

## 三角防务

300775

审慎增持 (维持)

## 营收利润大幅增长，定增扩产持续推进

2022年10月25日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-24
收盘价(元)	40.70
总股本(百万股)	499.29
流通股本(百万股)	480.61
总市值(百万元)	20,321.17
流通市值(百万元)	19,560.89
净资产(百万元)	2,888.35
总资产(百万元)	4,962.80
每股净资产(元)	5.47

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《三角防务点评:增发延伸产业链,激励保驾高增长》2022-02-28

《三角防务2020年报点评:产成品激增预示需求向好,募资加码航空零部件制造》2021-04-15

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)	1172	1635	2126	2753
同比增长	90.7%	39.5%	30.0%	29.5%
归母净利润(百万元)	412	620	834	1125
同比增长	101.7%	50.5%	34.4%	34.9%
毛利率	46.7%	47.0%	48.2%	49.5%
净利率	35.2%	37.9%	39.2%	40.9%
净资产收益率	16.8%	20.8%	22.3%	23.7%
每股收益(元)	0.83	1.25	1.68	2.27
每股经营现金流(元)	0.75	3.39	1.67	2.21

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年三季报:前三季度公司实现营收14.63亿元,同比增长91.08%;归母净利润4.69亿元,同比增长69.98%;扣非后归母净利润4.62亿元,同比增长70.71%。基本每股收益0.94元/股,同比增长67.86%;加权平均净资产收益率17.40%,同比增加4.37pct。
- 营收、利润大幅增长。分季度看,2022Q3实现营收5.51亿元,同比增长84.42%,环比增长13.85%;归母净利润1.68亿元,同比增长51.51%,环比增长4.98%。
- 利润率小幅下滑,期间费用随收入规模增长。2022年前三季度,公司整体毛利率为45.07%,同比减少2.16pct;净利率32.04%,同比减少3.98pct;净资产收益率17.40%,同比增加4.37pct。分季度看,2022Q3毛利率为42.75%,同比减少4.99pct,环比减少3.64pct;2022Q3净利率为30.41%,同比减少6.60pct,环比减少2.57pct;2022Q3净资产收益率为5.98%,同比增加1.09pct,环比减少0.03pct。2022年前三季度,公司期间费用总额0.59亿元,同比增长36.66%,期间费用占营收比重4.05%,同比减少1.61pct;其中,销售费用355.51万元,同比增长15.60%;管理费用3038.07万元,同比增长39.09%;财务费用-1276.00万元,去年同期为-1319.51万元,同比增加43.50万元;研发费用3809.87万元,同比增长20.37%。
- 经营活动产生的现金流下降,应收项目合计大幅增加。2022年前三季度,公司经营活动产生的现金流净额0.59亿元,去年同期为1.77亿元,同比减少1.18亿元,同比下降66.52%;投资活动产生的现金流量净额-2.26亿元,去年同期为-1.87亿元,同比减少0.39亿元;筹资活动产生的现金流量净额1.32亿元,去年同期为8.51亿元,同比减少7.19亿元,同比下降84.53%。公司应收项目合计14.89亿元,较期初增长106.77%,同比增长113.43%;其中应收账款11.12亿元,较期初增长157.76%,同比增长112.95%;应收账款周转率1.90次,同比减少0.26次。存货11.07亿元,较期初增长8.54%,同比增长13.53%;存货周转率0.76次,同比增加0.29次。
- 持续推进定增扩产,拓宽产业链布局。公司持续推动定增进展,计划向特定对象发行股票募集资金总额20.46亿元,其中2.99亿元用于航空精密模锻产业深化提升项目,4.89亿元用于航空发动机叶片精锻项目,6.59亿元用于航空数字化集成中心项目。
- 我们调整盈利预测,预计公司2022-2024年实现归母净利润6.20/8.34/11.25亿元,EPS为1.25/1.68/2.27元/股,对应PE为32.5/24.2/17.9倍(2022.10.24),维持“审慎增持”评级。

**风险提示:原材料价格上涨;行业竞争加剧导致毛利率下滑;募投项目建设不及预期。**

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年三季报:前三季度公司实现营收14.63亿元,同比增长91.08%;归母净利润4.69亿元,同比增长69.98%;扣非后归母净利润4.62亿元,同比增长70.71%。基本每股收益0.94元/股,同比增长67.86%;加权平均净资产收益率17.40%,同比增加4.37pct。

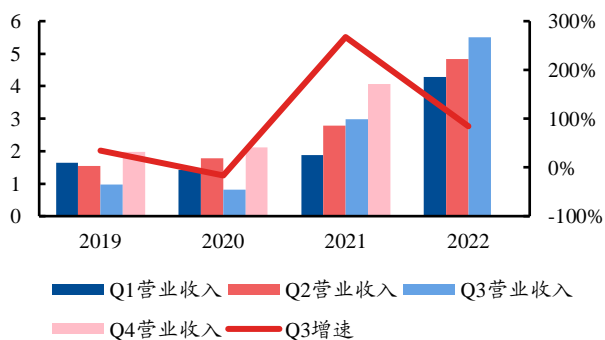
## 点评

### ● 营收、利润大幅增长

2022年前三季度,公司实现营收14.63亿元,同比增长91.08%;归母净利润4.69亿元,同比增长69.98%;扣非后归母净利润4.62亿元,同比增长70.71%。基本每股收益0.94元/股,同比增长67.86%;加权平均净资产收益率17.40%,同比增加4.37pct。

分季度看,2022Q3实现营收5.51亿元,同比增长84.42%,环比增长13.85%;归母净利润1.68亿元,同比增长51.51%,环比增长4.98%。

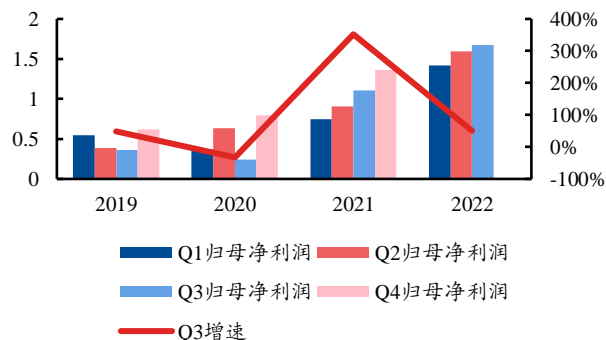
图 1、2019-2022Q3 分季度营收及 Q3 增速 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为营收增速

图 2、2019-2022Q3 分季度归母净利润及 Q3 增速(亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为归母净利润增速

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	44.42	1.65	26.83%	0.55	28.51%
	Q2	45.50	1.54	25.05%	0.39	20.16%
	Q3	40.77	0.97	15.87%	0.36	18.96%
	Q4	47.20	1.98	32.24%	0.62	32.37%

2020	Q1	40.29	1.43	23.33%	0.37	18.31%
	Q2	45.51	1.78	28.92%	0.63	30.94%
	Q3	49.93	0.81	13.23%	0.24	11.97%
	Q4	45.75	2.12	34.52%	0.79	38.79%
2021	Q1	47.54	1.88	16.07%	0.75	18.10%
	Q2	46.47	2.78	23.74%	0.91	21.95%
	Q3	47.74	2.99	25.49%	1.11	26.82%
	Q4	45.58	4.07	34.70%	1.37	33.12%
2022	Q1	46.56	4.28	-	1.42	-
	Q2	46.39	4.84	-	1.60	-
	Q3	42.75	5.51	-	1.68	-

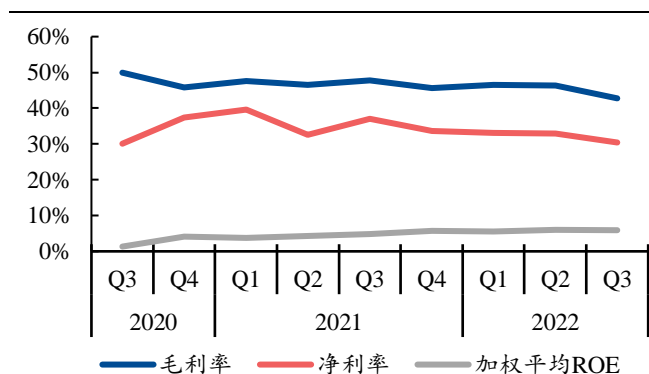
资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 利润率小幅下滑, 期间费用随收入规模增长

2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 45.07%, 同比减少 2.16pct; 净利率 32.04%, 同比减少 3.98pct; 净资产收益率 17.40%, 同比增加 4.37pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 42.75%, 同比减少 4.99pct, 环比减少 3.64pct; 2022Q3 净利率为 30.41%, 同比减少 6.60pct, 环比减少 2.57pct; 2022Q3 净资产收益率为 5.98%, 同比增加 1.09pct, 环比减少 0.03pct。

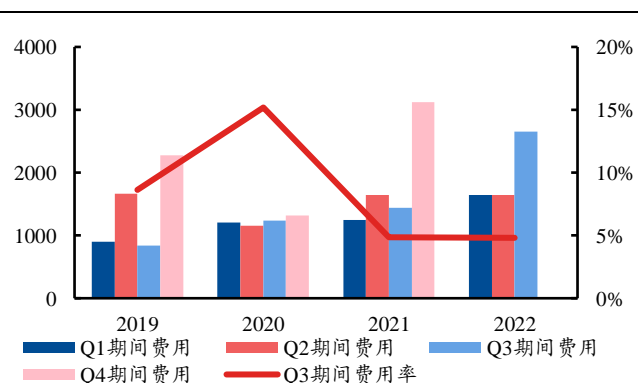
2022 年前三季度, 公司期间费用总额 0.59 亿元, 同比增长 36.66%, 期间费用占营收比重 4.05%, 同比减少 1.61pct; 其中, 销售费用 355.51 万元, 同比增长 15.60%, 占营业收入的 0.24%, 营收占比同比减少 0.16pct; 管理费用 3038.07 万元, 同比增长 39.09%, 占营业收入的 2.08%, 营收占比同比减少 0.78pct, 主要系报告期内增加限制性股票股份支付费用所致; 财务费用-1276.00 万元, 去年同期为-1319.51 万元, 同比增加 43.50 万元; 研发费用 3809.87 万元, 同比增长 20.37%, 占营业收入的 2.60%, 营收占比同比减少 1.53pct。

图 3、2020Q3-2022Q3 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 4、2019-2022Q3 期间费用 (亿元) 及 Q3 费用占营收比重



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

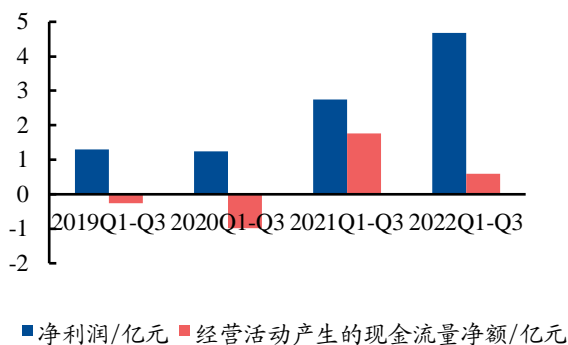
注: 右轴为 Q3 期间费用占比

### ● 经营活动产生的现金流下降，应收项目合计大幅增加

2022年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额0.59亿元，去年同期为1.77亿元，同比减少1.18亿元，同比下降66.52%；投资活动产生的现金流量净额-2.26亿元，去年同期为-1.87亿元，同比减少0.39亿元；筹资活动产生的现金流量净额1.32亿元，去年同期为8.51亿元，同比减少7.19亿元，同比下降84.53%。

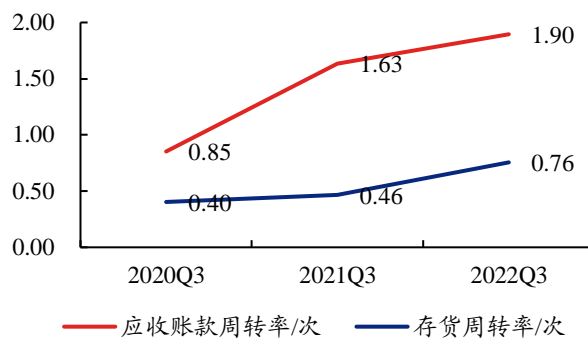
报告期内，公司应收项目合计14.89亿元，较期初增长106.77%，同比增长113.43%；其中应收账款11.12亿元，较期初增长157.76%，同比增长112.95%；应收账款周转率1.90次，同比减少0.26次。存货11.07亿元，较期初增长8.54%，同比增长13.53%；存货周转率0.76次，同比增加0.29次。

图 5、2019-2022Q1-Q3 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 6、2020Q3-2022Q3 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

2022年前三季度，公司合同负债830.40万元，较期初增长30.72%，同比增长264.63%，较二季度末增长67.94%。

### ● 持续推进定增扩产，拓宽产业链布局

截至2022年三季度，公司持续推动定增进展，计划向特定对象发行股票募集资金总额20.46亿元，其中2.99亿元用于航空精密模锻产业深化提升项目，项目计划总投资3.25亿元，重点引进中小锻件锻造设备、快锻机、加热炉等设备，建设中小锻件生产线，提高中小锻件的产能，与公司原有中大型锻件生产线有机结合，形成全品类配套能力；4.89亿元用于航空发动机叶片精锻项目，项目计划总投资5.26亿元，重点引进挤压机、压力机、加热炉等设备，建设航空发动机叶片生产线，形成航空发动机叶片的产能，与公司原有中大型锻件生产线有机结合，形成全品类配套能力；6.59亿元用于航空数字化集成中心项目，项目计划总投资7.07亿元，新建机翼前缘组件装配生产线、后缘组件装配生产线、壁板组件装配线、活动翼面组件装配生产线和车间智能管控系统，旨在由锻件产业链向下游部组件

装配延伸,充分利用公司现有客户资源,满足主机厂部组件装配的外协配套需求;6亿元用于补充流动资金。

表 2、三角防务定增募投项目及金额(万元)

序号	项目名称	投资总金额	募集资金金额
1	航空精密模锻产业深化提升项目	32541.27	29891.46
2	航空发动机叶片精锻项目	52646.02	48868.56
3	航空数字化集成中心项目	70716.38	65871.33
4	补充流动资金	60000.00	60000.00
合计		<b>215903.67</b>	<b>204631.35</b>

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年限制性股权激励成本摊销预测

2022 年 7 月,公司首次实施限制性股票激励计划,向 78 名首次激励对象授予限制性股票 373.00 万股,授予价格 21.92 元/股,按照授予日 2022 年 7 月 8 日测算合计需摊销费用总额为 10593.20 万元,预计 2022-2025 年限制性股票摊销成本分别为 2758.65 万元、5075.91 万元、2140.71 万元和 617.94 万元。

表 3、三角防务股权激励年度预计摊销金额(万元)

需摊销总费用	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
<b>10593.20</b>	2758.65	5075.91	2140.71	617.94

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

按照公司限制性股票激励计划行权条件,第一个解除限售期以 2020 年的净利润值为基数,2022 年净利润增长率不低于 193.53%;第二个解除限售期以 2020 年的净利润值为基数,2023 年净利润增长率不低于 281.59%;第三个解除限售期以 2020 年的净利润值为基数,2024 年净利润增长率不低于 396.07%;分别对应 2022-2024 年净利润为 6.00/7.80/10.14 亿元。

---

● **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 6.20/8.34/11.25 亿元, EPS 为 1.25/1.68/2.27 元/股,对应 PE 为 32.5/24.2/17.9 倍(2022.10.24),维持“审慎增持”评级。。

● **风险提示**

原材料价格上涨;行业竞争加剧导致毛利率下滑;募投项目建设不及预期。

表 3、三角防务分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	299	407	428	484	551	84.4%	766	1463	91.1%
营业成本	156	221	229	259	315	102.0%	404	804	98.9%
毛利	143	185	199	225	236	65.2%	362	659	82.4%
销售费用	1	2	1	1	2	46.3%	3	4	15.6%
管理费用	8	15	7	9	14	62.6%	22	30	39.1%
财务费用	-8	3	-5	-4	-4	-	-13	-13	-
研发费用	13	12	13	10	16	19.9%	32	38	20.4%
资产减值	-4	-2	-3	-5	-5	-	-8	-12	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	1	-
投资收益	0	0	0	0	0	-	0	0	-
营业利润	130	155	163	186	194	50.0%	320	544	69.9%
利润总额	128	159	164	186	194	52.0%	318	545	71.2%
归母净利润	111	137	142	160	168	51.5%	276	469	70.0%
EPS	0.222	0.274	0.283	0.320	0.336	51.5%	0.552	0.939	70.0%
销售费用率	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.4%	0.2%	-0.2%
管理费用率	2.8%	3.6%	1.7%	1.9%	2.5%	-0.3%	2.9%	2.1%	-0.8%
财务费用率	-2.7%	0.7%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	1.9%	-1.7%	-0.9%	0.9%
研发费用率	4.4%	2.9%	3.0%	2.0%	2.8%	-1.5%	4.1%	2.6%	-1.5%
所得税率	13.5%	13.9%	13.8%	14.2%	13.8%	0.3%	13.4%	14.0%	0.6%
毛利率	47.7%	45.6%	46.6%	46.4%	42.8%	-5.0%	47.2%	45.1%	-2.2%
净利率	37.0%	33.6%	33.1%	33.0%	30.4%	-6.6%	36.0%	32.0%	-4.0%

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
<b>流动资产</b>	3246	3859	4993	6340	<b>营业收入</b>	1172	1635	2126	2753
货币资金	1373	2816	3692	4697	营业成本	625	867	1101	1390
交易性金融资产	81	0	0	0	税金及附加	4	9	11	14
应收票据及应收账款	655	702	890	1146	销售费用	5	11	13	14
预付款项	16	12	12	18	管理费用	36	52	70	83
存货	1020	240	305	386	研发费用	43	21	23	24
其他	100	90	94	93	财务费用	-11	-31	-43	-59
<b>非流动资产</b>	886	840	821	793	其他收益	10	11	11	11
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	5	3	4
固定资产	678	672	651	621	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	58	29	15	7	信用减值损失	6	-0	2	1
无形资产	62	75	84	95	资产减值损失	-10	-9	-9	-9
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	3	<b>营业利润</b>	475	713	958	1295
其他	86	61	70	67	营业外收入	4	2	3	3
<b>资产总计</b>	4131	4700	5815	7133	营业外支出	2	1	1	1
<b>流动负债</b>	840	1139	1404	1738	<b>利润总额</b>	477	715	959	1296
短期借款	0	0	0	0	所得税	65	94	126	171
应付票据及应付账款	734	994	1,272	1,602	净利润	412	620	834	1125
其他	106	145	132	136	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	835	581	666	638	<b>归属母公司净利润</b>	412	620	834	1125
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS(元)</b>	0.83	1.25	1.68	2.27
其他	835	581	666	638					
<b>负债合计</b>	1675	1720	2070	2376					
股本	496	496	496	496	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	774	774	774	774	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	914	1429	2095	3002	<b>成长性</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	90.7%	39.5%	30.0%	29.5%
<b>股东权益合计</b>	2457	2980	3745	4757	营业利润增长率	104.8%	50.2%	34.3%	35.2%
<b>负债及权益合计</b>	4131	4700	5815	7133	归母净利润增长率	101.7%	50.5%	34.4%	34.9%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	46.7%	47.0%	48.2%	49.5%
					净利率	35.2%	37.9%	39.2%	40.9%
					ROE	16.8%	20.8%	22.3%	23.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.5%	36.6%	35.6%	33.3%
					流动比率	3.86	3.39	3.56	3.65
					速动比率	2.64	3.18	3.34	3.42
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	34.9%	37.0%	40.4%	42.5%
					应收帐款周转率	261.3%	454.7%	706.5%	705.3%
					存货周转率	69.5%	136.2%	399.7%	398.6%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.83	1.25	1.68	2.27
					每股经营现金	0.75	3.39	1.67	2.21
					每股净资产	4.96	6.01	7.56	9.60
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	48.9	32.5	24.2	17.9
					PB	8.2	6.8	5.4	4.2

## 现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	412	620	834	1125
折旧和摊销	37	37	38	38
资产减值准备	10	-19	5	6
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-31	-43	-59
投资损失	0	-5	-3	-4
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-89	1051	7	-16
<b>经营活动产生现金流量</b>	374	1678	829	1094
<b>投资活动产生现金流量</b>	-216	71	-7	-8
<b>融资活动产生现金流量</b>	850	-306	54	-81
现金净变动	1008	1443	876	1005
现金的期初余额	363	1373	2816	3692
现金的期末余额	1372	2816	3692	4697

## 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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn