

增持 (首次)

超卓航科 (688237)

积极拓展军民客户，关联交易预计大增

2023年5月11日

市场数据

日期	2023-05-11
收盘价(元)	44.02
总股本(百万股)	89.60
流通股本(百万股)	18.82
净资产(百万元)	1,312.72
总资产(百万元)	1,459.15
每股净资产(元)	14.65

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 2022年公司实现营收1.40亿元,同比减少1.13%,主要是受宏观环境等因素影响,市场需求减少所致,营业收入略低于快报给出的1.48亿元;归母净利润0.59亿元,同比减少16.46%;扣非后归母净利润0.42亿元,同比减少30.66%。基本每股收益0.75元/股,同比减少28.57%;加权平均净资产收益率6.89%,同比减少11.35pct。
- 分季度看,公司2022年第四季度实现营收0.33亿元,同比减少32.15%,实现归母净利润0.10亿元,同比减少53.55%。2023年第一季度,公司实现营收6005.01万元,同比增长40.54%,环比增长83.91%;归母净利润2148.87万元,同比减少16.62%,环比增长104.93%;扣非后归母净利润1890.03万元,同比减少8.77%。
- 分产品看,2022年定制化增材制造实现营业收入0.95亿元,同比减少5.89%,占总营收比例67.94%,同比减少3.44pct,毛利率55.01%,同比减少22.48pct;机载设备维修实现营业收入0.39亿元,同比减少1.86%,占总营收比例27.75%,同比减少0.21pct,毛利率51.51%,同比增加10.71pct。公司与中航工业集团旗下某客户达成了初步合作意向,开展了某武器壳体试制工作,并与其就某武器折叠飞行舵重构进行了深入沟通与合作,并且取得了阶段性进展。
- 2022年,公司整体毛利率为53.24%,同比减少13.78pct;净利率为42.29%,同比减少7.76pct;加权平均ROE为6.89%,同比减少11.35pct。2022Q4毛利率48.14%,同比减少19.73pct,环比增加9.88pct;净利率32.11%,同比减少14.79pct,环比减少4.79pct。2023Q1毛利率45.43%,同比减少26.75pct,环比减少2.70pct;净利率35.78%,同比减少24.53pct,环比增加3.67pct。2022年,公司期间费用总额0.28亿元,同比增长13.47%,期间费用占营收的20.00%,同比增加2.57pct;其中研发费用0.15亿元,同比增长18.91%,占营业收入的10.98%,同比增加1.85pct。
- 2022年12月28日,公司公告向激励对象首次授予限制性股票,要达到公司层面业绩考核目标,2023、2024、2025年营业收入应分别不低于1.68、2.26、3.28亿元,净利润应分别不低于0.68、0.82、1.06亿元。2022年公司确认股份支付费用32.74万元;预计2023、2024、2025年摊销股份支付费用2280.04、1014.53、403.04万元
- 公司预计2023年向关联方中国航空工业集团F单位销售商品、提供劳务关联交易金额3500.00万元,较2022年实际金额大幅增长1058.90%。
- 我们根据最新财报,预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.68、0.99、1.33亿元,EPS分别为0.76、1.10、1.49元/股,对应5月11日收盘价PE为57.8、39.9、29.6倍,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:原材料价格上涨,客户需求不及预期,新品开发不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	140	253	353	458
同比增长	-1.1%	81.1%	39.7%	29.6%
归母净利润(百万元)	59	68	99	133
同比增长	-16.5%	15.4%	44.8%	35.1%
毛利率	53.2%	48.2%	45.6%	44.9%
ROE	4.6%	5.0%	6.8%	8.5%
每股收益(元)	0.75	0.76	1.10	1.49
市盈率	66.8	57.8	39.9	29.6

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 2022 年报: 实现营收 1.40 亿元, 同比减少 1.13%, 营业收入略低于快报给出的 1.48 亿元; 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比减少 16.46%; 扣非后归母净利润 0.42 亿元, 同比减少 30.66%; 基本每股收益 0.75 元/股, 同比减少 28.57%; 加权平均净资产收益率 6.89%, 同比减少 11.35pct。
- 2023 年第一季度, 公司实现营收 6005.01 万元, 同比增长 40.54%, 环比减少 5.61%; 归母净利润 2148.87 万元, 同比减少 16.62%, 环比增长 104.93%; 扣非后归母净利润 1890.03 万元, 同比减少 8.77%; 基本每股收益 0.24 元/股, 同比减少 37.47%; 加权平均净资产收益率 1.65%, 同比减少 4.26pct。
- 拟定 2022 年度不进行利润分配, 也不进行资本公积金转增股本。

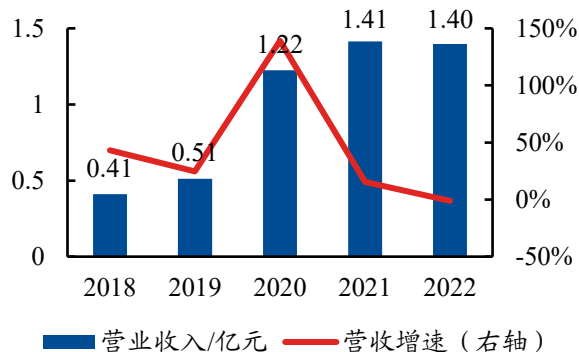
点评

● 营收同比略降

2022 年, 公司实现营收 1.40 亿元, 同比减少 1.13%, 主要是受宏观环境等因素影响, 市场需求减少所致, 营业收入略低于快报给出的 1.48 亿元; 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比减少 16.46%; 扣非后归母净利润 0.42 亿元, 同比减少 30.66%。

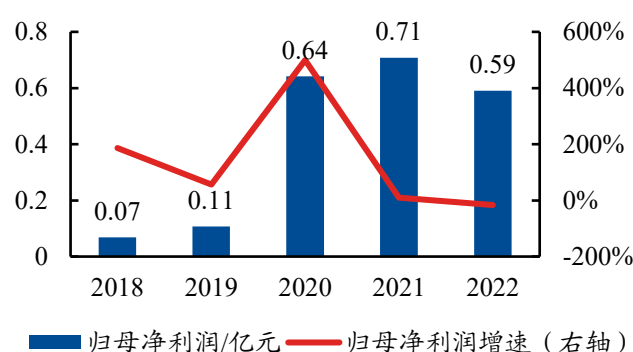
分季度看, 公司 2022 年四个季度分别实现营收 0.43 亿元 (同比+63.87%, 本段下同)、0.31 亿元 (-10.57%)、0.33 亿元 (+2.82%)、0.33 亿元 (-32.15%); 公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.26 亿元 (+67.43%)、0.11 亿元 (-43.01%)、0.12 亿元 (-13.62%)、0.10 亿元 (-53.55%)。

图 1、2018-2022 年营收 (亿元) 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 (亿元) 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

2023 年第一季度,公司实现营收 6005.01 万元,同比增长 40.54%,环比增长 83.91%;归母净利润 2148.87 万元,同比减少 16.62%,环比增长 104.93%;扣非后归母净利润 1890.03 万元,同比减少 8.77%;基本每股收益 0.24 元/股,同比减少 37.47%;加权平均净资产收益率 1.65%,同比减少 4.26pct。

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况 (亿元)

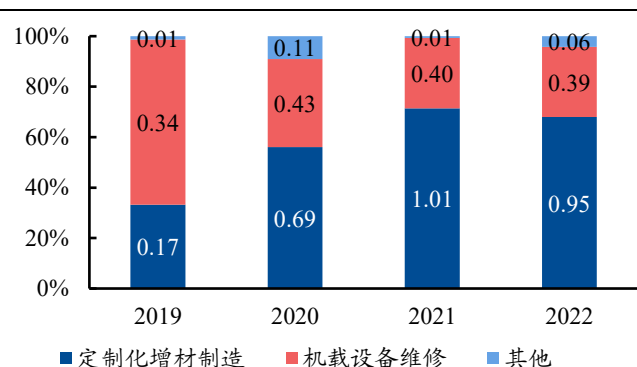
年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2021	Q1	67.16	0.26	18.45	0.15	21.76
	Q2	72.39	0.35	24.70	0.19	26.33
	Q3	59.81	0.32	22.78	0.14	19.99
	Q4	67.86	0.48	34.06	0.23	31.91
2022	Q1	72.18	0.43	30.58	0.26	43.62
	Q2	48.52	0.31	22.35	0.11	17.96
	Q3	38.26	0.33	23.70	0.12	20.67
	Q4	48.14	0.33	23.37	0.10	17.75
2023	Q1	45.43	0.60	-	0.21	-

资料来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 原材料影响定制化增材制造毛利率, 积极开拓军民客户

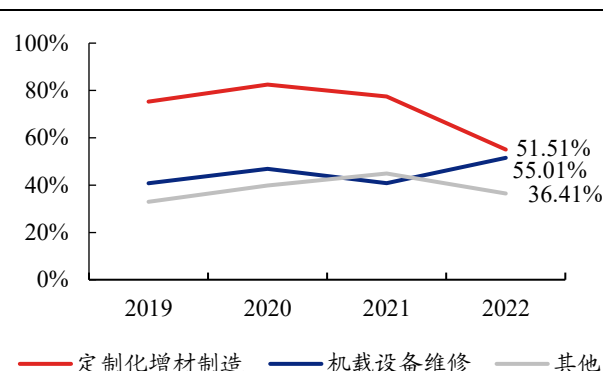
2022 年度,受宏观环境等因素影响,航空领域等市场需求有所减少。分产品看,定制化增材制造实现营业收入 0.95 亿元,同比减少 5.89%,占总营收比例 67.94%,同比减少 3.44pct,毛利率 55.01%,同比减少 22.48pct,公司定制化增材制造业务的原材料价格大幅提升等因素导致成本总额增长较大;机载设备维修实现营业收入 0.39 亿元,同比减少 1.86%,占总营收比例 27.75%,同比减少 0.21pct,毛利率 51.51%,同比增加 10.71pct;其他业务实现营业收入 0.06 亿元,占总营收比例 4.31%。

图 3、2019-2022 年分产品营收 (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 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

在定制化增材制造新业务方面,公司大力探索以冷喷涂为主的增材制造技术新的
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

应用领域，积极拓展新业务线。公司对市场、销售部门进行了重组和扩充，专注于以冷喷涂为主的增材制造技术的推广，聚焦航空领域装备、武器的制造和维修，开展军品前端市场业务，同时探索民用领域如新能源汽车、工业母机、特种建筑行业上游产品的增材制造。公司通过走访国内多地军方客户及潜在客户，对公司掌握的以冷喷涂为主的增材制造技术进行推介路演，与客户进行深入交流，挖掘客户需求。

在定制化增材制造军品前端市场，经过前期的沟通和筹备，与中航工业集团旗下某客户达成了初步合作意向，开展了某武器壳体试制工作，并已通过其合格供方审核。同时，公司与其就某武器折叠飞行舵重构进行了深入沟通与合作，针对将定制化增材制造技术应用于该部件的生产展开了研发与实验，并且取得了阶段性进展。该项业务的拓展是公司定制化增材制造技术从延寿维修领域向规模化制造领域应用的重要突破。2022年，公司募集资金投资项目的建设稳步推进，洛阳增材制造生产基地一期工程建设已接近完工，并计划于2023年全面投产，围绕着航空的“武器”与“装备”两个方向推动业务的发展。

在定制化增材制造民用领域，公司通过积极的市场拓展、客户交流，经过技术研发、产品验证等阶段，成功将冷喷涂固态增材制造技术应用于新能源汽车零部件制造、工业母机核心零部件制造等方向，部分产品已经入批量试制阶段。公司利用自身的增材制造技术优势，通过表面耐磨涂层的制备，可以有效提升辊系部件等工业母机、精整设备重要零部件的产品性能和使用寿命，深入开拓进口产品替代市场及高端市场。

机载设备维修方面，公司在继续巩固原有客户基础上，开拓了四家新的民品客户；在维修件号上，开发了二十三个有竞争力的件号并推向市场。

● 期间费用占营收比例增加

2022年，公司整体毛利率为53.24%，同比减少13.78pct；净利率为42.29%，同比减少7.76pct；加权平均ROE为6.89%，同比减少11.35pct。

2022年第四季度毛利率48.14%，同比减少19.73pct，环比增加9.88pct；净利率32.11%，同比减少14.79pct，环比减少4.79pct。2023年第一季度毛利率45.43%，同比减少26.75pct，环比减少2.70pct；净利率35.78%，同比减少24.53pct，环比增加3.67pct。

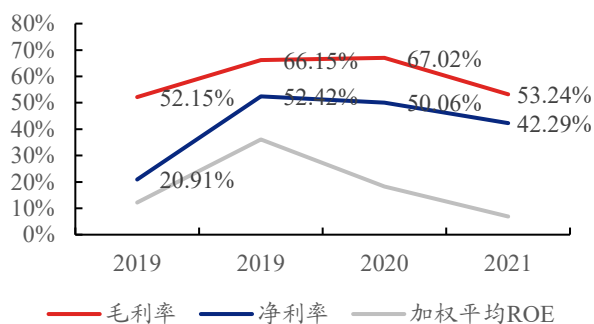
2022年，公司期间费用总额0.28亿元，同比增长13.47%，期间费用占营收的20.00%，同比增加2.57pct；其中，销售费用0.04亿元，同比增长122.91%，占营业收入的2.51%，同比增加1.40pct，主要是公司加强市场推广，参加珠海航展、服务费增加所致；管理费用0.19亿元，同比增长24.58%，占营业收入的13.58%，

同比增加 2.80pct，主要是职工薪酬增加所致；财务费用-0.10 亿元，2021 年为-0.05 亿元，2022 年较 2021 年减少 479.87 万元，占营业收入的-7.07%，同比减少 3.48pct，主要是利息收入增加所致；研发费用 0.15 亿元，同比增长 18.91%，占营业收入的 10.98%，同比增加 1.85pct，主要是公司研发活动增加、新项目前期研发投入增长所致。

2022 年，公司设立了位于广州的研究院，完成了高端人才团队搭建和增材制造设备的配备，并持续加强研发人才队伍建设；公司“先进高机动飞机延寿工程”荣获国家国防科学技术进步奖三等奖，并获得国家级专精特新“小巨人”企业认证、2022 年航空航天增材制造产业链技术突破奖等。

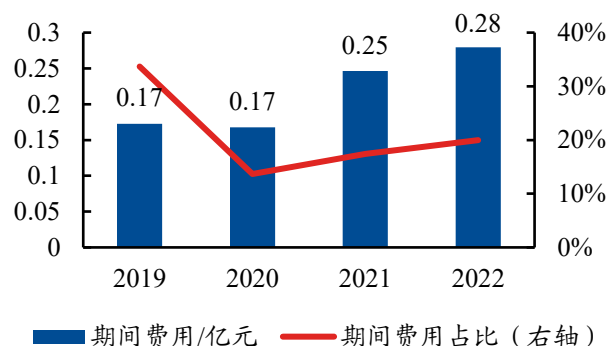
2023Q1，公司期间费用总额 611.07 万元，同比减少 6.63%，环比减少 22.17%，期间费用占营收的 10.18%，同比减少 5.14pct，环比减少 13.87pct；其中，研发费用 303.43 万元，同比增长 2.75%，环比减少 44.06%，占营业收入的 5.05%，同比减少 1.86 pct，环比减少 11.56pct。

图 5、2019-2022 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

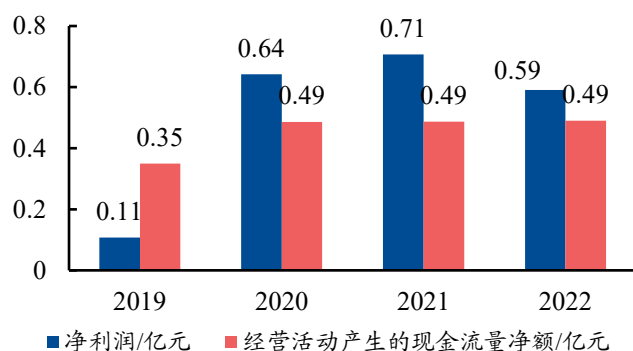
图 6、2019-2022 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例



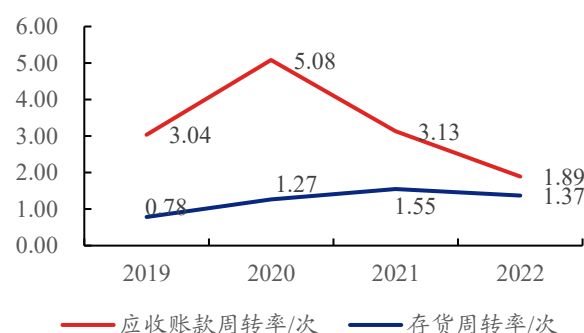
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 新增控股公司致营收账款、存货和合同负债增加

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 0.49 亿元，同比小幅增长 0.73%；投资活动现金流量净额-6.48 亿元，2021 年为-0.02 亿元，2022 年同比减少 6.46 亿元，主要系公司进行现金管理，以及募投项目及洛阳增材制造生产基地项目已投入建设所致；筹资活动现金流量净额 8.04 亿元，2021 年为-0.06 亿元，2022 年同比增加 8.09 亿元，主要系公司 2022 年完成公开发行股份募集资金所致。

图 7、2019-2022 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、2019-2022 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

截至 2022 年底，公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计 1.00 亿元，同比增长 70.10%，其中应收账款 0.89 亿元，同比增长 52.15%，主要是新增控股公司所致；应收账款周转率 1.89 次，同比减少 1.24 次；应收票据 0.06 亿元，应收款项融资 0.05 亿元，2021 年底无这两项，主要是新增控股公司所致。存货 0.66 亿元，同比增长 125.66%，主要是新增控股公司所致；存货周转率 1.37 次，同比减少 0.18 亿元。截至 2023Q1 末，存货 0.73 亿元，较 2022Q1 末增长 153.41%，较 2023 年初增长 11.37%。

截至 2022 年底，公司合同负债为 0.22 亿元，较年初大幅增长 10629.84%，主要是新增控股公司所致。截至 2023Q1 末，公司合同负债 0.25 亿元，较 2023 年初增长 15.51%。

截至 2023Q1 末，公司应交税费余额 535.23 万元，较 2023 年初减少 41.50%；现金流量表显示 2023Q1 公司支付的各项税费 1286.51 万元，同比增长 618.57%。

2022 年，新增控股公司包括襄阳嘉德机械有限公司、奈文摩尔洛阳科技有限公司、道然新能源汽车零部件（张家港）有限公司。2022 年，道然新能源汽车零部件（张家港）有限公司净利润亏损 339.56 万元；襄阳嘉德机械有限公司净利润 69.54 万元，同比减少 91.55%；上海超卓金属材料有限公司净利润亏损 413.40 万元，2021 年亏损 227.93 万元；奈文摩尔洛阳科技有限公司净利润亏损 95.15 万元。

● 预计 2023 年对航空工业集团 F 单位销售大幅增加

2022 年，公司对前五名客户销售额 7101.10 万元，占年度销售总额 50.83%；其中

前五名客户销售额中关联方销售额 0 万元。

航空工业集团下属航证科创投资持有公司 6.33% 股份，公司预计 2023 年向关联方中国航空工业集团 F 单位销售商品、提供劳务关联交易金额 3500.00 万元，较 2022 年实际金额大幅增长 1058.90%，主要是预计业务需求增加；预计对中国航空工业集团下属其他相关单位销售商品、提供劳务关联交易金额 132.74 万元，同比减少 16.96%。

● 募投项目建设有序进行

截至 2022 年底，增材制造生产基地项目累计投入募集资金 1.16 亿元，累计投入进度 52.93%；钛合金粉末的冷喷涂工艺开发项目累计投入募集资金 0.09 亿元，累计投入进度 28.52%；高性能靶材研发中心建设项目累计投入募集资金 0.16 亿元，累计投入进度 54.67%。

2022 年 12 月 28 日，公司公告向激励对象首次授予限制性股票，首次授予的限制性股票公司层面各年度业绩考核目标为：以 2022 年的营业收入为基数，2023、2024、2025 年的营业收入增长率分别为 20%、62%、134.90%；以对应前一年净利润为基数，2023、2024、2025 年的净利润增长率分别为 15%、20%、30%。据此计算，要达到公司层面业绩考核目标，2023、2024、2025 年营业收入应分别不低于 1.68、2.26、3.28 亿元，净利润应分别不低于 0.68、0.82、1.06 亿元。2022 年公司确认股份支付费用 32.74 万元；预计 2023、2024、2025 年摊销股份支付费用 2280.04、1014.53、403.04 万元。

表 2、公司 2022 年首次授予限制性股票激励摊销费用情况

年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股份支付费/万元	32.74	2280.04	1014.53	403.04

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

我们根据最新财报，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.68、0.99、1.33 亿元，EPS 分别为 0.76、1.10、1.49 元/股，对应 5 月 11 日收盘价 PE 为 57.8、39.9、29.6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨，客户需求不及预期，新品开发不及预期。

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	43	31	33	33	60	40.5%	141	140	-1.1%
营业成本	12	16	20	17	33	175.7%	47	65	40.2%
毛利	31	15	13	16	27	-11.5%	95	74	-21.5%
销售费用	0	1	1	1	1	186.9%	2	4	122.9%
管理费用	4	4	5	6	7	83.7%	15	19	24.6%
财务费用	-1	-1	-3	-5	-6	-	-5	-10	-
研发费用	3	3	4	5	3	2.7%	13	15	18.9%
资产减值	-0	-0	-0	-0	0	-	-0	-0	-
公允价值	0	0	0	1	3	-	-0	1	-
投资收益	-0	-0	0	0	-0	-	2	0	-99.3%
营业利润	30	12	7	5	24	-21.0%	78	54	-30.3%
利润总额	30	12	13	10	24	-21.3%	81	65	-20.1%
归母净利润	26	11	12	10	21	-16.6%	71	59	-16.5%
EPS	0.288	0.118	0.136	0.117	0.240	-16.6%	0.789	0.659	-16.5%
销售费用率	1.0%	3.1%	2.5%	4.0%	2.0%	1.0%	1.1%	2.5%	1.4%
管理费用率	9.5%	11.4%	15.2%	19.3%	12.4%	2.9%	10.8%	13.6%	2.8%
财务费用率	-2.1%	-2.9%	-8.8%	-15.9%	-9.3%	-7.2%	-3.6%	-7.1%	-3.5%
研发费用率	6.9%	10.5%	11.1%	16.6%	5.1%	-1.9%	9.1%	11.0%	1.9%
所得税率	14.2%	13.3%	2.4%	-2.3%	9.1%	-5.1%	13.1%	9.2%	-3.9%
毛利率	72.2%	48.5%	38.3%	48.1%	45.4%	-26.7%	67.0%	53.2%	-13.8%
归母净利率	60.3%	34.0%	36.9%	32.1%	35.8%	-24.5%	50.1%	42.3%	-7.8%

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	702	724	790	942
货币资金	338	350	307	326
交易性金融资产	112	0	0	0
应收票据及应收账款	95	185	225	294
预付款项	10	19	23	33
存货	66	110	166	221
其他	82	60	69	68
非流动资产	744	857	1073	1099
长期股权投资	4	6	5	5
固定资产	110	348	536	609
在建工程	216	158	129	65
无形资产	60	86	113	139
商誉	36	24	28	27
长期待摊费用	2	3	3	3
其他	314	232	260	250
资产总计	1446	1581	1863	2041
流动负债	84	165	353	410
短期借款	0	57	210	237
应付票据及应付账款	32	69	100	132
其他	52	38	43	41
非流动负债	70	57	61	60
长期借款	0	0	0	0
其他	70	57	61	60
负债合计	155	221	414	469
股本	90	90	90	90
资本公积	989	989	989	989
未分配利润	191	253	333	443
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1291	1359	1449	1572
负债及权益合计	1446	1581	1863	2041

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	59	68	99	133
折旧和摊销	11	22	43	58
资产减值准备	0	1	4	-0
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-1	-1	-1	-1
财务费用	0	-9	1	3
投资损失	-0	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-18	-111	-75	-104
经营活动产生现金流量	49	35	49	96
投资活动产生现金流量	-648	-90	-234	-89
融资活动产生现金流量	804	67	143	13
现金净变动	205	12	-43	19
现金的期初余额	114	338	350	307
现金的期末余额	319	350	307	326

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	140	253	353	458
营业成本	65	131	192	252
税金及附加	1	1	2	2
销售费用	4	4	4	5
管理费用	19	43	34	35
研发费用	15	25	28	31
财务费用	-10	-9	1	3
其他收益	8	8	8	8
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	54	67	101	139
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	65	75	109	147
所得税	6	7	10	13
净利润	59	68	99	133
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	59	68	99	133
EPS(元)	0.75	0.76	1.10	1.49

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-1.1%	81.1%	39.7%	29.6%
营业利润增长率	-30.3%	24.8%	49.8%	37.7%
归母净利润增长率	-16.5%	15.4%	44.8%	35.1%
盈利能力				
毛利率	53.2%	48.2%	45.6%	44.9%
归母净利率	42.3%	27.0%	27.9%	29.1%
ROE	4.6%	5.0%	6.8%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	10.7%	14.0%	22.2%	23.0%
流动比率	8.33	4.40	2.24	2.30
速动比率	7.54	3.72	1.77	1.75
营运能力				
资产周转率	14.6%	16.7%	20.5%	23.5%
应收帐款周转率	182.0%	215.7%	206.9%	232.2%
存货周转率	135.8%	147.5%	138.2%	129.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.76	1.10	1.49
每股经营现金	0.55	0.39	0.54	1.07
每股净资产	14.41	15.17	16.17	17.54
估值比率(倍)				
PE	66.8	57.8	39.9	29.6
PB	3.1	2.9	2.7	2.5

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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn