

增持 (维持)

航天彩虹 (002389)

无人机业务大幅增长，推动国内国际双循环

2023年04月24日

市场数据

日期	2023-04-21
收盘价(元)	21.92
总股本(百万股)	996.99
流通股本(百万股)	926.76
净资产(百万元)	7,882.35
总资产(百万元)	9,848.60
每股净资产(元)	7.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《航天彩虹 2021 年报点评: 型号签约额创历史新高, 股权激励释放经营活力》2022-04-05

《航天彩虹 2020 年报点评: 无人机市场空间广阔, 定增储备持续发展动能》2021-04-01

《航天彩虹深度报告: 军用无人机龙头, 军贸与国内国际市场双轮驱动》2020-07-13

《航天彩虹 2019 中报点评: 航空航天业务大幅增长, 膜业务改善仍需时日》2019-08-27

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- **公司发布 2022 年年报:** 实现营业收入 38.58 亿元, 同比增长 32.40%; 实现归母净利润 3.07 亿元, 同比增长 34.76%; 扣非后归母净利润 2.70 亿元, 同比增长 55.45%; 基本每股收益 0.31 元/股, 同比增长 29.17%。加权平均净资产收益率 3.94%, 同比增加 0.62pct。
- **无人机业务大幅增长, 新材料业务应对挑战。** 2022 年, 公司无人机及相关产品业务实现营收 24.73 亿元, 同比增长 121.20%; 占总营收比 64.10%, 营收占比同比增长 25.74pct。技术服务业务实现营收 1.37 亿元, 同比下降 59.10%; 占总营收比 3.56%, 营收占比同比下降 7.94pct。背材膜及绝缘材料业务实现营收 7.41 亿元, 同比下降 7.38%; 占总营收比 19.22%, 营收占比同比下降 8.22pct。光学膜业务实现营收 4.59 亿元, 同比增长 3.38%; 占总营收比 11.90%, 营收占比同比下降 3.34pct。电容膜业务营收为 0, 公司已于 2021 年以公开挂牌形式整体处置了电容膜业务。
- **无人机业务毛利率回升。** 2022 年, 公司毛利率为 20.97%, 同比减少 3.27pct。其中, 无人机及相关产品毛利率 23.62%, 同比增长 5.77pct; 技术服务毛利率 39.20%, 同比下降 11.67pct; 背材膜及绝缘材料毛利率 10.00%, 同比下降 14.84pct; 光学膜毛利率 17.09%, 同比下降 6.46pct。
- **无人机业务国内国际双轮驱动。** 公司彩虹系列无人机已出口“一带一路”沿线 10 余个国家公司, 彩虹-4 型无人机首批入围我国军贸名牌精品工程, 彩虹-5 实现产品出海, 多款产品已装备国内。2022 年公司国外营业收入额达 10.93 亿元, 同比增加 99.45%。
- **销售商品及提供劳务关联交易金额预计保持快速增长。** 2022 年公司向航天科技集团内部成员单位销售商品及提供劳务关联交易实际发生金额为 25.02 亿元, 同比增长 112.43%, 完成度 80.72%, 同比增加 21.82pct。2023 年公司向航天科技集团内部成员单位销售商品及提供劳务关联交易预计金额为 38.00 亿元, 较 2022 年实际发生额增长 51.85%, 相较于 2022 年预计发生额(调整后)增长 22.57%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.07/5.28/6.74 亿元, 对应 PE 为 53.7/41.4/32.4 倍(2023.04.21), 维持“增持”评级。
- 风险提示: 无人机需求不及预期; 国内无人机采购价格不及预期; 膜业务盈利能力发生较大波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3858	4705	5639	6748
同比增长	32.4%	22.0%	19.8%	19.7%
归母净利润(百万元)	307	407	528	674
同比增长	34.8%	32.7%	29.8%	27.6%
毛利率	21.0%	21.7%	22.1%	22.3%
ROE	3.9%	4.9%	6.1%	7.3%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.53	0.68
市盈率	71.3	53.7	41.4	32.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

事件

- 实现营业收入 38.58 亿元，同比增长 32.40%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 34.76%；扣非后归母净利润 2.70 亿元，同比增长 55.45%；基本每股收益 0.31 元/股，同比增长 29.17%。加权平均净资产收益率 3.94%，同比增加 0.62pct。
- 2022 年利润分配方案：以 9.91 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），派发现金红利 5945.83 万元。

点评

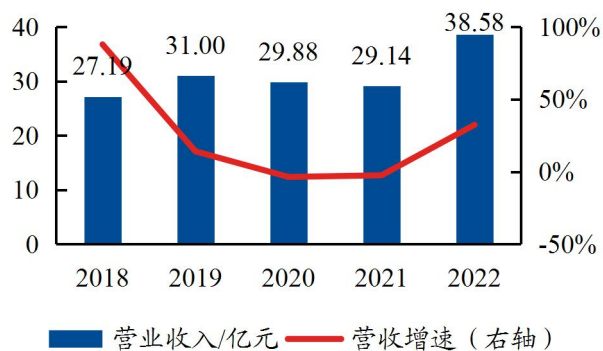
● 整体运行稳定，盈利能力进一步提升

公司主要从事无人机和新材料两大业务领域。在无人机业务领域，公司产品体系完善，中高空长航时系列产品竞争优势显著，研制出以彩虹-3、彩虹-4、彩虹-5 等为代表的一系列中高空固定翼长航时优秀无人机产品；在新材料业务领域，公司目前聚焦功能聚酯薄膜、光学膜两大业务板块，相关产品处于行业领先地位，拥有“南洋科技”“东旭成”两大自主品牌。

2022 年，公司整体经济运行稳定，相比 2021 年资产整体盈利能力进一步提升。2022 年公司实现营业收入 38.58 亿元，归母净利润 3.07 亿元，每股收益 0.31 元，同比分别增长 32.40%、34.76%、29.17%。

分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 7.24 亿元（同比+46.08%，下同）、7.42 亿元（+29.21%）、6.52 亿元（+8.50%）、17.40 亿元（+39.96%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.35 亿元（+82.34%）、0.38 亿元（-13.47%）、0.17 亿元（-26.62%）、2.17 亿元（+53.12%）。

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（亿元）

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	21.63	4.20	14.07	0.05	1.90
	Q2	22.72	6.18	20.68	0.23	8.51
	Q3	23.46	8.84	29.59	0.61	22.30
	Q4	29.67	10.66	35.66	1.84	67.28
2021	Q1	25.18	4.96	17.01	0.19	8.36
	Q2	28.04	5.74	19.70	0.44	19.16
	Q3	21.53	6.01	20.61	0.23	10.09
	Q4	23.42	12.43	42.67	1.42	62.39
2022	Q1	17.55	7.24	18.77	0.35	11.32
	Q2	15.51	7.42	19.23	0.38	12.30
	Q3	14.46	6.52	16.89	0.17	5.49
	Q4	27.16	17.40	45.11	2.17	70.89

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

● 无人机业务大幅增长，新材料业务应对挑战

2022 年，公司无人机及相关产品业务实现营收 24.73 亿元，同比增长 121.20%；占总营收比 64.10%，营收占比同比增长 25.74pct。技术服务业务实现营收 1.37 亿元，同比下降 59.10%；占总营收比 3.56%，营收占比同比下降 7.94pct。

2022 年公司无人机业务大幅增长：1) 国内军品业务快速扩大，完成多个重点项目竞标、签约和立项任务，圆满完成各型号批生产、用户验收和交付任务，交付数量创历史新高；2) 国际业务蹄疾步稳，成功与多个国外用户达成续订、增订订单或意向，销售规模和市场份额进一步扩大；3) 民品业务保持稳定，与中国电信、航遥中心等紧密合作，深耕应急救援领域、拓展无人机航空物探应用。4) CH-4 无人机完成改型研制并成功首飞、CH-5 重油型完成方案设计和平台改装、CH-7 完成缩比样机研制调试和飞行测试、CH-10 完成多项分系统方案详细设计和部分设备投产、CH-4E 完成重油型装调及飞行试验。

2022 年，公司背材膜及绝缘材料业务实现营收 7.41 亿元，同比下降 7.38%；占总营收比 19.22%，营收占比同比下降 8.22pct。光学膜业务实现营收 4.59 亿元，同比增长 3.38%；占总营收比 11.90%，营收占比同比下降 3.34pct。电容膜业务营收为 0，公司已于 2021 年以公开挂牌形式整体处置了电容膜业务。

2022 年公司新材料业务应对挑战：1) 克服国内外经济增长疲软的不利影响，下大力气开展新项目量产后的战略布局，加快开拓灯具、教育机等液晶显示市场；2)

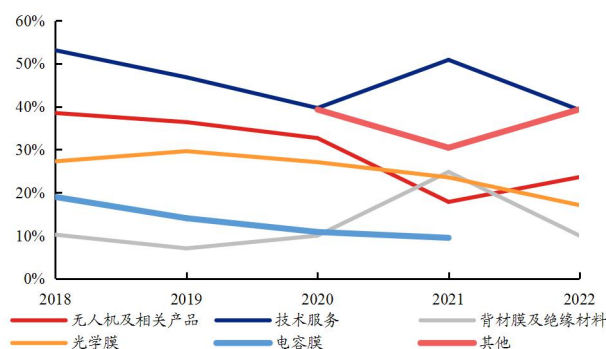
聚酯功能材料基膜业务持续巩固现有战略客户，逐步增加高端光学保护膜和离型膜的市场开发及出货量；3) 光学膜业务继续加大与三星、LG、TCL 等品牌的长期合作，开发具有战略合作意向的优质客户。

图 3、2018-2022 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、2018-2022 年公司分产品毛利率（%）



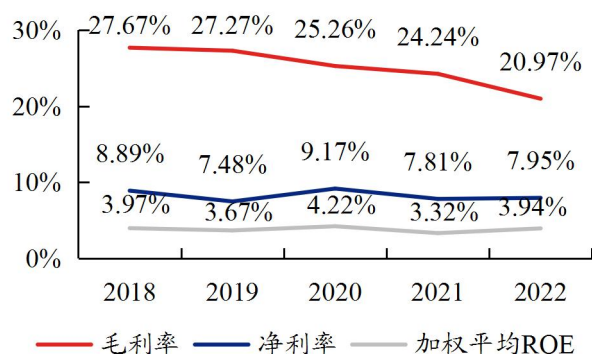
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 无人机毛利率回升，期间费用管控有效

2022 年，公司毛利率为 20.97%，同比减少 3.27pct。其中，无人机及相关产品毛利率 23.62%，同比增长 5.77pct；技术服务毛利率 39.20%，同比下降 11.67pct；背材膜及绝缘材料毛利率 10.00%，同比下降 14.84pct；光学膜毛利率 17.09%，同比下降 6.46pct。2022 年公司无人机及相关产品毛利率较明显回升，但技术服务、背材膜及绝缘材料两个板块的毛利率较 2021 年下降均超过 10pct，导致公司整体毛利率水平有所降低。

2022 年，公司期间费用总额 4.21 亿元，同比减少 10.97%；期间费用占营收比重 10.92%，同比减少 5.32pct。其中，销售费用 0.42 亿元，同比减少 1.93%，占营业收入的 1.08%，同比减少 0.38pct；管理费用 2.64 亿元，同比增加 14.96%，占营业收入的 6.83%，同比减少 1.04pct；研发费用 1.66 亿元，同比减少 11.22%，占营业收入的 4.29%，同比减少 2.11pct；财务费用-0.49 亿元，同比减少 426.83%。2022 年公司期间费用管控有效，其中财务费用的降幅较为明显，达到了 426.83%，主要是本期汇兑收益增加、利息收入增加。

图 5、2018-2022 年公司毛利率、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 6、2018-2022 年公司期间费用及期间费用率



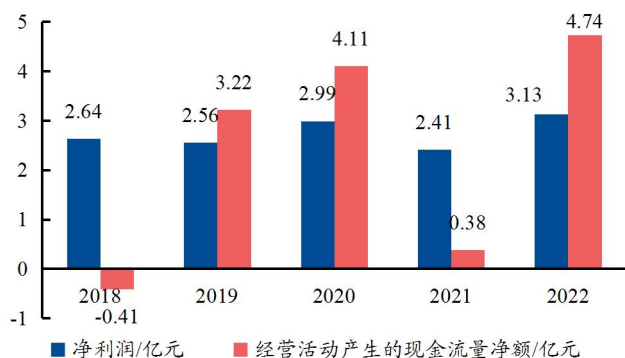
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营现金流明显改善，应收账款与存货周转率小幅回升

2022 年，公司经营活动现金流量净额为 4.74 亿元，同比增加 1,138.01%，主要原因是本期销售回款增加；投资活动现金流量净额为-6.62 亿元，同比减少 443.11%，主要原因是本期部分闲置募集资金购买的结构性存款尚未到期，同时资本性支出增加；筹资活动现金流量净额为-0.59 亿元，同比减少 107.57%，主要原因是上期收到募集资金款。

2022 年，公司应收项目合计 26.92 亿元，同比增长 11.41%，其中应收账款 18.92 亿元，同比下降 0.53%；应收账款周转率 2.03 次，同比增加 0.43 次。存货 7.92 亿元，同比增长 6.51%；存货周转率 3.97 次，同比增加 0.68 次。2022 年，受营业收入增速较快等影响，公司应收账款周转率与存货周转率有所提高。

图 7、2018-2022 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、2018-2022 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

● 无人机体系完善，储备型号足

公司无人机产品体系完善，中高空长航时系列产品竞争优势显著，目前形成了“高、中、低”空相结合，“远、中、近”程相衔接的无人机产品体系。

公司成熟产品主要包括彩虹 8 系列旋翼机/直升机、彩虹-3 中空多用途无人机、彩虹-4 中空察打一体无人机、彩虹-5 中高空长航时无人机、彩虹-804D 复合翼垂直起降无人机等，大部分获得出口立项批复，从 2004 年起实现批量出口，远销非洲、亚洲的十余个国家，整机出口数量及金额在国内领先；多款产品已装备国内，彩虹-4 型无人机首批入围我国军贸名牌精品工程，彩虹-5 实现产品出海，进一步扩大彩虹无人机在国内外市场的影响力。

图 9、公司成熟无人机产品



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在研产品主要为瞄准未来作战场景和用户实际需求开展的型号研制，包括彩虹-6 大型双发高速多用途无人机、彩虹 7 隐身无人机、彩虹-10 无人倾转旋翼机、彩虹-101 无人自转旋翼机、彩虹-817 微型攻击无人机、彩虹-805 高速隐身靶机、智能集群无人机系统以及巡飞弹等具有国际领先水平、填补国内空白的系统。

图 10、公司在研无人机产品



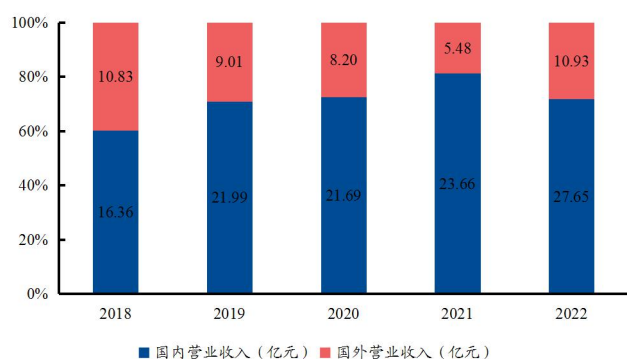
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 无人机业务国内国际双轮驱动

从国际市场看，受 2022 年国际形势冲突加剧的影响，海外部分国家对无人机及相关产品的需求迫切度显著提升，国外无人机市场整体呈现容量大、发展潜力足的特点。叠加各类无人机产品在 2022 年海外地区冲突中的优良表现，各国不同军种基于不同的作战条件，将对不同尺度、载重、速度、航时和搭载功能等参数提出更多组合需求。彩虹系列无人机系统已出口“一带一路”沿线 10 余个国家，是我国最早实现军贸出口和出口量最大的无人机产品，已累计完成上万架次的起落及 10 余万小时的战斗飞行，其优越性能和成熟度经历了高强度实战检验并取得卓越战绩，主力机型被誉为“海外反恐利器”。

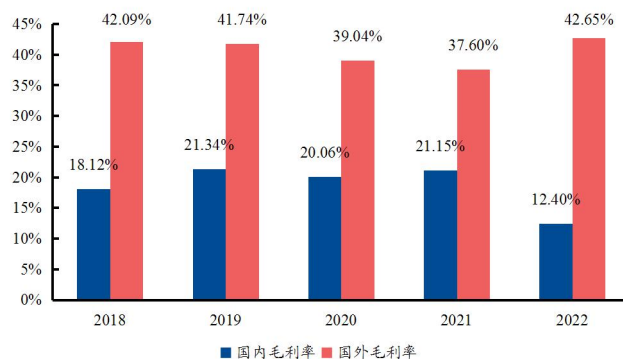
公司国外业务体量大增，保持较高毛利率水平。2022 年公司国外营业收入额达 10.93 亿元，同比增加 99.45%。近 5 年来，公司国外产品毛利率显著高于国内产品毛利率，2022 年公司国外业务毛利率达到 42.65%。

图 11、航天彩虹国内外营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、航天彩虹国内外毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

海外签约为 2023 年公司国际业务开拓奠定基础。2023 年 1 月 3 日，公司发布《航天彩虹无人机股份有限公司关于签署无人机销售合同暨关联交易的公告》，公告其与保利科技有限公司、航天气动院签署某型无人机系统及服务销售合同，合同总价约 6000 万美元。

2022 年 9 月 1 日，公司发布《航天彩虹无人机股份有限公司关于签署意向销售协议暨关联交易的公告》，公告其拟与航天长征国际贸易有限公司签署某无人机产品意向销售协议，意向协议金额约为人民币 6 亿元。

保利科技有限公司与航天长征国际贸易有限公司均是我国军贸公司。航天彩虹与两家军贸公司签署的销售合同与意向销售协议预计将为公司 2023 年的国际业务开拓奠定一定基础。

从国内市场看，受益于国防建设需要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，无人机作为现代化、智能化、消耗型武器装备，迎来大批量采购机遇。公司积极践行国家战略，推动形成国内国际双循环相互促进的新发展格局，一方面，利用彩虹无人机实用成果反哺国内装备建设，主力产品进入国内装备序列；另一方面，面向国家重大需求，统筹国土资源勘察、高分辨对地观测等重点领域产业发展和升级。

2022 年，公司前五名客户销售额合计 29.83 亿元，同比增加 71.44%，占年度销售额比例为 77.32%，同比增加 17.59pct；公司第一大客户销售额合计 25.02 亿元，同比增加 84.66%，占年度销售额比例为 64.87%，同比增加 18.36pct。航天科技集团是公司的第一大客户，与公司构成关联交易。

销售商品及提供劳务关联交易金额预计保持快速增长。2022 年公司向航天科技集团内部成员单位销售商品及提供劳务关联交易实际发生金额为 25.02 亿元，同比增长 84.66%，完成度 80.72%，同比增加 12.96pct。2023 年公司向航天科技集团内部成员单位销售商品及提供劳务关联交易预计金额为 38.00 亿元，较 2022 年实际发生额增长 51.85%，相较于 2022 年预计发生额（调整后）增长 22.57%。

表 2、公司向航天科技集团内部成员单位销售商品及提供劳务关联交易金额（亿元）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售商品及提供劳务关联交易预计金额（调整前）	14.45	18.00	20.00	23.00	38.00
销售商品及提供劳务关联交易预计金额（调整后）	14.45	23.10	20.00	31.00	
销售商品及提供劳务关联交易实际发生金额	10.30	9.76	13.55	25.02	
完成率	71.30%	54.21%	67.76%	80.72%	
公司第一大客户销售额	13.67	9.76	13.55	25.02	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 子公司彩虹公司业绩大增

2022 年子公司彩虹公司营收 24.38 亿元，同比增长 96.45%，净利润 3.30 亿元，同比增长 227.10%，净利润率 13.54%，同比增长 5.41pct。2022 年子公司神飞公司营收 2.35 亿元，同比降低 42.99%，净利润 0.07 亿元，同比降低 86.16%，净利润率 2.88%，同比降低 8.99pct。2022 年子公司南洋公司营收 8.39 亿元，同比降低 22.27%，净利润 0.01 亿元，同比降低 99.63%，净利润率 0.07%，同比降低 14.47pct。2022 年子公司东旭成公司营收 4.02 亿元，同比增长 6.01%，净利润 0.27 亿元，同比降低 45.96%，净利润率 6.59%，同比降低 6.34pct。2022 年子公司杭州南洋公司营收 0.09 亿元，同比降低 42.66%，净利润 0.02 亿元，同比降低 16.28%，净利润率 24.06%，同比增长 7.58pct。

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.07/5.28/6.74 亿元，对应 PE 为 53.7/41.4/32.4 倍（2023.04.21），维持“增持”评级。

● 风险提示

无人机需求不及预期；无人机采购价格不及预期；膜业务盈利能力发生较大波动。

表 3、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	1243	724	742	652	1740	40.0%	2914	3858	32.4%
营业成本	952	597	627	557	1268	33.1%	2208	3049	38.1%
毛利	291	127	115	94	473	62.3%	706	809	14.5%
销售费用	14	10	9	14	8	-43.2%	42	42	-1.9%
管理费用	64	61	68	63	71	10.8%	229	264	15.0%
财务费用	16	-0	-27	-28	6	-58.4%	15	-49	-426.8%
研发费用	107	18	36	24	88	-18.2%	186	166	-11.2%
资产减值	1	-1	-0	0	-51	-4360.4%	-7	-52	-
公允价值	0	0	0	0	4	-	0	4	-
投资收益	0	24	3	-0	-2	-1373.1%	-4	26	-
营业利润	160	60	43	24	231	44.7%	276	358	29.5%
利润总额	164	60	43	23	231	41.2%	277	358	29.3%
归母净利润	142	35	38	17	217	53.1%	228	307	34.8%
EPS	0.142	0.035	0.038	0.017	0.218	53.1%	0.228	0.308	34.8%
销售费用率	1.2%	1.4%	1.3%	2.2%	0.5%	-0.7%	1.5%	1.1%	-0.4%
管理费用率	5.2%	8.4%	9.2%	9.7%	4.1%	-1.1%	7.9%	6.8%	-1.0%
财务费用率	1.3%	0.0%	-3.7%	-4.3%	0.4%	-0.9%	0.5%	-1.3%	-1.8%
研发费用率	8.6%	2.5%	4.8%	3.6%	5.1%	-3.6%	6.4%	4.3%	-2.1%
所得税率	11.9%	37.8%	10.3%	23.5%	5.5%	-6.3%	13.0%	12.7%	-0.3%
毛利率	23.4%	17.6%	15.5%	14.5%	27.2%	3.7%	24.2%	21.0%	-3.3%
净利率	11.4%	4.8%	5.1%	2.6%	12.5%	1.1%	7.8%	7.9%	0.1%

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	5488	6604	7549	8792
货币资金	1480	1691	1898	2188
交易性金融资产	374	249	291	277
应收票据及应收账款	2077	2750	3209	3874
预付款项	114	156	179	217
存货	792	1095	1303	1556
其他	651	663	668	679
非流动资产	4361	4013	3719	3399
长期股权投资	0	3	2	2
固定资产	1789	1732	1618	1483
在建工程	153	76	38	19
无形资产	1110	944	789	631
商誉	538	546	544	545
长期待摊费用	6	3	0	-3
其他	766	709	728	721
资产总计	9849	10617	11268	12190
流动负债	1457	1754	1979	2299
短期借款	20	13	16	15
应付票据及应付账款	998	1,370	1,569	1,898
其他	439	371	394	386
非流动负债	332	379	383	408
长期借款	169	212	217	241
其他	164	167	166	166
负债合计	1790	2134	2362	2707
股本	997	997	997	997
资本公积	5722	5722	5722	5722
未分配利润	1209	1518	1906	2403
少数股东权益	176	182	189	195
股东权益合计	8059	8483	8906	9483
负债及权益合计	9849	10617	11268	12190

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	307	407	528	674
折旧和摊销	219	232	236	238
资产减值准备	52	32	34	42
资产处置损失	-0	0	-0	-0
公允价值变动损失	-4	-2	-3	-3
财务费用	5	-25	-1	-4
投资损失	-26	-26	-26	-26
少数股东损益	6	6	6	6
营运资金的变动	-124	-820	-487	-690
经营活动产生现金流量	474	-192	286	238
投资活动产生现金流量	-662	279	43	121
融资活动产生现金流量	-59	124	-121	-70
现金净变动	-245	211	208	290
现金的期初余额	1720	1480	1691	1898
现金的期末余额	1475	1691	1898	2188

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3858	4705	5639	6748
营业成本	3049	3683	4394	5243
税金及附加	32	31	34	38
销售费用	42	47	56	67
管理费用	264	320	355	418
研发费用	166	202	231	270
财务费用	-49	-25	-1	-4
其他收益	17	17	17	17
投资收益	26	26	26	26
公允价值变动收益	4	2	3	3
信用减值损失	7	7	7	7
资产减值损失	-52	-52	-52	-52
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	358	448	569	716
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	358	449	570	716
所得税	46	36	36	36
净利润	313	413	534	681
少数股东损益	6	6	6	6
归属母公司净利润	307	407	528	674
EPS(元)	0.31	0.41	0.53	0.68

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	32.4%	22.0%	19.8%	19.7%
营业利润增长率	29.5%	25.4%	27.0%	25.7%
归母净利润增长率	34.8%	32.7%	29.8%	27.6%
盈利能力				
毛利率	21.0%	21.7%	22.1%	22.3%
归母净利率	7.9%	8.7%	9.4%	10.0%
ROE	3.9%	4.9%	6.1%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	20.1%	21.0%	22.2%
流动比率	3.77	3.76	3.81	3.82
速动比率	3.16	3.07	3.08	3.07
营运能力				
资产周转率	39.9%	46.0%	51.5%	57.5%
应收账款周转率	198.8%	206.8%	199.5%	201.2%
存货周转率	358.7%	350.6%	329.7%	329.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.31	0.41	0.53	0.68
每股经营现金	0.48	-0.19	0.29	0.24
每股净资产	7.91	8.33	8.74	9.32
估值比率(倍)				
PE	71.3	53.7	41.4	32.4
PB	2.8	2.6	2.5	2.4

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