

中航沈飞

600760

审慎增持 (维持)

**营收业绩稳步提升
参股上游加强协同**

2022年08月31日

市场数据

市场数据日期	2022-08-29
收盘价(元)	61.63
总股本(百万股)	1,960.53
流通股本(百万股)	1,959.06
总市值(百万元)	120,827.24
流通市值(百万元)	120,737.01
净资产(百万元)	11,687.36
总资产(百万元)	51,712.64
每股净资产(元)	5.96

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航沈飞 2022 年一季报点评: 扣非利润增长强劲, 收购吉航纵向延伸》2022-05-04

《中航沈飞 2021 年报点评: 航空主业稳步增长, 均衡生产持续推进》2022-03-29

《中航沈飞 2021 年三季报点评: 预付款项加速增长, 盈利能力持续提升》2021-10-31

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)	34088	40940	49128	57971
同比增长	24.8%	20.1%	20.0%	18.0%
归母净利润(百万元)	1696	2162	2662	3196
同比增长	14.6%	27.5%	23.1%	20.1%
毛利率	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%
净利率	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%
净资产收益率	14.9%	16.8%	18.0%	18.8%
每股收益(元)	0.86	1.10	1.36	1.63
每股经营现金流(元)	5.15	2.24	1.81	2.73

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 198.12 亿元, 同比增长 23.39%; 归母净利润 11.19 亿元, 同比增长 20.74%; 扣非后归母净利润 10.97 亿元, 同比增长 22.97%; 基本每股收益 0.57 元/股, 同比增长 21.28%。
- **营收、业绩稳步增长。**分季度看, 2022Q2 公司实现营收 120.09 亿元, 同比增长 16.96%, 环比增长 53.90%; 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 4.46%, 环比增长 18.78%。
- **毛利率保持平稳, 期间费用率同比下降。**2022H1, 公司整体毛利率为 9.72%, 同比下降 0.08pct, 其中 Q2 毛利率 9.78%, 同比增加 0.05pct, 环比增加 0.14pct; 净利率为 5.65%, 同比下降 0.31pct, 其中 Q2 净利率 5.06%, 同比增加 0.52pct; 公司期间费用 5.23 亿元, 同比增长 16.30%, 期间费用占营收比重 2.64%, 同比减少 0.19pct。其中, 销售费用 0.04 亿元, 同比下降 47.69%; 管理费用 3.24 亿元, 同比增长 9.84%; 财务费用-2.12 亿元, 同比下降 151.19%, 主要系利息收入增加所致; 研发费用 4.07 亿元, 同比增长 53.28%。
- **经营活动现金流同比减少, 合计应收项目增加。**2022H1, 公司经营活动产生的现金流量净额-74.92 亿元, 去年同期为 286.73 亿元, 同比减少 361.65 亿元, 主要系上期收到客户货款较多所致; 投资活动现金流量净额-6.76 亿元, 去年同期为-4.61 亿元, 同比减少 2.15 亿元; 筹资活动现金流量净额-6.58 亿元, 去年同期为-2.69 亿元, 同比减少 3.89 亿元; 公司应收项目合计 48.29 亿元, 较期初增长 33.34%, 其中应收账款 48.21 亿元, 较期初增长 33.86%; 存货 66.40 亿元, 较期初减少 24.45%, 同比增长 27.03%。
- **预收款减少合同负债下降, 预付款项较期初减少。**截止报告期末公司合同负债 206.07 亿元, 较期初减少 162.11 亿元, 下降 44.03%, 主要是前期预收款随产品销售在当期确认收入所致。其中 204.99 亿元为特定客户产品合同负债, 较期初减少 162.07 亿元, 下降 44.15%; 公司预付款项为 189.15 亿元, 较期初减少 27.76 亿元, 下降 12.80%, 主要是前期预付款项的采购到货所致, 其中向关联方航空工业系统内单位预付款项为 102.33 亿元, 占比 54.10%。
- **向航空工业集团系统内单位购买/销售商品关联交易金额同比大幅增长。**2022 年, 公司预计向关联方中国航空工业集团系统内单位购买原材料、燃料、动力等关联交易额为 230.25 亿元, 上半年实际发生金额 85.47 亿元 (占全年预计金额的比例为 37.12%), 同比增长 131.30%; 预计向航空工业集团系统内单位销售商品关联交易预计金额为 56.00 亿元, 上半年实际发生金额 26.73 亿元 (占全年预计金额的比例为 47.74%), 同比增长 66.97%。
- **拟认购中航电子非公开发行股票, 参股上游加强协同。**公司拟以 18,000 万元现金认购中航电子非公开发行股票, 有利于公司加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同, 保障供应链体系稳定, 实现互利共赢。
- 我们维持盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 21.62/26.62/31.96 亿元, EPS1.10/1.36/1.63 元/股, 对应 PE 为 55.9/45.4/37.8 倍 (2022.08.29), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 下游需求增长低于预期, 外部配套供应不及预期, 订单交付进度不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

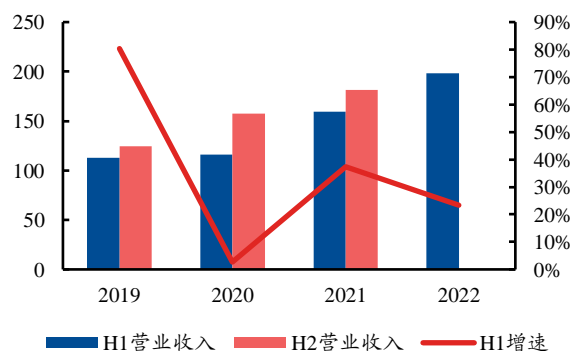
- 公司发布 2022 年半年报：营收 198.12 亿元，同比增长 23.39%；归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%；扣非后归母净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%；基本每股收益 0.57 元/股，同比增长 21.28%。

点评

● 营收、业绩稳步增长

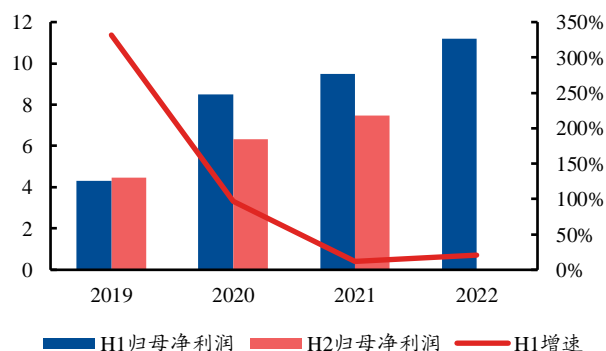
2022 年上半年，公司实现营业收入 198.12 亿元，同比增长 23.39%；归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%；扣非后归母净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%。

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

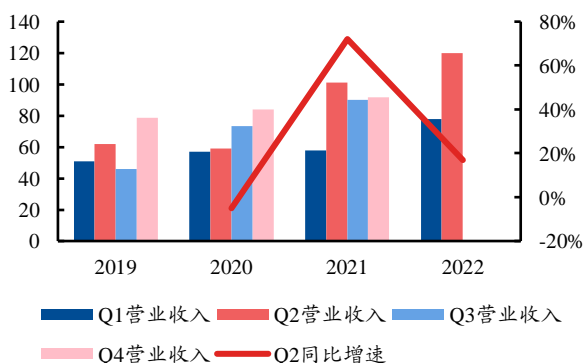
图 2、2019-2022H1 半年度归母净利润（亿元）及 H1 增速（%）



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

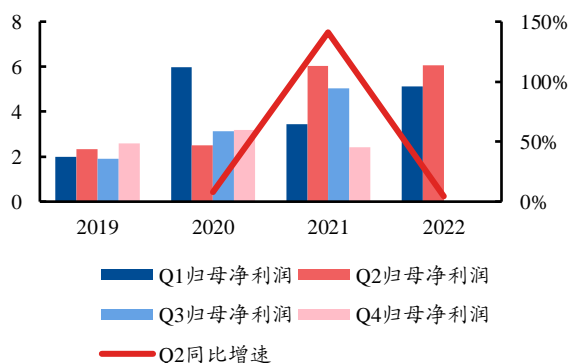
分季度看，2022Q2，公司实现营收 120.09 亿元，同比增长 16.96%，环比增长 53.90%；归母净利润 6.07 亿元，同比增长 4.46%，环比增长 18.78%。

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	9.57	57.01	20.87%	5.98	40.40%
	Q2	8.48	58.86	21.55%	2.51	16.93%
	Q3	9.71	73.24	26.81%	3.13	21.11%
	Q4	9.12	84.05	30.77%	3.19	21.56%
2021	Q1	9.95	57.90	16.98%	3.45	20.35%
	Q2	9.73	101.28	29.71%	6.04	35.63%
	Q3	9.86	89.99	26.40%	5.05	29.77%
	Q4	9.59	91.72	26.91%	2.42	14.25%
2022	Q1	9.64	78.03	-	5.11	-
	Q2	9.78	120.09	-	6.07	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

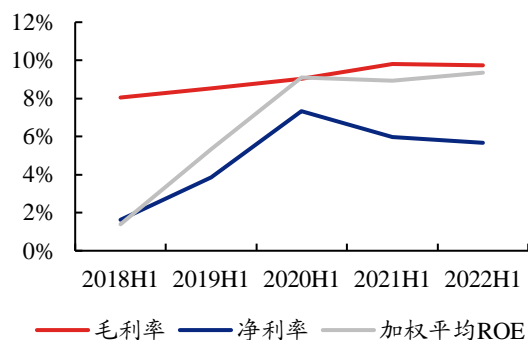
注：所有数据为原始报表数据

● 毛利率保持平稳，期间费用率同比下降

2022H1，公司整体毛利率为 9.72%，同比下降 0.08pct，其中 Q2 毛利率 9.78%，同比增加 0.05pct，环比增加 0.14pct；净利率为 5.65%，同比下降 0.31pct，其中 Q2 净利率 5.06%，同比增加 0.52pct；加权平均 ROE 为 9.35%，同比增加 0.62pct。

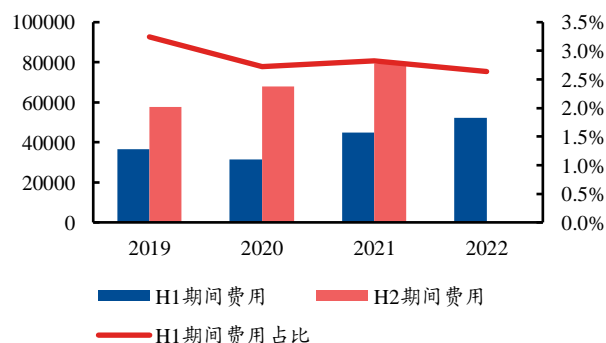
2022H1，公司期间费用 5.23 亿元，同比增长 16.30%，期间费用占营收比重 2.64%，同比减少 0.19pct；其中，销售费用 0.04 亿元，同比下降 47.69%，销售费用同比大幅下滑主要系报告期内展览费用减少所致；管理费用 3.24 亿元，同比增长 9.84%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用 -2.12 亿元，同比下降 151.19%，主要系利息收入增加所致；研发费用 4.07 亿元，同比增长 53.28%，主要系研发投入增加所致。

图 5、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 6、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

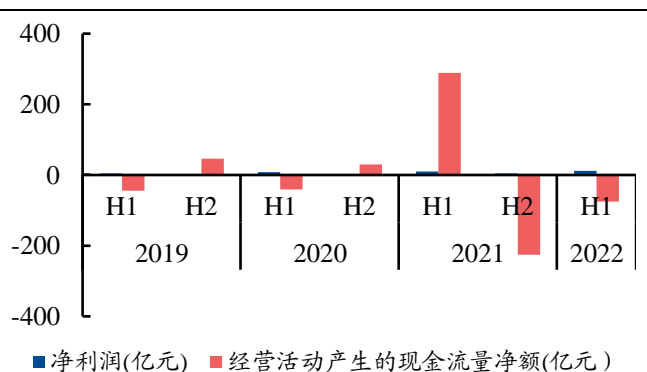
注：右轴为 H1 期间费用占比

● **经营活动现金流同比减少，合计应收项目增加**

2022H1，公司经营活动产生的现金流量净额-74.92 亿元，去年同期为 286.73 亿元，同比减少 361.65 亿元，主要系上期收到客户贷款较多所致；投资活动现金流量净额-6.76 亿元，去年同期为-4.61 亿元，同比减少 2.15 亿元，主要系投资支付的现金增加所致；筹资活动现金流量净额-6.58 亿元，去年同期为-2.69 亿元，同比减少 3.89 亿元，主要系分配股利支付的现金增加所致。

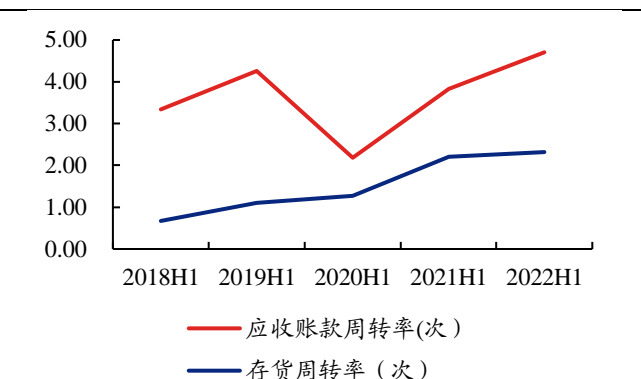
2022H1，公司应收项目合计 48.29 亿元，较期初增长 33.34%，其中应收账款 48.21 亿元，较期初增长 33.86%，应收账款周转率 4.71 次，同比增加 0.87 次。存货 66.40 亿元，较期初减少 24.45%，同比增长 27.03%，存货周转率 2.32 次，同比增加 0.11 次。

图 7、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 8、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

● **预收款减少合同负债下降，预付款项较期初减少**

截止报告期末公司合同负债 206.07 亿元，较期初减少 162.11 亿元，下降 44.03%，主要是前期预收款随产品销售在当期确认收入所致。其中 204.99 亿元为特定客户产品合同负债，较期初减少 162.07 亿元，下降 44.15%。

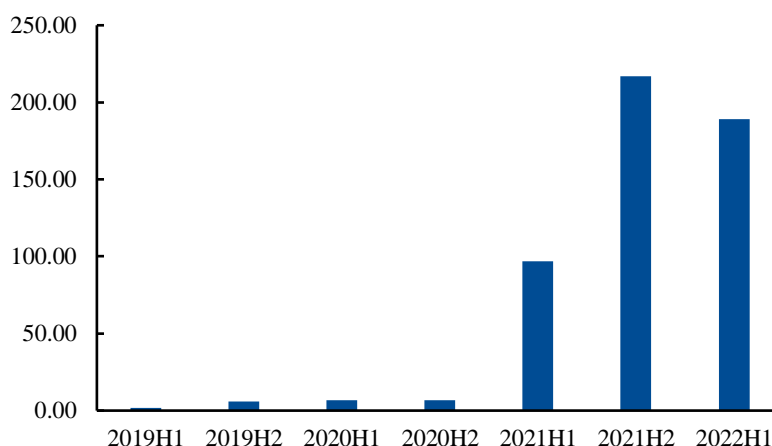
表 2、2021H1-2022H1 特定用户产品合同负债期末余额及发变动额（亿元）

报告期	期末余额	变动额
2021H1	377.25	330.12
2021H2	364.58	317.44
2022H1	204.99	-162.07

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截止报告期末公司预付款项为 189.15 亿元，较期初减少 27.76 亿元，下降 12.80%，主要是前期预付款项的采购到货所致，其中向关联方航空工业系统内单位预付款项为 102.33 亿元，占比 54.10%。

图 9、2019-2022H1 期末预付款项（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 向航空工业集团系统内单位购买/销售商品关联交易金额同比大幅增长

2022 年，公司预计向关联方中国航空工业集团系统内单位购买原材料、燃料、动力等关联交易额为 230.25 亿元，上半年实际发生金额 85.47 亿元（占全年预计金额的比例为 37.12%），同比增长 131.30%；预计向中国航空工业集团系统内单位销售商品关联交易预计金额为 56.00 亿元，上半年实际发生金额 26.73 亿元（占全年预计金额的比例为 47.74%），同比增长 66.97%。

表 3、2021-2022H1 公司关联交易情况（亿元）及 2022 全年预计情况（亿元）

关联交易类别	关联方	2021 上半年	2021 全年	2022 上半年	2022 年预计
向关联方购买原材料、燃料、动力等	航空工业集团及其下属公司	36.95	172.66	85.47	230.25
向关联方销售产品、商品	航空工业集团及其下属公司	16.01	32.14	26.73	56.00
向关联方提供劳务	航空工业集团及其下属公司	0.03	0.15	0.04	0.32
接受关联方提供的劳务	航空工业集团及其下属公司	2.64	12.87	4.29	33.21
在关联方的财务公司存款	中航工业集团财务有限责任公司	458.09	458.09	206.32	260.00

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

在关联方的财务公司贷款	中航工业集团财务有限责任公司	-	-	0.90	20.00
合计	-	513.73	675.92	323.76	599.78

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 拟认购中航电子非公开发行股票，参股上游加强协同

公司与中航电子于2022年6月10日签署了附生效条件的《中航航空电子系统股份有限公司与中航沈飞股份有限公司之股份认购协议》，公司拟以18,000万元现金认购中航电子本次募集配套资金非公开发行的股票。中航电子作为整合后的机载系统上市平台将成为公司重要的配套供应商。公司本次认购中航电子非公开发行股票属于战略投资，通过建立资本纽带关系，有利于公司加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同，将进一步加强航空产业链上下游的通力合作，保障供应链体系稳定，实现互利共赢。本次关联交易尚待中航电子依照其公司章程履行内部决策程序和国家相关部门批准，交易及审批进程存在不确定性。

● 盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司2022-2024年实现归母净利润21.62/26.62/31.96亿元，EPS1.10/1.36/1.63元/股，对应PE为55.9/45.4/37.8倍（2022.08.29），维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

下游需求增长低于预期，外部配套供应不及预期，订单交付进度不及预期。

表 4、中航沈飞分季度业绩对比（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	10267	8860	9172	7803	12009	17.0%	16057	19812	23.4%
营业成本	9278	7977	8292	7051	10835	16.8%	14492	17886	23.4%
毛利	989	883	880	752	1174	18.7%	1565	1927	23.1%
销售费用	4	2	11	2	2	-52.9%	8	4	-47.7%
管理费用	182	141	374	143	181	-1.0%	295	324	9.8%
财务费用	-61	-76	-90	-54	-159	-	-84	-212	-
研发费用	199	120	277	52	355	78.6%	265	407	53.3%
资产减值	1	1	-1	-8	-1	-249.9%	2	-10	-578.3%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-0	0	14	0	-3	-	-3	-3	-
营业利润	659	596	209	598	651	-1.2%	1070	1250	16.8%
利润总额	659	595	205	599	664	0.7%	1064	1263	18.7%
归母净利润	581	528	242	511	607	4.5%	927	1119	20.7%
EPS	0.297	0.269	0.123	0.261	0.310	4.5%	0.473	0.571	20.7%
销售费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
管理费用率	1.8%	1.6%	4.1%	1.8%	1.5%	-0.3%	1.8%	1.6%	-0.2%
财务费用率	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-0.7%	-1.3%	-0.7%	-0.5%	-1.1%	-0.5%
研发费用率	1.9%	1.4%	3.0%	0.7%	3.0%	1.0%	1.7%	2.1%	0.4%
所得税率	12.8%	10.2%	-18.5%	14.8%	8.3%	-4.6%	13.6%	11.4%	-2.3%
毛利率	9.6%	10.0%	9.6%	9.6%	9.8%	0.1%	9.7%	9.7%	0.0%
净利率	5.7%	6.0%	2.6%	6.6%	5.1%	-0.6%	5.8%	5.6%	-0.1%

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

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	56286	52656	60977	66387
货币资金	21621	25572	28805	33639
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3622	4684	5487	6527
预付款项	21676	11054	13250	10412
存货	8790	10873	12896	15254
其他	578	472	540	556
非流动资产	6495	5749	4997	4202
长期股权投资	0	51	34	40
固定资产	3785	3640	3204	2624
在建工程	933	466	233	117
无形资产	930	838	748	657
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	4	0	-4	-8
其他	841	752	782	772
资产总计	62780	58404	65974	70589
流动负债	49351	43798	49502	52031
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	11816	16,133	18,547	22,172
其他	37536	27665	30955	29858
非流动负债	1129	831	777	635
长期借款	0	-150	-250	-367
其他	1129	981	1027	1002
负债合计	50480	44630	50279	52666
股本	1961	1961	1961	1961
资本公积	5539	5539	5539	5539
未分配利润	3764	5098	6819	8818
少数股东权益	888	891	896	900
股东权益合计	12300	13775	15696	17923
负债及权益合计	62780	58404	65974	70589

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1696	2162	2662	3196
折旧和摊销	751	685	739	766
资产减值准备	-2	46	246	197
资产处置损失	-10	-7	-8	-8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	14	-408	-466	-524
投资损失	-11	-20	-24	-21
少数股东损益	1	4	4	5
营运资金的变动	7400	12257	-3052	2901
经营活动产生现金流量	10095	4384	3543	5355
投资活动产生现金流量	-733	2	69	44
融资活动产生现金流量	-375	-434	-379	-566
现金净变动	8985	3951	3232	4834
现金的期初余额	12632	21621	25572	28805
现金的期末余额	21617	25572	28805	33639

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	34088	40940	49128	57971
营业成本	30761	36846	44166	52058
税金及附加	39	50	58	69
销售费用	21	25	29	35
管理费用	809	897	1078	1275
研发费用	663	861	1034	1240
财务费用	-250	-408	-466	-524
其他收益	94	50	50	50
投资收益	11	20	24	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-289	-260	-270	-267
资产减值损失	2	-29	-29	-25
资产处置收益	10	7	8	8
营业利润	1874	2458	3012	3603
营业外收入	2	4	3	3
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	1864	2450	3003	3595
所得税	168	283	337	394
净利润	1696	2166	2666	3200
少数股东损益	1	4	4	5
归属母公司净利润	1696	2162	2662	3196
EPS(元)	0.86	1.10	1.36	1.63

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	24.8%	20.1%	20.0%	18.0%
营业利润增长率	7.6%	31.1%	22.6%	19.6%
归母净利润增长率	14.6%	27.5%	23.1%	20.1%
盈利能力				
毛利率	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%
净利率	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%
ROE	14.9%	16.8%	18.0%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	80.4%	76.4%	76.2%	74.6%
流动比率	1.14	1.20	1.23	1.28
速动比率	0.96	0.95	0.97	0.98
营运能力				
资产周转率	71.3%	67.6%	79.0%	84.9%
应收帐款周转率	704.3%	855.3%	855.0%	848.4%
存货周转率	363.7%	367.5%	364.3%	362.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.86	1.10	1.36	1.63
每股经营现金	5.15	2.24	1.81	2.73
每股净资产	5.82	6.57	7.55	8.68
估值比率(倍)				
PE	71.3	55.9	45.4	37.8
PB	10.6	9.4	8.2	7.1

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