 至今	23Q1 环比	23Q2至今 环比
烟煤(Q5500,山西优混)	元/吨	1020	33.5%	91.2%	676	1416	1157	1033	-18.3%	-10.7%
纯苯(华东)	元/吨	7340	57.4%	52.8%	7045	7003	7019	7420	0.2%	5.7%
丙烯(华东)	元/吨	6965	41.0%	24.4%	7803	7356	7381	7105	0.3%	-3.7%
液氨(山东)	元/吨	2630	27.0%	38.6%	2860	4032	3987	2971	-1.1%	-25.5%
甲醇(华东)	元/吨	2580	32.0%	46.1%	2585	2827	2700	2508	-4.5%	-7.1%
尿素(山东)	元/吨	2500	64.0%	87.8%	1925	2613	2756	2513	5.5%	-8.8%
三聚氰胺(四川)	元/吨	6700	12.3%	36.5%	7701	7646	7625	6867	-0.3%	-9.9%
DMF(华南)	元/吨	5600	12.2%	49.8%	6710	6715	5763	5533	-14.2%	-4.0%
醋酸(华东)	元/吨	3150	18.5%	48.9%	3767	3200	3088	3073	-3.5%	-0.5%
醋酐(华东)	元/吨	5400	7.7%	31.8%	6921	5769	5321	5400	-7.8%	1.5%
乙二醇(华东)	元/吨	4187	15.1%	10.1%	6346	3983	4150	4114	4.2%	-0.9%
异辛醇(华东)	元/吨	9250	30.4%	44.7%	10067	9454	9875	9267	4.5%	-6.2%
DMC(华东)	元/吨	4600	33.8%	12.8%	6133	5665	4852	4633	-14.4%	-4.5%
DMC(电池级)	万元/吨	0.54	30.0%	1.1%	0.89	0.68	0.58	0.55	-14.8%	-4.9%
己二酸(华东)	元/吨	9650	37.1%	32.0%	11915	9827	10204	9650	3.8%	-5.4%
环己酮(华东)	元/吨	10550	42.2%	38.3%	10633	10550	10550	10550	0.0%	0.0%
己内酰胺(华东)	元/吨	12950	31.6%	39.2%	14338	11867	12408	12900	4.6%	4.0%
草酸(山东)	元/吨	4700	40.9%	43.4%	4654	5277	4917	4700	-6.8%	-4.4%
液氨-烟煤价差	元/吨	1100	7.6%	2.1%	1825	1909	2251	1421	17.9%	-36.9%
甲醇-烟煤价差	元/吨	1050	29.7%	14.7%	1550	703	964	958	37.2%	-0.6%
尿素-烟煤价差	元/吨	1480	57.6%	84.2%	1224	1197	1599	1480	33.5%	-7.4%
乙二醇-烟煤价差	元/吨	515	27.7%	8.1%	3823	-1114	-15	394	-98.6%	-2714.4%
异辛醇-丙烯价差	元/吨	3678	24.1%	80.4%	2820	3569	3970	3583	11.2%	-9.8%
煤制乙二醇联产DMC-烟煤价差	元/吨	3797	23.7%	0.3%	7848	4606	3999	3910	-13.2%	-2.2%
DMF-烟煤价差	元/吨	3152	5.2%	5.9%	5037	3317	2986	3053	-10.0%	2.3%
醋酸-烟煤价差	元/吨	2589	14.9%	40.3%	3405	2421	2451	2505	1.2%	2.2%
三聚氰胺-尿素价差	元/吨	-800	3.6%	1.3%	1926	-193	-643	-673	232.8%	4.8%
醋酐-醋酸价差	元/吨	1463	22.9%	17.2%	2213	1769	1461	1558	-17.4%	6.6%
己二酸-纯苯-硝酸价差	元/吨	2176	39.9%	17.0%	4727	2027	2631	1951	29.8%	-25.9%
己内酰胺氨肟化法价差	元/吨	4053	25.7%	0.0%	5237	4392	2983	2265	-32.1%	-24.1%
煤制草酸价差	元/吨	5104	35.0%	0.0%	5129	5960	5383	4911	-9.7%	-8.8%

资料来源: Wind, 百川资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **荆州基地建设稳步推进, 二期项目陆续披露, 有望助力公司持续成长。**荆州基地一期项目进入大规模设备安装阶段, 本次披露建设四个二期项目, 计划投资 50.54 亿元, 建成后预计可进一步丰富荆州公司产品结构, 提高其市场竞争力, 符合公司的发展战略和长期规划, 具有良好的经济与社会效益。

(1) 投资 33.87 亿元建设年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目: 本项目以电石为原料, 通过炔醛法生产 BDO, 进一步生产 NMP 产品和 PBAT 产品。项目产能为年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料; 建设周期 29 个月, 建成投产后预计年均实现营业收入 35.91 亿元。

(2)、投资 3.92 亿元建设 10 万吨/年醋酐项目: 本项目拟采用国内先进的醋酸裂解法生产醋酐。项目产能为 10 万吨/年; 建设周期 15 个月, 建成投产后预计年均实现营业收入 8.11 亿元。

(3)、投资 7.34 亿元建设蜜胺树脂单体材料项目: 本项目拟采用自有技术, 建设 16 万吨蜜胺树脂单体材料装置、80 万吨碳酸氢铵装置。项目建设周期 14 个月, 建成投产后预计年均实现营业收入 18.06 亿元。

(4)、投资 5.41 亿元建设蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目: 本项目以液氨和 CO₂ 为原料生产中间原料熔融尿素。项目产能为 52 万吨/年,

建设周期 24 个月，建成投产后预计年均实现营业收入 11.47 亿元。

德州基地方面，新项目助力公司迈向高附加值的新能源及新材料高地。公司德州基地计划投资超 70 亿元，相关项目建设稳步推进，酰胺及尼龙新材料项目 20 万吨尼龙 6 装置建成投产，高端溶剂、尼龙 66 高端新材料、等容量替代建设 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉等项目如期推进。

- 公司是中国成本领先型现代煤化工标杆企业，不断降低生产成本，目前公司生产成本已降至行业最低区位，竞争力极强。未来公司仍将通过精细管理、降本增效进一步降低生产成本，维护行业领先地位，同时通过扩大规模，依托“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，持续增长。

公司当前综合产品周期位于底部区域，部分产品仍处于行业普亏状态，且 DMF、醋酸等产品行业已经经历较长时间亏损。我们以 2019 年四季度价差和当前产能模拟公司底部利润，叠加考虑荆州基地投产。在此底部业绩的测算下，公司作为化企核心资产当前处于底部估值区域，且未考虑周期上涨的因素。综合来看，仅考虑公司自身资本开支所带来的成长性，具有较高安全边际。当前公司依托成本优势多数产品仍能获得较好的盈利，后续行业处于超跌状态的产品盈利有望修复。

- **维持“买入”的投资评级。**华鲁恒升是中国成本领先型现代煤化工标杆企业，公司于红海行业凭借不断降本增效、扩大规模、精细管理、穿越周期、持续稳健增长。目前公司已内酰胺及尼龙新材料项目已投产，荆州基地一期、高端溶剂项目等项目将陆续迎来投产，PBAT 等荆州二期新材料项目陆续规划，保障未来持续成长。公司开展第三期限限制性股票激励计划绑定核心骨干利益，彰显未来发展信心。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测分别为 3.00、3.70、4.60 元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；主营产品价格大幅波动的风险；项目建设进度慢于预期的风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8581	14740	24552	36542
货币资金	1849	8538	18146	29882
交易性金融资产	1406	1000	1000	1000
应收票据及应收账款	39	31	37	44
预付款项	805	909	923	997
存货	1173	962	1145	1319
其他	3310	3300	3300	3300
非流动资产	26424	26750	26756	26474
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15591	17853	18739	18845
在建工程	5026	3013	2007	1503
无形资产	1737	1867	1997	2127
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	23	8	-7	-22
其他	4047	4009	4020	4020
资产总计	35005	41490	51307	63016
流动负债	3571	4126	4586	5025
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1624	2,425.69	2,885.69	3,324.60
其他	1946	1700	1700	1700
非流动负债	3514	4767	6267	7767
长期借款	3257	4757	6257	7757
其他	258	10	10	10
负债合计	7085	8892	10852	12791
股本	2123	2123	2123	2123
资本公积	2318	2318	2318	2318
未分配利润	21642	26256	34034	43706
少数股东权益	998	998	998	998
股东权益合计	27921	32598	40455	50224
负债及权益合计	35005	41490	51307	63016

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	6289	6376	7857	9769
折旧和摊销	1774	1799	2152	2428
资产减值准备	-2	-19	2	2
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-1	-1	-1
财务费用	90	93	-2	-126
投资损失	-38	-30	-30	-30
少数股东损益	-2	0	0	0
营运资金的变动	-1347	587	270	198
经营活动产生现金流量	6999	8739	10236	12240
投资活动产生现金流量	-7292	-1708	-2130	-2130
融资活动产生现金流量	276	-342	1502	1626
现金净变动	-13	6689	9608	11736
现金的期初余额	1784	1849	8538	18146
现金的期末余额	1770	8538	18146	29882

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30245	33084	39584	46362
营业成本	21491	24257	28857	33246
税金及附加	217	232	277	325
销售费用	52	60	71	83
管理费用	262	331	396	464
研发费用	611	662	792	927
财务费用	59	93	-2	-126
其他收益	34	10	10	10
投资收益	38	30	30	30
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-27	-10	-10	-10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	7604	7482	9225	11474
营业外收入	28	20	20	20
营业外支出	221	1	1	1
利润总额	7411	7501	9244	11493
所得税	1123	1125	1387	1724
净利润	6288	6376	7857	9769
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	6289	6376	7857	9769
BPS(元)	2.96	3.00	3.70	4.60

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.1%	9.4%	19.6%	17.1%
营业利润增长率	-10.8%	-1.6%	23.3%	24.4%
归母净利润增长率	-13.5%	1.4%	23.2%	24.3%
盈利能力				
毛利率	28.9%	26.7%	27.1%	28.3%
归母净利率	20.8%	19.3%	19.8%	21.1%
ROE	23.4%	20.2%	19.9%	19.8%
偿债能力				
资产负债率	20.2%	21.4%	21.2%	20.3%
流动比率	2.40	3.57	5.35	7.27
速动比率	2.07	3.34	5.10	7.01
营运能力				
资产周转率	95.0%	86.5%	85.3%	81.1%
应收账款周转率	49439.2%	89126.3%	108944.7%	107886.4%
存货周转率	1901.3%	2253.2%	2716.5%	2676.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.96	3.00	3.70	4.60
每股经营现金	3.30	4.12	4.82	5.76
每股净资产	12.68	14.88	18.58	23.18
估值比率(倍)				
PE	10.5	10.4	8.4	6.8
PB	2.5	2.1	1.7	1.3

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