证券研究报告

国防军工

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

增持 （维持）

鸿远电子 （603267 ）

自产业务稳中有升，研发投入持续加大

2023 年 03 月 20 日

市场数据

日期	2023-03-17
收盘价（元）	83.58
总股本（百万股）	232.40
流通股本(百万股)	231.85
净资产（百万元）	3,309.22
总资产（百万元）	5,341.92
每股净资产（元）	17.24

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《鸿远电子 2022 中报点评：自产代理业务稳步增长，新设子公司加码元器件制造》2022-08-25

《鸿远电子 2021 年报点评：自产代理持续高速增长，回购股票用于股权激励》2022-03-29

《鸿远电子 2021 三季报点评：营收高增利润翻倍，自产代理齐头并进》2021-10-31

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 2022 年年报：营收 25.02 亿元，同比增长 4.12%；归母净利润 8.05 亿元，同比下降 2.68%；扣非后归母净利润 7.84 亿元，同比下降 3.45%。
- **自产业务稳中有升，其他电子元器件营收大幅增长。**2022 年公司自产业务实现营业收入 13.73 亿元，同比增长 1.89%，毛利率 80.91%，同比增加 0.08pct；其中瓷介电容器产品实现营收 12.93 亿元，同比下降 1.57%，占公司自产业务收入的比重为 94.20%，同比减少 3.31pct；直流滤波器产品实现营收 2155.97 万元，同比增长 8.90%，占自产业务的比重为 1.57%，同比增加 0.10pct；其他电子元器件实现营收 5804.69 万元，同比增长 324.86%，占自产业务的比重为 4.23%，同比增加 3.21pct。代理业务实现销售收入 11.04 亿元，同比增长 5.80%，毛利率 10.78%，同比减少 2.36pct。
- **新设全资子公司，苏州鸿远收入业绩大幅增长。**2022 年公司新设全资子公司鸿远合肥，主要经营业务为电子元器件的制造；电子专用材料、金属基复合材料、陶瓷基复合材料、特种陶瓷制品的研发、生产及销售。2022 年公司控股子公司鸿远苏州、鸿立芯、鸿启兴营业收入同比大幅增长，分别实现营业收入 2.39 亿元、4550.66 万元、1168.56 万元，分别同比增长 73.28%、300.94%、389.16%；2022 年鸿远苏州实现净利润 3426.4 万元，同比大幅增长 396.7%。
- **期间费用率提升，持续加大研发投入。**2022 年公司整体毛利率为 50.15%，同比减少 1.36pct；净利率为 32.16%，同比减少 2.25pct；加权平均 ROE 为 21.98%，同比减少 6.19pct。公司期间费用总额 2.82 亿元，同比增长 9.22%，期间费用占营收比重 11.28%，营收占比同比增加 0.53pct；其中，销售费用 0.76 亿元，同比增长 9.03%，占营业收入的 3.04%，营收占比同比增加 0.14pct；管理费用 1.02 亿元，同比增长 3.32%，占营业收入的 4.09%，营收占比同比减少 0.03pct；财务费用 511.24 万元，同比减少 382.56 万元；公司持续加大科技创新的投入和力度，研发费用 0.99 亿元，同比增长 22.39%，占营业收入的 3.94%，同比增加 0.59pct。
- **经营活动现金流净额下滑，存货同比大幅增长。**公司经营活动产生的现金流净额 3.57 亿元，同比下降 32.91%；投资活动现金流量净额-2.66 亿元，去年同期为-3.45 亿元，同比增加 0.79 亿元；筹资活动现金流量净额 0.97 亿元，同比增长 19.64%。截至 2022 年末，公司应收项目合计 22.27 亿元，同比增长 16.71%，其中应收账款 13.47 亿元，同比增长 26.60%；应收票据 7.86 亿元，同比增长 13.99%；应收账款周转率 2.08 次，同比减少 0.38；公司存货 6.72 亿元，同比增长 61.95%，存货周转率 2.27 次，同比减少 1.36 次；公司合同负债 322.77 万元，较年初下降 18.29%，较三季度末下降 13.54%。
- **自产业务前五名客户销售比例基本稳定。**2022 年公司自产业务前五大客户合计实现销售收入 96447.81 万元，占本期自产业务收入比例为 70.24%，与上年同期基本持平；代理业务前五名客户合计实现销售收入 72523.12 万元，占代理业务收入的 65.69%。
- **现金分红比例低于 30%，未分配利润将大幅投入公司发展。**公司 2022 年度通过集中竞价交易方式回购公司股份累计支付资金总额 5348.96 万元，视同现金分红；2022 年度拟分配的现金红利为 8570.51 万元，即 2022 年度公司现金分红金额合计 1.39 亿元，占公司 2022 年度归属于上市公司股东的净利润 17.30%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.90/10.00/11.50 亿元，EPS 分别为 3.83/4.30/4.95 元/股，对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 21.8/19.4/16.9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：毛利率下滑；产品交付不及预期；收入确认进度滞后。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2502	2827	3110	3421
同比增长	4.1%	13.0%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	805	890	1000	1150
同比增长	-2.7%	10.6%	12.4%	15.0%
毛利率	50.1%	50.1%	50.5%	51.1%
ROE	20.1%	18.1%	17.0%	16.4%
每股收益(元)	3.46	3.83	4.30	4.95
市盈率	24.1	21.8	19.4	16.9

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

事件

- 公司发布 2022 年年报：营收 25.02 亿元，同比增长 4.12%；归母净利润 8.05 亿元，同比下降 2.68%；扣非后归母净利润 7.84 亿元，同比下降 3.45%；基本每股收益 3.48 元/股，同比下降 2.52%；加权平均净资产收益率 21.98%，同比减少 6.19pct。
- 2022 年利润分配方案：公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.37 元（含税），截至 2022 年 12 月 31 日，公司总股本剔除公司目前回购专用账户所持有的股份数 764708 股，以 23163.53 万股为基数计算合计拟分配的现金红利总额为 8570.51 万元（含税）。

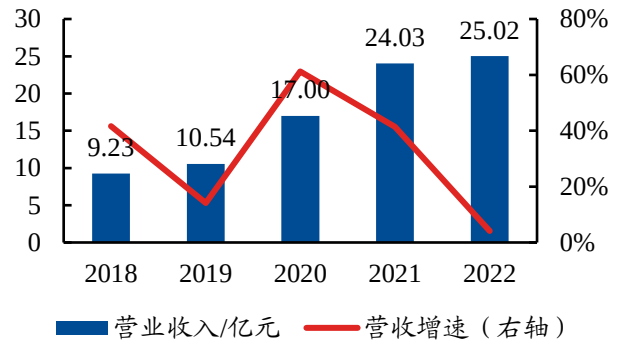
点评

- **营收小幅增长，净利润同比下滑**

2022 年，外部经营环境复杂多变，公司采取多项举措，努力保证了经营活动的正常开展，公司经营业绩基本与上一年持平，实现营业收入 25.02 亿元，同比增长 4.12%；归母净利润 8.05 亿元，同比下降 2.68%；扣非后归母净利润 7.84 亿元，同比下降 3.45%。

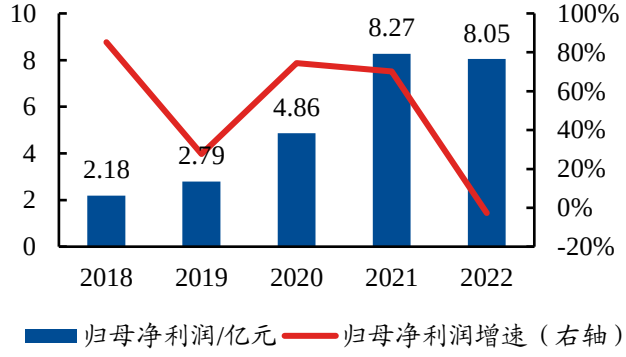
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 7.03 亿元（同比+18.63%，下同）、6.89 亿元（+4.63%）、5.51 亿元（-12.41%）、5.59 亿元（+6.92%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 2.59 亿元（+18.72%）、2.27 亿元（-4%）、1.83 亿元（-9.65%）、1.36 亿元（-20%）。

图 1、2018-2022 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、2018-2022 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

年份	报告类型	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
2020	Q1	47.21	2.75	16.15%	0.73	15.01%
	Q2	51.93	4.18	24.60%	1.32	27.24%
	Q3	43.24	4.48	26.33%	1.15	23.60%
	Q4	45.45	5.60	32.91%	1.66	34.15%
2021	Q1	54.66	5.93	24.66%	2.18	26.38%
	Q2	53.89	6.58	27.40%	2.36	28.59%
	Q3	50.76	6.29	26.17%	2.02	24.49%
	Q4	45.83	5.23	21.77%	1.70	20.55%
2022	Q1	56.75	7.03	28.09%	2.59	32.17%
	Q2	53.12	6.89	27.53%	2.27	28.20%
	Q3	51.97	5.51	22.02%	1.83	22.74%
	Q4	36.40	5.59	22.36%	1.36	16.89%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

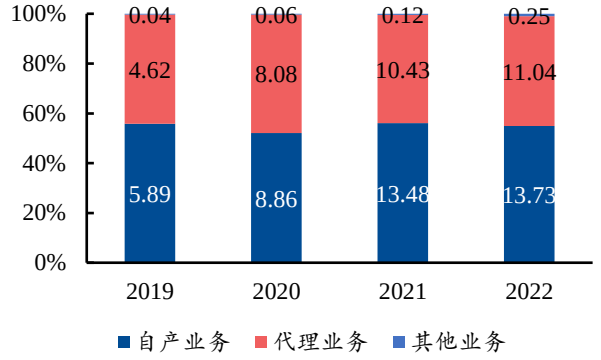
- **自产业务稳中有升，其他电子元器件营收大幅增长**

公司自产电子元器件主要为瓷介电容器、滤波器、微波模块、微控制器及微处理器等电子元器件产品，下游集中在以航天、航空、电子信息、兵器等为核心的高可靠领域。2022 年，公司延顶住了多重因素带来的外部环境压力，自产业务稳中有升，实现营业收入 13.73 亿元，同比增长 1.89%，毛利率 80.91%，同比增加 0.08pct。

公司代理产品主要为国内国际知名厂商生产的电子元器件产品，销售集中在新能源、消费电子等民用领域。2022 年，公司深耕的新能源光伏行业及新能源汽车行业景气度高，市场规模扩大，对电子元器件需求旺盛，对冲了公司其他工业类及消费类客户的低迷需求，代理业务实现营业收入 11.04 亿元，同比增长 5.80%，毛利率 10.78%，同比减少 2.36pct，主要系公司为了缓解外部环境变化对业务的消极影响，巩固核心客户的市场份额而下调部分产品价格所致。

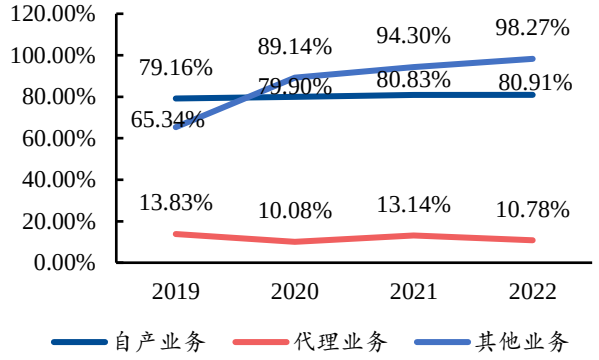
2022 年公司其他业务实现营业收入 2524.07 万元，同比增长 108.18%，毛利率 98.27%，同比增加 3.97pct。

图 3、2019-2022 年分产品营收占比（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

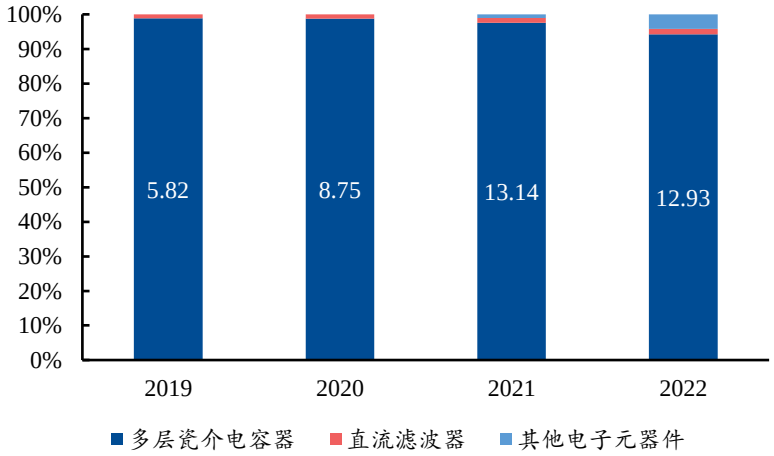
图 4、2019-2022 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，公司自产业务中，瓷介电容器产品实现营收 12.93 亿元，同比下降 1.57%，占公司自产业务收入的比重为 94.20%，同比减少 3.31pct；直流滤波器产品实现营收 2155.97 万元，同比增长 8.90%，占自产业务的比重为 1.57%，同比增加 0.10pct；其他电子元器件实现营收 5804.69 万元，同比增长 324.86%，占自产业务的比重为 4.23%，同比增加 3.21pct。

图 5、2019-202 年自产业务分产品占比（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

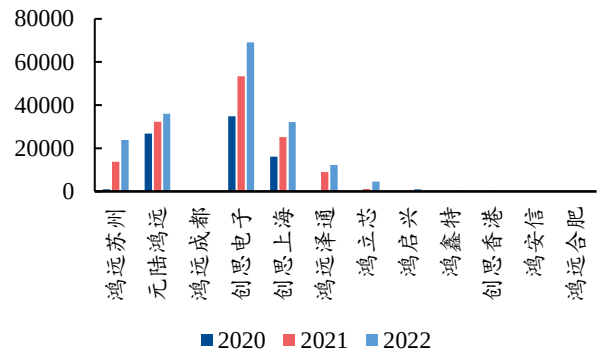
- **新设全资子公司，不断拓展产品品类**

2022 年，公司新设全资子公司鸿远合肥，注册资本 5000 万元，主要经营业务为电子元器件的制造；电子专用材料、金属基复合材料、陶瓷基复合材料、特种陶瓷制品的研发、生产及销售。

2022 年 6 月 22 日，鸿远合肥使用自有资金收购合肥离畅科技有限公司 100%股权，2022 年 7 月 6 日，将其注册地址由安徽省合肥市迁到安徽省六安市，更名为六安鸿安信电子科技有限公司，注册资本由原人民币 500 万元增加至 5000 万元，主要经营业务为电子专用材料、金属基复合材料和陶瓷基复合材料、特种陶瓷制品的研发、生产及销售。

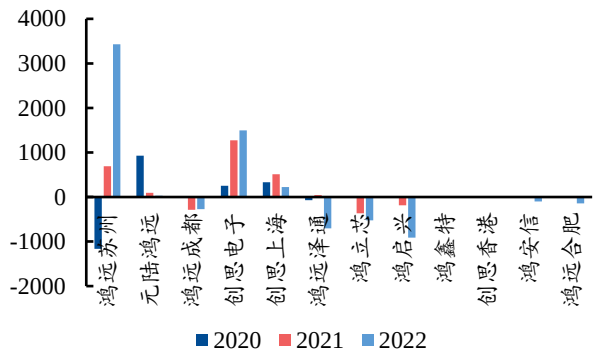
2022 年公司控股子公司鸿远苏州、鸿立芯、鸿启兴营业收入同比大幅增长，分别实现营业收入 2.39 亿元、4550.66 万元、1168.56 万元，分别同比增长 73.28%、300.94%、389.16%；2022 年鸿远苏州实现净利润 3426.4 万元，同比大幅增长 396.7%。

图 6、主要子公司营收（万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、主要子公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

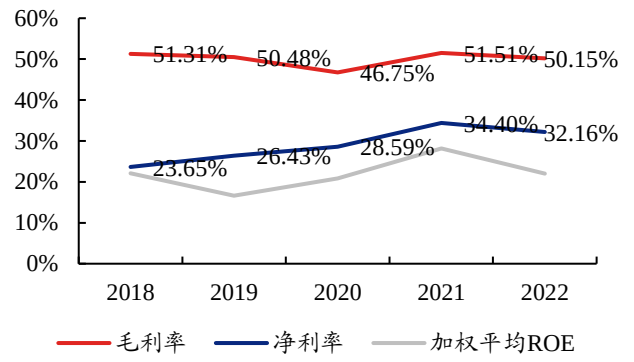
- **期间费用率提升，持续加大研发投入**

2022 年，公司整体毛利率为 50.15%，同比减少 1.36pct；净利率为 32.16%，同比减少 2.25pct；加权平均 ROE 为 21.98%，同比减少 6.19pct。

2022 年，公司期间费用总额 2.82 亿元，同比增长 9.22%，期间费用占营收比重 11.28%，营收占比同比增加 0.53pct；其中，销售费用 0.76 亿元，同比增长 9.03%，占营业收入的 3.04%，营收占比同比增加 0.14pct，主要系公司自产业务拓展新产品销售带来的人工成本与业务招待费增加所致；管理费用 1.02 亿元，同比增长 3.32%，占营业收入的 4.09%，营收占比同比减少 0.03pct；财务费用 511.24 万元，

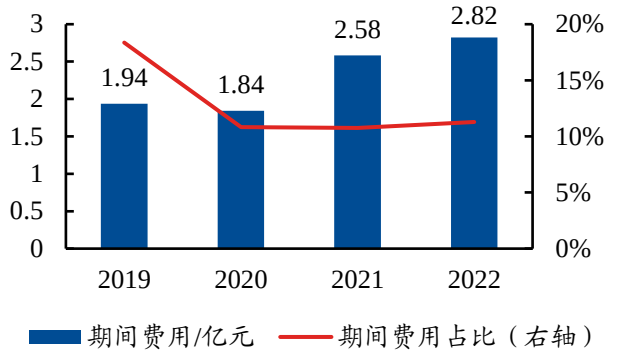
同比减少 382.56 万元，主要系公司当期现金管理收益增加较多，超过融资规模扩大但实际融资成本下降带来的利息支出小幅增加所致。

图 8、2018-2022 年毛利率、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 9、2019-2022 年期间费用及期间费用率



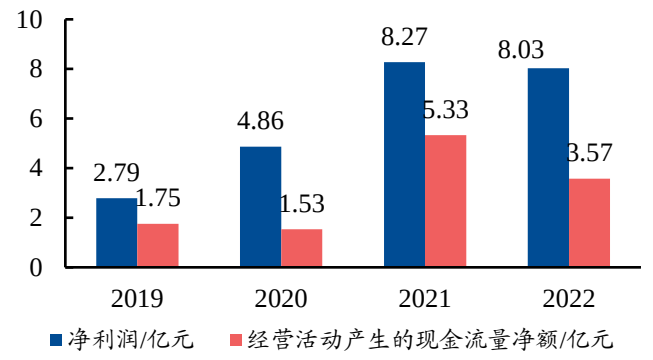
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，公司持续加大科技创新的投入和力度，研发费用 0.99 亿元，同比增长 22.39%，占营业收入的 3.94%，同比增加 0.59pct，主要系公司当期加大研发投入，新增研发项目较多以及开拓新品研发工作带来的研发费用大幅增加所致。2022 年公司依托现有核心技术及技术规划，主要围绕瓷介电容器及瓷料、滤波器、微波模块、微处理器等电子元器件产品进行知识产权布局，公司新取得授权专利 30 项、软件著作权 3 项、集成电路布图设计 4 项。截至 2022 年末，公司已拥有授权专利 139 项、软件著作权 7 项、集成电路布图设计 9 项。正在申报的专利 52 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 24 项，外观专利 3 项。

- **经营活动现金流净额下滑**

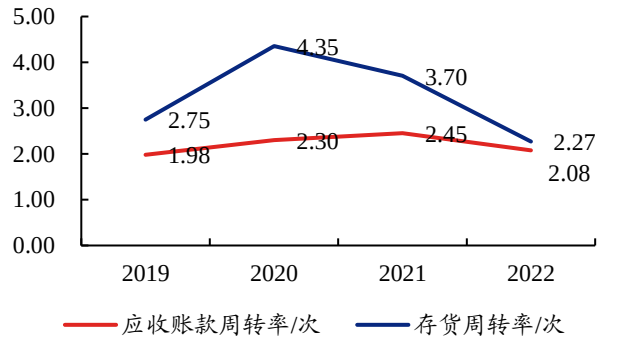
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 3.57 亿元，同比下降 32.91%，主要系公司当年存货增加带来购买商品支付的现金较上年同期增加较多所致；投资活动现金流量净额-2.66 亿元，去年同期为-3.45 亿元，同比增加 0.79 亿元，主要系公司当年支付基金投资款以及购买银行结构性存款净支付的现金较上年同期减少所致；筹资活动现金流量净额 0.97 亿元，同比增长 19.64%，主要系公司原材料及库存商品备货增加而相应扩大银行融资规模所致。

图 10、2019-2022 年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 11、2019-2022 应收账款及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **存货同比大幅增长，合同负债下降**

截至 2022 年末，公司应收项目合计 22.27 亿元，同比增长 16.71%，其中应收账款 13.47 亿元，同比增长 26.60%；应收票据 7.86 亿元，同比增长 13.99%；应收账款周转率 2.08 次，同比减少 0.38 次。

截至 2022 年末，公司存货 6.72 亿元，同比增长 61.95%，存货周转率 2.27 次，同比减少 1.36 次。其中，原材料的账面余额为 2.74 亿元，同比增长 79.22%，库存商品 3.67 亿元，同比增长 54.05%。

截至 2022 年末，公司合同负债 322.77 万元，较年初下降 18.29%，较三季度末下降 13.54%。

- **自产业务前五名客户销售比例基本稳定**

2022 年，公司自产业务前五名客户分别为中国航天科技集团有限公司、中国航天科工集团有限公司、中国航空工业集团有限公司、中国电子科技集团有限公司以及中国兵器工业集团有限公司，合计实现销售收入 96447.81 万元，占本期自产业务收入比例为 70.24%，与上年同期基本持平。公司自产业务前五名客户均为国内大型集团，公司凭借稳定、可靠的产品质量及专业、全面的销售服务，多年来与主要客户建立了长期稳定的合作关系。

2022 年，公司代理业务前五名客户分别为京东方科技集团股份有限公司、锦浪科技股份有限公司、宁波德业科技股份有限公司、北京三合兴电子科技有限公司、

以及中国信息通信科技集团有限公司，合计实现销售收入 72523.12 万元，占本期代理业务收入比例为 65.69%。

- **现金分红比例低于 30%，未分配利润将大幅投入公司发展**

公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.37 元（含税），截至 2022 年 12 月 31 日，公司总股本剔除公司目前回购专用账户所持有的股份数 764708 股，以 23163.53 万股为基数计算合计拟分配的现金红利总额为 8570.51 万元（含税）。

公司 2022 年度通过集中竞价交易方式回购公司股份累计支付资金总额 5348.96 万元，视同现金分红；2022 年度拟分配的现金红利为 8570.51 万元，即 2022 年度公司现金分红金额合计 1.39 亿元，占公司 2022 年度归属于上市公司股东的净利润 17.30%。

公司计划将 2022 年度留存的部分未分配利润一方面将用于补充业务发展需要的部分资本性投入，另一方面也将用于补充营运资金等日常经营资金需求，从而进一步支持公司主业发展，满足公司生产经营需要，保障公司稳健经营和持续稳定发展。

- **盈利预测与投资建议**

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.90/10.00/11.50 亿元，EPS 分别为 3.83/4.30/4.95 元/股，对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 21.8/19.4/16.9 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

毛利率下滑；产品交付不及预期；收入确认进度滞后。

表 2、鸿远电子分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	523	703	689	551	559	6.9%	2403	2502	4.1%
营业成本	283	304	323	265	356	25.5%	1165	1247	7.0%
毛利	240	399	366	286	204	-15.1%	1238	1255	1.4%
销售费用	19	18	21	18	19	2.4%	70	76	9.0%
管理费用	17	27	28	22	26	57.0%	99	102	3.3%
财务费用	4	3	2	1	-1	-125.8%	9	5	-42.8%
研发费用	37	25	25	26	23	-38.5%	81	99	22.4%
资产减值	3	-2	-1	-0	-4	-214.6%	-2	-8	-
公允价值	0	1	0	0	-1	-4124.0%	0	-0	-483.7%
投资收益	0	-0	1	-0	-0	-772.3%	1	1	8.8%
营业利润	195	305	263	212	154	-20.9%	966	935	-3.2%
利润总额	195	305	263	212	154	-20.9%	966	934	-3.2%
归母净利润	170	259	227	183	136	-20.0%	827	805	-2.7%
EPS	0.731	1.114	0.976	0.787	0.585	-20.0%	3.557	3.462	-2.7%
销售费用率	3.5%	2.5%	3.0%	3.3%	3.4%	-0.1%	2.9%	3.0%	0.1%
管理费用率	3.2%	3.8%	4.0%	3.9%	4.7%	1.5%	4.1%	4.1%	0.0%
财务费用率	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%	-0.2%	-0.9%	0.4%	0.2%	-0.2%
研发费用率	7.2%	3.5%	3.7%	4.7%	4.1%	-3.0%	3.4%	3.9%	0.6%
所得税率	12.7%	15.3%	13.7%	14.0%	12.3%	-0.4%	14.4%	14.0%	-0.3%
毛利率	45.8%	56.8%	53.1%	52.0%	36.4%	-9.4%	51.5%	50.1%	-1.4%
净利率	32.5%	36.8%	32.9%	33.2%	24.3%	-8.2%	34.4%	32.2%	-2.2%

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	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4450	5311	6314	7452
货币资金	1301	2057	2729	3515
交易性金融资产	147	126	133	133
应收票据及应收账款	2133	2307	2532	2802
预付款项	45	39	48	54
存货	672	606	699	769
其他	151	175	173	179
非流动资产	892	913	962	999
长期股权投资	7	8	7	7
固定资产	485	476	445	403
在建工程	79	39	20	10
无形资产	156	239	335	428
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	6	5
其他	158	143	148	147
资产总计	5342	6224	7276	8452
流动负债	1289	1275	1364	1415
短期借款	566	475	505	495
应付票据及应付账款	584	640	705	764
其他	139	161	154	156
非流动负债	36	33	34	34
长期借款	0	0	0	0
其他	36	33	34	34
负债合计	1325	1308	1398	1449
股本	232	232	232	232
资本公积	1348	1348	1348	1348
未分配利润	2435	3325	4292	5417
少数股东权益	12	11	9	8
股东权益合计	4017	4916	5878	7003
负债及权益合计	5342	6224	7276	8452

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	805	890	1000	1150
折旧和摊销	53	53	57	58
资产减值准备	8	4	10	11
资产处置损失	-0	-1	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	44	39	26
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
营运资金的变动	-558	-32	-281	-299
经营活动产生现金流量	357	960	820	943
投资活动产生现金流量	-266	-58	-111	-95
融资活动产生现金流量	97	-146	-37	-61
现金净变动	189	756	671	787
现金的期初余额	1096	1301	2057	2729
现金的期末余额	1284	2057	2729	3515

利润表

单位：百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2502	2827	3110	3421
营业成本	1247	1411	1540	1673
税金及附加	22	26	28	31
销售费用	76	105	115	123
管理费用	102	127	140	144
研发费用	99	70	74	77
财务费用	5	44	39	26
其他收益	21	19	20	20
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	-30	-23	-25	-24
资产减值损失	-8	-6	-6	-6
资产处置收益	0	1	0	0
营业利润	935	1038	1165	1339
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	934	1038	1164	1339
所得税	131	149	166	191
净利润	803	889	998	1148
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	805	890	1000	1150
EPS（元）	3.46	3.83	4.30	4.95

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	4.1%	13.0%	10.0%	10.0%
营业利润增长率	-3.2%	10.9%	12.2%	15.0%
归母净利润增长率	-2.7%	10.6%	12.4%	15.0%
盈利能力				
毛利率	50.1%	50.1%	50.5%	51.1%
归母净利率	32.2%	31.5%	32.1%	33.6%
ROE	20.1%	18.1%	17.0%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	24.8%	21.0%	19.2%	17.1%
流动比率	3.45	4.16	4.63	5.27
速动比率	2.91	3.67	4.09	4.70
营运能力				
资产周转率	51.8%	48.9%	46.1%	43.5%
应收帐款周转率	198.7%	195.1%	198.6%	197.3%
存货周转率	219.2%	211.7%	225.6%	218.1%
每股资料（元）				
每股收益	3.46	3.83	4.30	4.95
每股经营现金	1.54	4.13	3.53	4.06
每股净资产	17.24	21.11	25.25	30.10
估值比率（倍）				
PE	24.1	21.8	19.4	16.9
PB	4.8	4.0	3.3	2.8

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