

中航证券金融研究所

李军政 证券执业证书号: S0640513030001

研究助理: 李良 S0640113080003

丁一超 S0640114070007

电话: 010-64818351, 64818477

邮箱: ljzavic@163.com; llavic@163.com

## 四川九洲 (000801) 公司点评报告: 主业平稳, 关注资产注入

行业分类: 军工

2015年 01月 20日

|        |         |
|--------|---------|
| 公司投资评级 | 买入 (维持) |
| 当前股价   | 17.20   |

| 基础数据         |          |
|--------------|----------|
| 上证指数         | 3,173.05 |
| 总股本 (亿)      | 4.60     |
| 流通 A 股 (亿)   | 4.60     |
| 流通 B 股 (亿)   | 0        |
| 流通 A 股市值 (亿) | 79.10    |
| 每股净资产 (元)    | 3.20     |
| ROE (2014,%) | 4.43%    |
| 资产负债率 (%)    | 51.53%   |
| PE           | 91.82    |
| 市净率          | 5.24     |

### 近一年公司与沪深 300 走势对比



资料来源: wind

### 事件:

公司 2014 年预期营业总收入 22.66 亿元 (-8.28%), 营业利润 4283.90 万元 (-22.93%), 归属于母公司净利润 8614.99 万元 (+20.11%)。

### 投资要点:

- **业绩符合预期。**由于主营业务数字电视产品下游需求放缓, 公司营业收入有所下降。营业利润下降幅度较大的原因一方面是公司加大了研发费用和市场开发费用, 另一方面是公司 2013 年底通过银行贷款收购空管公司 30% 股权, 债务融资导致财务费用大幅上升。净利润增长则得益于 2013 年底收购的九洲空管 30% 股权投资收益完成并表。2014 年前三季度投资收益 1429.06 万元, 同比增加 2387.45%。
- **公司主营业务将维持稳定发展。**公司主营业务主要是研制宽带网络设备和数字电视终端设备, 相关业务占营业收入的 98% 左右。由于行业发展已进入中后期, 数字电视传统业务增长放缓, 下游需求主要在于设备的更新换代和高附加值产品。2012 年及 2013 年, 公司营业利润分别为 6030.11 万元和 5558.68 万元, 2014 年预计为 4283.90 万元, 连续三年下滑。根据公司三季报, 2014 年前三季度营业利润为 2206.04 万元, 第四季度营业利润预计为 2077.86 万元, 预计同比增长 56.50%, 第四季度主营业务需求开始恢复。我们认为 2015 年公司主营业务将有所回升。
- **注入集团公司优质军工资产, 转型空管、物联网业务。**公司 2014 年启动对九洲空管和九洲信息的收购, 预计 2015 年完成。九洲空管和九洲信息均为军工企业, 军工产品收入占主营业务收入比重分别为 97% 和 30%; 也是集团公司中盈利能力较好、成长性较高的企业, 2014 年预测净利润分别为 9891.24 万元和 3617.05 万元, 同比增长 35.43% 和 33.63%。整合集团优质军工资产, 一方面有利于公司调整业务结构, 培育新的业务增长点。此次收购后公司业务将转型为数字电视传统业务、空管业务和物联网业务并行的多元化发展格局, 公司盈利能力将提高。根据非公开发行

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

预案所披露的数据，预计注入完成后三大业务利润（数字电视传统业务、空管业务、物联网业务）占比分别为25.60%、55.55%和18.85%。另一方面，九洲空管和九洲信息可充分利用上市公司的资源整合平台，更好地吸收社会资源，激发军工企业经营活力，推动军民融合产业深度发展。

- **军工+通航成长空间巨大，空管业务有望成为业绩增长动力。**九洲空管主要从事空管监视领域产品的研发生产，主要产品包括空管应答机、机载防撞系统、ADS-B空管系统、航空服务站等，同时也向其他空管领域拓展。公司军工资质完备，空管机载产品占国内军航市场的80%。公司在传统军方市场订货稳定，解放军空军装备的升级换代提供了较大市场机遇，且未来几年公司在监视、通信、导航、自动化等新产品领域将进一步拓展。在民用空管领域，随着低空领域的开放以及空管设备国产化速度的加快，相关产品（机载电子设备、空管保障系统等）的需求将大幅增长，有望成为公司新的增长点。根据非公开发行预案，九洲空管未来三年的业绩年均增速为15%-20%。

- **集团唯一上市平台，有望持续注入优质资产。**公司控股股东四川九洲电器集团有限公司是国家从事二次雷达系统及设备、空管系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业，实际控制人是绵阳市国资委。作为绵阳市重点国企，集团公司将顺应国企改革趋势，加快资产证券化的运作。集团资本运作路径清晰，主要是通过非公开发行股票、并购重组等方式向上市公司注入集团的核心资产。2014年集团收入突破200亿元，集团2020年收入目标为1000亿元。此次收购的九洲空管和信息业务只占集团军工业务的一部分。从公司的发展战略来看，公司作为集团唯一上市平台，未来有望持续注入集团公司其他优质资产，空间巨大。

- **盈利预测：**不考虑资产注入，我们预计公司2014、2015、2016年EPS分别为0.19、0.20和0.22元。此次资产注入预计2015年落地，基于非公开发行预案，收购完成后，公司2015年EPS将增厚至0.35元，目前股价对应2015年市盈率为49.14倍，低于通用航空产业上市公司2015年平均估值57.93倍。考虑到空管业务的广阔前景和公司持续注入集团优质资产的潜力，给予买入评级。

- **风险提示：**低空开放进度的不确定性；集团资产整合速度低于预期。

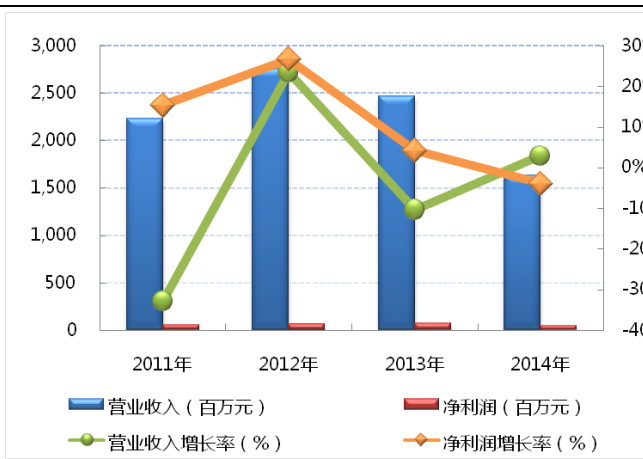
图表 1 通用航空行业相关企业估值水平比较

| 通航产业链        | 代码        | 上市公司 | 股价 (元) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |        |       |       |
|--------------|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
|              |           |      |        | 2013A   | 2014E | 2015E | 2016E | 2013A  | 2014E  | 2015E | 2016E |
| 空管与机场配套设施    | 002111.SZ | 威海广泰 | 16.59  | 0.31    | 0.40  | 0.45  | 0.56  | 54.39  | 41.58  | 36.62 | 29.84 |
|              | 002253.SZ | 川大智胜 | 26.07  | 0.49    | 0.34  | 0.84  | 1.00  | 53.20  | 75.63  | 31.03 | 26.12 |
|              | 600990.SH | 四创电子 | 62.15  | 0.37    | 0.64  | 0.91  | 1.26  | 167.97 | 97.05  | 68.61 | 49.27 |
|              | 600562.SH | 国睿科技 | 51.28  | 0.37    | 0.56  | 0.71  | 0.87  | 139.35 | 91.74  | 72.12 | 58.81 |
|              | 000801.SZ | 四川九洲 | 17.20  | 0.16    | 0.19  | 0.20  | 0.22  | 107.50 | 90.53  | 86.00 | 78.18 |
| 通用航空运营、维修与培训 | 002023.SZ | 海特高新 | 24.16  | 0.38    | 0.52  | 0.66  | 1.01  | 63.58  | 46.46  | 36.61 | 23.92 |
|              | 000099.SZ | 中信海直 | 14.00  | 0.34    | 0.37  | 0.45  | 0.52  | 41.18  | 70.96  | 57.70 | 50.20 |
| 通用飞机制造       | 600316.SH | 洪都航空 | 27.98  | 0.13    | 0.17  | 0.31  | 0.46  | 215.23 | 163.53 | 89.05 | 60.52 |
|              | 600038.SH | 哈飞股份 | 37.99  | 0.42    | 0.57  | 0.74  | 0.95  | 90.45  | 66.51  | 51.03 | 39.90 |
| 通用航空核心零部件    | 600893.SH | 航空动力 | 29.74  | 0.30    | 0.50  | 0.62  | 0.78  | 99.13  | 59.83  | 47.65 | 38.17 |
|              | 600372.SH | 中航电子 | 28.43  | 0.36    | 0.37  | 0.47  | 0.55  | 78.97  | 76.59  | 60.85 | 51.89 |
| 行业平均估值       |           |      |        |         |       |       |       | 80.04  | 57.93  | 46.08 |       |

\*由于洪都航空估值偏离较大, 在计算行业平均估值时进行剔除

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

表 2 过往四年收入和净利润及增速



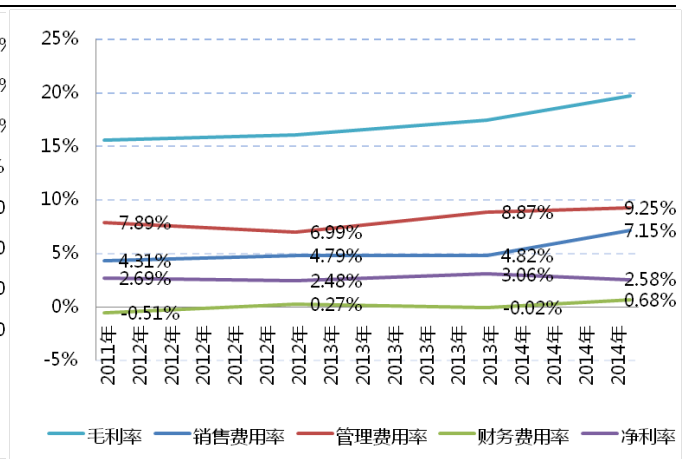
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4 过往四年偿债能力和 ROE



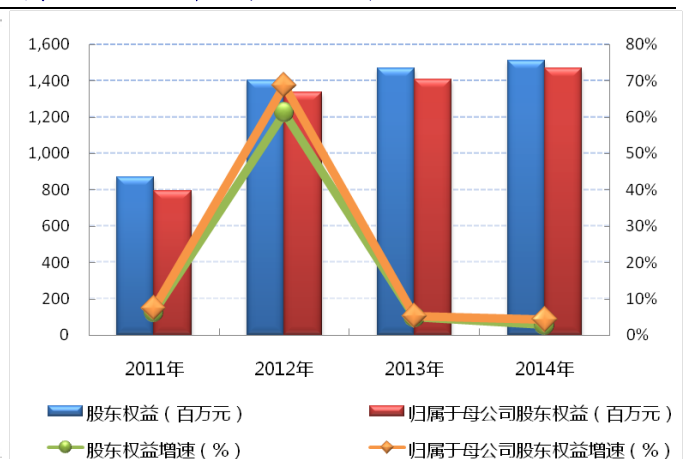
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3 过往四年毛利率、期间费用率和净利率



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5 过往四年股东权益及增速



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6 三季度利润表对比

| 单位: 百万元              | 1-3Q2014        | 1-3Q2013        | YoY            | 3Q2014        | 3Q2013         | YoY            | 2Q2014         | QoQ            |
|----------------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>1,637.04</b> | <b>1,592.45</b> | <b>2.80%</b>   | <b>531.25</b> | <b>574.50</b>  | <b>-7.53%</b>  | <b>620.92</b>  | <b>-14.44%</b> |
| <b>增长率</b>           | <b>2.80%</b>    | <b>-9.48%</b>   | <b>12.28%</b>  | <b>-7.53%</b> | <b>-10.13%</b> | <b>2.60%</b>   | <b>20.68%</b>  | <b>-28.21%</b> |
| <b>毛利率</b>           | <b>19.72%</b>   | <b>17.96%</b>   | <b>1.77%</b>   | <b>21.06%</b> | <b>17.27%</b>  | <b>3.78%</b>   | <b>18.80%</b>  | <b>2.25%</b>   |
| <b>营业成本</b>          | <b>1,314.15</b> | <b>1,306.49</b> | <b>0.59%</b>   | <b>419.39</b> | <b>475.28</b>  | <b>-11.76%</b> | <b>504.16</b>  | <b>-16.81%</b> |
| 营业税金及附加              | 6.89            | 8.56            | -19.52%        | 2.12          | 2.52           | -15.96%        | 1.56           | 35.55%         |
| 期间费用率                | 17.07%          | 14.98%          | 2.09%          | 16.68%        | 14.67%         | 2.00%          | 16.75%         | -0.07%         |
| 销售费用                 | 116.99          | 80.90           | 44.61%         | 35.22         | 25.76          | 36.71%         | 46.66          | -24.52%        |
| 销售费用率                | 7.15%           | 5.08%           | 2.07%          | 6.63%         | 4.48%          | 2.15%          | 7.51%          | -0.89%         |
| 管理费用                 | 151.47          | 155.23          | -2.42%         | 48.42         | 60.01          | -19.31%        | 54.47          | -11.10%        |
| 管理费用率                | 9.25%           | 9.75%           | -0.49%         | 9.11%         | 10.44%         | -1.33%         | 8.77%          | 0.34%          |
| 财务费用                 | 11.05           | 2.47            | 347.27%        | 4.97          | (1.46)         | 439.93%        | 2.87           | 73.25%         |
| 财务费用率                | 0.68%           | 0.16%           | 0.52%          | 0.94%         | -0.25%         | 467.60%        | 0.46%          | 102.50%        |
| 资产减值损失               | 26.36           | (1.63)          | 1713.27%       | 13.90         | (0.03)         | 43082.38%      | 7.92           | 75.62%         |
| 投资净收益                | 14.29           | 0.57            | 2387.49%       | 4.57          | 0.15           | 2897.51%       | 4.90           | -6.67%         |
| <b>营业利润</b>          | <b>22.06</b>    | <b>42.28</b>    | <b>-47.83%</b> | <b>12.62</b>  | <b>12.69</b>   | <b>-0.51%</b>  | <b>8.04</b>    | <b>56.99%</b>  |
| <b>增长率</b>           | <b>-47.83%</b>  | <b>-17.83%</b>  | <b>-30.00%</b> | <b>-0.51%</b> | <b>-28.39%</b> | <b>27.88%</b>  | <b>-58.64%</b> | <b>58.13%</b>  |
| <b>营业利润率</b>         | <b>1.35%</b>    | <b>2.66%</b>    | <b>-1.31%</b>  | <b>2.38%</b>  | <b>2.21%</b>   | <b>0.17%</b>   | <b>1.29%</b>   | <b>1.08%</b>   |
| 加: 营业外收入             | 29.95           | 21.13           | 41.74%         | 4.47          | 6.65           | -32.85%        | 11.84          | -62.26%        |
| 减: 营业外支出             | 1.12            | 1.34            | -16.38%        | 0.15          | 0.37           | -58.59%        | 0.58           | -73.83%        |
| <b>利润总额</b>          | <b>50.89</b>    | <b>62.08</b>    | <b>-18.02%</b> | <b>16.94</b>  | <b>18.97</b>   | <b>-10.73%</b> | <b>19.30</b>   | <b>-12.23%</b> |
| 减: 所得税               | 8.60            | 9.21            | -6.62%         | 2.56          | 1.84           | 39.07%         | 5.00           | -48.75%        |
| 实际所得税率               | 16.91%          | 14.84%          | 2.06%          | 15.13%        | 9.71%          | 5.42%          | 25.91%         | -10.78%        |
| <b>净利润</b>           | <b>42.29</b>    | <b>52.86</b>    | <b>-20.00%</b> | <b>14.37</b>  | <b>17.13</b>   | <b>-16.08%</b> | <b>14.30</b>   | <b>0.54%</b>   |
| <b>净利率</b>           | <b>2.58%</b>    | <b>3.32%</b>    | <b>-0.74%</b>  | <b>2.71%</b>  | <b>2.98%</b>   | <b>-0.28%</b>  | <b>2.30%</b>   | <b>0.40%</b>   |
| 减: 少数股东损益            | (5.53)          | 3.11            | -277.57%       | (2.31)        | 1.43           | -262.22%       | (2.95)         | 21.52%         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>47.81</b>    | <b>49.75</b>    | <b>-3.89%</b>  | <b>16.69</b>  | <b>15.70</b>   | <b>6.27%</b>   | <b>17.25</b>   | <b>-3.23%</b>  |
| <b>增长率</b>           | <b>-3.89%</b>   | <b>-2.49%</b>   | <b>-1.40%</b>  | <b>6.27%</b>  | <b>-10.40%</b> | <b>16.67%</b>  | <b>-16.59%</b> | <b>22.85%</b>  |
| <b>每股收益 (元)</b>      | <b>0.10</b>     | <b>0.11</b>     | <b>-3.88%</b>  | <b>0.04</b>   | <b>0.03</b>    | <b>6.27%</b>   | <b>0.04</b>    | <b>-3.23%</b>  |

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 7 财务和估值数据摘要

| 财务和估值数据摘要      |                |               |                |               |               |               |
|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元        | 2011A          | 2012A         | 2013A          | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
| 营业收入           | 2234.73        | 2756.73       | 2470.72        | 2266.14       | 2538.08       | 2791.89       |
| <b>增长率 (%)</b> | <b>-32.86%</b> | <b>23.36%</b> | <b>-10.38%</b> | <b>-8.28%</b> | <b>12.00%</b> | <b>10.00%</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 54.30          | 68.80         | 71.73          | 85.87         | 91.75         | 100.10        |
| <b>增长率 (%)</b> | <b>15.35%</b>  | <b>26.70%</b> | <b>4.25%</b>   | <b>19.72%</b> | <b>6.84%</b>  | <b>9.10%</b>  |
| 每股收益(EPS)      | 0.118          | 0.150         | 0.156          | 0.187         | 0.200         | 0.218         |
| 每股股利(DPS)      | 0.000          | 0.000         | 0.000          | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| 每股经营现金流        | -0.327         | -0.359        | 0.092          | 0.114         | 0.202         | 0.234         |
| 销售毛利率          | 15.59%         | 16.11%        | 17.46%         | 17.10%        | 17.30%        | 17.10%        |
| 销售净利率          | 2.69%          | 2.48%         | 3.06%          | 3.35%         | 3.73%         | 3.77%         |
| 净资产收益率(ROE)    | 6.85%          | 5.15%         | 5.09%          | 5.75%         | 5.78%         | 5.94%         |
| 投入资本回报率(ROIC)  | 4.69%          | 5.07%         | 2.94%          | 2.89%         | 3.71%         | 3.80%         |
| 市盈率(P/E)       | 145.67         | 114.97        | 110.28         | 92.11         | 86.21         | 79.02         |
| 市净率(P/B)       | 9.98           | 5.92          | 5.62           | 5.29          | 4.99          | 4.69          |
| 股息率(分红/股价)     | 0.000          | 0.000         | 0.000          | 0.000         | 0.000         | 0.000         |

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 8 过往三年和未来三年公司财务报表预测

| 报表预测              |                |                |                |                |                |                |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利润表               | 2011A          | 2012A          | 2013A          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
| 营业收入              | 2234.73        | 2756.73        | 2470.72        | 2266.14        | 2538.08        | 2791.89        |
| 减: 营业成本           | 1886.45        | 2312.65        | 2039.33        | 1878.63        | 2098.99        | 2314.48        |
| 营业税金及附加           | 12.11          | 13.57          | 14.93          | 10.20          | 11.42          | 12.56          |
| 营业费用              | 96.38          | 131.95         | 119.07         | 120.11         | 139.59         | 161.93         |
| 管理费用              | 176.26         | 192.70         | 219.14         | 192.62         | 187.82         | 209.39         |
| 财务费用              | -11.45         | 7.48           | -0.39          | 16.86          | 26.42          | 24.80          |
| 资产减值损失            | 25.44          | 39.00          | 25.32          | 23.90          | 25.00          | 25.00          |
| 加: 投资收益           | 2.30           | 0.06           | 0.82           | 20.03          | 29.05          | 42.57          |
| 公允价值变动损益          | 0.09           | 0.87           | 1.45           | 2.00           | 2.00           | 2.00           |
| 其他经营损益            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | -3.00          | 3.00           | 1.00           |
| <b>营业利润</b>       | <b>51.93</b>   | <b>60.30</b>   | <b>55.59</b>   | <b>42.86</b>   | <b>82.88</b>   | <b>89.30</b>   |
| 加: 其他非经营损益        | 15.52          | 20.19          | 29.31          | 42.85          | 32.89          | 36.33          |
| <b>利润总额</b>       | <b>67.45</b>   | <b>80.49</b>   | <b>84.89</b>   | <b>85.71</b>   | <b>115.77</b>  | <b>125.63</b>  |
| 减: 所得税            | 7.41           | 12.23          | 9.32           | 9.71           | 21.18          | 20.27          |
| <b>净利润</b>        | <b>60.05</b>   | <b>68.27</b>   | <b>75.57</b>   | <b>76.00</b>   | <b>94.59</b>   | <b>105.36</b>  |
| 减: 少数股东损益         | 5.75           | -0.53          | 3.85           | -9.87          | 2.84           | 5.27           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>54.30</b>   | <b>68.80</b>   | <b>71.73</b>   | <b>85.87</b>   | <b>91.75</b>   | <b>100.10</b>  |
| 资产负债表             | 2011A          | 2012A          | 2013A          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
| 货币资金              | 406.41         | 769.43         | 743.32         | 906.46         | 1015.23        | 1116.76        |
| 应收和预付款项           | 793.05         | 1189.97        | 1333.42        | 1389.83        | 1536.68        | 1515.98        |
| 存货                | 410.32         | 393.80         | 349.78         | 317.98         | 289.07         | 400.00         |
| 其他流动资产            | 0.40           | 1.04           | 2.48           | 2.48           | 2.48           | 2.48           |
| 长期股权投资            | 14.49          | 4.30           | 275.77         | 293.80         | 320.85         | 361.42         |
| 投资性房地产            | 187.00         | 178.46         | 169.92         | 147.86         | 125.80         | 103.75         |
| 固定资产和在建工程         | 220.47         | 218.49         | 235.07         | 189.41         | 141.14         | 91.38          |
| 无形资产和开发支出         | 11.67          | 10.58          | 15.33          | 312.61         | 309.89         | 307.17         |
| 其他非流动资产           | 13.55          | 13.02          | 11.09          | 10.55          | 10.00          | 10.00          |
| <b>资产总计</b>       | <b>2057.36</b> | <b>2779.08</b> | <b>3136.17</b> | <b>3570.97</b> | <b>3751.15</b> | <b>3908.93</b> |
| 短期借款              | 316.27         | 428.32         | 474.76         | 276.73         | 307.57         | 312.36         |
| 应付和预收款项           | 849.91         | 914.48         | 1151.68        | 1108.46        | 1163.21        | 1210.85        |
| 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 600.00         | 600.00         | 600.00         |
| 其他负债              | 22.20          | 35.51          | 41.43          | 41.48          | 41.48          | 41.48          |
| <b>负债合计</b>       | <b>1188.38</b> | <b>1378.30</b> | <b>1667.87</b> | <b>2026.67</b> | <b>2112.27</b> | <b>2164.68</b> |
| 股本                | 379.99         | 459.89         | 459.89         | 459.89         | 459.89         | 459.89         |
| 资本公积              | 115.65         | 511.24         | 511.24         | 511.24         | 511.24         | 511.24         |
| 留存收益              | 297.22         | 366.01         | 437.40         | 523.27         | 615.02         | 715.12         |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>792.86</b>  | <b>1337.13</b> | <b>1408.53</b> | <b>1494.40</b> | <b>1586.15</b> | <b>1686.24</b> |
| 少数股东权益            | 76.12          | 63.65          | 59.77          | 49.90          | 52.74          | 58.00          |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>868.98</b>  | <b>1400.79</b> | <b>1468.30</b> | <b>1544.30</b> | <b>1638.88</b> | <b>1744.25</b> |
| 负债和股东权益合计         | 2057.36        | 2779.08        | 3136.17        | 3570.97        | 3751.15        | 3908.93        |
| 现金流量表             | 2011A          | 2012A          | 2013A          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
| 经营性现金净流量          | -150.28        | -165.31        | 42.49          | 52.45          | 92.72          | 107.52         |
| 投资性现金净流量          | -31.51         | -6.95          | -88.28         | -272.60        | 13.67          | 16.25          |
| 筹资性现金净流量          | 29.28          | 544.14         | -21.53         | 383.30         | 2.39           | -22.25         |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>-155.08</b> | <b>373.37</b>  | <b>-71.12</b>  | <b>163.14</b>  | <b>108.77</b>  | <b>101.52</b>  |

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

李军政，SAC 执业证书号：S0640513030001，物理学博士，从事机械军工行业研究，探寻行业公司价值。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。