

中航飞机 (000768.SZ) 2020Q1 业绩平稳增长, 长期受益航空产业发展

2020年05月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

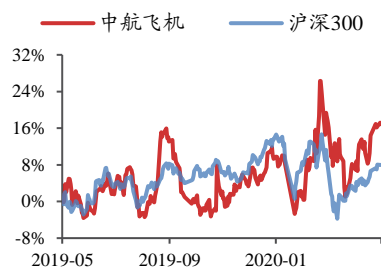
段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

日期	2020/5/12
当前股价(元)	17.99
一年最高最低(元)	20.34/14.60
总市值(亿元)	498.08
流通市值(亿元)	498.08
总股本(亿股)	27.69
流通股本(亿股)	27.69
近3个月换手率(%)	72.19

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 军民机业务长期受益于需求释放, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司作为军民用大飞机整机制造唯一平台, 将直接受益于军机、民机需求释放带动的行业增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 6.6/7.6/8.7 亿元, 分别同比增长 15.1%/15.4%/15.2%; EPS 分别为 0.24/0.27/0.31 元, 当前股价对应 PE 分别为 76/66/57 倍。对比可比上市公司, 公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值高于可比上市公司平均估值水平。该估值水平系公司盈利受限水平较可比公司更高所致, 最新核心资产若最终实现注入将显著改善盈利水平。考虑公司于所在行业的垄断地位和较大市场空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 加强建设战略空军, 运-20 需求旺盛, 军机业务长期受益

空军建设战略转型, 大中型运输机是实现快速战略投送的核心装备。根据《World Air Force 2019》, 中国军用运输机总量较低, 只有美国的 21%; 机型以中型机为主, 大型战略运输机占比较低, 总运载能力与美国差距显著。假设中国未来 20 年建成美国目前的军用运输能力, 预计军用运输机市场空间为 757 架, 其中运-20 为 320 架。预计公司作为军用运输机/轰炸机唯一总装平台将长期受益。

● 航空运输业需求旺盛, 民机配套业务前景广阔

根据中国商飞《2019-2038 年民用飞机市场预测年报》, 中国航空运输市场需求旺盛, 并将长期平稳增长, 到 2038 年中国旅客周转量将占全球的 21%。报告预测 20 年里中国航空市场将接收 50 座以上客机 9205 架, 市场价值约 1.4 万亿美元。预计国产民用飞机将在国内航空市场占有较多份额, 公司作为国内民用大飞机主要参与者, 技术实力雄厚且市场地位稳固, 民机业务前景广阔。

● 筹划重大资产置换, 完成后将提升公司盈利能力

2019 年 11 月公司公告拟将部分飞机零部件制造业务资产与航空工业飞机部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换。重组完成后将提升公司盈利能力: 1) 置入资产增厚公司业绩; 2) 避免代理服务费分成; 3) 节省厂房设备租赁费用。

● 风险提示: 军机需求释放低于预期, 民机市场增长不达预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,468	34,298	39,127	44,359	50,054
YOY(%)	7.7	2.5	14.1	13.4	12.8
归母净利润(百万元)	558	569	655	756	871
YOY(%)	18.4	1.9	15.1	15.4	15.2
毛利率(%)	6.1	5.8	5.9	6.0	6.2
净利率(%)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
ROE(%)	2.6	3.4	3.9	4.2	4.7
EPS(摊薄/元)	0.20	0.21	0.24	0.27	0.31
P/E(倍)	89.3	87.6	76.0	65.9	57.2
P/B(倍)	3.1	3.0	3.0	2.9	2.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 军民用大飞机整机制造唯一平台，业绩平稳增长.....	3
2、 运-20 列装释放长期广阔需求，军机业务持续受益.....	4
3、 商用航空需求旺盛，民机业务前景广阔.....	6
4、 筹划重大资产置换，完成后将提升公司盈利能力.....	6
5、 军品定价机制改革有望提升公司盈利能力.....	7
6、 盈利预测与投资建议.....	7
7、 风险提示.....	8
附： 财务预测摘要.....	9

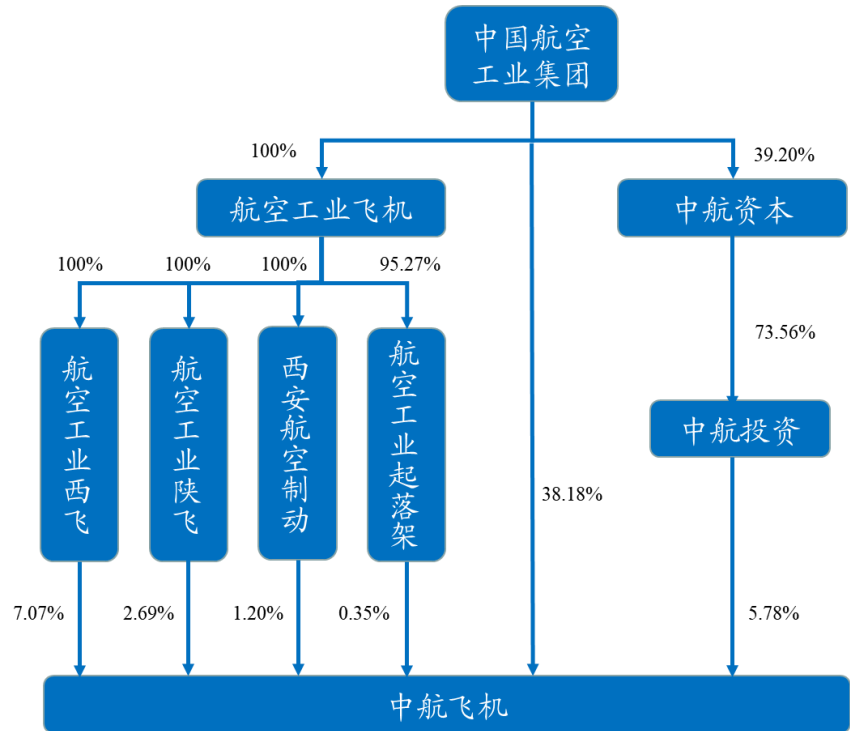
图表目录

图 1： 公司是中航工业集团大飞机整机制造唯一平台.....	3
图 2： 2015-2019 营业收入 CAGR 为 9.21%.....	4
图 3： 2015-2019 归母净利润 CAGR 为 9.20%.....	4
图 4： 中国军用运输机总量仅为美国的 21%（架）.....	5
图 5： 中国军用运输机缺乏高运载能力的大型运输机.....	5
表 1： 公司主要产品为军用大中型飞机整机、军民用航空零部件.....	3
表 2： 中国运输机运力缺口较大.....	5
表 3： 中国商飞预测 2019-2038 年中国将接受 50 座以上客机 9205 架.....	6
表 4： 公司估值水平高于可比上市公司平均估值水平.....	7

1、军民用大飞机整机制造唯一平台，业绩平稳增长

公司是中航工业集团大飞机整机制造唯一平台。2009年，公司通过重组吸收了西飞集团的航空业务资产，在原有飞机整机和零部件生产制造的基础上，新增了运-8系列飞机等机型的生产能力，丰富了产品型号；2012年，公司通过资产重组购买了西飞集团、陕飞集团等四家公司航空业务相关资产；随后公司逐步剥离成飞民机、西安天元航空科技有限公司、西飞民机、沈飞民机等低效资产，优化公司资产结构。

图1：公司是中航工业集团大飞机整机制造唯一平台



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司主要从事军用大中型飞机整机、起落架和机轮刹车系统等军民航空零部件产品相关业务。公司是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是国内市场重要的运输机供应商之一，是飞机起落架系统、刹车制动系统的重要供应商，是C919、ARJ21、AG600以及国外民用飞机的重要供应商。

表1：公司主要产品为军用大中型飞机整机、军民航空零部件

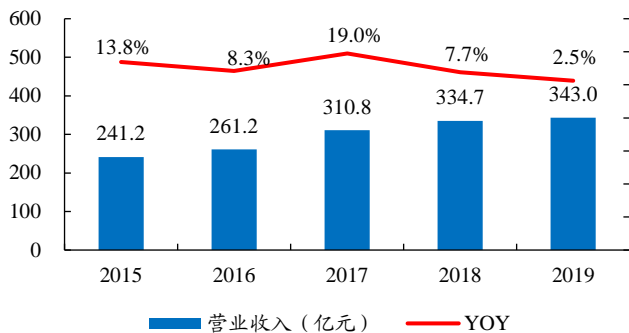
主要业务	合作方	主要产品
军用飞机整机	-	飞豹系列、轰-6系列、运-8系列、运-20系列等
民用飞机零部件	国产民用飞机	C919飞机、ARJ21飞机、AG600飞机零部件
	国外民用飞机	空客A320机翼、英宇航飞机翼盒、法航ATR-42翼盒、ATR飞机组件等
飞机零部件	其他军工企业	飞机起落架系统、成套机轮及系统刹车附件、刹车盘等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

近年公司营业收入、归母净利润平稳增长。公司2015-2019年营业收入从241.2亿元增长至343.0亿元，CAGR为9.21%；归母净利润从4.0亿元增长至5.7亿元，CAGR为9.20%。其中2019年营业收入和归母净利润增幅低于往年的主要原因是公司自2019年1月1日起不再将西飞民机、沈飞民机公司纳入合并范围。2020年一季度

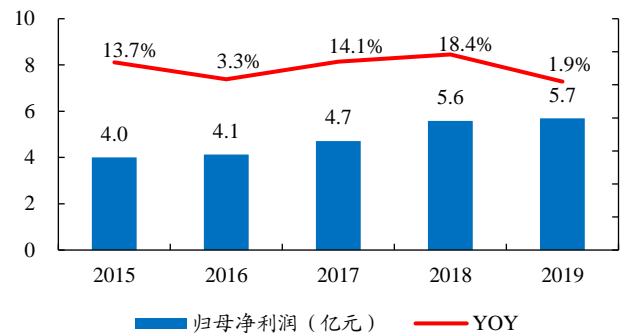
度公司实现营业收入 64.60 亿元，同比增长 1.33%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比平稳增长 11.25%。

图2：2015-2019 营业收入 CAGR 为 9.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2015-2019 归母净利润 CAGR 为 9.20%



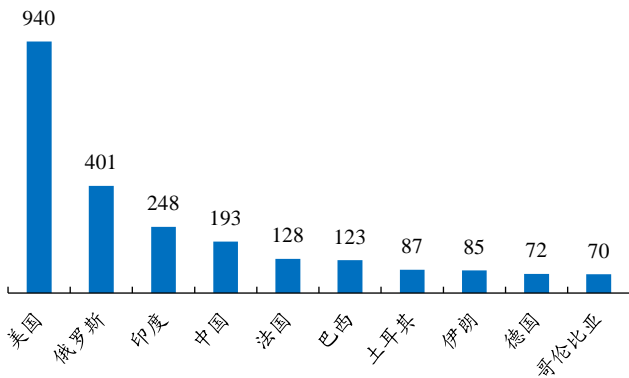
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、运-20 列装释放长期广阔需求，军机业务持续受益

空军建设战略转型，大中型运输机是实现快速战略投送的核心装备。 空军是战略性军种，战略能力要与不断拓展的国家利益和不断变化的安全形势相适应。《新时代的中国国防》指出，按照空天一体、攻防兼备的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化空军。大中型军用运输机是实现快速战略投送的核心装备，在规模化军事行动中有举足轻重的地位，其中大型运输机指起飞总重量超过 100 吨的运输机，更是衡量一个国家国防实力的重要标志。除了用于兵力、物资的运输和投送，大型军用运输机还可以作为各类特种飞机的改装基础平台，比如预警机、空中加油机、海上巡逻机、电子战飞机、特种任务飞机等，这些飞机装载的特种设备、油量较重，需要大型运输机优越的承载能力来保证足够的航程。

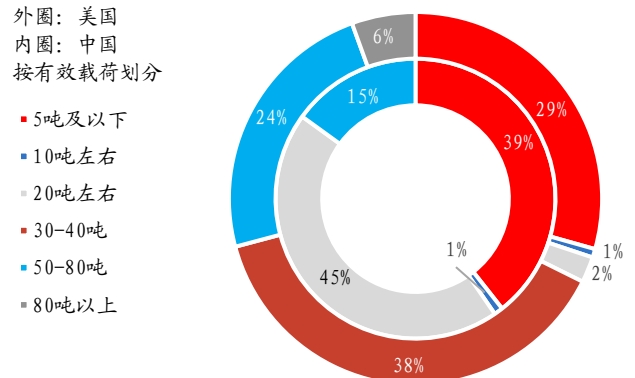
中国军用运输机总量与国际先进水平差距显著，大型战略运输机占比较低。根据《World Air Force 2019》，2018 年，美国/俄罗斯/印度/中国运输机保有量依次为 940/401/248/193 架，中国仅为美国的 21%，俄罗斯的 48%，且排在印度后方位居第四。从机型组成上来看，中国军用运输机以中型机为主，主力机型运-7、运-8 分别有 67 架、75 架，合计占比超过 70%；战略运输力量由苏联时期研制的伊尔-76 和新服役的运-20 组成，分别有 22 架、7 架，合计占比仅 15%，相比美国 C-5M/C-17 战略运输机占比 29% 较低。

图4: 中国军用运输机总量仅为美国的 21% (架)



数据来源:《World Air Force 2019》、开源证券研究所

图5: 中国军用运输机缺乏高运载能力的大型运输机



数据来源:《World Air Force 2019》、开源证券研究所

运-8、运-9 短期内仍将作为主力机型, 大型战略运输机需求紧迫, 运-20 将加速列装。据洛克希德马丁公司的统计, 在美军空运的作战装备/军用物资中, 80%的单元重量都小于 C-130J 中型战术运输机的最大载重量, 因此传统中型运输机作战性能可以满足大多数装备需求。另外, 中型战术运输机 (比如运-8、运-9 等) 相比战略运输机具有低价格、低维护成本、体积小更易接近作战前线、任务适应能力强等优势, 短期内仍具有不可替代的作用。我国长期以来依靠进口自俄罗斯的伊尔-76 作为战略运输机, 运-20 顺利研制并列装部队实现了我国战略投送装备自主发展重大突破, 将成为战略运输力量建设的重点机型。

如果中国具有接近美国的战略输送能力, 我们预计未来 20 年军用运输机市场空间为 757 架, 其中运-20 为 320 架。如果未来 20 年中国运输机的运载能力与目前美国主要运输机型的运载能力相当, 则运力缺口约 3.1 万吨, 假设以运-8、运-9、运-20 参考美军战术、战略运输机配置比例补足运力缺口, 则需新增运-8/运-9 合计 437 架, 新增运-20 为 320 架。

表2: 中国运输机运力缺口较大

国家	运输机型号	数量 (架)	有效载荷 (吨)	运载能力 (吨)	
美国	C-5M	52	130	6760	
	C-17	222	75	16650	
	C-130	335	33	11055	
	合计	-	-	34465	
中国	Il-76	22	50	1100	
	MA60	9	5	45	
	Tu-154	2	14	28	
	Y-7	67	5	335	
	Y-8	75	20	1500	
	Y-9	11	25	275	
	Y-20	7	66	462	
	合计	-	-	3745	
	中美运输机运载能力差距		-	-	30720

数据来源:《World Air Force 2019》、开源证券研究所

注: 美国其他机型运载能力忽略不计。

3、商用航空需求旺盛，民机业务前景广阔

中国航空运输市场需求旺盛，民用机市场空间较大。根据中国商飞《2019-2038年民用飞机市场预测年报》，2018年，中国民航运输业完成旅客周转量10712.32亿客公里，同比增长12.6%；全年运输旅客6.1亿人次，同比增长10.9%。该报告预测旅客周转量年均增长率为6%，到2038年，中国的旅客周转量将达到4.08万亿公里，占全球的21%。受益于航空运输市场的旺盛需求，中国商飞预测在2019-2038年期间，中国航空市场将接收50座以上客机9205架，市场价值约1.4万亿美元（以2018年目录价格为基础），折合人民币约10万亿元。其中，50座级以上涡扇支线客机交付958架，120座级以上单通道喷气客机交付6119架，250座级以上双通道喷气客机交付2128架。

表3：中国商飞预测2019-2038年中国将接受50座以上客机9205架

	客座数	全球新机交付数预测	中国新机交付数预测
涡扇支线客机	50座级以上	4756架	958架
单通道喷气客机	120座级以上	32055架	6119架
双通道喷气客机	250座级以上	8648架	2128架

数据来源：中国商飞官网、开源证券研究所

公司作为国内民用大飞机主要参与者、ARJ21的核心配套企业，民机业务前景广阔。C919是我国按照国际适航标准自主研发的中型干线飞机，填补了国产干线飞机领域的空白，从技术水平上看，可与波音737、空客A320等机型参与国际市场竞争。ARJ21是我国按照国际适航标准自主研发的支线客机，截至2019年3月底，ARJ21已累积安全飞行超10000小时，投入运营11架，运送旅客近32万人次。ARJ21支线飞机的研制走完了喷气式支线客机设计、试制、试验、试飞、取证、生产、交付、运营全过程中，中国具备了喷气式支线客机的研制能力和适航审定能力，为大型客机项目发展积累了经验。公司是国内民用大飞机的主要参与者，取得C919项目机体中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板等6个工作包的供应商资格。作为ARJ21的核心配套企业，公司承担了ARJ21飞机85%左右的机体结构研制任务。预期中国将大力推进国产民用飞机占据较多国内市场份额，公司多年从事航空产品研发制造形成了雄厚技术积累和丰富制造经验，民机零部件主要供应商市场地位稳固，民机产品业务前景广阔。

4、筹划重大资产置换，完成后将提升公司盈利能力

公司正在筹划重大资产置换，若实施完成将提升运营效率。2019年11月6日公司公告拟将部分飞机零部件制造业务资产与航空工业飞机部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换。拟置入的飞机整机制造及维修业务资产包括航空工业西飞100%股权/航空工业陕飞100%股权/航空工业天水100%股权等资产，拟置出的飞机零部件制造业务资产包括长沙起落架分公司/西安制动分公司全部资产负债以及贵州新安100%股权等资产。公司置入整机制造资产，置出盈利能力较弱的非核心资产，有助于进一步聚焦主业，理顺管理机制，提升运营效率。

本次重组完成后将增厚公司业绩、提高盈利能力。1)置入资产将增厚公司业绩：截至2019年9月30日，航空工业西飞/航空工业陕飞合计实现净利润2.96亿元，若不考虑航空工业天水的置入以及贵州新安的置出，上市公司净利润提升87%；2)避免代理服务费分成：公司目前仍需通过航空工业西飞/航空工业陕飞承接军民用整机

研制的生产任务，并将国内军机订货合同的 1% 以及进出口货款的 0.4%-1.4% 作为代理服务费与其分成；3) 节省厂房设备租赁费用：公司每年自航空工业西飞/航空工业陕飞租赁部分厂房及设备，2018 年产生的关联租赁费用合计 7.80 亿元，占当年归母净利润的 140%。

5、军品定价机制改革有望提升公司盈利能力

军品定价机制改革持续推进，公司盈利能力有望进一步改善。我国军品定价机制的演变大致可分为五个阶段：无价格供给、实际成本加成、计划成本加成、多种定价方式并存及装备购置目标价格管理机制。2013 年 9 月，总装备部综合计划部发表《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》，标志着新一轮军品定价机制改革的启动。《指南》规定由军方在武器装备立项之初对购置目标价格进行论证，并在装备研制过程中实施成本监控，最终在批量订货时按照“军品定价 (P) = 计划成本 (C) + 目标价格 (CT) * 5% + 目标激励约束利润 (PE)”制定采购价格，其中约束激励的利润百分比限制在 +5% 与 -5% 之间。公司作为军用大中型飞机整机厂商，受限于 5% 的成本加成定价机制，产品利润率较低，2015-2019 年平均净利润率仅为 1.67%，随着军品定价机制改革的推进，“成本加成法”将逐渐向“目标价格法”转变，公司作为整机厂商的盈利能力有望得到逐步改善。

6、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1) 我国军费开支保持 7%-8% 的增速，装备支出占军费比重继续提升，公司作为运输机/轰炸机唯一总装平台持续受益于国防装备采购的增长；
- 2) 空军建设战略转型加快列装运-20 战略运输机及其延生机型，其他军用机型正常生产交付；
- 3) 军品定价机制改革稳步推进，提升公司盈利水平。

公司作为我国军用运输机和轰炸机唯一总装平台，将直接受益于军机、民机需求加速释放带动的行业增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 6.6/7.6/8.7 亿元，分别同比增长 15.1%/15.4%/15.2%；EPS 分别为 0.24/0.27/0.31 元，当前股价对应 PE 分别为 76/66/57 倍。

对比可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值高于可比上市公司平均估值水平。该估值水平系公司盈利受限水平较可比公司更高所致，最新核心资产若最终实现注入将显著改善盈利水平。考虑公司于所在行业的垄断地位和较大市场空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 公司估值水平高于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600760.SH	中航沈飞	34.75	18.1	20.1	20.4	20.8	55.4	46.2	38.3	31.7
600038.SH	中直股份	44.63	15.3	21.5	22.1	20.1	44.7	36.8	30.1	25.1
600893.SH	航发动力	24.46	1.3	19.4	16.6	17.6	45.3	42.8	36.5	30.8
600967.SH	内蒙一机	10.09	7.2	32.3	21.7	8.5	31.4	23.2	19.3	18.5
600118.SH	中国卫星	34.83	-19.6	25.2	17.3	9.9	75.3	102.2	87.8	76.0

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
可比公司平均值							50.4	50.2	42.4	36.4
000768.SZ	中航飞机	17.99	1.9	15.1	15.4	15.2	87.6	76.0	65.9	57.2

数据来源: Wind、开源证券研究所

(收盘价日期为 2020/05/12, 除中直股份、中航沈飞, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据, 中航沈飞业绩扣除政府补助)

7、风险提示

军机需求释放低于预期, 民机市场增长不达预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	39240	40473	42462	46527	53754
现金	8691	6739	2722	3086	3483
应收票据及应收账款	12688	12829	16281	16720	20519
其他应收款	56	50	71	66	89
预付账款	4119	5863	5525	7386	7182
存货	13605	14686	17556	18962	22175
其他流动资产	79	307	307	307	307
非流动资产	8658	8289	10762	13151	15409
长期投资	572	2528	4484	6440	8396
固定资产	4892	4225	4768	5258	5689
无形资产	1741	298	244	171	39
其他非流动资产	1453	1238	1266	1282	1286
资产总计	47897	48763	53224	59678	69163
流动负债	27925	30462	34809	40992	50140
短期借款	1832	778	1745	3010	8376
应付票据及应付账款	23496	25128	30287	32477	38225
其他流动负债	2597	4556	2778	5506	3540
非流动负债	659	1698	1491	1268	1033
长期借款	147	1200	993	770	535
其他非流动负债	512	498	498	498	498
负债合计	28584	32160	36299	42260	51173
少数股东权益	3265	53	53	36	11
股本	2769	2769	2769	2769	2769
资本公积	10142	10143	10143	10143	10143
留存收益	2907	3310	3651	4010	4417
归属母公司股东权益	16048	16549	16872	17382	17980
负债和股东权益	47897	48763	53224	59678	69163

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1404	553	-1779	2589	-1280
净利润	508	569	655	739	845
折旧摊销	503	457	406	486	567
财务费用	-49	-32	93	219	420
投资损失	-32	-1	-51	-56	-47
营运资金变动	315	-517	-2874	1211	-3054
其他经营现金流	159	77	-8	-10	-12
投资活动现金流	-710	-3101	-2821	-2810	-2767
资本支出	831	723	517	433	302
长期投资	50	-84	-1956	-1956	-1956
其他投资现金流	170	-2463	-4260	-4332	-4420
筹资活动现金流	1629	582	-384	-681	-923
短期借款	626	-1054	0	0	0
长期借款	38	1053	-207	-223	-235
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	1	0	0	0
其他筹资现金流	959	583	-177	-458	-688
现金净增加额	2346	-1965	-4984	-901	-4970

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33468	34298	39127	44359	50054
营业成本	31426	32293	36803	41684	46956
营业税金及附加	86	44	91	99	105
营业费用	373	419	434	461	491
管理费用	900	808	869	963	1029
研发费用	122	133	141	111	100
财务费用	-49	-32	93	219	420
资产减值损失	27	-7	0	0	0
其他收益	37	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	31	8	10	12
投资净收益	32	1	51	56	47
资产处置收益	5	39	0	0	0
营业利润	658	662	755	888	1012
营业外收入	4	10	48	16	19
营业外支出	42	9	20	21	23
利润总额	619	663	783	883	1008
所得税	111	94	128	144	163
净利润	508	569	655	739	845
少数股东损益	-50	0	-0	-17	-26
归母净利润	558	569	655	756	871
EBITDA	982	1045	1160	1455	1843
EPS(元)	0.20	0.21	0.24	0.27	0.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	2.5	14.1	13.4	12.8
营业利润(%)	13.2	0.7	14.1	17.6	14.0
归属于母公司净利润(%)	18.4	1.9	15.1	15.4	15.2
获利能力					
毛利率(%)	6.1	5.8	5.9	6.0	6.2
净利率(%)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
ROE(%)	2.6	3.4	3.9	4.2	4.7
ROIC(%)	2.1	2.7	3.2	3.8	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	66.0	68.2	70.8	74.0
净负债比率(%)	-31.8	-28.3	1.9	5.8	31.9
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.21	0.24	0.27	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.20	-0.64	0.94	-0.46
每股净资产(最新摊薄)	5.80	5.98	6.09	6.28	6.49
估值比率					
P/E	89.3	87.6	76.0	65.9	57.2
P/B	3.1	3.0	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	47.8	43.1	43.1	34.8	30.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835