

中航电测

300114

审慎增持 (维持)

航空业务持续向好，新兴市场快速崛起

2022年04月02日

市场数据

市场数据日期	2022-04-01
收盘价(元)	12.95
总股本(百万股)	590.76
流通股本(百万股)	590.76
总市值(百万元)	7,650.35
流通市值(百万元)	7,650.35
净资产(百万元)	2,127.12
总资产(百万元)	3,299.18
每股净资产(元/股)	3.60

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航电测 2021 中报点评: 军民共进增速换挡, 回购股份再度激励》2021-08-27

《中航电测 2020 年报点评: 航空军品快速增长, 暂定价递延业绩释放》2021-03-17

《中航电测 2020 年中报点评: 营收稳健增长, 归母净利润获更大增幅》2020-09-13

《中航电测 2019 年报点评: 航空军品持续放量, 新型测控器快速增长》2020-04-01

分析师:

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1943	2291	2817	3469
同比增长	10.4%	17.9%	22.9%	23.2%
归母净利润(百万元)	307	436	547	644
同比增长	17.0%	41.9%	25.7%	17.6%
毛利率	37.3%	39.5%	41.1%	42.2%
净利率	15.8%	19.0%	19.4%	18.6%
净资产收益率	14.4%	16.9%	17.6%	17.2%
每股收益(元)	0.52	0.74	0.93	1.09
每股经营现金流(元)	-0.03	0.66	0.52	0.67

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 2021 年年报:** 实现营收 19.43 亿元, 同比增长 10.39%; 实现归母净利润 3.07 亿元, 同比增长 16.95%; 扣非后归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 13.81%。基本每股收益 0.52 元/股, 同比增长 15.56%; 加权平均净资产收益率 15.31%, 同比增加 0.24pct。
- **航空军品、传感控制业务持续向好, 智能交通业务营收同比下降。** 2021 年, 公司传感控制业务实现营收 10.34 亿元, 同比增长 31.22%; 占总营收比 53.25%, 营收占比同比增长 8.45pct; 毛利率 35.07%, 同比下降 1.33pct。航空军品业务实现营收 4.98 亿元, 同比增长 24.22%; 占总营收比 25.61%, 营收占比同比增长 2.85pct; 毛利率 36.07%, 同比增长 1.62pct。智能交通业务实现营收 3.59 亿元, 同比下降 31.74%; 占总营收比 18.45%, 营收占比同比下降 11.39pct; 毛利率 45.10%, 同比下降 0.57pct, 主要系乘用车检测行业政策影响整体需求下滑所致。
- **航空军品库存量同比大幅增长。** 2021 年, 公司航空军品销售量较上年同期增长 40.03%, 生产量较上年同期增长 47.67%, 库存量较上年同期增长 105.85%, 主要原因是子公司汉中一零一和母公司军品生产任务增长较快, 积极制定保障备件投产计划, 积极备货, 导致库存量大幅增长。
- **行业政策影响石家庄华燕业绩释放, 其余参控股公司均实现不同程度增长。** 2021 年, 子公司石家庄华燕实现营收 3.91 亿元, 同比下降 29.35%; 净利润 4118 万元, 同比下降 52.09%, 主要原因是石家庄华燕本期受机动车检测相关政策影响, 机动车检测频次、检测数量下降, 导致本期机动车检测业务收入与利润降幅较大。上海耀华实现营收 2.67 亿元, 同比增长 0.59%; 净利润 1723 万元, 同比增长 0.65%。西安中航电测实现营收 1.25 亿元, 同比增长 106.53%; 净利润 372 万元, 同比增长 268.24%。汉中一零一测实现营收 3.30 亿元, 同比增长 27.20%; 净利润 5247 万元, 同比增长 43.0%。陕西华燕实现营收 7.75 亿元, 同比增长 10.68%; 净利润 5839 万元, 同比增长 9.53%。
- **关联交易持续增加。** 2021 年公司向航空工业或其控股的下属单位销售商品、提供劳务的关联交易预计金额为 5 亿元, 较 2020 年预计额同比增长 25%; 实际发生 4.11 亿元, 较 2021 年发生额同比增长 55.51%; 完成度为 82.23%。2022 年预计金额为 6 亿元, 较 2021 年预计额同比增长 20%, 较 2021 年发生额同比增长 45.94%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 4.36/5.47/6.44 亿元, EPS 为 0.74/0.93/1.09 元/股, 对应 PE 为 17.6/14/11.9 倍 (2022.4.1), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 新兴领域拓展不及预期; 军品研制和采购进度不及预期。



事件

- 公司发布 2021 年年报：实现营收 19.43 亿元，同比增长 10.39%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 16.95%；扣非后归母净利润 2.89 亿元，同比增长 13.81%。基本每股收益 0.52 元/股，同比增长 15.56%；加权平均净资产收益率 15.31%，同比增加 0.24pct。
- 2021 年利润分配方案：以 5.86 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），派发现金红利 2930 万元。

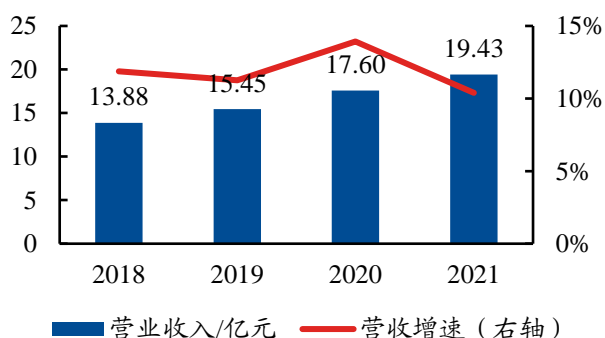
点评

● 营收业绩增速稳健

据公司公告，2021 年，公司立足自身综合竞争优势，坚决落实航空军品各项科研生产任务，继续拓宽产品在消费电子、智慧物流等新兴市场领域的推广与应用，航空军品及传感控制业务实现快速增长，经营业绩持续健康发展。公司实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 10.39%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 16.95%；扣非后归母净利润 2.89 亿元，同比增长 13.81%。

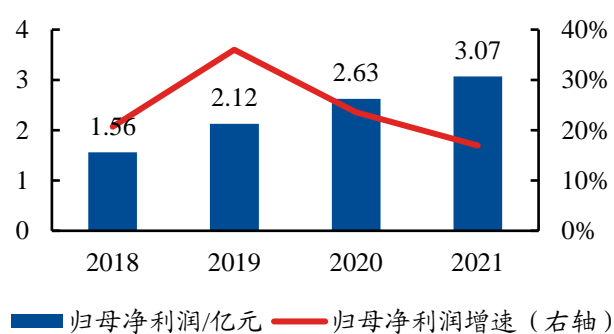
分季度看，公司 2021 年四个季度分别实现营收 4.16 亿元（同比+28.69%，下同）、6.19 亿元（+24.13%）、5.10 亿元（+0.43%）、3.98 亿元（-7.53%）；公司 2021 年四个季度分别实现归母净利润 0.40 亿元（+19.45%）、1.47 亿元（+34.86%）、0.80 亿元（+2.21%）、0.40 亿元（-4.61%）。

图 1、2018-2021 年营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2021 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

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	34.32	3.21	20.79%	0.31	14.42%
	Q2	39.72	4.60	29.75%	0.94	44.14%
	Q3	40.76	3.77	24.37%	0.62	29.06%
	Q4	38.27	3.87	25.08%	0.26	12.38%
2020	Q1	37.14	3.23	18.37%	0.34	12.86%
	Q2	42.62	4.99	28.33%	1.09	41.66%
	Q3	39.04	5.07	28.84%	0.78	29.65%
	Q4	35.61	4.31	24.46%	0.42	15.82%
2021	Q1	36.66	4.16	21.42%	0.40	13.14%
	Q2	38.80	6.19	31.86%	1.47	48.04%
	Q3	36.69	5.10	26.24%	0.80	25.91%
	Q4	36.55	3.98	20.49%	0.40	12.91%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 航空军品、传感控制业务持续向好，智能交通业务营收同比下降

公司目前业务和产品主要涉及飞机测控产品、电阻应变计、应变式传感器、称重仪表和软件、机动车检测系统、驾驶员智能化培训及考试系统、智慧物流分拣系统、电磁阀人造宝石及其制品等多个方向及领域，按照业务属性划分为航空军品、传感控制、智能交通等业务板块。

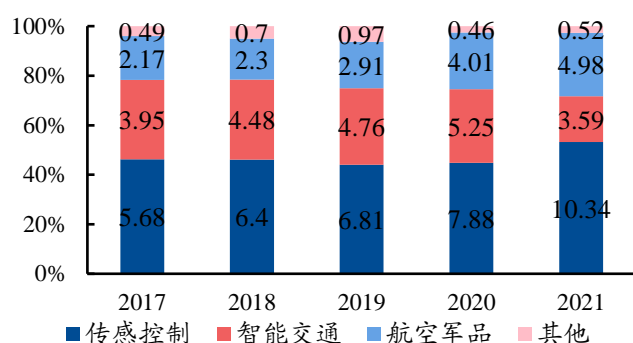
2021 年，公司传感控制业务实现营收 10.34 亿元，同比增长 31.22%；占总营收比 53.25%，营收占比同比增长 8.45pct；毛利率 35.07%，同比下降 1.33pct。航空军品业务实现营收 4.98 亿元，同比增长 24.22%；占总营收比 25.61%，营收占比同比增长 2.85pct；毛利率 36.07%，同比增长 1.62pct。智能交通业务实现营收 3.59 亿元，同比下降 31.74%；占总营收比 18.45%，营收占比同比下降 11.39pct；毛利率 45.10%，同比下降 0.57pct，主要系乘用车检测行业政策影响整体需求下滑所致。

在军品市场，公司认真落实强军首责，高效、圆满完成建党百年庆典的飞行表演保障工作；推行军品全系列考核，均衡生产和产品交付大幅改善，年度科研生产任务目标全面实现。吊挂投放系统进入《航空应急救援任务系统发展蓝皮书》，为产业横向发展奠定基础；某型机小件空投锁项目实现吊挂投放系统专业从舱外拓展至舱内的跨越，持续巩固该专业作为国内的领先地位；配电专业重大项目 270V 大功率高压直流配电智能管理系统按节点完成结题，推动 SSPC 技术水平进一步

提升；机载传感器平台取得较大进展，接近开关、液位传感器在型号牵引下实现了新的技术突破。

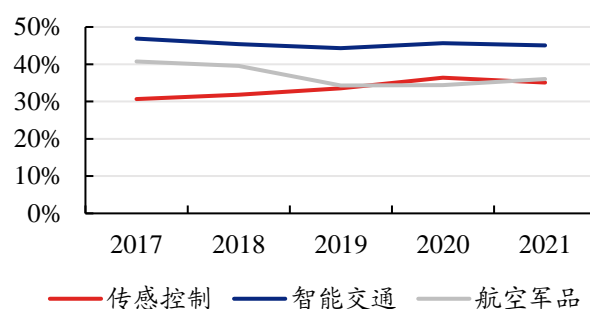
在民品市场，公司紧抓发展机遇，重点瞄准消费者业务、智慧物流、工业测控等新兴领域，实现了新兴业务快速发展，公司综合竞争优势进一步增强。其中消费电子业务继续保持较快增长，并在新的应用领域取得突破，为公司未来在消费电子领域的进一步发展奠定了基础；车联网环卫车载产品、智能仓储解决方案的市场规模实现较快增长，为传感控制业务向数智化方向发展奠定良好基础；智慧物流突破产品技术瓶颈，顺利实现以 7200 件/小时高通货量 DWS 系统为代表的系列年度科研攻关任务，进一步巩固公司在物流 DWS 领域的领导者形象与核心竞争优势；紧抓数字化转型契机，面向军民品企业的典型应用场景，为客户提供多应用场景的数字化运营管理解决方案。

图 3、2017-2021 年公司分产品营收(亿元)及占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017-2021 年公司分产品毛利率(%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 航空军品库存量同比大幅增长

2021 年，公司航空军品销售量较上年同期增长 40.03%，生产量较上年同期增长 47.67%，库存量较上年同期增长 105.85%，主要原因是子公司汉中一零一和母公司军品生产任务增长较快，积极制定保障备件投产计划，按期完成科研生产任务，导致销售量、生产量呈较高增幅，子公司汉中一零一为保障订单按期交付，积极备货，导致库存量大幅增长。

传感控制销售量较上年同期增长 77.24%，生产量较上年同期增长 45.41%，库存量较上年同期下降 64.51%，主要原因是公司紧盯物联网的智能化发展方向，持续拓宽传感控制类产品在消费电子、智慧物流、工业流程等新兴领域的推广应用，销售量与生产量保持较高增幅，由于产品及时交付，导致库存量进一步下降。

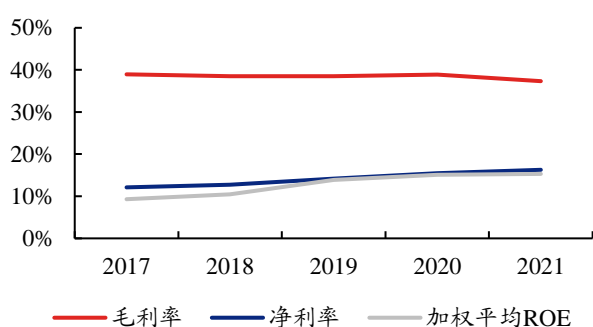
智能交通生产量较上年同期下降 31.11%，主要系子公司石家庄华燕交通科技有限公司受机动车车检政策周期延长的不利影响，合同订单量减少，进而影响产量与销量。

● 期间费用率下降

2021 年，公司整体毛利率为 37.33%，同比下降 1.54pct；净利率为 16.28%，同比增长 0.84pct；加权平均 ROE 为 15.31%，同比下降 0.24pct。

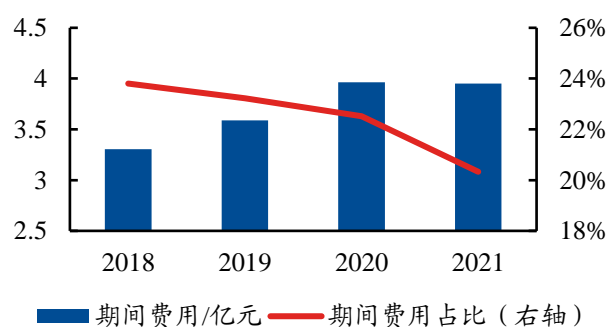
2021 年，公司期间费用总额 3.95 亿元，同比下降 0.35%，期间费用占营收比重 20.33%，营收占比同比下降 2.19pct。其中，销售费用 1.05 亿元，同比下降 28.83%，占营业收入的 5.40%，营收占比同比下降 2.97pct，主要系子公司石家庄华燕本年的广告宣传推广费下降所致；管理费用 1.81 亿元，同比增长 9.82%，占营业收入的 9.32%，营收占比同比下降 0.05pct；财务费用-660.40 万元，去年同期为-1211.04 万元，同比增长 550.64 万元，主要系定期存款利息收入较去年下降以及受汇率波动影响汇兑损失增加所致；研发费用 1.16 亿元，同比增长 20.12%，占营业收入的 5.95%，营收占比同比增长 0.48pct，主要系加大研发投入力度，持续培养研发人才队伍及科研任务增加所致。截至 2021 年年末，公司共获得国家知识产权局授权的专利 279 件，其中 2021 年年内新增 67 件，另有 64 件已获受理。

图 5、2017-2021 年公司毛利率、净利率及加权 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、2018-2021 年公司期间费用及期间费用率



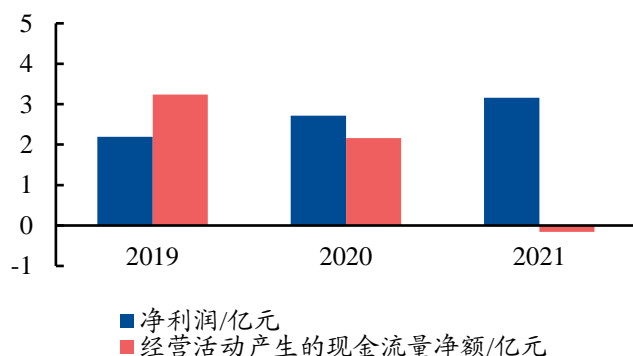
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 子公司业绩波动致经营活动产生的现金流下滑

2021 年，公司经营活动产生的现金流净额-0.15 亿元，去年同期为 2.16 亿元，同比下降 2.31 亿元，主要有两点原因，一方面系子公司石家庄华燕受机动车车检政策周期延长的不利影响，合同订单量减少，销售回款和预收款同比呈现一定幅度下降；另一方面系子公司汉中一零一航空电子设备有限公司受主机交付进度及军

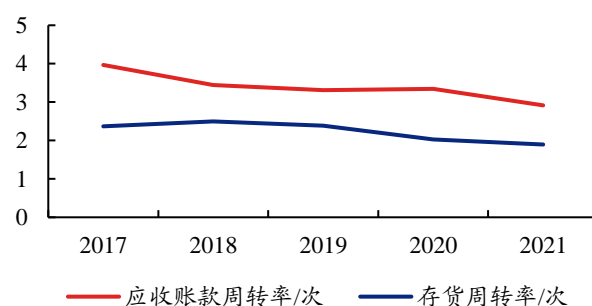
方结算周期较长影响，现金回款减少；投资活动现金流量净额-2.27 亿元，去年同期为-1.66 亿元，同比下降 0.61 亿元，主要系母公司以及子公司增加园区建设投资以及固定资产购买量，投资支付的现金增加所致；筹资活动现金流量净额-0.37 亿元，去年同期为 0.17 亿元，同比下降 0.54 亿元，主要系支付股份回购款所致。

图 7、2019-2021 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（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、2017-2021 应收账款及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

报告期内，公司应收项目合计 9.94 亿元，同比增长 47.23%，其中应收账款 7.57 亿元，同比增长 31.30%；应收账款周转率 2.91 次，同比下降 0.43 次。存货 6.92 亿元，同比增长 16.56%；存货周转率 1.89 次，同比下降 0.13 次。

● 行业政策影响石家庄华燕业绩释放，其余参控股公司均实现不同程度增长

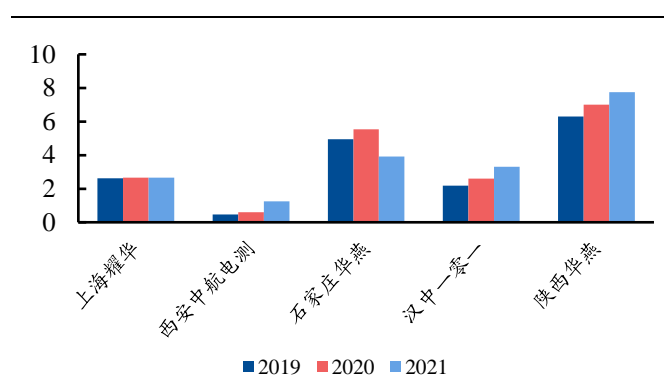
2021 年，子公司石家庄华燕实现营收 3.91 亿元，同比下降 29.35%；净利润 4118 万元，同比下降 52.09%，主要原因是石家庄华燕本期受机动车检测相关政策影响，机动车检测频次、检测数量下降，导致本期机动车检测业务收入与利润降幅较大。上海耀华实现营收 2.67 亿元，同比增长 0.59%；净利润 1723 万元，同比增长 0.65%。西安中航电测实现营收 1.25 亿元，同比增长 106.53%；净利润 372 万元，同比增长 268.24%，主要是由于承接了母公司部分销售业务，以及上年同期净利润基数较小所致。汉中一零一测实现营收 3.30 亿元，同比增长 27.20%；净利润 5247 万元，同比增长 43.0%，主要系紧抓军工行业发展机遇，在相关机型配套增加所致。参股公司陕西华燕实现营收 7.75 亿元，同比增长 10.68%；净利润 5839 万元，同比增长 9.53%。

表 2、2021 年主要子公司和参股公司营收、净利润及同比增速

公司名称	控股比例	营收	净利润	营收同比	净利润同比
		(亿元)	(万元)	(%)	(%)
上海耀华	45%	2.67	1723	0.59%	0.65%
西安中航电测	100%	1.25	372	106.53%	268.24%
石家庄华燕	100%	3.91	4148	-29.35%	-52.09%
汉中的一零一	100%	3.30	5247	27.20%	43.00%
陕西华燕	20%	7.75	5839	10.68%	9.53%

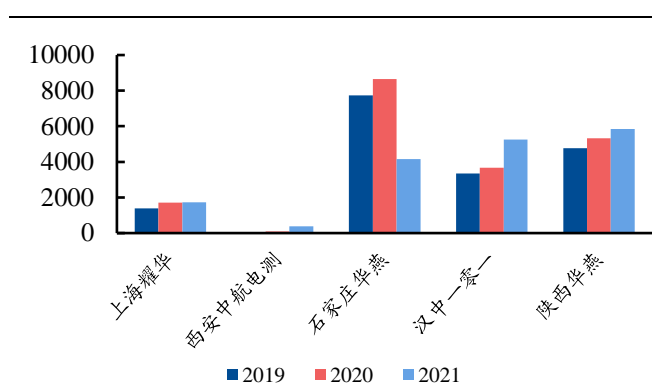
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019-2021 年主要子公司及参股公司营收 (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 10、2019-2021 年主要子公司及参股公司净利润 (万元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 关联交易持续增加

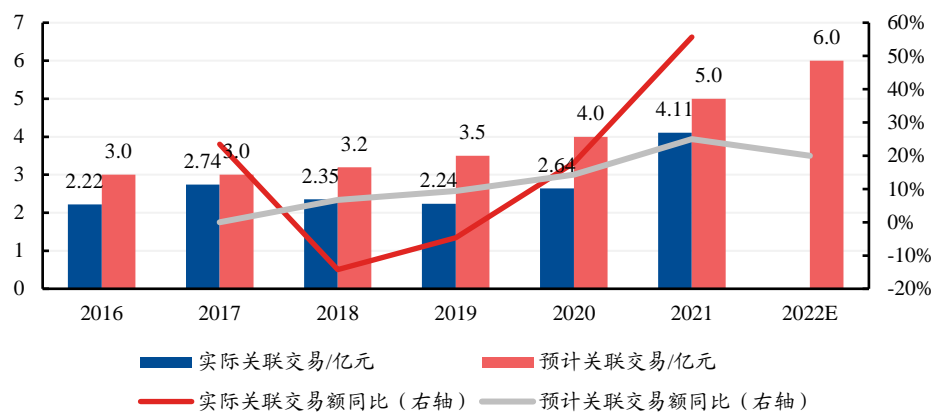
2021 年公司向航空工业或其控股的下属单位销售商品、提供劳务的关联交易预计金额为 5 亿元，较 2020 年预计额同比增长 25%；实际发生 4.11 亿元，较 2021 年发生额同比增长 55.51%；完成度为 82.23%。2022 年预计金额为 6 亿元，较 2021 年预计额同比增长 20%，较 2021 年发生额同比增长 45.94%。

表 3、2020-2022 年公司关联交易情况

关联交易方	关联交易类型	2022	2021		2020			
		预计金额 (万元)	关联交易金额 (万元)	预计金额 (万元)	完成度	关联交易金额 (万元)	预计金额 (万元)	完成度
航空工业或其控股的下属单位	销售商品、提供劳务	60,000	41,113.65	50,000	82.23%	26,437.95	40,000	66.09%
	采购商品、接受劳务	20,000	10,709.95	15,000	71.40%	9,421.85	10,000	94.22%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2016-2022 年关联交易发生额、预计额及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 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 4.36/5.47/6.44 亿元，EPS 为 0.74/0.93/1.09 元/股，对应 PE 为 17.6/14/11.9 倍（2022.4.1），维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

新兴领域拓展不及预期；军品研制和采购进度不及预期。

表 4、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	20-4Q	21-1Q	21-2Q	21-3Q	21-4Q	QOQ	2020A	2021A	YOY
营业收入	431	416	619	510	398	-7.5%	1760	1943	10.4%
营业成本	277	264	379	323	253	-8.9%	1076	1218	13.2%
毛利	153	153	240	187	146	-5.1%	684	725	6.0%
销售费用	51	30	25	27	23	-54.4%	147	105	-28.8%
管理费用	55	49	35	41	57	3.0%	165	181	9.8%
财务费用	-3	-2	-3	-1	-1	-	-12	-7	-
研发费用	18	25	24	29	37	107.8%	96	116	20.1%
资产减值	2	0	0	0	-2	-214.5%	2	-2	-214.5%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	7	4	10	6	1	-80.6%	21	21	0.5%
营业利润	48	48	169	93	39	-19.1%	308	349	13.3%
利润总额	47	48	170	93	39	-18.5%	308	350	13.7%
归母净利润	42	40	147	80	40	-4.6%	263	307	17.0%
EPS	0.070	0.068	0.250	0.135	0.067	-4.6%	0.444	0.520	17.0%
销售费用率	11.8%	7.2%	4.0%	5.3%	5.8%	-6.0%	8.4%	5.4%	-3.0%
管理费用率	12.8%	11.7%	5.6%	8.1%	14.2%	1.5%	9.4%	9.3%	0.0%
财务费用率	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	0.6%	-0.7%	-0.3%	0.3%
研发费用率	4.2%	5.9%	3.9%	5.7%	9.4%	5.2%	5.5%	5.9%	0.5%
所得税率	7.5%	14.3%	11.2%	11.7%	-8.7%	-16.2%	11.7%	9.6%	-2.1%
毛利率	35.6%	36.7%	38.8%	36.7%	36.6%	0.9%	38.9%	37.3%	-1.5%
净利率	9.6%	9.7%	23.8%	15.6%	10.0%	0.3%	14.9%	15.8%	0.9%

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		单位: 百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2161	2711	3413	4259	
货币资金	433	802	1069	1418	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	947	1030	1302	1589	
预付款项	25	31	36	44	
存货	692	786	942	1138	
其他	64	61	64	70	
非流动资产	1138	1133	1134	1128	
长期股权投资	178	178	178	178	
固定资产	478	519	513	483	
在建工程	162	81	40	20	
无形资产	188	238	281	327	
商誉	30	30	30	30	
长期待摊费用	3	2	2	1	
其他	99	85	90	88	
资产总计	3299	3844	4546	5387	
流动负债	1067	1137	1291	1473	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	652	739	886	1070	
其他	415	398	404	403	
非流动负债	32	38	45	52	
长期借款	10	15	23	29	
其他	22	23	23	23	
负债合计	1099	1175	1336	1524	
股本	591	591	591	591	
资本公积	96	96	96	96	
未分配利润	1175	1536	1971	2489	
少数股东权益	73	87	104	125	
股东权益合计	2200	2669	3211	3863	
负债及权益合计	3299	3844	4546	5387	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
归母净利润	307	436	547	644	
折旧和摊销	50	49	54	56	
资产减值准备	13	7	15	18	
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	1	1	2	11	
投资损失	-21	-21	-21	-21	
少数股东损益	9	14	17	20	
营运资金的变动	-393	-128	-293	-334	
经营活动产生现金流量	-15	391	309	398	
投资活动产生现金流量	-227	-42	-26	-31	
融资活动产生现金流量	-37	20	-17	-17	
现金净变动	-279	369	266	349	
现金的期初余额	711	433	802	1069	
现金的期末余额	431	802	1069	1418	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
营业收入	1943	2291	2817	3469	
营业成本	1218	1386	1660	2005	
税金及附加	16	19	23	28	
销售费用	105	121	149	187	
管理费用	181	213	262	326	
研发费用	116	133	153	183	
财务费用	-7	1	2	11	
其他收益	26	72	50	0	
投资收益	21	21	21	21	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
信用减值损失	-12	-11	-11	-11	
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	349	501	627	738	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	350	501	628	738	
所得税	33	51	63	75	
净利润	316	449	565	664	
少数股东损益	9	14	17	20	
归属母公司净利润	307	436	547	644	
BPS(元)	0.52	0.74	0.93	1.09	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
成长性					
营业收入增长率	10.4%	17.9%	22.9%	23.2%	
营业利润增长率	13.3%	43.4%	25.3%	17.7%	
归母净利润增长率	17.0%	41.9%	25.7%	17.6%	
盈利能力					
毛利率	37.3%	39.5%	41.1%	42.2%	
净利率	15.8%	19.0%	19.4%	18.6%	
ROE	14.4%	16.9%	17.6%	17.2%	
偿债能力					
资产负债率	33.3%	30.6%	29.4%	28.3%	
流动比率	2.03	2.38	2.64	2.89	
速动比率	1.37	1.68	1.91	2.11	
营运能力					
资产周转率	62.3%	64.2%	67.1%	69.8%	
应收账款周转率	274.6%	269.7%	279.0%	277.8%	
存货周转率	186.9%	185.2%	189.6%	190.3%	
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.74	0.93	1.09	
每股经营现金	-0.03	0.66	0.52	0.67	
每股净资产	3.60	4.37	5.26	6.33	
估值比率(倍)					
PE	24.9	17.6	14.0	11.9	
PB	3.6	3.0	2.5	2.0	

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注册为证券分析师，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发送、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