

买入（维持）

02883.HK 中海油田服务

目标价：9.68 港元

现价：8.18 港元

业绩稳健增长，复苏初见成效

预期升幅：18.3%

2022年09月18日

市场数据

日期	2022.09.16
收盘价(港元)	8.18
总股本(百万股)	4,772
流通股本(百万股)	4,772
总市值(百万港元)	39,032
流通市值(百万港元)	39,032
净资产(百万元)	38,216
总资产(百万元)	73,312
每股净资产(元)	8.0

来源：Wind

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,168	33,989	39,496	46,287
同比增长	0.7%	16.5%	16.2%	17.2%
归母净利润(百万元)	313	2,304	2,460	2,748
同比增长	-88.4%	635.5%	6.8%	11.7%
净利润率	1.1%	6.8%	6.2%	5.9%
净资产收益率	0.8%	5.8%	5.9%	6.3%
基本每股收益(元)	0.07	0.48	0.52	0.58

来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司业绩稳健增长，降本增效提升盈利。**2022年上半年，公司实现营业收入151.96亿元，同比增长19.4%；实现归母净利润11.03亿元，同比增长37.6%，基本每股收益为0.2311元。公司各板块经营业绩较2021年同期都略有上升，其中油田技术板块营收增加25.5%，占比提升至49.7%。2022年上半年，公司来自中海油公司集团的收入占比略有下降，从上年同期84%降低至81%。期内公司通过自主作业替代分包、精益资源管理、深化供应链等方式实现了4.2亿元降本，是归母净利润提升的主要因素。
- **钻井板块业务量明显回暖，自升式钻井平台表现优于半潜式，日收入方面均有小幅下降。**2022年上半年，钻井板块实现营收50.55亿元，同比增长16.3%，占总收入的比重达到33.3%；实现经营利润0.52亿元，同比提升157.6%，占总经营利润的比重达到3.6%。2022年上半年，公司自升式钻井平台作业6,632天，同比增加1,336天，平台可用天使用率同比增长18.0个百分点至89.8%；半潜式钻井平台作业1,385天，同比增长103天，平台可用天使用率同比增长6.4个百分点至65.5%。日收入方面，自升式钻井平台同比减少6.6%至7.1万美元/天，半潜式钻井平台的平均日收入同比下降20.7%至11.5万美元/天。
- **油田技术服务板块表现良好。**2022年上半年，公司油田技术服务主要业务总作业量均有所上升，板块实现营业收入75.58亿元，同比上升25.6%，占总收入的比重达到49.7%；实现经营利润14.21亿元，同比提升2.5%，占总经营利润的比重达到99%。公司持续推进科技创新发展，提高自主制造能力，提升技术核心竞争力，上半年取得若干成果。此外，海外技术服务能力和市场开拓成果也有上升，公司顺利完成美洲新客户首口井测井作业；成功开拓并高质量完成美洲首次陆地固井技术服务；完成美洲某区块首批十口钻井总承包作业；中标东南亚两个海上钻井液作业项目、一个固井服务合同、两个开发项目的固井服务、五年期电缆测井服务项目等；自主研发的标准型“璇玑”系统旋转导向、地质导向工具、互联互通、RTC系统完成海外首个高端定向随钻作业项目；自主研发的钻完井液工程软件(VirtualMud)在中东某油田连续成功应用，标志著公司自研钻完井液工程软件实现产业化发展全面铺开；签署非洲泥浆固井等技术服务项目及一体化服务项目作业合同。
- **油服市场复苏已见成效，公司将持续受益于工作量回暖带来的盈利弹性。**由于2022年上半年国际原油价格上涨，激发了石油公司的投资意愿。据国际能源服务机构IHS Markit公司最新发布的《全球上游资本支出》研究报告预测，2022年全球上游勘探开发资本支出为4,936亿美元，与2021年相比增长34.1%，其中海上油田勘探开发资本支出为1,323亿美元，同比增长19.9%。Spears & Associates咨询公司发布最新《油田服务市场报告》预计，2022年全球油田服务行业市场规模为2,654亿美元，同比增长30.0%。公司业务回暖符合我们预期，随着油服市场进一步复苏所致工作量提升，或将带动部分服务日费率以及公司整体盈利能力的回升。
- **我们的观点：**根据行业和公司的最新情况，我们调整了公司的盈利预测，预计公司2022-2024年的营业收入将达到339.89、394.96和462.87亿元，归母净利润将达到23.04、24.60和27.48亿元，给予公司目标价9.68港元，对应2022年1倍PB，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动；油气公司资本开支不及预期；资产减值风险

相关报告

中海油田服务(02883.HK)2021年业绩点评：资产减值拖累业绩表现，看好工作量回暖后的盈利弹性-20220327

【兴证海外油气】本周原油行情回顾、热点问题及数据追踪-220310

中海油田服务(02883.HK)2021H1业绩点评：业绩继续下滑，全年盈利水平有望恢复-20210826

中海油田服务(02883.HK)一季度业绩点评：工作量下降影响公司一季度业绩，全年盈利水平有望恢复

中海油田服务(02883.HK)深度报告：上游资本开支回升，龙头业绩具有高支撑_20210329

油服行业深度报告：油价走出至暗时刻，油服行业低位复苏 20210517

海外能源、公用事业、工业行业研究

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

公司业绩稳健增长,降本增效提升盈利。2022年上半年,公司实现营业收入151.96亿元,同比增长19.4%;实现归母净利润11.03亿元,同比增长37.6%,基本每股收益为0.2311元。公司各版块经营业绩较2021年同期都略有上升,其中油田技术板块营收增加25.5%,占比提升至49.7%。2022年上半年,公司来自中海油公司集团的收入占比略有下降,从上年同期84%降低至81%。

钻井板块业务量明显回暖,自升式钻井平台表现优于半潜式,日收入方面均有小幅下降。2022年上半年,钻井板块实现营收50.55亿元,同比增长16.3%,占总收入的比重达到33.3%;实现经营利润0.52亿元,同比提升157.6%,占总经营利润的比重达到3.6%。2022年上半年,公司自升式钻井平台作业6,632天,同比增加1,336天,平台可用天使用率同比增长18.0个百分点至89.8%;半潜式钻井平台作业1,385天,同比增长103天,平台可用天使用率同比增长6.4个百分点至65.5%。日收入方面,自升式钻井平台同比减少6.6%至7.1万美元/天,半潜式钻井平台的平均日收入同比下降20.7%至11.5万美元/天。

图1、公司各分部营业收入情况

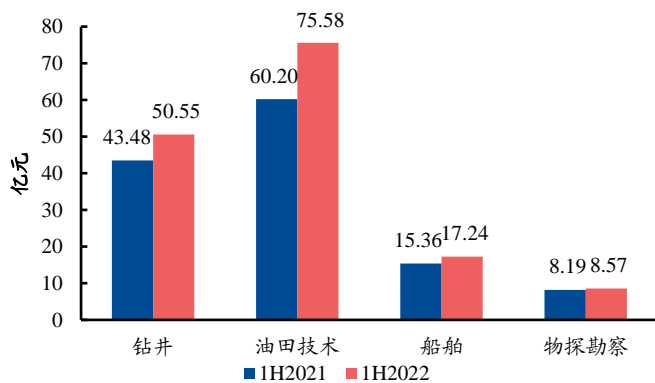
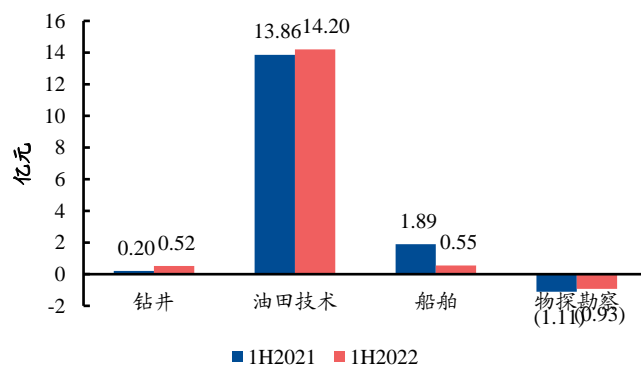


图2、公司各分部营业利润情况



资料来源:公司业绩公告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司业绩会 ppt,兴业证券经济与金融研究院整理

油田技术服务板块表现良好。2022年上半年,公司油田技术服务主要业务总作业量均有所上升,板块实现营业收入75.58亿元,同比上升25.6%,占总收入的比重达到49.7%;实现经营利润14.21亿元,同比提升2.5%,占总经营利润的比重达到99%。公司持续推进科技创新发展,提高自主制造能力,提升技术核心竞争力,上半年取得若干成果。此外,海外技术服务能力和市场开拓成果也有上升,公司顺利完成美洲新客户首口井测井作业;成功开拓并高质量完成美洲首次陆地

井固井技术服务；完成美洲某区块首批十口钻井总包作业；中标东南亚两个海上钻完井液作业项目、一个固井服务合同、两个开发项目的固井服务、五年期电缆测井服务项目等；自主研发的标准型“璇玑”系统旋转导向、地质导向工具、互联互通、RTC 系统完成海外首个高端定向随钻作业项目；自主研发的钻完井液工程软件 (VirtualMud) 在中东某油田连续成功应用，标志著公司自研钻完井液工程软件实现产业化发展全面铺开；签署非洲泥浆固井等技术服务项目及一体化服务项目作业合同。

船舶服务板块和物探采集。船舶服务业务实现营业收入 17.24 亿元，同比增长 12.3%，占总收入的比重达到 11.4%；实现经营利润 0.55 亿元，同比减少 70.8%，占总经营利润的比重达到 3.8%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司经营和管理三用作业船、平台供应船、油田守护船等 160 余艘，累计作业 26,251 天，同比增加 2,099 天，日历天使用率同比增加 0.8 个百分点至 91.5%，除油田守护船、修井支持船作业量小幅减少外，其他主要业务线使用率和作业量均有所上升。

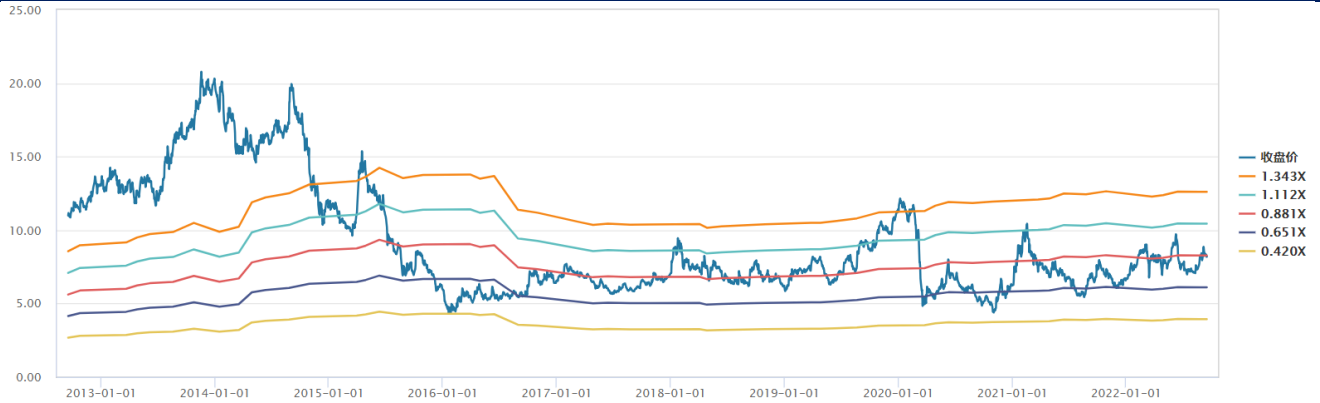
工程勘探服务板块略有增长。物探采集和工程勘探服务实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 4.7%，占总收入的比重达到 5.6%。实现经营亏损 0.93 亿元，去年同期为亏损 1.11 亿元。截至 2022 年 6 月 30 日，受行业产能过剩持续影响，公司二维采集作业量为 1,353 公里，同比减幅 37.2%；三维采集工作量为 8,868 平方公里，同比减幅 8.3%；海底电缆受市场需求限制，作业量为 638 平方公里，同比减幅 35.6%；海底节点新业务持续开拓，作业量为 262 平方公里，同比增幅 24.8%。

油服市场复苏已见成效，公司将持续受益于工作量回暖带来的盈利弹性。由于 2022 年上半年国际原油价格上涨，激发了石油公司的投资意愿。据国际能源服务机构 IHS Markit 公司最新发布的《全球上游资本支出》研究报告预测，2022 年全球上游勘探开发资本支出为 4,936 亿美元，与 2021 年相比增长 34.1%，其中海上油田勘探开发资本支出为 1,323 亿美元，同比增长 19.9%。Spears & Associates 咨询公司发布最新《油田服务市场报告》预计，2022 年全球油田服务行业市场规模为 2,654 亿美元，同比增长 30.0%。公司业务回暖符合我们预期，随着油服市场进一步复苏所致工作量提升，或将带动部分服务日费率以及公司整体盈利能力的回升。

我们的观点：根据行业和公司的最新情况，我们调整了公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年的营业收入将达到 339.89、394.96 和 462.87 亿元，归母净利润

将达到 23.04、24.60 和 27.48 亿元，给予公司目标价 9.68 港元，对应 2022 年 1 倍 PB，维持“买入”评级。

图3、公司历史 PB 走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示： 国际油价大幅波动；油气公司资本开支不及预期；资产减值风险

附表

资产负债表

单位：人民币百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	5,113	8,076	9,568	11,030
应收账款	10,512	12,234	14,216	16,661
存货	2,625	3,069	3,587	4,216
其他流动资产	7,032	1,227	1,227	1,227
总流动资产	25,282	24,607	28,599	33,134
固定资产	39,167	49,356	48,087	46,944
其他非流动资产	34,144	24,607	28,599	33,134
总资产	73,312	73,963	76,686	80,078
银行借款	2,232	2,344	2,226	2,115
应付账款	8,488	9,924	11,600	13,634
其他流动负债	11,289	8,555	8,588	8,654
总流动负债	22,009	20,822	22,414	24,403
长期借款	12,161	12,769	12,130	11,524
其他非流动负债	926	568	568	568
负债总额	35,095	34,159	35,112	36,495
股本	4,772	4,772	4,772	4,772
留存收益	33,261	34,849	36,618	38,628
所有者权益	38,216	39,804	41,573	43,583

现金流量表

单位：人民币百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前利润	1,090	2,984	3,187	3,559
折旧、折耗及摊销	4,903	4,870	4,769	4,643
营运资金变化	-1,475	-832	-667	-849
支付所得税	-767	-680	-726	-811
经营现金流	7,424	6,820	7,005	6,989
资本开支	-4,160	-3,500	-3,500	-3,500
其他投资活动	-573	0	0	0
投资活动现金流	-4,733	-3,500	-3,500	-3,500
已付股息	-811	-716	-691	-738
其他融资活动	-3,385	117	-1,322	-1,289
融资活动现金流	-4,196	-599	-2,013	-2,027
现金变化	-1,506	2,721	1,491	1,462
期初持有现金	6,861	5,355	8,076	9,568
期末持有现金	5,355	8,076	9,568	11,030

利润表

单位：人民币百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,168	33,989	39,496	46,287
营业成本	(24,409)	(28,795)	(33,810)	(39,757)
销售费用	(28)	(37)	(41)	(47)
管理费用	(723)	(851)	(939)	(1,113)
研发费用	(960)	(1,047)	(1,278)	(1,573)
财务费用	(694)	(603)	(567)	(572)
营业利润	880	2,858	3,063	3,421
营业外收入	336	258	248	268
利润总额	1,090	2,984	3,187	3,559
所得税费用	(767)	(680)	(726)	(811)
净利润	322	2,304	2,460	2,748
归母净利润	313	2,304	2,460	2,748
EPS（元/股）	0.07	0.48	0.52	0.58

主要财务比例

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力				
净利率（%）	1.1%	6.8%	6.2%	5.9%

营运表现

资产周转率	40%	46%	52%	58%
应收账款周转天数	132	131	131	131

同比增长

营业收入同比增长	0.7%	16.5%	16.2%	17.2%
归母净利润同比增长	-88.4%	635.5%	6.8%	11.7%

财务状况

负债/权益	91.8%	85.8%	84.5%	83.7%
收入/总资产	39.8%	46.0%	51.5%	57.8%
总资产/权益	1.92	1.86	1.84	1.84
盈利对利息倍数	0.79	0.21	0.18	0.17
总资产收益率	0.4%	3.1%	3.2%	3.4%
净资产收益率	0.8%	5.8%	5.9%	6.3%
资产负债率	47.9%	46.2%	45.8%	45.6%

估值比率

P/E	101.0	13.7	12.9	11.5
P/B	0.83	0.79	0.76	0.73

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通投资建设集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Ningbo Haishu Development and Construction Investment (Group) Co., Ltd.、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、北海投资(BVI)有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd.、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd.、济南高新控股集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、望博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投

资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司有投资银行业务关系。

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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

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
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真：(852) 35095929
邮箱：ir@xyzq.com.hk