

中航光电

002179

审慎增持 (维持)

营收利润增长强劲，汇兑损益增厚业绩

2022年10月31日

市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	67.90
总股本(百万股)	1,589.62
流通股本(百万股)	1,553.41
总市值(百万元)	107,935.53
流通市值(百万元)	105,476.57
净资产(百万元)	16,909.14
总资产(百万元)	29,687.43
每股净资产(元)	10.64

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12867	16212	19941	24328
同比增长	24.9%	26.0%	23.0%	22.0%
归母净利润(百万元)	1991	2790	3254	3932
同比增长	38.4%	40.1%	16.6%	20.8%
毛利率	37.0%	38.0%	38.9%	39.1%
净利率	16.5%	18.4%	17.4%	17.2%
净资产收益率	13.3%	13.6%	14.2%	15.2%
每股收益(元)	1.26	1.77	2.07	2.50
每股经营现金流(元)	1.31	0.95	1.21	1.31

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航光电 2022 中报点评: 单季度营收、利润再创新高, 上调关联销售预计金额》2022-09-01
《中航光电 2021 年报点评: 营收稳增毛利率提升, 存货同比增长显著》2022-04-01
《中航光电 2021 年三季报点评: 营收业绩持续发力, 合同负债显著增长》2021-11-02

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

投资要点

- 公司发布 2022 年三季报: 前三季度公司实现营收 124.54 亿元, 同比增长 26.09%; 归母净利润 22.84 亿元, 同比增长 40.74%; 扣非后归母净利润 22.28 亿元, 同比增长 39.90%。基本每股收益 1.45 元/股, 同比增长 35.45%; 加权平均净资产收益率 14.24%, 同比减少 1.21pct。
- 营收、利润稳步增长。分季度看, 2022Q3 实现营收 42.63 亿元, 同比增长 32.65%, 环比增长 0.90%; 归母净利润 7.75 亿元, 同比增长 52.33%, 环比增长 0.52%。
- 利润率保持稳定, 期间费用率下降。2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 36.94%, 同比减少 1.28pct; 净利率 18.34%, 同比增加 1.91pct; 净资产收益率 14.24%, 同比减少 1.21pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 35.76%, 同比减少 1.22pct, 环比增加 0.31pct; 2022Q3 归母净利率为 18.19%, 同比增加 2.35pct, 环比下降 0.07pct。公司期间费用总额 18.17 亿元, 同比增长 4.24%, 期间费用占营收比重 14.59%, 同比减少 3.06pct; 其中, 销售费用 3.00 亿元, 同比增长 13.57%; 管理费用 6.36 亿元, 同比增长 14.80%; 财务费用-2.12 亿元, 同比减少 2.31 亿元, 主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致, 汇兑收益对于公司当期业绩贡献较大; 研发费用 10.93 亿元, 同比增长 20.66%。
- 存货同比增长, 应收账款周转率提升。2022 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额 6.97 亿元, 同比减少 0.72 亿元, 同比下降 9.39%; 投资活动产生的现金流量净额 -13.28 亿元, 同比减少 5.21 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 -4.25 亿元, 同比增加 1.52 亿元。公司应收项目合计 111.31 亿元, 较期初增长 19.31%, 同比增长 12.28%; 其中应收账款 67.43 亿元, 较期初增长 55.76%, 同比增长 1.87%; 应收账款周转率 2.25 次, 同比增加 0.47 次。存货 53.93 亿元, 较期初增长 14.03%, 同比增长 30.52%, 环比增长 5.14%; 存货周转率 1.55 次, 同比减少 0.21 次。
- 增资沈阳兴华, 助力子公司提升批产能力。为提升控股子公司沈阳兴华航空发动机线束、风机、电机业务的批生产能力, 公司与中航工业集团增资沈阳兴华, 公司增资 1.63 亿元。双方增资完成后, 沈阳兴华注册资本由 8085.64 万元增至 1.11 亿元, 增资后股东的持股比例保持不变; 截至三季度末, 沈阳兴华已完成工商变更登记手续。
- 发布第三期股权激励计划, 激励范围持续扩大。公司第三期限限制性股票激励计划拟向激励对象授予 4192.6 万股票, 约占本激励计划公告时公司总股本的 2.64%。本激励计划的授予价格为 32.37 元/股, 激励对象为公司的部分董事、高级管理人员、纪委书记、工会主席、中层管理人员、核心技术(业务)人员及子公司高级管理人员和核心骨干, 合计 1480 人。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润 27.9/32.54/39.32 亿元, EPS 为 1.77/2.07/2.50 元/股, 对应 PE 为 38.3/32.9/27.2 倍 (2022.10.28), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 收入确认进度低于预期; 市场竞争加剧民品盈利下滑。

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 124.54 亿元，同比增长 26.09%；归母净利润 22.84 亿元，同比增长 40.74%；扣非后归母净利润 22.28 亿元，同比增长 39.90%。基本每股收益 1.45 元/股，同比增长 35.45%；加权平均净资产收益率 14.24%，同比减少 1.21pct。

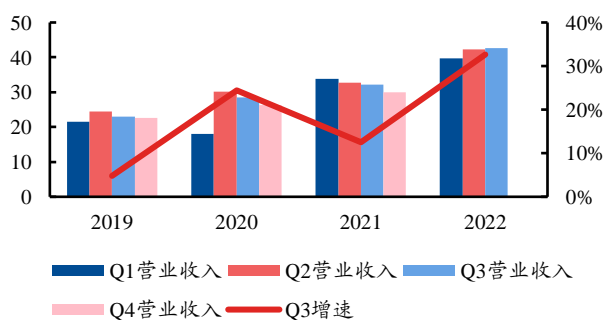
点评

● 营收、利润稳步增长

2022 年前三季度，公司实现营收 124.54 亿元，同比增长 26.09%；归母净利润 22.84 亿元，同比增长 40.74%；扣非后归母净利润 22.28 亿元，同比增长 39.90%。基本每股收益 1.45 元/股，同比增长 35.45%；加权平均净资产收益率 14.24%，同比减少 1.21pct。

分季度看，2022Q3 实现营收 42.63 亿元，同比增长 32.65%，环比增长 0.90%；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 52.33%，环比增长 0.52%。

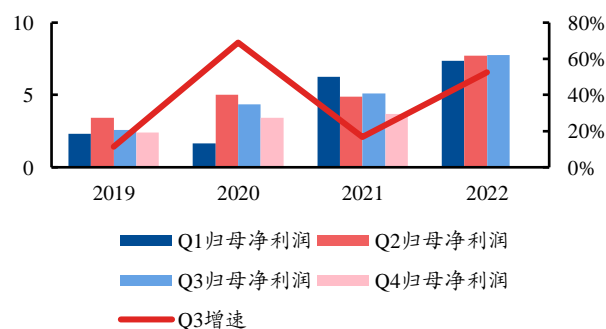
图 1、2019-2022Q3 分季度营收及 Q3 增速（亿元）



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	32.72	21.56	23.54%	2.33	21.74%
	Q2	33.72	24.41	26.65%	3.40	31.75%
	Q3	34.43	22.96	25.06%	2.58	24.10%
	Q4	29.76	22.67	24.75%	2.40	22.40%

2020	Q1	28.04	18.00	17.47%	1.64	11.38%
	Q2	36.39	30.10	29.21%	4.99	34.70%
	Q3	39.20	28.56	27.72%	4.36	30.31%
	Q4	37.63	26.39	25.61%	3.40	23.62%
2021	Q1	41.44	33.86	26.32%	6.24	31.36%
	Q2	36.10	32.77	25.47%	4.90	24.59%
	Q3	36.98	32.13	24.97%	5.09	25.57%
	Q4	33.00	29.90	23.24%	3.68	18.49%
2022	Q1	39.79	39.66	-	7.37	-
	Q2	35.45	42.25	-	7.71	-
	Q3	35.76	42.63	-	7.75	-

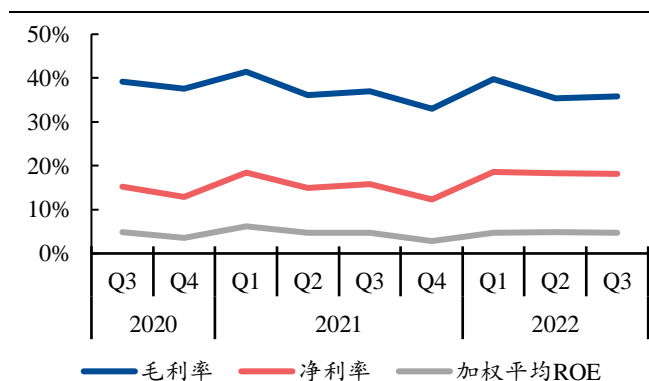
资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 利润率保持稳定, 期间费用率下降

2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 36.94%, 同比减少 1.28pct; 净利率 18.34%, 同比增加 1.91pct; 净资产收益率 14.24%, 同比减少 1.21pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 35.76%, 同比减少 1.22pct, 环比增加 0.31pct; 2022Q3 归母净利率为 18.19%, 同比增加 2.35pct, 环比下降 0.07pct; 2022Q3 净资产收益率为 5.07%, 同比增加 0.38pct, 环比下降 0.12pct。

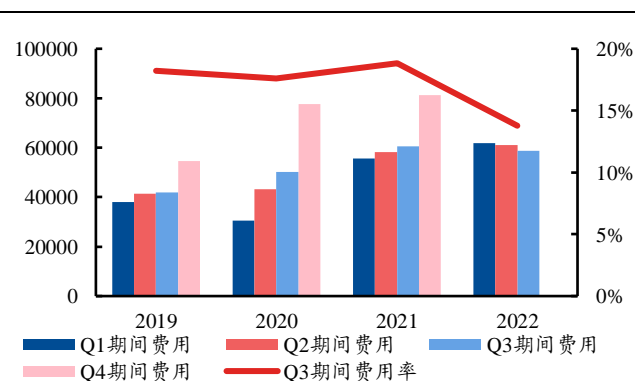
2022 年前三季度, 公司期间费用总额 18.17 亿元, 同比增长 4.24%, 期间费用占营收比重 14.59%, 同比减少 3.06pct; 其中, 销售费用 3.00 亿元, 同比增长 13.57%, 占营业收入的 2.41%, 营收占比同比减少 0.27pct; 管理费用 6.36 亿元, 同比增长 14.80%, 占营业收入的 5.11%, 营收占比同比减少 0.50pct; 财务费用-2.12 亿元, 去年同期 0.19 亿元, 同比减少 2.31 亿元, 主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致, 汇兑收益对于公司当期业绩贡献较大; 研发费用 10.93 亿元, 同比增长 20.66%, 占营业收入的 8.77%, 营收占比同比减少 0.40pct。

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

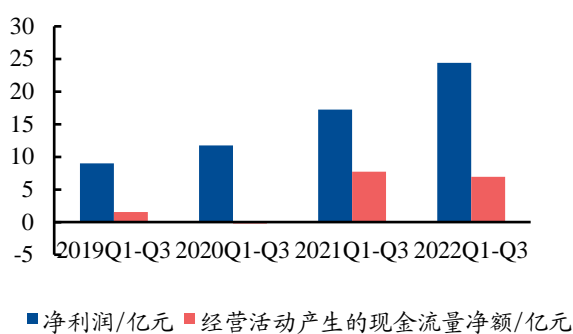
注: 右轴为 Q3 期间费用占比

● 存货同比增长，应收账款周转率提升

2022年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额 6.97 亿元，去年同期为 7.69 亿元，同比减少 0.72 亿元，同比下降 9.39%；投资活动产生的现金流量净额-13.28 亿元，去年同期为-8.07 亿元，同比减少 5.21 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-4.25 亿元，去年同期为-5.77 亿元，同比增加 1.52 亿元。

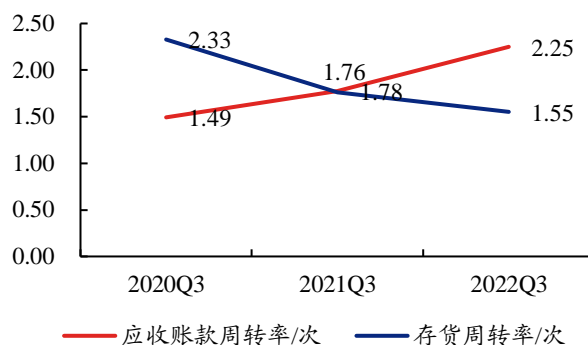
报告期内，公司应收项目合计 111.31 亿元，较期初增长 19.31%，同比增长 12.28%；其中应收账款 67.43 亿元，较期初增长 55.76%，同比增长 1.87%；应收账款周转率 2.25 次，同比增加 0.47 次。存货 53.93 亿元，较期初增长 14.03%，同比增长 30.52%，环比增长 5.14%；存货周转率 1.55 次，同比减少 0.21 次。

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 8.20 亿元，较期初下降 20.44%，同比增长 49.23%，较二季度末增长 3.14%。

● 增资沈阳兴华，助力子公司提升批产能力

2022年8月29日公司董事会审议通过《关于对控股子公司沈阳兴华增资暨关联交易的议案》，为提升控股子公司沈阳兴华航空电器有限责任公司航空发动机线束、风机、电机业务的批生产能力，公司拟与中国航空工业集团有限公司增资沈阳兴华，本次增资中航空工业拟通过国有独享资本公积转增资本，公司拟同比例增资 1.63 亿元。双方增资完成后，沈阳兴华注册资本由 8085.64 万元增至 1.11 亿元，增资后股东的持股比例保持不变，其中中航光电持股 62.87%，航空工业持股 37.13%。

截至三季度末，沈阳兴华已完成了工商变更登记手续，并取得了沈阳市铁西区市场监督管理局换发的《营业执照》。

● 发布第三期股权激励计划，激励范围持续扩大

2022年9月22日，公司发布《中航光电科技股份有限公司A股限制性股票激励计划（第三期）（草案）》，拟向激励对象授予4192.6万股股票，约占本激励计划公告时公司总股本的2.64%。本激励计划的授予价格为32.37元/股，激励对象为公司的部分董事、高级管理人员、纪委书记、工会主席、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计1480人。

表 2、公司历次限制性股票激励计划情况

	第一期限限制性股票 激励计划	第二期限限制性股票 激励计划	第三期限限制性股票 激励计划
授予股票数量（万股）	595.72	3149.34	4192.60
预案公告日	2016-10-28	2019-11-19	2022-09-23
激励总数占当时总 股本比例	0.99%	2.94%	2.64%
授予金额（元/股）	28.19	23.43	32.37
激励对象	公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计266人	公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计1,182人	公司部分董事、高级管理人员、纪委书记、工会主席、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计1480人

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

本次激励计划自授予日起2年为限制性股票限售期。限售期内，激励对象依本激励计划获授的限制性股票（及就该股票分配的股票红利）将被锁定不得转让；限售期满次日起的3年为限制性股票的解锁期，在解锁期内，若达到本激励计划规定的解锁条件，激励对象获授的限制性股票分三次解锁：

(1) 第一次解锁自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止，可解锁比例为33.3%；

(2) 第二次解锁自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止，可解锁比例为33.3%；

(3) 第三次解锁自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最

后一个交易日当日止，可解锁比例为 33.4%。

第一次解锁条件：

(1) 以公司 2021 年扣非后归母净利润为基数，2023 年扣非后归母净利润复合增长率不低于 15.00%，且不低于对标企业 75 分位值；

(2) 2023 年度净资产收益率不低于 13.80%，且不低于对标企业 75 分位值；

(3) 2023 年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0。

第二和第三次解锁条件考核年份分别为 2024 和 2025 年，条件与第一次相同。

假设本激励计划限制性股票授予日的公允价值以本激励计划草案公告前 1 日的收盘价 64.68 元/股进行测算，实施本激励计划公司应确认的管理费用预计为 13.55 亿元，2022-2026 年预计摊销金额分别为 4020.59 万元、4.89 亿元、4.71 亿元、2.51 亿元和 1.04 亿元。

表 3、公司历次限制性股票激励计划摊销金额（万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
第一期	2387.726	2568.751	1352.3920	617.707	28.5829	-	-	-	-	-
第二期	-	-	-	16,643.902	17,456.967	9,775.165	4,278.704	187.630	-	-
第三期	-	-	-	-	-	4,020.59	48,917.16	47,061.50	25,102.91	10,360.75
合计	2387.73	2568.75	1352.39	17261.61	17485.55	13795.76	53195.86	47249.13	25102.91	10360.75

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 控股股东一致行动人增持公司股份，彰显对于公司长期发展信心

公司控股股东中国航空科技工业股份有限公司一致行动人中航证券有限公司管理的“中航证券聚富优选 2 号集合资管计划”自 2022 年 5 月 24 日起未来 6 个月内增持公司股票，累计增持金额不低于 3750 万元且不超过 7500 万元（含 2022 年 5 月 24 日、5 月 25 日增持金额）。截至 2022 年 10 月 17 日，中航证券聚富优选 2 号已累计增持公司股份 112.25 万股，占公司总股本的 0.0706%，增持金额 6670.57 万元，增持均价为 59.43 元/股，此次增持计划实施完毕。

● 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 27.9/32.54/39.32 亿元, EPS 为 1.77/2.07/2.50 元/股,对应 PE 为 38.3/32.9/27.2 倍(2022.10.28),维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

收入确认进度低于预期;市场竞争加剧民品盈利下滑。

表 4、中航光电分季度业绩对比 (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	3213	2990	3966	4225	4263	32.7%	9877	12454	26.1%
营业成本	2025	2003	2388	2727	2738	35.2%	6102	7854	28.7%
毛利	1188	987	1578	1498	1524	28.3%	3774	4600	21.9%
销售费用	87	102	82	129	89	2.0%	264	300	13.6%
管理费用	198	278	238	166	233	17.9%	554	636	14.8%
财务费用	-4	33	0	-120	-92	-	19	-212	-1202.2%
研发费用	324	401	299	436	358	10.3%	906	1093	20.7%
资产减值	-3	-30	-62	-18	-6	-	-66	-86	-
公允价值	0	5	-1	11	-5	-5381.5%	0	5	41687.2%
投资收益	32	0	30	17	23	-29.1%	89	70	-21.0%
营业利润	588	358	885	896	908	54.5%	1888	2689	42.4%
利润总额	591	362	892	908	928	56.9%	1906	2728	43.1%
归母净利润	509	368	737	771	775	52.3%	1623	2284	40.7%
EPS	0.320	0.232	0.464	0.485	0.488	52.3%	1.021	1.437	40.7%
销售费用率	2.7%	3.4%	2.1%	3.1%	2.1%	-0.6%	2.7%	2.4%	-0.3%
管理费用率	6.2%	9.3%	6.0%	3.9%	5.5%	-0.7%	5.6%	5.1%	-0.5%
财务费用率	-0.1%	1.1%	0.0%	-2.8%	-2.2%	-2.0%	0.2%	-1.7%	-1.9%
研发费用率	10.1%	13.4%	7.5%	10.3%	8.4%	-1.7%	9.2%	8.8%	-0.4%
所得税率	7.9%	-11.1%	11.7%	9.0%	10.6%	2.7%	9.5%	10.4%	0.9%
毛利率	37.0%	33.0%	39.8%	35.5%	35.8%	-1.2%	38.2%	36.9%	-1.3%
净利率	15.8%	12.3%	18.6%	18.3%	18.2%	2.4%	16.4%	18.3%	1.9%

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	22644	30221	35251	41137	营业收入	12867	16212	19941	24328
货币资金	8303	13008	14212	15292	营业成本	8106	10052	12184	14816
交易性金融资产	1	1	1	1	税金及附加	45	53	67	85
应收票据及应收账款	9329	12277	14887	18249	销售费用	366	454	558	681
预付款项	54	76	88	109	管理费用	832	1021	1575	1849
存货	4730	4684	5859	7279	研发费用	1306	1600	1920	2304
其他	226	176	204	208	财务费用	53	-103	-22	160
非流动资产	4344	4276	4256	4204	其他收益	93	87	88	89
长期股权投资	192	180	184	183	投资收益	89	69	76	74
固定资产	2724	2714	2556	2326	公允价值变动收益	5	3	4	4
在建工程	507	254	127	63	信用减值损失	-4	-19	-14	-16
无形资产	555	783	1052	1308	资产减值损失	-96	-86	-90	-88
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	10	-1	-13	-24	营业利润	2246	3190	3723	4495
其他	286	277	280	279	营业外收入	35	31	33	32
资产总计	26987	34497	39506	45341	营业外支出	14	11	12	11
流动负债	10005	11586	13523	15819	利润总额	2267	3211	3743	4515
短期借款	325	404	378	386	所得税	142	235	270	320
应付票据及应付账款	7265	8,811	10,760	13,052	净利润	2126	2976	3473	4195
其他	2415	2371	2385	2381	少数股东损益	135	186	219	263
非流动负债	1086	1299	1739	2075	归属母公司净利润	1991	2790	3254	3932
长期借款	657	915	1339	1681	EPS(元)	1.26	1.77	2.07	2.50
其他	429	384	399	394					
负债合计	11091	12884	15261	17894					
股本	1136	1590	1590	1590	主要财务比率				
资本公积	6519	9437	9437	9437	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	6178	7913	9760	12041	成长性				
少数股东权益	972	1158	1377	1640	营业收入增长率	24.9%	26.0%	23.0%	22.0%
股东权益合计	15897	21613	24245	27447	营业利润增长率	35.1%	42.0%	16.7%	20.7%
负债及权益合计	26987	34497	39506	45341	归母净利润增长率	38.4%	40.1%	16.6%	20.8%
					盈利能力				
					毛利率	37.0%	38.0%	38.9%	39.1%
					净利率	16.5%	18.4%	17.4%	17.2%
					ROE	13.3%	13.6%	14.2%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率	41.1%	37.3%	38.6%	39.5%
					流动比率	2.26	2.61	2.61	2.60
					速动比率	1.77	2.19	2.15	2.12
					营运能力				
					资产周转率	55.7%	52.7%	53.9%	57.3%
					应收帐款周转率	273.2%	294.9%	284.6%	285.9%
					存货周转率	205.6%	204.5%	220.9%	215.7%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.26	1.77	2.07	2.50
					每股经营现金	1.31	0.95	1.21	1.31
					每股净资产	9.47	12.98	14.51	16.38
					估值比率(倍)				
					PE	53.7	38.3	32.9	27.2
					PB	7.2	5.2	4.7	4.1

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1991	2790	3254	3932
折旧和摊销	250	293	311	320
资产减值准备	100	140	115	179
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-5	-3	-4	-4
财务费用	44	-103	-22	160
投资损失	-89	-69	-76	-74
少数股东损益	135	186	219	263
营运资金的变动	-463	-1467	-1978	-2682
经营活动产生现金流量	2062	1495	1910	2065
投资活动产生现金流量	-1065	-169	-220	-203
融资活动产生现金流量	2740	3378	-486	-781
现金净变动	3722	4704	1204	1080
现金的期初余额	4528	8303	13008	14212
现金的期末余额	8250	13008	14212	15292

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