

增持 (维持)

派克新材 (605123)

2022 年报及 2023 年一季报点评： 多领域拓展显成效，产能建设再上台阶

2023 年 06 月 13 日

市场数据

日期	2023-06-12
收盘价(元)	95.47
总股本(百万股)	121.17
流通股本(百万股)	54.62
净资产(百万元)	4,005.43
总资产(百万元)	6,415.46
每股净资产(元)	33.06

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《派克新材 2021 年报点评：航空航天爆发式增长，加大新能源研发投入》2022-03-22

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 年报：实现营收 27.82 亿元，同比增长 60.50%；实现归母净利润 4.86 亿元，同比增长 59.59%；扣非归母净利润 4.30 亿元，同比增长 50.11%。基本每股收益 4.36 元/股，同比增长 54.97%；加权平均净资产收益率 19.88%，同比增加 1.99pct。
- 分季度看，公司 2022 年四季度实现营收 6.70 亿元（同比+23.63%），实现归母净利润 1.35 亿元（同比+19.69%）。2023 年第一季度，公司实现营收 9.43 亿元，同比增长 54.34%，环比增长 40.74%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 33.38%，环比增长 6.46%。
- 2022 年，公司航空航天锻件实现收入 9.96 亿元，同比增长 39.16%；毛利率 45.03%，同比减少 1.17pct；营收占比 35.81%，同比减少 5.50pct；毛利占比 63.61%，同比减少 2.20pct；石化锻件实现收入 7.70 亿元，同比增长 47.37%；毛利率 18.33%，同比增加 1.06pct；营收占比 27.67%；电力锻件实现收入 4.01 亿元，同比增长 133.36%；毛利率 6.16%，同比减少 7.26pct；营收占比 14.41%。
- 2022 年，公司整体毛利率为 25.36%，同比减少 3.65pct；净利率为 17.46%，同比减少 0.10pct；加权平均 ROE 为 19.88%，同比增加 1.99pct。2023 年第一季度，公司毛利率 26.32%，同比减少 1.22pct，环比增加 2.73pct；净利率 15.20%，同比减少 2.39pct，环比减少 4.89pct。
- 2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 1.67 亿元，同比增加 1.60 亿元。截至 2022 年底，公司应收账款 8.23 亿元，较年初增长 33.67%。截至 2022 年底，公司存货 8.98 亿元，较年初增长 79.89%；截至 2023Q1 末，公司存货 9.21 亿元，较 2023 年初增长 2.58%，较 2022Q1 末增长 78.70%。现金流量表显示，2022 年公司支付的各项税费 6568.06 万元，同比增长 43.03%。2023Q1，支付的各项税费 143.56 万元，同比增长 135.51%。
- 截至 2022 年底，公司 IPO 募投项目“航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目”已基本完成。公司公告向不特定对象发行可转换公司债券预案，拟募集不超过 19.50 亿元，将全部投资于“航空航天用特种合金精密环形锻件智能产线建设项目”、“航空航天零部件精密加工建设项目”和补充流动资金。
- 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 6.25/8.02/10.07 亿元，EPS 分别为 5.16/6.62/8.31 元/股，对应 6 月 12 日收盘价 PE 为 18.5/14.4/11.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：原材料涨价，市场竞争加剧，民品市场增长不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2782	3794	4780	5909
同比增长	60.5%	36.4%	26.0%	23.6%
归母净利润(百万元)	486	625	802	1007
同比增长	59.6%	28.7%	28.3%	25.6%
毛利率	25.4%	25.5%	25.7%	25.5%
ROE	12.6%	14.1%	15.5%	16.6%
每股收益(元)	4.01	5.16	6.62	8.31
市盈率	23.8	18.5	14.4	11.5

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 年报: 实现营收 27.82 亿元, 同比增长 60.50%; 实现归母净利润 4.86 亿元, 同比增长 59.59%; 扣非归母净利润 4.30 亿元, 同比增长 50.11%。基本每股收益 4.36 元/股, 同比增长 54.97%; 加权平均净资产收益率 19.88%, 同比增加 1.99pct。
- 2023 年第一季度, 公司实现营收 9.43 亿元, 同比增长 54.34%, 环比增长 40.74%; 实现归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 33.38%, 环比增长 6.46%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比增长 27.40%; 基本每股收益 1.18 元/股, 同比增长 18.89%。
- 2022 年度利润分配预案: 以 1.21 亿股为基数, 每 10 股派息 5.18 元(含税), 合计现金分红 0.63 亿元, 占 2022 年归母净利润的 12.93%; 不送股, 不以公积金转增股本。

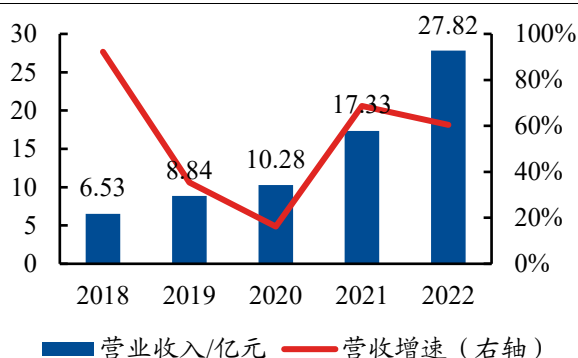
点评

2022 年营收和归母净利润大幅增长

2022 年, 公司实现营收 27.82 亿元, 同比增长 60.50%; 实现归母净利润 4.86 亿元, 同比增长 59.59%; 扣非归母净利润 4.30 亿元, 同比增长 50.11%。基本每股收益 4.36 元/股, 同比增长 54.97%; 加权平均净资产收益率 19.88%, 同比增加 1.99pct。

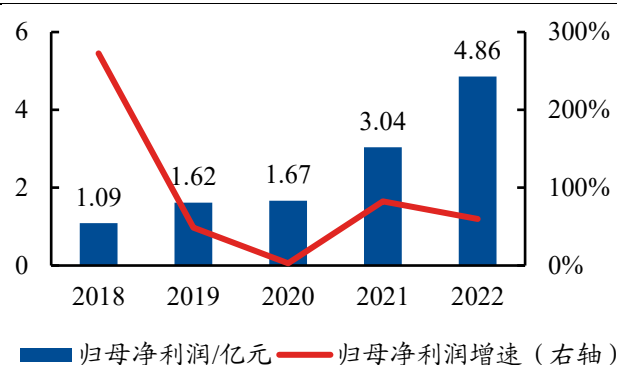
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 6.11 亿元(同比+87.68%, 本段下同)、6.46 亿元(+47.38%)、8.54 亿元(+100.04%)、6.70 亿元(+23.63%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 1.07 亿元(+92.4%)、1.22 亿元(+73.17%)、1.22 亿元(+86.11%)、1.35 亿元(+19.69%)。

图 1、2018-2022 年营收(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

图 2、2018-2022 年归母净利润(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

2023 年第一季度, 公司实现营收 9.43 亿元, 同比增长 54.34%, 环比增长 40.74%, 主要是得益于订单较充足, 电力石化增长所致; 实现归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 33.38%, 环比增长 6.46%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比增长 27.40%; 基本每股收益 1.18 元/股, 同比增长 18.89%。

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况 (亿元)

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	28.87	1.62	15.81	0.24	14.33
	Q2	28.65	2.57	25.01	0.46	27.37
	Q3	29.50	3.10	30.18	0.52	31.47
	Q4	30.63	2.98	29.00	0.45	26.82
2021	Q1	31.23	3.26	18.79	0.56	18.37
	Q2	27.85	4.38	25.30	0.70	23.13
	Q3	28.89	4.27	24.64	0.65	21.50
	Q4	28.68	5.42	31.28	1.13	37.00
2022	Q1	27.54	6.11	21.97	1.07	22.13
	Q2	26.44	6.46	23.23	1.22	25.08
	Q3	24.35	8.54	30.71	1.22	25.06
	Q4	23.60	6.70	24.09	1.35	27.73
2023	Q1	26.32	9.43	-	1.43	-

资料来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年航空航天锻件贡献过半毛利, 石化和电力锻件营收高增长

2022 年, 航空产品需求增加, 公司不断扩大产能, 提升生产效率, 公司航空航天锻件实现收入 9.96 亿元, 同比增长 39.16%; 毛利率 45.03%, 同比减少 1.17pct; 营收占比 35.81%, 同比减少 5.50pct; 毛利占比 63.61%, 同比减少 2.20pct。

2022 年, 石油化工以及专用设备需求增加, 石化锻件实现收入 7.70 亿元, 同比增长 47.37%; 毛利率 18.33%, 同比增加 1.06pct; 营收占比 27.67%, 同比减少 2.46pct; 毛利占比 20.00%, 同比增加 2.06pct。

2022 年, 公司建设的风电生产线逐步增量, 电力锻件实现收入 4.01 亿元, 同比增长 133.36%; 毛利率 6.16%, 同比减少 7.26pct; 营收占比 14.41%, 同比增加 4.50pct; 毛利占比 3.50%, 同比减少 1.08pct。

2022 年, 其他锻件实现收入 2.31 亿元, 同比增长 62.49%, 主要是船用锻件及冶金用锻件增加; 毛利率 17.41%, 同比减少 5.55pct; 营收占比 8.31%, 同比增加 0.10pct; 毛利占比 5.71%, 同比减少 0.79pct。

表 2、2017-2022 年公司三类锻件产品收入（亿元）、毛利率、收入占比

产品类型	项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
航空航天锻件	收入	0.79	1.08	2.23	3.29	7.16	9.96
	毛利率	49.20%	53.85%	46.49%	42.34%	46.21%	45.03%
	收入占比	16.26%	16.57%	25.17%	31.99%	41.31%	35.81%
	毛利占比	28.04%	28.93%	35.94%	45.89%	65.81%	63.61%
石化锻件	收入	1.10	2.17	2.77	2.65	5.22	7.70
	毛利率	10.53%	19.69%	19.94%	19.57%	17.27%	18.33%
	收入占比	22.76%	33.26%	31.37%	25.80%	30.13%	27.67%
	毛利占比	8.40%	21.24%	19.22%	17.11%	17.94%	20.00%
电力锻件	收入	1.08	1.15	1.47	2.54	1.72	4.01
	毛利率	39.54%	47.82%	32.26%	29.51%	13.41%	6.16%
	收入占比	22.25%	17.60%	16.65%	24.73%	9.91%	14.41%
	毛利占比	30.83%	27.29%	16.50%	24.72%	4.58%	3.50%
其他锻件	收入	0.96	1.18	0.91	0.90	1.42	2.31
	毛利率	43.53%	33.63%	65.33%	18.21%	22.96%	17.41%
	收入占比	19.77%	18.09%	10.28%	8.81%	8.21%	8.31%
	毛利占比	30.17%	19.73%	20.63%	5.43%	6.50%	5.71%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年期间费用率降低

2022 年，公司整体毛利率为 25.36%，同比减少 3.65pct；净利率为 17.46%，同比减少 0.10pct；加权平均 ROE 为 19.88%，同比增加 1.99pct。

2022 年第四季度，公司毛利率 23.60%，同比减少 5.08pct，环比减少 0.75pct；净利率 20.09%，同比减少 0.66pct，环比增加 5.84pct。2023 年第一季度，公司毛利率 26.32%，同比减少 1.22pct，环比增加 2.73pct；净利率 15.20%，同比减少 2.39pct，环比减少 4.89pct。

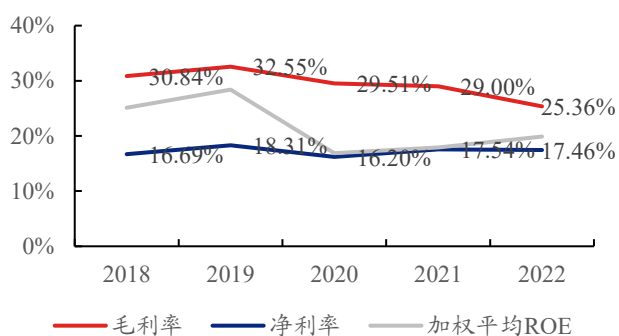
2022 年，公司期间费用总额 2.06 亿元，同比增长 27.21%，期间费用占营收的 7.42%，同比减少 1.94pct；其中，销售费用 0.34 亿元，同比增长 15.61%，占营业收入的 1.22%，同比减少 0.47pct；管理费用 0.52 亿元，同比减少 1.34%，占营业收入的 1.87%，同比减少 1.17pct，主要是业务招待费及中介服务费减少所致；财务费用-335.20 万元，同比减少 453.89 万元，主要是利息收入增加所致；研发费用 1.24 亿元，同比增长 56.85%，占营业收入的 4.44%，同比减少 0.10pct，主要是持续加大对航空航天、新能源行业产品研发投入所致。

2023 年一季度，公司期间费用总额 0.75 亿元，同比增长 59.39%，环比增长 44.22%，期间费用占营收的 7.97%，同比增加 0.25 pct，环比增加 0.19pct；其中研发费用

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

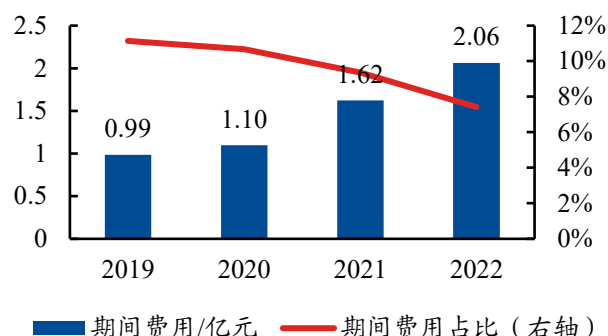
0.44 亿元，同比增长 67.88%，环比增长 17.27%，研发费用占营收的 4.72%，同比增加 0.38pct，环比减少 0.94pct。

图 3、2018-2022 年公司毛利率、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 4、2019-2022 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例

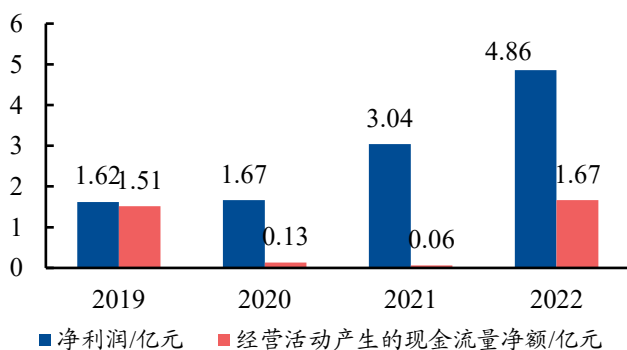


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年经营活动产生的现金流净额增加，存货增加

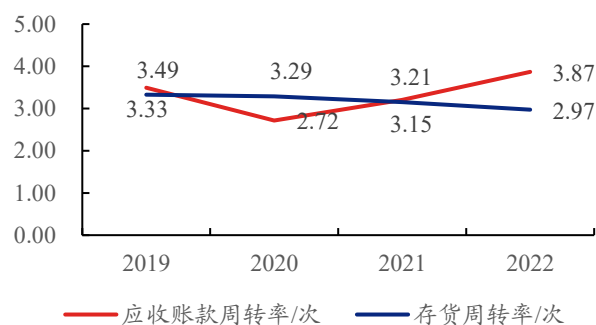
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 1.67 亿元，同比增加 1.60 亿元，主要是由于业务增长，增加回款所致；投资活动现金流量净额-13.71 亿元，2021 年为 2.46 亿元，2022 年同比减少 16.17 亿元，主要是固定资产投资增加所致；筹资活动现金流量净额 18.67 亿元，2021 年为-0.93 亿元，同比增加 19.60 亿元，主要是收到非公开发行股票募集资金所致。

图 5、2019-2022 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（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、2019-2022 年应收账款及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2022 年底，公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计 13.53 亿元，较年初增长 23.79%，其中应收账款 8.23 亿元，较年初增长 33.67%，主要是业务增长导致未到期应收增加所致；应收账款周转率 3.87 次，较年初增加 0.66 次；应收票据 2.39 亿元，较年初减少 3.58%；应收款项融资 2.91 亿元，较年初增加 26.84%，主要是销售取得的银行承兑汇票增加所致。

截至 2022 年底，公司存货 8.98 亿元，较年初增长 79.89%，主要是业务增长导致原材料备料、在产品及产成品增加所致；存货周转率 2.97 次，较年初减少 0.18 次。存货中，原材料年末账面价值 3.43 亿元，较年初增长 48.65%；在产品年末账面价值 1.95 亿元，较年初增长 54.37%；库存商品年末账面价值 1.34 亿元，较年初增长 72.56%；发出商品年末账面价值 1.67 亿元，较年初增长 223.52%。截至 2023Q1 末，公司存货 9.21 亿元，较 2023 年初增长 2.58%，较 2022Q1 末增长 78.70%。

2022 年，公司对前五名客户销售额 13.44 亿元，占年度销售总额 48.31%，占比较 2021 年小幅增加 0.99pct。

截至 2022 年底，公司应交税费中应交增值税余额 74.14 万元，2022 年初此项为 0 元。现金流量表显示，2022 年公司支付的各项税费 6568.06 万元，同比增长 43.03%。2023Q1，现金流量表显示支付的各项税费 143.56 万元，同比增长 135.51%。

● IPO 募投项目基本完成，拟非公开发行可转债

截至 2022 年底，公司 IPO 募投项目“航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目”已基本完成，仍有部分设备尚在采购及安装调试。

公司公告向不特定对象发行可转换公司债券预案。拟募集不超过 19.50 亿元，扣除发行费用后，将全部投资于“航空航天用特种合金精密环形锻件智能产线建设项目”（投资总额 12.97 亿元，拟投入募集资金 10.00 亿元），“航空航天零部件精密加工建设项目”（投资总额 4.62 亿元，拟投入募集资金 3.70 亿元），补充流动资金（拟投入募集资金 5.80 亿元）。

● 盈利预测

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 6.25/8.02/10.07 亿元，EPS 分别为 5.16/6.62/8.31 元/股，对应 6 月 12 日收盘价 PE 为 18.5/14.4/11.5 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料涨价，市场竞争加剧，民品市场增长不及预期。

表 3、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	611	646	854	670	943	54.3%	1733	2782	60.5%
营业成本	443	475	646	512	695	56.9%	1231	2077	68.7%
毛利	168	171	208	158	248	47.5%	503	705	40.3%
销售费用	10	10	9	6	13	33.6%	29	34	15.6%
管理费用	11	16	14	11	17	54.1%	53	52	-1.3%
财务费用	0	-1	0	-2	1	580.8%	1	-3	-382.4%
研发费用	26	26	33	38	44	67.9%	79	124	56.8%
资产减值	-3	-1	2	-36	-2	-	-27	-38	-
公允价值	0	-1	0	2	2	-	1	2	156.6%
投资收益	0	1	0	1	7	2341.6%	7	2	-73.3%
营业利润	124	141	145	105	168	35.3%	348	516	48.1%
利润总额	124	141	141	105	168	35.4%	348	510	46.5%
归母净利润	107	122	122	135	143	33.4%	304	486	59.6%
EPS	0.887	1.005	1.004	1.111	1.183	33.4%	2.511	4.008	59.6%
销售费用率	1.6%	1.5%	1.1%	0.9%	1.4%	-0.2%	1.7%	1.2%	-0.5%
管理费用率	1.8%	2.5%	1.7%	1.6%	1.8%	0.0%	3.0%	1.9%	-1.2%
财务费用率	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%
研发费用率	4.3%	4.0%	3.9%	5.7%	4.7%	0.4%	4.5%	4.4%	-0.1%
所得税率	13.5%	13.6%	13.4%	-28.6%	14.8%	1.3%	12.6%	4.8%	-7.8%
毛利率	27.5%	26.4%	24.4%	23.6%	26.3%	-1.2%	29.0%	25.4%	-3.6%
归母净利率	17.6%	18.8%	14.2%	20.1%	15.2%	-2.4%	17.6%	17.5%	-0.1%

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	4702	6378	6866	8337
货币资金	1115	1200	935	1320
交易性金融资产	723	492	569	543
应收票据及应收账款	1062	1595	1728	2328
预付款项	187	262	326	405
存货	898	2240	2654	3084
其他	718	589	655	656
非流动资产	1290	1383	1445	1954
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	835	964	968	1279
在建工程	100	50	25	163
无形资产	127	185	254	319
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	228	184	198	193
资产总计	5992	7761	8311	10291
流动负债	1794	2966	2749	3807
短期借款	310	925	248	742
应付票据及应付账款	1291	1,860	2,317	2,882
其他	193	181	185	183
非流动负债	336	350	395	430
长期借款	50	83	122	159
其他	286	266	273	271
负债合计	2130	3315	3145	4237
股本	121	143	143	143
资本公积	2510	2510	2510	2510
未分配利润	1147	1689	2392	3253
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3862	4446	5167	6054
负债及权益合计	5992	7761	8311	10291

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	486	625	802	1007
折旧和摊销	67	103	122	153
资产减值准备	38	123	30	60
资产处置损失	-7	-2	-5	-2
公允价值变动损失	-2	-2	-2	-2
财务费用	8	4	9	8
投资损失	-2	-3	-2	-3
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-466	-1406	-240	-609
经营活动产生现金流量	167	-535	707	615
投资活动产生现金流量	-1371	-4	-237	-635
融资活动产生现金流量	1867	623	-735	405
现金净变动	666	85	-265	385
现金的期初余额	363	1115	1200	935
现金的期末余额	1029	1200	935	1320

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2782	3794	4780	5909
营业成本	2077	2826	3552	4404
税金及附加	4	9	11	14
销售费用	34	46	57	68
管理费用	52	68	86	105
研发费用	124	167	209	238
财务费用	-3	4	9	8
其他收益	61	40	40	40
投资收益	2	3	2	3
公允价值变动收益	2	2	2	2
信用减值损失	-14	-20	-17	-13
资产减值损失	-38	-38	-30	-30
资产处置收益	7	2	5	2
营业利润	516	663	858	1076
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	510	658	853	1071
所得税	25	33	51	64
净利润	486	625	802	1007
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	486	625	802	1007
EPS(元)	4.01	5.16	6.62	8.31

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	60.5%	36.4%	26.0%	23.6%
营业利润增长率	48.1%	28.6%	29.4%	25.4%
归母净利润增长率	59.6%	28.7%	28.3%	25.6%
盈利能力				
毛利率	25.4%	25.5%	25.7%	25.5%
归母净利率	17.5%	16.5%	16.8%	17.0%
ROE	12.6%	14.1%	15.5%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	42.7%	37.8%	41.2%
流动比率	2.62	2.15	2.50	2.19
速动比率	2.09	1.34	1.46	1.32
营运能力				
资产周转率	60.9%	55.2%	59.5%	63.5%
应收账款周转率	365.3%	354.8%	365.5%	369.7%
存货周转率	277.2%	168.2%	135.5%	143.4%
每股资料(元)				
每股收益	4.01	5.16	6.62	8.31
每股经营现金	1.37	-4.41	5.83	5.07
每股净资产	31.87	36.69	42.64	49.96
估值比率(倍)				
PE	23.8	18.5	14.4	11.5
PB	3.0	2.6	2.2	1.9

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