

纽威股份 (603699)

增持 (维持)

海外业务高速增长，盈利能力有所优化

2023年5月10日

市场数据

日期	2023-05-08
收盘价(元)	13.74
总股本(百万股)	749.06
流通股本(百万股)	749.06
净资产(百万元)	3350.29
总资产(百万元)	7179.82
每股净资产(元)	4.47

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

郭亚男

guoyanan@xyzq.com.cn

S0190522120004

投资要点

- **公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报:** 公司 2022 年共实现营收 40.59 亿元, 同比增长 2.46%; 归母净利润 4.66 亿元, 同比增长 23.49%; 扣非后归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 14.35%。公司拟以权益分派股权登记日总股本 7.49 亿股为基数向全体股东每 10 股派发现金红利 3.6 元(含税), 合计拟派发现金红利总额预计不超过 2.7 亿元(含税), 占公司 2022 年归母净利润的 57.85%。公司 2023 年一季度营收 10.92 亿元, 同比增长 17.17%, 环比减少 1.26%; 归母净利润 0.98 亿元, 同比增长 44.01%; 扣非后归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 39.98%; 基本每股收益 0.13 元/股, 同比增长 44.44%。
- **阀门业务营收有所增长, 高端阀门实现下游突破:** 2022 年阀门业务实现营收 37.70 亿元, 同比增长 2.03%, 毛利率为 30.81%, 同比增加 1.84pct; 零件业务实现营收 1.76 亿元, 同比增长 37.57%, 毛利率为 39.74%, 同比增加 7.52pct。此外, 铸件/锻件业务分别实现营收 127/7817 万元, 同比增速分别为-14.59%/-27.37%。公司不断推进阀门产品高端化发展, 2022 年公司进行了高性能轴流式止回阀性能研究, 填补了大口径高温蝶阀领域国内空白, 完成了卡套式旋塞阀、高性能平板闸阀、液氢阀门等高端产品领域的突破, 成功进入国内外高端核电、液氢、海工领域市场。
- **海外营收增速较快, 经销渠道营收下滑幅度大:** 2022 年公司主营业务国内营收 16.50 亿元, 同比下降 20.46%, 毛利率为 36.30%, 同比增加 6.40pct; 海外营收 23.76 亿元, 同比增长 27.85%, 毛利率为 26.12%, 同比减少 0.65pct。2022 年公司经销模式主营收入 3.17 亿元, 同比减少 54.05%; 直销渠道主营收入 37.09 亿元, 同比增长 14.40%。
- **盈利能力有所优化, 期间费率略有增长:** 2022 年公司整体毛利率为 30.51%, 同比增加 2.66pct。2022 年公司期间费用率 15.23%, 同比增加 0.29pct, 其中销售费率 8.77%, 同比增加 1.2pct; 管理费 3.96%, 同比增加 0.28pct; 财务费率-1.83%, 同比减少 1.73pct; 研发费率 4.35%, 同比增加 0.55pct。2022 年公司归母净利率 11.48%, 同比增加 1.95pct。2023 年第一季度, 公司期间费用为 1.88 亿元, 同比增长 15.41%, 占营收比重 17.24%, 同比减少 0.26pct。
- **存货持续增长, 在手订单饱满:** 截止 2022 年末, 公司存货 20.85 亿元, 同比增长 35.32%; 应收账款 18.03 亿元, 同比增长 11.72%; 合同负债 2.10 亿元, 同比增长 80.56%。截至 2023 年一季度末, 存货 22.31 亿元, 同比增长 48.65%, 较 2023 年初增长 6.99%; 合同负债 2.57 亿元, 同比增长 167.06%, 较 2023 年初增长 22.31%。
- **公司不断推进高端阀门的研发与升级, 产品型号增加, 下游传统业务领域需求稳定, LNG 船等新型应用场景不断拓宽, 未来有望持续实现高端突破, 加速国产替代。公司海外业务进入成长期, 盈利空间可观。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 6.00/7.64/9.19 亿元, 对应 PE 为 17.2/13.5/11.2 倍 (2023.05.08), 维持“增持”评级。**
- **风险提示:** 石油天然气行业周期性波动; 汇率与海运费波动风险; 新领域拓展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4059	4995	5987	6872
同比增长	2.5%	23.1%	19.9%	14.8%
归母净利润(百万元)	466	600	764	919
同比增长	23.5%	28.7%	27.4%	20.2%
毛利率	30.5%	31.2%	32.2%	32.7%
ROE	14.3%	16.9%	19.2%	20.5%
每股收益(元)	0.62	0.80	1.02	1.23
市盈率	22.1	17.2	13.5	11.2

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

事件

公司发布 2022 年年度报告：全年实现营收 40.59 亿元，同比增长 2.46%；归母净利润 4.66 亿元，同比增长 23.49%；扣非后归母净利润 4.43 亿元，同比增长 14.35%；基本每股收益 0.62 元/股，同比增长 24.00%；加权平均净资产收益率为 15.09%，同比增加 2.03pct。

公司发布 2023 年一季报：一季度实现营收 10.92 亿元，同比增长 17.17%，环比减少 1.26%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 44.01%，环比减少 17.80%；扣非后归母净利润 1.01 亿元，同比增长 39.98%，环比减少 2.32%；基本每股收益 0.13 元/股，同比增长 44.44%；加权平均净资产收益率 2.97%，同比增加 0.67pct。

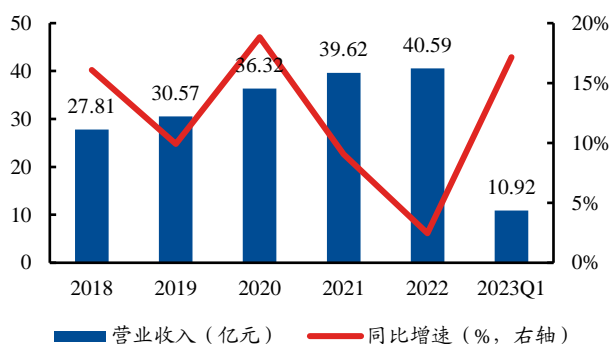
2022 年度利润分配方案：公司拟以权益分派股权登记日总股本 7.49 亿股（不含公司通过集中竞价方式回购股份）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.6 元（含税），以此测算公司派发现金红利总额预计不超过 2.7 亿元（含税），占公司 2022 年归母净利润的 57.85%。

点评

● 营收稳健增长，归母净利润增速较高

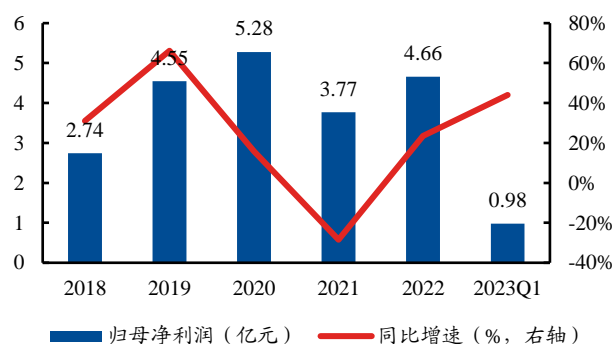
2022 年公司全年实现营收 40.59 亿元，同比增长 2.46%；归母净利润 4.66 亿元，同比增长 23.49%；扣非后归母净利润 4.43 亿元，同比增长 14.35%。2018-2022 年公司营收复合增速 9.91%，归母净利润复合增速 14.20%。分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 9.32 亿元（同比+20.10%，下同）、9.35 亿元（-18.77%）、10.87 亿元（+11.49%）、11.06 亿元（+4.44%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.68 亿元（+15.25%）、1.21 亿元（-20.39%）、1.58 亿元（+102.56%）、1.19 亿元（+33.71%）。

图 1、公司营业收入及增速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润及增速



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, 公司实现营收 10.92 亿元, 同比增长 17.17%, 环比减少 1.26%; 实现归母净利润 0.98 亿元, 同比增长 44.01%, 环比减少 17.80%; 扣非后归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 39.98%, 环比减少 2.32%; 基本每股收益 0.13 元/股, 同比增长 44.44%; 加权平均净资产收益率 2.97%, 同比增加 0.67pct。

表 1、公司近年分季度营收和归母净利润情况

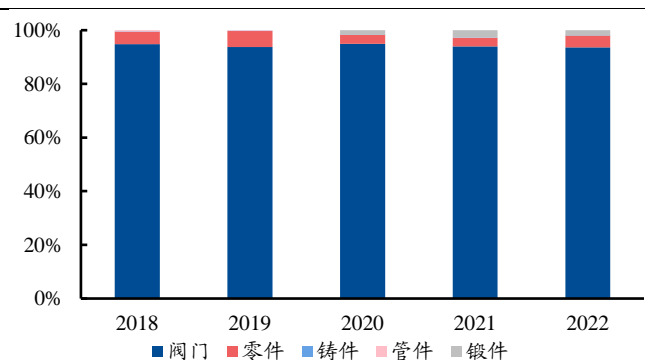
年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	35.28	7.01	19.30	0.98	18.56
	Q2	35.34	9.97	27.45	1.61	30.49
	Q3	33.91	10.08	27.75	1.42	26.89
	Q4	33.49	9.26	25.50	1.27	24.05
2021	Q1	24.39	7.76	19.59	0.59	15.65
	Q2	29.42	11.51	29.05	1.52	40.32
	Q3	25.98	9.75	24.61	0.78	20.69
	Q4	30.40	10.59	26.73	0.89	23.61
2022	Q1	27.37	9.32	22.96	0.68	14.59
	Q2	28.46	9.35	23.04	1.21	25.97
	Q3	28.26	10.87	26.78	1.58	33.91
	Q4	37.12	11.06	27.25	1.19	25.54
2023	Q1	28.64	10.92	-	0.98	-

资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 阀门业务营收有所增长, 零件业务营收及毛利率均大幅提升

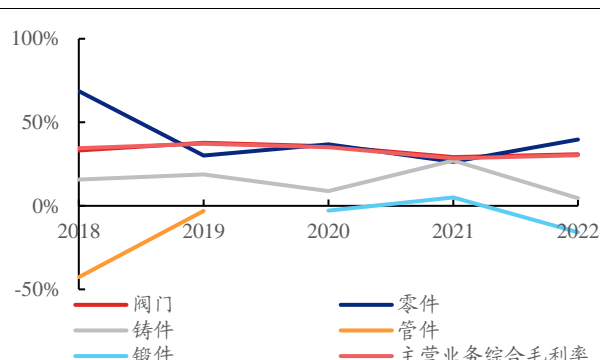
2022 年阀门业务实现营收 37.70 亿元, 同比增长 2.03%, 毛利率为 30.81%, 较 2021 年增加 1.84pct; 零件业务实现营收 1.76 亿元, 同比增长 37.57%, 毛利率为 39.74%, 较 2021 年增加 7.52pct。2022 年公司成功交付大口径高温蝶阀, 打破了国外垄断; 完成卡套式旋塞阀、高性能平板闸阀开发并取得一定订单; 液氢阀门实现研发和订单突破, 成功推向国外市场; 中线蝶阀成功通过美国 UL 认证; 核电阀门成功迈进国内外核电高端市场。2022 年公司继续深化与 SHELL、TOTAL、中石油、中石化等全球能源行业巨头的合作发展, 并且子公司东吴机械成功入围中国石化安全阀框架全部四个标段。此外, 铸件/锻件业务分别实现营收 127/7817 万元, 同比增速分别为-14.59%/-27.37%。

图 3、2018-2022 年公司分产品营收占比



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 年公司分产品毛利率

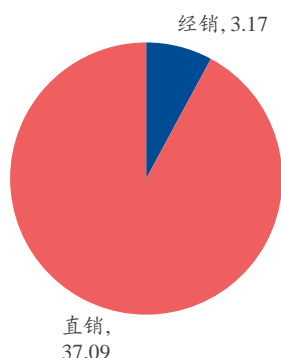


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 海外营收增速较快，经销渠道营收下滑幅度大

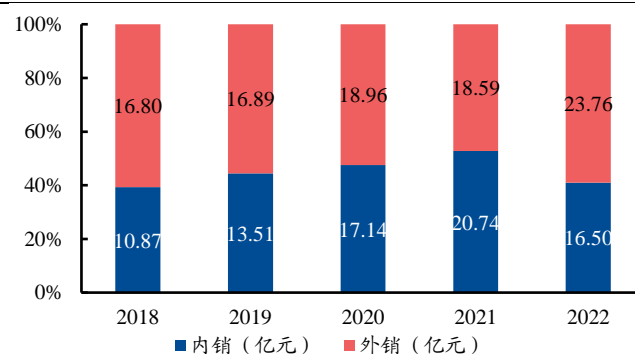
分地区来看，2022 年公司主营业务国内营收 16.50 亿元，同比下降 20.46%，毛利率为 36.30%，较 2021 年增加 6.40pct；海外营收 23.76 亿元，同比增长 27.85%，毛利率为 26.12%，较 2021 年减少 0.65pct。分渠道来看，2022 年公司经销模式主营业务收入 3.17 亿元，同比下降 54.05%，毛利率 24.86%，同比减少 1.94pct；直销渠道主营业务收入 37.09 亿元，同比增长 14.40%，毛利率 30.75%，同比增加 1.99pct。

图 5、2022 年公司分销售模式收入情况（亿元）



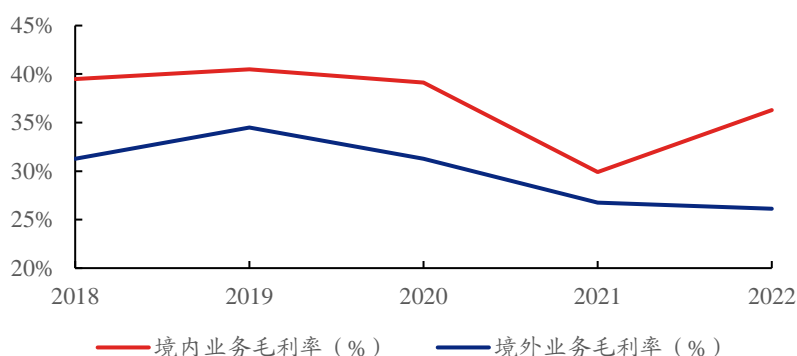
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2022 年公司境内外收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2018-2022 年公司境内外业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利能力有所优化，期间费率略有增长

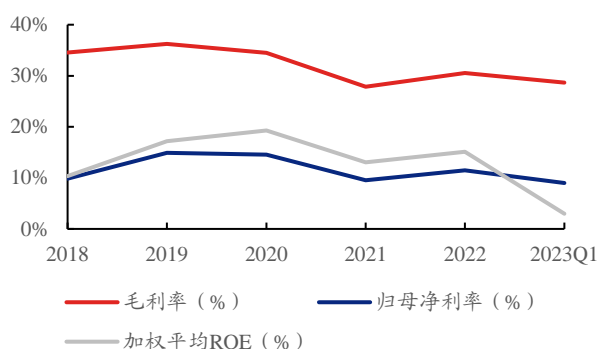
2022 年公司整体毛利率为 30.51%，同比增加 2.66pct。2022 年公司期间费用为 6.18 亿元，同比增长 4.45%，占营业收入的 15.23%，同比增加 0.29pct。其中销售费用 3.56 亿元，同比增长 18.72%，占营业收入的 8.77%，同比增加 1.2pct，主要系销售增长及相关费用增加所致；管理费用 1.61 亿元，同比增长 10%，占营业收入的 3.96%，同比增加 0.28pct，主要系员工支出及物业费增加所致；财务费用 -0.74 亿元，同比下降 1805.54%，占营业收入的 -1.83%，同比减少 1.73pct，主要系汇兑收益增加所致；研发费用 1.76 亿元，同比增长 17.42%，占营业收入的 4.35%，同比增加 0.55pct，主要系研发投入增加所致。2022 年公司归母净利率 11.48%，同比增加 1.95pct；加权平均净资产收益率 15.09%，同比增加 2.03pct。2022 年，公

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

司经营活动现金流量净额为 5.63 亿元，同比下降 18.61%。

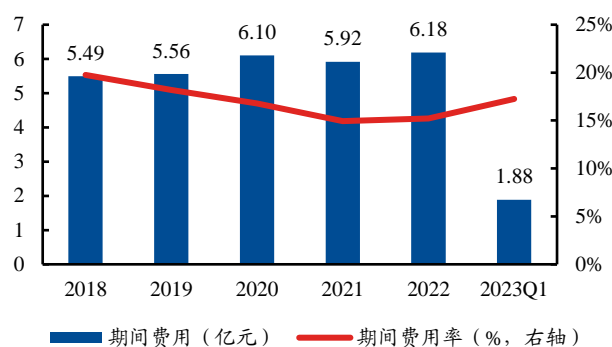
2023 年第一季度，公司整体毛利率为 28.64%，同比增加 1.27pct，环比减少 8.48pct；净利率为 9.02%，同比增加 1.54pct，环比减少 2.01pct。2023 年第一季度，公司期间费用为 1.88 亿元，同比增长 15.41%，占营收比重 17.24%，同比减少 0.26pct。其中，销售费用 8411.11 万元，同比增长 11.82%，占营收比重 7.70%，同比减少 0.37pct；管理费用 4231.76 万元，同比增长 9.21%，占营收比重 3.88%，同比减少 0.28pct；财务费用 2450.44 万元，同比增长 2163.13%，占营收比重 2.24%，同比增加 2.13pct，主要系本期汇兑损失增加所致；研发费用 3724.28 万元，同比减少 22.42%，占营收比重 3.41%，同比减少 1.74pct。2023 第一季度，公司经营活动现金流量净额 0.22 亿元，同比减少 86.84%，主要系购买商品支付的现金增加所致。

图 8、公司毛利率、净利率及加权平均 ROE



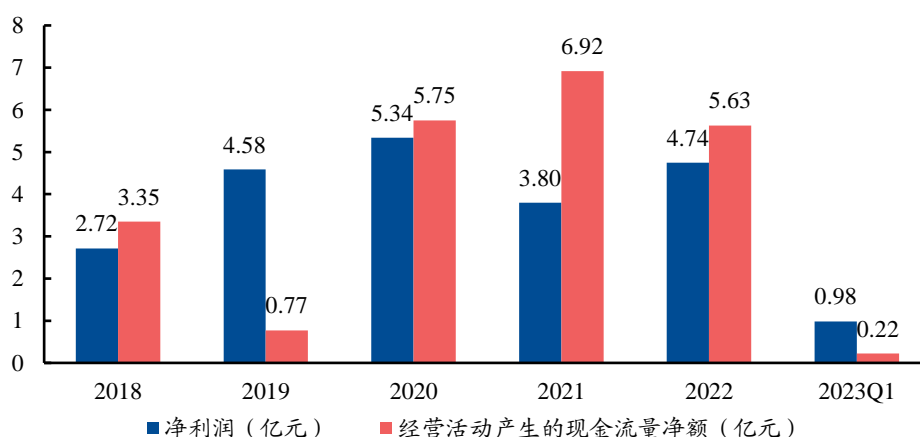
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司期间费用及期间费率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司经营性现金流量净额与净利润对比



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

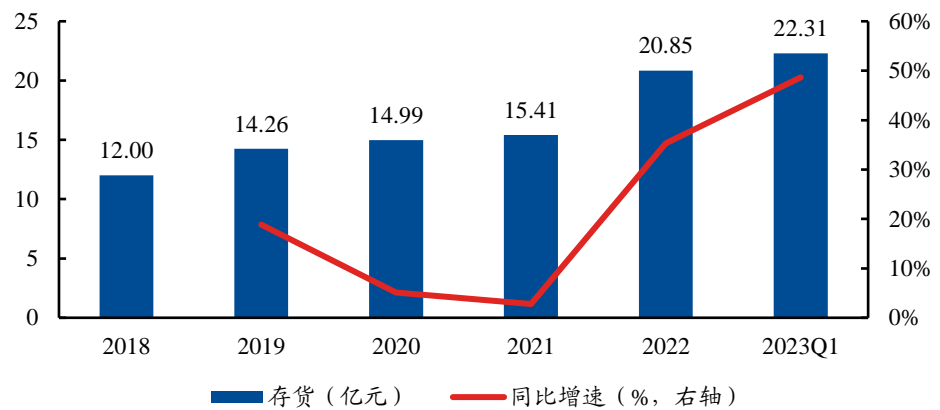
● 存货持续增长，在手订单饱满

截止 2022 年末，公司存货 20.85 亿元，同比增长 35.32%，存货周转率 1.56 次，同比减少 0.32 次；应收账款 18.03 亿元，同比增长 11.72%，应收账款周转率 2.38

次，同比减少 0.23 次；合同负债 2.10 亿元，同比增长 80.56%，均系公司订单增加所致，显示出 2022 年底公司在手订单较为饱满。

截至 2023 年一季度末，公司应收账款、应收票据、应收款项融资合计 19.61 亿元，同比增长 10.19%，较 2023 年初减少 2.32%，其中应收款项融资 0.67 亿元，同比增长 94.83%，较 2023 年初增长 67.12%，主要系本期持有至到期的银行承兑汇票增加所致；应收账款周转率 0.61 次，同比增加 0.04 次；交易性金融资产 2.47 亿元，同比增长 67.99%，较 2023 年初增长 171.30%，主要系 2023 年一季度购买理财产品增加所致；存货 22.31 亿元，同比增长 48.65%，较 2023 年初增长 6.99%；存货周转率 0.36 次，同比减少 0.09 次；合同负债 2.57 亿元，同比增长 167.06%，较 2023 年初增长 22.31%。

图 11、2018-2023Q1 公司存货及增速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

公司不断推进高端阀门的研发与升级，产品型号不断增加，下游传统业务领域需求稳定，LNG 船等新型应用场景不断拓宽，未来有望持续实现高端突破，加速国产替代。公司海外业务布局较早，业绩进入快速增长期，未来盈利空间可观。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 6.00/7.64/9.19 亿元，对应 PE 为 17.2/13.5/11.2 倍（2023.05.08），维持“增持”评级。

● 风险提示

石油天然气行业周期性波动；汇率与海运费波动风险；新领域拓展不及预期。

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	932	935	1087	1106	1092	17.2%	3962	4059	2.5%
营业成本	677	669	780	695	779	15.1%	2858	2821	-1.3%
毛利	255	266	307	410	313	22.6%	1103	1239	12.3%
销售费用	75	73	77	131	84	11.8%	300	356	18.7%
管理费用	39	35	36	50	42	9.2%	146	161	10.0%
财务费用	1	-47	-66	37	25	2163.1%	-4	-74	-
研发费用	48	36	55	38	37	-22.4%	150	176	17.4%
资产减值	2	-18	-11	1	5	134.7%	-2	-25	-
公允价值	1	0	0	0	-9	-876.2%	1	1	-27.1%
投资收益	-1	0	1	-3	-2	-	-25	-4	-
营业利润	77	140	181	149	106	37.9%	434	547	25.8%
利润总额	77	140	183	149	106	37.7%	433	549	26.6%
归母净利润	68	121	158	119	98	44.0%	377	466	23.5%
EPS	0.091	0.161	0.211	0.159	0.131	44.0%	0.504	0.622	23.5%
销售费用率	8.1%	7.8%	7.1%	11.9%	7.7%	-0.4%	7.6%	8.8%	1.2%
管理费用率	4.2%	3.8%	3.3%	4.5%	3.9%	-0.3%	3.7%	4.0%	0.3%
财务费用率	0.1%	-5.0%	-6.0%	3.3%	2.2%	2.1%	-0.1%	-1.8%	-1.7%
研发费用率	5.2%	3.8%	5.0%	3.4%	3.4%	-1.7%	3.8%	4.3%	0.6%
所得税率	9.4%	12.0%	12.7%	18.1%	7.1%	-2.3%	12.4%	13.5%	1.2%
毛利率	27.4%	28.5%	28.3%	37.1%	28.6%	1.3%	27.8%	30.5%	2.7%
净利率	7.3%	12.9%	14.5%	10.8%	9.0%	1.7%	9.5%	11.5%	2.0%

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

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5205	5640	6642	7627
货币资金	800	901	1244	1607
交易性金融资产	91	82	90	87
应收票据及应收账款	1968	2226	2563	2879
预付款项	42	60	69	78
存货	2085	2113	2423	2719
其他	219	258	252	256
非流动资产	1765	1610	1459	1305
长期股权投资	11	12	12	12
固定资产	1309	1228	1112	979
在建工程	120	60	30	15
无形资产	153	150	143	136
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	172	159	162	163
资产总计	6970	7250	8101	8932
流动负债	3573	3539	3948	4272
短期借款	673	712	716	707
应付票据及应付账款	1659	1850	2211	2522
其他	1241	978	1021	1043
非流动负债	76	74	75	75
长期借款	0	0	0	0
其他	76	74	75	75
负债合计	3648	3613	4022	4347
股本	749	749	749	749
资本公积	818	818	818	818
未分配利润	1279	1584	1984	2447
少数股东权益	71	78	88	101
股东权益合计	3322	3636	4079	4585
负债及权益合计	6970	7250	8101	8932

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	466	600	764	919
折旧和摊销	145	148	153	155
资产减值准备	25	28	39	36
资产处置损失	8	5	6	6
公允价值变动损失	-1	-1	-1	-1
财务费用	-74	30	24	14
投资损失	4	7	12	8
少数股东损益	8	8	10	13
营运资金的变动	-70	-229	-320	-346
经营活动产生现金流量	563	553	694	807
投资活动产生现金流量	-245	-8	-24	-11
融资活动产生现金流量	-50	-444	-327	-434
现金净变动	394	101	343	363
现金的期初余额	397	800	901	1244
现金的期末余额	791	901	1244	1607

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4059	4995	5987	6872
营业成本	2821	3435	4059	4628
税金及附加	32	37	45	52
销售费用	356	380	449	515
管理费用	161	180	239	275
研发费用	176	180	222	254
财务费用	-74	30	24	14
其他收益	14	15	15	15
投资收益	-4	-7	-12	-8
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	-19	-23	-24	-24
资产减值损失	-25	-29	-23	-30
资产处置收益	-8	-5	-6	-6
营业利润	547	705	899	1082
营业外收入	3	4	3	3
营业外支出	1	2	1	2
利润总额	549	706	901	1083
所得税	74	99	126	152
净利润	474	608	775	932
少数股东损益	8	8	10	13
归属母公司净利润	466	600	764	919
EPS(元)	0.62	0.80	1.02	1.23

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	2.5%	23.1%	19.9%	14.8%
营业利润增长率	25.8%	28.9%	27.6%	20.3%
归母净利润增长率	23.5%	28.7%	27.4%	20.2%
盈利能力				
毛利率	30.5%	31.2%	32.2%	32.7%
归母净利率	11.5%	12.0%	12.8%	13.4%
ROE	14.3%	16.9%	19.2%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	49.8%	49.7%	48.7%
流动比率	1.46	1.59	1.68	1.79
速动比率	0.87	1.00	1.07	1.15
营运能力				
资产周转率	63.0%	70.3%	78.0%	80.7%
应收帐款周转率	220.9%	241.6%	254.1%	257.8%
存货周转率	147.4%	155.2%	169.5%	170.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.62	0.80	1.02	1.23
每股经营现金	0.75	0.74	0.93	1.08
每股净资产	4.34	4.75	5.33	5.99
估值比率(倍)				
PE	22.1	17.2	13.5	11.2
PB	3.2	2.9	2.6	2.3

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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn