

航宇科技 (688239.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

航发主业景气持续，23 年经营计划超

35%增长

事件

公司 4 月 14 日发布 2022 年报，22 年实现营收 14.54 亿元，同比+51.5%，归母 1.83 亿元，同比+32.0%；其中 22Q4 实现营收 4.63 亿元，同比+39.6%，环比+26.2%；归母 0.49 亿元，同比+2.3%，环比+21.0%。整体表现符合预期。

点评

航空及能源板块营收高增长，23 年经营计划超 35%增长。航空锻件营收 10.86 亿元 (同比+62.3%)，航天锻件营收 0.98 亿元 (-34.6%)，燃气轮机锻件营收 0.48 亿元 (+27.28%)，能源锻件营收 1.74 亿元 (+169.91%)，其他锻件 0.15 亿元 (-31.2%)。公司业务下游高景气，23 年经营计划收入及利润总额 35%以上增长。年末在手订单 20.26 亿，同比+66.07%，订单饱满。22 年末存货 7.95 亿，较期初+38.61%，备产积极，预计公司今年高增长持续。**原材料涨价毛利率小幅下降，加回股权激励费用后净利率显著提升。**22 年公司毛利率 32.1%，同比-0.5pct，主要由于原材料涨价，分业务板块看主业航空锻件规模效应逐步显现，毛利率同比+0.64pct。22 年净利率 12.6%，同比-1.9pct，其中 22 年确认摊销费用 4831 万元，若加回则公司净利率 15.9%，同比+1.4pct，盈利能力提升显著。

德阳产区建设完成产能大幅扩充，智能产线提升毛利率。22 年末公司固定资产 7.1 亿，较期初+238.7%，德阳新区产线建成转固，产能瓶颈打破。新区产线智能化程度高，有望明显提升盈利能力。**聚焦环锻件延伸下游机加，深绑航发黎阳厂业绩高弹性。**航发赛道长坡厚雪，公司深度绑定航发黎阳厂业绩具备高弹性，新型号中推批产配套需求提前，其他方向科研+批产需求旺盛，商发方向提前布局，收购黎阳国际拓展下游机加，未来成长持续性强。

盈利预测、估值与评级

航发赛道高景气，公司聚焦航发环锻件深绑黎阳厂，业绩高弹性。预计 2023-25 年归母净利润为 2.94/4.97/7.11 亿元，同比增长 60.46%、68.92%、43.01%，对应 PE 为 36.0/21.3/14.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期、研发进展及国产替代进度不及预期、新厂区项目建设及产能释放进度不及预期。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：74.20 元

相关报告：

1. 《航宇科技公司点评：外延拓展下游精密机加能力，业绩有望延续高增...》，2023.3.21
2. 《航宇科技+公司点评：Q4 业绩超预期，德阳投产发展再提速》，2023.2.28
3. 《产能与需求共振步入新阶段-航宇科技公司深度》，2023.1.5



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	960	1,454	2,200	3,190	4,496
营业收入增长率	43.11%	51.49%	51.33%	44.96%	40.98%
归母净利润(百万元)	139	183	294	497	711
归母净利润增长率	91.13%	31.99%	60.46%	68.92%	43.01%
摊薄每股收益(元)	0.992	1.285	2.062	3.483	4.981
每股经营性现金流净额	-0.38	0.34	2.42	1.99	2.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.35%	14.71%	16.78%	22.60%	25.18%
P/E	68.69	60.46	35.99	21.30	14.90
P/B	9.17	8.89	6.04	4.81	3.75

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	4
航发高景气业绩高增长，新能源板块增长显著.....	4
营收增速超 50%，加回股权激励费用业绩高增.....	4
航空主业境内境外齐飞，能源板块收入快速增长.....	4
原材料价格上升毛利率受压制，股权激励费用为费用增长主因.....	5
镍价上涨压力传导毛利率下降，股权激励费用摊销规模大.....	5
规模效应释放航空毛利率提升.....	6
德阳产区完成建设，产能释放助力长期发展.....	6
固定资产大幅增长，产能扩充顺利推进.....	6
在手订单饱满，积极备货存货显著增长.....	7
22Q4 净现金流转正，收现有所改善.....	7
研发项目及募投项目进展.....	8
投资建议.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 2022 年营收及同比增速.....	4
图表 2： 2022Q4 营收及同比、环比增速.....	4
图表 3： 2022 年归母净利润及同比增速.....	4
图表 4： 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速.....	4
图表 5： 2022 年分业务营收（万元）.....	5
图表 6： 2022 年毛利率及净利率.....	5
图表 7： 2022Q4 毛利率及净利率.....	5
图表 8： 2022 年各项费用率.....	6
图表 9： 2022Q4 各项费用率.....	6
图表 10： 2022 年分业务毛利率.....	6
图表 11： 2022 年固定资产和在建工程.....	7
图表 12： 2022 年资本性支出.....	7
图表 13： 2022 年合同负债及增速.....	7
图表 14： 2022 年存货及增速.....	7
图表 15： 2022 年经营性净现金流及收现比.....	7
图表 16： 2022Q4 经营性净现金流及收现比.....	7

图表 17: 重点在研项目及进展.....	8
图表 18: 募投项目进展.....	8

事件说明

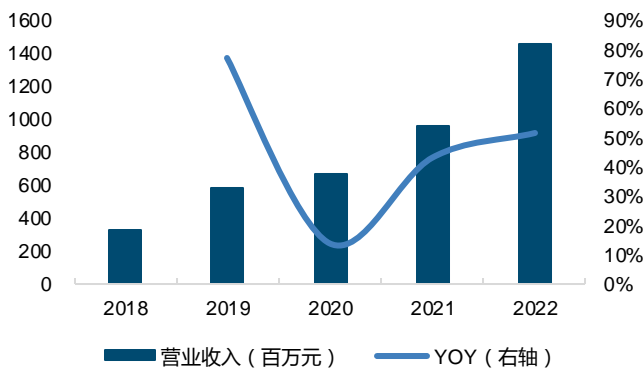
公司4月14日发布2022年报,22年实现营收14.54亿元,同比+51.5%,归母1.83亿元,同比+32.0%,:其中22Q4实现营收4.63亿元,同比+39.6%,环比+26.2%;归母0.49亿元,同比+2.3%,环比+21.0%。整体表现符合预期。

航发高景气业绩高增长,新能源板块增长显著

营收增速超50%,加回股权激励费用业绩高增

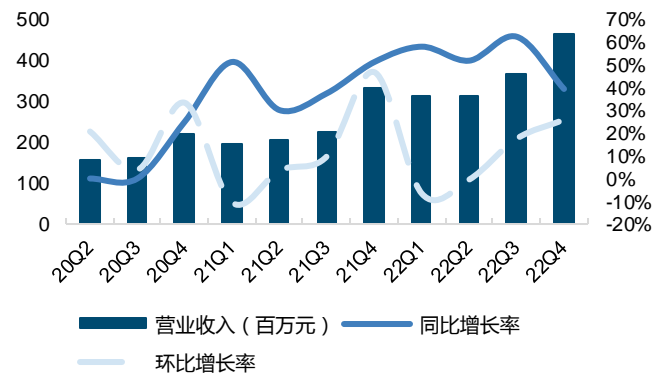
公司2022年实现营业收入14.54亿元,同比+51.5%,实现归母净利润1.83亿元,同比+32.0%,若加回股权激励费用则同比+66.3%,业绩维持高增长。公司22Q4实现营业收入4.63亿元,同比+39.6%,环比+26.2%,实现归母净利润0.49亿元,同比+2.3%,环比+21.0%。

图表1: 2022年营收及同比增速



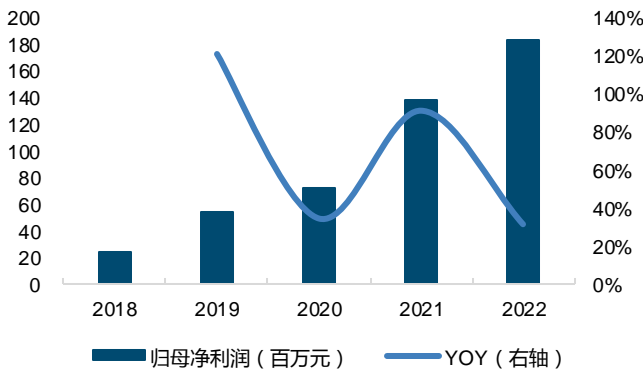
来源: wind, 国金证券研究所

图表2: 2022Q4 营收及同比、环比增速



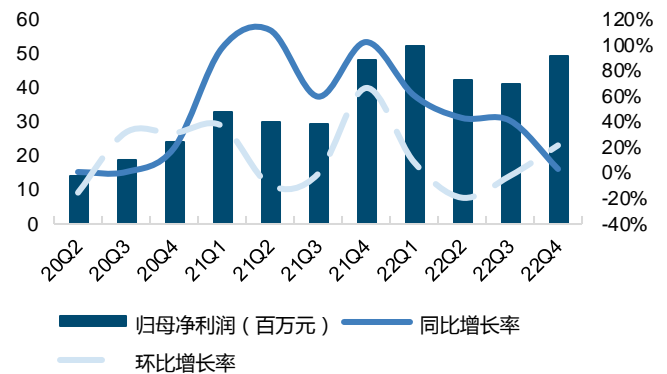
来源: wind, 国金证券研究所

图表3: 2022年归母净利润及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表4: 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速

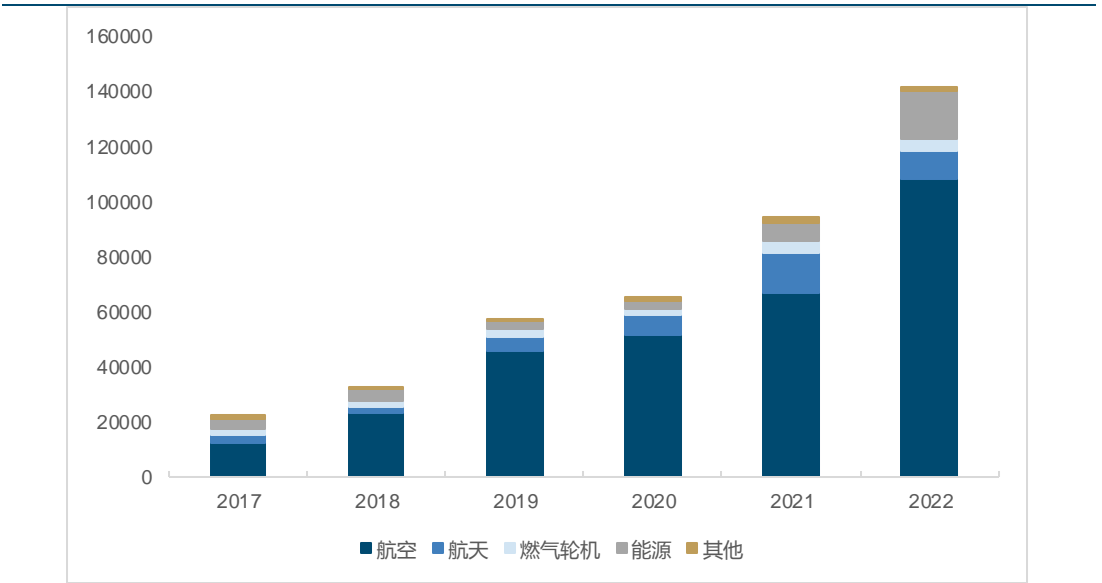


来源: wind, 国金证券研究所

航空主业境内境外齐飞, 能源板块收入快速增长

公司聚焦于航发环锻件主业, 境内境外业务双翼齐飞, 航空锻件业务快速增长, 2022年实现营收10.9亿元, 同比+62.3%。能源板块阴极辊主要应用于风电等领域, 下游新能源行业需求旺盛业务板块迎来爆发, 2022年营收1.7亿元, 同比+169.9%。航天板块营收0.98亿元, 同比-34.6%。燃气轮机板块营收4.8亿元, 同比+27.3%。

图表5: 2022年分业务营收(万元)



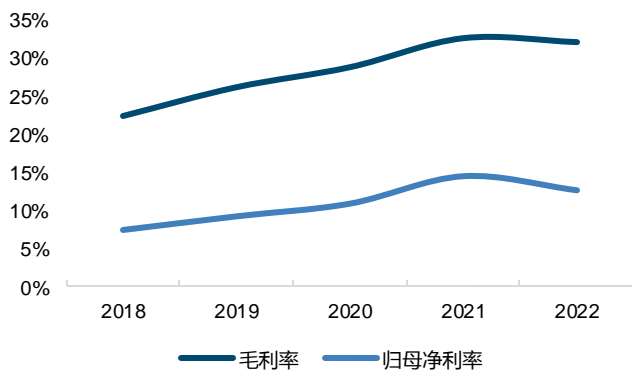
来源: wind, 国金证券研究所

原材料价格上升毛利率受压制, 股权激励费用为费用增长主因

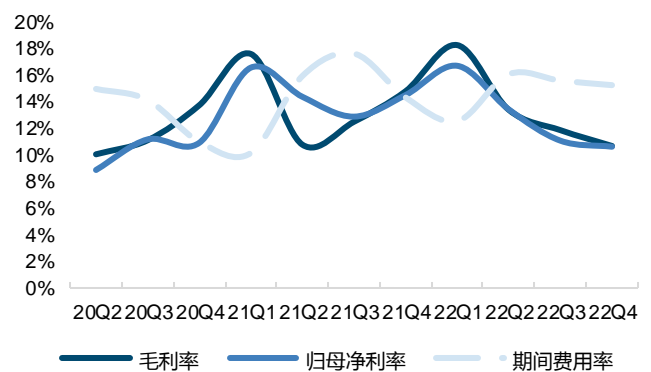
镍价上涨压力传导毛利率下降, 股权激励费用摊销规模大

2022年毛利率32.1%, 同比-0.5pct, 其中22Q4毛利率28.3%, 同比-4.3pct。高温合金为公司航空锻件业务重要原材料, 2022年镍价大幅上涨下高温合金价格有一定上涨, 对公司毛利率形成压制。公司22年净利率12.6%, 同比-1.9pct, 其中22Q4净利率10.6%, 同比-3.9pct, 环比-0.5pct。

图表6: 2022年毛利率及净利率



图表7: 2022Q4毛利率及净利率

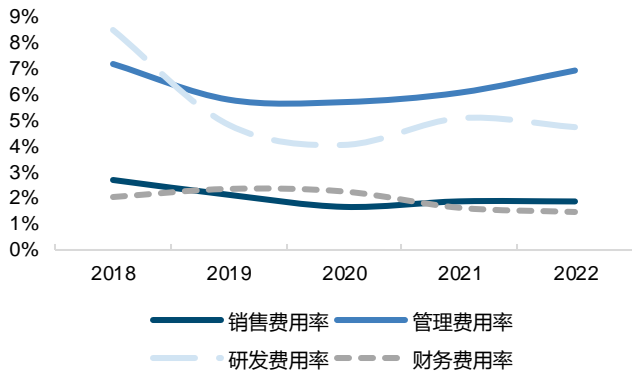


来源: wind, 国金证券研究所

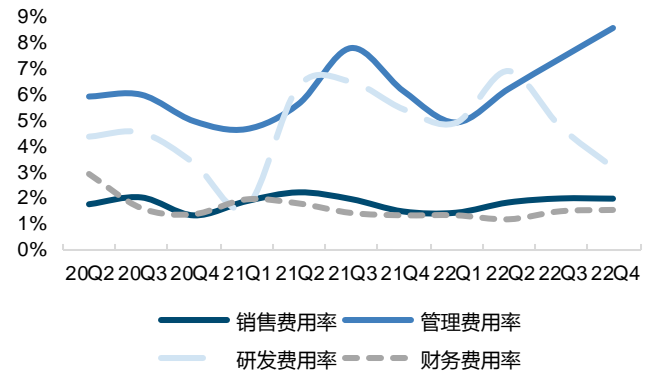
来源: wind, 国金证券研究所

2022年公司期间费用率14.9%, 同比+0.3pct, 其中22Q4期间费用率15.2%, 同比+0.9pct。公司2022年共推出两期股权激励, 年内确认摊销费用4831万元, 预计23/24/25年将分别确认股份支付费用7570.89万元、2946.43万元、879.77万元, 短期内费用摊销压力仍较大。

图表8: 2022年各项费用率



图表9: 2022Q4各项费用率



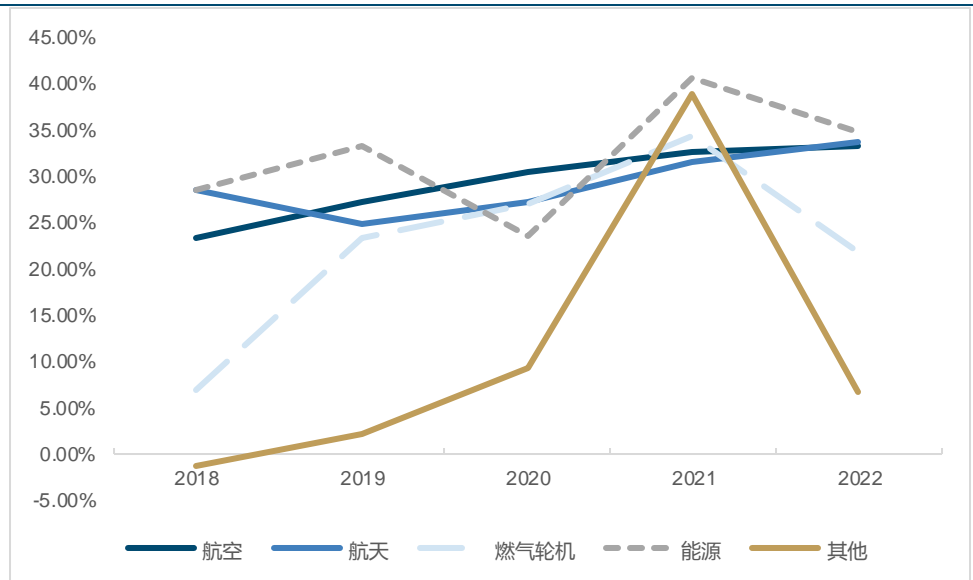
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

规模效应释放航空毛利率提升

2022年公司航空业务毛利率33.19%，同比+0.64pct，规模效应释放助力盈利能力提升；能源业务毛利率34.7%，同比-5.83pct，或由于新产线投入折旧费用增加所致；航天业务毛利率33.7%，同比+2.16pct；燃气轮机业务毛利率21.8%，同比-12.54pct。

图表10: 2022年分业务毛利率



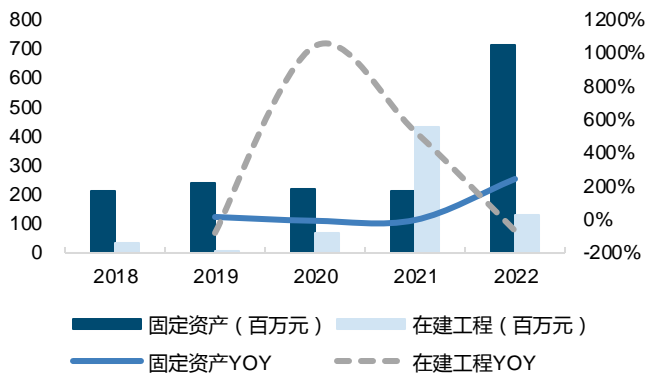
来源: wind, 国金证券研究所

德阳产区完成建设，产能释放助力长期发展

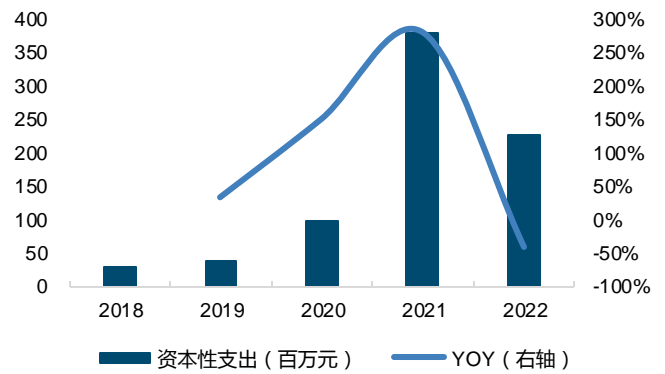
固定资产大幅增长，产能扩充顺利推进

2022年末公司固定资产7.11亿元，较期初增长238.70%，德阳新厂区完成建设，预计23年初投入使用，产能顺利释放对长期发展形成支撑。公司在建工程1.31亿元，较期初减少69.40%，主要系德阳新区在建工程转固所致。沙文新区预计23年按照计划推进建设，产能持续扩充。

图表11: 2022年固定资产和在建工程



图表12: 2022年资本性支出



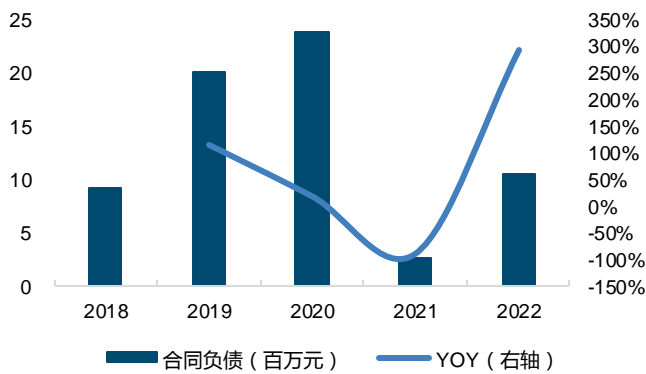
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

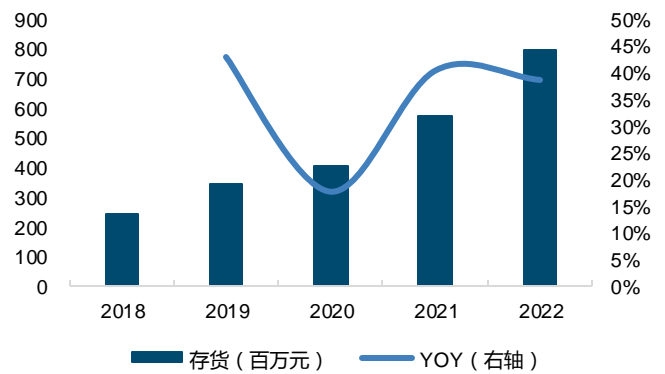
在手订单饱满, 积极备货存货显著增长

公司2022年合同负债0.10亿元, 较期初+293.87%。公司年末在手订单20.26亿元, 同比+66.07%, 订单饱满支撑公司快速成长。存货7.95亿, 较期初增长38.61%, 积极备产交付高增长可期。

图表13: 2022年合同负债及增速



图表14: 2022年存货及增速



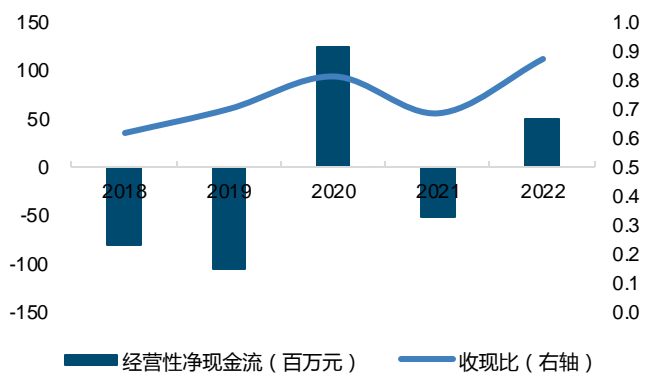
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

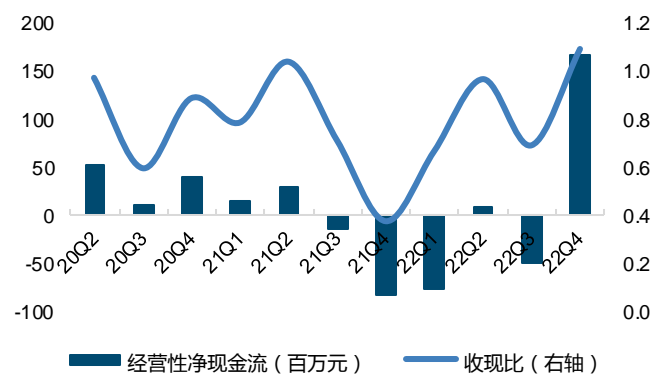
22Q4 净现金流转正, 收现有所改善

公司2022年经营性净现金流0.49亿元, 收现比0.87; 22Q4 经营性净现金流1.67亿元, 收现比1.09。22Q4 经营性净现金流转正, 收现比改善。

图表15: 2022年经营性净现金流及收现比



图表16: 2022Q4 经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

研发项目及募投项目进展

图表17: 重点在研项目及进展

项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
环件设计、模拟、轧制控制一体化技术研究	4,981.00	601.65	4,161.42	完成了MES工艺系统及PPES系统搭建、测试；完成辗环设备相关参数设计并开展设备试制；完成了薄壁高筒件的研制。目前正在数据表格基础上，正在进行工艺算料、过程设计、轧制曲线编辑、工序生成等工作。	实现全流程的工艺智能仿真设计与优化，并与设备互联；实现关键工序自动化生产制；实现产品质量的稳定性、一致性制造。	国内领先	航空发动机、燃气轮机
环件轧制质量稳定性技术研究	7,444.80	3,206.46	6,246.10	正在进行新一批航空锻件制造过程稳定性提升研究。	掌握影响产品质量的过程因素及相关工艺参数，突破部分环轧锻件制造精确控制技术、组织均匀性制造技术，提高产品制造质量稳定性。	国内领先	航空发动机、燃气轮机
难变形材料环件精密轧制技术研究	3,283.00	1,362.92	2,865.38	正在进行新一批难变形锻件制造技术研究。	掌握难变形材料变形工艺参数，解决航空难变形材料组织均匀性制造难以及难变形材料组织调控、表面开裂等行业技术难题。	国内领先	航空发动机、燃气轮机
民用航空发动机环形锻件质量稳定性控制技术	4,277.60	1,088.43	1,980.06	完成首批试验件工艺验证、完成了部分锻件参数研究。	掌握民用航空发动机用环件精密制造工艺参数、控制要求及质量稳定性控制技术，实现民用航空发动机用环锻件的稳定性制造。	国内领先	航空发动机、燃气轮机
某新型发动机核心机环锻件研制	550.00	422.35	422.35	首批试验件及新材料试制完成，正在验证中。	掌握某发动机用新材料锻造工艺参数及环锻件制造工艺参数。	国内领先	航空发动机、燃气轮机
合计	20,536.40	6,681.81	15,675.31	/	/	/	/

来源：公司年报，国金证券研究所

图表18: 募投项目进展

项目名称	是否涉及变更投向	募集资金来源	项目募集资金承诺投资总额	调整后募集资金投资总额 (1)	截至报告期末累计投入募集资金总额 (2)	截至报告期末累计投入进度 (%) (3) = (2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	是否已结项	投入进度是否符合计划的进度	投入进度未达计划的进度具体原因
航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目	不适用	首发	600,000,000.00	268,640,648.23	268,640,648.23	100	2023年1月	否	否	项目建设期间主要受施工进度及部分设备到位情况有所

项目名称	是否涉及变更投向	募集资金来源	项目募集资金承诺投资总额	调整后募集资金投资总额 (1)	截至报告期末累计投入募集资金总额 (2)	截至报告期末累计投入进度 (%) (3) = (2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	是否已结项	投入进度是否符合计划的进度	投入进度未达计划的具体原因
补充流动资金	不适用	首发	100,000,000.00	80,000,000	80,000,000	100	不适用	是	是	延后不适用

来源：国金证券研究所

投资建议

航发赛道高景气，公司聚焦航发环锻件深绑黎阳厂，业绩高弹性。预计 2023-25 年归母净利润为 2.94/4.97/7.11 亿元，同比增长 60.46%、68.92%、43.01%，对应 PE 为 36.0/21.3/14.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期的风险：公司面向下游各大军工集团客户提供配套、客户集中度较高，如下游装备需求增长不及预期，将影响公司整体收入水平。

募投项目建设及产能释放不及预期的风险：如因各种因素影响，公司产能投放进度不及预期，将影响产能释放与公司业绩提升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	671	960	1,454	2,200	3,190	4,496	货币资金	66	160	326	701	1,004	1,414
增长率	43.1%	51.5%	51.3%	45.0%	41.0%		应收款项	563	615	746	1,000	1,331	1,757
主营业务成本	-477	-647	-987	-1,481	-2,126	-2,998	存货	409	574	795	965	1,398	1,957
%销售收入	71.2%	67.4%	67.9%	67.3%	66.7%	66.7%	其他流动资产	26	94	114	138	185	247
毛利	193	313	467	719	1,063	1,499	流动资产	1,064	1,443	1,982	2,804	3,919	5,375
%销售收入	28.8%	32.6%	32.1%	32.7%	33.3%	33.3%	%总资产	74.5%	65.6%	66.3%	72.8%	76.6%	80.7%
营业税金及附加	-6	-5	-8	-11	-16	-22	长期投资	0	2	3	2	2	2
%销售收入	0.9%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	287	638	842	997	1,148	1,231
销售费用	-11	-18	-27	-40	-57	-67	%总资产	20.1%	29.0%	28.2%	25.9%	22.4%	18.5%
%销售收入	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.5%	无形资产	34	36	41	42	42	43
管理费用	-38	-58	-101	-176	-223	-292	非流动资产	364	757	1,007	1,047	1,198	1,282
%销售收入	5.7%	6.1%	6.9%	8.0%	7.0%	6.5%	%总资产	25.5%	34.4%	33.7%	27.2%	23.4%	19.3%
研发费用	-27	-49	-69	-99	-153	-225	资产总计	1,428	2,200	2,989	3,851	5,117	6,657
%销售收入	4.0%	5.1%	4.7%	4.5%	4.8%	5.0%	短期借款	350	287	338	211	554	891
息税前利润 (EBIT)	111	183	262	393	614	892	应付款项	287	549	884	1,234	1,622	2,113
%销售收入	16.6%	19.1%	18.0%	17.9%	19.2%	19.8%	其他流动负债	98	115	94	88	132	187
财务费用	-15	-15	-21	-25	-32	-47	流动负债	735	951	1,316	1,533	2,309	3,191
%销售收入	2.3%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	长期贷款	105	159	370	561	606	641
资产减值损失	-19	-35	-50	-59	-45	-71	其他长期负债	36	49	57	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	876	1,159	1,742	2,097	2,917	3,834
投资收益	-11	-6	-5	-2	-2	-2	普通股股东权益	553	1,040	1,247	1,754	2,200	2,823
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	105	140	143	146	146	146
营业利润	84	157	207	328	554	792	未分配利润	45	170	306	568	1,014	1,637
营业利润率	12.5%	16.3%	14.2%	14.9%	17.4%	17.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	-1	-2	-2	-2	-2	负债股东权益合计	1,428	2,200	2,989	3,851	5,117	6,657
税前利润	83	156	204	327	552	790	比率分析						
利润率	12.3%	16.2%	14.0%	14.9%	17.3%	17.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-10	-17	-21	-33	-55	-79	每股指标						
所得税率	12.2%	10.9%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.692	0.992	1.285	2.062	3.483	4.981
净利润	73	139	183	294	497	711	每股净资产	5.265	7.431	8.735	12.288	15.412	19.779
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.173	-0.381	0.342	2.421	1.994	2.969
归属于母公司的净利润	73	139	183	294	497	711	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.220	0.350	0.600
净利率	10.8%	14.5%	12.6%	13.4%	15.6%	15.8%	回报率						
							净资产收益率	13.15%	13.35%	14.71%	16.78%	22.60%	25.18%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.09%	6.32%	6.14%	7.64%	9.71%	10.68%
							投入资本收益率	9.69%	11.00%	12.03%	14.01%	16.44%	18.43%
净利润	73	139	183	294	497	711	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	13.91%	43.11%	51.49%	51.33%	44.96%	40.98%
非现金支出	42	57	88	145	166	219	EBIT 增长率	45.81%	64.97%	42.84%	50.09%	56.04%	45.34%
非经营收益	15	16	9	75	53	75	净利润增长率	34.96%	91.13%	31.99%	60.46%	68.92%	43.01%
营运资金变动	-6	-266	-232	-161	-425	-571	总资产增长率	27.39%	54.00%	35.87%	28.85%	32.87%	30.09%
经营活动现金净流	123	-53	49	354	291	434	资产管理能力						
资本开支	-100	-380	-227	-166	-274	-234	应收账款周转天数	164.3	135.8	120.9	130.0	125.0	120.0
投资	0	-2	-1	0	0	0	存货周转天数	289.0	277.1	253.0	245.0	250.0	250.0
其他	0	0	-7	-2	-2	-2	应付账款周转天数	69.5	78.3	99.4	130.0	120.0	110.0
投资活动现金净流	-100	-382	-236	-168	-276	-236	固定资产周转天数	119.4	79.8	178.4	176.8	145.0	113.7
股权募资	0	375	95	245	0	0	偿债能力						
债权募资	36	22	290	12	388	372	净负债/股东权益	70.23%	27.49%	30.59%	4.03%	7.10%	4.17%
其他	-60	93	-26	-67	-101	-159	EBIT 利息保障倍数	7.3	12.0	12.7	15.8	19.0	18.8
筹资活动现金净流	-25	490	359	190	288	212	资产负债率	61.30%	52.70%	58.29%	54.46%	57.01%	57.60%
现金净流量	-1	55	173	376	304	411							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-05	买入	81.58	101.62~101.62
2	2023-02-28	买入	82.81	N/A
3	2023-03-21	买入	69.40	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402