

## 光威复材

300699

审慎增持 (维持)

军民品营收稳步增长  
毛利率提升、增值税退税增厚利润

2019年08月20日

## 市场数据

市场数据日期	2019-08-19
收盘价(元)	38.00
总股本(百万股)	518.35
流通股本(百万股)	321.67
总市值(百万元)	19697.30
流通市值(百万元)	12223.61
净资产(百万元)	2995.79
总资产(百万元)	3681.87
每股净资产	5.78

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1364	1793	2241	2802
同比增长(%)	43.6%	31.5%	25.0%	25.0%
净利润(百万元)	377	459	596	775
同比增长(%)	58.8%	21.8%	29.9%	30.0%
毛利率(%)	46.7%	46.4%	47.0%	47.3%
净利润率(%)	27.6%	25.6%	26.6%	27.6%
净资产收益率(%)	13.2%	14.4%	16.6%	18.9%
每股收益(元)	0.73	0.89	1.15	1.49
每股经营现金流(元)	0.46	-0.82	1.14	0.69

## 相关报告

《光威复材 2019 半年报预告点评: 中报强劲全年稳健, 蓝海龙头潜力巨大》2019-07-10

《【兴业军工】光威复材深度报告: 碳纤维行业龙头, 军民并进空间广阔》2019-06-24

《军民业务延续高速增长, 生产经营优化增厚业绩弹性》2019-04-23

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

研究助理

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

团队成员:

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李雅哲

liyazhe@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 公司公布 2019 年半年报: 公司实现营业收入 8.36 亿元, 同比增长 28.51%; 实现营业利润 3.6 亿元, 同比增长 46.93%; 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 44.73%; 扣非后归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 91.06%; 经营活动产生的现金流量净额 4.81 亿元, 较上年的 0.81 亿元同比增长 495.94%; 加权平均净资产收益率 10.49%, 同比增加 2.44 个百分点, 实际接近业绩预告上限。
- 公司营收增长主要系军品(以碳纤维及织物为主)、民品碳梁收入增加所致。其中碳纤维及织物业务实现销售收入 4.23 亿元, +31.38%, 占公司营收的 50.65%, 重大合同半年度执行率达到 48%, 且该业务在实现连续稳定生产, 保持合同平稳履行的同时, 也提高了产品的盈利能力: 毛利率 78.84%, 同比增长 2.87 个百分点; 碳梁业务实现销售收入 2.99 亿元, +38.65%, 毛利率 22.23%, 同比增长 2.82 个百分点。
- 公司实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 44.73%, 高于营收增速, 主要系公司毛利率提高、增值税退税以及非经常性损益所致。2019H1, 公司盈利能力显著增强, 毛利率 51.9%, 同比增长 2.84 个百分点; 净利率 37.09%, 大幅增长 4.16 个百分点。报告期内, 公司收到增值税退税 4746.67 万元; 公司非经常性损益 2695 万元, 其中政府补助 2256 万元、银行理财收益 1238 万元。
- 公司期间费用共计 1.47 亿元, 同比增长 46.57%, 占营业收入的 17.6%, 同比增长 2.17 个百分点。公司高度重视研发, 研发费用为公司期间费用的主要来源。2019H1, 公司研发费用 9321 万元(占期间费用的 63.35%), 同比增长 37.39%, 主要系研发人员及薪酬、技术改造费增加所致。
- 我们调整盈利预测, 预计 2019-2021 年归母净利润 4.59/5.96/7.75 亿元, EPS0.89/1.15/1.49 元/股, 对应 8 月 19 日收盘价 PE43/33/25 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 民品需求不及预期, 产能建设不及预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

公司公布 2019 年半年报：公司实现营业收入 8.36 亿元，同比增长 28.51%；实现营业利润 3.6 亿元，同比增长 46.93%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 44.73%；扣非后归母净利润 2.83 亿元，同比增长 91.06%；经营活动产生的现金流量净额 4.81 亿元，较上年的 0.81 亿元同比增长 495.94%；加权平均净资产收益率 10.49%，同比增加 2.44 个百分点。业绩预告预计 2019 年上半年公司实现归母净利润 2.89-3.11 亿元，同比增长 35%-45%，实际接近业绩预告上限。

## 点评

### • 碳纤维、碳梁业务力助营收增长

报告期内，公司实现营业收入 8.36 亿元，同比增长 28.51%，主要系军品（以碳纤维及织物为主）、民品碳梁收入增加所致。其中，碳纤维及织物业务实现销售收入 4.23 亿元，同比增长 31.38%，占公司营收的 50.65%，重大合同半年度执行率达到 48%，且该业务在实现连续稳定生产，保持合同平稳履行的同时，也提高了产品的盈利能力：毛利率 78.84%，同比增长 2.87 个百分点；碳梁业务实现销售收入 2.99 亿元，同比增长 38.65%，毛利率 22.23%，同比增长 2.82 个百分点；预浸料业务受传统体育休闲市场竞争激烈影响，复合材料制品和对外装备制造受定制产品订单下降影响，均有不同程度的下滑，其中，预浸料实现销售收入 7289 万元，同比下降 2%，复合材料等其他业务实现销售收入 1094 万元，同比下降 22%，预浸料业务整体毛利率 16.09%，同比减少 1.05 个百分点。

表 1、2018H1-2019H1 公司营业收入结构（单位：亿元）

	2019H1			2018H1			营收同比增速	毛利率同比增减
	金额	占营业收入比重	毛利率	金额	占营业收入比重	毛利率		
营业收入合计	8.36	100%	51.90%	6.51	100%	49.06%	28.51%	2.84%
分产品								
碳纤维及织物	4.23	50.65%	81.71%	3.22	49.54%	78.84%	31.38%	2.87%
碳梁	2.99	35.78%	22.23%	2.16	33.16%	19.42%	38.65%	2.82%
预浸料	0.87	10.39%	16.09%	0.89	13.66%	17.14%	-2.27%	-1.05%
其他	0.27	3.19%	-	0.24	3.64%	-	12.56%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

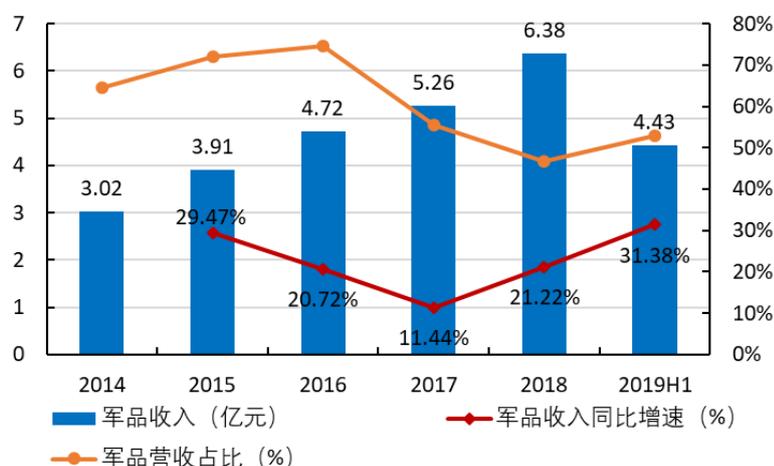
### • 军品营收稳健增长，重大合同平稳履行

2019H1，公司军品继续保持强劲增长，实现收入 4.43 亿元，同比增长 31.38%。据公司 2019 年 3 月 19 日公告，公司全资子公司威海拓展与客户 A 及双方军事代表机构签订了两个《武器装备配套产品订货合同》，合计 9.27 亿元（含税），扣税后合同金额约为 8.20 亿元（按增值税税率 13% 计算），履约期限为 2019 年全年至 2020 年 1 月 31 日。假设公司 2019 年完成全部合同内容，并确认全部收入，则公

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

司 2019 年军品营收将至少同比增长 28.53% (2018 年军品营收 6.38 亿元)。根据公司 2019 半年报, 截止 2019 年 6 月 30 日, 该合同已履行 48%, 由此推算上半年该合同已执行 3.94 亿元, 上半年除该合同外的军品收入为 0.49 亿元。

图1、2014 年-2019H1 公司军品营收、增速及营收占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看, 公司营收相对均衡, 无明显季节性差异, 2019Q1、2019Q2 分别实现营收 4.35 亿元、4.02 亿元, 分别同比增长 60.52%、5.79%, 2019Q2 环比减少 7.59%; 分别实现归母净利润 1.58 亿元、1.52 亿元, 分别同比增长 81.61%、18.75%, 2019Q2 环比减少 3.8%; 2019Q2, 公司毛利率 51.68% (剔除 2017 年 Q4 异常值后, 2017 年以来均值为 51.08%), 环比减少 1.29 个百分点; 净利率 37.76%, 环比增长 1.29 个百分点, 创 2017 年以来新高。

表 2、公司近年来分季度财务指标

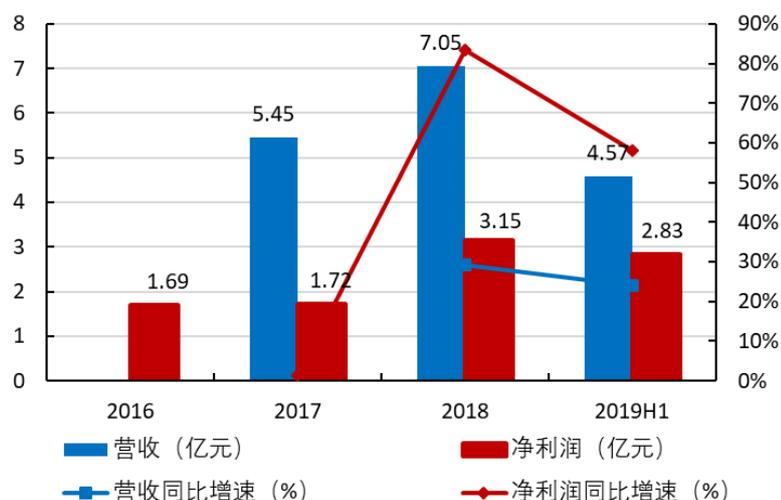
年份		毛利率 (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	净利润 (亿元)
2017	Q1	59.13	30.56	2.12	22.32%	0.65
	Q2	60.12	31.52	2.79	29.37%	0.88
	Q3	50.44	22.38	2.46	25.89%	0.55
	Q4	24.58	13.86	2.13	22.42%	0.29
2018	Q1	44.73	31.98	2.71	19.87%	0.87
	Q2	52.14	33.61	3.80	27.86%	1.28
	Q3	46.64	28.93	3.33	24.41%	0.96
	Q4	42.76	17.37	3.80	27.86%	0.66
2019	Q1	52.10	36.47	4.35	-	1.58
	Q2	51.68	37.76	4.02	-	1.52

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

对公司业绩影响较大的全资子公司包括拓展纤维 (碳纤维及织物, 碳纤维复合材料制品等, 主要为军品) 和光威新材料 (2018 年 3 月 14 日从母公司剥离, 负责风电碳梁业务)。2019H1, 拓展纤维保持快速增长, 实现营收 4.57 亿元, 同比增长 23.91%, 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 58.17%; 光威新材料实现营收

2.91 亿元（2018 年营收 3.17 亿元），实现净利润 0.22 亿元（2018 年归母净利润 0.22 亿元）。

图2、拓展纤维 2016 年-2019H1 营收、净利润及增速

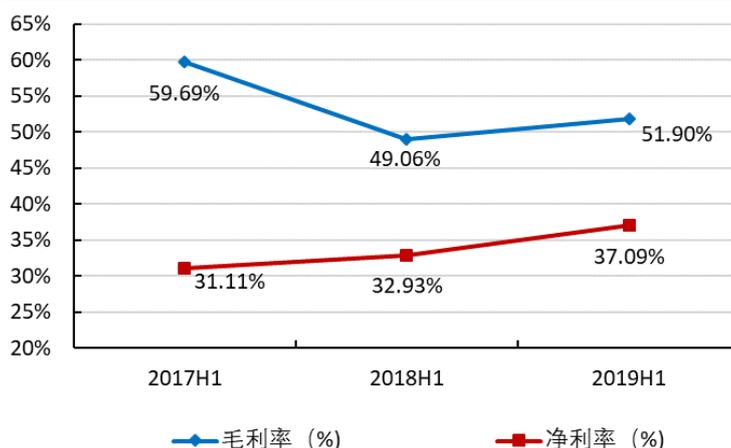


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

• **毛利率提高、增值税退税、非经常性损益增厚净利润**

报告期内，公司实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 44.73%，高于营收增速，主要系公司毛利率提高、增值税退税以及非经常性损益所致。2019H1，公司盈利能力显著增强，毛利率 51.9%，同比增长 2.84 个百分点；净利率 37.09%，大幅增长 4.16 个百分点。报告期内，公司收到增值税退税 4746.67 万元；公司非经常性损益 2695 万元，其中政府补助 2256 万元、银行理财收益 1238 万元。

图3、2017H1-2019H1 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

• **期间费用率增加，研发费用为主要来源**

报告期内，公司期间费用共计 1.47 亿元，同比增长 46.57%，占营业收入的 17.6%，同比增长 2.17 个百分点。其中，销售费用 1404 万元，同比增长 23.84%，主要系

薪酬调整及限制性股票激励确认的股份支付费用增加所致；管理费用 3549 万元，同比增长 73.42%，主要系业务招待费及限制性股票激励确认的股份支付费用增加所致；财务费用 439 万元，较上年的 72 万元同比增长 514.1%，主要系无追索权保理利息增加所致。

公司高度重视研发，研发费用为公司期间费用的主要来源。2019H1，公司研发费用 9321 万元（占期间费用的 63.35%），同比增长 37.39%，主要系研发人员及薪酬、技术改造费增加所致。报告期内，公司继续加大新产品研发力度，成功研发工装预浸料、复合材料工装夹具、电子支撑杆、大型电极套管等产品，并实现了批量生产；通过了由中国纺织联合会组织的“高强型碳纤维高效制备产业化技术”、“基于湿法纺丝工艺的高强 PAN 碳纤维产业化制备技术”两项技术鉴定，并得到了由院士、行业专家组成的专家委员会对公司碳纤维技术进步的高度评价。此外，公司继续在战略高度强化碳纤维业务的产品规划和市场开发，公司建设中的高强高模碳纤维（M40J 级）生产线在承担国家有关项目的同时，启动了在民用领域的应用市场开发；同时，公司在民用碳纤维领域持续强化研发投入和资源，民用碳纤维（T700S 级）已经开始投入市场并得到市场有效检验，在丰富公司产品线的同时，为募投项目产品市场开发和产能消化提供了有效保障。

#### • 经营性现金流净额大增

报告期内，公司现金及现金等价物净增加额 1.68 亿元，上年同期为 -745 万元，主要系经营性现金流净额增加所致。其中，经营性现金流净额 4.81 亿元，较上年的 0.81 亿元大幅增长 495.94%，主要系军品应收账款通过无追索权保理变现所致；投资性现金流净额 -1.3 亿元，上年同期为 0.21 亿元，主要系募投项目投入增加所致；筹资性现金流净额 -1.85 亿元，较上年同期的 -1.1 亿元同比减少 -67.69%，主要系权益分派增加所致。

报告期内，公司在建工程 3.44 亿元，较期初增长 36.70%，主要系募投项目投入所致；应收票据 0.87 亿元，较期初下降 53.97%，主要系票据到期承兑所致；预付账款 0.15 亿元，较期初增长 22.16%，主要系业务规模扩大采购量增加所致；存货 2.2 亿元，较期初增长 21.83%，主要系碳梁用大丝束碳纤维增加所致。根据公司投资者关系活动记录，公司风机碳梁业务 2019 年有 40 条生产线，同比 2018 年的 30 条线增长 33%。我们预计公司 2019 年碳梁业务增速在 40% 左右。

#### • 万吨级大丝束碳纤维项目补充碳梁业务碳纤维需求缺口，助力民品业务发展

据公司 2019 年 7 月 19 日公告，公司与包头市政府、维斯塔斯签署《万吨级碳纤维产业园项目入园协议》，公司拟在包头市九原工业园区内投资建设万吨大丝束碳纤维项目，未来有望为公司碳梁业务提供碳纤维。据公司投资者关系报告，公司预计 2019 年需要采购 5000 吨以上大丝束碳纤维，其中从台塑（中国台湾）采购 3000 吨左右；剩余部分从土耳其阿克萨（AKSA）和吉林精功采购。

该项目拟总投资 20 亿元，分三期建设：一期总投资约 5 亿元，建设 2000 吨/年碳纤维生产线 1 条（包括原丝、碳化车间及相关配套车间、装置），建设期为 2-3 年；根据一期建设、投产情况及产能消化，结合市场需求进行二、三期建设，最终实现 10000 吨/年碳纤维的能力。此外，包头市九原区人民政府及工业园区管委会将协调落实维斯塔斯参与风场资源投标，力争协调给维斯塔斯优先配置风场资源及/或优先采购其风机订单，且使用光威复材所生产的碳纤维。

以低成本为主要目标的民用碳纤维产品的开发是国产碳纤维长期可持续健康发展的重要基础，公司包头项目有利于加深与维斯塔斯的合作，同时也是落实公司“两高一低”碳纤维发展战略的重要举措，短期内是对公司不断增长的碳梁业务对低成本碳纤维原材料需求缺口的补充；长期是基于碳纤维不断拓展的民品应用空间的必要技术和产品储备，助力公司民品业务发展，同时也有利于公司完善全产业链布局，丰富公司的碳纤维产品线，进一步巩固公司在国内碳纤维行业的领先地位。

据公司 2019 年 8 月 19 日公告，为了推动大丝束碳纤维项目建设在包头落地和实施，同时为降低投资风险，缓解项目建设给公司带来的资金压力，公司全资子公司光威能源新材料拟以自有资金出资，与公司控股股东光威集团共同投资 1 亿元设立内蒙古光威碳纤维有限公司（简称“内蒙古光威”）作为包头项目的实施主体负责建设和运营，其中，光威能源新材料出资 6000 万元（持股比例 60%），光威集团出资 4000 万元（持股比例 40%）。

#### • 盈利预测

我们调整盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润 4.59/5.96/7.75 亿元，EPS0.89/1.15/1.49 元/股，对应 8 月 19 日收盘价 PE43/33/25 倍，维持“审慎增持”评级。

#### • 风险提示

民品需求不及预期，产能建设不及预期。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2489	3072	3545	4266
货币资金	504	328	379	498
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	954	1346	1654	2062
其他应收款	2	6	8	9
存货	180	348	391	483
<b>非流动资产</b>	1098	1009	896	787
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	34	35	34	34
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	579	611	566	482
在建工程	252	126	63	31
油气资产	0	0	0	0
无形资产	150	155	162	170
<b>资产总计</b>	3587	4081	4441	5053
<b>流动负债</b>	390	901	639	769
短期借款	0	386	27	32
应付票据	0	36	22	32
应付账款	277	399	499	608
其他	113	82	90	97
<b>非流动负债</b>	335	-1	209	179
长期借款	0	-1	-2	-2
其他	335	0	210	182
<b>负债合计</b>	725	900	848	948
<b>股本</b>	370	518	518	518
资本公积	1639	1491	1491	1491
未分配利润	828	1068	1436	1893
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	2863	3181	3593	4104
<b>负债及权益合计</b>	3587	4081	4441	5053

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	377	459	596	775
折旧和摊销	96	100	114	121
资产减值准备	51	20	31	28
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-3	1	-16
投资损失	-28	-16	-18	-19
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-260	-649	-352	-501
<b>经营活动产生现金流量</b>	237	-427	589	356
<b>投资活动产生现金流量</b>	48	3	6	6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-66	248	-544	-243
现金净变动	222	-176	51	119
现金的期初余额	119	504	328	379
现金的期末余额	341	328	379	498

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1364	1793	2241	2802
营业成本	727	961	1188	1476
营业税金及附加	21	20	20	20
销售费用	29	29	34	42
管理费用	65	292	359	443
财务费用	3	-3	1	-16
资产减值损失	51	40	30	30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	28	16	18	19
<b>营业利润</b>	426	470	628	825
营业外收入	6	46	35	39
营业外支出	10	9	8	8
<b>利润总额</b>	423	508	655	856
所得税	46	49	59	82
净利润	377	459	596	775
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	377	459	596	775
<b>BPS(元)</b>	0.73	0.89	1.15	1.49

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	43.6%	31.5%	25.0%	25.0%
营业利润增长率	65.5%	10.3%	33.5%	31.4%
净利润增长率	58.8%	21.8%	29.9%	30.0%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.7%	46.4%	47.0%	47.3%
净利率	27.6%	25.6%	26.6%	27.6%
ROE	13.2%	14.4%	16.6%	18.9%
<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	20.2%	22.1%	19.1%	18.8%
流动比率	6.38	3.41	5.55	5.55
速动比率	5.88	2.99	4.89	4.87
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	40.3%	46.8%	52.6%	59.0%
应收帐款周转率	151.6%	147.6%	141.6%	142.7%
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.89	1.15	1.49
每股经营现金	0.46	-0.82	1.14	0.69
每股净资产	5.52	6.14	6.93	7.92
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	52.3	42.9	33.1	25.4
PB	6.9	6.2	5.5	4.8

### 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注册为证券分析师，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。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: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn