

增持 (维持)

中航光电 (002179)

业绩兑现超预期, 单季营收、利润再创历史新高

2023年05月03日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	54.93
总股本(百万股)	1,630.80
流通股本(百万股)	1,566.67
净资产(百万元)	18,767.67
总资产(百万元)	32,779.21
每股净资产(元)	11.51

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 年报点评: 营收稳增净利率持续提升, 关联交易金额保持高增长》

《中航光电 2022 三季报点评: 营收利润增长强劲, 汇兑损益增厚业绩》2022-10-31

《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

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

投资要点

- 公司发布 2023 年一季报: 营收 53.42 亿元, 同比增长 34.68%, 环比增长 57.85%; 归母净利润 9.93 亿元, 同比增长 34.71%, 环比增长 129.44%; 扣非后归母净利润 9.79 亿元, 同比增长 34.56%, 环比增长 148.94%; 基本每股收益 0.62 元/股, 同比增长 32.81%; 加权平均净资产收益率 5.48%, 同比增加 0.71pct。
- **利润率保持稳定, 销售及研发费用同比增长。**2023 年一季度, 公司整体毛利率 39.51%, 同比减少 0.28pct, 环比增加 4.42pct; 归母净利率为 18.59%, 同比持平, 环比增加 5.80pct; 加权平均净资产收益率 5.48%, 同比增加 0.71pct, 环比增加 2.96pct。期间费用 8.73 亿元, 同比增长 41.01%, 环比下降 1.70%; 期间费用率为 16.34%, 同比增加 0.73pct, 环比减少 9.90pct。其中销售费用 1.27 亿元, 同比增长 54.14%, 销售费用率 2.37%, 同比增加 0.30pct; 管理费用 3.50 亿元, 同比增长 47.30%, 管理费用率 6.55%, 同比增加 0.56pct; 研发费用 4.26 亿元, 同比增长 42.50%, 主要系随研发项目进程推进, 研发投入增加所致, 研发费用率 7.98%, 同比增加 0.44pct; 财务费用-2999.90 万元, 2022 年同期为 13.70 万元, 同比减少 3013.60 万元。公司税金及附加为 2465.51 万元, 同比增长 88.18%, 同比增加 1155.30 万元; 非经常性损益为 1441.84 万元, 同比增长 45.72%, 同比增加 452.39 万元。
- **经营活动产生的现金流量净额同比增加。**2023 年一季度, 公司经营活动产生的现金流净额为-4.43 亿元, 2022 年同期为-5.50 亿元, 同比增加 1.07 亿元; 投资活动产生的现金流净额为-5.10 亿元, 2022 年同期为-15.98 亿元, 同比增加 10.88 亿元; 筹资活动产生的现金流净额为 2.09 亿元, 2022 年同期为-0.31 亿元, 同比增加 2.40 亿元。
- **存货及合同负债较期初下降, 应交税费同比大幅增长。**截至 2023 年一季度末, 公司应收项目合计 123.93 亿元, 较 2023 年初增长 19.63%。其中应收账款为 78.60 亿元, 较期初增长 59.52%, 应收账款周转率为 0.84 次, 同比增加 0.07 次; 应收票据为 45.22 亿元, 较期初下降 16.45%; 存货为 47.58 亿元, 较期初下降 12.14%, 同比下降 5.12%; 存货周转率为 0.64 次, 同比增加 0.15 次。合同负债为 5.08 亿元, 较期初下降 43.13%, 同比下降 42.41%。应交税费为 9767.13 万元, 较期初下降 27.42%, 同比增长 101.13%, 同比增加 4911.05 万元。
- **发布第三期股权激励计划。**2022 年 12 月 25 日, 公司完成 A 股限制性股票激励计划(第三期)股份授予, 授予激励对象共 1465 名, 授予价格 32.37 元/股, 授予的限制性股票总量为 41,383,200 股, 占授予日公司总股本的比例为 2.60%。经测算, 实施本激励计划公司应确认的管理费用预计为 11.41 亿元, 对应 2022-2026 年预计摊销金额分别为 3499.21 万元、4.12 亿元、3.96 亿元、2.11 亿元和 0.87 亿元。合计第二期及第三期限限制性股票激励计划成本摊销为 1.33 亿元、4.55 亿元、3.98 亿元、2.11 亿元、0.87 亿元。2018-2022 年剔除股权激励成本摊销影响之后, 对应归母净利润同比增速分别为 15.33%、10.74%、48.60%、34.38%、31.58%。
- 我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 33.50/41.01/51.01 亿元, EPS 分别为 1.55/1.90/2.37 元/股, 对应 4 月 28 日收盘价 PE 为 26.7/21.8/17.6 倍, 维持“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。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15838	19798	24153	28501
同比增长	23.1%	25.0%	22.0%	18.0%
归母净利润(百万元)	2717	3350	4101	5101
同比增长	36.5%	23.3%	22.4%	24.4%
毛利率	36.5%	38.0%	38.8%	39.2%
ROE	15.6%	17.0%	18.1%	19.3%
每股收益(元)	1.72	1.55	1.90	2.37
市盈率	33.0	26.7	21.8	17.6

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

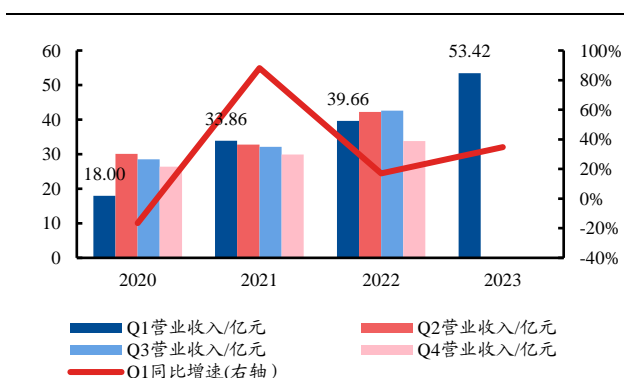
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 53.42 亿元, 同比增长 34.68%, 环比增长 57.85%; 归母净利润 9.93 亿元, 同比增长 34.71%, 环比增长 129.44%; 扣非后归母净利润 9.79 亿元, 同比增长 34.56%, 环比增长 148.94%; 基本每股收益 0.62 元/股, 同比增长 32.81%; 加权平均净资产收益率 5.48%, 同比增加 0.71pct。

点评

● 2023Q1 营收、利润再创历史新高

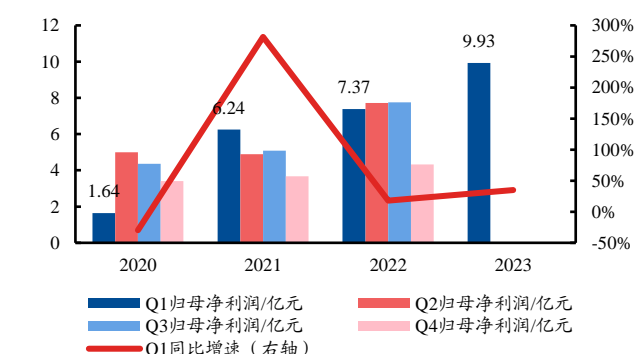
2023 年第一季度, 公司营收 53.42 亿元, 同比增长 34.68%; 归母净利润 9.93 亿元, 同比增长 34.71%; 扣非后归母净利润 9.79 亿元, 同比增长 34.56%。

图 1、2020-2023Q1 年分季度营收及 Q1 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

图 2、2020-2023Q1 年分季度归母净利润及 Q1 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

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	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 (%)
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	25.04%	7.37	27.14%
	Q2	35.45	42.25	26.67%	7.71	28.39%
	Q3	35.76	42.63	26.91%	7.75	28.54%
	Q4	35.09	33.84	21.37%	4.33	15.93%
2023	Q1	39.51	53.42	-	9.93	-

资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

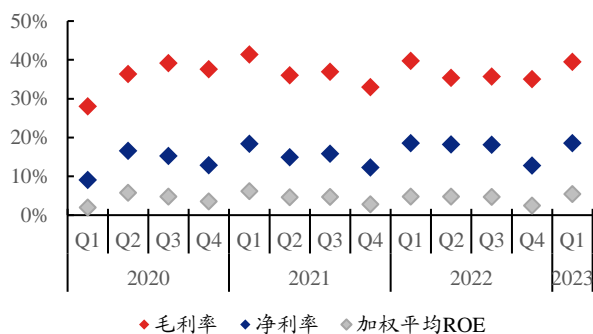
● 利润率保持稳定，销售及研发费用同比增长

2023 年一季度，公司整体毛利率 39.51%，同比减少 0.28pct，环比增加 4.42pct；归母净利率为 18.59%，同比持平，环比增加 5.80pct；加权平均净资产收益率 5.48%，同比增加 0.71pct，环比增加 2.96pct。

2023Q1 期间费用 8.73 亿元，同比增长 41.01%，环比下降 1.70%；期间费用率为 16.34%，同比增加 0.73pct，环比减少 9.90pct。其中销售费用 1.27 亿元，同比增长 54.14%，主要系业务费增长所致，销售费用率 2.37%，同比增加 0.30pct；管理费用 3.50 亿元，同比增长 47.30%，主要系限制性股票激励计划（第三期）摊销增加所致，管理费用率 6.55%，同比增加 0.56pct；研发费用 4.26 亿元，同比增长 42.50%，主要系随研发项目进程推进，研发投入增加所致，研发费用率 7.98%，同比增加 0.44pct；财务费用-2999.90 万元，2022 年同期为 13.70 万元，同比减少 3013.60 万元，主要系利息收入增加所致。

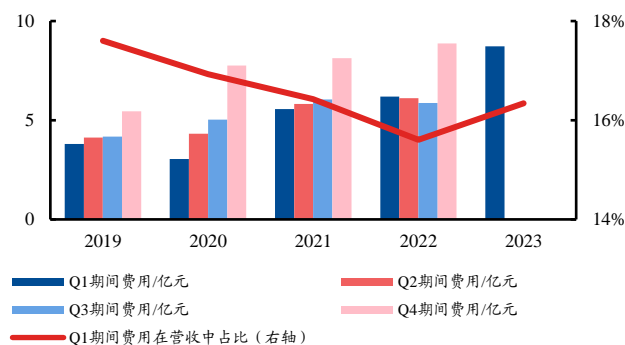
2023Q1 公司税金及附加为 2465.51 万元，同比增长 88.18%，同比增加 1155.30 万元，主要系营业收入增长导致城建税和教育费附加较去年同期快速增长所致；非经常性损益为 1441.84 万元，同比增长 45.72%，同比增加 452.39 万元。

图 3、2020-2023Q1 毛利率、净利率及加权平均 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、公司分季度期间费用及 Q1 期间费用占比

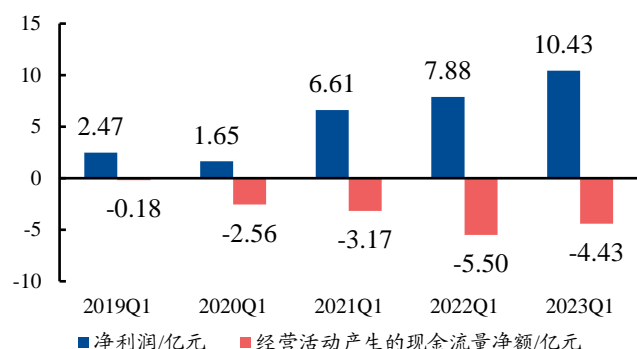


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流量净额同比增加

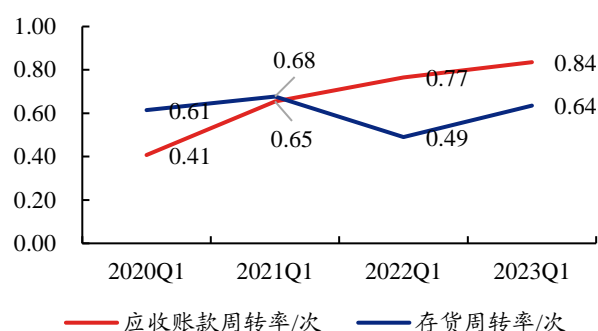
2023 年一季度，公司经营活动产生的现金流净额为-4.43 亿元，2022 年同期为-5.50 亿元，同比增加 1.07 亿元；投资活动产生的现金流净额为-5.10 亿元，2022 年同期为-15.98 亿元，同比增加 10.88 亿元；筹资活动产生的现金流净额为 2.09 亿元，2022 年同期为-0.31 亿元，同比增加 2.40 亿元。

图 5、2019Q1-2023Q1 净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020Q1-2023Q1 应收账款周转率及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 存货及合同负债较期初下降，应交税费同比大幅增长

截至 2023 年一季度末，公司应收项目合计 123.93 亿元，较 2023 年初增长 19.63%。其中应收账款为 78.60 亿元，较期初增长 59.52%，主要系报告期内营业收入增长所致，应收账款周转率为 0.84 次，同比增加 0.07 次；应收票据为 45.22 亿元，较期初下降 16.45%；存货为 47.58 亿元，较期初下降 12.14%，同比下降 5.12%；存货周转率为 0.64 次，同比增加 0.15 次。合同负债为 5.08 亿元，较期初下降 43.13%，同比下降 42.41%，主要系产品交付，预收款项减少所致。应交税费为 9767.13 万元，较期初下降 27.42%，同比增长 101.13%，同比增加 4911.05 万元。

● 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

	第一期限制性股票激励计划	第二期限制性股票激励计划	第三期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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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) 第一次解锁自授予日起 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) 第一次解锁自授予日起 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。

2022 年 12 月 25 日，公司完成 A 股限制性股票激励计划（第三期）股份授予，授予激励对象共 1465 名，授予价格 32.37 元/股，授予的限制性股票总量为 41,383,200 股，占授予日公司总股本的比例为 2.60%；公司以授予日为基准日确定限制性股

票的公允价值，授予限制性股票的单位激励成本=授予日公司股票收盘价-限制性股票授予价格。经测算，实施本激励计划公司应确认的管理费用预计为 11.41 亿元，对应 2022-2026 年预计摊销金额分别为 3499.21 万元、4.12 亿元、3.96 亿元、2.11 亿元和 0.87 亿元。合计第二期及第三期限限制性股票激励计划成本摊销为 1.33 亿元、4.55 亿元、3.98 亿元、2.11 亿元、0.87 亿元。

表 3、公司历次限制性股票激励计划拟摊销金额（万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
第一期	2387.726	2568.751	1352.392	617.707	28.5829	-	-	-	-	-
第二期	-	-	-	16,643.90	17,456.97	9,775.17	4,278.70	187.63	-	-
第三期	-	-	-	-	-	3,499.21	41,200.42	39,585.40	21,108.16	8,700.28
合计	2387.726	2568.751	1352.392	17261.609	17485.5499	13274.375	45479.124	39773.03	21108.16	8700.28

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2018-2022 年剔除股权激励成本摊销影响之后，对应归母净利润同比增速分别为 15.33%、10.74%、48.60%、34.38%、31.58%。

● 放弃控股子公司沈阳兴华股权转让优先购买权

公司控股子公司沈阳兴华航空电器有限责任公司另一方股东中国航空工业集团有限公司在北京产权交易所通过公开挂牌的方式转让其持有沈阳兴华的全部共 37.13% 股权（对应 4118.38 万元注册资本），股权价值 65,200 万元。截至本次股权转让项目公告期满，北京产权交易所征集到 1 家符合条件的意向受让方联合体，其成员分别为北京中航一期航空工业产业投资基金（有限合伙）、御风（北京）航空资产结构调整私募股权投资基金合伙企业（有限合伙），中航光电拟放弃对本次股权转让的优先购买权。

● 盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 33.50/41.01/51.01 亿元，EPS 分别为 1.55/1.90/2.37 元/股，对应 4 月 28 日收盘价 PE 为 26.7/21.8/17.6 倍，维持“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、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	3966	4225	4263	3384	5342	34.7%	12867	15838	23.1%
营业成本	2388	2727	2738	2197	3231	35.3%	8106	10050	24.0%
毛利	1578	1498	1524	1188	2111	33.7%	4761	5788	21.6%
销售费用	82	129	89	119	127	54.1%	366	419	14.6%
管理费用	238	166	233	274	350	47.3%	832	910	9.3%
财务费用	0	-120	-92	-10	-30	-21998.6%	53	-221	-521.5%
研发费用	299	436	358	505	426	42.5%	1306	1597	22.3%
资产减值	-62	-18	-6	-43	-42	-	-96	-129	-
公允价值	-1	11	-5	2	-5	-	5	7	47.7%
投资收益	30	17	23	15	37	21.5%	89	85	-4.6%
营业利润	885	896	908	331	1169	32.1%	2246	3021	34.5%
利润总额	892	908	928	326	1177	31.9%	2267	3054	34.7%
归母净利润	737	771	775	433	993	34.7%	1991	2717	36.5%
EPS	0.452	0.473	0.475	0.265	0.609	34.7%	1.221	1.666	36.5%
销售费用率	2.1%	3.1%	2.1%	3.5%	2.4%	0.3%	2.8%	2.6%	-0.2%
管理费用率	6.0%	3.9%	5.5%	8.1%	6.6%	0.6%	6.5%	5.7%	-0.7%
财务费用率	0.0%	-2.8%	-2.2%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	0.4%	-1.4%	-1.8%
研发费用率	7.5%	10.3%	8.4%	14.9%	8.0%	0.4%	10.2%	10.1%	-0.1%
所得税率	11.7%	9.0%	10.6%	-40.3%	11.4%	-0.3%	6.3%	5.0%	-1.2%
毛利率	39.8%	35.5%	35.8%	35.1%	39.5%	-0.3%	37.0%	36.5%	-0.5%
净利率	18.6%	18.3%	18.2%	12.8%	18.6%	0.0%	15.5%	17.2%	1.7%

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	26210	30430	35639	41909	营业收入	15838	19798	24153	28501
货币资金	9952	10305	11202	13049	营业成本	10050	12275	14782	17328
交易性金融资产	1	1	1	1	税金及附加	69	81	100	100
应收票据及应收账款	10340	13401	16155	19140	销售费用	419	574	676	798
预付款项	126	130	166	191	管理费用	910	1307	1884	2138
存货	5416	6257	7752	9161	研发费用	1597	1957	2348	2818
其他	375	337	363	368	财务费用	-221	-146	-233	-405
非流动资产	5601	5382	5117	4833	其他收益	104	96	98	99
长期股权投资	238	222	227	226	投资收益	85	86	86	86
固定资产	3224	3475	3397	3156	公允价值变动收益	7	6	6	6
在建工程	1143	571	286	143	信用减值损失	-60	-41	-48	-46
无形资产	606	741	840	951	资产减值损失	-129	-118	-122	-120
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	-0	-9	-17	营业利润	3021	3781	4617	5749
其他	313	304	307	306	营业外收入	51	46	48	47
资产总计	31811	35812	40756	46742	营业外支出	18	16	17	17
流动负债	12640	14172	16223	18223	利润总额	3054	3810	4647	5779
短期借款	438	400	413	409	所得税	153	231	267	331
应付票据及应付账款	7657	9,902	11,704	13,806	净利润	2901	3579	4380	5448
其他	4545	3869	4107	4008	少数股东损益	184	228	279	347
非流动负债	669	590	297	126	归属母公司净利润	2717	3350	4101	5101
长期借款	40	28	-287	-451	EPS(元)	1.72	1.55	1.90	2.37
其他	629	562	584	577					
负债合计	13309	14761	16521	18349					
股本	1631	1631	1631	1631	主要财务比率				
资本公积	7490	7001	7001	7001	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	7952	9939	12429	15521	成长性				
少数股东权益	1100	1329	1608	1955	营业收入增长率	23.1%	25.0%	22.0%	18.0%
股东权益合计	18502	21051	24235	28393	营业利润增长率	34.5%	25.2%	22.1%	24.5%
负债及权益合计	31811	35812	40756	46742	归母净利润增长率	36.5%	23.3%	22.4%	24.4%
					盈利能力				
					毛利率	36.5%	38.0%	38.8%	39.2%
					归母净利率	17.2%	16.9%	17.0%	17.9%
					ROE	15.6%	17.0%	18.1%	19.3%
					偿债能力				
					资产负债率	41.8%	41.2%	40.5%	39.3%
					流动比率	2.07	2.15	2.20	2.30
					速动比率	1.62	1.68	1.70	1.77
					营运能力				
					资产周转率	53.9%	58.6%	63.1%	65.1%
					应收账款周转率	321.4%	330.2%	324.4%	320.3%
					存货周转率	189.4%	200.5%	201.4%	195.5%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.72	1.55	1.90	2.37
					每股经营现金	0.98	0.74	0.98	1.38
					每股净资产	8.07	9.15	10.50	12.26
					估值比率(倍)				
					PE	33.0	26.7	21.8	17.6
					PB	4.8	4.3	3.7	3.2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2717	3350	4101	5101
折旧和摊销	319	353	393	412
资产减值准备	190	107	168	156
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-7	-6	-6	-6
财务费用	-89	-146	-233	-405
投资损失	-85	-86	-86	-86
少数股东损益	184	228	279	347
营运资金的变动	-1190	-2181	-2505	-2542
经营活动产生现金流量	2118	1594	2119	2974
投资活动产生现金流量	-1466	-52	-42	-46
融资活动产生现金流量	830	-1189	-1180	-1082
现金净变动	1612	353	897	1847
现金的期初余额	8250	9952	10305	11202
现金的期末余额	9863	10305	11202	13049

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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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