

中国通号

688009

审慎增持 (首次)

**铁路固定资产投资额持续高位运行
新签及在手订单继续保持稳定增长**

2020年03月29日

市场数据

市场数据日期	2020-03-29
收盘价(元)	6.46
总股本(百万股)	10589.82
流通股本(百万股)	1260.00
总市值(百万元)	68410.23
流通市值(百万元)	8139.60
净资产(百万元)	41744.35
总资产(百万元)	93224.23
每股净资产	3.59

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41646	45061	48441	52219
同比增长(%)	4.1%	8.2%	7.5%	7.8%
净利润(百万元)	3816	4199	4729	5332
同比增长(%)	12.0%	10.0%	12.6%	12.8%
毛利率(%)	22.9%	23.0%	23.2%	23.4%
净利率(%)	9.2%	9.3%	9.8%	10.2%
净资产收益率(%)	9.3%	9.5%	9.5%	9.7%
每股收益(元)	0.36	0.40	0.45	0.50
每股经营现金流(元)	0.32	1.05	0.13	0.61

相关报告

《科创板巡礼：中国通号》
2019-07-24

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

S0190520010001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

团队成员: 石康、张亚滨、李博彦、黄艳、李雅哲

投资要点

- **公司发布 2019 年年报:** 公司实现营收 416.46 亿元, 同比增长 4.08%; 实现归母净利润 38.16 亿元, 同比增长 11.95%; 扣非后归母净利润 35.01 亿元, 同比增长 6.25%; 基本每股收益 0.38 元/股 (归母净利润/发行在外普通股加权平均数), 与去年同期持平; 经营活动产生的现金流量净额 33.71 亿元, 去年同期为-15.87 亿元; 加权平均净资产收益率 12.77%, 同比减少 0.81 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。
- **铁路固定资产投资额持续高位运行, 公司铁路板块业务实现稳健增长。** 2016-2019 年公司营收复合增速为 11.84%, 归母净利润复合增速 7.81%。单年度来看, 2019 年营收同比增长 4.08%, 主要原因: 一是公司调整业务结构, 工程总承包类业务收入下降, 聚焦主业轨道交通控制系统; 二是铁路板块营收保持稳健的增长。2019 年归母净利润同比增长 11.95%, 主要原因是处置子公司通号置业股权形成投资收益, 扣非归母净利润同比增长 6.25%, 保持稳健增长。
- **新签合同及在手订单持续保持稳定增长态势。** 2019 年公司新签订单继续保持平稳增长, 全年实现新签合同额 706.1 亿元, 同比增长 3.4%, 其中铁路领域新签合同额 260.7 亿元, 较上年同期增长 3.9%; 至 2019 年年底, 公司在手订单 1049.4 亿元, 其中: 铁路领域 287.8 亿元。在手订单加上新签订单, 有力保障了公司今明两年的发展需求。
- **盈利能力企稳回升, 研发投入持续加强。** 近几年公司毛利率整体来看较为平稳, 2019 年公司毛利率 22.89%, 同比增加 0.19 个百分点, 主要原因: 一方面是公司主业轨道交通控制系统毛利率上升; 另一方面是公司调整业务结构, 降低低毛利业务占比所致。2019 年净利率 10.03%, 同比增加 0.74 个百分点, 一方面是公司加大提质增效管控力度, 另一方面是出售股权收益产生较大额度投资收益所致。公司持续加强研发投入, 2016-2019 年研发费用复合增速为 14.66%, 2019 年公司研发费用 15.83 亿元, 同比增长 19.64%; 2020 年研发投入预计达到 21 亿元, 增幅显著。研发费用的持续加强, 巩固了公司在行业内的领先地位。
- 预计公司 2020-2022 年净利润 41.99/47.29/53.32 亿元, 对应 2020-2022 年 EPS 为 0.40/0.45/0.50 元, 对应 PE 为 16.3/14.5/12.8 倍 (2020/3/29), 首次覆盖, 给予“审慎增持”评级。

风险提示: 铁路建设投资不及预期, 竞争加剧风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



事件

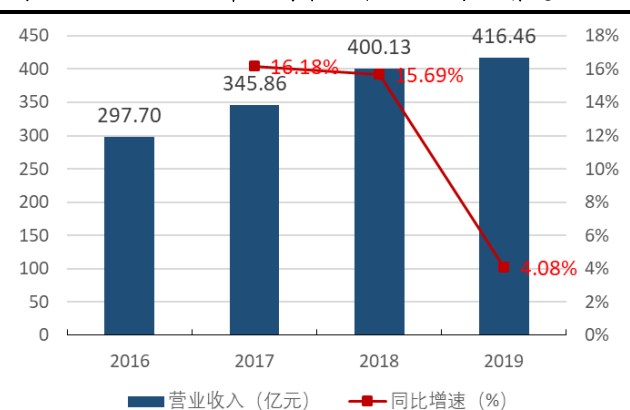
- 公司发布 2019 年年报：公司实现营收 416.46 亿元，同比增长 4.08%；实现归母净利润 38.16 亿元，同比增长 11.95%；扣非后归母净利润 35.01 亿元，同比增长 6.25%；基本每股收益 0.38 元/股（归母净利润/发行在外普通股加权平均数），与去年同期持平；经营活动产生的现金流量净额 33.71 亿元，去年同期为-15.87 亿元；加权平均净资产收益率 12.77%，同比减少 0.81 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

点评

- 铁路固定资产投资额持续高位运行，公司铁路板块业务实现稳健增长

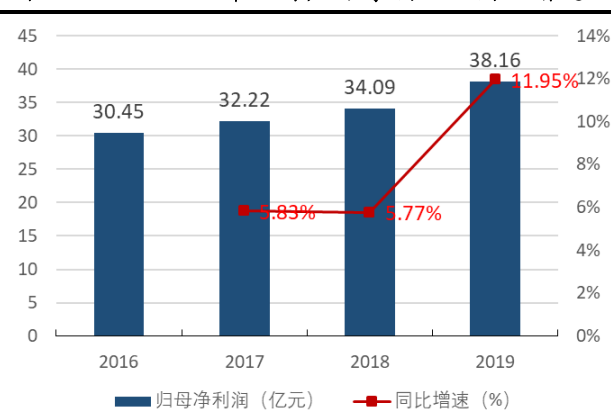
2019 年公司实现营业收入 416.46 亿元，同比增长 4.08%，相比于前两年增速有所放缓。2019 年公司实现归母净利润 38.16 亿元，同比增长 11.95%，相比于前两年增速大幅提高。主要原因在于 2019 年公司处置子公司通号置业股权形成投资收益，导致非经常性损益同比大幅增长 178.76%，达到为 3.15 亿元。若扣除该项，2019 年公司扣非归母净利润为 35.01 亿元，同比增长 6.25%，保持稳健增长。

图 1、2016-2019 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

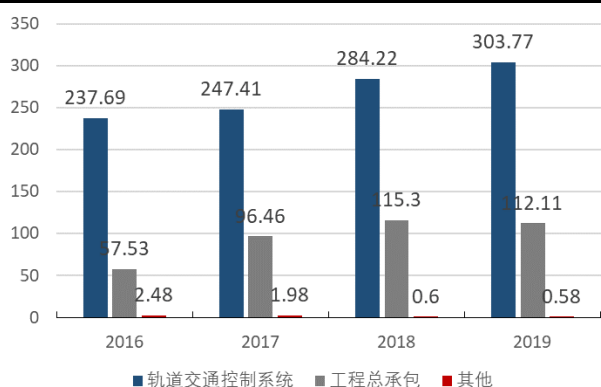
图 2、2016-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

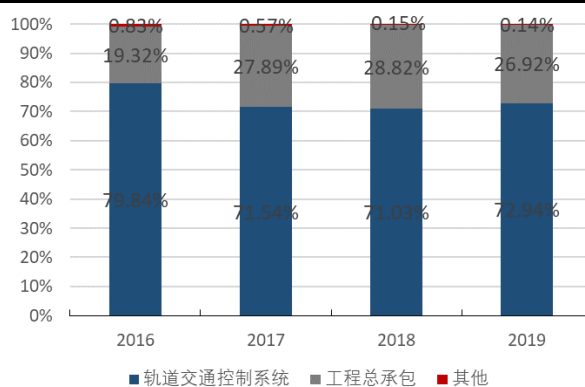
公司主营业务可分为三大板块，分别为轨道交通控制系统、工程总承包及其他业务，其中轨道交通控制系统是公司最主要的营收来源。轨道交通控制系统按产业链板块可分为设备制造、设计集成及系统交付服务，按照产品的终端市场可分为铁路、城市轨道交通及海外市场。2019 年公司轨道交通控制系统实现营收 303.77 亿元，同比增长 6.88%；工程总承包业务实现营收 112.11 亿元，同比减少 2.77%，主要是公司进一步优化业务结构，合理控制工程总承包业务规模所致；其他板块业务占公司营收比较小，主要为招标代理及集中采购业务。

图 3、2016-2019 年分产品的营业收入（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2016-2019 年分产品营收占总营收比（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

针对轨道交通控制系统，按产业链板块分类：2019 年设备制造、设计集成及系统交付服务分别实现营收 64.22 亿元、101.90 亿元、137.65 亿元，同比增长-3.11%、19.00%、4.04%。2019 年受益于国家对轨道交通建设投资的稳定增长及公司在行业内的竞争优势，订单量保持稳定增长，带动公司整体收入的增加。同时，因 2019 年集中开通线路较多，为确保工期进度，公司从 2018 年下半年即开始陆续供应设备，2019 年主要集中于开展现场联调联试，导致了设备制造板块营收增速略有下降。

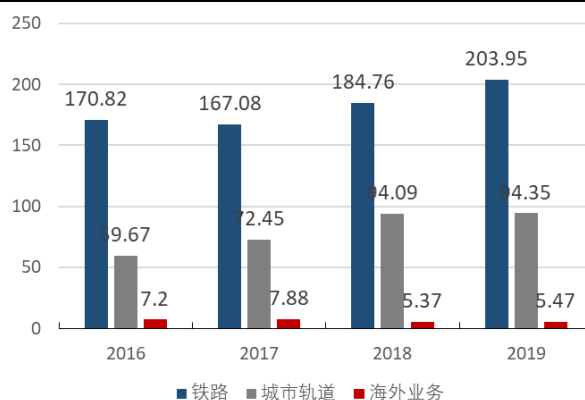
按终端市场分类：2019 年铁路、城市轨道和海外市场分别实现营收 203.95 亿元、94.35 亿元、5.47 亿元，同比增长 10.39%、0.28%、1.94%。根据国家铁路局数据，2019 年全国铁路固定资产投资完成额为 8029 亿元，2016-2018 年铁路固定资产投资完成额分别为 8015 亿元、8010 亿元、8028 亿元，铁路固定资产投资额持续高位运行有力保障了公司铁路业务量实现稳健增长。

图 5、2016-2019 年公司轨道交通控制系统业务按产业链板块分类营收（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

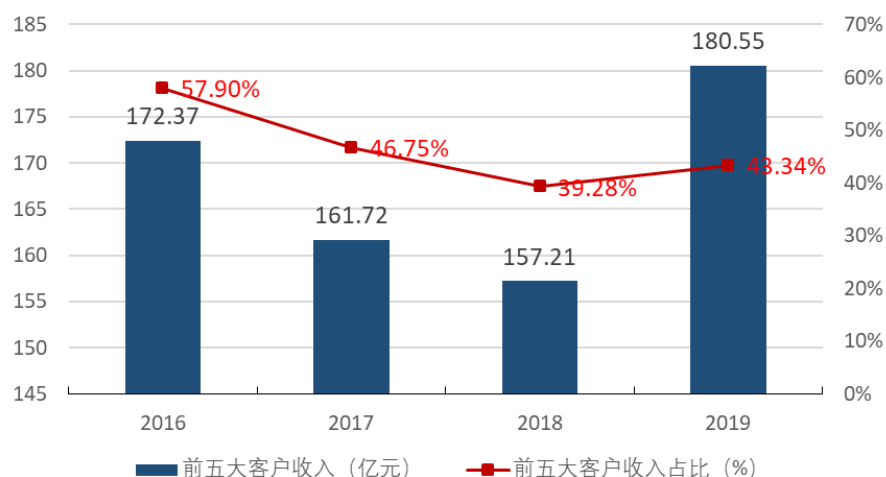
图 6、2016-2019 年公司轨道交通控制系统业务按终端市场分类营收（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司历史客户结构来看，前五大客户主要为中国铁路总公司、各客专公司及各城市轨道交通公司。2016-2018 年公司前五大客户营收额逐年下降，占公司营收比从 57.90% 下降至 39.28%；2019 年前五大客户营收额大幅增长，达到 180.55 亿元，占总营收比例 43.34%，较去年同期增加 4.06 个百分点。

图 7、2016-2019 年公司前五大客户营收额及占总营收比例



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 新签合同及在手订单持续保持增长态势，有力保障未来发展

2019 年度公司累计新签合同总额 706.1 亿元，较上年同期增加 3.4%。其中：铁路领域新签合同额 260.7 亿元，较上年同期增长 3.9%；城市轨道交通领域新签合同额 115.1 亿元，较上年同期减少 0.9%；海外领域新签合同额 24.1 亿元，较上年同期增长 153.3%；工程总承包及其他领域新签合同额 306.2 亿元，较上年同期减少 0.1%。至 2019 年年底，公司在手订单 1049.4 亿元。

在铁路控制系统领域，公司新签合同额持续保持增长态势，先后中标安九铁路、鲁南铁路、连徐铁路、赣深铁路、玉磨铁路、杭绍台铁路等重点项目，继续保持市场领先地位。与此同时，公司参与的联合体中标杭温高铁工程总承包项目，在参与 EPC 高铁工程方面取得重大突破；在城市轨道交通控制系统领域市场竞争形势激烈的情况下，公司 CBTC 系统先后中标昆明 5 号线、西安 9 号线、南通 1 号线、天津 4 号线、苏州 S1 线、深圳 16 号线等重点项目；海外市场开拓有所斩获，赢得泰国复线铁路通信信号改造、埃及斋月十日城铁路通信信号改造项目。在工程总承包及其他领域，公司新签合同额较上年同期基本持平略有下降，主要是由于公司围绕高质量发展要求，合理控制工程总承包项目承揽。

表 1、2016-2019 年公司各业务板块新签合同额及在手订单（亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
轨道交通控制系统	290.8	313.43	380.51	399.9
YOY	---	7.78%	21.40%	5.10%
其中：铁路	157.75	173.22	250.77	260.7
YOY	---	9.81%	44.77%	3.96%
城市轨道交通	105.36	113.21	120.23	115.1
YOY	---	7.45%	6.20%	-0.90%*
海外业务	27.68	27	9.5	24.1
YOY	---	-2.46%	-64.81%	153.68%
工程总承包及其他	204	293.88	302.43	306.2
YOY	---	44.06%	2.91%	-0.10%*
新签订单合计	494.8	607.31	682.94	706.1
YOY	---	22.74%	12.45%	3.39%
在手订单合计	530.82	695.2	804.65	1049.4
YOY	---	30.97%	15.74%	30.42%

资料来源：招股说明书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

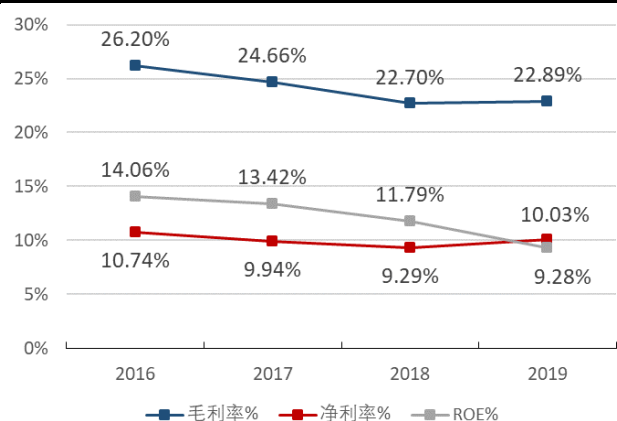
*注 1：根据 2019 年公司年报，城市轨道交通新签合同额同比减少-0.90%，按招股书计算数据为-4.27%，相差 3.37%；工程总承包及其他新签合同额同比减少-0.10%，按招股说明书计算数据为增长 1.25%，相差 1.35%。

*注 2：新签合同金额包含增值税，未完成合同金额不含增值税。

● 盈利能力企稳回升，研发投入持续加强

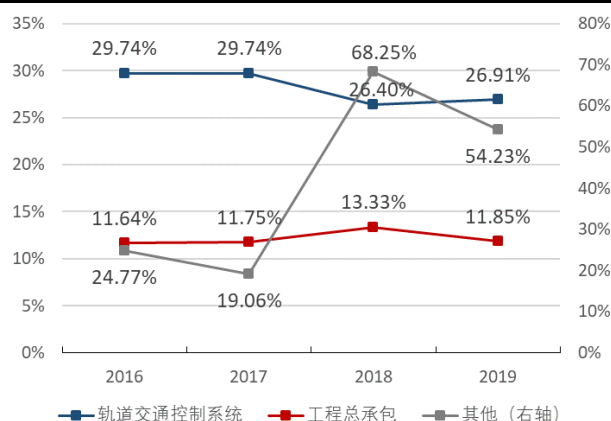
毛利率和净利率企稳回升。2019 年公司毛利率 22.89%，同比增加 0.19 个百分点；净利率 10.03%，同比增加 0.74 个百分点。公司毛利率企稳回升的主要原因：一是轨道交通控制系统毛利率有所上升，二是由于公司业务之间收入的结构变化所致，高毛利率业务收入占比增加，低毛利业务收入占比下降。2019 年公司 ROE 为 9.28%，同比下降 2.51 个百分点，2016-2019 年 ROE 持续下行，主要原因是公司流动资产持续大幅增长所致（2017 年存货同比增长 66.04%，2018 和 2019 年合同资产分别为 309.40 亿元、330.35 亿元，2019 年 IPO 募集资金净额 103.54 亿元导致货币资金大幅增长）。未来随着公司存货总额（包括存货和合同资产）逐渐下降，以及募投项目逐渐达产，公司 ROE 有望逐步回升。

图 8、2016-2019 年公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

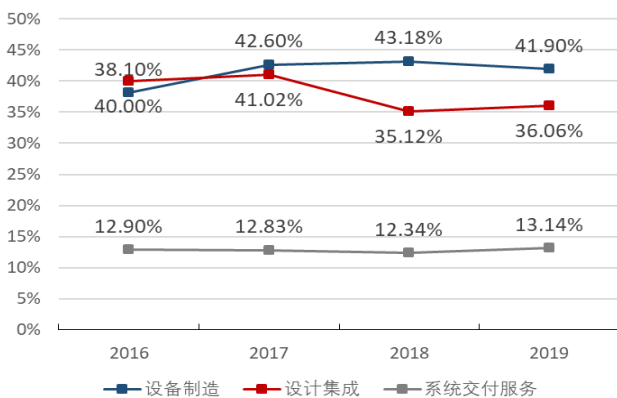
图 9、2016-2019 年分业务板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

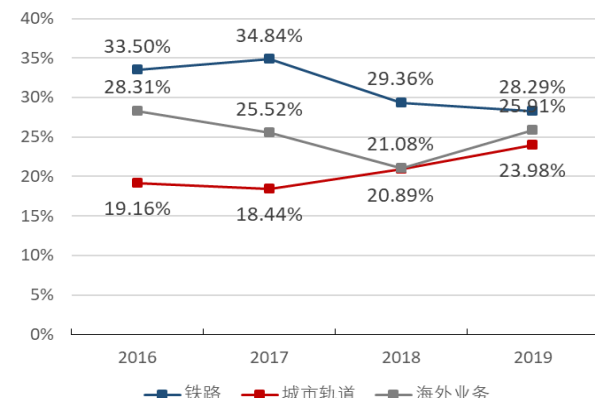
对于轨道交通控制系统业务,按产业链板块分类来看,2019 年设备制造、设计集成和系统交付服务毛利率分别为 41.90%、36.06%、13.14%,分别同比增长-1.28%、0.94%、0.8%;按终端市场分类来看,2019 年铁路、城市轨道、海外市场毛利率分别为 28.29%、23.98%、25.01%,分别同比增长-1.07%、3.09%、3.93%,其中城市轨道交通业务毛利率近三年上升较为显著。

图 10、2016-2019 年轨道交通控制系统业务按板块分类毛利率 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2016-2019 年轨道交通控制系统业务按终端市场分类毛利率 (%)

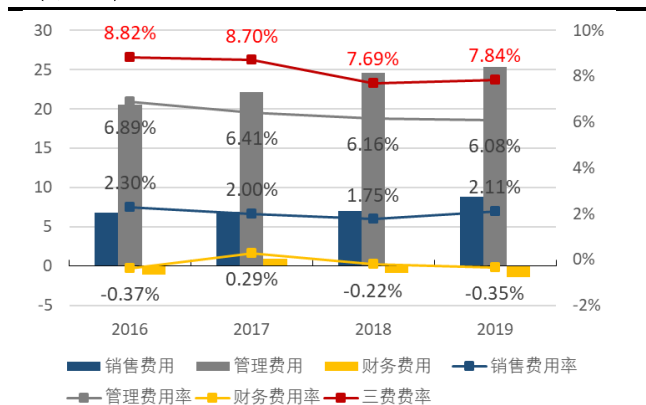


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司三费率逐渐下降企稳。2019 年公司三费费用为 32.64 亿元,同比增长 6.06%,占公司营收比 7.84%,同比小幅上升 0.15 个百分点。其中销售费用 8.78 亿元,同比增长 25.21%,占总营收比例 2.11%,同比上升 0.36 个百分点,销售费用的大幅增长主要是因为公司进一步加大市场经营力度,人工成本、售后服务及现场设备维修等费用增加所致;管理费用 25.30 亿元,同比增长 2.73%,占总营收比例 6.08%,同比下降 0.08 个百分点,主要由于公司本年持续提升管理水平,积极开展降本增效,大力压缩非生产性支出所致;财务费用-1.44 亿元,去年同期为-0.86 亿元,占总营收比例-0.35%,主要是由于公司本年首次公开发行 A 股募集资金产

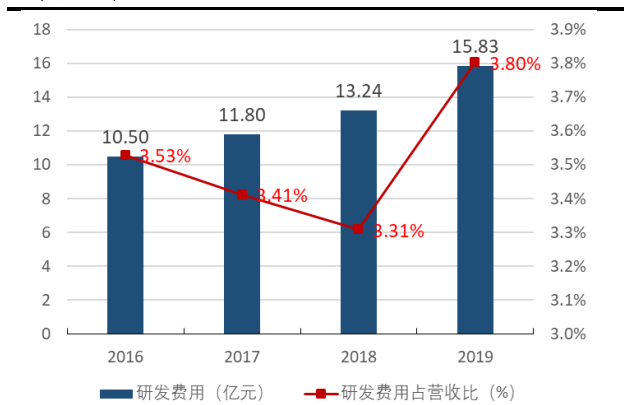
生的利息收入增加所致。2019 年公司研发费用 15.83 亿元，同比增长 19.64%，占总营收比例的 3.80%，同比增长 0.49 个百分点。公司研发投入持续加强，进一步巩固了公司在行业内的领先地位。

图 12、2016-2019 年公司三费费用及占营收比 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2016-2019 年公司研发费用及占营收比 (亿元)

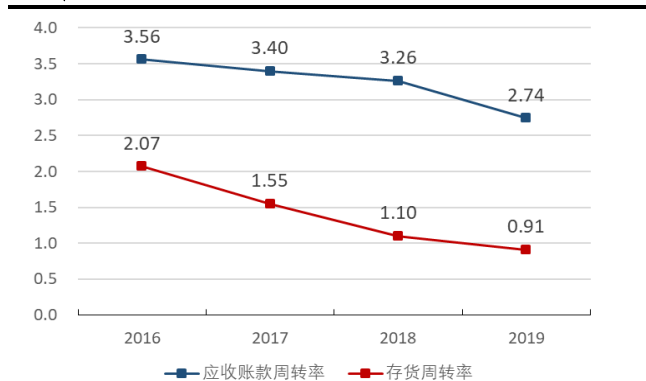


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

• 公司业务规模扩大，应收账款和合同资产有所增加

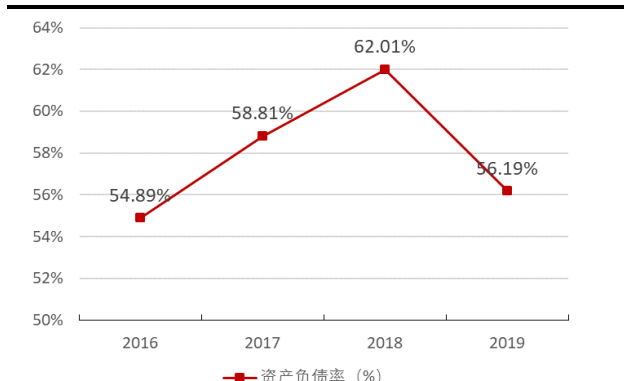
截至 2019 年底，公司应收票据、应收账款及应收款项融资合计 182.37 亿元，同比增长 18.08%；存货及合同资产 352.36 亿元，同比增长 0.59%。公司应收账款周转率 2.74 次，同比减少 0.52 次，主要原因是公司 2019 年业务规模扩大，收入增加，未到结算点的应收账款较去年底大幅增长 23.23%；存货周转率 0.91 次，同比减少 0.19 次，主要原因是公司业务规模进一步扩大，合同资产随之增加所致，但增速较去年同期大幅放缓。2019 年底公司资产负债率为 56.19%，同比降低 5.82 个百分点，主要原因是公司 2019 年公开发行股票募资，显著改变资产结构。

图 14、2016-2019 年公司应收账款周转率及存货周转率 (次)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
*注: 存货周转率=营业成本/(存货年度平均净额+合同资产年度平均净额)

图 15、2016-2019 年公司资产负债率 (%)

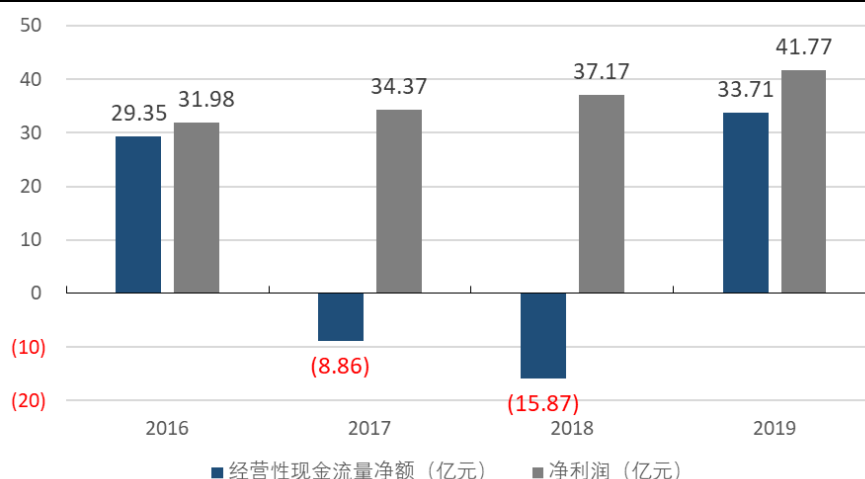


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **经营性现金流净额由负转正，现金流情况显著改善**

2019 年公司经营活动产生现金流量净额 33.71 亿元，去年同期为-15.87 亿元，净增加额 45.98 亿元，经营性现金流显著改善。主要原因有两点：一是公司营收结构逐渐改善，工程总承包类业务收入下降，特别是市政工程中 PPP 类业务收入的显著下降；二是公司加强管控应收账款的回款以及存货类资产的上升。投资活动的现金流量净额为-45.97 亿元，上年同期为-6.42 亿元，变动主要是由于本年三个月以上定期存款增加所致。筹资活动的现金流量净额为 82.47 亿元，上年同期为 16.22 亿元，变动主要是由于本年在科创板公开发行 A 股增加了现金流入。

图 16、2016-2019 年经营性现金流量净额与净利润（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **估值与评级**

我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年净利润 41.99/47.29/53.32 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 0.40/0.45/0.50 元/股，对应 PE 为 16.3/14.5/12.8 倍(2020/3/29)，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**

铁路建设投资不及预期，竞争加剧风险。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	80504	86378	97871	108049
货币资金	24000	36395	40549	49232
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16758	16583	18171	19707
其他应收款	1148	1445	1492	1603
存货	2201	7374	5621	6312
非流动资产	17008	14631	14685	14370
可供出售金融资产	0	26	13	15
长期股权投资	982	993	991	990
投资性房地产	218	226	224	224
固定资产	4329	4191	4010	3807
在建工程	161	80	40	20
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2417	2190	1967	1742
资产总计	97513	101009	112557	122420
流动负债	51759	51028	56004	59344
短期借款	238	680	605	569
应付票据	1278	1176	1294	1413
应付账款	39943	39911	43861	47209
其他	10299	9262	10243	10154
非流动负债	3029	3658	4428	5240
长期借款	1941	2641	3404	4200
其他	1088	1017	1024	1040
负债合计	54788	54687	60432	64584
股本	10590	10590	10590	10590
资本公积	15964	15964	15964	15964
未分配利润	10284	14225	18661	23663
少数股东权益	1605	1977	2407	2890
股东权益合计	42725	46323	52125	57836
负债及权益合计	97513	101009	112557	122420

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3816	4199	4729	5332
折旧和摊销	533	367	384	381
资产减值准备	31	-330	88	68
无形资产摊销	166	148	162	158
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-1016	-1288	-1497
投资损失	-373	-40	-50	-50
少数股东损益	361	372	430	484
营运资金的变动	189	6801	-2645	1766
经营活动产生现金流量	3371	11138	1404	6420
投资活动产生现金流量	-4597	47	126	118
融资活动产生现金流量	8247	1210	2625	2145
现金净变动	7047	12395	4154	8683
现金的期初余额	10808	24000	36395	40549
现金的期末余额	17855	36395	40549	49232

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41646	45061	48441	52219
营业成本	32112	34697	37203	40000
营业税金及附加	260	285	305	329
销售费用	878	901	967	1053
管理费用	2530	2775	3149	3298
财务费用	-144	-1016	-1288	-1497
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	373	40	50	50
营业利润	4979	5513	6213	7003
营业外收入	62	52	54	55
营业外支出	14	28	28	26
利润总额	5027	5536	6239	7031
所得税	850	965	1080	1216
净利润	4177	4571	5159	5816
少数股东损益	361	372	430	484
归属母公司净利润	3816	4199	4729	5332
EPS (元)	0.36	0.40	0.45	0.50

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	4.1%	8.2%	7.5%	7.8%
营业利润增长率	9.9%	10.7%	12.7%	12.7%
净利润增长率	12.0%	10.0%	12.6%	12.8%
盈利能力				
毛利率	22.9%	23.0%	23.2%	23.4%
净利率	9.2%	9.3%	9.8%	10.2%
ROE	9.3%	9.5%	9.5%	9.7%

资产负债率	56.2%	54.1%	53.7%	52.8%
流动比率	1.56	1.69	1.75	1.82
速动比率	1.51	1.55	1.65	1.71

资产周转率	47.0%	45.4%	45.4%	44.4%
应收帐款周转率	268.6%	262.7%	273.1%	269.5%

每股收益	0.36	0.40	0.45	0.50
每股经营现金	0.32	1.05	0.13	0.61
每股净资产	3.88	4.19	4.69	5.19

PE	17.9	16.3	14.5	12.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

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