

增持 (首次)

江苏国信 (002608)

火电进入盈利修复期，金融资产稳健拓展

2023年6月15日

## 市场数据

日期	2023/6/14
收盘价(元)	6.63
总股本(百万股)	3,778
流通股本(百万股)	3,778
净资产(百万元)	28,940
总资产(百万元)	85,233
每股净资产(元)	7.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师:

蔡屹

caiyyi@xyzq.com.cn  
S0190518030002

孙寅

sunyin@xyzq.com.cn  
S0190521060002

周安桐

zhouantong@xyzq.com.cn  
S0190523050006

## 研究助理:

王禹萱

wangyuxuan@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 概况: 江苏国信是江苏国信集团下属主营“能源”和“金融”双主业的上市平台, 实控人为江苏省国资委。公司前身为江苏舜天船舶有限公司, 主营船舶制造销售。2016年末, 公司完成资产重组, 发行股份购入国信集团持有的七座电厂及江苏信托的部分股权, 主营业务转变为能源和金融双主业。
- 资产概况: 电力资产分布在江苏、山西两省, 储备项目充足, 高效低能耗机组占比较高。截至2022年底, 公司控股已投产装机容量1443.7万千瓦, 其中煤电容量1184.5万千瓦、燃机容量259.2万千瓦。2016年资产重组期间, 公司收购江苏省内七家电厂股权。2019年通过子公司苏晋能源收购山西省三家电厂, 依托“雁淮直流”扩展省外能源业务。截至2022年, 公司有射阳港、滨州港、国信沙洲三个煤电项目, 总计500万千瓦燃煤机组开工在建, 三大项目有望于十四五时期内相继投产, 200万千瓦国信靖江煤电机组通过遴选待核准。截至2022年底, 公司在运8台超超临界机组占在运煤电总装机的50.32%, 后续在建项目投产有望继续提升这一比例。
- 业务概况: 火电业务贡献主要营收, 投资收益稳健对冲部分亏损, 煤电机组利用小时数优势稳定。2016年至今, 燃煤、燃气电力产销平均贡献公司营收的86%。2022年公司发电量小幅下降, 但由于平均上网电价达到461元/兆瓦时(同比上涨65.8元/兆瓦时), 公司实现营收增长、归母净利扭亏为盈。江苏省内煤电机组是公司发电量的主要来源, 山西省收购机组增益逐步体现。2022年江苏煤电机组发电占全年总发电量的60%, 山西煤电机组占27%。公司燃煤机组在两地的利用小时数均明显高于当地平均值, 优势较为稳定。利润方面, 以江苏信托(公司控股81.49%)为主的金融业务和对利安人寿、江苏银行两家联营企业的投资收益是公司利润的稳健支撑, 助力公司对冲近两年煤炭成本上涨带来的部分亏损。2016-2022年, 公司金融板块年均盈利21.56亿元, 年均投资收益14亿元。
- 投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。公司作为江苏省属“能源”+“金融”双主业平台, 能源板块资产扩张能力较强, 加之金融板块盈利稳健, 基于此, 我们预期公司2023-2025年归母净利润分别为24.62亿/35.37亿/44.89亿元, 分别同比+3512.1%、+43.6%、+26.9%; 分别对应2023年6月14日收盘价的PE估值为10.2x、7.1x、5.6x。
- 风险提示: 煤炭价格波动、负荷不及预期、项目建设不及预期、宏观经济波动。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32439	32549	35382	37736
同比增长	12.1%	0.3%	8.7%	6.7%
归母净利润(百万元)	68	2462	3537	4489
同比增长	120.5%	3512.1%	43.6%	26.9%
毛利率	2.8%	11.5%	14.4%	16.5%
ROE	0.2%	8.1%	10.4%	11.7%
每股收益(元)	0.02	0.65	0.94	1.19
市盈率	367.4	10.2	7.1	5.6

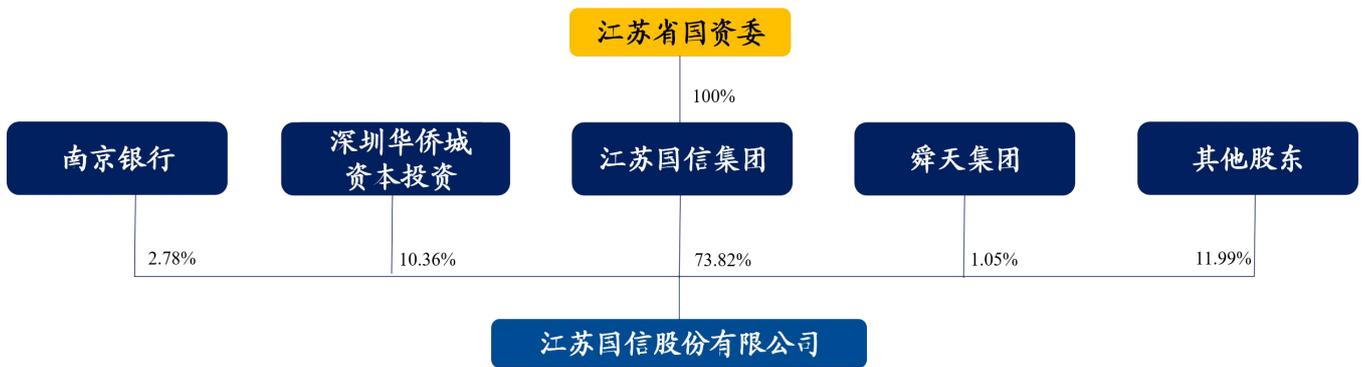
来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

### 1、公司概况与电力业务梳理：省国资背景下的电力金融双主业平台，具备高负荷特质与高效机组的优质火电企业

江苏国信全称江苏国信股份有限公司，是江苏国信集团下属主营“能源”和“金融”双主业的上市平台。江苏国信前身江苏舜天船舶有限公司成立于2003年6月，主营业务为船舶制造销售。2016年末，公司完成资产重组，发行股份置换国信集团持有的新海发电等7座电厂及江苏信托的部分股权，正式切换为电力能源与金融双主业。截至2023年一季报，江苏省国信集团直接持有公司73.82%股份，为公司控股股东，江苏省国资委为实际控制人。

图1、公司控股股东为江苏国信集团，江苏省国资委为实控人



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2023年一季报

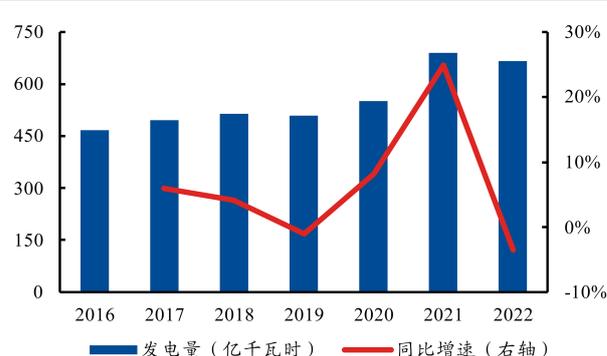
电力生产及销售是公司最主要的收入来源，营业收入随发电量稳步提升，归母净利润受煤价影响波动较大。公司能源业务主要包含电力生产及销售、煤炭业务和热力生产，2016年至今对公司营收贡献率均在95%上下，其中最主要的贡献来源是电力生产及销售，2016年至今，电力产销平均贡献公司营收的86%。2016-2022年，公司发电量由466.79亿千瓦时增加至664.65亿千瓦时，CAGR为6.07%；同期公司收入规模由168.15亿元上升至324.39亿元，CAGR为11.57%。2022年公司发电量小幅下降，但由于平均上网电价达到461元/兆瓦时（同比上涨65.8元/兆瓦时），公司实现营收增长、归母净利润扭亏为盈。

图 2、电力生产及销售是公司的主要营收来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2016-2022 年公司发电量 CAGR 为 6.07%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2016-2022 年公司营收 CAGR 为 11.57%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司归母净利润受煤价影响波动较大

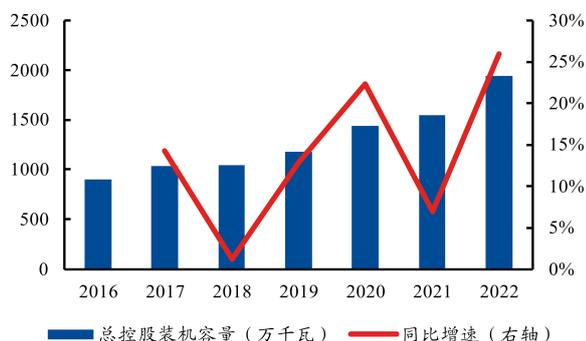


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**电力业务：煤电、气电装机提升幅度大，高效机组占比高。**截至 2022 年底，公司控股装机容量（含在建）1943.7 万千瓦，其中已投产装机 1443.7 万千瓦（煤电 1184.5 万千瓦，气电 259.2 万千瓦），在建机组容量 500 万千瓦。其中，公司煤电资产分布在江苏和山西两省，气电资产全部位于江苏省内。在建项目包含射阳港、滨州港、国信沙洲三个煤电项目，合计 500 万千瓦，三大项目有望于十四五时期内相继投产，此外公司尚余 200 万千瓦靖江煤电机组通过遴选待核准。山西省三处电厂装机容量总计 396 万千瓦，于 2019 年通过子公司苏晋能源收购取得，均为“雁淮直流”配套电源点，并据此拓展省外能源、电力相关业务，电力负荷稳定。

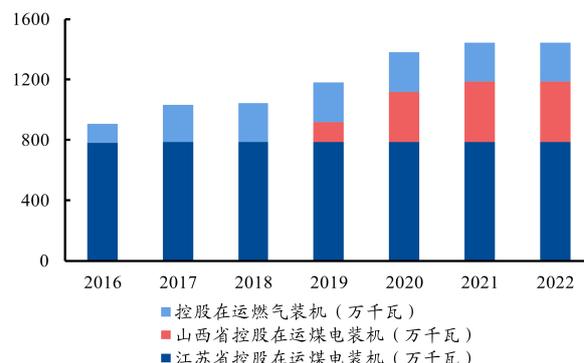
2016-2022 年为公司装机容量快速扩张时期，公司控股装机容量由 904.5 万千瓦增长至 1943.7 万千瓦，CAGR 为 13.60%。此外高效机组占比高为公司另一资产特征，截至 2022 年底，公司在运超临界/超超临界机组占在运控股煤电总装机的 83.58%，已开工建设的 500 万千瓦机组均为超超临界二次再热燃煤机组，高效低能耗机组占比较高，结合在建机组情况，这一比例将继续提升。

图 6、2016-2022 年公司控股装机 CAGR 为 13.60%



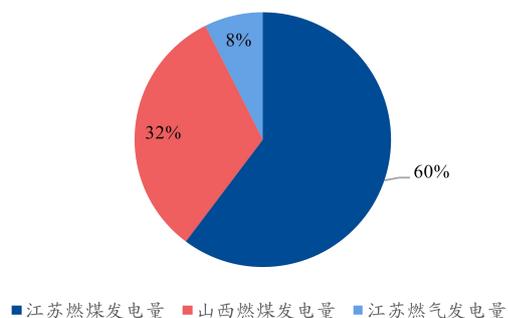
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司在运电力资产分布在江苏、山西两省



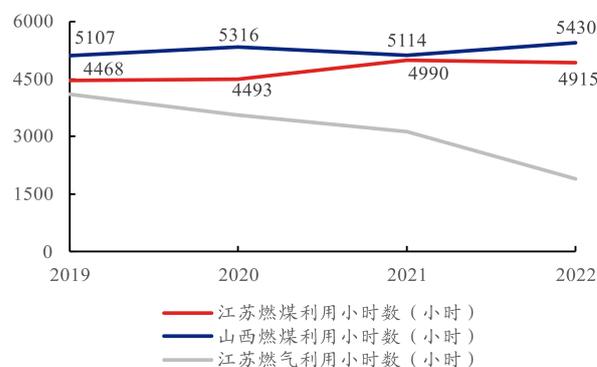
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2022 年公司发电量结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司各类&各地机组利用小时数



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司控股在运火电资产概况

公司名称	类型	控股装机容量 (万千瓦)	控股装机明细 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	持股比例
<b>煤电</b>					
新海发电		200	2*100	179.6	89.81%
国信扬电	国信扬电	130	2*65	117	90%
射阳港发电		132	2*66	132	100%
扬州二电		126	2*63	56.7	45%
国信靖电	燃煤	132	2*66	72.6	55%
淮阴发电	淮阴发电	66	2*33	62.7	95%
苏晋能源	苏晋朔州	132	2*66	67.3	51%
	苏晋塔山	132	2*66	79.2	60%
	苏晋保德	132	2*66	132	100%
<b>气电</b>					
国信扬电	国信仪征	23.6	2*11.8	21.2	90%
	国信高邮	23.6	2*11.8	21.2	
淮阴发电	淮安燃气	36	2*18	34.2	95%
	淮安二燃	92	2*46	87.4	
协联燃气		84	2*42	42.8	51%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司控股在建火电资产概况

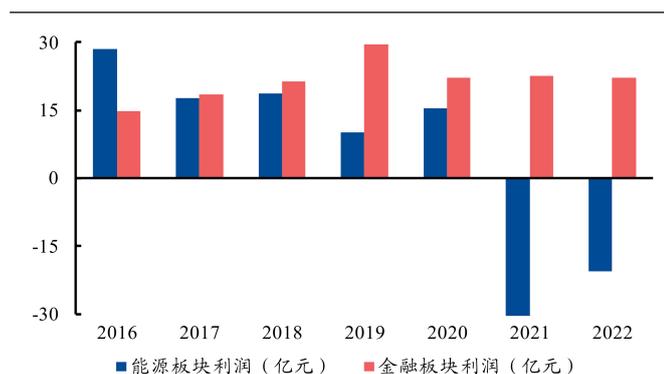
项目名称	类型	控股装机容量 (万千瓦)	控股装机明细 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	持股比例	进展阶段	计划投产时间
射阳港电厂扩建工程	燃煤	100	1*100	70	70%	开工在建	2023 年底
滨海港发电	燃煤	200	2*100	102	51%	开工在建	2024 年底、 2025 年 4 月
国信沙洲发电	燃煤	200	2*100	102	51%	开工在建	2025 年底
<b>在建火电装机合计</b>		<b>500</b>		<b>274</b>			
国信靖江二期	燃煤	200	2*100			通过遴选待核准	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、金融业务：信托与固有投资两端布局，盈利能力稳定并积极探索转型发展

**金融业务：**江苏国信金融业务收入来源大部分由子公司江苏国际信托贡献，构成上市公司业绩的重要压舱石。2023 年一季度末，公司持有江苏信托 81.49% 的股权。截至 2022 年末，江苏信托共持有净资产 256.57 亿元，信托资产 3682.48 亿元。全年共计实现营业收入 24.77 亿元，实现净利润 19.89 亿元，净利润排名行业第 5。此外公司盈利能力稳定，2019-2021 年净利润分别为 24.19、19.44、20.40 亿元，成为上市公司业绩的压舱石。江苏信托地处长三角地区，区位优势显著，股东均为江苏省属国有企业，实力雄厚，为财富管理业务构筑了优良的区位优势和股东优势，有助于最大化资源协同效应。

图 10、金融板块是公司利润的稳健支撑



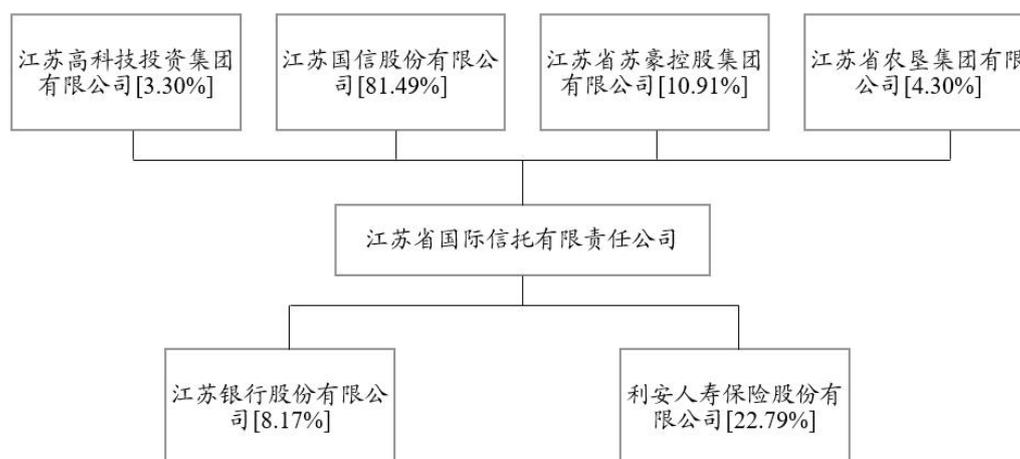
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、投资收益在利润总额中占比较高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、江苏国信旗下金融板块活动主要由江苏信托开展



资料来源：江苏信托官网，江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：数据截至 2022 年底。

业务布局上，江苏信托主营信托业务以及固有业务，盈利主要依托自有资金股权投资收益驱动。业务分布大致包含三类：1) **信托业务**：在监管推动下，公司信托业务积极向多元化信托服务转型布局。2023 年 3 月原银保监会印发《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》，将信托业务明确分为资产管理信托、资产管理信托、服务信托、公益慈善信托，设定对通道业务和非标资金池业务的业务边界，明确信托行业回归本源的发展方向。此前江苏信托已遵循监管导向，大力构建资金信托、服务信托与公益慈善信托的业务新格局，打造新型资产业务体系，同时通过培育家族信托业务打造财富管理事业群。2) **固有业务**：江苏信托自有资金股权投资较为发达。江苏信托现为江苏省内最大法人银行江苏银行以及利安人寿的第一大股东，同时还持有多家农商行、村镇银行的股权，稳定的金融股权投资收益为公司奠定坚实展业基础。3) **财富管理业务**：主要以家族信托为产品抓手。江苏信托不断丰富壮大家族信托产品体系，打造个性化产品序列以满足不同层次客户需求，2022 年江苏信托家族信托业务存续规模达 20 亿元。

表 3、江苏信托整体业务布局

业务布局	业务类别	信托业务具体分类	产品案例/说明
信托业务	资金信托	资金融通信托	鼎信系列集合资金信托计划、富居系列集合资金信托计划
		资金配置信托	“安鑫添利”系列集合资金信托
	服务信托	资产证券化信托	徐州徐工汽车制造有限公司资产支持票据信托
		证券投资运营服务信托	“鼎泰”系列信托计划
		其他服务信托	江苏信托-通光线缆员工持股 1 号单一资金信托
财富管理	公益慈善信托	中国信托业抗击新冠病毒感染慈善信托、苏信弘善 1 号慈善信托	
固有投资	家族信托	金融股权投资	持股江苏银行股份有限公司、利安人寿保险股份有限公司、江苏如皋农商行、江苏民丰农商行、江苏南通农商行
		PE 投资	高投名力基金
		资本市场投资	参与上市公司定向增发、二级市场股票投资、债券投资

资料来源：江苏信托官网，兴业证券经济与金融研究院整理

信托业务受行业监管影响整体收入承压，现逐步趋于稳定。资管新规发布后信托业务整体进入调整期，江苏信托主动压降高报酬高风险融资类信托规模，受转型换挡影响完成部分资产出清，2019年后信托资产规模在3677-3865亿元区间小幅波动。2022年末，江苏信托手续费及佣金收入与利息收入合计实现8.82亿元/同比+1.5%，趋势上信托业务相关收入自2021年后逐步企稳。

图 13、江苏信托 2021 年后信托业务收入企稳



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

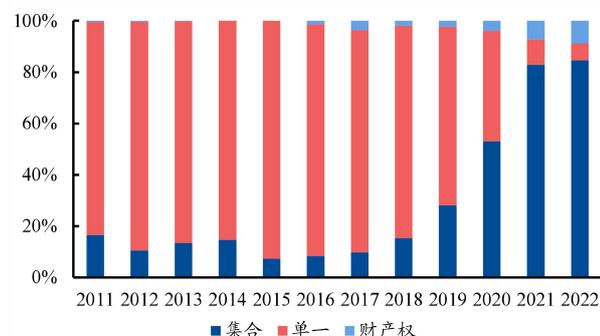
图 14、江苏信托 2019 年后信托资产规模企稳



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

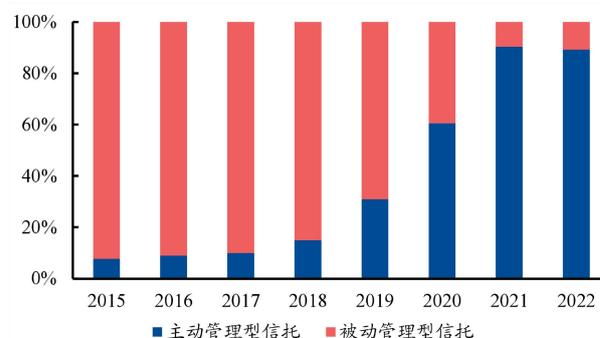
江苏信托转型步伐坚定，成效初显。1) 从资金来源结构上看，江苏信托 2018 年前资产规模增长主要受单一类信托驱动，目前向集合类标品信托大幅转移，至 2022 年末集合信托资产占比已达 84.7%，新增集合类信托项目数达到 256 个，远高于单一类信托项目数 18 个，集合信托已成为支持信托业务发展的主导力量。2) 从信托功能结构上看，被动型信托，尤其是被动融资与通道类业务已根据监管要求大幅压降，占总信托资产规模比重从 2018 年的 25.5% 降至 2022 年的 1.1%，而与之相对的，主动管理型资产规模占比已达 89.2%，其中投资类信托占比达 63.6%。此外，为响应信托回归本源的监管导向，江苏信托旗下事务管理类信托规模也有所上升，2022 年同比增长 172.1% 至 326.7 亿元。在分类发展和分类监管的大背景下，未来投向标化资产的投资类信托和服务导向的服务类信托将是重点发展方向。

图 15、江苏信托资金结构由单一向集合转型



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、江苏信托功能结构由被动向主动转型



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2015 年后披露口径变化。

业务结构优化，江苏信托报酬率大大提升。江苏信托 2022 年信托报酬率达到 0.92%，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

达历史新高，主要归因于主动管理型信托业务占比的提升。拆分信托报酬率，在已清算结束信托项目中，股权投资类信托项目报酬率通常显著高于其余类型信托，2022年股权投资类信托已清算结束项目报酬率达2.70%，成为信托业务报酬率重要驱动力量和弹性来源。

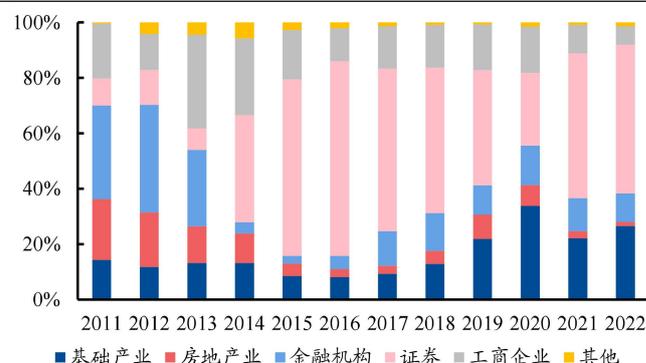
**资产投向上，江苏信托持有信托资产主要投向证券和基础产业。**其中，投向可交易证券的信托资产规模2022年达1972.0亿元，占比从2020年的26.2%增长至2022年的53.6%，侧面体现江苏信托近年大力发展标品信托的决心。在市场化、标准化转型趋势下，江苏信托具有庞大的高净值客户优势和稳定的直销和代销渠道优势，能够支撑标品信托业务的资金募集需求，实现标品信托业务的高速发展。

图 17、转型质量高，信托报酬率大幅增长



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

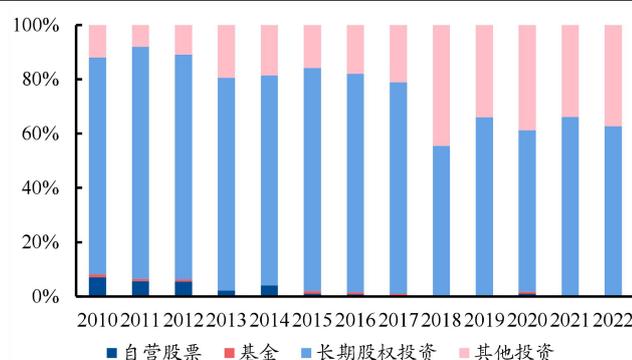
图 18、江苏信托资产主要投资于证券和基础产业



资料来源：江苏信托年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**江苏信托自有资金长股投带来的投资收益为公司利润重要贡献。**截至2022年底，江苏信托固有资产规模合计297.18亿元/同比+6.6%，其中长期股权投资部分规模达到181.28亿元，占比达62.7%，股票、债券、基金等标化资产占比很小。金融股权投资是江苏信托核心收益来源，也为江苏国信利润重要组成部分之一，旗下江苏银行和利安人寿等优质金融资产现金流稳健，可长期贡献稳定的投资收益。

图 19、长期股权投资为固有业务板块主要构成



资料来源：江苏信托年报，同花顺 iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、江苏信托投资净收益为江苏国信利润重要来源



资料来源：江苏信托年报，江苏国信年报，兴业证券经济与金融研究院整理

江苏信托长期股权投资的亮眼表现来自于优质底层资产。以江苏银行为例，江苏信托作为第一大股东持有其 8.17% 的股权。江苏银行作为长三角规模领先的城商行，具有优质的客户结构，并坚持与当地制造业及小微企业同生共荣，加速零售转型，资产质量稳中向好，隐性不良贷款生成压力减轻。公司近年加大不良贷款确认力度，信贷逾期率稳定下降，2022 年末逾期 90 天以上贷款比例同比下降 22.5pct 至 62.0% 的较低水平，总体不良率也触达 0.94% 的低位，远低于行业平均的 1.66%。拨备覆盖率高于行业的 203.97% 达到 362.07%，安全边际稳步提升。

总结来看，公司金融业务以子公司江苏信托为载体，在信托业务与固有业务两端布局，为公司提供稳健收益。1) 信托业务资产规模大幅缩减趋势已停止，积极转型下资产结构不断优化驱动报酬率提升，手续费收入逐步企稳；2) 固有业务以长期股权投资为抓手，通过持有江苏银行、利安人寿等优质金融资产实现稳定投资收益。我们认为在信托行业高质量转型进入关键期，行业分化加速，银行经营韧性逐步凸显的未来短期及中期，公司金融业务由于持有资产质量较优，区位优势显著，整体发展将呈现较为平稳温和的态势。

### 三、盈利预测与风险提示

首次覆盖给予“增持”评级。公司作为江苏省属“能源”+“金融”双主业平台，能源板块资产扩张能力较强，加之金融板块盈利稳健，基于此，我们预期公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.62 亿/35.37 亿/44.89 亿元，分别同比+3512.1%、+43.6%、+26.9%；分别对应 2023 年 6 月 14 日收盘价的 PE 估值为 10.2x、7.1x、5.6x。

风险提示：煤炭价格波动、负荷不及预期、项目建设不及预期、宏观经济波动

## 附表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	26318	32778	42273	52364
货币资金	7522	13708	22802	32577
交易性金融资产	11300	11300	11300	11300
应收票据及应收账款	3159	3290	3533	3765
预付款项	1370	1320	1324	1398
存货	1880	1832	1984	2012
其他	1086	1328	1329	1312
<b>非流动资产</b>	56517	53539	51682	49763
长期股权投资	18178	18178	18178	18178
固定资产	30262	30491	29560	28060
在建工程	4160	2130	1115	608
无形资产	1356	1452	1545	1639
商誉	13	13	13	13
长期待摊费用	19	13	8	3
其他	2529	1262	1262	1262
<b>资产总计</b>	82835	86317	93955	102127
<b>流动负债</b>	24607	23172	23891	24221
短期借款	9753	10183	10314	10177
应付票据及应付账款	6126	5598	5885	6120
其他	8728	7392	7692	7924
<b>非流动负债</b>	20074	22996	26342	29671
长期借款	19433	22572	25913	29240
其他	641	424	429	431
<b>负债合计</b>	44681	46168	50232	53892
股本	3778	3778	3778	3778
资本公积	17013	17013	17013	17013
未分配利润	2674	4230	6866	10073
少数股东权益	9695	9701	9709	9719
<b>股东权益合计</b>	38154	40149	43723	48235
<b>负债及权益合计</b>	82835	86317	93955	102127

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	68	2462	3537	4489
折旧和摊销	2285	2091	2204	2266
资产减值准备	223	-140	38	15
资产处置损失	-0	1	0	0
公允价值变动损失	-307	-261	-271	-274
财务费用	1176	1420	1442	1419
投资损失	-1431	-1560	-1517	-1531
少数股东损益	233	6	8	10
营运资金的变动	2729	-1983	128	155
<b>经营活动产生现金流量</b>	4717	2097	5599	6540
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4799	2413	1436	1452
<b>融资活动产生现金流量</b>	-52	1676	2060	1783
现金净变动	-134	6186	9094	9775
现金的期初余额	7525	7522	13708	22802
现金的期末余额	7391	13708	22802	32577

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	32439	32549	35382	37736
营业成本	31525	28806	30285	31497
税金及附加	216	236	248	265
销售费用	19	21	21	23
管理费用	894	967	1020	1091
研发费用	2	3	3	3
财务费用	1076	1420	1442	1419
其他收益	22	22	22	22
投资收益	1431	1560	1517	1531
公允价值变动收益	307	261	271	274
信用减值损失	9	-1	4	4
资产减值损失	-232	-162	-179	-182
资产处置收益	0	-1	-0	-0
<b>营业利润</b>	145	2775	3997	5086
营业外收入	133	106	115	112
营业外支出	26	60	61	55
<b>利润总额</b>	252	2821	4051	5142
所得税	-49	353	506	643
<b>净利润</b>	301	2468	3545	4500
少数股东损益	233	6	8	10
<b>归属母公司净利润</b>	68	2462	3537	4489
<b>EPS(元)</b>	0.02	0.65	0.94	1.19

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.1%	0.3%	8.7%	6.7%
营业利润增长率	120.4%	1813.7%	44.0%	27.2%
归母净利润增长率	120.5%	3512.1%	43.6%	26.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	2.8%	11.5%	14.4%	16.5%
归母净利率	0.2%	0.2%	7.6%	10.0%
ROE	0.2%	8.1%	10.4%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.9%	53.5%	53.5%	52.8%
流动比率	1.07	1.41	1.77	2.16
速动比率	0.99	1.34	1.69	2.08
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.40	0.38	0.39	0.38
应收帐款周转率	10.53	9.94	10.24	10.20
存货周转率	13.40	14.11	14.68	14.49
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.02	0.65	0.94	1.19
每股经营现金	1.25	0.55	1.48	1.73
每股净资产	7.53	8.06	9.00	10.19
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	367.4	10.2	7.1	5.6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

## 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：xyzq.com.cn	邮箱：xyzq.com.cn	邮箱：xyzq.com.cn