

中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩符合预期，静待大锻业务推进

事件

公司发布22年年报，营收105.7亿元，同比+20.2%，归母净利润12.0亿元，同比+34.9%，其中22Q4营收28.5亿元，同比+25.7%，环比+8.0%；归母2.9亿，同比+1.4%，环比-19.5%。

点评

下游景气持续推动公司增长，业绩实际增速高于表现。聚焦锻造主业公司营收稳定增长，公司锻造业务收入84.74亿，同比+28.7%，液压行业19.3亿，受剥离子公司影响同比-6.2%。公司业绩保持高增长，考虑到21Q4公司出售力源苏州的1.4亿投资收益带来的高基数，若扣除则公司实际业绩增速接近60%，高于表现水平。规模效应持续释放，费用压降助力净利率提升。公司22年毛利率29.2%，较去年同期+0.9pct，产品结构升级以及规模效应释放带动公司毛利率提升。22年净利率11.4%，较去年同期+1.2pct，管理费用和销售费用压控助力净利率提升。

扩产项目平稳推进，研发支出高增表征业务拓展速度快于预期。公司22年末在建工程7.29亿元，同比增长136.47%，产能扩张速度加快，大锻设备进度稳定推进，业务短板加速补齐打造新增长点。公司22年研发投入4.34亿元，或表征新产品研发进度快于预期。

23年经营计划表现保守，近三年均超额完成计划。公司23年经营规划为收入110亿，利润总额16亿。由于公司作为军工央企，考核目标需超额完成，考虑到公司过去均超额完成目标，20/21/22年利润总额超额完成25/101/28%，预期23年有望保持高增长。

航空锻造高景气持续，打造一体化平台型龙头。公司为中航工业旗下航空通用基础结构件供应商，大锻件生产短板补足，计划建设航空通用基础结构制造产业园项目以“1+6”形式规划机加业务以及上游材料业务拓展，打造“材料研发再生—锻铸成型—精加工及整体功能部件”新生态，长期发展路径明确，发展前景广阔。

盈利预测、估值与评级

公司作为航空锻造平台型龙头，长期投资价值突出，我们预测公司2023-2025年归母净利润为15.16亿元、20.02亿元、27.35亿元，对应PE为26/20/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

重点型号列装交付速度不及预期、产能释放不及预期、改革速度不及预期

国金证券研究所

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

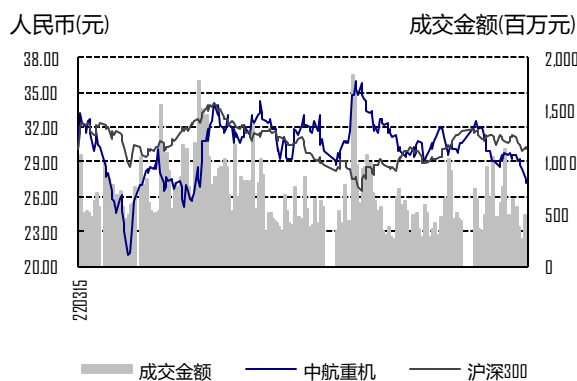
联系人：黄怡文

huangyiwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.23 元

相关报告：

- 《筹划定增收购南山铝业锻造子公司，大锻业务有望超预期》，2023.1.17
- 《单季净利润再创新高，扩产加速助力长期发展-中航重机2022三...》，2022.10.31
- 《前三季度业绩延续高增，保交付推进产能释放-中航重机-季报业...》，2022.10.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,790	10,570	13,074	16,451	21,151
营业收入增长率	31.23%	20.25%	23.69%	25.83%	28.57%
归母净利润(百万元)	891	1,202	1,516	2,002	2,735
归母净利润增长率	159.05%	34.93%	26.17%	32.06%	36.58%
摊薄每股收益(元)	0.847	0.816	1.030	1.360	1.858
每股经营性现金流净额	1.44	0.53	0.45	1.21	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.52%	11.56%	12.99%	14.94%	17.23%
P/E	59.62	38.09	26.44	20.02	14.66
P/B	5.67	4.40	3.44	2.99	2.53

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	4
航空锻造景气度持续，营收与业绩稳定增长.....	4
疫情扰动下营收维持稳定增长，业绩持续高增长.....	4
聚焦锻造主业，并表范围变动下液压业务收入下降.....	4
规模效应及低效业务剥离下毛利率改善，费用压降成果显著.....	5
规模效应持续释放，费用压降助力盈利能力提升.....	5
原材料扰动锻造业务毛利率下滑，剥离低效资产液压业务盈利能力提升.....	5
研发投入力度加大，管理及销售费用进一步压降.....	6
业务短板补齐，产能释放在即.....	6
在建工程大幅增长，产能扩充在即.....	6
顺利交付下合同负债有所下降，存货维持高位.....	7
现金流状况良好，收现比维持健康水平.....	7
重点在建工程项目进展.....	8
投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2022 年营收及同比增速.....	4
图表 2： 2022Q4 营收及同比、环比增速.....	4
图表 3： 2022 年归母净利润及同比增速.....	4
图表 4： 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速.....	4
图表 5： 2022 年分业务收入及同比增速.....	5
图表 6： 2022 年毛利率及净利率.....	5
图表 7： 2022Q4 毛利率及净利率.....	5
图表 8： 2022 年分业务毛利率.....	6
图表 9： 2022 年主营业务成本拆分.....	6
图表 10： 2022 年各项费用率.....	6
图表 11： 2022Q4 各项费用率.....	6
图表 12： 2022 年固定资产和在建工程.....	7
图表 13： 2022 年资本性支出.....	7
图表 14： 2022 年合同负债及增速.....	7
图表 15： 2022 年存货及增速.....	7

图表 16: 2022 年经营性净现金流及收现比.....	7
图表 17: 2022Q4 经营性净现金流及收现比.....	7
图表 18: 公司重点在建工程及建设进度.....	8

事件说明

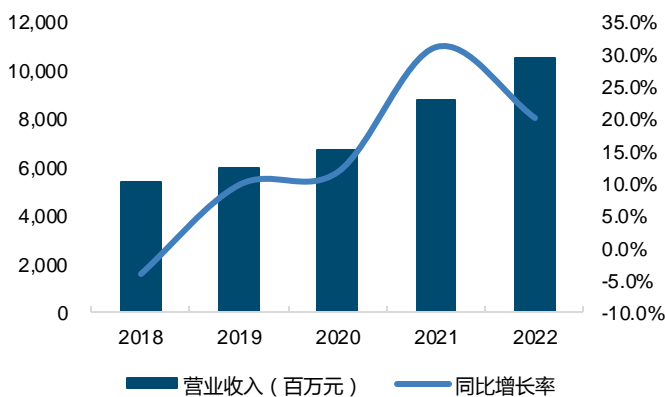
公司发布 22 年年报, 营收 105.7 亿元, 同比+20.2%, 归母净利润 12.0 亿元, 同比+34.9%, 其中 22Q4 营收 28.5 亿元, 同比+25.7%, 环比+8.0%; 归母 2.9 亿, 同比+1.4%, 环比-19.5%。

航空锻造景气度持续, 营收与业绩稳定增长

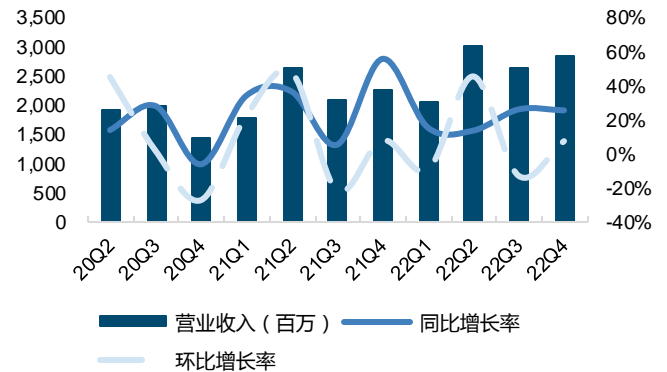
疫情扰动下营收维持稳定增长, 业绩持续高增长

公司 2022 年实现营收 105.7 亿元, 同比增长 20.2%, 在疫情扰动等因素影响下实现稳定增长; 实现归母净利润 12.0 亿元, 同比增长 34.9%, 若剔除去年同期出售子公司股权影响则同比增速接近 60%, 业绩持续高增长。其中 22Q4 实现营收 28.5 亿元, 归母净利润 2.9 亿元。

图表1: 2022 年营收及同比增速



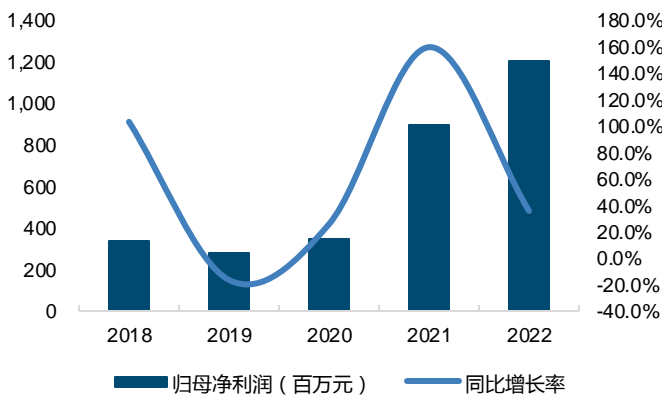
图表2: 2022Q4 营收及同比、环比增速



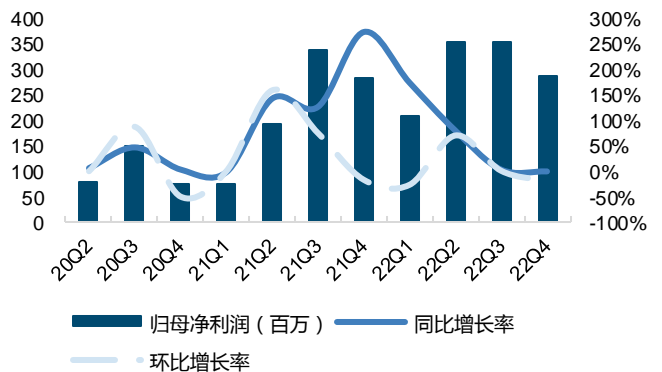
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表3: 2022 年归母净利润及同比增速



图表4: 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速



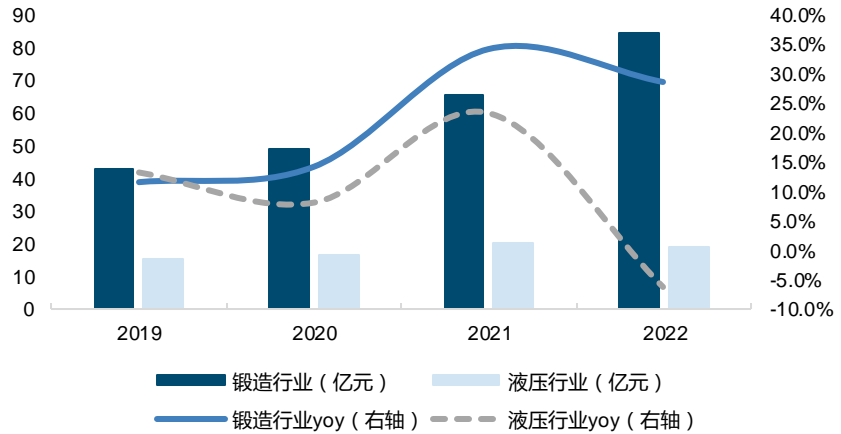
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

聚焦锻造主业, 并表范围变动下液压业务收入下降

公司持续推进瘦身健体, 聚焦主业, 目前锻造为公司唯一主业, 2022 年实现收入 84.74 亿元, 同比+28.7%。液压行业收入 19.3 亿元, 受去年剥离子公司影响同比-6.2%。

图表5: 2022 年分业务收入及同比增速



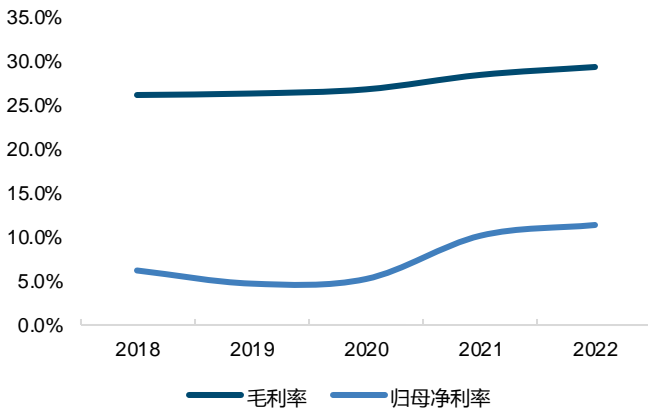
来源: wind, 国金证券研究所

规模效应及低效业务剥离下毛利率改善, 费用压降成果显著

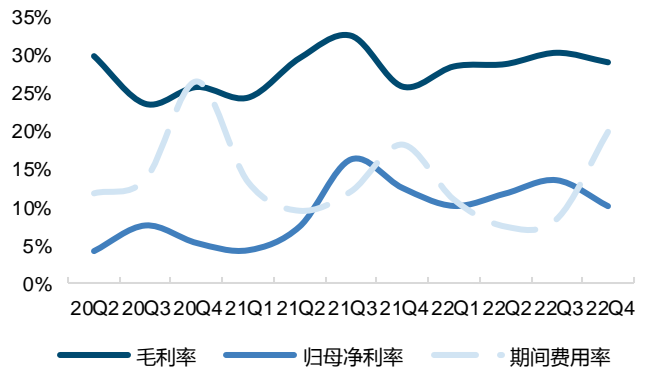
规模效应持续释放, 费用压降助力盈利能力提升

规模效应释放下公司盈利能力稳定提升, 2022 年公司毛利率 29.2%, 同比提升 0.9pct; 净利率 11.4%, 同比提升 1.3pct。22Q4 公司毛利率 29.1%, 同比提升 3.2pct, 环比下降 1.3pct; 净利率 10.0%, 同比下降 2.4pct, 环比下降 3.4pct。

图表6: 2022 年毛利率及净利率



图表7: 2022Q4 毛利率及净利率



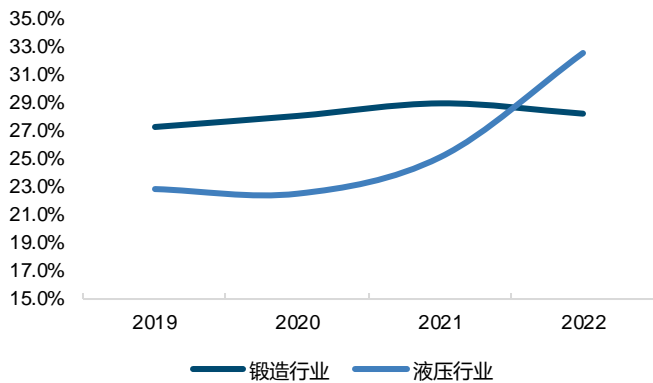
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

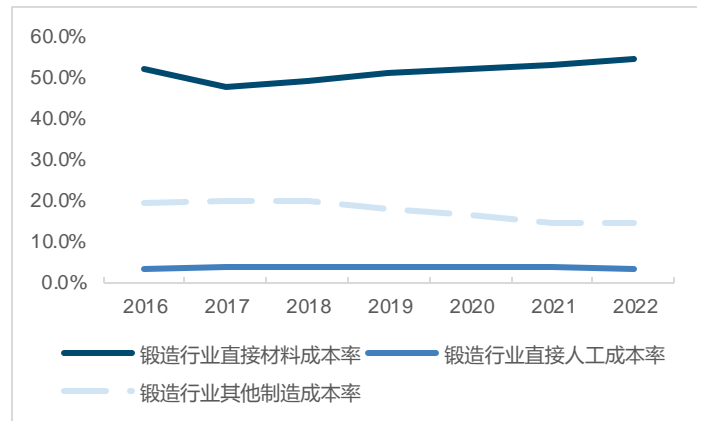
原材料扰动锻造业务毛利率下滑, 剥离低效资产液压业务盈利能力提升

2022 年公司锻造行业毛利率 28.2%, 同比下降 0.7pct, 主要由于原材料成本率提升; 液压行业毛利率 32.5%, 同比提升 7.4pct, 剥离低效业务成果显著。

图表8: 2022年分业务毛利率



图表9: 2022年主营业务成本拆分



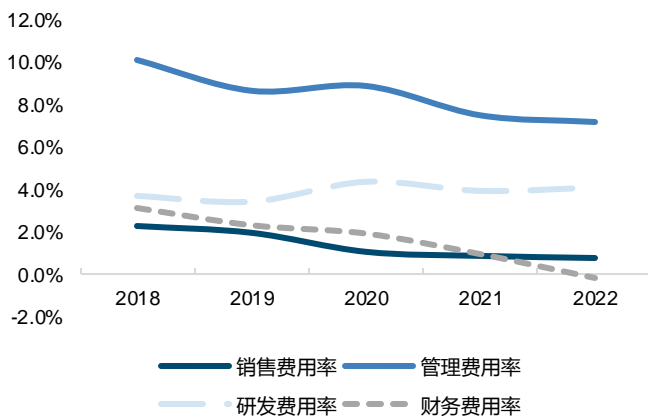
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

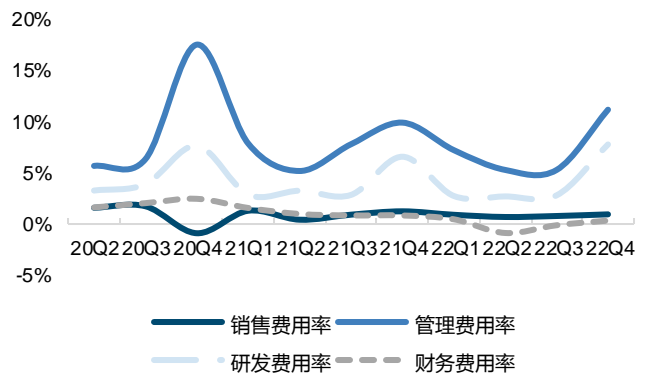
研发投入力度加大, 管理及销售费用进一步压降

内部改革推进下费用压控显著, 研发投入提高助推长期发展。公司作为大型国企, 积极响应中央国企改革号召, 进行提质增效, 费用率压降显著。公司2022年综合费用率11.8%, 同比下降1.4pct, 其中管理费用率7.2%, 同比下降0.3pct; 销售费用率0.7%, 同比下降0.1pct。研发支出增长较快, 2022年研发费用率4.1%, 较去年提升0.2pct。

图表10: 2022年各项费用率



图表11: 2022Q4各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

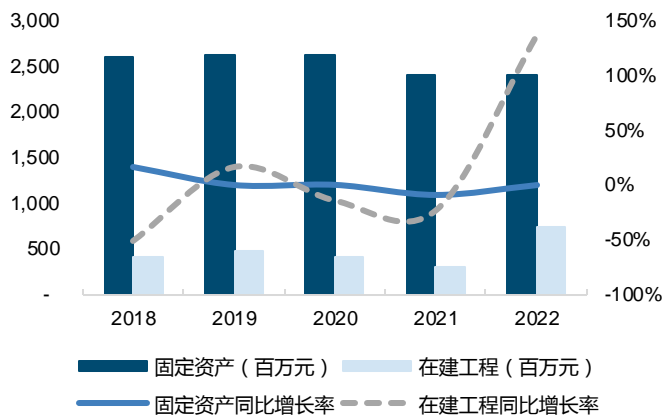
来源: wind, 国金证券研究所

业务短板补齐, 产能释放在即

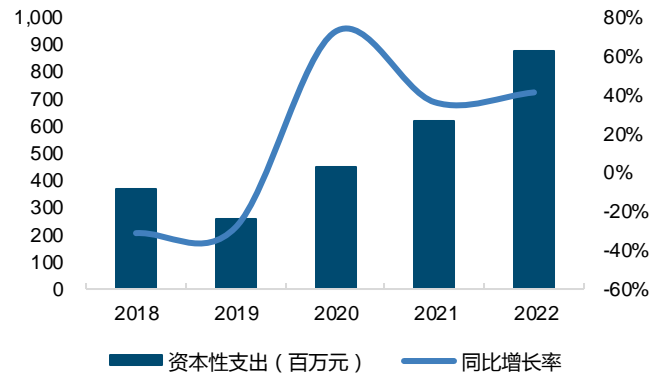
在建工程大幅增长, 产能扩充在即

公司2022年固定资产24.0亿元, 同比增长0.3%; 在建工程7.3亿, 同比增长136.5%, 重点募投项目顺利推进下在建工程大幅增长, 公司产能扩充在即, 助力长期发展。

图表12: 2022年固定资产和在建工程



图表13: 2022年资本性支出



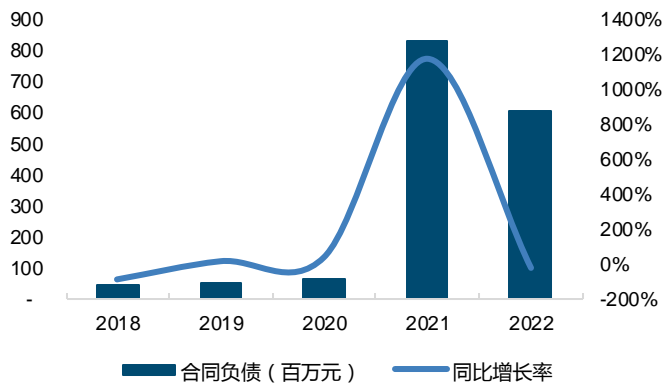
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

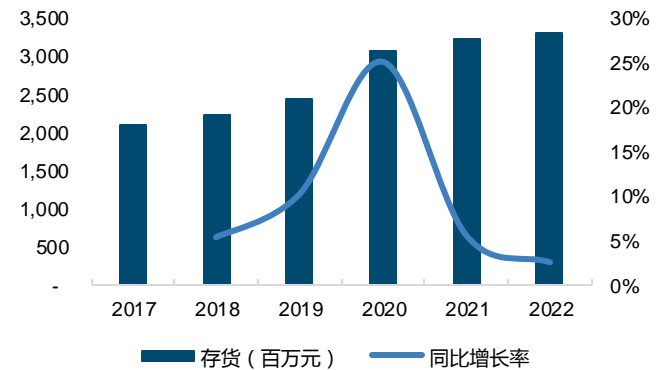
顺利交付下合同负债有所下降, 存货维持高位

公司2022年合同负债8.29亿元, 较期初下降26.93%, 主要系合同顺利交付、收入顺利确认所致。存货32.3亿, 较期初增长2.58%, 积极备货生产保证收入持续增长。

图表14: 2022年合同负债及增速



图表15: 2022年存货及增速



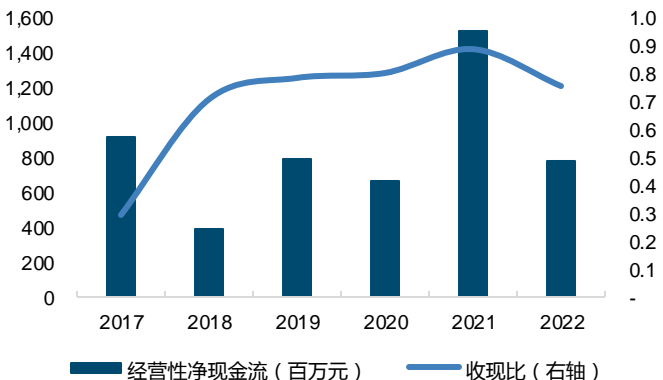
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

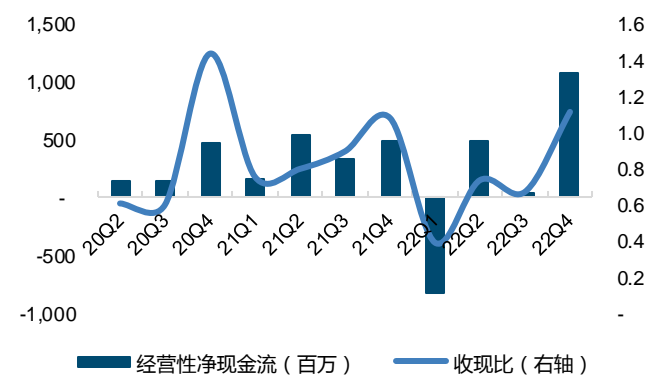
现金流状况良好, 收现比维持健康水平

公司2022年经营性净现金流7.74亿, 收现比0.75; 22Q4经营性净现金流10.8亿元, 收现比1.1。公司现金流状况良好, 收现比维持健康水平, 运营状况稳健。

图表16: 2022年经营性净现金流及收现比



图表17: 2022Q4经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

重点在建工程项目进展

图表18：公司重点在建工程及建设进度

项目名称	项目内容	投资总额	投资进度	最新进展
西安新区先进锻造产业基地建设项目	围绕等温锻造、精密锻造两大生产线和数值仿真模拟中心建设，配套热处理、大型模具制造等相关生产线及附注、配套设施	14.32	52.92%	本年度重点开展了工程建设，工艺设备采购、安装调试等工作；建安工程已完成约70%工程量，工艺设备已累计完成301台（套）招标采购，其中89台（套）工艺设备已完成安装调试并以投入使用。
民用航空环形锻件生产线建设项目	新建建筑面积24320 m ² ，新增工艺设备28台（套）	4.50	83.86%	本年度重点开展了工艺设备采购、安装调试等工作；建安工程已完成约98%工程量，并投入使用，工艺设备累计完成50台（套）招标采购，其中42台（套）工艺设备已完成安装调试并以投入使用。
国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目	新增各类工艺设备87台（套）。新建110、110a号厂房。新增建筑面积分别为6900 m ² 和1100 m ² ，共8000平方米	3.04	72.36%	"本年度重点开展了工艺设备采购、安装调试等工作，建安工程已完成约100%工程量，并以投入使用；工艺设备累计完成85台（套）招标采购，其中65台（套）工艺设备已完成安装调试并以投入使用。
军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目	新增工艺设备共69台（套）、厂房适应性改进	0.70	83.90%	本年度重点开展了工艺设备采购、安装调试等工作，累计已完成振动试验台、振动试验台、刀片式服务器等69台（套）工艺设备招标采购，其中50台（套）并投入使用。
航空精密模锻产业转型升级项目	项目新增模锻液压机、高温电路、天然气加热炉、3t曲臂机械手、桥式龙门加工中心等工艺设备36台（套）。新建203号厂房，用于飞机框、梁、起落架等整体化模锻件的锻造成形、热处理及配套模具的粗加工。	8.05	4.47%	本年度重点开展了工程建设，工艺设备招标采购工作；建安工程已完成约40%工程量，工艺设备累计完成18台（套）招标采购，2台（套）工艺设备已完成安装调试。

来源：wind，国金证券研究所

投资建议

四代机新订单落地，航空发动机新型号有望批产，航空锻造高景气持续。公司为中航工业旗下航空通用基础结构件供应商，大锻件生产短板补足，计划建设航空通用基础结构制造产业园项目以“1+6”形式规划机加业务以及上游材料业务拓展，打造“材料研发再生—锻铸造成型—精加工及整体功能部件”新生态，长期发展路径明确，发展前景广阔。

风险提示

下游主机型号列装交付速度不及预期：飞机和航空发动机的研制生产节奏存在不确定性，若航空整机装备研制生产出现拖延，可能导致列装交付速度不及预期，对公司产生不利影响。

公司产能释放速度不及预期：大型锻造设备及等温锻造设备是公司未来发展的重要助力，若设备产能释放速度不及预期，会对公司产生不利影响。

内部改革速度不及预期：公司作为大型老牌国企，推行改革存在难度，影响成本费用改善力度，若改革不及预期则对公司会产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,698	8,790	10,570	13,074	16,451	21,151	货币资金	3,052	6,130	5,735	6,503	8,097	9,477
增长率		31.2%	20.2%	23.7%	25.8%	28.6%	应收款项	5,012	5,595	6,891	7,026	8,211	9,791
主营业务成本	-4,914	-6,300	-7,479	-9,176	-11,410	-14,557	存货	3,062	3,232	3,316	4,017	4,501	5,440
%销售收入	73.4%	71.7%	70.8%	70.2%	69.4%	68.8%	其他流动资产	393	426	116	378	433	530
毛利	1,785	2,490	3,091	3,898	5,041	6,594	流动资产	11,519	15,384	16,057	17,924	21,242	25,239
%销售收入	26.6%	28.3%	29.2%	29.8%	30.6%	31.2%	%总资产	73.5%	78.2%	76.2%	78.1%	79.9%	82.2%
营业税金及附加	-35	-29	-30	-37	-43	-53	长期投资	609	760	882	882	882	882
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	3,029	2,705	3,133	3,432	3,714	3,785
销售费用	-69	-73	-77	-105	-118	-148	%总资产	19.3%	13.7%	14.9%	15.0%	14.0%	12.3%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	无形资产	273	377	347	391	434	475
管理费用	-595	-657	-757	-902	-1,086	-1,375	非流动资产	4,147	4,301	5,028	5,022	5,340	5,447
%销售收入	8.9%	7.5%	7.2%	6.9%	6.6%	6.5%	%总资产	26.5%	21.8%	23.8%	21.9%	20.1%	17.8%
研发费用	-295	-346	-434	-523	-658	-846	资产总计	15,666	19,685	21,085	22,946	26,582	30,685
%销售收入	4.4%	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	1,109	746	2,273	2,778	3,112	3,335
息税前利润 (EBIT)	792	1,384	1,793	2,332	3,136	4,172	应付款项	4,713	4,731	6,012	6,222	7,508	8,743
%销售收入	11.8%	15.7%	17.0%	17.8%	19.1%	19.7%	其他流动负债	232	1,837	1,245	1,003	1,107	1,021
财务费用	-128	-81	22	-28	-221	-280	流动负债	6,054	7,314	9,530	10,004	11,727	13,099
%销售收入	1.9%	0.9%	-0.2%	0.2%	1.3%	1.3%	长期贷款	2,100	2,104	336	336	336	336
资产减值损失	-230	-345	-293	-353	-339	-351	其他长期负债	342	431	424	375	359	348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,495	9,849	10,290	10,714	12,422	13,783
投资收益	53	155	-17	40	21	27	普通股股东权益	6,712	9,360	10,393	11,669	13,400	15,872
%税前利润	10.4%	13.5%	n.a	2.0%	0.8%	0.8%	其中：股本	940	1,052	1,472	1,893	1,893	1,893
营业利润	517	1,140	1,536	2,009	2,636	3,599	未分配利润	2,651	3,288	4,259	5,529	7,261	9,733
营业利润率	7.7%	13.0%	14.5%	15.4%	16.0%	17.0%	少数股东权益	460	476	402	563	760	1,030
营业外收支	-3	3	-2	0	-1	-1	负债股东权益合计	15,666	19,685	21,085	22,946	26,582	30,685
税前利润	514	1,144	1,534	2,008	2,635	3,599	比率分析						
利润率	7.7%	13.0%	14.5%	15.4%	16.0%	17.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-87	-177	-204	-331	-435	-594	每股指标						
所得税率	17.0%	15.5%	13.3%	16.5%	16.5%	16.5%	每股收益	0.366	0.847	0.816	1.030	1.360	1.858
净利润	426	967	1,330	1,677	2,200	3,005	每股净资产	7.142	8.900	7.059	7.927	9.103	10.782
少数股东损益	82	76	129	161	198	270	每股经营现金净流	0.701	1.443	0.526	0.453	1.215	1.093
归属于母公司的净利润	344	891	1,202	1,516	2,002	2,735	每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
净利率	5.1%	10.1%	11.4%	11.6%	12.2%	12.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.12%	9.52%	11.56%	12.99%	14.94%	17.23%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	2.19%	4.52%	5.70%	6.61%	7.53%	8.91%
净利润	426	967	1,330	1,677	2,200	3,005	投入资本收益率	6.30%	9.20%	11.57%	12.66%	14.84%	16.91%
少数股东损益	82	76	129	161	198	270	增长率						
非现金支出	520	651	594	594	599	698	主营业务收入增长率	11.92%	31.23%	20.25%	23.69%	25.83%	28.57%
非经营收益	82	-82	74	71	175	184	EBIT增长率	12.37%	74.83%	29.54%	30.01%	34.49%	33.05%
营运资金变动	-370	-18	-1,224	-1,485	-674	-1,818	净利润增长率	24.91%	159.05%	34.93%	26.17%	32.06%	36.58%
经营活动现金净流	658	1,518	774	857	2,300	2,069	总资产增长率	8.95%	25.65%	7.11%	8.83%	15.85%	15.43%
资本开支	-452	-618	-877	-235	-579	-454	资产管理能力						
投资	235	46	-51	0	0	0	应收账款周转天数	133.3	103.3	111.7	90.0	85.0	80.0
其他	1	290	10	40	21	27	存货周转天数	204.7	182.3	159.8	170.0	160.0	155.0
投资活动现金净流	-216	-281	-918	-195	-558	-427	应付账款周转天数	200.7	148.6	123.3	130.0	130.0	120.0
股权募资	42	2,192	0	33	0	0	固定资产周转天数	143.0	99.5	83.0	66.4	51.8	51.4
债权募资	258	-324	-209	479	334	222	偿债能力						
其他	-344	-25	-56	-385	-466	-474	净负债/股东权益	2.18%	-33.35%	-28.96%	-27.71%	-32.83%	-34.35%
筹资活动现金净流	-44	1,843	-265	128	-132	-251	EBIT利息保障倍数	6.2	17.0	-81.2	82.2	14.2	14.9
现金净流量	390	3,075	-396	790	1,609	1,391	资产负债率	54.22%	50.03%	48.80%	46.69%	46.73%	44.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-25	买入	31.53	40.00~50.00
2	2022-08-31	买入	30.39	N/A
3	2022-10-17	买入	29.95	N/A
4	2022-10-31	买入	34.80	N/A
5	2023-01-17	买入	30.14	N/A

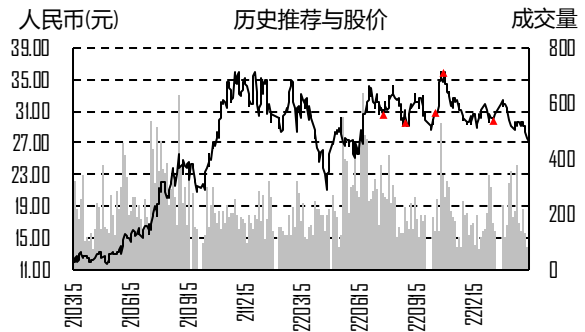
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402