

2025 年 08 月 22 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

## 火炬电子（603678）

### 2025 年中报点评：主业稳健，陶瓷纤维超预期放量

**业绩概要：**2025 年上半年公司实现营业收入 17.72 亿元（+24.20%），实现归母净利润 2.61 亿元（+59.04%），对应 EPS 为 0.57 元，扣非归母净利润为 2.53 亿元（+62.71%）。公司 Q2 实现营业收入 10.1 亿元（同比+30.3%，环比+32.5%），实现归母净利润 1.55 亿元（同比+71.8%，环比+44.9%），实现扣非净利润 1.51 亿元（同比+75.3%，环比+49.4%）；

**行业拐点已至：**2025 年上半年公司主要业务元器件及陶瓷新材料行业均出现拐点——1) 元器件行业方面，中高端产品竞争格局良好，壁垒较高，受到高可靠性应用领域订单恢复，行业景气度逐步改善，实现了全系列产品收入的同比正向增长，此外在民用市场，新产品如超级电容等订单快速突破，主动元器件行业晶圆销售突破历史峰值；2) 新材料方面，随着客户中试线的落地，公司积极响应客户需求，新材料行业的产品销量快速攀升，行业稼动率的提升和需求的旺盛带动业务体量和盈利能力增长显著。

**公司主业快速恢复，第二增长曲线已现：**从收入来看，公司主业恢复良好——元器件板块实现收入 6.92 亿元（+27.62%），我们推测主要系下游主要客户库存较低，主动补库带来的军品订单全面恢复，以及公司积极加大民用市场销售力度所致；国际贸易板块，受到公司持续加大核心产品及行业投入，国产化替代趋势下，在新能源汽车、工业自动化等行业深耕，实现收入 9.41 亿元（+15.86%）；新材料板块得益于多型号产品验证的中试进度加快，实现销售量的强劲提升，上半年实现营收 1.33 亿元（+101.88%）（含研发服务收入），稼动率的提升及管理能力的改善使得盈利能力显著提升，新材料板块收入占比大幅提升，公司第二增长曲线已成；

**财务数据：**报告期内，公司应收账款增加较多，主要系公司营收增加所致；预付账款增加较多，主要系公司业务较好，预付货款较多所致；合同负债增加较多，主要系收到的预付货款增多所致；

投资评级

买入

上调评级

2025 年 08 月 22 日

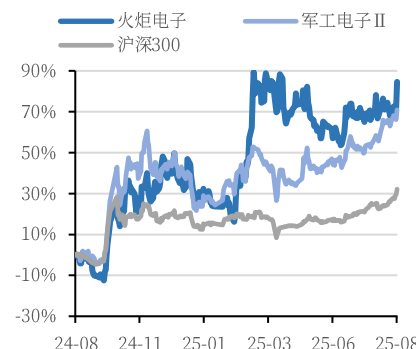
收盘价(元):

40.38

#### 公司基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 475.57      |
| 总市值(百万)       | 19,203.38   |
| 流通股本(百万股)     | 475.57      |
| 流通市值(百万)      | 19,203.38   |
| 12 月最高/最低价(元) | 43.00/19.07 |
| 资产负债率(%)      | 20.83       |
| 每股净资产(元)      | 12.89       |
| 市盈率(TTM)      | 65.88       |
| 市净率(PB)       | 3.13        |
| 净资产收益率(%)     | 4.26        |

#### 股价走势图



#### 作者

邓轲 分析师  
SAC 执业证书: S0640521070001  
联系电话:  
邮箱: dengke@avicsec.com

梁晨 分析师  
SAC 执业证书: S0640519080001  
联系电话: 010-59562536  
邮箱: liangc@avicsec.com

#### 相关研究报告

2024 年报点评：元器件、碳化硅纤维双轮驱动——2025-04-02

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

**武器智能化需求旺盛，“十五五”有望保持高增：**随着武器电子化、智能化趋势明显，抗干扰能力要求、国产替代的需求提升，“十五五”期间，高可靠领域的被动元器件需求或将保持较高的增速。与此同时，随着无人机、反无人机、抗干扰技术的持续博弈，对于电子元器件的抗电磁能力提出更高要求，公司产品将更具备稀缺性；

2024Q3 业绩点评：业绩保持稳定，关注陶瓷材料第二增长曲线 —2024-11-03

2024 年中报点评：陶瓷材料有望开启第二增长曲线 —2024-09-02

**陶瓷材料超预期放量：**一代材料一代装备，作为新一代武器装备的基础支撑，新材料具备较高的壁垒。陶瓷新材料的发展提升了发动机的耐温能力，在传统航天、航空以及反应堆中发挥重要作用。公司实现了三代陶瓷纤维的稳定生产，正在多款重点型号上进行验证考核，随着下游客户的中试线加速投产，纤维需求激增。“十五五”期间，相关材料有望放量，市场空间广阔；

**控股融科智控，进军液冷市场：**5 月 13 日，火炬电子与融科智控签署股权收购协议，标志着火炬电子正式切入新能源热管理赛道，并将通过产业链纵向协同及技术跨界，实现生态矩阵构建，未来将有望同步拓展数据中心、工业设备及特种装备等应用场景；

**投资建议：**公司作为元器件、新材料双轮驱动的企业，2025 年上半年实现了业绩的快速增长，主要系元器件订单的恢复以及新材料下游需求的增长，我们判断随着“十五五”期间装备智能化以及耐温能力的要求提升，公司业绩有望保持高速增长。我们判断公司 2025-2027 年实现营业收入 35.91 亿元、45.69 亿元、59.40 亿元，同比增速 28.16%、27.24%、30.01%，实现归母净利润 5.28 亿元、6.61 亿元、8.47 亿元，同比增长 171.34%、25.16%、28.17%，对应 PE 36X、29X、23X，维持“买入”评级。

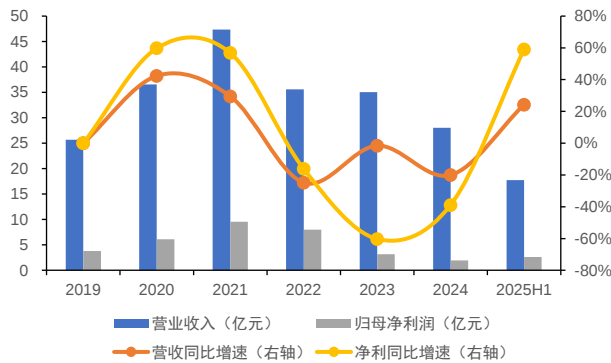
**风险提示：**下游需求不及预期、新领域应用不及预期、毛利率大幅波动等

### 盈利预测

| 指标         | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 3,504   | 2,802   | 3,591   | 4,569  | 5,940  |
| 增速（%）      | -1.55%  | -20.04% | 28.16%  | 27.24% | 30.01% |
| 归母净利润（百万元） | 318     | 195     | 528     | 661    | 847    |
| 增速（%）      | -60.27% | -38.90% | 171.34% | 25.16% | 28.17% |
| 每股收益（元）    | 0.67    | 0.41    | 1.11    | 1.39   | 1.78   |
| 市盈率（倍）     | 60.32   | 98.72   | 36.38   | 29.07  | 22.68  |

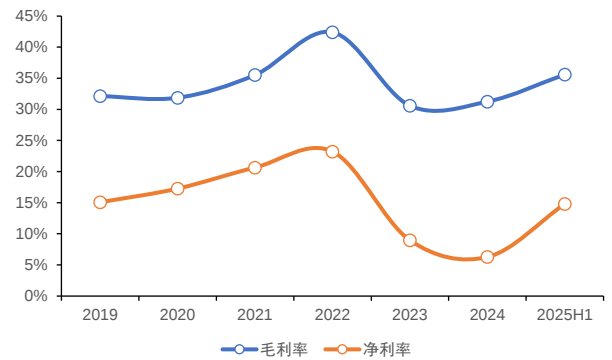
资料来源：iFind，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



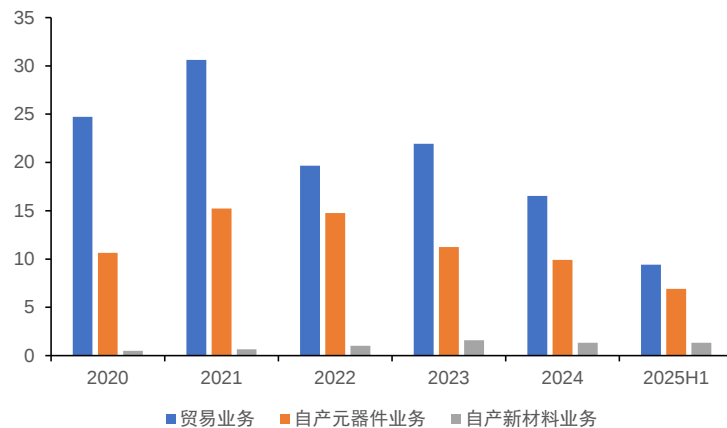
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分业务收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分季度数据

|              | 2025Q2 | 2025Q1 | 2024Q4 | 2024Q3 | 2024Q2 | 2024Q1 | 2023Q4 | 2023Q3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 1010   | 762    | 650    | 725    | 775    | 652    | 790    | 1136   |
| 营业成本(百万元)    | 641    | 500    | 473    | 496    | 517    | 439    | 575    | 900    |
| 销售费用率        | 4.3%   | 4.2%   | 8.6%   | 6.1%   | 4.8%   | 5.3%   | 8.2%   | 3.6%   |
| 管理费用率        | 8.6%   | 8.4%   | 15.8%  | 9.9%   | 9.8%   | 9.3%   | 11.0%  | 6.4%   |
| 财务费用率        | 0.4%   | 0.8%   | 1.8%   | 0.4%   | 0.8%   | 0.8%   | 1.7%   | 0.8%   |
| 研发费用率        | 2.7%   | 2.9%   | 5.7%   | 3.3%   | 3.3%   | 3.8%   | 6.4%   | 3.2%   |
| 资产减值损失(百万元)  | -2.70  | 12.53  | 29.55  | 12.09  | 3.09   | 13.37  | 1.13   | 27.51  |
| 利润总额(百万元)    | 195    | 125    | -42    | 68     | 103    | 81     | 24     | 30     |
| 所得税费用(百万元)   | 36     | 22     | -3     | 12     | 15     | 11     | -2     | 2      |
| 归母净利润(百万元)   | 155    | 107    | -31    | 62     | 90     | 74     | 26     | 38     |
| 扣非归母净利润(百万元) | 151    | 101    | -43    | 57     | 86     | 69     | 30     | 36     |
| EPS(元)       | 0.33   | 0.23   | -0.07  | 0.13   | 0.20   | 0.16   | 0.06   | 0.08   |
| 毛利率          | 36.5%  | 34.4%  | 27.2%  | 31.5%  | 33.3%  | 32.6%  | 27.1%  | 20.8%  |
| 期间费用率        | 16.0%  | 16.3%  | 31.9%  | 19.7%  | 18.8%  | 19.3%  | 27.2%  | 14.0%  |
| 所得税率         | 18.3%  | 17.8%  | 7.1%   | 18.2%  | 14.1%  | 14.0%  | -7.6%  | 8.4%   |
| 净利润率         | 15.3%  | 14.0%  | -4.8%  | 8.5%   | 11.6%  | 11.4%  | 3.3%   | 3.4%   |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图5 财务报表预测及比率分析（百万元）**

| 资产负债表            |                |                |                |                |                |                 | 利润表         |         |         |         |         |         |         |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度             | 2022           | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E           | 会计年度        | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 货币资金             | 819.17         | 998.87         | 969.85         | 359.05         | 456.87         | 593.97          | 营业收入        | 3558.72 | 3503.59 | 2801.50 | 3590.54 | 4568.73 | 5939.70 |
| 应收票据及账款          | 2416.39        | 2127.60        | 1895.36        | 2390.42        | 3004.10        | 3824.19         | 营业成本        | 2050.25 | 2432.11 | 1926.60 | 2403.63 | 3032.97 | 3937.47 |
| 预付账款             | 20.38          | 24.98          | 15.96          | 24.59          | 30.67          | 39.06           | 税金及附加       | 27.82   | 24.52   | 25.11   | 25.13   | 31.98   | 41.58   |
| 其他应收款            | 94.00          | 99.18          | 112.80         | 98.37          | 122.67         | 156.22          | 销售费用        | 162.77  | 178.73  | 171.47  | 179.53  | 219.30  | 279.17  |
| 存货               | 1238.18        | 1305.76        | 1309.57        | 1646.32        | 2035.83        | 2481.15         | 管理费用        | 220.01  | 275.04  | 311.19  | 254.93  | 315.24  | 406.87  |
| 其他流动资产           | 126.75         | 178.99         | 162.34         | 121.54         | 157.53         | 203.79          | 研发费用        | 106.96  | 144.88  | 112.15  | 140.03  | 171.33  | 219.77  |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>4714.86</b> | <b>4735.38</b> | <b>4465.87</b> | <b>4640.30</b> | <b>5807.67</b> | <b>7298.38</b>  | 财务费用        | 33.20   | 37.20   | 26.57   | 39.84   | 64.82   | 104.36  |
| 长期股权投资           | 17.14          | 23.15          | 16.35          | 36.35          | 56.35          | 76.35           | 资产减值损失      | -14.15  | -64.56  | -58.09  | -35.91  | -54.82  | -89.10  |
| 固定资产             | 2070.30        | 2064.63        | 2429.65        | 2367.06        | 2604.37        | 2852.28         | 信用减值损失      | -12.05  | -18.16  | -7.85   | -10.77  | -18.27  | -17.82  |
| 在建工程             | 214.66         | 343.44         | 82.51          | 224.50         | 391.50         | 291.50          | 其他经营损益      | -0.00   | -0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 无形资产             | 185.77         | 266.22         | 242.70         | 243.92         | 278.47         | 296.35          | 投资收益        | -0.47   | -4.29   | 3.96    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期待摊费用           | 22.61          | 43.01          | 58.86          | 29.43          | 0.00           | 0.00            | 公允价值变动损益    | 0.00    | 0.66    | -0.63   | 0.60    | 0.60    | 0.60    |
| 其他非流动资产          | 316.27         | 443.84         | 411.53         | 494.59         | 538.22         | 574.21          | 资产处置收益      | 0.00    | 0.87    | 0.32    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2826.74</b> | <b>3184.30</b> | <b>3241.60</b> | <b>3395.85</b> | <b>3868.91</b> | <b>4090.70</b>  | 其他收益        | 44.14   | 38.80   | 47.51   | 49.00   | 30.00   | 44.00   |
| <b>资产总计</b>      | <b>7541.61</b> | <b>7919.67</b> | <b>7707.48</b> | <b>8036.15</b> | <b>9676.58</b> | <b>11389.08</b> | 营业利润        | 975.17  | 364.44  | 213.64  | 550.37  | 690.59  | 888.17  |
| 短期借款             | 563.36         | 563.42         | 286.01         | 367.84         | 1495.56        | 2523.21         | 营业外收入       | 0.45    | 0.07    | 1.61    | 15.05   | 15.10   | 15.08   |
| 应付票据及账款          | 363.33         | 490.01         | 459.97         | 559.75         | 658.94         | 865.17          | 营业外支出       | 2.38    | 6.34    | 4.62    | 6.00    | 5.50    | 5.80    |
| 其他流动负债           | 202.78         | 194.94         | 251.83         | 212.62         | 250.06         | 298.34          | 其他非经营损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1129.47</b> | <b>1248.37</b> | <b>997.81</b>  | <b>1140.22</b> | <b>2404.56</b> | <b>3686.72</b>  | 利润总额        | 973.24  | 358.17  | 210.63  | 559.42  | 700.19  | 897.45  |
| 长期借款             | 739.88         | 830.32         | 801.52         | 666.02         | 588.07         | 435.92          | 所得税         | 147.54  | 44.70   | 35.38   | 83.91   | 105.03  | 134.62  |
| 其他非流动负债          | 206.87         | 172.61         | 190.97         | 155.00         | 146.00         | 135.00          | 净利润         | 825.69  | 313.47  | 175.24  | 475.51  | 595.16  | 762.83  |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>946.75</b>  | <b>1002.93</b> | <b>992.50</b>  | <b>821.02</b>  | <b>734.07</b>  | <b>570.92</b>   | 少数股东损益      | 24.24   | -4.91   | -19.28  | -52.31  | -65.47  | -83.91  |
| <b>负债合计</b>      | <b>2076.22</b> | <b>2251.31</b> | <b>1990.31</b> | <b>1961.23</b> | <b>3138.63</b> | <b>4257.64</b>  | 归属母公司股东净永   | 801.45  | 318.38  | 194.52  | 527.82  | 660.63  | 846.74  |
| 股本               | 459.86         | 458.90         | 458.34         | 457.78         | 457.78         | 457.78          | EBITDA      | 1164.54 | 596.53  | 462.93  | 927.29  | 1166.45 | 1453.53 |
| 资本公积             | 1305.37        | 1298.46        | 1263.09        | 1251.45        | 1251.45        | 1251.45         | NOPLAT      | 855.80  | 350.78  | 200.66  | 501.17  | 641.59  | 843.14  |
| 留存收益             | 3516.06        | 3658.37        | 3764.70        | 4186.95        | 4715.45        | 5392.85         | EPS(元)      | 1.69    | 0.67    | 0.41    | 1.11    | 1.39    | 1.78    |
| 归属母公司权益          | 5281.29        | 5415.73        | 5486.13        | 5896.19        | 6424.69        | 7102.09         |             |         |         |         |         |         |         |
| 少数股东权益           | 184.09         | 252.64         | 231.04         | 178.73         | 113.26         | 29.35           |             |         |         |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>5465.38</b> | <b>5668.37</b> | <b>5717.17</b> | <b>6074.92</b> | <b>6537.95</b> | <b>7131.44</b>  |             |         |         |         |         |         |         |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>7541.61</b> | <b>7919.67</b> | <b>7707.48</b> | <b>8036.15</b> | <b>9676.58</b> | <b>11389.08</b> |             |         |         |         |         |         |         |
| 现金流量表            |                |                |                |                |                |                 | 主要财务比率      |         |         |         |         |         |         |
| 会计年度             | 2022           | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E           | 会计年度        | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 税后经营利润           | 825.69         | 313.47         | 175.24         | 425.66         | 560.99         | 717.04          | <b>成长能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 折旧与摊销            | 158.10         | 201.16         | 225.74         | 328.03         | 401.44         | 451.72          | 营收增长率       | -24.83% | -1.55%  | -20.04% | 28.16%  | 27.24%  | 30.01%  |
| 财务费用             | 33.20          | 37.20          | 26.57          | 39.84          | 64.82          | 104.36          | 营业利润增长率     | -18.16% | -62.63% | -41.38% | 157.62% | 25.48%  | 28.61%  |
| 投资损失             | 0.47           | 4.29           | -3.96          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | EBIT增长率     | -16.23% | -60.72% | -40.01% | 152.65% | 27.66%  | 30.95%  |
| 营运资金变动           | -143.52        | 245.05         | 173.54         | -651.73        | -943.92        | -1103.11        | EBITDA增长率   | -12.03% | -48.78% | -22.40% | 100.31% | 25.79%  | 24.61%  |
| 其他经营现金流          | 41.66          | 55.26          | 47.88          | 43.05          | 24.60          | 38.28           | 归母净利润增长率    | -16.15% | -60.27% | -38.90% | 171.34% | 25.16%  | 28.17%  |
| <b>经营性现金净流量</b>  | <b>915.60</b>  | <b>856.44</b>  | <b>645.01</b>  | <b>184.84</b>  | <b>107.93</b>  | <b>208.28</b>   | 经营现金流增长率    | 56.32%  | -6.46%  | -24.69% | -71.34% | -41.61% | 92.97%  |
| 资本支出             | 544.35         | 389.37         | 315.20         | 485.97         | 859.00         | 661.00          | <b>盈利能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 长期投资             | -45.94         | -255.09        | 127.62         | -5.00          | -5.00          | -5.00           | 毛利率         | 42.39%  | 30.58%  | 31.23%  | 33.06%  | 33.61%  | 33.71%  |
| 其他投资现金流          | -218.45        | 70.45          | -113.51        | -93.39         | 1.07           | -6.98           | 净利率         | 23.20%  | 8.95%   | 6.26%   | 13.24%  | 13.03%  | 12.84%  |
| <b>投资性现金净流量</b>  | <b>-808.74</b> | <b>-574.01</b> | <b>-301.10</b> | <b>-584.36</b> | <b>-862.93</b> | <b>-672.98</b>  | 营业利润率       | 27.40%  | 10.40%  | 7.63%   | 15.33%  | 15.12%  | 14.95%  |
| 短期借款             | -236.55        | 0.06           | -277.41        | 81.84          | 1127.71        | 1027.65         | ROE         | 15.18%  | 5.88%   | 3.55%   | 8.95%   | 10.28%  | 11.92%  |
| 长期借款             | 243.06         | 90.44          | -28.80         | -135.51        | -77.95         | -152.15         | ROA         | 10.63%  | 4.02%   | 2.52%   | 6.57%   | 6.83%   | 7.43%   |
| 普通股增加            | 0.00           | -0.96          | -0.56          | -0.56          | 0.00           | 0.00            | ROIC        | 15.28%  | 5.65%   | 3.25%   | 8.36%   | 9.27%   | 9.99%   |
| 资本公积增加           | 14.67          | -6.91          | -35.37         | -11.64         | 0.00           | 0.00            | <b>估值倍数</b> |         |         |         |         |         |         |
| 其他筹资现金流          | -251.39        | -205.93        | -68.49         | -145.41        | -196.95        | -273.71         | P/E         | 23.96   | 60.32   | 98.72   | 36.38   | 29.07   | 22.68   |
| <b>筹资性现金净流量</b>  | <b>-230.20</b> | <b>-123.30</b> | <b>-410.63</b> | <b>-211.27</b> | <b>852.82</b>  | <b>601.80</b>   | P/S         | 5.40    | 5.48    | 6.85    | 5.35    | 4.20    | 3.23    |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>-113.75</b> | <b>164.72</b>  | <b>-65.34</b>  | <b>-610.80</b> | <b>97.82</b>   | <b>137.10</b>   | P/B         | 3.68    | 3.59    | 3.54    | 3.29    | 3.02    | 2.73    |
|                  |                |                |                |                |                |                 | 股息率         | 0.83%   | 0.36%   | 0.31%   | 0.55%   | 0.69%   | 0.88%   |
|                  |                |                |                |                |                |                 | EV/EBIT     | 19.63   | 32.63   | 61.08   | 33.75   | 27.74   | 21.98   |
|                  |                |                |                |                |                |                 | EV/EBITDA   | 16.96   | 21.63   | 31.30   | 21.81   | 18.19   | 15.15   |
|                  |                |                |                |                |                |                 | EV/NOPLAT   | 23.08   | 36.78   | 72.20   | 40.36   | 33.08   | 26.12   |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中国航空工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637