

## 中航高科

600862

审慎增持 (维持)

## 营收利润双过半，航空复材稳步增长

2022年08月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-25
收盘价(元)	24.16
总股本(百万股)	1,393.05
流通股本(百万股)	1,393.05
总市值(百万元)	33,656.07
流通市值(百万元)	33,656.07
净资产(百万元)	5,144.75
总资产(百万元)	8,236.73
每股净资产(元/股)	3.69

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《中航高科 2022 年一季报点评: 航空新材料稳步增长, 板块净利率持续提升》2022-04-24

《中航高科 2021 年报点评: 复材业务持续高增, 经营目标稳健有力》2022-03-16

《中航高科 2021 年三季报点评: 航空新材料持续高增, 机床业务同比减亏》2021-10-27

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3808	4736	5894	7338
同比增长	30.8%	24.4%	24.5%	24.5%
归母净利润(百万元)	591	770	1002	1298
同比增长	37.3%	30.2%	30.2%	29.5%
毛利率	30.1%	30.6%	31.0%	31.4%
净利率	15.5%	16.3%	17.0%	17.7%
净资产收益率	12.2%	14.2%	16.2%	18.1%
每股收益(元)	0.42	0.55	0.72	0.93
每股经营现金流(元)	0.27	0.24	0.33	0.43

来源: IFIND, 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: 实现营业收入 22.99 亿元, 同比增长 18.88%, 完成全年经营工作目标 45 亿元的 51.09%; 实现利润总额 5.59 亿元, 同比增长 21.74%, 完成全年经营工作目标 8.93 亿元的 62.60%; 实现归母净利润 4.76 亿元, 同比增长 24.04%; 扣非后归母净利润 4.71 亿元, 同比增长 29.90%。
- 分季度看, 2022Q2, 公司实现营收 11.44 亿元, 同比增长 21.24%, 环比减少 1.02%; 归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 26.15%, 环比减少 36.55%。
- 分产品看, 公司航空新材料业务实现营业收入 22.69 亿元, 同比增长 20.65%, 完成全年营收目标 43.76 亿元的 51.85%; 实现利润总额 5.92 亿元, 完成全年利润总额目标 9.92 亿元的 59.68%; 实现归母净利润 5.06 亿元, 同比增长 18.03%; 机床装备业务实现营业收入 2428.60 万元, 同比降低 56%, 完成全年营收目标 1.08 亿的 22.49%; 实现归母净利润-2353.32 万元, 同比增亏 836.74 万元。
- 2022 年上半年, 公司整体毛利率为 33.52%, 同比增加 0.54pct; 净利率为 20.64%, 同比增加 0.79pct; 加权平均 ROE 为 9.53%, 同比增加 1.02pct。
- 2022 年上半年, 公司期间费用总额 1.92 亿元, 同比增长 5.41%, 期间费用占营收比重为 8.35%, 营收占比同比减少 1.07pct。
- 截至 2022 年上半年末, 公司应收账款 26.46 亿元, 较 2022 年初增长 87.82%; 应收票据 4.07 亿元, 较 2022 年初增长 52.55%。公司存货 12.85 亿元, 较 2022 年初减少 5.67%, 其中原材料 3.44 亿元, 较 2022 年初增长 58.46%; 在产品 1.67 亿元, 较 2022 年初增长 44.76%; 库存商品 7.74 亿元, 较 2022 年初减少 24.83%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.7/10.02/12.98 亿元, EPS 分别为 0.55/0.72/0.93 元/股, 对应 8 月 25 日收盘价 PE 为 43.7/33.6/25.9 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 机床业务减亏不及预期; 复材业务增速不及预期。

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 22.99 亿元，同比增长 18.88%；归母净利润 4.76 亿元，同比增长 24.04%；扣非后归母净利润 4.71 亿元，同比增长 29.90%；基本每股收益 0.34 元/股，同比增长 21.43%；加权平均净资产收益率 9.53%，同比增加 1.02pct。

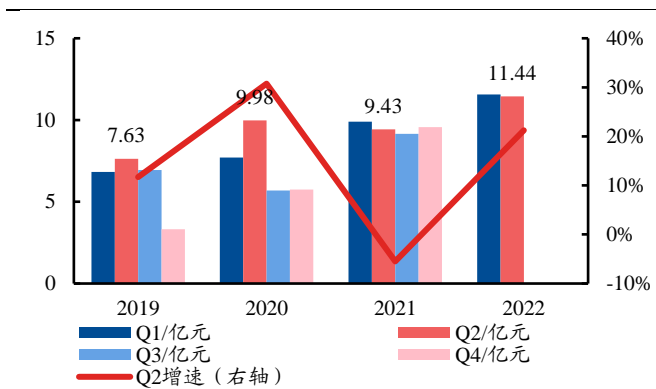
## 点评

### ● 上半年营收、利润总额双过半

2022 年上半年，公司坚持聚焦主业发展，有效配置资源，不断优化产品结构，进一步提升产品质量，按期完成各项生产交付任务，实现营业收入 22.99 亿元，同比增长 18.88%，完成全年经营工作目标 45 亿元的 51.09%；实现利润总额 5.59 亿元，同比增长 21.74%，完成全年经营工作目标 8.93 亿元的 62.60%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 24.04%；扣非后归母净利润 4.71 亿元，同比增长 29.90%。

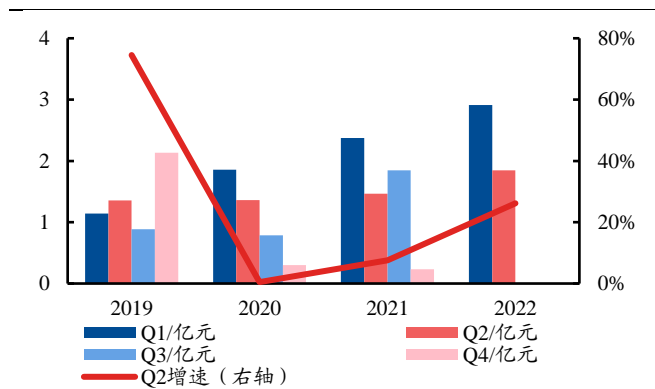
分季度看，2022Q2，公司实现营收 11.44 亿元，同比增长 21.24%，环比减少 1.02%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 26.15%，环比减少 36.55%。

图 1、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 2、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

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告期	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 (%)
2019	Q1	31.28	6.83	27.63%	1.14	20.71%
	Q2	37.63	7.63	30.87%	1.35	24.55%
	Q3	23.00	6.94	28.05%	0.89	16.06%
	Q4	45.27	3.33	13.46%	2.13	38.67%

2020	Q1	32.71	7.71	26.46%	1.86	43.13%
	Q2	29.40	9.98	34.28%	1.36	31.58%
	Q3	29.36	5.68	19.52%	0.79	18.29%
	Q4	28.19	5.75	19.73%	0.30	7.01%
2021	Q1	35.32	9.91	26.02%	2.37	40.10%
	Q2	30.52	9.43	24.78%	1.46	24.76%
	Q3	32.58	9.16	24.06%	1.85	31.26%
	Q4	21.78	9.57	25.14%	0.23	3.89%
2022	Q1	37.35	11.55	-	2.91	-
	Q2	29.65	11.44	-	1.85	-

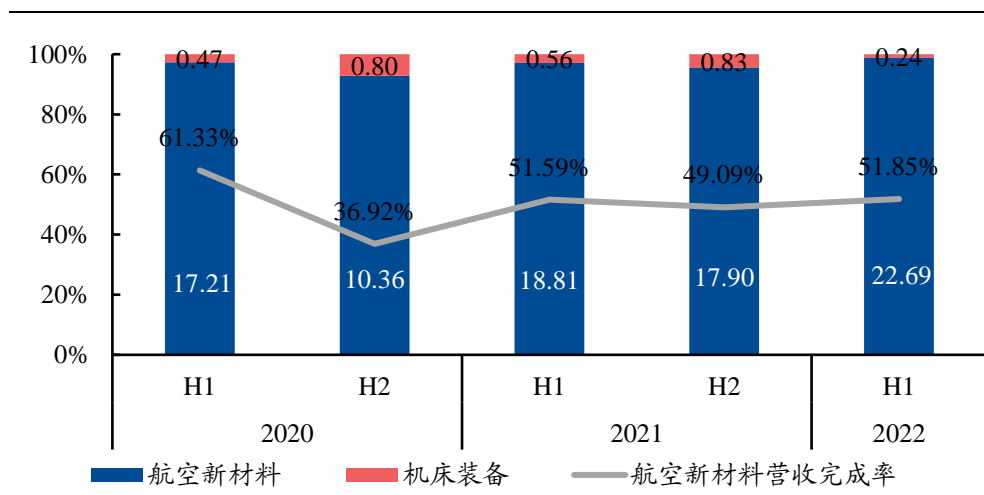
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 航空新材料业务稳健增长

公司航空新材料业务实现营业收入 22.69 亿元，同比增长 20.65%，主要系航空复合材料原材料产品销售增长所致，完成全年营收目标 43.76 亿元的 51.85%；实现利润总额 5.92 亿元，完成全年利润总额目标 9.92 亿元的 59.68%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 18.03%，主要系预浸料销售增长所致。

机床装备业务实现营业收入 2428.60 万元，同比降低 56%，主要受国内疫情防控、供应链运转等影响，部分需求订单不能及时响应导致产品交付下降所致，完成全年营收目标 1.08 亿的 22.49%；实现归母净利润-2353.32 万元，同比增亏 836.74 万元，主要系毛利同比降低 597 万元以及 2021 年上半年清理往来款项增加营业外收入 349 万元所致。

图 3、2020-2022H1 公司分产品营收（亿元）及航空新材料业务营收完成率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 航空工业复材稳健增长

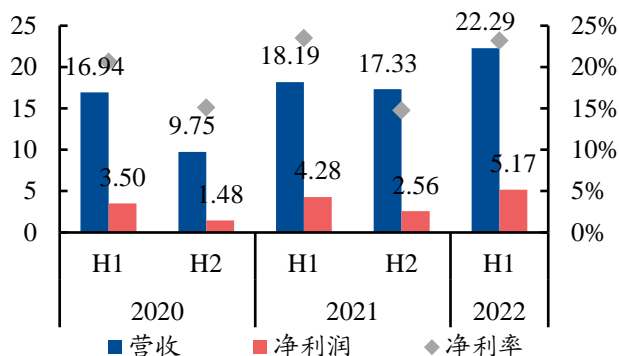
航空工业复材通过优化预浸料生产管理，强化全链条质量控制，建立重点原辅材料指纹数据库，完善主要预浸料产品的PCD过程控制文件体系；统筹优化蜂窝产能，提高生产效率，加强成型工艺及硬件条件改进，着力提升产品的质量和交付及时率，持续推进均衡生产，全力保障生产交付和产品质量。上半年航空工业复材实现营业收入22.29亿元，同比增长23%；实现利润总额6.03亿元，同比增长20%；实现净利润5.17亿元，同比增长21%。

2022年上半年，航空工业复材拟与誉华融投联动（厦门）投资合伙企业（有限合伙）、赢创运营有限公司及赢创（中国）投资有限公司共同出资4.35亿元在上海成立中航赢创复合材料科技（上海）有限公司（暂定名）。其中，航空工业复材以无形资产、固定资产、现金形式出资17,185万元，出资比例39.51%。目前，该项目正在就涉及的技术出口许可事宜与德国政府部门沟通，并已向中国国家市场监督管理总局及欧盟委员会提交了经营者集中申报材料。

优材百慕受疫情影响，国内民航及高铁市场的产品生产量、交付量较去年有大幅度减少，上半年实现营业收入2890万元，同比减少31.04%，其中民航业务实现营业收入2072.58万元（国内业务883.47万元、国际业务1189.11万元、民航维修业务140.01万元），轨道交通业务实现营业收入488.02万元；整体实现利润总额-563万元，同比减少194.59%；实现净利润-565万元，同比减少209.69%。

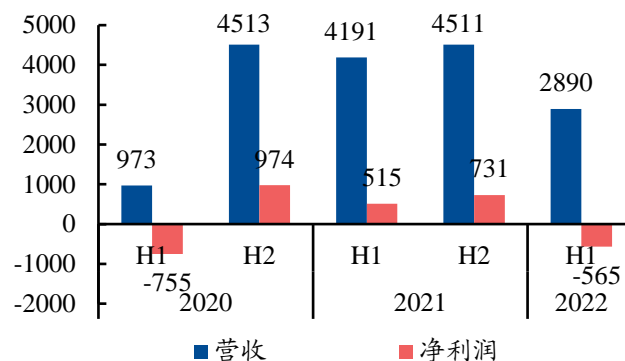
京航生物受疫情和国家集采的影响，市场受到较大的影响。公司加强改革、练好内功，积极推动增资工作，加快外协加工任务的承接，积极规划原有证书的更新升级和新产品的研发立项，实现梯度产品迭代；适时调整销售策略，有效控制发出商品和应收账款的规模，加快资金回流。上半年京航生物实现营业收入322万元，同比减少55%；实现利润总额-499万元，同比增亏101.65万元；实现净利润-499万元，同比增亏101.65万元。

图 4、航空工业复材营收、净利润（亿元）及净利率



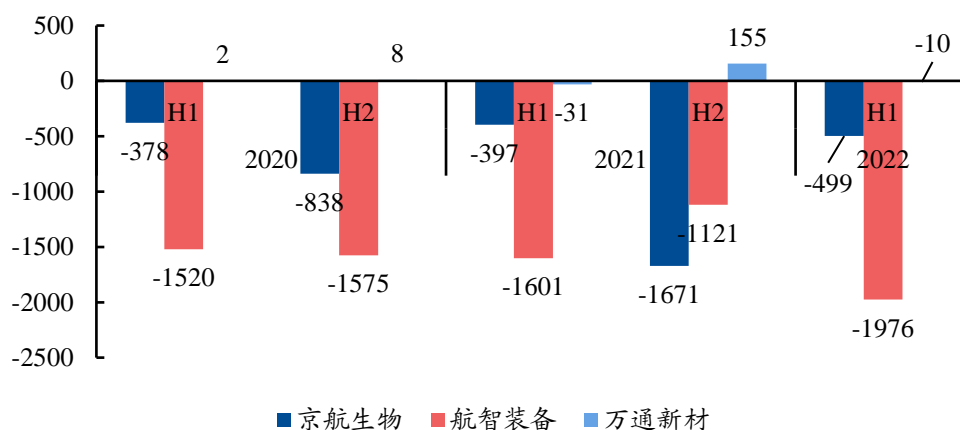
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、优材百慕营收、净利润（万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、其他子公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率持续降低

2022 年上半年，公司整体毛利率为 33.52%，同比增加 0.54pct；净利率为 20.64%，同比增加 0.79pct；加权平均 ROE 为 9.53%，同比增加 1.02pct。

2022 年上半年，公司期间费用总额 1.92 亿元，同比增长 5.41%，期间费用占营收比重为 8.35%，营收占比同比减少 1.07pct。其中，销售费用 1300.50 万元，同比减少 25.18%，主要系销售服务费及差旅费等减少所致，占营业收入的 0.57%，营收占比同比减少 0.33pct；管理费用 1.50 亿元，同比增长 23.83%，主要系职工薪酬同比增加 1018 万元、修理费同比增加 788 万元、折旧费同比增加 617 万元所致，占营业收入的 6.55%，营收占比同比增加 0.26pct；财务费用-1409.33 万元，

同比减少 673.20 万元，主要系子公司航空工业复材本期贷款同比减少 3.2 亿元、利息费用同比减少 418 万元所致，占营业收入的-0.61%，营收占比同比减少 0.23pct。

2022 年上半年，公司研发费用 4265.34 万元，同比减少 15.78%，主要系项目结题金额少于 2021 年同期所致，占营业收入的 1.86%，营收占比同比减少 0.76pct；公司申请受理专利 13 项，获授权专利 7 项。

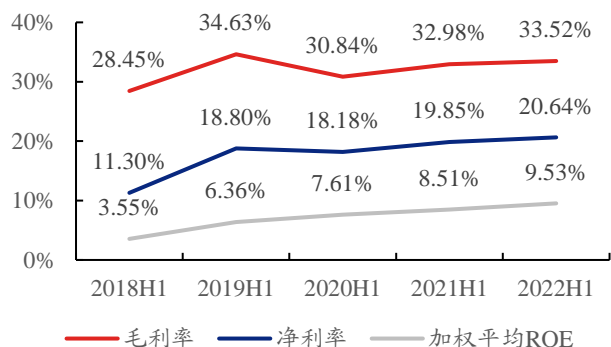
航空工业复材主要围绕民机、商用航空发动机、水陆两栖飞机等项目着力开展工程化研发，政府科研项目预算执行率 100%。在重点型号交付和重点项目研发的基础上，按照民机质量和适航管理体系要求，持续完善民机质量管理体系和现场管理水平；积极推动自研材料验证进程，持续加强研发投入，加快科技成果转化。民机 CR929 项目持续开展前机身上壁板生产设计，壁板、机身框、加长型前机身壁板及登机门框的设计，宽体项目前机身复合材料上侧壁板长桁 PPV 获得商飞批准；完成了 C919 垂尾优化设计项目的典型试验件工艺研究；AG600 项目获得多项创新性技术突破；开展进口原材料替代研究，完成 4 种材料所有替代验证评价并通过了评审。

优材百慕持续推进民航飞机刹车盘副的国产化替代和高速列车刹车组件的应用推广，上半年完成部分机型刹车盘副的国外适航取证工作；完成某型号碳刹车项目的适航受理，现已进入样件制备和适航文件评审阶段；已完成 2 项专利申请。目前正在协调航空公司开展某型号飞行验证试验工作及某型号高铁闸片的研制。

京航生物重点开展了注册产品的延续注册工作。上半年完成了骨水泥型股骨柄和 C 系列膝关节的延续注册，并取得注册证书，膝关节假体、脊柱后路内固定钉板系统、多孔层脊柱钉等 8 个产品注册证的变更注册正在稳步推进。

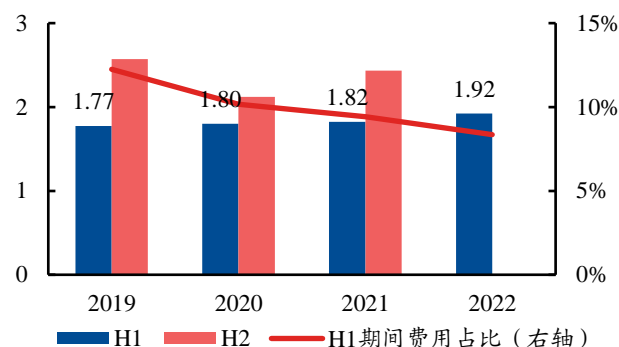
装备业务持续加大资源投入力度，推动产业升级和业务转型。上半年完成了 VCL850A 立式加工中心、B32060 桥式高速三轴铣床及订单产品 FGM2020 高速龙门加工中心的方案设计工作，完成了 VCL1100A 立式加工中心结构优化与完善的首轮整改，组织开展了立式加工中心典型质量问题的专项整改工作。

图 7、2018H1-2022H1 年公司毛利率、净利率及加权 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2019-2022H1 期间费用（亿元）及 H1 期间费用占比（%）

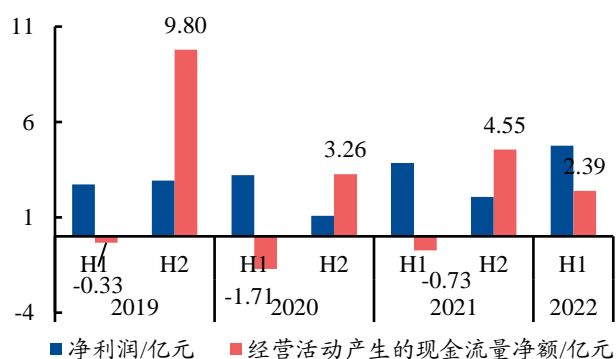


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流量净额同比大增

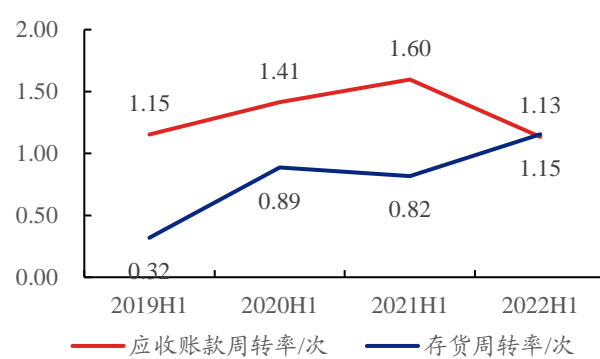
2022 年上半年，公司经营活动产生的现金流净额 2.39 亿元，2021 年上半年为-7309.22 万元，主要系子公司航空工业复材收到政府补助款 1.5 亿元、利用票据结算以及款项未到账期导致购买商品支出金额同比减少 1.78 亿元所致；投资活动现金流量净额 4862.48 万元，同比增长 1627.92%，主要系母公司上半年取、存定期存款导致投资活动净流量增加 4142 万元、项目投资款支出同比减少 722 万元及 2021 年上半年收到参股公司成都亚商分红款 375 万元所致；筹资活动现金流量净额-1.80 亿元，2021 年上半年为-0.30 亿元，主要系母公司支付 2021 年度现金股利 1.73 亿元所致。

图 9、2019-2022H1 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



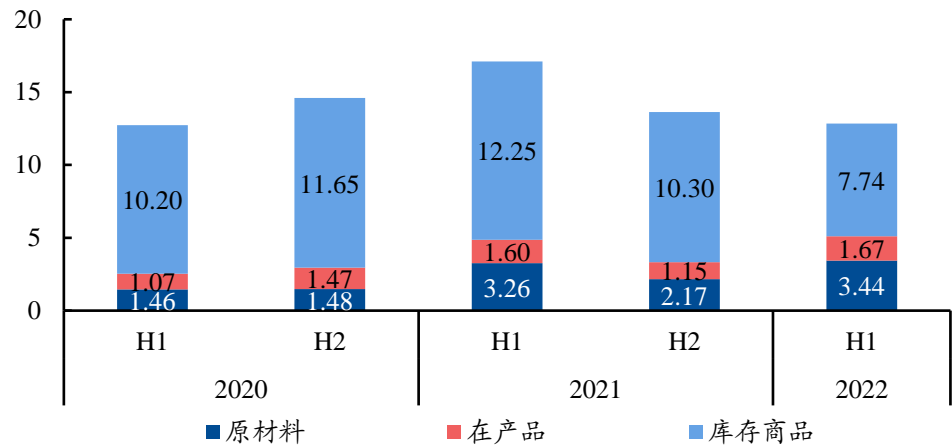
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2019H1-2022H1 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

图 11、2020-2022H1 公司存货结构（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 应收账款同比大增，存货原材料、在产品增长显著

截至 2022 年上半年末，公司应收账款 26.46 亿元，较 2022 年初增长 87.82%；应收账款周转率 1.13 次，同比减少 0.46 次；应收票据 4.07 亿元，较 2022 年初增长 52.55%。截至 2022 年上半年末，公司合同负债 6.67 亿元，较 2022 年初减少 4.20%，同比增长 715.43%。

截至 2022 年上半年末，公司存货 12.85 亿元，较 2022 年初减少 5.67%，存货周转率 1.15 次，同比增加 0.34 次。其中原材料 3.44 亿元，较 2022 年初增长 58.46%；在产品 1.67 亿元，较 2022 年初增长 44.76%；库存商品 7.74 亿元，较 2022 年初减少 24.83%。

### ● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.7/10.02/12.98 亿元，EPS 分别为 0.55/0.72/0.93 元/股，对应 8 月 25 日收盘价 PE 为 43.7/33.6/25.9 倍，维持“审慎增持”评级。

### ● 风险提示

机床业务减亏不及预期；复材业务增速不及预期。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4783	5831	6929	8421
货币资金	1595	1729	1907	2166
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1676	2005	2528	3133
预付款项	131	161	200	247
存货	1362	1908	2267	2844
其他	19	29	27	31
<b>非流动资产</b>	2139	1981	1807	1633
长期股权投资	101	104	103	103
固定资产	1152	1064	937	794
在建工程	114	57	29	14
无形资产	473	461	450	438
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	28	22	16	10
其他	272	273	273	273
<b>资产总计</b>	6923	7812	8736	10054
<b>流动负债</b>	1894	2271	2499	2900
短期借款	100	113	109	110
应付票据及应付账款	762	1,269	1,434	1,831
其他	1032	888	956	958
<b>非流动负债</b>	149	88	8	-68
长期借款	0	-93	-162	-239
其他	149	181	171	171
<b>负债合计</b>	2043	2359	2507	2832
股本	1393	1393	1393	1393
资本公积	1450	1450	1450	1450
未分配利润	960	1194	1500	1894
少数股东权益	39	38	38	37
<b>股东权益合计</b>	4880	5453	6228	7221
<b>负债及权益合计</b>	6923	7812	8736	10054

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	591	770	1002	1298
折旧和摊销	163	170	176	178
资产减值准备	30	41	41	57
资产处置损失	-2	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	-26	-28	-31
投资损失	-11	-10	-10	-10
少数股东损益	-0	-1	-1	-1
营运资金的变动	-932	-437	-772	-869
<b>经营活动产生现金流量</b>	382	335	464	600
<b>投资活动产生现金流量</b>	64	-13	7	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-402	-188	-292	-342
现金净变动	44	134	179	259
现金的期初余额	733	1595	1729	1907
现金的期末余额	777	1729	1907	2166

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3808	4736	5894	7338
营业成本	2663	3288	4067	5034
税金及附加	31	38	48	59
销售费用	34	42	47	51
管理费用	255	309	360	440
研发费用	151	197	256	307
财务费用	-15	-26	-28	-31
其他收益	39	47	70	90
投资收益	11	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-30	-27	-28	-27
资产减值损失	-4	-3	-3	-3
资产处置收益	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	705	916	1195	1548
营业外收入	3	5	4	4
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	706	918	1197	1550
所得税	114	149	196	253
净利润	591	769	1001	1297
少数股东损益	-0	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	591	770	1002	1298
<b>EPS(元)</b>	0.42	0.55	0.72	0.93

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	30.8%	24.4%	24.5%	24.5%
营业利润增长率	38.2%	29.9%	30.5%	29.5%
归母净利润增长率	37.3%	30.2%	30.2%	29.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.1%	30.6%	31.0%	31.4%
净利率	15.5%	16.3%	17.0%	17.7%
ROE	12.2%	14.2%	16.2%	18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.5%	30.2%	28.7%	28.2%
流动比率	2.53	2.57	2.77	2.90
速动比率	1.78	1.70	1.84	1.89
<b>营运能力</b>				
资产周转率	56.6%	64.3%	71.2%	78.1%
应收账款周转率	320.4%	293.0%	299.9%	297.7%
存货周转率	182.7%	195.1%	188.9%	191.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.42	0.55	0.72	0.93
每股经营现金	0.27	0.24	0.33	0.43
每股净资产	3.48	3.89	4.44	5.16
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	56.9	43.7	33.6	25.9
PB	7.0	6.2	5.4	4.7

### 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](http://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发送、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