

中航机电

002013

审慎增持 (维持)

业绩实现稳健增长 航空收入占比持续提升

2022年08月24日

市场数据

市场数据日期 2022-08-23

收盘价(元)	11.57
总股本(百万股)	3,884.82
流通股本(百万股)	3,884.77
总市值(百万元)	44,947.42
流通市值(百万元)	44,946.84
净资产(百万元)	14,172.43
总资产(百万元)	35,046.70
每股净资产(元)	3.65

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航机电 2021 年报点评: 航空需求持续提升, 合同负债大幅增加》2022-03-16

《中航机电 2021 三季报点评: 航空收入大幅提升, 盈利能力持续增强》2021-10-25

《中航机电 2021 中报点评: 营收利润高位增长, 预收货款提升六倍》2021-08-26

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

研究助理:

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14992	16508	19498	23055
同比增长	22.6%	10.1%	18.1%	18.2%
归母净利润(百万元)	1271	1578	1945	2411
同比增长	18.3%	24.2%	23.2%	24.0%
毛利率	24.4%	25.7%	26.7%	27.0%
净利率	9.0%	10.2%	10.6%	11.1%
净资产收益率	9.1%	10.4%	11.7%	13.1%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.50	0.62
每股经营现金流(元)	1.64	-0.13	0.51	0.31

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司发布 2022 年半年报: 营收 84.99 亿元, 同比增长 8.10%; 归母净利润 6.68 亿元, 同比增长 26.31%; 扣非后归母净利润 6.08 亿元, 同比增长 24.64%; 基本每股收益 0.17 元/股, 同比增长 21.43%。
- **营收、业绩稳步增长。**分季度看, 2022Q2, 公司实现营收 45.50 亿元, 同比增长 6.24%, 环比增长 15.21%; 归母净利润 4.02 亿元, 同比增长 26.47%, 环比增长 51.47%。分产品看, 公司主要收入来自于航空产品且收入占比持续提升。2022 年上半年公司航空产品收入 66.46 亿元, 同比增长 10.40%, 占总营收比例 78.20%, 同比提升 1.63pct; 非航空产品收入 18.13 亿元, 同比增长 0.08%, 占总营收比例 21.33%, 同比下降 1.71pct; 现代服务及其他业务收入 0.40 亿元, 同比增长 29.99%, 占总营收比例 0.47%, 同比提升 0.08pct。
- **毛利率持续改善, 期间费用同比增长。**2022H1, 公司整体毛利率为 23.01%, 同比提升 2.75pct, 其中 Q2 毛利率 23.16%, 同比提升 2.56pct; 净利率为 8.08%, 同比提升 0.95pct, 其中 Q2 净利率 9.07%, 同比增加 1.21pct。2022H1, 公司期间费用 11.83 亿元, 同比增长 25.29%, 期间费用占营收比重 13.92%, 同比提升 1.91pct。
- **经营活动现金流同比减少, 存货同比增加。**2022H1, 公司经营活动产生的现金流量净额-16.80 亿元, 去年同期为 54.05 亿元, 同比减少 70.85 亿元; 投资活动现金流量净额-12.72 亿元, 同比减少 7.02 亿元; 筹资活动现金流量净额 2.48 亿元, 同比增加 19.00 亿元。2022H1, 公司应收项目合计 107.19 亿元, 较期初增长 21.14%, 其中应收账款 88.96 亿元, 较期初增长 38.79%; 存货 64.27 亿元, 较期初增长 3.20%, 同比增长 21.02%。
- **子公司表现有所分化, 整体营收、业绩增长良好。**2022H1, 公司大部分主要子公司均实现营收及业绩不同程度的同比增长, 其中庆安公司实现收入 20.20 亿元, 同比增长 14.57%, 净利润 0.70 亿元, 同比扭亏为盈; 陕航电气实现收入 12.78 亿元, 同比增长 18.24%, 净利润 0.47 亿元, 同比增长 16.88%; 新航集团实现收入 17.33 亿元, 同比增长 9.57%, 净利润 1.90 亿元, 同比增长 8.60%; 郑飞公司收入及业绩同比出现下滑, 其中收入为 7.73 亿元, 同比下降 3.39%, 净利润 0.40 亿元, 同比下降 25.53%。
- **贯彻落实国有企业深化改革目标, 公司拟与中航电子吸收合并。**2022 年 6 月 10 日, 中航机电和中航电子发布公告, 中航电子拟以发行 A 股方式换股吸收合并中航机电。中航电子和中航机电分别为国内航空电子系统、航空机电系统的龙头企业, 本次资产合并将在机载系统层面实现航空电子系统和航空机电系统的深度融合, 顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势, 有助于进一步提升航空工业机载系统的综合实力。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 15.78/19.45/24.11 亿元, EPS 为 0.41/0.50/0.62 元/股, 对应 PE 为 28.5/23.1/18.6 倍 (2022.08.23), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 军用航空订单波动, 非航空产品市场需求不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

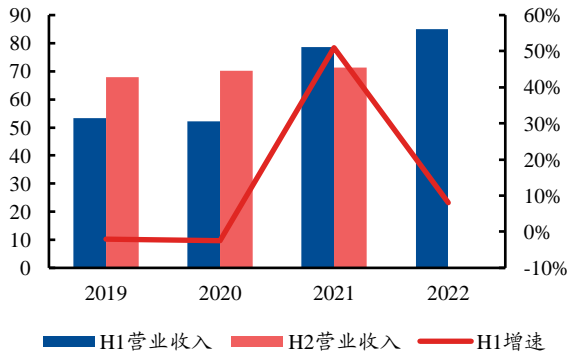
- 公司发布 2022 年半年报：营收 84.99 亿元，同比增长 8.10%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 26.31%；扣非后归母净利润 6.08 亿元，同比增长 24.64%；基本每股收益 0.17 元/股，同比增长 21.43%。

点评

● 营收、业绩稳步增长

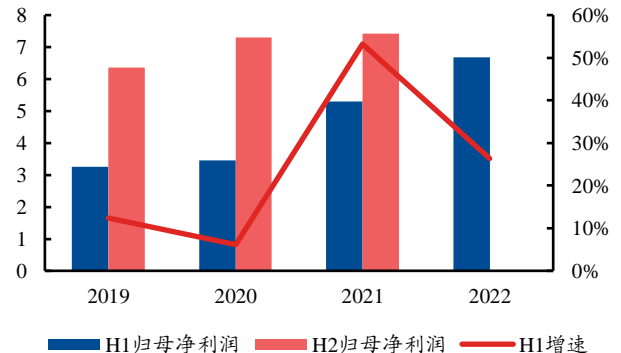
2022 年上半年，公司实现营业收入 84.99 亿元，同比增长 8.10%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 26.31%；扣非后归母净利润 6.08 亿元，同比增长 24.64%。

图 1、2019-2022H1 半年度营收（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

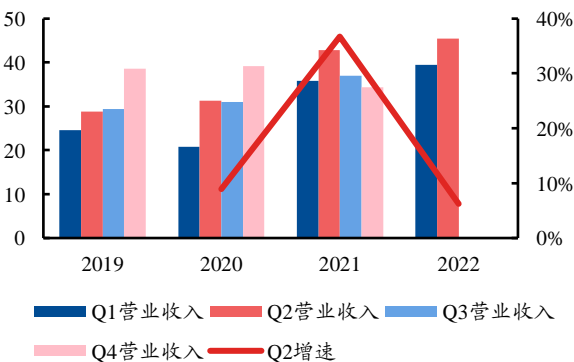
图 2、2019-2022H1 半年度归母净利润（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

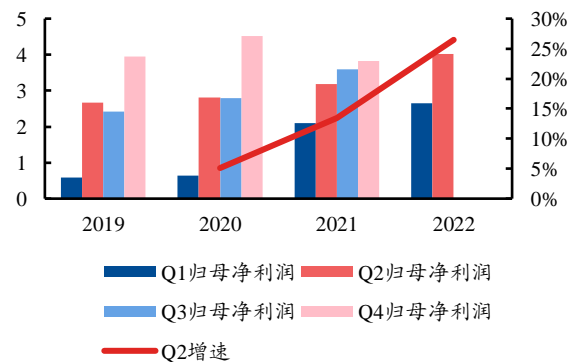
分季度看，2022Q2，公司实现营收 45.50 亿元，同比增长 6.24%，环比增长 15.21%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 26.47%，环比增长 51.47%。

图 3、2019-2022H1 分季度营收（亿元）及 Q2 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019-2022H1 分季度归母净利润（亿元）及 Q2 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为增速

注：右轴为增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	19.75	20.76	16.98%	0.65	6.03%
	Q2	22.45	31.32	25.62%	2.80	26.08%
	Q3	26.69	30.95	25.32%	2.78	25.90%
	Q4	33.91	39.21	32.07%	4.51	41.99%
2021	Q1	19.87	35.80	23.88%	2.11	16.57%
	Q2	20.60	42.82	28.56%	3.18	25.03%
	Q3	25.38	36.95	24.65%	3.59	28.25%
	Q4	32.87	34.35	22.91%	3.83	30.15%
2022	Q1	22.84	39.49	-	2.66	-
	Q2	23.16	45.50	-	4.02	-

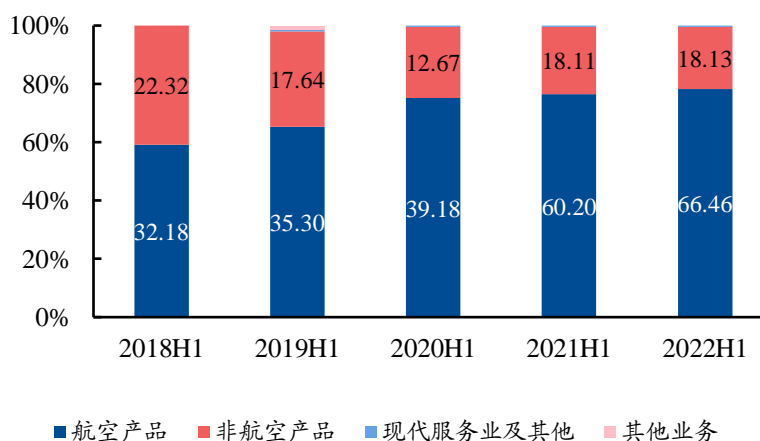
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：所有数据为原始报表数据

● 航空产品收入占比持续提升

分产品看，公司主要收入来自于航空产品且收入占比持续提升。2022 年上半年公司航空产品收入 66.46 亿元，同比增长 10.40%，占总营收比例 78.20%，同比提升 1.63pct；非航空产品收入 18.13 亿元，同比增长 0.08%，占总营收比例 21.33%，同比下降 1.71pct；现代服务及其他业务收入 0.40 亿元，同比增长 29.99%，占总营收比例 0.47%，同比提升 0.08pct。

图 5、2018H1-2022H1 公司分产品收入占比（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率持续改善，期间费用同比增长

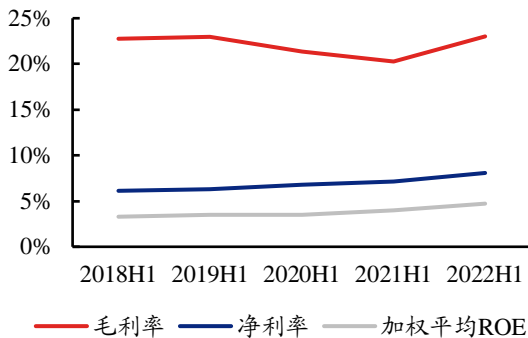
2022H1，公司整体毛利率为 23.01%，同比提升 2.75pct，其中 Q2 毛利率 23.16%，同比提升 2.56pct，环比提升 0.32pct；净利率为 8.08%，同比提升 0.95pct，其中

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Q2 净利率 9.07%，同比增加 1.21pct；加权平均 ROE 为 4.72%，同比增加 0.71pct。

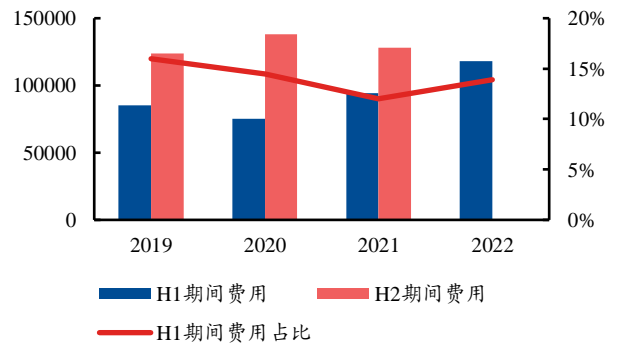
2022H1，公司期间费用 11.83 亿元，同比增长 25.29%，期间费用占营收比重 13.92%，同比提升 1.91pct；其中，销售费用 0.65 亿元，同比增长 20.60%；管理费用 6.34 亿元，同比增长 13.39%；财务费用-0.59 亿元，同比下降 347.37%，主要系银行定期存款增加以及借款减少；公司加大研发投入，研发费用 5.43 亿元，同比增长 76.55%，研发费用率为 6.39%，同比提升 2.48pct。

图 6、2018H1-2022H1 毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2019-2022H1 期间费用（万元）及 H1 期间费用占比 (%)



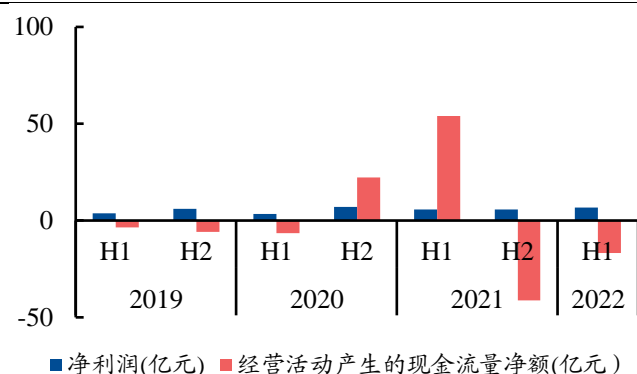
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为 H1 期间费用占比

● 经营活动现金流同比减少，存货同比增加

2022H1，公司经营活动产生的现金流量净额-16.80 亿元，去年同期为 54.05 亿元，同比减少 70.85 亿元，主要系上期收到主机厂大额预付货款所致；投资活动现金流量净额-12.72 亿元，去年同期为-5.70 亿元，同比减少 7.02 亿元，主要系银行定期存款增加所致；筹资活动现金流量净额 2.48 亿元，去年同期为-16.52 亿元，同比增加 19.00 亿元，主要系去年归还借款较多所致。

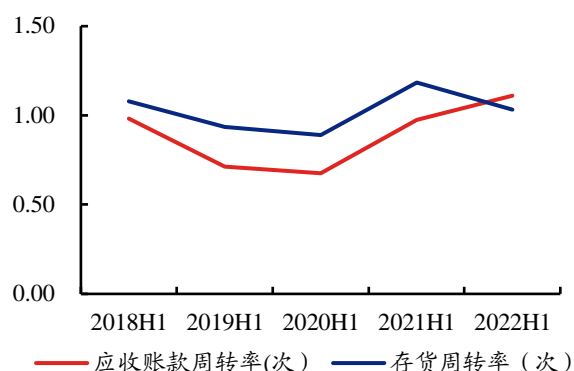
2022H1，公司应收项目合计 107.19 亿元，较期初增长 21.14%，其中应收账款 88.96 亿元，较期初增长 38.79%，应收账款周转率 1.11 次，同比增加 0.14 次。存货 64.27 亿元，较期初增长 3.20%，同比增长 21.02%，存货周转率 1.03 次，同比减少 0.15 次。

图 8、2019-2022H1 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2018H1-2022H1 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）

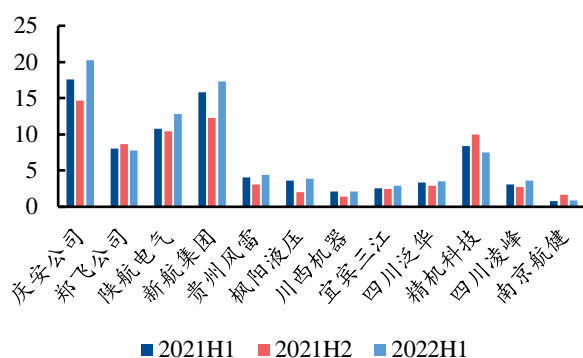


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 子公司表现有所分化，整体营收、业绩增长良好

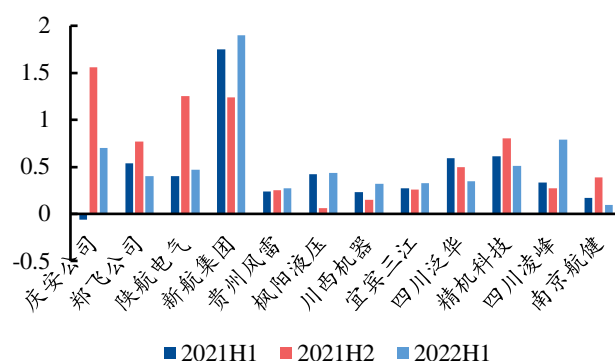
2022H1，公司大部分主要子公司均实现营收及业绩不同程度的同比增长，其中庆安公司实现收入 20.20 亿元，同比增长 14.57%，净利润 0.70 亿元，同比扭亏为盈；陕航电气实现收入 12.78 亿元，同比增长 18.24%，净利润 0.47 亿元，同比增长 16.88%；新航集团实现收入 17.33 亿元，同比增长 9.57%，净利润 1.90 亿元，同比增长 8.60%。但 2022H1 郑飞公司收入及业绩同比出现下滑，其中收入为 7.73 亿元，同比下降 3.39%，净利润 0.40 亿元，同比下降 25.53%。

图 10、2021-2022H1 主要子公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2021-2022H1 主要子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 关联交易预计金额同比增长

报告期内，公司向中航工业下属企业及其科研单位出售商品关联交易预计金额为 130 亿元，较去年同期增长 30.00%，实际发生金额 51.86 亿元，同比增长 17.34%；采购商品预计金额为 60 亿元，较去年同期增长 50.00%，实际发生关联交易金额 9.40 亿元，同比增长 6.36%。

表 2、公司与航空工业集团关联交易情况

关联交易方	关联交易类型	2022H1			2021H1		
		关联交易金额 (万元)	占同类交易金额的比例	获批的交易额度 (万元)	关联交易金额 (万元)	占同类交易金额的比例	获批的交易额度 (万元)
中国航空工业集团有限公司下属所有企业及托管科研事业单位	采购商品	93,978.52	14.36%	600,000	88,359.42	25.06%	400,000
	出售商品	518,566.73	61.02%	1,300,000	441,943.51	56.21%	1,000,000
	存款	582,484.01	88.55%	1,500,000	378,642.31	100.00%	1,500,000

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 贯彻落实国有企业深化改革目标，公司拟与中航电子吸收合并

公司与中航电子贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想，通过吸收合并的方式做大做强国有资产。2022年6月10日，中航机电和中航电子发布公告，中航电子拟以发行A股方式换股吸收合并中航机电，中航机电与中航电子的换股价格分别为12.59元/股和19.06元/股，换股比例为1:0.6605。中航电子和中航机电分别为国内航空电子系统、航空机电系统的龙头企业，近年来通过资产注入、托管等方式，已分别陆续开展了各自细分领域的专业化整合。本次资产合并将在机载系统层面实现航空电子系统和航空机电系统的深度融合，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，有助于进一步提升航空工业机载系统的综合实力。

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司2022-2024年实现归母净利润15.78/19.45/24.11亿元，EPS为0.41/0.50/0.62元/股，对应PE为28.5/23.1/18.6倍（2022.08.23），维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

军用航空订单波动，非航空产品市场需求不及预期。

表 3、中航机电分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	4282	3695	3435	3949	4550	6.2%	7862	8499	8.1%
营业成本	3400	2758	2306	3047	3496	2.8%	6269	6543	4.4%
毛利	882	938	1129	902	1054	19.5%	1593	1956	22.8%
销售费用	26	26	33	31	34	33.7%	54	65	20.6%
管理费用	288	328	428	332	302	5.0%	559	634	13.4%
财务费用	4	-4	1	-2	-57	-1469.7%	24	-59	-347.4%
研发费用	179	193	275	214	330	84.6%	308	543	76.6%
资产减值	4	-3	-59	0	-14	-409.8%	-0	-14	-
公允价值	-0	0	-1	-0	0	-	0	0	-81.4%
投资收益	5	13	28	4	26	469.5%	4	30	574.6%
营业利润	391	448	425	318	466	19.1%	659	784	19.1%
利润总额	392	439	428	320	461	17.7%	661	782	18.3%
归母净利润	318	359	383	266	402	26.5%	529	668	26.3%
EPS	0.082	0.092	0.099	0.068	0.104	26.5%	0.136	0.172	26.3%
销售费用率	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.2%	0.7%	0.8%	0.1%
管理费用率	6.7%	8.9%	12.5%	8.4%	6.6%	-0.1%	7.1%	7.5%	0.3%
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-1.3%	-1.4%	0.3%	-0.7%	-1.0%
研发费用率	4.2%	5.2%	8.0%	5.4%	7.2%	3.1%	3.9%	6.4%	2.5%
所得税率	14.1%	13.1%	4.6%	14.6%	10.5%	-3.5%	15.2%	12.2%	-3.0%
毛利率	20.6%	25.4%	32.9%	22.8%	23.2%	2.6%	20.3%	23.0%	2.7%
净利率	7.4%	9.7%	11.2%	6.7%	8.8%	1.4%	6.7%	7.9%	1.1%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	24092	26011	29820	34249	营业收入	14992	16508	19498	23055
货币资金	8513	8048	9206	9840	营业成本	11332	12265	14292	16830
交易性金融资产	2	2	2	2	税金及附加	64	71	84	99
应收票据及应收账款	8379	10085	11573	13818	销售费用	112	122	145	171
预付款项	352	406	464	550	管理费用	1315	1486	1755	2075
存货	6228	6903	7981	9423	研发费用	776	931	1117	1340
其他	618	568	595	616	财务费用	20	-222	-243	-326
非流动资产	10802	9958	9156	8291	其他收益	194	100	45	98
长期股权投资	261	256	258	257	投资收益	46	37	40	39
固定资产	5822	5743	5296	4680	公允价值变动收益	-0	-1	-1	-1
在建工程	1164	582	291	146	信用减值损失	6	9	8	8
无形资产	1116	1025	935	845	资产减值损失	-61	-58	-59	-58
商誉	312	318	316	317	资产处置收益	-25	-18	-20	-20
长期待摊费用	10	6	2	-1	营业利润	1532	1924	2361	2931
其他	2116	2028	2057	2047	营业外收入	13	16	15	15
资产总计	34894	35970	38976	42540	营业外支出	17	16	16	16
流动负债	13456	14338	15905	17971	利润总额	1528	1924	2360	2930
短期借款	420	865	716	766	所得税	178	246	292	366
应付票据及应付账款	8635	9,906	11,326	13,422	净利润	1350	1679	2067	2563
其他	4401	3568	3863	3783	少数股东损益	79	100	123	152
非流动负债	4202	3143	2977	2502	归属母公司净利润	1271	1578	1945	2411
长期借款	858	598	160	-218	EPS(元)	0.33	0.41	0.50	0.62
其他	3345	2545	2817	2720					
负债合计	17658	17481	18882	20473					
股本	3885	3885	3885	3885	主要财务比率				
资本公积	2737	2737	2737	2737	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	6205	7334	8727	10456	成长性				
少数股东权益	3244	3344	3467	3619	营业收入增长率	22.6%	10.1%	18.1%	18.2%
股东权益合计	17236	18488	20094	22066	营业利润增长率	14.3%	25.6%	22.7%	24.1%
负债及权益合计	34894	35970	38976	42540	归母净利润增长率	18.3%	24.2%	23.2%	24.0%
					盈利能力				
					毛利率	24.4%	25.7%	26.7%	27.0%
					净利率	9.0%	10.2%	10.6%	11.1%
					ROE	9.1%	10.4%	11.7%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	50.6%	48.6%	48.4%	48.1%
					流动比率	1.79	1.81	1.87	1.91
					速动比率	1.32	1.32	1.36	1.37
					营运能力				
					资产周转率	46.0%	46.6%	52.0%	56.6%
					应收帐款周转率	215.2%	225.5%	224.8%	227.4%
					存货周转率	192.6%	182.6%	187.8%	189.1%
					每股资料(元)				
					每股收益	0.33	0.41	0.50	0.62
					每股经营现金	1.64	-0.13	0.51	0.31
					每股净资产	3.60	3.90	4.28	4.75
					估值比率(倍)				
					PE	35.4	28.5	23.1	18.6
					PB	3.2	3.0	2.7	2.4

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1271	1578	1945	2411
折旧和摊销	790	792	842	867
资产减值准备	61	18	44	65
资产处置损失	25	18	20	20
公允价值变动损失	0	1	1	1
财务费用	46	-222	-243	-326
投资损失	-46	-37	-40	-39
少数股东损益	79	100	123	152
营运资金的变动	4156	-992	-1308	-1728
经营活动产生现金流量	6375	-505	1977	1220
投资活动产生现金流量	-2006	60	-15	10
融资活动产生现金流量	-2038	-20	-804	-595
现金净变动	2319	-465	1158	635
现金的期初余额	3910	8513	8048	9206
现金的期末余额	6230	8048	9206	9840

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登记为证券分析师，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，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，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。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：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	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：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn