

增持 (维持)

中航光电 (002179)

营收稳增净利率持续提升，关联交易金额保持高增长

2023年03月19日

市场数据

日期	2023-03-17
收盘价(元)	52.81
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)	17,401.21
总资产(百万元)	31,810.73
每股净资产(元)	10.67

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《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 2022 年年报:** 营收 158.38 亿元, 同比增长 23.09%; 归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%; 扣非后归母净利润 26.21 亿元, 同比增长 36.95%; 基本每股收益 1.72 元/股, 同比增长 32.31%。
- **公司 2023 年度预算:** 计划实现营业收入 175 亿元, 较 2022 年完成金额增长 10.49%, 较 2022 年计划金额增长 22.98%; 计划实现利润总额 33.6 亿元, 较 2022 年完成金额增长 10.02%, 较 2022 年计划金额增长 32.34%。2022 年公司营业收入、利润总额计划完成率分别为 111.30%和 120.28%; 2021 年公司营业收入、利润总额计划完成率分别为 111.89%和 119.34%。
- **连接器及集成互连组件产品稳健发展, 流体连接器及组件、齿科及其他产品保持高增。**2022 年公司电连接器及集成互连组件产品实现营收 121.89 亿元, 同比增长 26.98%, 占营业收入的 76.96%, 营收占比同比增加 2.36pct, 毛利率 40.06%, 同比减少 1.04pct; 光连接器及其他光器件以及光电设备产品实现营收 24.73 亿元, 同比增长 2.01%, 占营业收入的 15.62%, 营收占比同比减少 3.23pct, 毛利率 22.73%, 同比减少 0.08pct; 流体连接器及组件、齿科及其他产品实现营收 11.76 亿元, 同比增长 39.4%, 占营业收入的 7.43%, 营收占比同比增加 0.87pct。
- **核心子公司经营业绩再创新高。**2022 年公司控股子公司沈阳兴华实现营收 13.23 亿元, 同比增长 20.12%; 净利润 1.74 亿元, 同比增长 30.11%; 中航富士达实现营收 8.08 亿元, 同比增长 34.02%; 净利润 1.52 亿元, 同比增长 40.20%; 翔通光电实现营收 5.56 亿元, 同比增长 4.29%; 净利润 0.49 亿元, 同比增长 23.43%; 兴航光电全年实现营收 5.13 亿元, 同比增长 13.58%; 净利润 2.31 亿元, 同比增长 8.59%。
- **盈利能力提升, 期间费用率显著下降。**2022 年公司整体毛利率为 36.54%, 同比减少 0.46pct; 归母净利率为 17.16%, 同比增加 1.68pct; 加权平均 ROE 为 16.82%, 同比减少 1.40pct。期间费用总额 27.05 亿元, 同比增长 5.79%, 期间费用占营收比重 17.08%, 营收占比同比减少 2.79pct。
- **关联交易金额保持高增长, 第一大客户收入占比提升。**2022 年公司向航空工业下属单位销售商品关联交易金额为 28.69 亿元, 同比增长 47.99%, 完成关联交易预计额 31.42 亿元的 91.33%, 同比增加 4.88pct。2023 年公司预计向航空工业下属单位销售商品关联交易金额为 41.98 亿元, 较 2022 年预计金额同比增长 33.61%, 较 2022 年实际金额同比增长 46.30%。关联方航空工业下属单位为公司第一大客户, 2022 年销售金额 26.65 亿元, 占年度销售总额的 16.82%, 同比增加 1.75pct。
- **拟定 2023 年投资计划, 布局重点项目建设。**根据公司发展战略及年度重点建设项目, 拟定了 2023 年度投资计划, 计划投资总额 18.88 亿元。
- 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 33.5/41.01/51.01 亿元, EPS 分别为 2.01/2.46/3.06 元/股, 对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 26.3/21.5/17.3 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%	15.9%	16.6%	17.2%
每股收益(元)	1.72	2.01	2.46	3.06
市盈率	32.4	26.3	21.5	17.3

来源: WIND, 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

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年年报: 营收 158.38 亿元, 同比增长 23.09%; 归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%; 扣非后归母净利润 26.21 亿元, 同比增长 36.95%; 基本每股收益 1.72 元/股, 同比增长 32.31%; 加权平均净资产收益率 16.82%, 同比减少 1.40pct。
- 2022 年利润分配方案: 拟以未来实施权益分配方案时股权登记日的总股本为基数, 每 10 股派发现金红利 5.5 元(含税), 以资本公积金每 10 股转增 3 股。
- 2023 年度预算: 公司 2023 年度计划实现营业收入 175 亿元, 较 2022 年完成金额增长 10.49%, 较 2022 年计划金额增长 22.98%; 计划实现利润总额 33.6 亿元, 较 2022 年完成金额增长 10.02%, 较 2022 年计划金额增长 32.34%。2022 年公司营业收入、利润总额计划完成率分别为 111.30%和 120.28%; 2021 年公司营业收入、利润总额计划完成率分别为 111.89%和 119.34%。

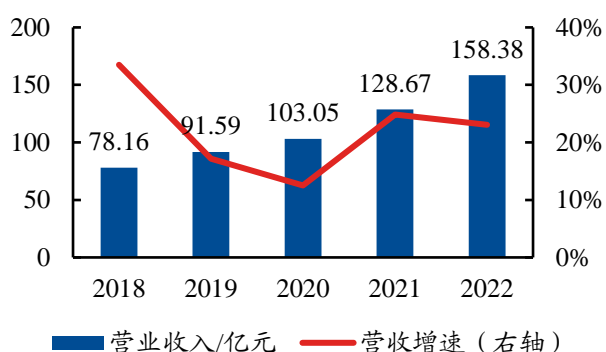
点评

● 营收增速稳健, 利润增速强劲

2022 年, 公司所处的电子元器件行业整体景气度良好, 公司主营业务运行良好, 实现营收 158.38 亿元, 同比增长 23.09%; 归母净利润 27.17 亿元, 同比增长 36.47%; 扣非后归母净利润 26.21 亿元, 同比增长 36.95%; 基本每股收益 1.72 元/股, 同比增长 32.31%。

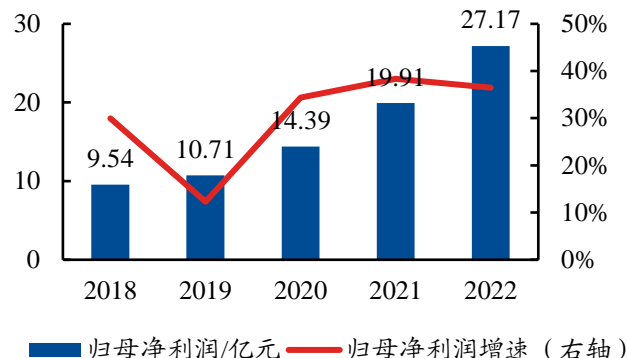
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 39.66 亿元(同比+17.13%, 下同)、42.25 亿元(+28.92%)、42.63 亿元(+32.65%)、33.84 亿元(+13.18%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 7.37 亿元(+18.1%)、7.71 亿元(+57.58%)、7.75 亿元(+52.33%)、4.33 亿元(+17.63%)。

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	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 (%)
2019	Q1	28.04	18.00	17.47%	1.64	11.38%
	Q2	36.39	30.10	29.21%	4.99	34.70%
	Q3	39.20	28.56	27.72%	4.36	30.31%
	Q4	37.63	26.39	25.61%	3.40	23.62%
2020	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%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

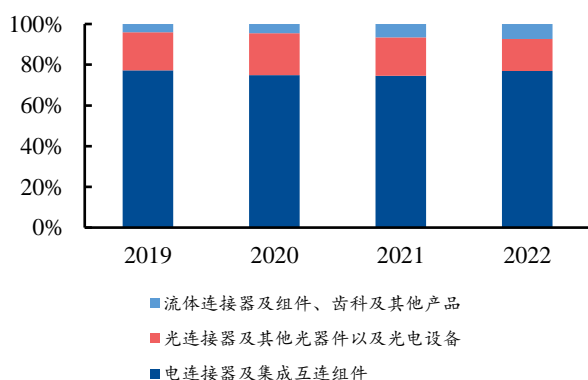
● **连接器及集成互连组件产品稳健发展，流体连接器及组件、齿科及其他产品保持高增**

分领域看，2022 年防务领域着力提升互连方案解决能力，综合竞争力持续提升；工业与民用业务开启倍增发展新征程，产品业务结构不断升级，其中通讯与工业业务深入推进客户和产品结构调整，深挖龙头客户需求和优质客户培育；新能源汽车业务紧抓战略发展机遇，在各大主流车企获得多点突破，实现多项重点客户/车型项目定点。

分产品看，公司主要产品包括电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备等。2022 年，电连接器及集成互连组件产品实现营收 121.89 亿元，同比增长 26.98%，占营业收入的 76.96%，营收占比同比增加 2.36pct，

毛利率 40.06%，同比减少 1.04pct；光连接器及其他光器件以及光电设备产品实现营收 24.73 亿元，同比增长 2.01%，占营业收入的 15.62%，营收占比同比减少 3.23pct，毛利率 22.73%，同比减少 0.08pct；流体连接器及组件、齿科及其他产品实现营收 11.76 亿元，同比增长 39.4%，占营业收入的 7.43%，营收占比同比增加 0.87pct，毛利率 29.21%。

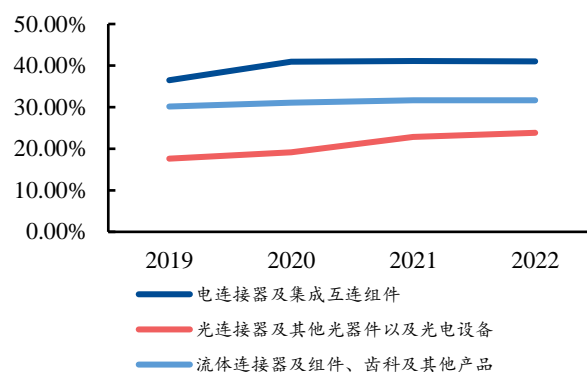
图 3、2019-2022 年分产品营收(亿元)及占比(%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2022 年公司调整主营业务数据统计口径，2019-2020 使用原口径数据

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

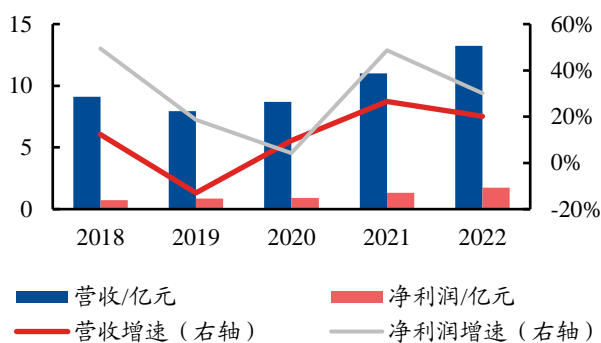
注：2022 年公司调整主营业务数据统计口径，2019-2020 使用原口径数据

● 核心子公司经营业绩再创新高

2022 年，公司全面推动“十四五”规划战略落地，优化产业布局，探索融合发展新模式。国内方面，设立南昌子公司，全面提升公司航空 EWIS 领域领先竞争力；上海子公司、广东子公司区位优势人才聚集、产业聚集优势初现；国际方面，越南子公司正式进入国际重点客户全球供应链资源池，坚实迈出海外本地化交付第一步；德国子公司全面实现本地化运营，欧洲市场开拓进入新阶段。总体来看，产业布局为公司长远发展打下了坚实基础。公司加快能力建设，筑牢高质量发展基础。洛阳基础器件产业园项目主体工程顺利封顶，华南产业基地一期工程如期完工，一总部多中心能力格局初步构建。

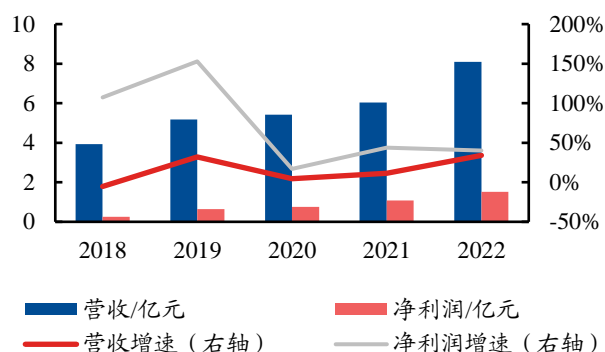
2022 年，公司子公司高质量发展成绩斐然，沈阳兴华、中航富士达、翔通光电经营业绩再创新高。其中，控股子公司沈阳兴华实现营收 13.23 亿元，同比增长 20.12%；净利润 1.74 亿元，同比增长 30.11%；中航富士达实现营收 8.08 亿元，同比增长 34.02%；净利润 1.52 亿元，同比增长 40.20%；翔通光电实现营收 5.56 亿元，同比增长 4.29%；净利润 0.49 亿元，同比增长 23.43%。

图 5、沈阳兴华营收、净利润及增速



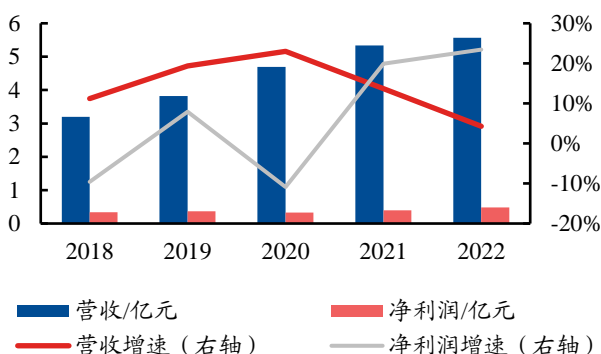
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、中航富士达营收、净利润及增速



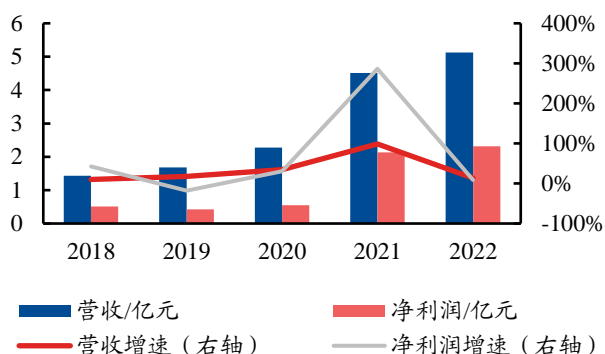
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、翔通光电营收、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

图 8、兴航光电营收、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
注：原中航海信光电技术有限公司

公司参股公司兴航光电为公司合营企业，与公司形成关联交易，2022 年公司向兴航光电材料采购交易发生额度 4.64 亿元（2022 年实际获批交易金额 5 亿），同比增长 11.82%，2022 年公司向兴航光电材料采购关联交易预计金额 5.00 亿元。2022 年兴航光电全年实现营收 5.13 亿元，同比增长 13.58%；净利润 2.31 亿元，同比增长 8.59%。

● 盈利能力提升，期间费用率显著下降

2022 年，公司整体毛利率为 36.54%，同比减少 0.46pct；归母净利率为 17.16%，同比增加 1.68pct；加权平均 ROE 为 16.82%，同比减少 1.40pct。

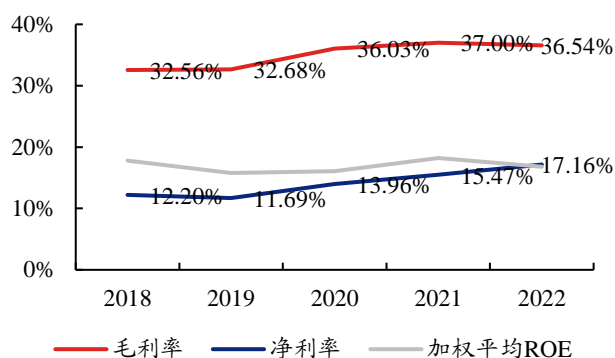
2022 年，公司期间费用总额 27.05 亿元，同比增长 5.79%，期间费用占营收比重

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

17.08%，营收占比同比减少 2.79pct；其中，销售费用 4.19 亿元，同比增长 14.60%，占营业收入的 2.65%，营收占比同比减少 0.20pct，主要系加大市场开拓力度，拓展新兴市场领域所致；管理费用 9.10 亿元，同比增长 9.33%，占营业收入的 5.74%，营收占比同比减少 0.72pct；财务费用-2.21 亿元，同比减少 2.74 亿元，主要系报告期内汇率波动，汇兑收益增长所致。

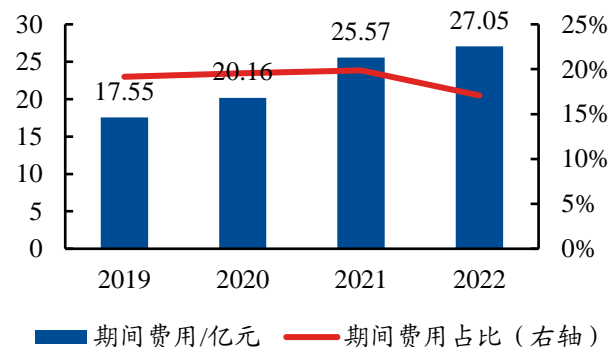
2022 年，公司研发费用 15.97 亿元，同比增长 22.28%，占营业收入的 10.09%，同比减少 0.07pct。公司深入推进“领先创新力工程”，强化科技引领作用；报告期内加大对电连接器及集成互连组件产品、光连接器及其他光器件及光电设备、流体连接器及组件、齿科等产品的研发投入，研发费用较上期增加。

图 9、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 10、2019-2022 年期间费用及期间费用率

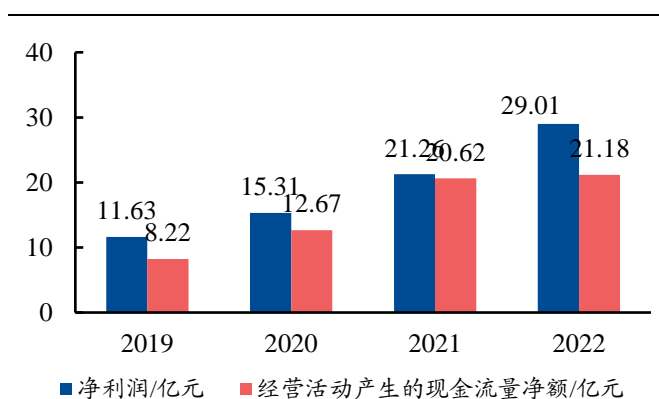


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动现金流净额稳定

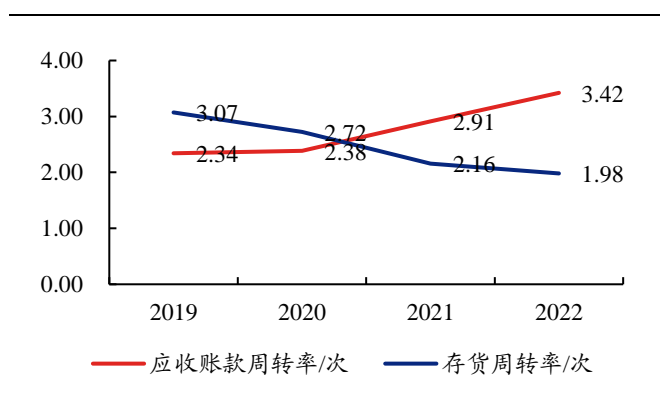
2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 21.18 亿元，同比增长 2.72%；投资活动现金流量净额-14.66 亿元，去年同期为-10.65 亿元，同比减少 4 亿元，主要系 2022 年公司支付洛阳基础器件产业园基建款、华南产业基地基建款、中航富士达定昆池项目基建款以及购置设备款所致；筹资活动现金流量净额 8.30 亿元，同比下降 69.72%，主要系 2022 年公司吸收投资所收到的现金下降所致。

图 11、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 12、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

● 存货同比增长，合同负债同比小幅下降

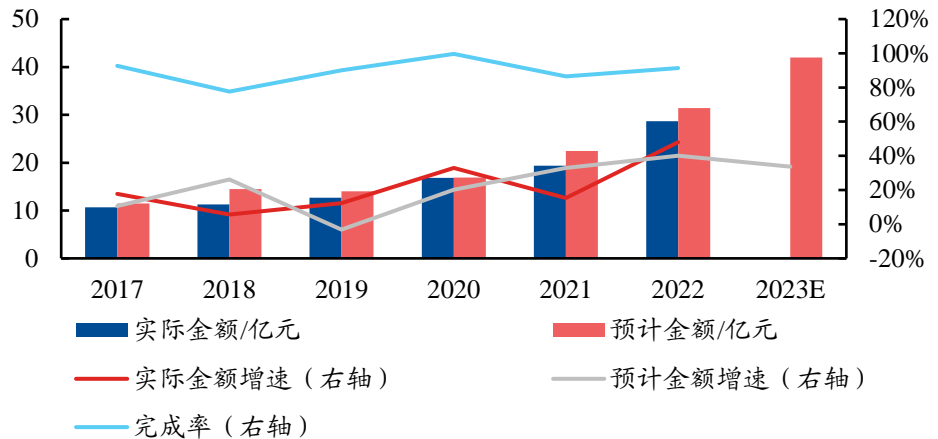
截至 2022 年末，公司应收项目合计 103.6 亿元，同比增长 11.04%，其中应收账款 49.27 亿元，同比增长 13.82%；应收票据 54.13 亿元，同比增长 8.26%；应收账款周转率 3.42 次，同比增加 0.51 次。公司存货 54.16 亿元，同比增长 14.51%，存货周转率 1.98 次，同比减少 0.17 次。

截至 2022 年末，公司合同负债 8.94 亿元，较年初下降 13.25%，较三季度末增长 9.04%。

● 关联交易金额保持高增长，第一大客户收入占比提升

2022 年，公司向航空工业下属单位销售商品关联交易金额为 28.69 亿元，同比增长 47.99%，完成关联交易预计额 31.42 亿元的 91.33%，同比增加 4.88pct。2023 年公司预计向航空工业下属单位销售商品关联交易金额为 41.98 亿元，较 2022 年预计金额同比增长 33.61%，较 2022 年实际金额同比增长 46.30%。

图 13、向航空工业下属单位销售商品金额、关联交易预计金额及增速、完成率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司前五名客户合计销售金额 66.95 亿元，占公司年度销售总额的 42.27%，同比减少 1.07pct，其中关联方航空工业下属单位为公司第一大客户，2022 年销售金额 26.65 亿元，占年度销售总额的 16.82%，同比增加 1.75pct。

● 拟定 2023 年投资计划，布局重点项目建设

为了强化投资经营管理，保障公司生产经营，助力公司高质量发展，根据公司发展战略及年度重点建设项目，拟定了 2023 年度投资计划，计划投资总额 18.88 亿元。本投资计划投资及实施主体包括公司及合并报表范围内中航光电（广东）有限公司、沈阳兴华、中航富士达、泰兴航空。公司 2023 年投资计划符合公司的战略发展需要，有利于落实公司投资项目的实施，增强公司核心竞争能力，为公司的可持续发展提供保障。

● 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 33.5/41.01/51.01 亿元，EPS 分别为 2.01/2.46/3.06 元/股，对应 3 月 17 日收盘价 PE 为 26.3/21.5/17.3 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 2、中航光电分季度业绩对比(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	2990	3966	4225	4263	3384	13.2%	12867	15838	23.1%
营业成本	2003	2388	2727	2738	2197	9.7%	8106	10050	24.0%
毛利	987	1578	1498	1524	1188	20.3%	4761	5788	21.6%
销售费用	102	82	129	89	119	17.3%	366	419	14.6%
管理费用	278	238	166	233	274	-1.6%	832	910	9.3%
财务费用	33	0	-120	-92	-10	128.9%	53	-221	-521.5%
研发费用	401	299	436	358	505	26.0%	1306	1597	22.3%
资产减值	-30	-62	-18	-6	-43	-	-96	-129	-
公允价值	5	-1	11	-5	2	-54.0%	5	7	47.7%
投资收益	0	30	17	23	15	%	89	85	-4.6%
营业利润	358	885	896	908	331	-7.4%	2246	3021	34.5%
利润总额	362	892	908	928	326	-9.8%	2267	3054	34.7%
归母净利润	368	737	771	775	433	17.6%	1991	2717	36.5%
EPS	0.226	0.452	0.473	0.475	0.265	17.6%	1.221	1.725	36.5%
销售费用率	3.4%	2.1%	3.1%	2.1%	3.5%	0.1%	2.8%	2.6%	-0.2%
管理费用率	9.3%	6.0%	3.9%	5.5%	8.1%	-1.2%	6.5%	5.7%	-0.7%
财务费用率	1.1%	0.0%	-2.8%	-2.2%	-0.3%	-1.4%	0.4%	-1.4%	-1.8%
研发费用率	13.4%	7.5%	10.3%	8.4%	14.9%	1.5%	10.2%	10.1%	-0.1%
所得税率	11.1%	11.7%	9.0%	10.6%	-40.3%	-29.2%	6.3%	5.0%	-1.2%
毛利率	33.0%	39.8%	35.5%	35.8%	35.1%	2.1%	37.0%	36.5%	-0.5%
净利率	12.3%	18.6%	18.3%	18.2%	12.8%	0.5%	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

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	26210	31816	37762	45085
货币资金	9952	11691	13325	16225
交易性金融资产	1	1	1	1
应收票据及应收账款	10340	13401	16155	19140
预付款项	126	130	166	191
存货	5416	6257	7752	9161
其他	375	337	363	368
非流动资产	5601	5382	5117	4833
长期股权投资	238	222	227	226
固定资产	3224	3475	3397	3156
在建工程	1143	571	286	143
无形资产	606	741	840	951
商誉	69	69	69	69
长期待摊费用	9	-0	-9	-17
其他	313	304	307	306
资产总计	31811	37198	42879	49918
流动负债	12640	14172	16223	18223
短期借款	438	400	413	409
应付票据及应付账款	7657	9,902	11,704	13,806
其他	4545	3869	4107	4008
非流动负债	669	590	297	126
长期借款	40	28	-287	-451
其他	629	562	584	577
负债合计	13309	14761	16521	18349
股本	1631	1631	1631	1631
资本公积	7490	7490	7490	7490
未分配利润	7952	10836	14063	18208
少数股东权益	1100	1329	1608	1955
股东权益合计	18502	22437	26358	31569
负债及权益合计	31811	37198	42879	49918

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	-232	-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	197	-443	-29
现金净变动	1612	1739	1634	2900
现金的期初余额	8250	9952	11691	13325
现金的期末余额	9863	11691	13325	16225

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15838	19798	24153	28501
营业成本	10050	12275	14782	17328
税金及附加	69	81	100	100
销售费用	419	574	676	798
管理费用	910	1307	1884	2138
研发费用	1597	1957	2348	2818
财务费用	-221	-146	-232	-405
其他收益	104	96	98	99
投资收益	85	86	86	86
公允价值变动收益	7	6	6	6
信用减值损失	-60	-41	-48	-46
资产减值损失	-129	-118	-122	-120
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	3021	3780	4616	5749
营业外收入	51	46	48	47
营业外支出	18	16	17	17
利润总额	3054	3810	4647	5779
所得税	153	231	267	331
净利润	2901	3578	4380	5448
少数股东损益	184	228	279	347
归属母公司净利润	2717	3350	4101	5101
EPS(元)	1.72	2.01	2.46	3.06

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	23.1%	25.0%	22.0%	18.0%
营业利润增长率	34.5%	25.2%	22.1%	24.5%
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%	15.9%	16.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	41.8%	39.7%	38.5%	36.8%
流动比率	2.07	2.25	2.33	2.47
速动比率	1.62	1.78	1.83	1.95
营运能力				
资产周转率	53.9%	57.4%	60.3%	61.4%
应收帐款周转率	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	2.01	2.46	3.06
每股经营现金	1.27	0.96	1.27	1.78
每股净资产	10.44	12.67	14.85	17.77
估值比率(倍)				
PE	32.4	26.3	21.5	17.3
PB	5.1	4.2	3.6	3.0

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.xyq.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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn