

陕国投 A

000563

审慎增持 (首次)

守正求新，步伐坚定

——陕国投 A 跟踪点评报告

2022 年 09 月 07 日

相关报告

《中航产融 2022 年中报点评：业绩环比改善显著，产业投资优势稳固》2022-09-02

《新华保险 2022 年中报点评：个险承压 NBV 持续缩量，看好储蓄业务增长空间》2022-08-31

《广发证券 2022 年中报点评：投行正式走出低谷，资管核心优势稳固》2022-08-31

分析师：

孙寅

S0190521060002

徐一洲

S0190521060001

研究助理：

周安桐

zhouantong@xyzq.com.cn

投资要点

截至二季度末，公司实现营收 9.71 亿元/+3.3%，其中得益于上半年公司信托项目新增规模同比大增 62.3%，手续费及佣金净收入实现 6.61 亿元/+5.6%，归母净利润 4.66 亿元/+6.0%，在信托行业深度调整时期展现出较强的业务韧性。**近期对陕国投进行跟踪，我们认为公司基本面正在发生以下几方面积极变化：**

单一类信托压降成效明显，集合信托募资发力，今年以来表现亮眼。截至 2021 年公司单一资金类信托新发规模仅 195.63 亿元，存续规模余 461.03 亿元，较 2017 年分别压降 82.1%以及 78.2%。公司集合类信托存续规模占比上行通道开启时间先于监管引导，2015 年起提升近 47.8pct 至 2021 年末的 70.3%。长期产品标准化转型下，公司新发集合信托募资排名自 2021 年以来稳步上行，5-7 月募资力度持续加码，截至 2022 年 7 月，公司集合信托募资额位列行业第六。

主动管理型信托比重提升，实体基础产业融资类信托贡献主要收入，股权投资力度加大。2021 年公司主动管理信托规模 1534.64 亿元，占比 77.0%，收入贡献达九成。融资类信托为公司主要收入来源，贡献占比约 67.8%，其中被动通道型融资信托压降显著，2021 年规模仅 24.57 亿元，规模占信托总资产规模比重仅 1.2%，较 2017 年大降 97%，主动融资信托资金投向主要分布于基础产业与实业。此外，股权投资力度加大，借助股东资源在省内 PE 项目上有相对优势，2021 年末公司主动管理股权类信托规模为 316.53 亿元，较 2019 年实现十倍以上增长，占主动管理信托规模比重从 2019 年的 1.9%大幅提升至 2021 年的 20.6%。

深耕本土，借助深厚区域资源，着力打造区域标杆金控平台，释放协同效应。2021 年公司 26.4%的自有资金投入金融机构，近年通过加强股权纽带与陕金资、长安银行、永安保险等地方优质金融机构达成进一步合作，区域多元金控平台版图逐步完善，为公司后续向财富管理转型打下坚实基础。参股机构客户资源优势加持下，公司收入结构继续向西北区域大幅倾斜，截至 2022 年 6 月，公司于西北区域实现营收 7.43 亿元，营收占比已达到 76.6%，相较 2018 年末提升近 38.5 个百分点。

探索高质量服务型信托业务，打造财富管理业务支柱。公司大力延揽创新型金融高端人才加强资管团队建设，硕士学历以上人才占比达 61%。此外，加强与参股金融机构的合作，积极拓展代销渠道和直投业务，截至 2021 年公司陆续落地并拓展了机构及私募基金投资债券、ABS、ABN、家族信托、慈善信托等服务信托业务。上半年公司财富管理产品募资 285 亿元，达去年全年总募资额约 67%，其中，投资类产品发行规模达 133 元，占比 46.8%。产品盈利能力方面，伴随公司主动管理转型推进，以及低报酬通道类被动管理信托不断到期出清，公司加权年化信托报酬率从 2018 年的 0.25%上升至 2021 年的 0.54%，增速高于行业。

盈利预测：作为 A 股稀缺的独立信托标的，结构优化下公司信托报酬率向好，伴随通道类产品出清接近尾声，预计信托规模止跌回升，结合公司业务转型成果协同兑现和区域竞争力走强的预期，预计公司 2022-2023 年归母净利润为 9.26 和 11.52 亿元，同比+26.5%/+24.4%，2022 年 9 月 7 日收盘价对应 PB 分别为 0.97 和 0.97 倍，给予审慎增持评级。

风险提示：宏观经济环境下行，行业监管收紧，信托项目信用风险集中暴露。

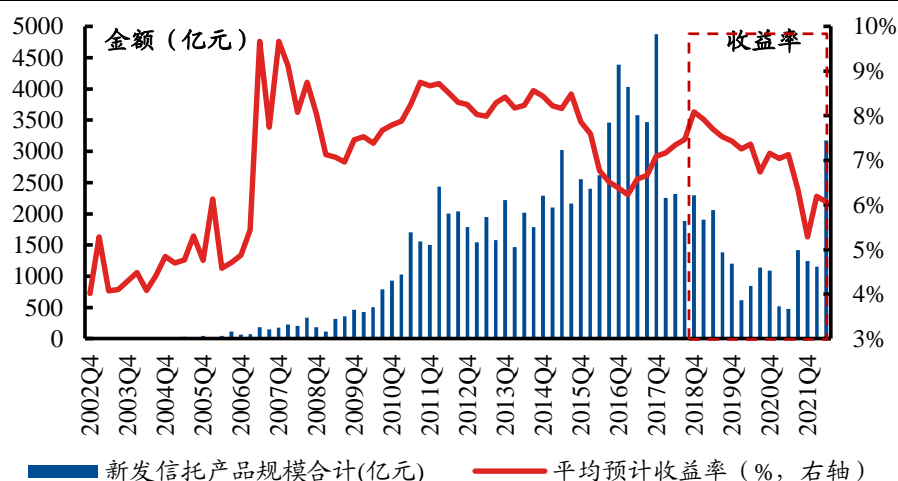
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

行业背景：改革步入深水区，新发产品收益率承压

强监管导向下，信托行业格局重塑，行业转型需求强烈。自 2018 年资管新规推出至 2022 年正式实施，过去四年以来，信托行业无论从整体方向亦或是结构偏好均经历诸多变化。在监管大力削减高利润融资通道类业务的背景下，信托行业新发产品调整幅度剧烈，平均预计收益率承压下滑，自 2018 年四季度 8.1% 的高点波动下滑至 2021 年四季度的 5.3%，单季度新发产品规模自 2017 年四季度的 4874 亿元锐减至 2021 年第二季度的 481 亿元。在信托公司对业务结构的积极转型与调整下，行业格局产生深刻变化，部分头部公司已经逐步形成了新的业务支撑体系和核心盈利模式，于新规过渡期结束之际，行业新发整体景气度已出现企稳回升态势，根据 Wind 最新不完全统计数据，信托行业 2022 年二季度单季度新发规模已重新回升至 3177.98 亿元。

图 1、资管新规深度调整期过后新发产品规模实现止跌回升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2022 年 9 月 2 日

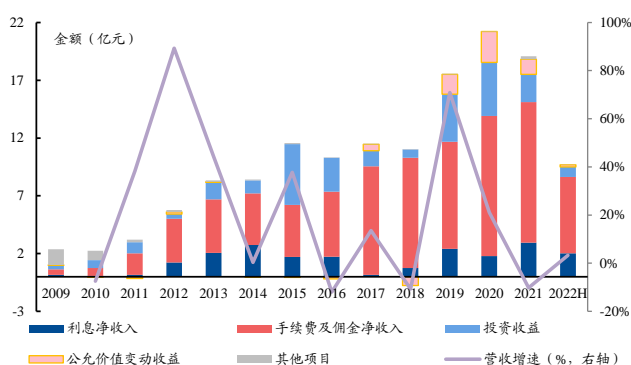
公司介绍：区域资源深厚，转型步伐稳健的中西部信托龙头

区域资源深厚，业务结构简明，改革阵痛期公司盈利表现短期承压，净利润率逆势上行。公司第一大股东为陕西煤业化工集团，2022 年二季度末持股占比为 34.58%。背靠陕煤集团，公司在资金和区域资源上均得到有效保障。作为目前行业唯二的独立上市信托公司，陕国投业务结构明晰，以信托业务和自有资金投资业务为主，此外公司也参与投资顾问等中介业务，为客户提供投融资、重组并购

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

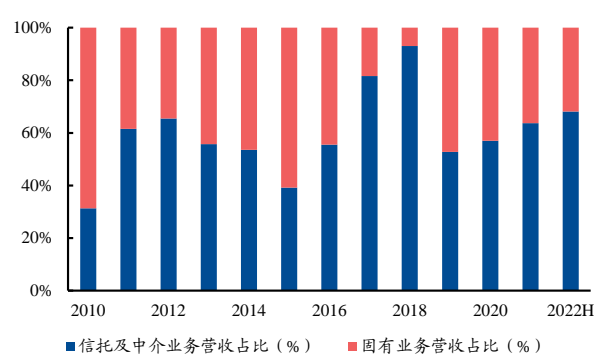
等增值型顾问服务。截至 2022 年 6 月末,公司总资产为 161.09 亿元,在管信托资产规模 2026.04 亿元,处于行业中游水平。面对严峻的行业改革形势,公司从多方面入手进行高质量转型,短期盈利表现承压,伴随信托规模下行趋势企稳以及贷款规模大幅增长带动的利息收入的显著提升,2022 年二季度公司实现总营收 9.71 亿元,同比增速在近四个季度首度由负转正增长 3.3%,实现净利润 4.66 亿元,同比增长 6.0%。公司净利润率稳中有升,2021 年末净利润率同比上年提升 6 个百分点至 38%,考虑到公司下半年减值损失与管理费用支出通常大于上半年,公司二季度利润率通常高于全年利润率,2022 年二季度末公司净利润率约为 48%,同比去年同期提升约 1 个百分点,达 2018 年以来同期最高水平。

图 2、公司营收波动上行



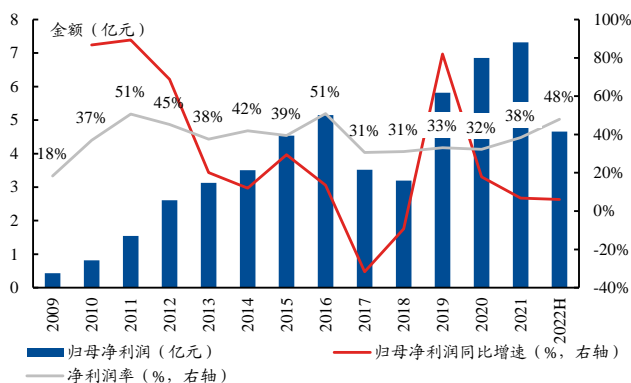
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:图中“2022H”表述指 2022 年上半年

图 3、2018 年后公司信托业务营收占比逐步回升



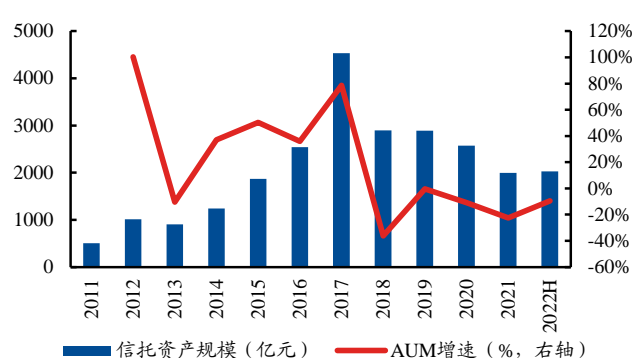
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:图中“2022H”表述指 2022 年上半年

图 4、行业严监管下公司净利润率实现稳步提升



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:图中“2022H”表述指 2022 年上半年

图 5、积极转型下公司信托资产规模跌幅有望企稳



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:图中“2022H”表述指 2022 年上半年

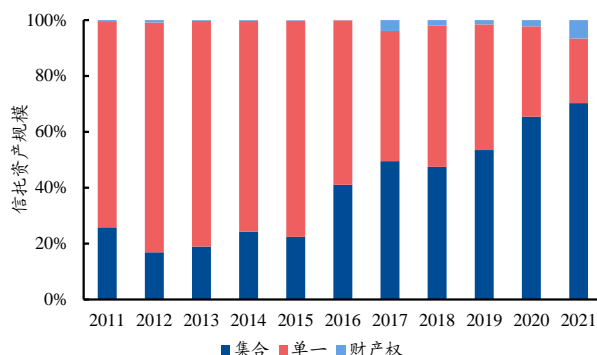
转型进程: 存量业务结构持续优化

主动求变,公司信托业务产品结构与资金投资结构持续优化。在行业监管“去通道”

的背景下,公司坚定走向标准化以及服务型信托产品转型的路线,证券类产品以及资产证券化、家族信托、破产重整等服务型产品开发提速。从公司披露数据来看:

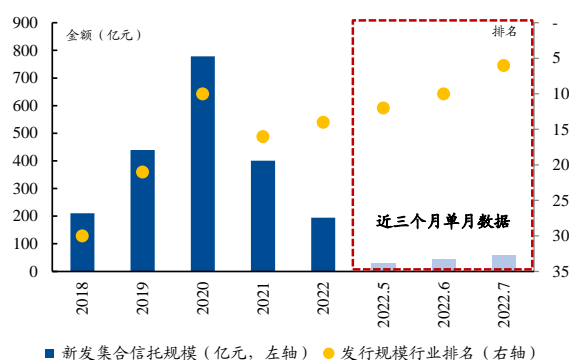
- **公司以通道类业务为主的单一类信托压降成效明显,集合信托募资发力推动公司整体收入增长,今年以来表现亮眼成行业黑马。**资管新规推出前,与行业多数公司相仿,以银信合作的通道类业务为代表的单一资金类信托占公司主导地位,2017年新发规模达1094.19亿元,存续规模达2110.82亿元以上。在监管“去嵌套”、防风险的指引下,公司对通道类业务进行了积极主动的压降。**规模上**,截至2021年单一资金类信托新发规模仅195.63亿元,存续规模余461.03亿元。**从规模占比来看**,公司实际在监管介入的更早期就已着手将重心逐步转移至集合类信托,2015年集合类信托存续规模占比便进入上行通道,在过去七年间提升近47.8个百分点至2021年末的70.3%,成功实现主导地位的转变。在长期产品标准化转型下,公司新发集合信托募资排名自2021年以来稳步上行,5-7月募资力度持续加码,截至2022年7月,公司集合信托募资额位列行业第六。在集合信托产品新发提速推动下,公司二季度末实现手续费及佣金收入6.61亿元。同比提升5.6%。

图 6、公司单一类信托向集合信托转型



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司新发集合信托募资行业排名稳步上升

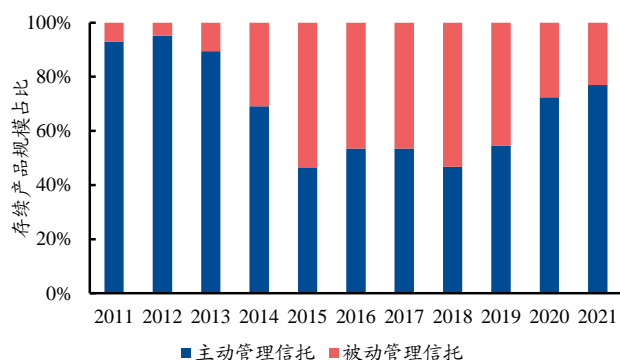


资料来源:用益信托网,兴业证券经济与金融研究院整理
注:2022年7月数据截至2022年7月26日

- **主动管理型信托比重提升,实体基础产业融资类信托贡献主要收入,股权投资力度加大。**公司致力于提升主动管理能力,主动管理型信托规模占比自2018年的46.7%提升至2021年的77.0%,收入贡献已达九成。其中,依据已清算项目数据计算,融资类信托报酬率长期具备优势,为公司主动管理信托业务主要收入来源,贡献占比约74.2%,公司信托资产行业分布在近年均衡化趋势显著,主要投向基础产业、实业以及证券市场,近五年房地产信托平

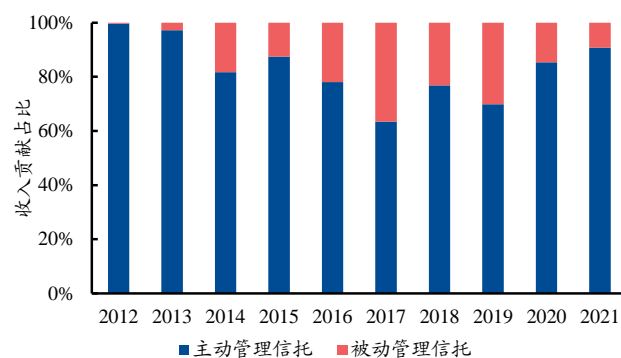
均敞口约 254.5 亿元，平均占比 8.6%，趋势平稳，主动融资类信托业务整体风险可控。此外，公司私募投行型信托业务在 2020 年实现了跨越式发展。2021 年末公司主动管理型股权类信托规模为 316.53 亿元，较 2019 年实现十倍以上增长，占主动管理信托比重从 2019 年的 1.9%大幅提升至 2021 年的 20.6%。公司重点考察省内 PE 类项目，在中西部区域资源上较同业具有相对优势，领域上着重“硬科技”、“专精特新”等高端制造产业链，力求在类信贷融资业务的基础上从更多元、更长期的角度发挥信托公司的融资功能。

图 8、公司积极向主动管理型信托转型



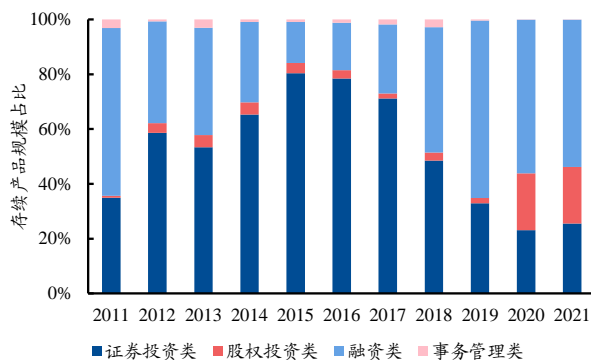
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司主动管理型信托收入贡献已达九成



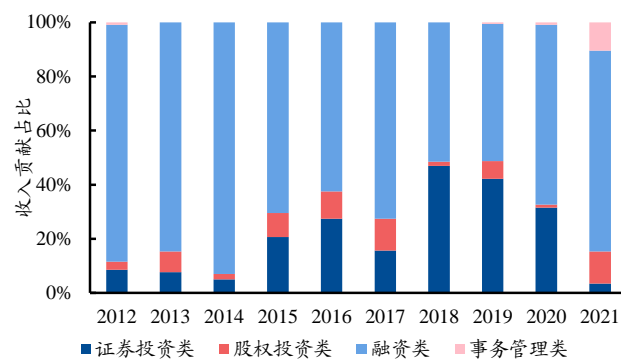
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收入数据以已清算项目报酬率与募资规模计算得到，具有一定滞后性。

图 10、主动管理信托存续结构：加强股权投资力度



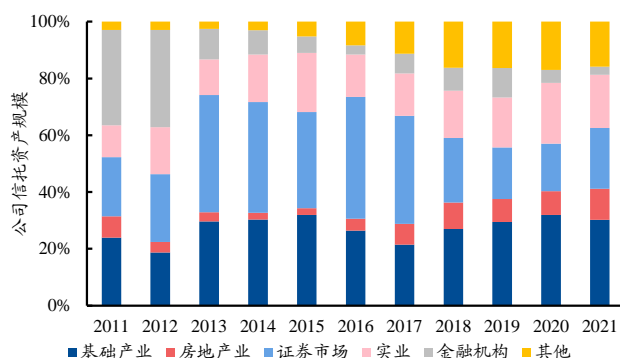
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、主动管理信托收入贡献结构：融资类为主



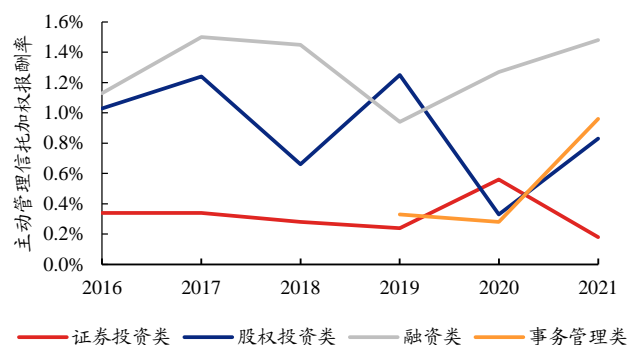
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收入数据以已清算项目报酬率与募资规模计算得到，具有一定滞后性。

图 12、公司信托资产分布趋于均衡



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

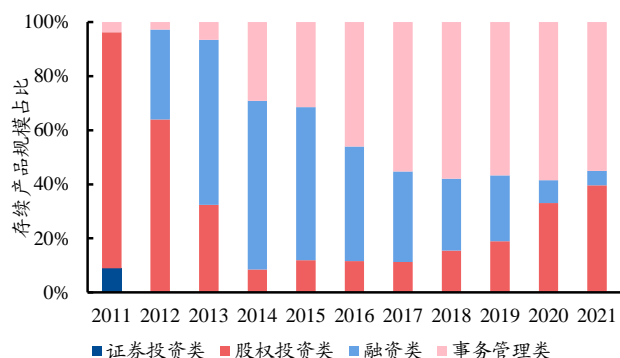
图 13、主动管理信托报酬率：融资类长期具备优势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收入数据以已清算项目报酬率与募资规模计算得到，具有一定滞后性。

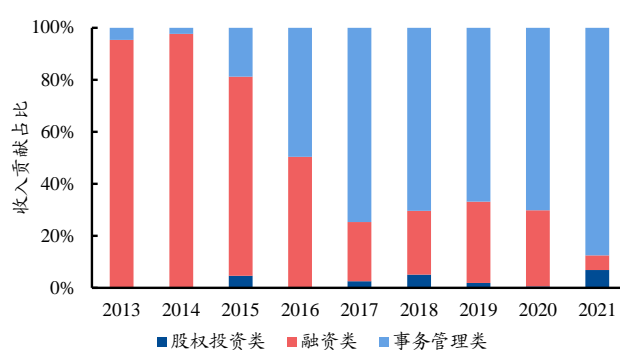
- **被动管理信托方面，公司践行轻通道融资重资产服务的高质量路线。**迎合行业“去通道”趋势，截至 2021 年，公司被动融资类信托规模于 2021 年末合计 24.57 亿元，占被动类信托比重仅 5.4%，监管重点关注的金融同业融资通道业务则已实现清零。此外，同样发挥通道融资功能的被动股权投资类信托近年规模维持平稳，公司更倾向于做以主动管理为目的的股权投资。与此相对的是事务管理类信托的逐步崛起，截至 2021 年末，其规模占比已达被动管理型信托总规模的 55.1%，该类信托囊括资产证券化、家族信托、破产重整等服务，报酬率与其余类别的被动管理型信托相比具有相对优势，业务差异化程度和拓展空间均较大，相比于盈利空间更大的主动管理信托，被动管理信托轻融资、重服务的路线核心在于帮助公司在长期形成多元化全策略产品线，为建设综合性财富管理平台打下重要基础。

图 14、被动管理信托存续结构：“去通道”成效显著



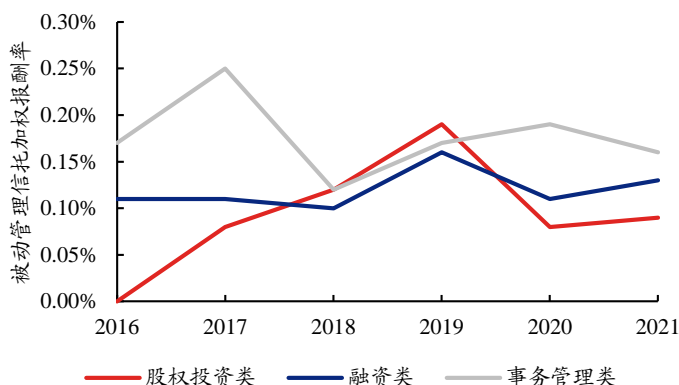
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、被动管理信托收入贡献结构：服务型信托贡献高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收入数据以已清算项目报酬率与募资规模计算得到，具有一定滞后性。

图 16、被动管理信托报酬率：事务管理类信托具备相对优势

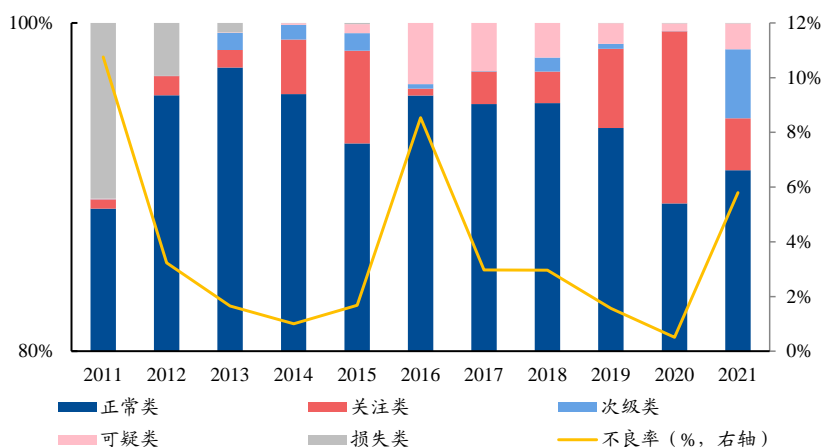


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据为已清算项目报酬率，具有一定滞后性。

风险管控：审慎管理下公司存量风险可控

价值创造与风险防范并重。在前期房地产等资产信用风险集中暴露的行业背景下，稳健的全面风险管理体系是公司前端价值创造的核心基础。为更好防范资产信用风险，公司一方面压降信托业务房地产投资规模，截至 2021 年末，公司于房地产行业投资规模占比约为 10.9%，低于行业平均水平 11.7%，另一方面，对固有业务中风险项目进行严格管控，截至 2021 年末，公司净资本对各项业务风险资本的覆盖率为 196.1%，远高于行业 100% 的监管标准。从公司自有资金投融资存续项目资产质量来看，2021 年公司合计 8.77 亿元不良资产主要来源于中科建、播州国投等项目抵押资产的减值，2016-2020 年公司固有业务不良率由 8.5% 逐年降低至 0.5%，2021 年不良率的上升归因于公司划分标准的趋严，反映公司对于外部风险环境的审慎应对。

图 17、公司对自有投资资产质量进行审慎把控



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司自有投资资产质量划分标准趋严

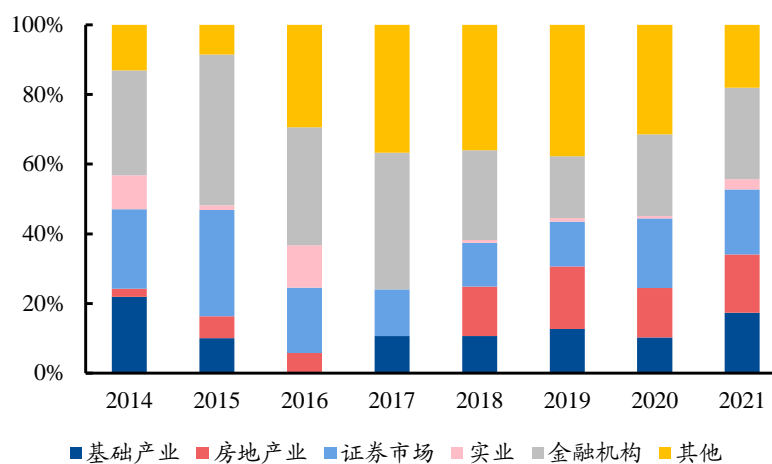
资产质量分类	2020 年及以前	2021 年
正常类	-	3 个月之内
关注类	1 年之内	3 个月至 6 个月
次级类	1 年至 2 年	6 个月至 1 年
可疑类	2 年至 3 年	1 年至 2 年
损失类	3 年以上	2 年以上

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

战略方向：自有资金助力打造区域标杆性金控平台

自有资金运用结构趋向均衡，入资金融机构加快打造区域标杆性金控平台，证券市场标准化投资力度加大。公司为在长期打造更完善的金融控股平台，获取牌照资源，进一步推动信托业务协同发展，公司自有资金对金融机构的投入比例较高，且在近年呈现上升趋势，目前占比达到 26.4%。另外，公司自有资金投资于证券市场标准化投资工具的规模均于 2018 年触底后呈现回升态势，2018 年至今占比提升 6.2pct 至 18.7%，良好体现了公司标准化投资转型的趋势。

图 18、自有资金配置均衡，助力打造综合化金控平台



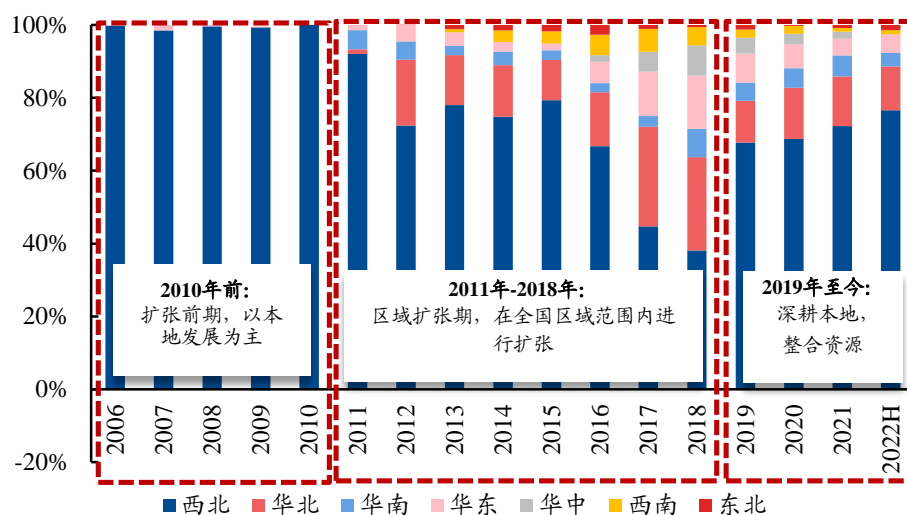
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

深耕本土，夯实中西部区域优势，打造地方多元金控平台。公司是目前中西部地区唯一上市信托公司，在中西部区域具有深厚的区域资源优势。2012 年至今，公司已在全国 19 个重点城市设立 46 个业务部门以及 17 个财富中心，全国化扩张战略基本完成。在此基础上，近年来，公司战略重心重回本土，着重打造西北地区具有市场竞争力的市场化金融资源整合平台，为财富管理转型战略提供坚实基

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

础。2016年以来,公司在西北地区陆续以参股形式布局了地方 AMC、银行、保险等多位面金融机构,通过建立股权纽带关系与其达成战略合作,加强与信托业务的协同。此外,积极参与区域重大战略项目的建设,把握科创产业发展机遇,2022年上半年,除持续跟进如“秦创原”创新驱动平台等重大项目外,公司也以进入西安高新、西咸沣东科创产业基金的方式参与科创企业股权投资。在区域资源优势的加持下,近年来公司收入结构持续向西北区域倾斜,截至2022年6月,公司于西北区域实现营收7.43亿元,营收占比已达到76.6%,相较2018年末提升约38.5个百分点。

图 19、区域营收结构反映公司战略重心变迁



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:图中“2022H”表述指2022年上半年

表 2、公司近年来于西北地区金融机构合作事项一览

时间	参与者	机构属性	合作事宜
2016年5月	陕金资	地方 AMC	增资陕西金融资产资产管理公司,3亿元自有资金认购陕金资股权,持股比例5.36%。目前为其第七大股东。
2018年5月	长安银行	银行	海航旅游集团持有的长安银行(总部陕西西安)5.92%的股权以流拍价7.68亿元被作为抵债物过户转让至陕国投,陕国投成为第四大股东。进一步推动公司做强做优信托及衍生金融业务。
2018年	永安保险	保险	增资,以自有资金在同年内不同时间分别受让平安银行和海航凯撒旅游集团持有的永安保险(总部陕西西安)2.29%以及0.75%股份,持股比例升至5.56%,股东排名上升至第5名。

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

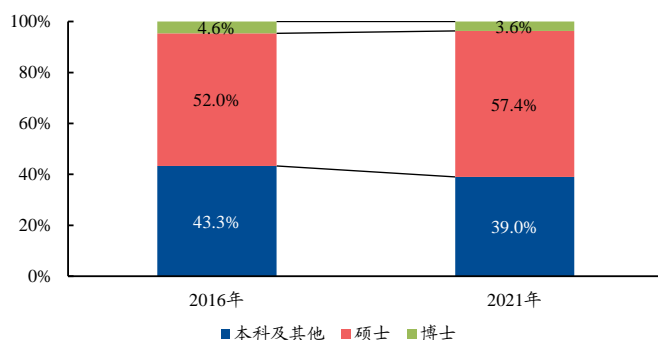
业务创新: 聚焦财富管理,探索公司第二增长曲线动能支柱

在优化内部存量结构、调整对外资金投向的同时,公司近年来聚焦财富管理转型,积极探索发展新模式与盈利新动能。新形势下,信托行业回归信托本源的趋势愈

发明确，在原先高风险的类信贷模式难以为继的情况下，公司明确以财富管理为导向，在更广泛业务层面寻求利润增量。

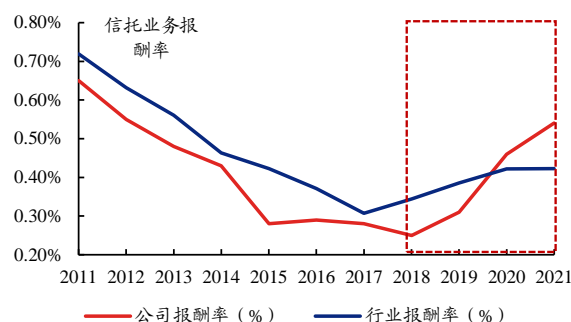
- **业务范围扩张，产品线不断丰富。**公司国际业务在近年取得一定突破，2020年公司获批开办境外理财业务，2021年公司以受托机构身份主动管理的首单美元债产品落地，公司资管范围正式从境内迈向全球。公司与橡树资本、东方汇理资管（香港）、路博迈另类投资顾问公司、星展银行等众多国际顶级资管机构合作，截至2021年末已顺利落地2单规模合计1.5亿元的境外资产配置项目，国际业务稳步推进。除区域范围扩张外，公司在衍生品交易方面也于2021年获批股指期货交易业务，目前行业不到三分之一信托公司获批，业务范围的扩张有利于公司丰富信托业务产品线，打开新的盈利空间。
- **探索高质量服务型信托业务，打造财富管理业务支柱。**响应监管对信托回归主动管理和服务本源的号召，公司践行财富管理转型战略，为此大力延揽创新型金融高端人才，硕士学历以上人才占比达61%，并对创新型业务进行区别化考核以激励业务发展。除加强资产配置团队机制建设外，客户资源及品牌服务能力口碑对财富管理业务发展也起到关键性作用。为此，公司通过加强与参股金融机构以及同业的合作积累客户，积极拓展代销渠道和直投业务。2021年公司陆续落地并拓展了机构及私募基金投资债券、ABS、ABN、家族信托、慈善信托等服务信托业务，2022年上半年，财富管理产品募资285亿元，达去年全年总募资额约67%，其中，投资类产品发行规模达133元，占比46.8%。从产品盈利能力水平上看，伴随公司主动管理转型不断推进，以及低报酬通道类被动管理信托不断到期出清，公司加权年化信托报酬率从2018年的0.25%上升至2021年的0.54%，增速高于行业。

图 20、公司硕士以上人才占比达 61%



资料来源：公司公告，中国信托业协会兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、公司信托业务报酬率在近年实现高速提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议

于转型深水区展现业务韧性，结合区域战略的资源支持，看好公司“信托+”多元金融平台模式的动能释放。拆分公司收入结构，信托与顾问中介服务带来的手续费及佣金始终是公司的收入稳定器，公司向标准化、净值化主动管理产品转型的节奏优于同业，信托报酬率实现优于行业的快速增长，同时公司自有投资资产质量管控趋严，整体业务具备较强韧性。从销售渠道方面，公司积极布局陕金资、长安银行、永安保险等区域内优质金融机构，长期内看好多元金融服务对信托业务的协同效应，助力拓宽产品服务范围和销售渠道。在单一类通道产品逐步出清背景下，公司信托业务管理规模有望在今年年末实现止跌回升，在信托报酬率与资产规模同步向好趋势下，预计公司营收与利润将迎来拐点。

截至 2022 年 9 月 7 日，公司 PE 倍数 13.69，PB 倍数 0.97，均处于历史分位数 5.1% 以下的估值底部，作为 A 股稀缺的独立信托标的，结合公司业务转型成果协同兑现和区域竞争力走强的预期，预计陕国投 2022-2024 年净利润分别为 9.26、11.52、14.72 亿元，同比增长 26.5%、24.4%、27.7%，对应每股收益分别为 0.23、0.29、0.37 元。

表 3、陕国投利润表预测（单位：亿元，EPS 为元/股，PE/PB 为倍）

主要数据	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	17.56	21.26	19.09	21.95	25.67
营收增速	70.9%	21.1%	-10.2%	15.0%	16.9%
信托资产规模	2887.13	2570.32	1993.32	2058.76	2376.25
其中：主动型信托资产管理规模	1575.61	1860.35	1534.64	1626.42	1948.52
被动型资产管理规模	1311.52	709.97	458.67	432.34	427.72
信托资产规模增速	-0.3%	-11.0%	-22.4%	3.3%	15.4%
利息收入	3.55	4.60	5.45	7.96	9.96
手续费及佣金收入	9.27	12.13	12.16	11.78	13.60
投资收益+公允价值变动损益	5.84	7.31	3.72	4.65	4.54
营业支出	9.93	12.04	9.31	9.51	10.31
营业利润	7.62	9.22	9.77	12.34	15.35
净利润	5.82	6.86	7.32	9.26	11.52
净利润增速	82.0%	17.9%	6.8%	26.5%	24.4%
EPS	0.15	0.17	0.18	0.23	0.29
PE	32.38	22.63	17.49	13.69	11.01
PB	1.63	1.28	1.06	0.97	0.97

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：PE、PB 估值基于 9 月 7 日收盘价计算

风险提示：宏观经济环境下行，行业监管收紧，信托项目信用风险集中暴露。

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