

侨源股份(301286)

报告日期: 2023年01月15日

侨源股份五问五答——好赛道、高成长 ——侨源股份更新报告

投资要点

- **工业气体西南王——侨源股份；成长背景：天时、地利、人和**
西南地区最大液态气体供应商，实控人持股比例近 90%。

成长路径：行业需求增长（2022-2024 年复合增速 7%）、公司份额提升（2021 年市占率 0.46%，2024 年市占率 0.77%）、产品品类拓展。

天时：光伏（通威股份）、锂电（宁德时代）等新能源以及半导体行业快速增长

地利：公司深耕四川，水电、锂矿优势明显，新能源企业云集，客户质地优良

人和：取得甘眉、成阿、德阿等三大工业园供气项目，配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。

产能有望大幅增长：预计设计满产产能液态工业气体达 196 万吨（较 2021 年增长 158%），管道工业气体产能达 15.33 亿立方米（较 2021 年增长 207%）。
- **问题 1：侨源股份为什么是好赛道中的好公司？**
工业气体市场空间大、现金流好，全球诞生了万亿市值公司。公司盈利能力强；大行业小公司，成长空间大。2019 年收入 7.8 亿元，净利润 2.6 亿元，毛利率 60%，净利率 34%，加权 ROE 37%。公司市占率不到 1%，成长天花板高。
- **问题 2：侨源股份和杭氧股份等差别在哪里？有何竞争优势？**
公司是西南地区最大的纯液态空分气体供应商，业务结构和杭氧股份最类似。公司 2019-2021 年 ROE 在同行中最高。竞争优势体现在：1、成本优势。2、区位优势。3、民营企业体制优势。
- **问题 3：侨源股份为什么未来几年业绩高增长？宁德时代、通威股份等光伏锂电巨头为什么都是公司的大客户？**
公司占据天时地利，四川具水电成本和锂矿优势，新能源领域需求大增。公司主供四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，目前公司已获宁德时代、通威股份、巴莫科技、士兰微等订单。
- **问题 4：侨源股份为什么过去 3 年业绩下滑？未来盈利能力能否回升？**
公司业绩拐点显现，即将驶入成长快车道。2020-2022 年受疫情影响、产能瓶颈、公司投入加大、大客户通威股份的保供影响、四川停电影响，业绩有所下滑。2022 年 Q3，公司业绩拐点已经显现。

未来盈利能力将回升：1、通过上市融资，产能大幅增长。2、疫情影响减弱。3、新建工业园区项目，能够保持较高的气体利用效率，盈利能力较高。
- **问题 5：侨源股份 6-12 月为什么看 50% 以上空间？**
预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.5、3.0、5.0 亿元，未来 2 年利润增长 200% 以上。2023-2024 年 PE 分别为 34、20 倍。参考海外工业气体公司的估值，工业气体公司平均估值一般在 30 倍左右。给予公司 2024 年 30 倍 PE，6-12 月目标市值 150 亿元，50% 空间。
- **盈利预测与估值**
预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别 1.5、3.0、5.0 亿元，三年复合增速 41%，对应 PE 分别为 67、34、20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**
下游行业景气变化风险、新兴市场开发不力风险、大股东持股比例较高。

投资评级：买入(维持)

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：张杨
执业证书号：S1230522050001
zhangyang01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥25.41
总市值(百万元)	10,166.54
总股本(百万股)	400.10

股票走势图



相关报告

- 1 《配套通威高纯氮气项目启动，气体民企龙头受益新能源需求井喷——侨源股份点评报告》 2023.01.10
- 2 《实控人近亲属第三次计划增持，彰显未来发展信心——侨源股份点评报告》 2023.01.05
- 3 《签攀长特供气合同；气体民企龙头业绩将驶入快车道——侨源股份点评报告》 2022.12.29

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	889	1214	1700
(+/-) (%)	14%	7%	37%	40%
归母净利润	181	151	300	501
(+/-) (%)	-23%	-16%	99%	67%
每股收益(元)	0.45	0.38	0.75	1.25
P/E	56	67	34	20

资料来源：浙商证券研究所

问题 1: 侨源股份为什么是好赛道中的好公司?

工业气体市场空间大、现金流好，全球诞生了万亿市值公司。从全球看，行业有 3 个超过 5000 亿，有超过万亿市值的公司。例如林德 1.1 万亿人民币，法液空和美国 AP 约 5000 亿。2022 年中国工业气体市场约 2000 亿元，过去几年行业增速 10% 左右。

侨源股份盈利能力强；大行业小公司，成长空间大。2019 年公司收入 7.8 亿元，净利润 2.6 亿元，毛利率 60%，净利率 34%，加权 ROE 37%。公司在中国市占率不到 1%，成长天花板高。

问题 2: 侨源股份和杭氧股份等差别在哪里？有何竞争优势？

侨源股份是西南地区最大的纯液态空分气体供应商，业务结构和杭氧股份最类似，主要是氧气、氮气、氩气等空分气体。公司 2019-2021 年 ROE 在同行中最高。公司零售气在四川市场占有率 70%，医用氧气在四川占有率为 80%。

竞争优势体现在：1、成本优势。四川部分地区享受少数民族留存优惠电价、同时四川的水利资源丰富，电力成本较其他省份要低。2、区位优势。四川锂矿等矿产资源丰富，其中锂辉矿占全国总储量的 70%，吸引全国优质新能源企业来四川投资经营。3、民营企业体制优势。

问题 3: 侨源股份为什么未来几年业绩高增长？宁德时代、通威股份等光伏锂电巨头为什么都是公司的大客户？

公司占据天时地利，四川具水电成本和锂矿优势，新能源领域需求大增。公司主供四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业（巴莫科技）、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。目前公司已获宁德时代、通威股份、巴莫科技、士兰微等订单。

问题 4: 侨源股份为什么过去 3 年业绩下滑? 未来盈利能力能否回升?

公司业绩拐点显现,即将驶入成长快车道。2020-2022 年受疫情影响、产能瓶颈、公司投入加大、大客户通威股份的保供影响、四川停电影响,业绩有所下滑。2022 年 Q3,公司业绩拐点已经显现。

未来盈利能力将回升: 1、通过上市融资,产能大幅增长,产能瓶颈已解决。2、疫情影响减弱,2022 年氧气、氮气、氩气价格处于历史底部,有望回升。3、新建工业园区项目,能够保持较高的气体利用效率,盈利能力较高。

问题 5: 侨源股份 6-12 月为什么看 50%以上空间?

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.5、3.0、5.0 亿元,未来 2 年利润增长 200%以上。2023-2024 年 PE 分别为 29、17 倍。参考海外工业气体公司的估值,工业气体公司平均估值一般在 30 倍左右。给予公司 2024 年 30 倍 PE,6-12 月目标市值 150 亿元,50%空间。

成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

工业气体行业市场空间广阔，根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元，2024 年有望达到 2199 亿元，年复合增速 6%-8%。且由于我国人均气体消费量与西欧、美国等发达国家或地区相比仅有后者 30%-40%，还有很大的提升空间。

受益于四川省锂电、光伏等新能源产业未来有望爆发，公司相继取得三个工业园区的供气项目，收入增长空间较大，预计未来市占率将有望提升。参考公司招股说明书（2020 年公司市占率为 0.45%），我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%（2021 年收入为 8.33 亿元），预测 2022 年市占率将达到 0.46%（预计 2022 年公司收入达 8.89 亿元），预测 2024 年市占率将达到 0.77%（预计 2024 年公司收入达 17.00 亿元）。

根据招股说明书，公司将以市场为导向，丰富产品品类，拓展高纯空分气体及其他特气市场。

表1：成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

驱动因素	核心指标	2021 年	2022 年 E	2024 年 E
行业需求增长	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2199
	中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
	中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的比例	30%-40%	30%-40%	40%
市场份额提升	侨源股份市场占有率	0.46%	0.46%	0.77%
产品品类拓展	侨源股份工业气体产品数量	产品数量将逐步增多		

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告（深度报告名《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022 年 7 月 8 日）、点评报告（点评报告名《杭氧股份：迈向中国工业气体龙头：国产替代、产品升级、治理改善》2022 年 7 月 8 日）

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

公司深耕四川，四川水电、锂矿优势明显，使得新能源企业云集。公司未来增长点：四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。

表2：三大工业园供气项目主要客户汇总

工业园区	主要客户			预计投产时间
	光伏行业	锂电行业	半导体行业	
甘眉工业园	通威			2023 年
成阿工业园	通威、通合新能源	巴莫科技、宁德时代	士兰微	2023 年
德阿工业园		鑫锐恒锂电、德阳川发龙蟒		2024 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产能增长，未来三年业绩增长驱动力：

1、三个工业园区新建供气项目陆续投产

1) 甘眉工业园：满产后对应 3.5 亿立方米管道气、37.2 万吨液态气体

2) 成阿工业园：满产后对应 2.8 亿立方米管道气、14.9 万吨液态气体

3) 德阿工业园：满产后对应 22.5 万吨液态气体

2、两个 IPO 募投技改项目投产，新增 40 万吨液氮产能、1 万吨高纯液氧产能

3、一个福州基地的产量持续爬坡，产能利用率增加

表3：成长路径：新建项目、技改项目投产，福州基地产量爬坡

	项目	产能及相对 2022 年的增速（括号内）		
		2022 年 E	2023 年 E	设计满产产能
产能合计（不含备用基地）	液态工业气体（万吨）	80.45	133.49 (66%)	195.96 (144%)
	管道工业气体（亿立方）	9.02	15.33 (70%)	15.33 (70%)
汶川基地（两 IPO 募投技改项目投产后，产能将显著提高）	液氧产能（万吨）	37.47	37.47	37.47
	液氮产能（万吨）	19.17	19.17	19.17
	液氧产能（万吨）	1.56	1.56	1.56
	技改：高纯氧产能（万吨）		1	1
	技改：液氮产能（万吨）			40
福州基地	管道氧气（亿立方）	4.73	4.73	4.73
	管道氮气（亿立方）	4.29	4.29	4.29
	液氧产能（万吨）	13.73	13.73	13.73
	液氮产能（万吨）	5.01	5.01	5.01
	液氮产能（万吨）	3.51	3.51	3.51
甘眉工业园	管道氧气（亿立方）		0.4	0.4
	管道氮气（亿立方）		3.06	3.06
	液氧产能（万吨）		23.03	23.03
	液氮产能（万吨）		13.03	13.03
	液氮产能（万吨）		1.11	1.11
成阿工业园	管道氧气（亿立方）		0.04	0.04
	管道氮气（亿立方）		2.8	2.8
	液氧产能（万吨）		13.68	13.68
	液氮产能（万吨）		0.52	0.52
	液氮产能（万吨）		0.67	0.67
德阿工业园（一期）	液氧产能（万吨）			14.98
	液氮产能（万吨）			7.49

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中长期，公司产能将有望从四川、福建等地向陕西、广东等地扩张，从区域性工业气体龙头向全国性工业气体龙头迈进。产品品类方面，公司除氧氮氩之外，还将考虑拓展其他特种气体产品。

附录 1: 工业气体板块 2023/2024 年 PE 分别 26/20 倍

表4: 工业气体板块 2022、2023、2024 年 PE 平均估值分别为 33、25、20 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	ROE (2021)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
Linde	10,864	244	293	337	370	45	37	32	29	3.6	8.7%
液化空气集团	4,926	195	211	221	232	25	23	22	21	3.5	13.1%
空气化工产品	4,720	136	155	171	179	35	30	28	26	4.2	15.5%
杭氧股份	397	11.9	15.7	18.7	23.1	33	25	21	17	4.9	16.3%
凯美特气	100	1.4	2.5	4.1	5.4	72	41	24	19	7.7	12.8%
华特气体	95	1.3	2.2	2.8	3.9	74	44	34	24	6.2	9.4%
侨源股份	107	1.8	1.5	3.0	5.0	60	73	36	21	6.9	22.1%
金宏气体	99	1.7	2.5	3.7	5.0	59	40	27	20	3.6	6.2%
雅克科技	247	3.3	6.4	8.5	11.2	74	39	29	22	4.0	5.6%
昊华科技	386	8.9	10.9	13.2	15.6	43	35	29	25	5.0	12.4%
陕鼓动力	216	8.6	10.2	13.0	16.4	25	21	17	13	2.7	11.4%
盛剑环境	46	1.5	2.1	3.1	4.0	30	22	15	11	3.4	11.0%
正帆科技	106	1.7	2.5	3.9	5.4	63	42	27	20	4.9	9.0%
和远气体	30	0.9	1.1	1.4	1.7	33	27	22	18	2.6	7.9%
平均值						48	36	26	20	4.5	11.5%

备注 1: 时间截止至 2023 年 1 月 13 日

备注 2: 除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份之外, 其他中国公司盈利预测均采用 wind 一致预期, 其他海外公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

附录 2: 近期公司实控人亲属增持股份计划汇总

2022 年 6 月 27 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人配偶之姐张丽霞计划 6 个月内增持 1.5-2 万股, 凸显对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可。

2022 年 9 月 28 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人之女、公司副总经理乔莉娜计划增持公司股份, 累计增持数量不低于 36 万股, 彰显对公司内在价值及未来发展前景的信心。

2023 年 1 月 4 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人乔志涌先生之近亲属乔鑫女士计划 6 个月内通过集中竞价累计增持公司股份数量不低于 20 万股且不高于 40 万股。

表5: 近期公司实控人亲属增持计划汇总

公告时间	增持人员	增持数量
2022 年 6 月 27 日	控股股东、实控人配偶的姐姐张丽霞	1.5-2 万股
2022 年 9 月 28 日	控股股东、实控人的女儿、公司副总经理乔莉娜	不低于 36 万股
2023 年 1 月 4 日	控股股东、实控人的女儿、公司证券事务代表乔鑫	20-40 万股
合计		57.5-78 万股

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

附录3 工业园供气项目及重要客户汇总

公司上市以来公告的重要合同如下:

表6: 公司上市以来取得的重要合同梳理

子公司	合同对方	合同内容	合同金额(亿元)	合同起止日期
眉山侨源	通威太阳能(彭山)有限公司	长期为彭山一期项目规划16GW电池片生产所需的高纯度氮气制备提供综合运维服务业务	2.23	2022年11月30日至2028年10月34日
汶川侨源	德阳川发龙蟒新材料供应客户	未来在德阿产业园投资建设锂电新能源材料项目生产中所需高纯氮气(管道供气)	4.6	2022年9月21日至2032年12月31日
金堂侨源	成都士兰半导体制造供应客户	现有氮气需求及未来在金堂成阿工业园的扩产计划生产所需管道氮气	0.43	2022年9月1日至2032年12月31日
金堂侨源	成都巴莫科技有限责任公司	向客户的成阿工业园区建设第四期项目供应管道氧气	20	2022年8月29日至2038年12月31日

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

甘眉工业园——锂矿丰富、电价便宜、藏区飞地

根据眉山市人民政府官网, 甘眉工业园区是四川省甘孜藏族自治州与眉山市两地人民政府合作, 在原眉山铝硅产业园区的基础上, 于2012年5月组建的藏区飞地产业园区。经过8年的发展, 已成为省级开发区和四川省重点培育产业园区之一。

园区地处眉山市区西南东坡区修文镇, 位于成都平原西南, 地势平坦, 处于成渝经济区、成都经济区核心节点, 在成都半小时经济圈范围以内。

甘孜州锂矿资源蕴藏丰富, 后续发展空间极大, 甘孜州委州政府将甘眉园区作为甘孜州锂矿资源精深加工的承载地, 大力支持锂电项目落户, 实现资源在“飞地”园区转化。

省委、省政府以两办公厅文件先后出台了两个扶持藏区飞地园区发展的政策性文件。拟入驻园区项目在争取国家、省的技改资金与土地指标、能耗指标等方面, 获得支持的力度远大于其他地区和园区。

成阿工业园——汇集光伏、锂电、半导体行业

2009年下半年, 成都、阿坝两地政府共同筹划建立了“成都-阿坝工业园”。规划面积10平方公里的成阿工业园是全国唯一一个灾后重建、异地重建、合作共建的民族“飞地工业园区”。园区累计签约引进巴莫科技、杭州士兰、康力电梯等重要项目。

德阿工业园——“中国锂都”

根据四川经开区官网, 德阳-阿坝生态经济产业园区由德阳市、阿坝州党委于2015年5月设立。2015年9月, 四川、浙江两省人民政府签署《深化浙川合作框架协议》, 将德阿产业园区列为“浙江-四川合作园区”。德阿双方以德阳市的区位条件、工业基础为平台, 以阿坝州的少数民族地区政策及锂矿资源优势、电价优势为保障, 实现合作共建、互利共赢。

德阿产业园区选址于绵竹市汉旺镇, 规划面积20平方公里。园区包括拱星工业园、无锡工业园、九绵文旅园。2019年1月25日, 四川省人民政府同意设立德阳-阿坝生态

经济产业园区为省级开发区，园区被省政府明文确定唯一的主导产业为以锂电产业为主导的新材料、新能源的园区。

园区目前建成区约7平方公里；预留的有条件工业用地约8平方公里；农业发展用地约4平方公里；一般农田约1平方公里。工业区内建有2座110千伏变电站、1座35千伏变电站；供气、供水、污水处理、垃圾处理厂、道路管网等基础设施完备。

2019年1月，德阿工业园被授予“中国锂都”。全国已探明的锂辉矿中，四川占70%以上。阿坝州锂辉矿主要分布在马尔康、金川两市县境内，探明原矿储量7400万吨，居四川省第二位，可开采量占省第一位。同时，阿坝锂辉矿具有埋藏浅、易开采、品位高的优势。

图1：德阿工业园用地布局规划图



资料来源：四川经开区官网，浙商证券研究所

图2：2019年，德阿工业园被全国工商联评为“中国锂都”



资料来源：四川经开区官网，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	361	647	705	893
现金	124	190	177	212
交易性金融资产	47	90	90	90
应收账款	102	177	237	328
其它应收款	10	52	34	56
预付账款	16	21	23	30
存货	40	52	65	78
其他	22	65	80	100
非流动资产	1130	1349	1570	1791
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	511	869	1124	1309
无形资产	29	31	34	35
在建工程	341	169	87	70
其他	249	281	324	378
资产总计	1490	1996	2275	2684
流动负债	294	348	507	685
短期借款	0	0	144	277
应付款项	72	90	108	136
预收账款	1	0	0	0
其他	221	258	255	271
非流动负债	381	177	176	166
长期借款	345	110	110	110
其他	35	67	66	56
负债合计	674	525	683	851
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	816	1472	1592	1833
负债和股东权益	1490	1996	2275	2684

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	97	313	469
净利润	181	151	300	501
折旧摊销	82	45	67	84
财务费用	17	21	17	24
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(15)	(89)	(45)	(115)
其它	(143)	(30)	(26)	(25)
投资活动现金流	(213)	(289)	(267)	(283)
资本支出	(306)	(248)	(263)	(281)
长期投资	(6)	4	(1)	(1)
其他	99	(45)	(3)	(2)
筹资活动现金流	180	258	(59)	(150)
短期借款	(99)	0	144	133
长期借款	345	(235)	0	0
其他	(66)	493	(203)	(283)
现金净增加额	87	67	(13)	35

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	889	1214	1700
营业成本	505	600	719	910
营业税金及附加	7	5	7	10
营业费用	26	28	36	51
管理费用	47	49	63	85
研发费用	0	0	0	0
财务费用	17	21	17	24
资产减值损失	16	4	6	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	7	4	5	5
营业利润	222	186	370	617
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	223	186	370	617
所得税	42	35	70	116
净利润	181	151	300	501
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	181	151	300	501
EBITDA	324	252	453	724
EPS (最新摊薄)	0.45	0.38	0.75	1.25

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	13.56%	6.73%	36.59%	40.07%
营业利润	-23.24%	-16.27%	99.03%	66.83%
归属母公司净利润	-22.86%	-16.44%	99.03%	66.83%
获利能力				
毛利率	39.30%	32.47%	40.78%	46.48%
净利率	21.68%	16.98%	24.74%	29.46%
ROE	24.86%	13.19%	19.60%	29.25%
ROIC	14.52%	9.31%	15.21%	21.42%
偿债能力				
资产负债率	45.26%	26.28%	30.03%	31.71%
净负债比率	74.34%	50.77%	60.03%	63.84%
流动比率	1.23	1.86	1.39	1.30
速动比率	1.09	1.71	1.26	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.51	0.57	0.69
应收账款周转率	8.59	6.40	5.77	5.83
应付账款周转率	9.56	7.43	7.27	7.45
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.38	0.75	1.25
每股经营现金	0.30	0.24	0.78	1.17
每股净资产	2.27	3.68	3.98	4.58
估值比率				
P/E	56.47	67.39	33.86	20.30
P/B	11.22	6.91	6.39	5.55
EV/EBITDA	1.12	40.59	22.89	14.44

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>