

## 宁沪高速

600377

审慎增持 (维持)

经营及分红长期稳健, 股价进入高性价比区间

2020年3月24日

## 市场数据

市场数据日期	2020-3-24
收盘价(元)	9.80
总股本(百万股)	5037.75
流通股本(百万股)	5021.77
总市值(百万元)	49369.95
流通市值(百万元)	37237.70
净资产(百万元)	27670.92
总资产(百万元)	52779.69
每股净资产	5.49

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9969	10845	10179	12904
同比增长(%)	5.4%	8.8%	-6.1%	26.8%
净利润(百万元)	4377	4347	2972	4972
同比增长(%)	22.0%	-0.7%	-31.6%	67.3%
毛利率(%)	54.1%	51.9%	42.8%	54.3%
净利率(%)	43.9%	40.1%	29.2%	38.5%
净资产收益率(%)	16.7%	15.6%	10.4%	16.0%
每股收益(元)	0.87	0.86	0.59	0.99
每股经营现金流(元)	1.13	1.11	1.15	1.32

## 相关报告

《宁沪高速: 穿越牛熊的绝对收益标的》2020-01-02

《宁沪高速: 扣非业绩稳健增长》2019-08-26

《宁沪高速: 业绩稳健增长, 分红额增长、分红率下降》2019-03-25

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

## 投资要点

- **免费政策对公司短期盈利产生影响, 但长期估值影响有限:** 1) 我们测算, 若免费期间仍计提折旧摊销, 则每免费1个月预计减少公司税后利润4.7亿元, 相对2018年扣非利润减少约14%; 若免费期间不提折旧摊销, 每免费1个月减少公司税后利润3.8亿元, 相对2018年扣非利润减少约11%。2) 我们预计免费时间较预期有所缩短, 假设4月30日免费政策结束, 减损公司2020年利润约14亿元, 预计影响DCF估值约18亿元, 对公司长期估值影响有限。3) 当前全国高速公路网车流量基本恢复, 同比增长回正、增速较预期乐观, 且后续或将出台相关配套保障措施补偿上市公司损失。
- **短期业绩下滑不影响公司维持高分红决心。** 公司自上市以来每股分红绝对额从未下降, 尽管个别年份业绩出现负增长。我们预期公司虽然2020年业绩大概率出现负增长, 但是绝对分红额的波动将远小于业绩波动, 中长期看公司长期平均分红额占扣非利润的比例将维持在60%左右的较高水平。
- **2008年金融危机复盘:** 2007年10月-2008年10月市场全面下行时期, 高速公路行业持续跑赢大盘, 在12个月内共有9个月取得超额收益, 宁沪高速A复权下跌40%, 取得超额收益30%, PE(TTM)从33倍跌至17倍。而当前公司A股PE仅为11倍, H股仅为9倍, 估值下行空间不大。
- **经济下行时期, 宁沪高速业绩展现出极强的韧性。** 在2008年极端恶劣经营环境下, 公司营收和利润分别同比下滑0.6%和2.9%。收入端看, 当前一类小客车占车流量比例上升至76%, 较金融危机时提升20个百分点, 周期性进一步减弱; 成本端看, 公路上市公司一般采用车流量折旧法, 折旧随车流量而减少, 经营杠杆得到降低。
- **投资策略:** 假设公路免费至今年4月30日, 我们下调了2020年盈利预测, 预计19-21年EPS为0.86、0.59、0.99元。相对2020年3月24日宁沪高速A股收盘价9.80元, 对应PE为11.4X、16.6X、9.9X; 相对H股收盘价8.10港元, 对应PE为8.6X、12.6X、7.5X。假设未来几年均维持2018年度分红额(即每股分红0.46元), 则宁沪高速A股股息率约为4.7%, H股股息率约为6.2%, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 收费政策对公司影响, 宏观经济及突发事件影响车流量, 多元发展不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

### 1、短期疫情影响不改长期价值

#### 1.1、业绩短期受到疫情冲击影响，减损当期利润

2020年2月15日交通运输部发布，为了更好服务疫情防控工作，促进企业复工复产，保障经济持续健康发展，从2月17日起至疫情防控工作结束，依法同行的所有车辆免收全国收费公路通行费。具体终止时间尚待通知，预计免费政策会持续数月。

##### 免费政策对宁沪高速的影响：

- 预计免费时间可能长达数月，对公路上市公司当期利润影响较大，根据我们测算，如果免费期间依然计提折旧摊销则每免费1个月，预计减少宁沪高速税后利润4.7亿元，相对2018年扣非利润减少约14%。如果免费期间不提折旧摊销，每免费1个月预计减少宁沪高速税后利润3.8亿元，相对2018年扣非利润减少约11%。假设4月30日免费政策结束，预计将减少宁沪高速2020年利润约14亿元。
- 我们预计后续将出台相关配套保障措施，统筹维护公路使用者、债权人、投资人和经营者的合法权益，可能会采用适当延长收费、争取低息贷款等方式补偿上市公司的损失。
- 若相应延长高速公路收费期，在DCF估值下，对高速公路上市公司估值影响不大。
- 短期冲击不影响板块长期投资价值，高速公路龙头公司具有业绩稳健、低估值高分红的特征，仍然值得低风险投资者关注。

表1、取消收费对宁沪高速利润敏感性分析

(亿元)	提折旧摊销 影响税后利润	提折旧摊销 影响扣非利润	不提折旧摊销 影响税后利润	不提折旧摊销 影响扣非利润
免费3个月	14.1	42%	11.4	33%
免费4个月	18.8	56%	15.2	44%
免费5个月	23.5	70%	19.0	55%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 1.2、长期投资价值不改

疫情防控形势改善，恢复公路收费可能早于预期。随着国内多地确诊病例逐步清零，复工复产工作在持续推进，且收费公路免费后也吸引了普通公路、铁路和水路的货量，目前高速公路需求已经得到恢复。2020年3月14日-3月20日期间，全国高速公路网车流量共计2.08亿辆次，同比增长9.24%。预计终止高速公路免费政策后，车流量仍能保持增长。

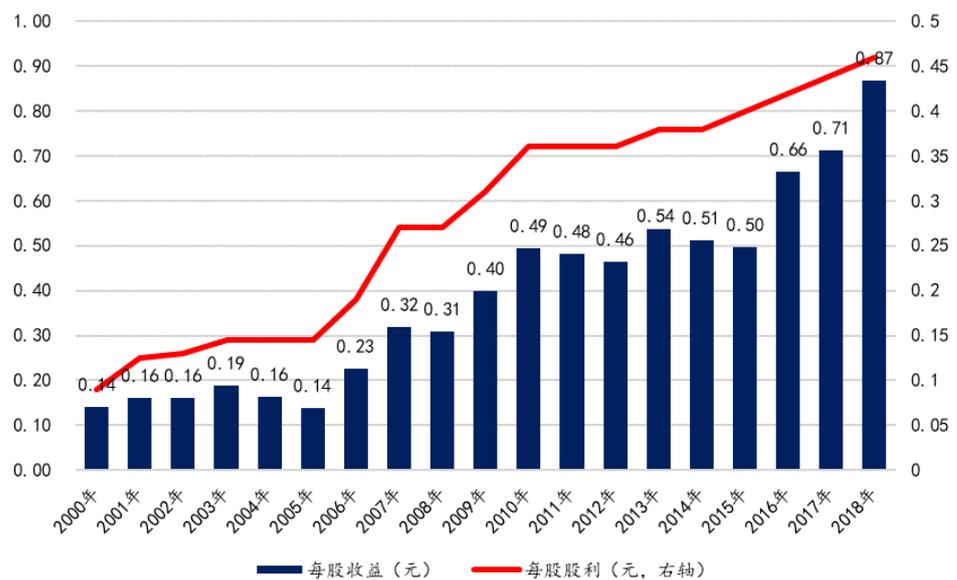
DCF估值影响有限，预计将保持高分红政策，绝对分红额稳健。假设全国高

速公路免费政策持续到 4 月 30 日，预计对宁沪高速 DCF 估值产生的负面影响约为 18 亿元，公司长期估值受到的影响不大。公司一贯以来坚持稳定的高分红政策，保证分红额的增长，近几年受业绩快速增长、非经常收益和资本开支较大等因素的影响，公司分红率虽较 2014 年以前有所下降，但是仍然高达 50% 以上，且分红额占扣除非经常利润占比依然高达 60%，是高速公路行业分红派息率较高的公司。

值得注意的是，公司上市以来，尽管 EPS 有波动，个别年份出现负增长，例如：2005 年、2008 年和 2014 年前后，但历史上每股绝对分红额从不下降，证明了公司分红政策一贯的稳定性。

2020 年公司净利润负增长是大概率事件，但我们预判，每股分红的波动将远低于 EPS 的波动。

图 1、宁沪高速上市以来 EPS 和每股分红情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、2008 年金融危机前后复盘

### 2.1 公路 AH 股凸显一定抗风险能力

2008 年金融危机期间，高速公路行业、宁沪高速 A 股和沪深 300 指数的走势基本保持一致，高速公路板块跌幅跑赢大盘。从 2007 年 10 月末到 2008 年 10 月末市场全面下跌时期的数据来看，沪深 300 指数累计下跌 71.0%，高速公路行业最大跌幅为 60.8%，取得累计超额收益 10.2%；宁沪高速最大跌幅为 55%，取得累计超额收益 16.0%。

图 2、金融危机期间 A 股大盘、公路行业及宁沪高速走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

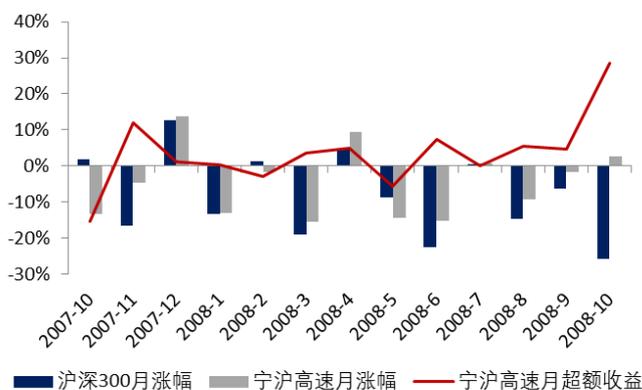
在经济下行期间，公路板块 A 股展现防御特性。例如：从月度数据看，2007 年末金融危机显现，在此后一年时间内（2007 年 10 月-2008 年 10 月），高速公路行业持续跑赢大盘，在 12 个月内共有 9 个月取得超额收益。而同期的宁沪高速在 12 个月内有 10 个月跑赢大盘，取得超额收益，同样印证了公路行业具有对抗市场下跌的特征。

图 3、金融危机期间 A 股公路板块月超额收益



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、金融危机期间宁沪高速 A 股月超额收益



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

抗风险能力也在宁沪高速 H 股得到体现。从 2007 年 10 月-2009 年 2 月 H 股市场全面下行期间的走势看，恒生指数从最高点 30468.3 下滑至 12578.6，最大跌幅达到 58.7%，而宁沪高速 H 股从最高点 8.74 港元下滑至 4.72 港元，最大跌幅达到 46.0%，取得累计超额收益 12.7%。

图 5、金融危机期间 H 股大盘及宁沪高速 H 股周走势



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2 目前估值已达低位, 下行空间有限

从估值的角度看, 2007 年 10 月末到 2008 年 10 月末, 沪深 300 全收益降幅达 70.5%, 而宁沪高速 A 股复权股价降幅为 40.2%, PE (TTM) 估值从 32.5x 下降到 17.4x, PB 从 3.2x 下降到 1.8x; 恒生指数降幅达 55.4%, 而宁沪高速 H 股同期的复权股价降幅达 38.2%, PE (TTM) 估值从 28.0x 下降到 14.1x, PB 从 2.8x 下降到 1.5x。

总体来看, 2008 年金融危机前宁沪高速估值较高, 虽然绝对跌幅不小, 但仍然跑赢大盘取得超额收益。但当前, 宁沪高速 A、H 股 PE (TTM) 分别为 11.0x、8.1x, 远低于 2008 年金融危机前的估值水平, 基本到达历史最低估值水平, 下跌空间有限, 预计将展现更强的抗跌能力。

表 2、2008 年金融危机以来市场及公路 AH 股涨跌幅

涨跌幅	沪深 300 全收益	A 股高速公路板块	宁沪高速 A 复权	恒生指数	宁沪高速 H 复权
2007.10.31-2008.10.31	-70.5%	-55.4%	-40.2%	-55.4%	-38.2%
2008.11.1-2019.12.31	205.3%	153.5%	270.2%	96.5%	223.2%
2020.1.2-2020.3.20	-12.0%	-13.9%	-17.5%	-20.1%	-29.6%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2008 年金融危机以来市场及公路 AH 股市盈率变化

PE(TTM)	沪深 300	A 股高速公路板块	宁沪高速 A	恒生指数	宁沪高速 H
2007.10.31	47.8	29.1	32.5	23.3	28.0
2008.10.31	12.5	13.7	17.4	8.8	14.1
2019.12.31	12.5	10.4	13.2	10.2	11.3
2020.3.20	11.1	9.4	11.0	8.7	8.1

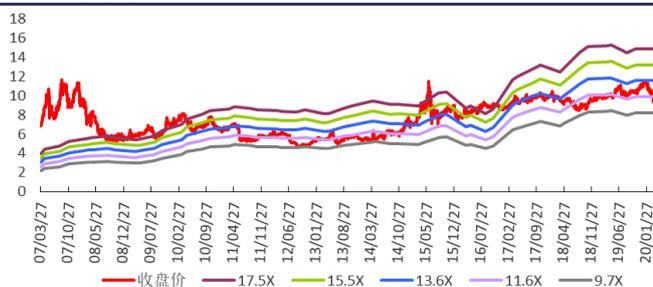
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2008 年金融危机以来市场及公路 AH 股市净率变化

PB(最新)	沪深 300	A 股高速公路板块	宁沪高速 A	恒生指数	宁沪高速 H
2007.10.31	7.1	3.4	3.2	3.7	2.8
2008.10.31	2.0	1.5	1.8	1.4	1.5
2019.12.31	1.5	1.2	2.0	1.1	1.8
2020.3.20	1.3	1.0	1.7	0.9	1.3

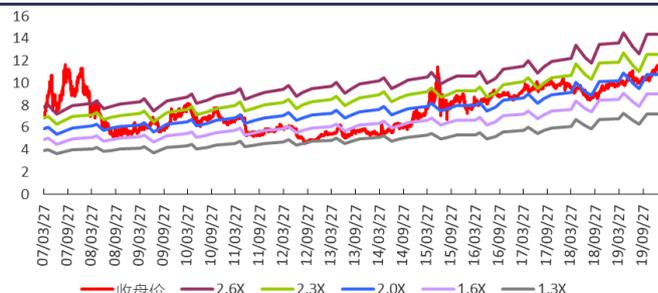
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、宁沪高速 A 股 PE-band



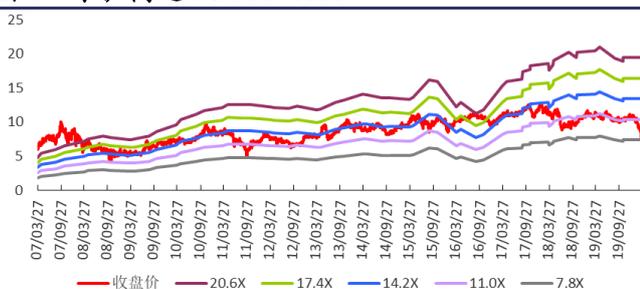
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、宁沪高速 A 股 PB-band



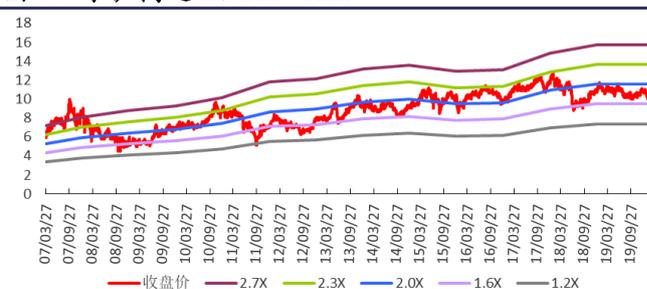
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、宁沪高速 H 股 PE-band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、宁沪高速 H 股 PB-band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，2008 年金融危机以来，宁沪高速一直坚持稳健高分红政策，在无风险利率下行时期，AH 股股息率吸引力逐渐增强。按照 2020 年 3 月 20 日收盘价和汇率计算，假设 2019 年分红比例为 60%，宁沪高速 A、H 股股息率分别为 5.5%、7.3%。

图 10、宁沪高速 AH 股股息率变化



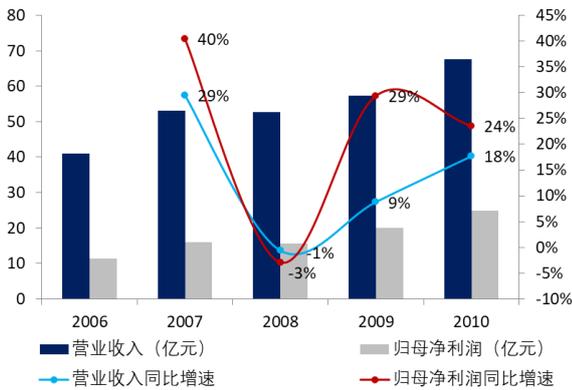
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

### 2.3 业绩承压展现韧性

2008 年度，受金融危机与全球经济环境影响，国内宏观经济增速放缓，经济活动的活跃度下降，同时又叠加年初冰雪灾害、动车组分流、绿色通道和抗震救灾免费放行等诸多不利因素影响，高速公路行业上市公司经营活动承担较大压力，业绩表现出增幅放缓或略微下降趋势，相对稳健。

历史上，宁沪高速业绩展现出极强的韧性，在极端恶劣经营环境下，营业收入和归母净利润分别仅同比下滑 0.6% 和 2.9%。公司高速公路投资运营主业受金融危机影响有限，2008 年通行费收入仅同比下滑 5.1%。

图 11、2006-2010 年宁沪高速业绩表现



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

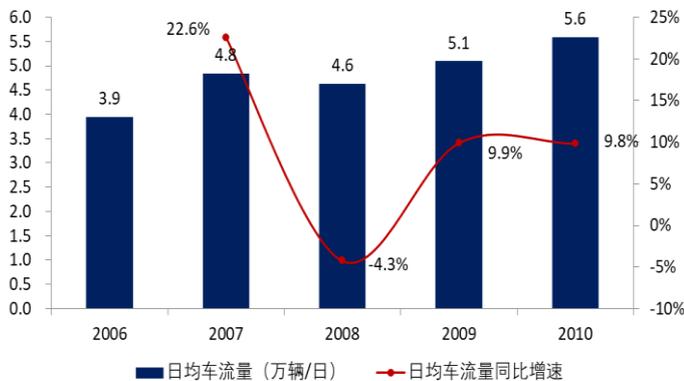
图 12、2006-2010 年宁沪高速通行费收入



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

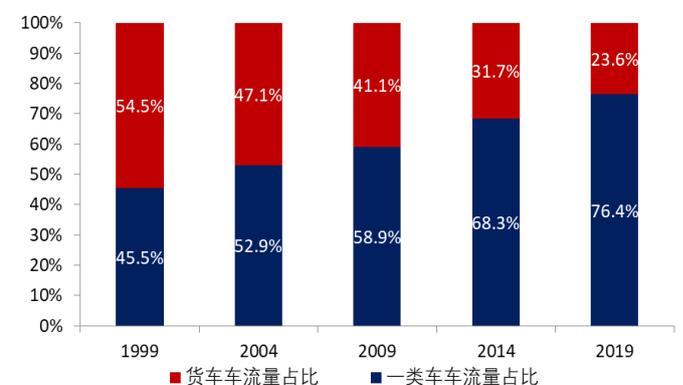
金融危机期间，宁沪高速核心路产沪宁高速公路的日均车流量依然保持稳健，2008 年同比仅下滑 4.3%，运营稳定性较好。收入端看，2014-2018 年期间，沪宁高速公路一类车占总车流量比例不断上升，而高速公路一类车受经济周期影响小，因此公司主营公路收费业务受到宏观经济的影响正在逐渐减小。成本方面，由于公路上市公司一般采用车流量折旧法，折旧摊销在经济下行期间随车流量降低而降低，引起经营杠杆降低，宁沪高速盈利的稳定性得到增强。

图 13、2006-2010 年沪宁高速日均车流量



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

图 14、沪宁高速公路客货车比例变化



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

### 3、投资策略

我们认为宁沪高速中长期业绩仍将保持稳健增长:1)路产项目体现区位优势,收费公路主业盈利能力持续。公司参控股项目均位于长三角核心地区,路产质量优秀,内生增速有保障,过去5年公司通行费收入复合增速6.9%,净利润复合增速达10%。2)公司审慎开展多元业务,跨界投资获取收益。地产板块储备项目充足,配套业务增长在即,金融投资利润丰厚,将持续为公司贡献业绩。3)从宁沪高速过去的再投资项目均保持较高的盈利水平,沪宁高速过去10年累计增厚公司毛利10.3亿元,是公司业绩增长的基石;收购宁常高速4年累计增厚公司毛利5.7亿元,是公司近几年业务主要增长点。我们认为公司目前的新建项目包括五峰山大桥及南北接线、常宜高速、宜长高速将继续为公司注入新活力,预计在2021年左右将陆续通车,整体内部收益率高于行业水平,预计将很快实现盈利。

展望未来,预计公司将依然保持高派息政策,业绩稳定增长。假设公路免费至今年4月30日,我们下调了2020年盈利预测,预计19-21年EPS为0.86、0.59、0.99元。相对2020年3月24日宁沪高速A股收盘价9.80元,对应PE为11.4X、16.61X、9.9X;相对H股收盘价8.10港元,对应PE为8.62X、12.57X、7.49X。假设未来几年均维持2018年度分红额(即每股分红0.46元),则宁沪高速A股股息率约为4.7%,H股股息率约为6.2%,维持“审慎增持”评级。(注:关于公司基本面情况,详见2020年1月2日发布的深度报告《宁沪高速:穿越牛熊的绝对收益标的》)

**风险提示:** 收费政策变化对公司影响,宏观经济及突发事件影响车流量,多元发展不及预期等。

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5899	5540	6139	7614
货币资金	650	395	438	1715
交易性金融资产	683	166	191	223
应收账款	321	350	328	416
其他应收款	38	71	58	77
存货	4046	4284	4903	4929
<b>非流动资产</b>	42264	46174	48485	47638
可供出售金融资产	0	777	518	604
长期股权投资	5702	5509	5574	5552
投资性房地产	19	19	19	19
固定资产	1814	1579	1344	1108
在建工程	10088	15964	1685	2306
油气资产	0	0	0	0
无形资产	20280	19017	36805	34748
<b>资产总计</b>	48163	51714	54625	55252
<b>流动负债</b>	6845	8196	9937	7225
短期借款	1580	3366	4865	1989
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1091	1199	1355	1368
其他	4175	3631	3717	3868
<b>非流动负债</b>	11964	12279	12706	13099
长期借款	7689	8089	8489	8889
其他	4275	4190	4217	4210
<b>负债合计</b>	18809	20476	22643	20324
股本	5038	5038	5038	5038
资本公积	10428	10428	10428	10428
未分配利润	6422	8324	8796	11223
少数股东权益	3217	3323	3496	3816
<b>股东权益合计</b>	29354	31239	31981	34928
<b>负债及权益合计</b>	48163	51714	54625	55252

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4377	4347	2972	4972
折旧和摊销	1465	1500	2293	2293
资产减值准备	0	3	-2	1
无形资产摊销	1264	1264	2058	2058
公允价值变动损失	-158	-58	0	0
财务费用	532	462	758	718
投资损失	-1057	-839	-883	-917
少数股东损益	99	106	173	320
营运资金的变动	427	-887	-308	15
<b>经营活动产生现金流</b>	5715	5609	5802	6641
<b>投资活动产生现金流</b>	-4774	-5053	-4520	192
<b>融资活动产生现金流</b>	-690	-810	-1239	-5556
现金净变动	252	-255	43	1277
现金的期初余额	263	650	395	438
现金的期末余额	515	395	438	1715

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	9969	10845	10179	12904
营业成本	4574	5217	5822	5902
营业税金及附加	169	156	191	193
销售费用	38	27	40	37
管理费用	212	195	246	243
财务费用	525	462	758	718
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	158	58	0	0
投资收益	1057	839	883	917
<b>营业利润</b>	5661	5679	4000	6723
营业外收入	22	30	31	28
营业外支出	30	27	27	28
<b>利润总额</b>	5653	5681	4003	6722
所得税	1177	1228	857	1431
净利润	4476	4453	3146	5292
少数股东损益	99	106	173	320
<b>归属母公司净利润</b>	4377	4347	2972	4972
<b>EPS(元)</b>	0.87	0.86	0.59	0.99

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	5.4%	8.8%	-6.1%	26.8%
营业利润增长率	19.8%	0.3%	-29.6%	68.1%
净利润增长率	22.0%	-0.7%	-31.6%	67.3%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	54.1%	51.9%	42.8%	54.3%
净利率	43.9%	40.1%	29.2%	38.5%
ROE	16.7%	15.6%	10.4%	16.0%

资产负债率	39.1%	39.6%	41.5%	36.8%
流动比率	0.86	0.68	0.62	1.05
速动比率	0.27	0.15	0.12	0.37

资产周转率	22.0%	21.7%	19.1%	23.5%
应收帐款周转率	3158%	3212%	2983%	3445%

每股收益	0.87	0.86	0.59	0.99
每股经营现金	1.13	1.11	1.15	1.32
每股净资产	5.19	5.54	5.65	6.18

PE	11.3	11.4	16.6	9.9
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

## 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