

Towards a platform-type firm of lightweight vehicles, NBXS initiates its second curve

Buy (Maintain)

7 March 2023

Research Analyst
Ruibin Chen

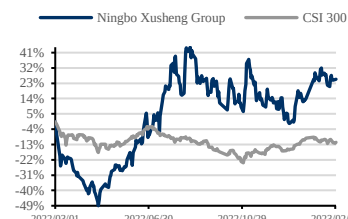
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	3,023	4,525	7,035	9,506
Growth (YoY %)	86%	50%	55%	35%
Net profit (RMB mn)	413	696	1,054	1,462
Growth (YoY %)	24%	68%	51%	39%
EPS (RMB)	0.62	1.04	1.58	2.19
P/E (X)	65.54	38.92	25.71	18.52

Key words: # second curve**Investment Thesis**

- **Ningbo Xusheng Group (NBXS) is committed to the field of lightweight vehicles, building a platform-type enterprise.** Engaged in the field of lightweight vehicles for 20 years, NBXS focuses on the R&D, production and sales of precision aluminum alloy auto parts and industrial parts. Its revenue continues to rise thanks to the explosive growth of its major customer's top-selling vehicles, recording sales of Rmb3.265bn in 1Q22-3Q22 (YoY +62.3%). NBXS has excellent cost control and competitive profitability compared with peers. Benefiting from the price decline of commodities and aluminum alloy, NBXS's NPM began to bottom out, achieving net profit of Rmb485mn in 1Q22-3Q22 (YoY +46.2%). The company continues to expand its production capacity by secondary market financing, hopefully achieving total output of Rmb15bn+ after project construction and ramp up. We expect NBXS to become a platform-type enterprise of lightweight vehicles.
- **Ongoing expansion of aluminum alloy lightweight market leads to broad growth potential for relevant companies that have independent technologies.** Aluminum alloy can be used in a wide range of scenarios, such as transportation, energy storage, consumer electronics, and communication. According to Precedence Research, the size of global aluminum alloy die-casting market may reach USD82.67bn in 2022 and USD116.9bn in 2027. In terms of automotive aluminum alloy, driven by rapid development of automobile electrification, fast-growing demand of lightweight vehicles should promote the expansion of automotive aluminum alloy market. We estimate that the market size of domestic aluminum alloy for passenger car is likely to reach USD41.7/58.1bn in 2025/2030. Currently, the market is mainly shared by foreign companies that enjoy first-mover advantage, while domestic firms, such as NBXS, IKD, Wencan, and Guangdong Hongtu, only account for single-digit market share. Through "domestic market expansion + market share improvement + overseas capacity transfer", leading domestic aluminum alloy die-casting enterprises are likely to achieve sustainable revenue growth.
- **Fully covering major processes of die-casting, forging and extrusion, NBXS initiates its second curve by product expansion.** Rarely seen in industry, NBXS masters molding and mass-production capacities for three major aluminum alloy processes of die-casting, forging and extrusion, as well as provides systematic lightweight solutions for Tier1 firms such as SSDT/ZF/CATL and major OEM like Tesla/NIO/GWM/BYD. NBXS also enters aluminum bottle business for household energy storage and consumer products. In 2022, NBXS received 14 procurement agreements from a domestic EV customer, one aluminum bottle procurement from a European importer and distributor of catering equipment, cream chargers, and other products, and one household energy storage procurement from a foreign new energy customer in 2022. NBXS's second curve begins to manifest with multi-dimensional and broad development of its overall business. Meanwhile, thanks to industry policy and business expansion, we expect NBXS to accelerate the construction of global off-site production capacity to further drive up the revenue growth.
- **Earnings Forecast & Rating:** We maintain sales and NP forecast of Rmb4.53/7.04/9.51bn and Rmb7.0/1.05/1.46bn, with P/E at 38.9x/25.7x/18.5x. We maintain the Buy rating.
- **Risks:** Unexpected chips supply shortage, lower-than-expected demand recovery, higher-than-expected price fluctuations in aluminum alloy.

Price Performance**Market Data**

Closing price (RMB)	40.70
52-week Range (RMB)	17.78/48.60
P/B (X)	5.03
Market Cap (RMB mn)	27,129.89

Basic Data

BVPS (RMB)	8.09
Liabilities/assets (%)	44.08
Total Issued Shares (mn)	666.58
Shares outstanding (mn)	666.58

Related reports

《旭升集团(603305): 2022 年业绩预增公告点评: 打造平台型轻量化企业, 业绩实现同比高增长》

2023-01-09

《旭升集团(603305): 2022 年三季报点评: 毛利率大幅提升, 持续获取新客户订单》

2022-10-31

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Xili Huang* (黄细里) and *Xingyue Tan* (谭行悦).

打造平台型轻量化企业，开启二次成长曲线 买入（维持）

2023 年 3 月 7 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,023	4,525	7,035	9,506
同比	86%	50%	55%	35%
归属母公司净利润（百万元）	413	696	1,054	1,462
同比	24%	68%	51%	39%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.62	1.04	1.58	2.19
P/E（现价&最新股本摊薄）	65.54	38.92	25.71	18.52

关键词：#第二曲线

投资要点

■ **深耕汽车轻量化领域，打造平台型轻量化企业。**旭升集团二十年深耕汽车轻量化领域，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售，借由核心客户 T 客户爆款车型放量收入规模持续提升，2022 年 Q1-Q3 实现营收 32.65 亿元，同比+62.3%。公司成本把控出色，盈利能力居同业公司前列，受益于铝合金大宗原材料价格回落，公司净利润率企稳回升，2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 46.2%。公司通过募资扩产持续提升产能，在建项目投产后总产值有望达到 150 亿元以上，支撑公司向平台型轻量化企业进军。

■ **铝合金轻量化市场持续扩容，自主轻量化公司成长空间广阔。**铝合金材料覆盖场景宽、应用空间广，在交通运输、储能、消费电子、通信等多个领域均有应用，根据 Precedence Research 测算，2022 年全球铝合金压铸市场空间达到 826.7 亿美元，2027 年预计达到 1169 亿美元。车载铝合金领域，受益于汽车电动化快速发展，汽车轻量化需求推动车用铝合金市场扩容，我们测算全国乘用车铝合金市场空间在 2025/2030 年分别为 417/581 亿美元。压铸行业发展历史悠久，国外公司具备先发优势占据主要市场份额，据我们测算，旭升集团、爱柯迪、文灿股份、广东鸿图等上市企业国内市场份额均在个位数，头部铝合金压铸企业有望通过“国内市场扩张+份额提升+海外产能转移”实现营收持续增长。

■ **压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，产品拓展开拓第二成长曲线。**公司是行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业，能够为客户提供系统性汽车轻量化解决方案，客户覆盖赛科利、采埃孚、宁德时代等汽车 Tier1 公司，T 客户、蔚来、长城、比亚迪等主流整车公司，同时拓展家用储能以及消费类的铝瓶业务，2022 年公司获得国内某新能源汽车客户定点项目 14 个，收到欧洲某餐饮设备、奶油充电器等产品进口商和分销商的铝瓶产品定点，收到国外某新能源客户家居储能产品定点，第二曲线初显，业务实现多维度、宽领域发展。同时，在行业整体政策和业务拓展驱动下，公司有望在海内外加速异地产能建设，助推营收进一步增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 22-24 年营收预测为 45.3/70.4/95.1 亿元，同比分别为+50%/+55%/+35%，归母净利润分别为 7.0/10.5/14.6 亿元，同比分别为+68%/+51%/+39%，对应 EPS 分别为 1.04/1.58/2.19 元，对应 PE 分别为 38.9/25.7/18.5 倍，我们认为公司持续拓展产品品类优化客户结构，有望成长为轻量化平台型企业，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**芯片供应短缺超出预期，下游需求复苏不及预期，铝合金价格波动超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.70
一年最低/最高价	17.78/48.60
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	27,129.89
总市值(百万元)	27,129.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.09
资产负债率(%，LF)	44.08
总股本(百万股)	666.58
流通 A 股(百万股)	666.58

相关研究

《旭升集团(603305): 2022 年业绩预增公告点评: 打造平台型轻量化企业，业绩实现同比高增长》

2023-01-09

《旭升集团(603305): 2022 年三季报点评: 毛利率大幅提升，持续获取新客户订单》

2022-10-31

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄细里和谭行悦的指导。

1. 铝合金材料具备性能优势，全球市场空间广阔

1.1. 节能+高效+轻量化，铝合金压铸市场不断扩大

有色金属压铸工艺具备悠久的历史，铝合金作为轻质合金能够在不减少强度的情况下制造非常轻便的零件，是有色合金铸造中非常重要的一环。除此之外它还具备耐腐蚀性、高强度/重量比、优异的导电性以及高可回收性等优点，目前广泛采用的高压压铸工艺能够有效的提升生产效率，降低成本，因此受到了各行各业的青睐。

1.2. 借助原材料+人力资源优势，新能源提速助推国内市场增长

基于单车铝合金用量以及燃油车及新能源车市场占比假设，我们测算全国乘用车铝合金市场空间在 2025/2030 年分别为 417/581 亿美元，2022-2025 年 CAGR 为 15.3%，增速高于亚太地区整体增速。

全球最大原材料生产基地，具备采购成本优势。我国是铝合金压铸原材料氧化铝最大的生产国，根据国际铝业协会的数据，2021 年生产氧化铝约 7526 万吨，占据全球氧化铝生产总量的 56%，是最大的铝合金原材料出口国，丰富的原材料供应为国内的铝合金压铸企业提供了采购成本优势。

2. 海外企业集中度高，营收增长相对平缓

2.1. 海外市场配套成熟，头部企业相对集中

充分竞争行业，海外企业头部集中度相对更高。就全球范围来说，压铸行业是充分竞争的领域，各个发达国家的压铸企业经营历史较长，经营规模较大，且在技术、客户资源方面有较强的优势，领先于国内大多数汽车压铸件生产企业。其中墨西哥的 Nemak、加拿大的 Marinrea Honsel、Linamar 以及德国的 Rhein mentall 属于规模领先的企业。

海外头部企业产品集中在动力系统，成长性偏弱。对于海外头部汽车零部件压铸企业来说，核心的产品主要是传统燃油车的发动机缸体以及变速箱壳体，叠加海外（欧美）乘用车整体增速近年来相对疲弱，各家企业营收近年基本保持稳定。

重资产行业，产能扩张助推营收增长。压铸行业数据重资产投入行业，营收增长前提是产能持续投放，Marinrea Honsel 公司 2010-2014 年在欧洲的营收增长，欧洲的固定资产同步持续增长。同时，因为发动机缸体以及变速箱壳体等重量在 20kg 以上，较难远程运输，因此需要在各地就近建厂完成产能供应，若客户需求发生波动，各工厂之间产能难以及时调配。

2.2. 能源+人工成本压力，海外企业产能扩张节奏放缓

受到俄乌冲突以及疫情的影响，欧洲能源价格 2021-2022 年有较大幅度的增长，根据世界银行披露的欧洲天然气价格变化，可以看到 2022 年天然气价格最高时是 2020 年

低点价格的 20 倍，能源价格的提升对欧洲压铸企业的经营带来较大的成本压力。同时因为疫情的影响，美国生产力成本指数持续上涨，人力成本的增加同样带给相关制造企业较大的成本压力。能源成本+人力成本的增加使得欧美压铸企业的产能扩张节奏放缓，新增需求订单逐步向中国及其它地区转移。

2.3. 轻量化市场高增速，国内集中度有望持续提升

相较于海外企业，国内铝合金压铸头部汽车零部件企业新增产能主要投放于新能源三电系统+轻量化底盘+车身结构件业务，渗透率提升下营收具备持续增长潜力。

3. 顺应新能源汽车轻量化趋势，产品及客户持续拓展

3.1. 致力于汽车轻量化，覆盖铝合金核心产品

公司的发展历程经历了“初创积累-转型突破-进军扩张”的阶段。2003 年至 2007 年公司逐步完成初创阶段技术与市场的积累，并从模具加工业务延伸到铝压铸业务。2008 年至 2011 年公司铝压铸工业件业务走向成熟。2012 年至 2014 年是公司向新能源汽车领域转型阶段，通过 T 客户供应商认证，并在变速箱、电池等关键零部件方面实现多项技术和工艺突破。2017 年公司在上海主板上市，之后公司又陆续开辟采埃孚、北极星、长城汽车、宁德时代等客户，客户群体和产品种类不断拓展。

3.2. 股权结构清晰，集中稳定

公司股权结构集中稳定。公司控股股东、实际控制人为徐旭东先生，截至 2022 年三季度，直接持有公司 15.31%的股权，并通过控制旭晟控股、旭日实业二名法人股东间接持有公司 35.00%的股权，合计控制了公司 50.31%的股权，具备绝对控股权。旭成投资为公司高管、核心员工及其亲属的持股平台，截至 2022 年三季度直接持有公司股份比例为 3.75%

3.3. 营收持续高增长，净利率企稳回升

营收持续高增长，净利润稳步提升。公司 2022 年 Q1-Q3 实现营收 32.65 亿元，同比+62.3%，其中以汽车类业务为主。2013 年公司与 T 客户签订框架合同，随着 T 客户销量持续增长，成为公司的第一大客户。同时借助于 T 客户的背书，公司成功拓展新的国内外整车、零部件及动力电池客户，产品和营收构成进一步优化。新能源车的普及将提升轻量化零部件的需求，公司铝合金压铸业务营收有望继续高速增长。归母净利润自 2019 年起稳步提升，2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 46.2%。

毛利率/净利率位居可比公司前列，大宗原材料价格回落助推净利润企稳回升。自 2016 年起，公司毛利率呈现逐年下降趋势，但仍位于同行业前列水平。毛利率下降一是因为 T 客户新车型 Model 3/Y 毛利率较低，车型放量拉低了平均毛利率水平；二是受原材料价格以及海运费上涨的影响。2022 年，受益于铝合金大宗原材料价格回落，公司毛利率企稳回升，三季度实现毛利率 25.6%。同时受益于公司较低的费用率，2022 年 Q1-

Q3 公司实现归母净利润率 14.9%，并有望进一步提升。

3.4. 客户多样性拓展，打造平台型轻量化企业

3.4.1. 持续推进客户多样性，产品品类跨域拓展

从 2017 年起，公司开始为采埃孚、北极星和蔚来等客户批量供货，与宁德时代、长城汽车和江淮汽车开始合作，并陆续拓展了伊顿、伟创力、宝马、广汽、比亚迪等客户。从 2022 年开始，公司开始拓展新能源汽车外的业务领域，包括家用储能以及消费类的铝瓶业务，营收的天花板进一步开启，在其它客户营收增长的推动下，T 客户的营收占比持续下降，2022 年 H1 达到 35.75%。

3.4.2. 产销配合驱动，打造平台型轻量化企业

新扩建产能扩大业务规模，逐步达产有望增厚公司业绩。为突破公司产能瓶颈，自 2017 年公司 IPO 以来不断募资扩产，公司现有已投产工厂占地为 771 亩，现有在建项目投产后占地共可达 1346 亩，我们预计可支持约 150 亿元营收体量。扩建产能产品包括公司三大工艺，为公司在新能源汽车和汽车轻量化领域进一步扩大业务规模提供产能保障，助力公司业绩稳步提升。此外，公司持续投入产能扩张，截至 2022 年三季度，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 9.86 亿元，同比增速为 7.4%。

4. 三大核心工艺全覆盖，产品品类拓展打造平台企业

4.1. 压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，储能+消费类持续拓展

公司是目前行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业，除了能够为客户提供系统性汽车轻量化解决方案，也能够借助自身工艺的完善性，不断在储能及消费领域进行拓展。

在车用铝合金压铸领域，公司核心专注于三电系统铸造，设备集中在 2000-3000T 压铸机，产品重量在 10-15kg；在车用铝合金锻造领域，公司主要集中在锻造控制臂领域，产品重量在 3-5kg；家用储能业务核心采用铝合金压铸工艺，产品重量约 50-60kg；铝瓶业务采用挤压工艺，产品重量 0.5-2kg。

相较于发动机缸体及车身大型结构件等产品，公司整体产品重量较小，便于运输，因此产能建设集中在浙江北仑及湖州两地，便于产能调配，不易浪费，有效降低成本。

4.2. 海外需求持续增长，有望加速异地产能建设周期

美国政府近年发布多项行政令与法规，持续强调制造业回流，有意降低对中国制造业的依赖。2018 年美国开始执行《301 条款》，对除了豁免范围之内的约 1300 多种进口中国商品施加 25% 的额外关税，并于 2022 年 9 月宣布持续延期征收。

2022 年 8 月 16 日，美国总统拜登正式签署《2022 年通胀削减法案》（Inflation

Reduction Act），涵盖气候变化、能源、医保、税改等多个领域，其中对清洁能源的电动汽车和相关上下游行业推出了众多税收优惠，加强行业供应链本土化。公司长期与特斯拉等海外顾客维持合作关系，北美需求持续增长，叠加出口税率压力，海外建厂有益于应对国外新形势，稳定客户关系，巩固全球化客户体系。国内轻量化企业陆续开始全球生产基地布局，公司有望加速海外生产基地布局进程。

储能市场快速增长，就近配套建厂节奏有望加速。随着储能项目的广泛应用、技术水平的快速提升，储能成为能源领域经济新增长点。受俄乌战争和欧洲能源价格飙升影响，海外户储市场需求爆发，公司也获得了海外户储的项目定点。国内储能企业业务快速增长，同时生产基地相对来说较为分散，相关压铸产品尺寸较大，就地建厂配套有助提升公司生产效率，降低运输成本，进一步加强公司与客户之间的配套联系。

5. 盈利预测与投资评级

1) 现有土地储备产能持续释放，1-10 号工厂以及北仑地区新工厂陆续建成投产，合计大约 1346 亩土地；2) T 客户及其它新能源乘用车客户销量持续增长；3) 公司储能业务及消费类业务开拓顺利，订单进一步增长，公司成长为铝合金轻量化的平台型企业；4) 公司异地（海外+全国）产能建设加速推进；5) 原材料价格在合理范围内波动，成本压力根据调价机制顺利传导，毛利率稳步回升，稳定在 24-25%之间，费用率基本持平。

基于以上核心假设，我们预测公司 22-24 年营收预测为 45.3/70.4/95.1 亿元，同比分别为 +50%/+55%/+35%，归母净利润分别为 7.0/10.5/14.6 亿元，同比分别为 +68%/+51%/+39%，对应 EPS 分别为 1.04/1.58/2.19 元，对应 PE 分别为 38.9/25.7/18.5 倍。

我们选取文灿股份、拓普集团、爱柯迪三家企业作为公司的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 46/28/20 倍。我们认为公司持续拓展产品品类优化客户结构，营收及业绩有望快速增长，有望成长为轻量化平台型企业，我们看好公司的长期发展，维持“买入”评级。

6. 风险提示

芯片供应短缺超出预期。芯片短缺超出预期，会影响公司下游配套主机厂的产量供应，从而影响公司业绩。

铝合金价格波动超出预期。公司产品的主要原材料为铝合金，若铝价在短期内发生剧烈波动，可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。

下游需求复苏不及预期。如果全球疫新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响乘用车需求的复苏。

旭升集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,665	6,135	8,713	11,616	营业总收入	3,023	4,525	7,035	9,506
货币资金及交易性金融资产	2,602	3,272	4,243	5,522	营业成本(含金融类)	2,296	3,445	5,347	7,177
经营性应收款项	1,028	1,561	2,427	3,279	税金及附加	8	13	21	29
存货	920	1,133	1,831	2,556	销售费用	21	23	35	48
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	77	120	162
其他流动资产	114	169	213	258	研发费用	129	158	239	314
非流动资产	3,513	4,107	4,703	5,298	财务费用	22	140	165	185
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	18	72	84	91
固定资产及使用权资产	1,797	2,024	2,246	2,458	投资净收益	13	27	35	19
在建工程	1,251	1,550	1,849	2,148	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	361	425	497	577	减值损失	-38	-4	-4	-4
商誉	0	1	1	3	资产处置收益	0	5	0	0
长期待摊费用	2	1	1	1	营业利润	467	770	1,224	1,699
其他非流动资产	102	101	100	99	营业外净收支	-2	2	0	0
资产总计	8,178	10,241	13,416	16,914	利润总额	465	772	1,224	1,699
流动负债	2,735	3,602	5,225	6,761	减:所得税	53	77	171	238
短期借款及一年内到期的非流动负债	736	736	736	736	净利润	413	695	1,052	1,461
经营性应付款项	1,780	2,643	4,102	5,506	减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1
合同负债	114	1	2	2	归属母公司净利润	413	696	1,054	1,462
其他流动负债	104	223	386	517	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.62	1.04	1.58	2.19
非流动负债	1,786	2,286	2,786	3,286	EBIT	474	810	1,273	1,778
长期借款	400	400	400	400	EBITDA	598	1,098	1,618	2,184
应付债券	1,270	1,770	2,270	2,770	毛利率(%)	24.06	23.88	24.00	24.50
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.67	15.38	14.98	15.38
其他非流动负债	116	116	116	116	收入增长率(%)	85.77	49.67	55.47	35.13
负债合计	4,521	5,889	8,011	10,047	归母净利润增长率(%)	24.16	68.40	51.40	38.79
归属母公司股东权益	3,653	4,350	5,404	6,867					
少数股东权益	3	3	2	0					
所有者权益合计	3,657	4,353	5,406	6,867					
负债和股东权益	8,178	10,241	13,416	16,914					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	378	1,192	1,586	2,007	每股净资产(元)	8.02	9.58	11.93	15.21
投资活动现金流	-1,191	-851	-911	-987	最新发行在外股份(百万股)	667	667	667	667
筹资活动现金流	1,928	329	294	259	ROIC(%)	8.85	10.94	13.63	15.61
现金净增加额	1,103	670	970	1,280	ROE-摊薄(%)	11.31	16.00	19.50	21.29
折旧和摊销	124	288	345	407	资产负债率(%)	55.28	57.50	59.71	59.40
资本开支	-1,446	-873	-941	-1,001	P/E(现价&最新股本摊薄)	65.54	38.92	25.71	18.52
营运资本变动	-206	4	-105	-173	P/B(现价)	5.07	4.24	3.40	2.67

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

