

审慎增持 (维持)

立中集团

300428

半年报业绩同比增长，期待免热铝和锂电材料放量

2022年08月01日

市场数据

市场数据日期	2022-08-01
收盘价(元)	37.70
总股本(百万股)	616.96
流通股本(百万股)	464.12
总市值(百万元)	23259.28
流通市值(百万元)	17497.50
净资产(百万元)	5335.71
总资产(百万元)	16076.63
每股净资产(元)	8.65

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证金属·公司跟踪】立中集团(300428): 布局新能源项目, 产业多元化有望再下一城》
2021-08-17

《四通新材: 低估值中间合金龙头, 高端转型续力成长》
2019-10-16

分析师:

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18634	24301	29896	34186
同比增长	39.1%	30.4%	23.0%	14.3%
归母净利润(百万元)	450	668	1158	1530
同比增长	4.0%	48.5%	73.3%	32.1%
毛利率	9.3%	9.3%	10.2%	10.7%
净利率	2.5%	3.0%	4.1%	4.8%
净资产收益率	8.9%	11.7%	17.0%	18.6%
每股收益(元)	0.73	1.08	1.88	2.48
每股经营现金流(元)	-1.49	-1.01	0.41	2.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营业收入 100.52 亿元, 同比增长 16%; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比增长 0.54%; 扣除股权激励摊销费用的归母净利润为 3.23 亿元, 同比增长 17.13%。我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元, EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元, 8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍, 维持“审慎增持”评级。
- **高端产品放量对冲疫情不利影响, 公司业绩保持正增长。** 2022 年上半年长春、上海等地疫情爆发, 对公司铸造铝合金和铝合金车轮业务销售产生了不利影响。但公司业绩总体仍然保持正增长, 主要受益于: (1) 高端晶粒细化剂和航空航天级特种中间合金等高端产品放量 (2022H1 高端晶粒细化剂产品销量 3220 吨, 同比增长 120.55%, 特种中间合金销量 182 吨, 同比增长 35.05%); (2) 铝合金车轮材料成本和海运费联动等报价模式的调整、内外铝价正挂以及美元升值等诸多有利因素影响。
- **产品结构升级+在建产能放量, 传统业务量利齐升。** 公司在功能中间合金、铸造铝合金和铝合金车轮等三大传统业务领域均布局有新产能, 随着在建产能逐步落地投产, 公司产品产销量有望逐步增加。三大业务盈利能力提升均有强逻辑支撑: (1) 功能中间合金板块, 高端晶粒细化剂和航空航天级中间合金等高附加值产品逐步放量, 产品结构优化; (2) 铸造铝合金板块, 随着再生铝使用比例提高, 单位成本下降; (3) 车轮板块, 高附加值的大尺寸车轮销量占比提升, 提高了板块整体盈利能力。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **一期项目投产在即，锂电材料项目打造业绩增长第二曲线。**公司在锂电新能源材料领域 6.1 万吨产能项目规划分为两期，其中一期项目产能总计 3.4 万吨，预计于 2023 年 3 月投产，二期项目产能总计 2.7 万吨，预计于 2024 年上半年投产。锂电项目主要产品包括六氟磷酸锂等锂电池电解质和氟化盐，其中，氟化盐用作公司功能中间合金原料，六氟磷酸锂等电解质产品直接对外出售，在传统业务领域之外，为公司打造业绩增长第二曲线。
- **一体化压铸大势所趋，公司免热铝材料优势明显。**在汽车趋向轻量化发展的背景下，一体化压铸技术逐步推广，催生了市场对于免热处理材料的需求。公司通过多年来的技术攻关，现已成功开发出免热处理材料并申请专利，公司免热处理合金不仅解决了国外同类产品广泛存在的偏稀性问题，而且成本降低了 15%-20%，并已投入市场应用。在新能源汽车渗透率快速提高和一体化压铸技术应用范围不断拓展背景下，免热处理合金业务有望为公司打开业绩增长新空间。
- **盈利预测及投资建议：**随着公司三大传统业务领域新建产能的逐步落地，公司产品产销量有望逐步增加；高端晶粒细化剂等高端产品营收占比不断提升，公司盈利能力增强。新能源材料项目即将落地，开辟业绩增长新路径。一体化压铸技术在新能源汽车领域的快速应用推动了上游原材料订单释放，公司作为国内免热处理合金市场领跑者，有望率先受益，我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元，EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元，8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：原材料价格波动、海内外铝价倒挂、一体化压铸应用不及预期等。

目 录

1、财务分析: 量利齐升, 高端产品放量对冲疫情不利影响.....	- 4 -
2、公司发展: 一体化布局已然成形, 传统业务量利齐升.....	- 5 -
2.1、传统业务在建产能规模庞大, 产销量有望快速增长.....	- 6 -
2.2、产品结构升级叠加再生铝使用比例提升, 传统业务盈利能力增强.....	- 6 -
3、公司看点: 新能源材料+免热铝双轮牵引, 助力公司业绩腾飞.....	- 7 -
4、募投项目: 公开发行可转债, 不断扩充高端产能规模.....	- 8 -
5、盈利预测及投资建议.....	- 9 -
6、风险提示.....	- 9 -

图目录

图 1、2022H1 公司营业收入同比增长 16.00%.....	- 4 -
图 2、2022H1 公司归母净利润同比增长 0.54%.....	- 4 -
图 3、2022H1 公司销售毛利率为 8.94%.....	- 5 -
图 4、2022H1 公司期间费用率下降到 6.50%.....	- 5 -
图 5、2022H1 公司经营性现金流与归母净利润匹配度有待提高.....	- 5 -
图 6、预计 2025 年公司再生铝使用比例将达到 80%.....	- 7 -

表目录

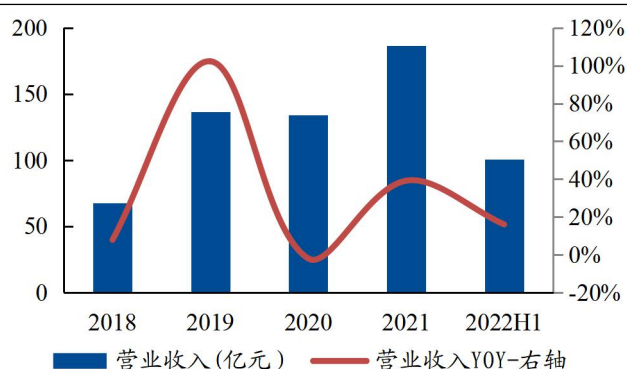
表 1、公司在建项目未来将陆续投产.....	- 6 -
表 2、公司锂电、钠电新材料项目产能逐步落地.....	- 8 -
表 3、可转债募集资金主要用于高端产能扩充.....	- 9 -

报告正文

1、财务分析：量利齐升，高端产品放量对冲疫情不利影响

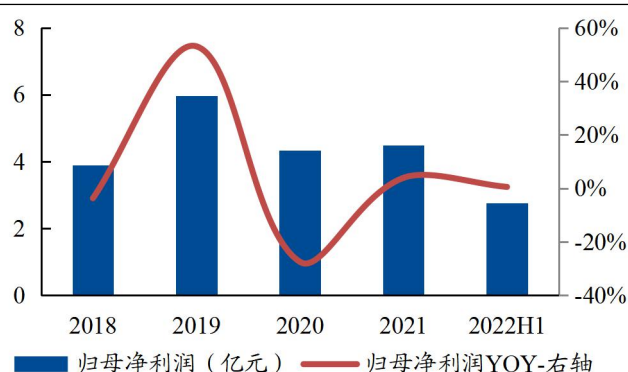
- **营收与利润情况：** 2022年上半年公司实现营业收入100.52亿元，同比增长16.00%；实现归母净利润2.77亿元，同比增长0.54%；实现扣除股权激励摊销费用的归母净利润3.23亿元，同比增长17.13%；实现归母扣非净利润2.12亿元，同比减少6.98%；实现扣除股权激励摊销费用的归母扣非净利润2.57亿元，同比增加13.12%。
- **疫情影响冲击：** 2021年上半年，长春、上海等汽车产业集中地区因发生疫情，汽车产业链内上下游企业停工停产，物流中断。公司现有的三大传统业务中，铸造铝合金和车轮产品销量受到一定程度影响，铝合金项目建设延期，功能中间合金业务因应用行业较为分散，受影响较小。
- **业绩增长原因：** 疫情冲击下，公司上半年仍保持了收入和利润的双增长态势，主要原因包括两个方面：（1）功能中间合金业务板块的高端晶粒细化剂、航空航天级特种中间合金等高端产品销量的逐步提升（2022H1高端晶粒细化剂产品销量3220吨，同比增长120.55%，特种中间合金销量182吨，同比增长35.05%），提高公司整体盈利能力；（2）铝合金车轮板块的产品材料成本和海运费联动等报价模式的调整、车轮出口业务的稳定发展、内外铝价正挂以及美元升值等诸多有利因素推动。

图 1、2022H1 公司营业收入同比增长 16.00% (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 2、2022H1 公司归母净利润同比增长 0.54% (亿元)



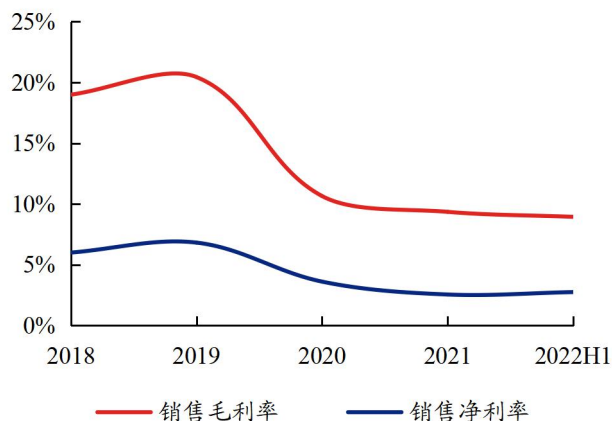
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率与期间费用率情况：** 疫情影响下，2022H1公司销售毛利率为8.94%，较2021年同期下降0.86pct，其中铸造铝合金、铝合金车轮和中间合金的毛利率分别为4.30%、14.39%和14.20%，分别较上年同期下降1.53pct、2.21pct和0.96pct。同时，在期间费用率方面，2022H1销售费用率为0.97%，与2021年同期持平；由于股权激励摊销费用影响，2022H1公司管理费用率为2.04%，较2020年提高了0.21pct；研发费用率为2.72%，较2020年同期增加0.18pct，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

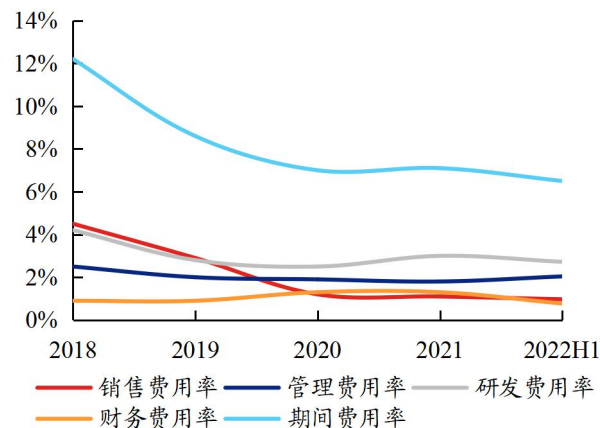
公司进一步加大研发投入;财务费用率为 0.77%,较 2020 年同期下降 0.52pct。合计来看, 2022H1 公司期间费用率达到 6.50%, 整体处于较低水平。

图 3、2022H1 公司销售毛利率为 8.94%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

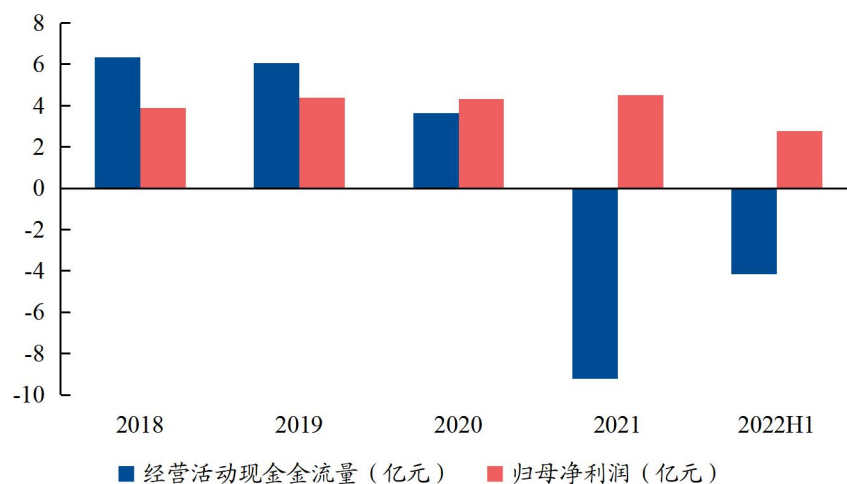
图 4、2022H1 公司期间费用率下降到 6.50%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **经营性现金流情况:** 2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.16 亿元, 较去年同期下降 90.62%, 主要是铝价上涨原料备货占用资金增加及应收款项增加等所致。公司从 2021 年开始出现经营性现金流与归母净利润明显不匹配现象, 目前二者的匹配度仍有待提高。

图 5、2022H1 公司经营性现金流与归母净利润匹配度有待提高



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、公司发展: 一体化布局已然成形, 传统业务量利齐升

- **公司传统业务业绩提升主要源于两点:** 一方面, 随着各项在建产能的陆续落地, 公司产品产销量有望实现不断增长; 另一方面, 随着高端晶粒细化剂等高端产品的放量, 公司产品结构逐步升级, 结合公司再生铝使用比例的不断

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

提升，铸造铝合金成本降低，公司产品盈利能力将稳步提高。传统业务量利齐升，推动公司业绩高速增长。

2.1、传统业务在建产能规模庞大，产销量有望快速增长

- 根据公司公告，目前公司已拥有功能中间合金产能 11 万吨，铸造铝合金产能 130 万吨，铝合金车轮产能 2000 万只，生产规模巨大，产品产销量位居行业前列。公司在现有产能基础上，还拥有年产 300 万只超轻量化铸旋铝合金车轮项目等多个在建项目，随着这些项目的陆续落地投产，公司产品产销量有望实现快速增长。

表 1、公司在建项目未来将陆续投产

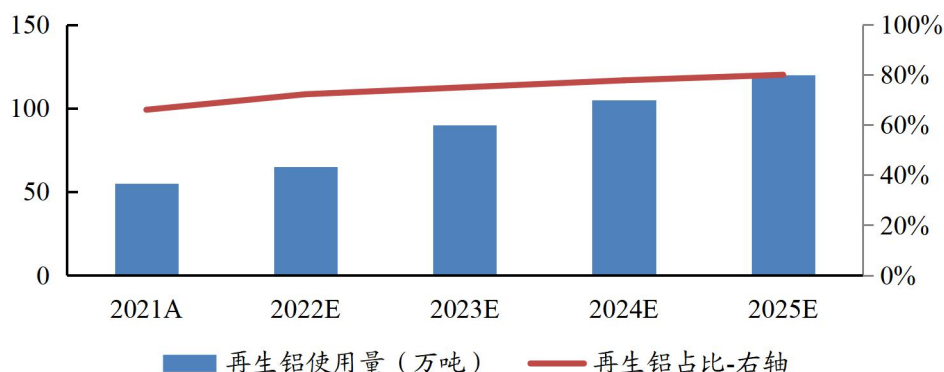
所属类别	项目名称
铝合金车轮	年产 260 万只轻量化铸旋铝合金车轮项目
	年产 140 万只轻量化铸旋铝合金车轮和 100 万套汽车高强铝悬挂零部件项目
	年产 30 万只卡巴轮项目
	年产 300 万只超轻量化铸旋铝合金车轮项目
铸造铝合金	年产 10 万吨新型汽车轻量化铝合金材料项目
功能中间合金	年产 5 万吨铝基稀土功能性中间合金新材料项目

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、产品结构升级叠加再生铝使用比例提升，传统业务盈利能力增强

- 公司产品吨盈利提升主要依托产品结构升级和再生铝使用比例增加，三大传统业务中，均有明确的吨盈利提升逻辑：
- **中间合金业务：**公司功能中间合金产品包括金属晶粒细化剂、金相变质剂、元素添加剂、金属净化剂等四大类。公司在该领域持续进行高端产品研发和市场推广，在原有的 7 万吨产能基础上，陆续建成 1.5 万吨高端晶粒细化剂产能和 2.5 万吨铝基稀土中间合金产能，此外，还有若干航空航天级特种合金产能。高端晶粒细化剂和航空航天特种合金产品具有较高附加值，产能放量将带动中间合金业务盈利能力显著提高。
- **铸造铝合金业务：**公司主要铝合金业务吨盈利提升主要依靠再生铝使用比例的提高。与传统的电解铝相比，再生铝成本优势十分明显，以能耗为例，生产单吨再生铝相较于电解铝节约 1.3 万度电，与采用原铝相比，采用再生铝生产铸造铝合金，吨成本可降低 1000 元左右。根据我们预测，2022-2025 年，公司再生铝使用比例分别为 72%、75%、78%和 80%。

图 6、预计 2025 年公司再生铝使用比例将达到 80%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

- **铝合金车轮业务：**公司铝合金车轮业务增强盈利能力主要通过两个途径来实现：（1）产品高端化，公司铝合金车轮产品结构逐步调整，向大尺寸和高端化方向进行切换，提高车轮产品的单位盈利能力；（2）锁定新能源汽车客户，公司在铝合金车轮领域已经实现为造车新势力和华人运通等多家新能源车企提供配套服务，并且完成了比亚迪某新能源车型项目顶点和某国际头部新能源车企的工厂认证，在新能源汽车轻量化市场积极布局。

3、公司看点：新能源材料+免热铝双轮牵引，助力公司业绩腾飞

- 未来公司业绩提升看点主要集中在两方面：新建锂电、钠电等新能源材料项目和公司掌握的免热处理合金工艺。
- **新建锂电、钠电项目：**公司于 2021 年 7 月建立山东立中新能源材料有限公司，投资建设立中集团新能源锂、钠电新材料项目。该项目产品主要包括锂电池电解质和氟化盐两大系列，其中，六氟磷酸锂等锂电池电解质产品直接对外出售，氟钛酸钾等氟化盐产品用作公司功能中间合金的原材料。未来新能源材料项目落地投产，一方面将显著提高公司的原材料保障能力，另一方面在传统业务之外，为公司开辟新的营收增长点。

表 2、公司锂电、钠电新材料项目产能逐步落地

新能源材料项目	产能情况	预计投产时间
一期	六氟磷酸锂 (LiPF ₆) 10000 吨, 氟钛酸钾、氟锆酸钾、氟硼酸钾等氟化盐 12000 吨, 其他氟化盐产品 12000 吨	2023 年 3 月
二期	六氟磷酸锂 (LiPF ₆) 8000 吨, 双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 8000 吨, 电子级氟化钠 (NaF) 3000 吨, 氟化盐 8000 吨	2024 年二季度

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- 免热处理合金业务:** 在汽车逐渐轻量化的背景下,一体化压铸技术受到整车厂尤其是新能源汽车厂商推崇。与传统汽车制造所采用的冲压+焊接工艺相比,一体化压铸具备诸多优势:(1)有效减少零件个数(对比 Model 3 后底板的 70 个零部件,采用一体化压住的 Model Y 仅需 2 个零部件);(2)降低车身重量,增加续航里程;(2)提高生产效率,大幅降低生产成本。免热处理铝合金是一体化压铸的最佳材料,其具备良好热稳定性能与力学性能,可满足大型压铸件的生产要求,节约生产时间,降低生产成本,提高产品的良品率,同时,省去了热处理工艺,满足碳中和节能减排趋势要求。而公司作为国内免热铝龙头,其客户开拓与技术研发处于行业领先地位:
- 领先的技术水平:** 随着一体化压铸技术的推广,市场对于免热铝合金材料的需求将逐步增加。公司通过多年来持续的高研发投入和对市场需求的准确把握,打破国外技术垄断,成功研发出国产免热处理合金材料并已申请专利。公司产品采用独特低 Mo 变质技术,解决了一体化过程中偏稀性问题,材料价格降低了 15%-20%。与国内外同类产品相比,公司免热处理合金材料具有一定的竞争优势。
- 快速推进的客户认证:** 目前,公司免热处理合金已经实现市场化应用和批量生产。2022 年 5 月 18 日,公司与文灿股份签署了《战略合作框架协议》,在新能源汽车大型一体化车身结构件,电池盒箱体等产品的材料开发和应用领域建立合作关系。同时,公司利用传统业务领域积累的新能源汽车客户资源,积极推动与整车厂及压铸厂的合作,促进公司免热率材料的推广应用。随着下游客户对一体化压铸技术应用程度的加深,公司免热铝材料市场需求将逐步扩大,为公司业绩增长开辟新空间。

4、募投项目:公开发行人可转债,不断扩充高端产能规模

- 根据公司 2022 年 7 月 31 日公告,公司拟通过向不特定对象发行可转换公司债券的方式募集资金不超过人民币 15.8 亿元,主要用于山东立中新能源锂电新材料项目(一期)和墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目。其中,墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目主要生产 17-19 寸

轻量化、大尺寸的高端车轮。该项目建成投产后，不仅能够就近将公司产品销售给北美当地客户，降低运输费用，还能够避开潜在贸易壁垒风险，同时，该产线属于高端产能，落地投产后将显著提高公司高端产品营收占比，增强公司盈利能力。

表 3、可转债募集资金主要用于高端产能扩充

序号	项目名称	拟投入募集资金金额
1	山东立中新能源锂电新材料项目（一期）	5 亿元
2	墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目	6 亿元
3	免热处理、高导热、高导电材料研发中心项目	0.3 亿元
4	补充流动资金	4.5 亿元

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测及投资建议

- 随着公司三大传统业务领域新建产能的逐步落地，公司产品产销量有望逐步增加；高端晶粒细化剂等高端产品营收占比不断提升，公司盈利能力增强。传统业务迎量利齐升。新能源材料项目即将落地，为公司开辟业绩增长新路径，一体化压铸技术在新能源汽车领域的快速应用推动了上游原材料订单释放，公司作为国内免热处理合金市场领跑者，有望率先受益。我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元，EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元，8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍，维持“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 原材料价格波动、海内外铝价倒挂、一体化压铸应用不及预期等。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10435	13847	16513	18392
货币资金	2053	2816	3428	3891
交易性金融资产	203	304	271	282
应收票据及应收账款	3598	5293	6260	6894
预付款项	217	266	355	411
存货	3222	4049	4994	5653
其他	1142	1118	1205	1261
非流动资产	3950	3636	3337	3003
长期股权投资	91	78	82	81
固定资产	2247	2329	2183	1927
在建工程	749	375	187	94
无形资产	576	601	626	650
商誉	29	30	30	30
长期待摊费用	7	2	-2	-7
其他	251	222	232	228
资产总计	14386	17483	19850	21394
流动负债	7675	9475	10133	9591
短期借款	4702	6033	6200	5296
应付票据及应付账款	1657	2,210.57	2,672.72	3,045.27
其他	1316	1232	1261	1250
非流动负债	1426	2027	2577	3145
长期借款	1182	1656	2249	2802
其他	245	371	329	343
负债合计	9101	11502	12711	12737
股本	617	617	617	617
资本公积	1343	1343	1343	1343
未分配利润	2971	3556	4578	5899
少数股东权益	217	266	343	449
股东权益合计	5284	5981	7139	8658
负债及权益合计	14386	17483	19850	21394

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	450	668	1158	1530
折旧和摊销	327	320	354	371
资产减值准备	20	50	65	52
资产处置损失	3	2	2	2
公允价值变动损失	8	-0	2	0
财务费用	245	284	339	369
投资损失	-35	-34	-32	-33
少数股东损益	24	49	77	106
营运资金的变动	-2012	-2110	-1665	-1088
经营活动产生现金流量	-922	-621	252	1327
投资活动产生现金流量	-516	-102	11	-25
融资活动产生现金流量	1731	1487	349	-839
现金净变动	281	763	612	463
现金的期初余额	1588	2053	2816	3428
现金的期末余额	1869	2816	3428	3891

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18634	24301	29896	34186
营业成本	16891	22046	26848	30517
税金及附加	102	160	190	220
销售费用	199	200	230	260
管理费用	333	560	550	540
研发费用	552	540	650	750
财务费用	237	284	339	369
其他收益	278	320	360	400
投资收益	35	34	32	33
公允价值变动收益	-8	0	-2	-0
信用减值损失	-52	-19	-23	-27
资产减值损失	-20	-14	-17	-18
资产处置收益	-3	-2	-2	-2
营业利润	552	830	1436	1916
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	551	829	1436	1915
所得税	77	112	200	279
净利润	474	717	1236	1637
少数股东损益	24	49	77	106
归属母公司净利润	450	668	1158	1530
EPS(元)	0.73	1.08	1.88	2.48

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	39.1%	30.4%	23.0%	14.3%
营业利润增长率	-4.2%	50.4%	73.1%	33.4%
归母净利润增长率	4.0%	48.5%	73.3%	32.1%
盈利能力				
毛利率	9.3%	9.3%	10.2%	10.7%
净利率	2.5%	3.0%	4.1%	4.8%
ROE	8.9%	11.7%	17.0%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	65.8%	64.0%	59.5%
流动比率	1.36	1.46	1.63	1.92
速动比率	0.94	1.03	1.14	1.33
营运能力				
资产周转率	145.1%	152.5%	160.2%	165.8%
应收账款周转率	587.3%	603.7%	585.7%	554.8%
存货周转率	641.1%	604.2%	591.6%	571.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.73	1.08	1.88	2.48
每股经营现金	-1.49	-1.01	0.41	2.15
每股净资产	8.21	9.26	11.02	13.30
估值比率(倍)				
PE	51.7	34.8	20.1	15.2
PB	4.6	4.1	3.4	2.8

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,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