

增持 (维持)

03931.HK 中创新航

动力、储能双开花，业绩弹性可期

2024年9月15日

市场数据

日期	2024/9/13
收盘价 (港元)	11.68
总股本 (亿股)	17.72
总市值 (亿港元)	207.0
归母净资产 (亿元)	348.4
总资产 (亿元)	1,112.6
每股归母净资产 (元)	19.7

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

中创新航 (03931.HK) 2023H1 业绩点评: 动力电池市占率提升, 净利润同比增长_20230910

中创新航 (03931.HK) 首次覆盖报告: 动力及储能电池放量, 业绩弹性可期_20230620

海外研究

分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意: 张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

- **我们的观点:** 中创新航是全球头部锂电池厂商, 公司产能释放、产品矩阵趋于完善、客户资源扩充, 动力及储能电池有望持续放量, 规模效应显现。我们看好公司的长期发展空间及业绩改善情况, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.92、9.66、12.50 亿元, 分别同比+101.3%、+63.1%、+29.4%。截至 2024 年 9 月 13 日收盘, 公司股价对应 2024-2026 年 PE 各为 31.8x、19.5x、15.1x, 对应 PB 各为 0.53x、0.52x、0.50x; 我们维持公司“增持”评级, 建议投资者关注。
- **2024H1 业绩符合预期, 利润大增:** 1) **收入:** 2024H1 同比+1%至 124.7 亿元, 其中动力电池、储能及其他产品收入各为 97.2、27.5 亿元, 分别同比-6%、+43%, 收入各占 78%、22%; 期内电池出货量增长抵消了跌价对收入的负面影响。同期, 公司乘用车混动车型、商用车的电池装机量分别同比+155%、+125%, 表现突出。2) **毛利:** 2024H1 同比+65%至 19.5 亿元 (同比增加了 7.7 亿元); 毛利率 15.6%, 同比+6.0pcts、环比-0.2pcts; 同比提升主要由于公司规模效应加强、原材料成本下降, 抵消了电池单价下降的负面影响。3) **期间费用:** 2024H1 公司销售、管理、研发、财务费用合计 15.6 亿元 (同比增加 8.3 亿元), 费用率 12.5%, 同比+6.6pcts、环比+1.6pcts, 主要由于电池跌价, 费用率被动抬升。4) **存货减值拨备:** 2024H1 计提 1.3 亿元, 同比少计提 2.0 亿元, 环比少计提 4.1 亿元, 系因原材料及产成品价格跌幅缩减。5) **净利润:** 2024H1 同比+57%至 4.2 亿元, 主要得益于毛利增长、存货减值拨备计提减少, 部分被费用提升所抵消。6) **少数股东净利润:** 2024H1 为 1.7 亿元 (同比增加 0.5 亿元), 占公司净利润的 40%, 同比-5pcts, 环比+27pcts; 公司常州及厦门产能为 100%持股, 而成都、武汉、眉山、江门、合肥基地非全资持股, 各基地出货及盈利节奏差异, 导致少数股东利润分成波动。7) **归母净利润:** 2024H1 同比+70%至 2.5 亿元 (同比增加 1.0 亿元), 符合预期。
- **动力电池装车量增长, 客户结构多元, 技术迭代升级, 产品矩阵完善:**
 - **动力电池装车量稳居国内前三:** 据 SNE Research, 2023 年中创新航动力电池全球装机同比+80.9%至 33.4GWh, 全球市占率同比+1.1pcts 至 4.7%, 位列第六。据中国汽车动力电池产业创新联盟, 2024 年 1-8 月, 公司国内动力电池装机同比+5.7%至 20.23GWh, 位列第三, 市占率 6.99%, 较第四名领先 3.09pcts。
 - **乘用车、商用车客户结构多元:** 1) **乘用车纯电客户:** 公司与广汽、吉利、小鹏、蔚来、零跑、长安等深化合作, 新增新车型配套, 配套 Smart、H 标本田、小鹏、沃尔沃等出口车型出海, 并获得丰田、大众、福特、奥迪、马自达等国际客户定点, 推进国际化。2) **乘用车混动客户:** 多个项目大批量交付, 新增奇瑞、东风、北汽等主销车型量产配套。3) **商用车客户:** 公司在国内与吉利、瑞驰、奇瑞、北汽、东风、长安等配套交付主流轻型商用车车型, 并与三一集团、徐工集团、陕汽重卡等在重卡及专用车领域合作; 在海外有覆盖英国大巴业务, 并在印度市场获得相关认证。
 - **技术迭代升级, 产品矩阵完善:** 1) **技术持续升级:** 公司在中镍高电压、快充、三元针刺实验等领域位居行业前列, 持续在电池能量密度、快充、资源利用率等方面解决客户痛点。2) **产品矩阵完善:** 公司现已形成完善的产品矩阵, 包括 400V 2C 中镍高电压电池、800V 3C/5C 中镍高电压电池、6C 高镍 R46 大圆柱电池、高能高镍多元电池、超高能量密度半固态电池、高功率磷酸铁锂方形电池、高功率磷酸铁锂 R46 大圆柱电池、高比能磷酸铁锂电池、800V 3C 快充磷酸铁锂电池、800V 5C 超充磷酸铁锂电池等。3) **新产品新技术可期:** 公司 2024 年 8 月发布全场景新品。涵盖纯电、增程、插混、飞行电池在内的“顶流”全新新品计划于 2025-2026 年陆续上市, 在能量密度、5C 快充、生产成本等方面再升级; “至远”系列新品针对商用车、轨道交通、船舶等运用场景, 满足客户多元需求。
- **储能逐步放量:** 1) **出货量及收入大增:** 公司储能电池大幅放量, 在 ASP 下滑、2023 年储能收入同比+132%的基础上, 2024H1 储能收入同比+43%。2) **全场景覆盖, 技术升级:** 公司覆盖便携式储能、户储、工商业分布式储能、电网侧及发电侧大型储能产品。公司的 314Ah 电芯产品在行业内率先实现大规模批量稳定交付; 于 2024 年 8 月发布的“至久”系列新品包括循环寿命 15000 次且前 1000 圈零衰减的第二代 314Ah 电芯、支撑 6.25MWh 集装箱解决方案的第三代 392Ah 电芯、能量密度 440Wh/L 以上的 625+Ah 电芯。3) **客户开拓, 订单增长:** 公司与“五大六小”等电力集团建立直接合作关系, 与国家电投、中核汇能、中国能建、三峡新能源、中国电气装备集团等实现战略合作, 并与系统集成商、风电、光伏等领域头部客户签订了战略合作协议。2024 年 7 月, 中创新航获得全球最大储能项目电芯订单, 为阳光电源沙特 7.8GWh 储能项目供货。
- **风险提示:** 产品价格波动, 成本上涨, 产能扩充不及预期, 下游需求不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,006	31,429	40,691	47,414
同比增长	32.5%	16.4%	29.5%	16.5%
归母净利润(百万元)	294	592	966	1,250
同比增长	-57.4%	101.3%	63.1%	29.4%
毛利率	13.0%	15.5%	15.8%	16.1%
归母净利润率	1.1%	1.9%	2.4%	2.6%
净资产收益率	0.9%	1.7%	2.7%	3.4%
EPS-摊薄(元)	0.17	0.33	0.55	0.71

来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注: 若无额外说明, 报告数据币种为人民币

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表					单位:人民币百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
非流动资产	73,318	81,707	88,009	93,999					
物业、厂房及设备	67,695	75,454	81,085	86,324					
使用权资产	1,786	2,029	2,354	2,733					
无形资产	1,358	1,447	1,528	1,633					
其他金融资产	639	703	774	851					
收购物业、厂房及设备所付按金	1,255	1,399	1,503	1,601					
递延税项资产	568	659	750	841					
流动资产	32,111	29,799	31,973	34,400					
存货	7,126	4,347	4,359	4,280					
贸易应收款项及应收票据	6,829	7,288	8,068	8,734					
预付款项及、按金及其他应收款项	8,536	7,178	7,618	8,186					
应收关联方款项	233	256	281	310					
已抵押银行存款	1,382	1,658	1,990	2,288					
银行及现金结余	7,834	8,913	9,482	10,410					
总资产	105,429	111,506	119,982	128,398					
流动负债	36,821	36,478	39,116	42,051					
贸易应付款项及应付票据	19,959	17,973	19,058	20,315					
应计费用及其他应付款项	7,514	6,461	6,713	6,999					
合同负债	617	648	689	736					
应付关联方款项	426	468	515	567					
租赁负债	17	26	34	40					
银行借款	8,115	10,549	11,604	12,765					
拨备	99	184	208	237					
即期税项负债	76	168	294	393					
非流动负债	22,222	27,602	31,685	34,850					
递延收入	193	206	231	255					
租赁负债	66	79	90	95					
银行借款	21,056	26,320	30,268	33,295					
递延税项负债	12	13	14	14					
总负债	59,043	64,080	70,801	76,901					
归母净资产	34,646	35,238	36,204	37,455					
贵公司拥有人应占权益股本	1,772	1,772	1,772	1,772					
储备金	32,874	33,466	34,432	35,682					
非控股权益	11,740	12,187	12,977	14,042					
股东权益合计	46,386	47,425	49,182	51,497					
负债及权益合计	105,429	111,506	119,982	128,398					

现金流量表					单位:人民币百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
经营活动产生现金流量	2,900	5,077	5,553	6,550					
投资活动产生现金流量	-19,930	-10,952	-9,205	-9,057					
融资活动产生现金流量	13,898	6,954	4,221	3,435					
现金净变动	-3,132	1,079	569	928					
现金的期初余额	10,932	7,834	8,913	9,482					
现金的期末余额	7,834	8,913	9,482	10,410					

利润表					单位:人民币百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
收入	27,006	31,429	40,691	47,414					
销售成本	-23,494	-26,552	-34,254	-39,766					
毛利	3,512	4,876	6,437	7,648					
投资及其他收入	159	216	189	211					
政府补助及补贴	42	39	46	48					
其他收益及(亏损)净额	-877	-130	-131	-128					
销售开支	-343	-503	-651	-759					
行政开支	-676	-1,131	-1,221	-1,422					
研发开支	-992	-1,414	-1,831	-2,134					
经营利润	764	1,882	2,759	3,379					
财务成本	-330	-765	-799	-761					
税前利润	434	1,117	1,961	2,618					
所得税抵免/(开支)	4	-78	-204	-303					
净利润	437	1,039	1,756	2,315					
少数股东净利润	143	447	790	1,065					
归母净利润	294	592	966	1,250					

主要财务比率									
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
成长性									
营业收入增长率	32.5%	16.4%	29.5%	16.5%					
毛利增长率	66.9%	38.9%	32.0%	18.8%					
净利润增长率	-37.0%	137.8%	69.0%	31.8%					
归母净利润增长率	-57.4%	101.3%	63.1%	29.4%					
盈利能力									
毛利率	13.0%	15.5%	15.8%	16.1%					
归属股东净利率	1.1%	1.9%	2.4%	2.6%					
ROA	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%					
ROE	0.9%	1.7%	2.7%	3.4%					
偿债能力									
资产负债率	56.0%	57.5%	59.0%	59.9%					
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8					
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7					
运营能力 (次)									
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4					
存货周转率	3.4	4.6	7.9	9.2					
每股资料 (元)									
每股收益	0.17	0.33	0.55	0.71					
每股归母净资产	19.5	19.9	20.4	21.1					
每股净资产	26.2	26.8	27.8	29.1					
每股经营性现金流	1.7	2.9	3.2	3.9					
估值比率(倍)									
PE	64.0	31.8	19.5	15.1					
PB	0.54	0.53	0.52	0.50					

资料来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注: 表中估值倍数按 2024 年 9 月 13 日收盘价计算

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：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd. 成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国品资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股（集团）有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展（集团）有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设（控股）有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

蒙西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双园城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、贵阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资集团有限公司、湖北蕨川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd.、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限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及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	北 京
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号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港 (兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk