

2022年03月13日

中航产融 (600705.SH)

增资发力供应链金融，战略协同效应可期

■贯彻落实“十四五”战略规划，中航产融增资金网络发力供应链金融。近期，中航产融以自有资金1.55亿元参与金网络公司增资，增资后中航产融持股比例提升至22.41%，成为金网络第一大股东，合并增资前通过子公司持有金网络股权，共计持股比例为27.64%。增资完成后，金网络有望解除资本金不足的发展制约，中航产融则预期加强航空产业链融合。

■长期困扰军工供应链融资的三大痛点。1) 融资难，中小企业、民参军在军工产业链数量庞大、体量小。此外，由于军工产业涉军不透明等因素，存在贷款难、融资难等痛点；2) 融资贵，我国中小企业平均融资成本普遍在10%-20%之间；3) 资金到位慢，军工企业平均资金回款周期长达8-10月，而传统融资方面，中小企业贷款审批流程长，审批难度大等特点。

■航信平台三大核心业务聚焦军工供应链发展痛点，业务实现全行业拓展服务。金网络背靠中国航空工业集团，专注于供应链金融科技服务。航信平台作为金网络服务的核心平台，深耕军工、拓展产业，构建了以“航信”在线应收账款保理、军工订单融资、存货融资三大核心业务为主的线上供应链金融服务体系，满足供应链条各个层级和生产经营各个阶段的资金需求。目前服务客户涵盖航空、航天、船舶、电子、建筑、银行、医疗、仓储、物流、服务、政务等领域，已经实现国民经济主要行业的全面服务。

■三大优势构筑金网络核心竞争力。1) 背靠中航集团，发挥军工产业优势：依托股东优势，深耕军工供应链，覆盖服务产业链上各级供应商逾万家。2) 携手六大行，降低资金成本提升效率：航信是唯一与国有六大行全部直连的平台，信用标准匹配核心供应商，具备融资成本低、流程快、风险低等特点；3) 打造“N+N+N”模式优势，实现三方共赢，助力中小微企业：航信平台以成熟、领先的“N（核心企业）+N（金融机构）+N（供应链上下游企业）”金融科技平台模式，已实现汇集金融机构质量数量全国领先，服务核心企业和供应商覆盖面领先、军工供应链金融产品研发领先等优势。

■政策支持叠加需求旺盛，军工供应链金融市场空间广阔。1) 政策方面，政府部门多次发文推动供应链金融发展直击中小微企业融资痛点，市场规模快速增长。2) 军工行业方面，“十四五”期间武器装备升级换代需求加速，众多民营企业加入军工行业，企业融资需求激增，但股权和主体信用融资受自身体量制约难度较大，供应链金融市场前景巨大。

■战略协同效应有望实现，经济效益可期。增资完成后，一方面金网络有望与中航产融旗下信托、产投、租赁、证券、保险等金融业务板块形成协同，加速助推各板块业务发展，更好实现融融结合、产融结合。另一方面，尽管金网络尚处于前期大规模投入阶段，后续有望通过业务规模的扩大、产品体系的深化实现盈利增长，从而为公司贡献可观的投资收益。

■投资建议：买入-A投资评级。预计公司2021年-2023年EPS分别为0.50元、0.55元、0.58元，6个月目标价为5.3元，对应2021年P/E为12x。

■风险提示：业绩不及预期、政策趋严风险、宏观经济下行风险、运营风险

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	18,032.2	18,340.8	19,083.6	21,182.8	23,936.6
净利润	3,063.5	3,274.1	4,479.6	4,919.9	5,144.3
每股收益(元)	0.34	0.37	0.50	0.55	0.58
每股净资产(元)	3.35	4.47	4.66	5.03	5.38

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	11.2	10.5	7.7	7.0	6.7
市净率(倍)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
净利润率	17.0%	17.9%	23.5%	23.2%	21.5%
净资产收益率	10.3%	8.2%	10.8%	11.0%	10.7%
股息收益率	0.9%	5.4%	3.4%	4.4%	5.7%
ROIC	-4.5%	-5.1%	-5.5%	-3.8%	-3.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

综合

投资评级 买入-A

维持评级

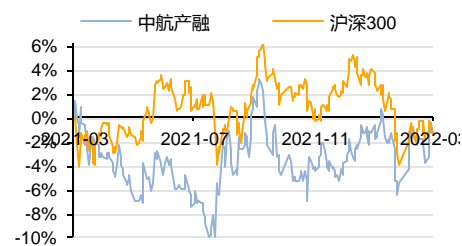
6个月目标价：5.3元

股价(2022-03-09) 3.86元

交易数据

总市值(百万元)	34,431.08
流通市值(百万元)	34,303.97
总股本(百万股)	8,919.97
流通股本(百万股)	8,887.04
12个月价格区间	3.60/4.24元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.91	7.01	1.96
绝对收益	4.47	2.58	-1.65

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

相关报告

中航产融：【安信非银】中航产融深度报告：聚焦战略发力产投，深化产融助力实业/张经纬	2021-12-07
中航产融：业绩表现符合预期，产业投资铸就新动力/张经纬	2021-10-30
中航产融：业绩表现稳健，产融结合稳步迈进/张经纬	2021-08-31
中航产融：金融版图再落一子，产融结合乘势而上/张经纬	2021-07-26

内容目录

1. 增资金网络，发力供应链金融	3
1.1. 金网络，专注于供应链金融的科技公司.....	3
1.2. 增资金网络成为第一大股东，加强航空产业链融合.....	3
2. 金网络在军工供应链金融领域具有独特优势	4
2.1. 核心企业客户快速增长，服务融资额高增.....	4
2.2. 依托航信平台三大核心业务，聚焦军工供应链发展痛点.....	5
2.3. “N+N+N”业务平台，发挥平台网络效应.....	6
2.4. 依托集团，立足军工，向外拓展，深入合作核心金融机构.....	7
2.5. 公司在区块链、隐私计算、大数据等方面注重投入，有较强的科技研发能力.....	8
3. 政策扶持叠加需求旺盛，军工供应链金融大有可为	8
3.1. 国家政策鼓励发展供应链金融，市场规模持续增长.....	8
3.2. 军工产业链供应链发展需要供应链金融，市场需求旺盛.....	11
4. 协同效应可期，助推公司各板块业务发展	12
5. 投资建议	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1: 金网络供应链金融服务场景及产品.....	4
图 2: 航信平台业务模式.....	5
图 3: 金网络重点合作金融机构.....	8
图 4: 中国供应链金融市场规模（万亿元）.....	10
表 1: 本轮金网络增资情况.....	3
表 2: 供应链金融相关政策梳理.....	9
表 3: 中国社会融资成本构成（%）.....	10

1. 增资金网络，发力供应链金融

贯彻落实“十四五”战略规划，中航产融增资金网络发力供应链金融。中航产融“十四五”规划中表明，将着力于产业投资、供应链金融、综合金融三大平台促进产融结合，直击中小企业融资难题，助力航空军工产业链生态建设，推动产融结合助力实体经济发展。为贯彻落实公司“十四五”战略规划，公司以自有资金 1.55 亿元人民币参与金网络公司增资。

1.1. 金网络，专注于供应链金融的科技公司

金网络背靠中国航空工业集团，致力于成为最具行业影响力的供应链金融+数字科技服务商。金网络公司成立于 2015 年年末，隶属于中国航空工业集团，是专注于供应链金融服务的科技平台公司，目前已经发展成一家以金融科技研发、产品服务开发、管理系统搭建、管控专业咨询四大类业务为一身的供应链金融信息化与风险资产管理综合服务企业。金网络公司开发并运营的中航信用供应链金融服务平台，向产业链供应链上下游企业提供订单融资、存货融资、应收账款保理等金融信息服务以及产融结合、业财一体等数字化科技输出。

近年来金网络全面突破军工供应链领域，在多行业领域深化推广供应链金融科技服务。金网络于 2016 年完成了中航信用供应链金融服务平台的基础研发及试运行。2017 年，中航信用平台开始与国有大型商业银行等金融机构对接，共同为军工各级供应商提供融资服务。2019 年至今，航信平台已全面深化推广至航空、航天、船舶、电子、建筑、银行、医疗、仓储、物流、服务、政务等领域。

1.2. 增资金网络成为第一大股东，加强航空产业链融合

金网络业务保持快速发展势头，但因资本金不足制约了公司后续发展。经过几年的发展，金网络及航信平台已经具备快速发展的各项基础条件，取得了行业领先地位。尽管金网络及航信平台已经形成在军工、建筑、金融等领域的深度服务能力和良好客户关系，也具备较强的专业化科技输出能力，但平台现有产品和服务还不够丰富，需要投入更多资源保障公司持续发展。

中航产融增资 1.5 亿元成为金网络第一大股东。具体增资方案来看，中航产融联合国家军民融合产投基金、南昌玖沐产投、国发航空发动机产投基金、青岛西海之光投资等共同对金网络公司进行增资 3.614 亿元，其中中航产融出资 1.55 亿元。通过此轮增资，中航产融的直接持股比例为 22.41%，成为金网络第一大股东，合并子公司中航产业投资有限公司持有股权共计持有金网络股权比例 27.64%。

表 1：本轮金网络增资情况

股东名称	增资前注册资本 (万元)	本轮增资额 (万元)	增资后持股比例 (%)
中航工业产融控股股份有限公司		15500	22.41
中国航空技术国际控股有限公司	2500		8.71
中航产业投资有限公司	1500		5.23
中振会计咨询有限责任公司	1500		5.23
北京成诚众志投资管理合伙企业 (有限合伙)	3360		11.71
北京世纪鼎鑫科技中心 (有限合伙)	4840		16.87
国家军民融合产业投资基金有限责任公司		9640	13.94
南昌玖沐新世纪产业投资合伙企业 (有限合伙)		5000	7.23
北京国发航空发动机产业投资基金中心 (有限合伙)		3000	4.34
青岛西海之光投资发展有限公司		3000	4.34
合计	13700	36140	100

资料来源：wind，安信证券研究中心

增资完成后，金网络有望在解除发展制约后快速提升研发、服务能力，并产生较好的经济效益。后续，金网络预期将进一步加大科技投入和网络建设，更加全面、深入服务于各类产业链主体。本次增资事项完成后，中航产融则将加强与航空产业链供应链的充分融合，进而提供高质量的产业金融服务，以发挥资本要素在带动产业发展、促进产业结构调整中的重要作用，助力航空产业结构的转型升级、航空现代化产业体系构建，公司预期能得到较好的经济效益。

2. 金网络在军工供应链金融领域具有独特优势

科技赋能供应链金融，金网络已形成较为完善的全产业链金融科技服务体系。基于行业洞察和金融科技应用，整合资源提供融资、咨询、系统开发、运营管理等综合服务，已形成服务供应链各层级、服务企业各阶段、服务生产经营各环节的产品体系。在应收账款、存货、订单、扩大产能阶段分别提供航信、存货融资、订单融资、融资租赁等产品。

图 1：金网络供应链金融服务场景及产品

场景	产品	科技支撑	科技价值	业务模式
应收账款阶段	航信 (应收款确认、流转、拆分、融资)	统一网关+微服务架构	与多金融机构、多系统高效对接	保理/再保理
		大数据+AI客服+RPA机器人	线上实时审核+贷后动态监控+流程自动化	
存货阶段	存货融资 (供应商已交货未挂账)	供应链协同+物联网	可视化管理、物联网远程监控	担保+银行融资
		数据隐私保护(零知识证明)+大数据+区块链	线上实时数据核查	再保理
订单阶段	订单融资	供应链协同+AI智能风控+物联网	线上实时数据核查+贷后动态监控	信托计划
		大数据+隐私计算+区块链	贸易背景真实性核验+信用额度管理	银行贷款
扩大产能阶段	融资租赁	大数据+AI智能风控+物联网	设备工况实时监控、企业经营大数据跟踪分析	融资租赁模式
		区块链	业务数据可追溯、不可篡改	
通用技术		身份认证+电子合同	线上实时电子签约	

资料来源：公司资料，安信证券研究中心

2.1. 核心企业客户快速增长，服务融资额高增

金网络核心企业迅速扩张，服务融资额保持快速增长势头。目前，金网络服务产业链供应链上核心企业广泛分布在军工、建安、医疗、科技、能源等国民经济重要行业，上线后交易活跃，支持业务快速增长。航信融资额连年保持增长，融资户数保持快速增长。

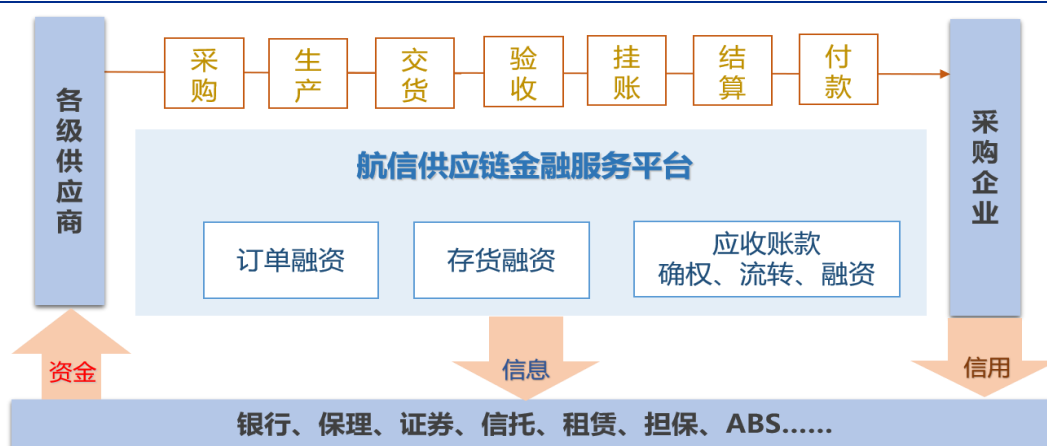
从收入结构来看，金网络目前主要收入包括供应链金融信息服务收入及科技输出收入。供应链金融服务，如“航信”在线应收账款保理、军工订单融资、存货融资等，以“服务融资金额*信息服务费率”的形式收费，科技输出服务如提供供应链金融、业财一体化相关系统定制化解决方案、提供财务顾问等增值服务，则根据单个项目而定。

2.2. 依托航信平台三大核心业务，聚焦军工供应链发展痛点

航信平台作为金网络服务的核心平台，解决供应链金融业务痛点。航信平台是在线服务供应链金融市场的主要参与方，基于行业洞察和金融科技应用，创新供应链金融产品和服务，整合资源满足企业生产各个阶段资金需求，解决供应链金融开展过程中信息不对称、风险管控难、跨区域难开展、操作成本高等痛点难题。目前，航信平台已成为国内领先、成熟的供应链金融服务平台，具备快速发展抢占市场的基础。

航信平台深耕军工产业，满足军工全产业链资金需求。航信平台通过真实交易四流合一的视角，以区块链、物联网、信息安全等底层技术手段实现真实贸易背景信息在供应链上下游及仓储物流服务企业间的交叉认证，从而构建了以“航信”在线应收账款保理、军工订单融资、存货融资三大核心业务为主的线上供应链金融体系，满足供应商从订单签订到采购备货、组织生产、仓储物流、交货验收、挂账结算等全生产链条的资金需求。

图 2：航信平台业务模式



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

(1) 军工订单/存货融资

军品订单/存货融资帮助军工供应商获取流动性贷款。具体来看，对于军品业务供应关系稳定，有持续稳定获得军工生产订单能力的供应商，航信平台审核该供应商合同金额、履约状态、历史合作情况等信息并向核心企业做基础核实后，推荐给平台合作金融机构给予供应商一定额度的信用融资，用于帮助民参军企业备货及日常经营活动的流动资金贷款业务。

(2) “航信”在线应收账款保理融资

具体看航信应收账款保理的业务模式，“航信”是一种应收账款电子债权凭证，核心企业通过开立航信确认应付账款的金额和期限。在航信平台上，核心企业、供应商、金融机构主要的分工包括：

- 对于核心企业：可依据合同执行进度，主动向供应商开立“航信”，“并承诺到期付款，
- 对于供应商：收到“航信”后可持有到期，也可以将持有的“航信”全部或部分拆分转让给上一级供应商抵付货款，也可以全部或部分拆分转让给金融机构获得无担保的低成本融资；
- 对于金融机构：根据核心企业的商业信用对供应商放款，而不再苛求供应商的规模和融资能力。

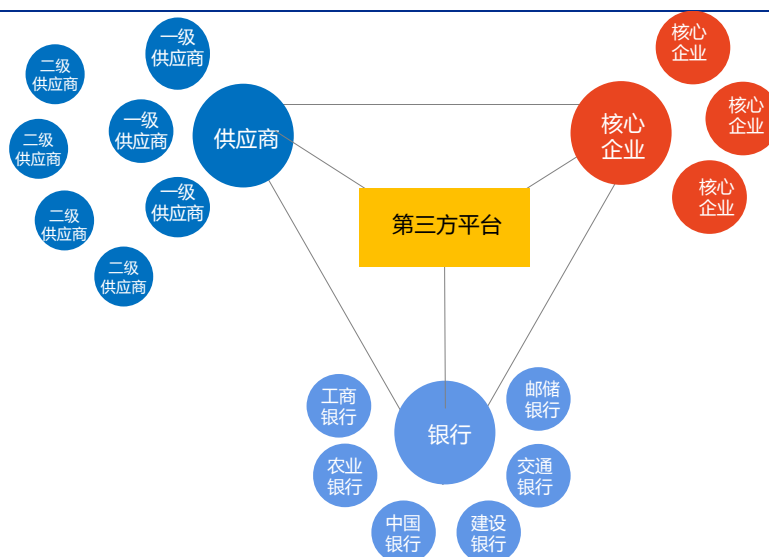
航信助力了供应链金融参与各方的共赢。总体来看，“航信”既控制了金融风险，又落实了普惠金融，切实解决了产业链各级供应商特别是资金需求最迫切的中小微企业的融资难、融资贵、融资慢问题，实现了金融服务精准滴灌。

- **对于核心企业：**履行了社会责任，树立了商业信用，提升了基于供应链的核心竞争力，也有助于延迟现金支出，降低带息负债，降低采购成本；
- **对于供应商：**获得了明确的资金回款保证，抵消层层占压的三角债，同时可以获得无担保的低成本融资；
- **对于金融机构：**拥抱金融科技创新开展业务，既支持了产业链供应链稳定，也促进了自身转型发展。

2.3. “N+N+N”业务平台，发挥平台网络效应

根据供应链金融平台中核心企业、金融机构、供应商三种角色各自在产业链中的数量，供应链金融业务模式包括“1+1+1”、“1+N+N”和“N+N+N”等形式。经过这几年的发展，金网络已初步建成了功能最为丰富、服务最为完善的“N+N+N”模式。

图 8：“N+N+N”模式



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

“N（核心企业）+N（金融机构）+N（供应链上下游企业）”平台服务模式：该模式优势在于能够充分发挥平台网络效应，汇集更多资金方、资产方和产品服务，服务更多企业和金融机构。建成“N+N+N”第三方供应链金融平台需同时具备熟悉产业、金融、科技的能力；金融机构的认可信任和对核心企业的影响力；以及持续的实践、试错和时间积累，建设门槛高、周期长。当前，航信平台已实现汇集金融机构质量数量全国领先、核心企业和供应商覆盖面、军工供应链金融产品研发能力等优势，是目前唯一同时与国有六大行及众多股份制商业银行实现产品及IT系统直联的平台，且在军工领域具有独特优势，处于行业领先地位。

预计航信平台将利用同业领先地位和先发优势，加快抢占供应链金融数字化转型发展的巨大市场机遇。

2.4. 依托集团，立足军工，向外拓展，深入合作核心金融机构

依托股东优势，金网络持续获航空、航发两大集团大力支持。2017 年航信平台上线后立即在航空工业内部分生产单位开展应用。2018 年航空工业集团发文全面推广航信。2019 年 3 月，航信平台成为航空工业集团解决民营企业账款清欠的指定平台。自此，航信开立量、融资量稳步增长。本次增资，航空、航发两大集团均有参与。

金网络已成为国内首屈一指的军工行业在线供应链金融平台。航发平台已覆盖并深度服务航空工业、中国航发，并拓展服务到核工业、航天、船舶、兵器、电科等集团部分所属企业，延展服务至产业链供应商。

金网络的服务范畴逐步由军工向非军工行业拓展渗透。2019 年以来，金网络大力拓展服务领域，目前服务客户涵盖航空、航天、船舶、电子、建筑、银行、医疗、仓储、物流、服务、政务等领域，积累了丰富的业务落地经验；2021 年，公司服务非军工核心企业达到近 500 家，未来将进一步深化在仓储物流、工业互联网等领域的数据信用资产开发，提升产业链深度服务能力。

图 9：金网络服务部分客户



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

从合作的金融伙伴来看，航信平台合作金融机构处于同业领先地位。航信平台是国内唯一与国有六大行全部直连的供应链金融服务平台，具有较强的供应链金融产品设计能力。除与国有六大行合作外，平台与浦发银行、中信银行、光大银行、民生银行等多家股份制银行亦建立了战略合作和全线上业务系统直联，并与中国进出口银行等政策性银行深度对接供应链金融业务合作创新。公司还与信托、证券、保险等非银金融机构和高校建立了深度合作，服务产业链多种需求。

图 3：金网络重点合作金融机构



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

2.5. 公司在区块链、隐私计算、大数据等方面注重投入，有较强的科技研发能力

金网络将充分发挥平台作用，引领供应链各参与方，整合优质资源，构建供应链科技新生态。金网络为金融机构及产业领域进行双向数字化赋能，通过其集成网关平台、大数据风控平台和产业数字化平台，实现产业与金融的相互贯通，形成双向反馈的飞轮效应。集成网关平台可实现与供应链金融相关多主体、多系统、多产品的高效对接；大数据风控平台集合取得授权的各类供应链数据，通过数据挖掘与分析，为金融机构的风控决策提供科技支撑；产业数字化平台基于业财一体化对产业链进行数字化赋能，为核心企业的资金管理、业务管控、数据治理等方面进行数字化赋能，深度服务供应链金融场景。

金网络在大数据、区块链、隐私计算等方面注重投入，有较强的科研能力及壁垒优势，服务产业链稳定和安全。金网络核心系统基于微服务架构进行整体设计，统一集成技术以及实际对接的合作机构在供应链金融行业处于领先地位。平台联合战略伙伴共同开展区块链、加密技术等金融科技研究与合作，在企业业财一体化、产业链管理协同及产融结合等领域有较好的数据安全实践，服务产业链稳定和安全。

3. 政策扶持叠加需求旺盛，军工供应链金融大有可为

3.1. 国家政策鼓励发展供应链金融，市场规模持续增长

供应链金融直击中小微企业融资痛点。供应链环节中，中小微企业账期普遍较长，且由于可抵押物较少、账面状况难达授信条件等而面临融资困境，致使资金周转效率降低，加重企业运营成本负担，并增加资金链断裂风险。供应链金融应运而生，以真实性交易信息为依据，为企业提供包括应收账款融资、货权抵押、信用担保等一系列的综合性金融产品服务，帮助企业盘活流动资金，实现供应链良性循环。

融资需求受重视，供应链金融政策落地。工信部数据显示，中小企业贡献了全国 50%+税收，60%+GDP，然而仅获得约 30%的社会融资。中小微企业在我国经济发展中的重要作用日益

凸显，相应的供应链融资需求也已日益受重视。2017年，“供应链金融”一词首次在国家政策中出现，《关于金融支持制造强国建设的指导意见》提出“积极开展应收账款质押贷款、保理等各种形式的供应链金融业务，有效满足产业链上下游企业的融资需求”。此后，有关政策陆续落地，推动我国供应链金融行业发展。

普惠金融助推中小微企业融资降本增效。针对中小微企业融资约束难题，2021年3月，银保监会要求五大国有行对中小微企业贷款的目标需增加30%或以上；央行等五部门发文进一步延长普惠金融相关政策。商业保理是中小微企业最为主要的融资方式，支持中小微企业融资力度不断加大的同时，相关保理行业的需求也得到进一步激发。

表 2：供应链金融相关政策梳理

时间	政策	要点
2017.3.29	《关于金融支持制造强国建设的指导意见》	创新发展符合制造业特点的信贷管理体制和金融产品体系：优化信贷管理体制、大力发展产业链金融产品和服务、推动投贷联动金融服务模式创新、完善制造业兼并重组的融资服务、切实择优助强，有效防控风险。
2017.4.25	《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017-2019年）》	要通过开展小微企业应收账款融资专项行动，不断丰富企业融资渠道，稳步扩大应收账款融资规模，进一步优化企业商业信用环境，促进金融与实体经济良性互动发展。要向小微企业普及应收账款融资知识，向应付账款较多企业、供应链核心企业、大型零售企业开展宣传培训，加强应收账款融资业务的推广；要动员国有大企业、大型民营企业等供应链核心企业支持小微企业供应商开展在线应收账款融资业务，发挥供应链核心企业引领作用；要优化金融机构等资金提供方应收账款融资业务流程，提高企业融资便利度；要建立健全应收账款登记公示制度，保障各方权利。
2017.10.13	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动供应链金融服务实体经济，鼓励商业银行、供应链核心企业等建立供应链金融服务平台，为供应链上下游中小微企业提供高效便捷的融资渠道。鼓励供应链核心企业、金融机构与人民银行征信中心建设的应收账款融资服务平台对接，发展线上应收账款融资等供应链金融模式。加强对供应链金融的管控，提高金融机构、核心企业的风控水平。
2019.4.7	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	要破解中小企业融资难融资贵问题，完善中小企业融资政策，积极拓宽融资渠道，支持利用资本市场直接融资，减轻企业融资负担，建立分类监管考核机制。
2019.7.11	《关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》	银行保险机构在开展供应链金融业务时应坚持四大基本原则：坚持精准金融服务、坚持交易背景真实、坚持交易信息可得、坚持全面管控风险。在加强供应链金融风险管控方面，文件做出了加强总体风险管控、加强核心企业风险管控、加强真实性审查、加强合规管理加强信息科技系统建设等五方面要求。
2019.9.12	《关于深入开展“信易贷”支持中小微企业融资的通知》	深入开展“信易贷”工作，是落实金融供给侧结构性改革要求的重要举措，有利于破解中小微企业融资难题，畅通金融体系和实体经济良性循环。重点任务有建立健全信用信息归集共享查询机制、建立健全中小微企业信用评价体系、支持金融机构创新“信易贷”产品和服务、创新“信易贷”违约风险处置机制、鼓励地方政府出台“信易贷”支持政策、加强“信易贷”管理考核激励。
2019.9.29	《商业保理术语》（征求意见稿）	目的是建立中国商业保理业标准用语的术语集，形成商业保理行业内及商业保理业与其他行业间沟通交流的标准语言和通用语言，解决因缺乏术语标准引起的歧义和误解问题，推进商业保理用语的规范化。
2019.10.18	《关于加强商业保理企业监督管理的通知》〔2019〕205号	商业保理企业应遵守以下监管要求：受让同一债务人的应收账款，不得超过风险资产总额的50%；受让以其关联企业为债务人的应收账款，不得超过风险资产总额的40%；将逾期90天未收回或未实现的保理融资款纳入不良资产管理；计提的风险准备金，不得低于融资保理业务期末余额的1%；风险资产不得超过净资产的10倍。
2019.12.2	《关于组织供应链领域重点合作项目推荐工作的通知》	着力构建农产品供应链，全面推动制造与服务融合发展，创新发展流通供应链，支持融入全球“跨境”供应链，精准发力供应链扶贫。
2019.12.4	《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》	健全民营企业融资增信支持体系。推进依托供应链的票据、订单等动产质押融资，鼓励第三方建立供应链综合服务平台。民营企业、中小企业以应收账款申请担保融资的，国家机关、事业单位和大型企业等应付款方应当及时确认债权债务关系。积极探索建立为优质民营企业增信的新机制，鼓励有条件的地方设立中小民营企业风险补偿基金，研究推出民营企业增信示范项目。发展民营企业债券融资支持工具，以市场化方式增信支持民营企业融资。
2020.6.3	《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》	推动供应链信息平台与商业汇票基础设施互联，加快商业汇票产品规范创新，提升中小微企业应收账款融资效率。支持对中小微企业开展供应链金融服务。支持产融合作，推动全产业链金融服务，鼓励发展订单、仓单、存货、应收账款融资等供应链金融产品，发挥应收账款融资服务平台作用，促进中小微企业2020年应收账款融资8000亿元。加强金融、财政、工信、国资等部门政策联动，加快推动核心企业、财政部门与应收账款融资服务平台完成系统对接，力争实现国有商业银行、主要股份制商业银行全部接入应收账款融资服务平台。
2020.7.14	《保障中小企业账款支付条例》	中小企业以应收账款担保融资的，机关、事业单位和大型企业应当自中小企业提出确权请求之日30日内确认债权债务关系，支持中小企业融资。
2020.9.22	《关于规范发展供应链金融支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》	支持核心企业签发供应链票据，鼓励银行为供应链票据提供更便利的贴现、质押等融资，支持中小微企业通过标准化票据从债券市场融资，提高商业汇票签发、流转和融资效率。加强供应链票据平台的票据签发、流转、融资相关系统功能建设，加快推广与核心企业、金融机构、第三方科技公司的供应链平台互联互通，明确各类平台接入标准和流程规则。
2020.10.23	《关于支持民营企业加快改革发展与转型	支持大型企业协助上下游企业开展供应链融资。依法合规发展企业应收账款、存货、仓单、股权、租赁权等权利质押贷款。

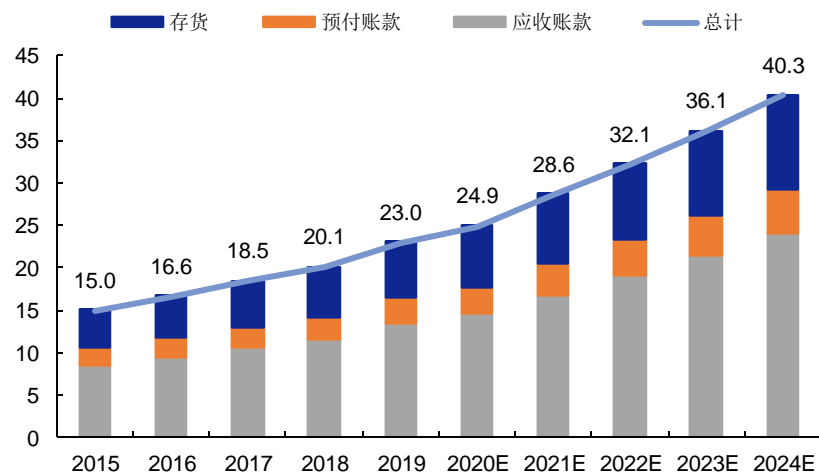
升级的实施意见》

2021.1.1	《中华人民共和国民法典》	第七百六十一条，正式对保理合同作出定义：保理合同是应收账款债权人将现有的或者将有的应收账款转让给保理人，保理人提供资金融通、应收账款管理或者催收、应收账款债务人付款担保等服务的合同。第三编第十六章为“保理合同”专章，对保理业务的性质、内容、形式、效力等进行明确，保理合同的合法性大大加强。
2021.3.29	《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》	进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策，实施期限至 2021 年底。

资料来源：相关部门，安信证券研究中心

供应链金融市场规模持续上涨。根据灼识咨询数据，我国供应链资产余额从 2015 年的 55 万亿元增长到 2019 年的 73 万亿元，预计 2024 年将达百万亿元。按资产余额计算，我国供应链金融市场规模从 2015 年的 15 万亿元增长至 2019 年的 23 万亿元，CAGR 为 11.3%，预计 2024 年市场规模将达到 40 万亿元，2019 年至 2024 年 CAGR 为 11.8%。

图 4：中国供应链金融市场规模（万亿元）



资料来源：灼识咨询，安信证券研究中心

中小企业资金需求正盛，倒逼行业进一步扩张。目前我国中小企业资金周转需求仍十分旺盛，根据奥纬咨询报告，2019 年约有 47 万亿元（占比 52%）的小企业贷款未获得满足，预计 2024 年将增至 77 万亿元。同时，中小企业融资压力相对较大，根据中国社会融资成本指数，平均融资成本普遍在 10%-20%之间。由此，供应链金融行业的发展意义更为突出，亟需更多的机构主体、更为广泛的融资渠道、更为庞大的供资规模纳入其中，以支持中小企业发展。

表 3：中国社会融资成本构成（%）

融资主体	融资类型	平均融资成本	占比
央企、政府平台、上市公司	银行贷款	6.60%	54.84%
	承兑汇票	5.19%	11.26%
	企业发债	6.68%	16.50%
	上市公司股权质押	7.24%	3.39%
	融资性信托	9.25%	7.66%
	融资租赁	10.70%	3.95%
	保理	12.10%	0.44%
中小企业、非上市民营企业	小贷公司	21.90%	0.87%
	互联网金融（网贷）	21.00%	1.10%
总体状况		7.60%	100.0%

资料来源：中国社会融资成本指数，安信证券研究中心

3.2. 军工产业链供应链发展需要供应链金融，市场需求旺盛

十四五规划对军工行业高质量发展提出了新要求。十三五期间尖端武器研发生产的持续突破对整个军工行业在质量、结构、规模、速度、效益、安全六大方面都提出了更高的体系化要求。相关政府部门在制定了多项政策，引导社会资源进入军工行业取得了并巨大的成就，有效的支撑了军工行业的建设发展，在此基础上，秉承继承和创新发展原则，结合未来我国面临的新发展态势，十四五纲要对军工行业的发展提出了更高的要求。

军工行业复杂且链条长，资金效率低。军工行业在追求高质量发展的同时，由于自身生产工艺复杂、链条长的特点，产品质量检验要求高所带来的结算周期长，层层验收导致资金占压要远高于其它行业，虽然现行的军品定价机制可以弥补配套供应商的资金时间成本，但在现在备战和军工供应链扩产扩容的背景下，资金占压大大降低配套企业技改投入和生产效率，从而降低整个供应链的生产效率，已成为严重制约军工经济循环发展堵点。

供应链金融推动军工产业链优化升级。通过引入供应链金融服务理念，可以有效的链接军工产业需求与金融服务供给能力。军工产业链供应链面临国际形势紧张和疫情影响的短期冲击，面临“十四五”期间加速武器装备升级换代需求和财政收支矛盾加剧的双重压力，通过引入供应链金融服务理念，可以有效链接军工产业需求与金融服务供给能力，推动加快形成核心、大协作、专业化、开放型”军品科研生产能力结构布局，促进融合深度发展。具体来看，军工行业开展供应链金融有如下优势：

- **开展供应链金融可有效推动军民深度发展，吸引民口企业积极参军。**供应链金融具有普惠服务的特征，可以广泛服务各类各级供应商，大大提高中小供应商、民营企业等获得融资的可能性，精准滴灌“毛细血管”。同时通过降低企业融资成本，提高军工产业收益率水平，优化“民参军”营商环境，吸引民口企业更加积极地融入军工供应链。
- **开展供应链金融可有效解决企业资金占压和融资难问题，化解供应链“断链”风险。**供应链金融具有精准服务的特征，可以金融服务帮助供应链补齐短板和锻造长板，落实中央关于增强产业链供应链自主可控能力的要求，支持军工产业稳定发展。
- **开展供应链金融可有效应对财政收支矛盾，扩大资金来源、提升供应链资金周转效率。**军工产业传统上高度依赖财政资金支持，在当前财政收支矛盾加剧的背景下，应充分发挥资本市场枢纽作用，利用财政资金的引号摇动作用，形成财政资金、国有资本、民营资本和金融资本等四类资本要素良性互动，为军工快速发展提供资金保障。

中小型民营企业融资潜力大，供应链金融等非公开融资为最优选择。为顺应军工行业发展趋势，众多小型民营企业加入军工行业，新加入军工行业的民营企业个体规模较小，数量众多，自身产品与体系得到市场验证，扩张相对容易，若有相应资金支持，体量与规模可在短期内快速扩大，企业融资需求激增伴随未来巨大融资潜力，但股权、债权融资手段受自身体量制约，融资难度较大。相比于大型国企，小型民企主要以供应链融资、商业借贷等非公开融资为主要融资手段，相应的市场前景巨大。

4. 协同效应可期，助推公司各板块业务发展

金网络可与中航产融所属单位有机协同。中航产融战略定位为立足航空产业，运用科技赋能，致力于成为一流的产业-金融集成服务商。航信平台有打通供应链金融服务的“最后一公里”的作用，可深入触达产业链各个环节和需求场景。平台与中航产融各业务单元协同合作可产生“1+1>2”的效果，助推各板块业务发展。

(1) 与中航信托协同

金网络协同中航信托的产品可实现**供应商订单阶段及已交货未确权阶段的融资和授信**。目前军工供应链中，(多级) 供应商存在订单阶段、已交货未确权阶段融资困难的强烈痛点。双方共同设立的军工供应链金融集合资金信托计划已于2021年3月15日成功实现首期发行，规模2亿元。

金网络可从**产品设计、资产对接梳理、全流程风控支持、系统建设等多维度提供业务支持**。具体来看：

- **资产对接梳理**：通过核心企业订单和存货，梳理资产，可延伸服务至N级供应商。
- **风控系统支持**：提供供应链金融池管理系统服务。
- **贷前风控支持**：提供各级供应商线上或线下尽调。
- **贷后风控支持**：提供线上、线下贷后检查服务。
- **全程风控闭环支持**：协助进行资金闭环监管，协助处理回款事项等。
- **业务操作支持**：协助进行质押登记，可代持质押资等。
- **提供系统服务**：根据业务发展需求协助信托优化内部金融系统。

(2) 与中航产投协同

金网络助力中航产投**筛选被投企业，并助力被投企业发展**。一方面航信平台已服务上万家企业客户，并掌握和积累大量真实交易数据，可从中筛选出优质被投企业；另一方面航信平台全面服务军工产业链，可协同产业资源助力被投企业生产经营，协调金融资源为被投企业提供资金服务，助力企业快速发展，提升企业价值。

(3) 与中航证券协同

金网络与中航证券在**投行的股债业务条线进行合作**。债权融资业务条线方面，双方已在上交所联合申报供应链ABS储架并取得无异议函，具备合作开展ABS基础条件，金网络已储备多家核心企业目标客户，可协助中航证券拓展业务规模。力争五年内实现年度ABS融资规模300亿以上。股权融资业务条线方面，金网络服务大量具备pre-IPO/IPO条件的企业客户，可助力中航证券开展投行业务。

(4) 与中航租赁协同

金网络与中航租赁可在**用户推荐、支付场景、数据风险管控、资金率管控、服务平台搭建等方面形成合作**：

- **向中航租赁推荐供应链用户的租赁融资需求**：现有供应商客户存在较大的购置资产、提升产能需求，金网络可在平台推广租赁服务，并向中航租赁推荐融资租赁业务需求。
- **航信作为支付方式在租赁场景的应用**：(1) 中航租赁向设备供应商开立航信支付货款(合作银行已支持)，阶段性降低带息负债，降低在合作银行的融资成本；(2) 承租人向中航租赁开立航信支付租金。
- **供应链数据风险管控协同**：通过供应链数据为租赁业务提供贷前评审、贷后预警参考。
- **收款账户管控资金流**：通过已管控供应链用户的收款账户为租赁公司租金回款管控风险。
- **搭建设备共享信息服务子平台，挖掘存量资产租赁需求**：拟在取得政策支持的基础上，搭建军工集团及民参军企业科研及实验设备共享服务子平台，可与中航租赁联合提供租

赁服务，满足存量资产的融资租赁（置换）需求。

5. 投资建议

金网络隶属于中国航空工业集团，是专注于供应链金融服务的科技平台公司，搭建并运营航信供应链金融服务平台，深耕军工产业，构建了以“航信”在线应收账款保理、军工订单融资、存货融资三大核心业务以及数字科技输出为主的产品服务体系，解决供应链金融业务开展痛点，服务产融结合及业财一体化各类场景数字化需求。我们认为公司有如下优势：

1、背靠中航集团，在军工供应链金融领域具有独特优势。航信平台是军工行业领先的供应链金融平台，依托股东优势，公司得到了航空、航发集团的大力支持，深度服务军工集团及军工供应链，已延展服务至产业链核心企业供应商。金网络向非军工行业渗透大力拓展客户，目前服务客户涵盖航空、航天、船舶、电子、建筑、银行、医疗、政府、贸易、服务等领域，积累了丰富的业务落地经验。

2、携手业内领先金融机构产品创设能力强劲，降低资金成本提升效率。航信平台是国内唯一与国有六大行全部直连的平台，具有较强的供应链金融产品创设能力。同时平台与等多家股份制银行、信托、证券、保险等非银金融机构、金融科技公司亦建立了战略合作和全线上业务系统直联，服务产业链多种需求。

3、“N+N+N”业务模式领先且成熟，实现三方共赢，助力中小微企业。航信平台是最成熟、领先的“N+N+N”模式供应链金融服务平台，相较其他传统业务模式，航信平台已实现汇集金融机构质量数量全国领先、核心企业和供应商覆盖面、拓展方式和速度领先、军工供应链金融产品研发领先等优势，并将利用同业领先地位和先发优势，加快抢占供应链金融数字化转型发展的巨大市场机遇。

4、航信平台直击军工供应链金融三大痛点，政策支持叠加需求旺盛，发展前景广阔。一直以来，军工供应链面临融资难、融资贵、资金到位慢三大痛点，航信平台三大核心业务聚焦军工供应链发展痛点，业务实现全行业拓展服务。在政策支持和需求旺盛双重驱动下，供应链金融能够推动军工产业链优化升级，有效链接军工产业需求与金融服务供给能力，公司发展前景广阔。

5、数字化科技方面，金网络充分发挥平台作用，引领供应链各参与方，整合优质资源，构建供应链科技新生态。在大数据、区块链、隐私计算等方面注重投入，有较强的科研能力及壁垒优势，服务产业链稳定和安全。

6、在战略以及经济效益方面，增资金网络对中航产融均有较高的投资价值。中航产融以自有资金1.55亿元人民币参与金网络公司增资，中航产融的持股比例提升至22.41%，成为金网络第一大股东。增资完成后，一方面金网络有望与中航产融旗下各业务单元形成协同。航信平台打通了供应链金融服务的“最后一公里”，可深入触达产业链各个环节和需求场景。平台与中航产融各业务单元协同合作可产生“1+1>2”的效果，助推各板块业务发展。另一方面有望为中航产融贡献可观的投资收益，尽管金网络尚处于前期大规模投入阶段，后续有望通过业务规模的扩大、产品体系的深化实现盈利增长。

维持买入评级。中航产融整体经营稳健，依托股东优势立足航空产业，金融全牌照及产业资源优势下协同效益显著。本次增资金网络系公司十四五规划供应链金融布局中的重要一环，

看好公司战略持续推进,产融结合、融融结合深化从而实现业绩高增。预计公司 2021 年-2023 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元、0.54 元,6 个月目标价为 5.3 元,对应 2021 年 P/E 为 12x。

6. 风险提示

- **业绩不及预期:** 各平台存在激烈竞争,业务规模不达预期将对盈利产生不利影响。
- **政策趋严风险:** 行业监管政策趋严或使公司业务规模扩张慢于预期。
- **宏观经济下行风险:** 公司深入布局军工行业开展供应链金融等金融服务,可能面临因宏观经济周期性波动导致的资本市场波动风险。
- **运营风险:** 公司下属中航证券、中航信托、中航租赁等经营业绩与市场景气程度及行业的竞争程度紧密相关,存在一定的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,032.2	18,340.8	19,083.6	21,182.8	23,936.6	成长性					
减:营业成本	5,756.2	5,236.5	7,538.0	8,367.2	9,455.0	营业收入增长率	30.0%	1.7%	4.1%	11.0%	13.0%
营业税费	239.1	159.4	229.0	254.2	263.3	营业利润增长率	19.2%	7.5%	16.5%	28.8%	4.6%
销售费用	1,912.8	1,995.1	2,118.8	2,301.0	2,620.5	净利润增长率	-3.2%	6.9%	36.8%	9.8%	4.6%
管理费用	1,476.3	1,754.0	3,435.1	2,012.4	2,957.2	EBITDA 增长率	40.0%	9.3%	-22.5%	19.0%	4.7%
财务费用	1,316.8	1,388.8	1,091.9	711.8	791.4	EBIT 增长率	43.0%	8.7%	-23.4%	21.1%	5.1%
资产减值损失	0.2	-0.9	-0.4	-0.6	-0.5	NOPLAT 增长率	23.4%	12.3%	21.1%	9.8%	5.1%
加:公允价值变动收益	122.4	-194.8	-31.0	-34.5	-86.8	投资资本增长率	0.5%	12.0%	58.9%	5.4%	7.2%
投资和汇兑收益	2,079.4	2,787.4	3,299.0	2,721.9	2,936.1	净资产增长率	16.2%	31.0%	5.8%	9.5%	8.6%
营业利润	6,339.6	6,817.7	7,939.2	10,224.3	10,699.0	利润率					
加:营业外净收支	71.4	11.6	-452.4	54.2	48.5	毛利率	68.1%	71.4%	60.5%	60.5%	60.5%
利润总额	6,411.0	6,829.3	7,486.8	10,278.5	10,747.5	营业利润率	35.2%	37.2%	41.6%	48.3%	44.7%
减:所得税	1,687.4	1,559.7	1,007.2	2,364.1	2,471.9	净利润率	17.0%	17.9%	23.5%	23.2%	21.5%
净利润	3,063.5	3,274.1	4,479.6	4,917.5	5,141.8	EBITDA/营业收入	65.5%	70.4%	52.5%	56.2%	52.1%
						EBIT/营业收入	60.2%	64.3%	47.3%	51.6%	48.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	219	312	330	281	234
						流动营业资本周转天数	-2,297	-2,546	-3,352	-3,721	-3,447
						流动资产周转天数	3,647	4,191	4,572	4,641	4,525
						应收帐款周转天数	16	16	15	16	16
						存货周转天数	0	0	0	0	0
						总资产周转天数	6,408	7,078	7,896	8,066	7,678
						投资资本周转天数	-2,495	-2,607	-3,427	-3,893	-3,663
						投资回报率					
						ROE	10.3%	8.2%	10.8%	11.0%	10.7%
						ROA	1.4%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%
						ROIC	-4.5%	-5.1%	-5.5%	-3.8%	-3.8%
						费用率					
						销售费用率	10.6%	10.9%	11.1%	10.9%	10.9%
						管理费用率	8.2%	9.6%	18.0%	9.5%	12.4%
						财务费用率	7.3%	7.6%	5.7%	3.4%	3.3%
						三费/营业收入	26.1%	28.0%	34.8%	23.7%	26.6%
						偿债能力					
						资产负债率	85.9%	83.4%	85.4%	85.1%	85.0%
						负债权益比	609.1%	501.4%	584.9%	572.3%	566.5%
						流动比率	1.03	1.03	0.89	0.93	0.97
						速动比率	1.03	1.03	0.89	0.93	0.97
						利息保障倍数	8.24	8.49	8.27	15.36	14.52
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.21	0.13	0.18	0.22
						分红比率	10.3%	58.5%	26.6%	31.8%	39.0%
						股息收益率	0.9%	5.4%	3.5%	4.6%	5.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,723.6	5,269.5	4,479.6	4,917.5	5,141.8	EPS(元)	0.34	0.37	0.50	0.55	0.58
加:折旧和摊销	973.4	1,141.3	978.5	978.5	978.5	BVPS(元)	3.35	4.47	4.66	5.03	5.38
资产减值准备	1,490.6	0.9	-	-	-	PE(X)	11.2	10.5	7.7	7.0	6.7
公允价值变动损失	122.4	194.8	-31.0	-34.5	-86.8	PB(X)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
财务费用	1,129.7	1,533.7	1,091.9	711.8	791.4	P/FCF	1.1	2.1	0.5	1.1	1.0
投资损失	-2,078.7	-2,622.5	-3,300.0	-2,724.4	-2,939.8	P/S	1.9	1.9	1.8	1.6	1.4
少数股东损益	1,660.0	1,995.4	2,000.0	2,997.0	3,133.7	EV/EBITDA	-9.5	-10.9	-23.1	-20.7	-21.4
营运资金的变动	-24,968.1	20,017.9	33,825.6	2,735.8	7,096.0	CAGR(%)	18.8%	16.2%	18.0%	18.8%	16.2%
经营活动产生现金流量	-4,950.2	10,034.4	39,044.5	9,581.6	14,114.8	PEG	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-9,980.3	14,763.6	-17,982.1	-8,841.0	-7,172.6	ROIC/WACC	-1.2	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0
融资活动产生现金流量	14,604.3	-651.2	-17,492.8	11,854.6	9,580.4	REP	-0.7	-0.7	-0.7	-1.0	-1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034