

中航证券研究所
 分析师: 张 超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562525
 邮箱: wanght@avicsec.com

中科星图 (688568) 2021 年年报点评: 新一代数字地球研发落地, “卫星导遥+” 市场 拓展有望再提速

行业分类: 国防军工

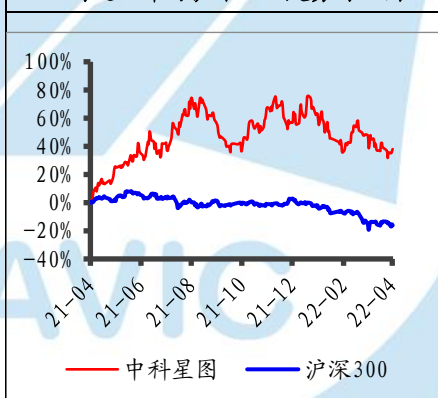
2022 年 4 月 14 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.13)	62.04
目标价格	80.00

基础数据 (2022.4.13)

上证指数	3186.82
总股本 (亿股)	2.20
流通 A 股 (亿股)	1.04
资产负债率 (2021 年末)	37.41%
ROE (2021 年摊薄)	15.36%
PE (TTM)	61.95
PB (LF)	9.52

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 4 月 13 日, 公司披露 2021 年年报, 2021 年公司营收 10.40 亿元 (+48.03%), 归母净利润 2.20 亿元 (+49.41%), 扣非归母净利润 1.50 亿元 (+22.04%), 毛利率 49.48% (-5.13pcts), 净利率 23.30% (+1.72pcts)。

➤ 投资要点:

● 军民市场拓展成果显著, 毛利率下降不改公司业绩快速增长趋势

报告期内, 受益于公司营销网络的升级, 基于集团化架构兼顾了行业拓展和区域市场覆盖, 同时加强细分市场开拓力度并在产业链延展、核心技术积累、应用拓展以及生态布局上取得了显著成绩, 公司营业收入 (10.40 亿元, +48.03%) 延续了近三年以来的快速增长。而公司毛利率 (49.48%, -5.13pcts) 出现下降, 从公司外协成本 (2.78 亿元, +82.59%) 出现高速增长来看, 我们认为可能与公司部分产品在相关产业链的延伸拓展有关。同时, 公司归母净利润 (2.20 亿元, +49.41%) 增速基本与营收增速同步, 净利率 (23.30%, +1.72pcts) 有所提升, 我们认为主要与公司三费率 (18.63%, -0.46pcts) 有所下降, 且政府补助 (0.56 亿元, +304.58%) 大幅提升等因素有关。

从产品上看, 公司主要产品为 GEOVIS 技术开发与服务、GEOVIS 一体机产品销售、系统集成、GEOVIS 软件销售与数据服务。

报告期内, 公司 GEOVIS 技术开发与服务业务收入 (7.83 亿元, +47.31%)、GEOVIS 软件销售与数据服务收入 (0.89 亿元, +119.32%) 及系统集成业务收入 (1.15 亿元, +143.43%) 均实现翻番, 我们认为主要原因系公司业务规模扩大, 产品订单持续增长所致。而公司 GEOVIS 一体机产品销售收入 (0.52 亿元, -37.01%) 有所下降, 主要系“十四五”开局之年, 部分一体机项目尚在申请阶段所致。

公司产品的应用领域也可以分为特种领域以及民用领域 (包括智慧政府、气象生态、企业能源及其他领域)。

报告期内, 公司民用领域收入 (4.89 亿元, +112.44%) 翻番, 占总收入的比例 (37.73%, +8.49pcts) 显著提升, 特别是智慧政府收入 (2.37 亿元, +105.68%) 与气象生态领域收入 (0.91 亿元, +107.26%) 均出现大幅增长, 体现出公司数字地球业务在民用领域的拓展取得了较大的进展。与此同时, 公司特种领域整体收入 (6.48 亿元, +30.27%) 也延续了快速增长趋势, 特别是其中的航天测运控领域收入 (0.97 亿元, +289.30%) 大幅增长, 而智慧政府领域毛利率 (42.72%, -5.55pcts) 与航天测运控领域的毛利率 (54.87%, -12.51pcts) 下滑明显, 我们

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

认为可能是以上两个领域，在拓展力度加大进而收入大幅增长的同时，外协成本出现大幅增长所致。

整体来看，我们认为，报告期内，公司产品在军民市场拓展成果显著，特别是民用领域收入的大幅提高是公司全年收入维持快速增长的主要原因。在未来公司在部分遥感领域市场的拓展过程中，受到对细分多样化遥感数据采购规模的增长或者产业链拓展引起相关业务成本的提升影响，导致部分业务毛利率的波动是大概率事件，但我们判断，在收入快速增长的背景下，毛利率的下降对公司整体利润快速增长的大趋势影响有限。

● 拟通过定增实现数字地球线上运营，云服务有望奠定公司中长期快速发展基石

2021年11月，公司公告，拟通过向特定对象发行股票募集资金总额不超过15.50亿元，用于GEOVIS Online在线数字地球建设项目及补充流动资金，其中，公司拟投入募集资金13.00亿元用于GEOVIS Online在线数字地球建设项目，该项目具体包括GEOVIS Online研发中心建设、智能数据工厂建设和在线数字地球研发等，项目建设期4年，项目目标包括实现数字地球产品的国产化替代，建设具有国际竞争力的在线数字地球产品；实现公司数字地球产品的线上运营，提供全球服务和运营能力；2028年底前实现不低于2亿的注册用户，成为国内用户规模最大、体验最佳的在线数字地球服务入口。

我们认为，数字地球从概念上看，融合了包括卫星“通导遥”等卫星应用技术，是卫星应用产业与传统产业进行数字化融合过程中的基础工具，公司通过本次募投项目，将公司积累的数字地球产品由线下向线上进行布局，对数字地球应用领域的拓展将起到重要的影响，而从项目建设期及公司目标来看，我们判断，数字地球云服务是公司对于数字地球业务中长期发展上的布局，对公司业绩产生的积极影响预计在“十四五”中后期才会逐步体现在公司利润表中。

● 公司费用管控能力较强，多个财务数据显示公司在手订单充足

费用方面，报告期内，公司三费率（18.17%，-0.46pcts）有所下降，体现出了公司在拓展市场过程中，对费用管控能力较强。其中，财务费用率（-0.85%，-0.80pcts）下降明显，主要系利息收入增加所致。而公司研发费用（1.42亿元，+59.97%）增长明显，主要系公司持续增加研发投入，提升产品竞争力，持续加大GEOVIS 6数字地球等产品研发投入所致。而从公司研发人员数量（739人，+31.49%）快速增长来看，公司当前仍处于快速成长阶段。报告期内，公司围绕大数据与可视化、人工智能、云计算与高性能计算、空天大数据处理、空天大数据应用、北斗数据引接及应用等方向新增申请知识产权188项，其中发明专利申请22项，软件著作权86项；新增获得知识产权170项，其中发明专利15项，软件著作权86项，从公司报告期内在研项目投入1.59亿元，累计投入2.02亿元，占公司预计总投资规模的14.50%，我们判断，未来公司研发投入规模还将保持在较高增长水平，这也是公司数字地球业务在下游应用市场拓展中维持竞争力的保障。

现金流量方面，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额（1.67亿元，+110.13%）大幅增长，主要原因系公司加大应收款项催收力度，强化日常资金管控所致；公司投资活动产生的现金流量净额（-0.98亿元，较2020年下降0.73亿元）有所下降，主要系公司支付的投资款较去年同期大幅增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额（0.88亿元，-88.15%）下降明显，一方面系公司2021年无新增募集资金到账所导致的减少，另一方面系公司支付的分红款较去年同期大幅增加所致。

其他财务数据方面，报告期末，公司存货（1.67亿元，+68.52%）显著增长，其中库存商品（0.49亿元，+525.61%）大幅增长、合同履约成本（1.15亿元，+25.30%）也有所提高，同时，公司在2021年12月披露与特种领域业务相关的销售合同，总金额达到5.07亿元，其中截止报告期末，已收到合同款0.84亿元，我们认为，以上数据表明公司当前在手（或意向）订单较为充足，在公司特种领域以及民用领域业务快速拓展背景下，未来将持续兑现至利润表。

● “**导遥一体**”新一代数字地球时空引擎完成研发，奠定公司“十四五”快速发展基石

公司是中国科学院空天信息创新研究院投资的国有控股高新技术企业，作为国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，公司长期专注数字地球行业，持续研发数字地球相关产品和核心技术，陆续推出 GEOVIS 数字地球基础软件系列产品，并在此基础上，形成以**特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务**六大板块业务为核心的 GEOVIS 数字地球应用软件系列产品，为政府、企业、特种领域以及大众等用户提供**软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品**，以及**系统集成**等业务。

公司的软件与数据服务业务，主要包含数字地球基础软件平台、数字地球应用软件平台和数据产品。其中，数字地球基础软件平台是公司核心软件产品，其以遥感测绘数据为基础框架数据，基于统一的时空基准重建三维虚拟地球框架模型，为各类行业应用提供基础数据支撑和共性服务支撑；同时，公司根据行业需求，承载融合各行业空间信息、扩展行业应用，打造行业专属的应用软件平台，直接为用户销售成套软件产品；数据服务，是公司依靠自主研发的处理软件将基于原始数据处理后的数据产品销售给用户。

技术开发与服务，是公司基于数字地球相关产品和核心技术，针对特定用户的定制化需求，通过采购第三方插件、与第三方软硬件进行适配等，为用户提供满足其需求的定制化应用系统。

一体机产品销售，是公司针对客户对数字地球产品的软硬件一体化需求，通过将数字地球软件产品装载在专用硬件产品中，为用户提供快速交付的一体机产品。

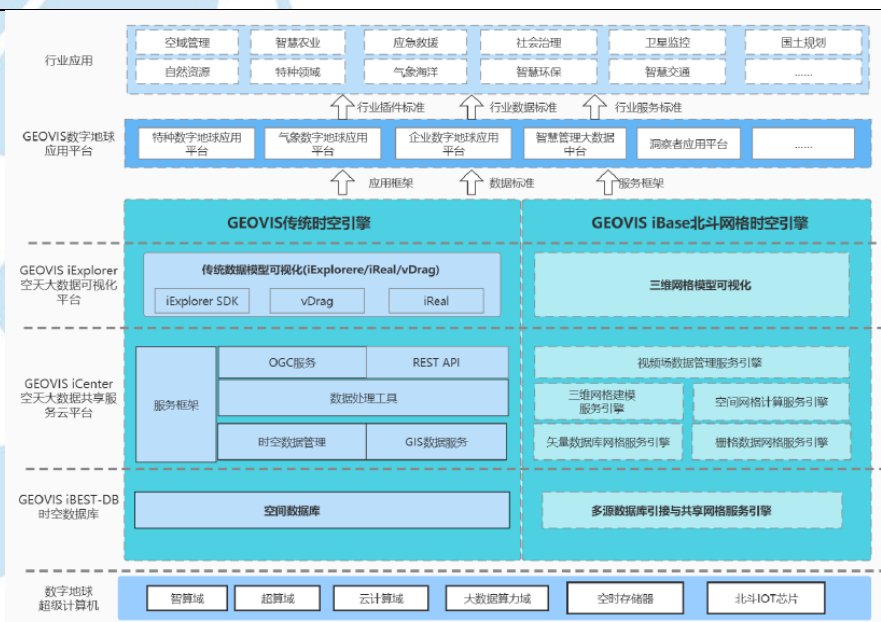
公司系统集成业务主要是出于为维系部分客户业务，提供基于第三方软硬件的系统集成业务。

总体来看，公司四大业务核心竞争力的核心在于 GEOVIS 数字地球基础软件平台以及 GEOVIS 数字地球应用软件平台。

① GEOVIS 数字地球基础软件平台

GEOVIS 数字地球基础软件平台方面，报告期内，公司研发了新一代数字地球 GEOVIS iBASE 北斗网格时空引擎，打造了“北斗为体、高分为象”的新一代数字地球 GEOVIS 6，为打造更为丰富的数字地球产品形态和应用模式提供了基础，为我国自主可控数字地球生态构建提供了助力。

图 1：公司 GEOVIS 6 产品体系



资料来源：公司年报，中航证券研究所

其中，数字承载方面，公司打造形成了自主可控的 GEOVIS iBEST-DB 时空数据库 V6.0，而 GEOVIS iCenter 空天大数据共享服务平台 V6.1，作为数字地球网格引擎对外统一服务输出，提供数字地球时空大数据的引接、存储、组织、分发、共享、分析等能力，可为新一代数字地球各行业应用提供稳定、高效的

数据服务和应用支撑服务。

数据处理方面，公司研制了 GEOVIS iFactory 空天大数据智能处理平台 V6.1，形成了海量多源异构影像数据的筛选、组织以及数据处理的调度平台，同时，构建了集空天数据引接、在线计算、在线编辑、成果发布一体化的 GEOVIS iBrain 空天大数据智能解译平台 V6.0。

数据可视化方面，开发了 GEOVIS iExplorer 空天大数据可视化平台 V6.1，面向中宏观场景开发者，研制了拖拽式数字地球低代码开发平台；面向精细化场景开发者，研制 GEOVIS iReal 视景仿真可视化引擎 V6.0；面向内容生产者，研制了 GEOPPT 时空场景编辑器产品，同时，借助云原生技术实践了从线下数字地球到在线数字地球的技术探索，为 GEOVIS Online 在线数字地球的研发积蓄了深厚的技术储备。

数据方面，构建了“基础数据+专题数据”空天大数据体系，形成了数字地球数据标准规范，可作为建设数字孪生、数字地球时空大数据标准体系的基础。同时，形成新一代 GEOVIS iDataBox 时空大数据云盒产品，以“数据+软件+硬件”的产品形态，提供全面、精准、轻量的多源时空大数据产品及服务，可实现二、三维平台地图框架模型的快速搭建、并满足灵活更新的数据需求，为各行业的业务应用提供轻便高效的数据服务。

② GEOVIS 数字地球应用软件平台

报告期内，公司不断丰富和拓展数字地球产品的应用领域，在应用软件平台中不断扩展应用插件，在原有特种领域、气象、交通、商业航天等行业的基础上，进一步增强了农业、林业、应急等民用市场以及大众等方向的布局。

具体产品包括面向农业、应急、交通、水利、林草和智慧城市等行业应用，基于 GEOVIS 6 数字地球基础平台，打造“GEOVIS+智慧管理”产品线；面向气象、海洋、环境等行业应用，构建了气象观测设备研发生产、软件技术开发和专业信息服务的闭环产品体系；面向航天测运控系统与服务领域，基于 GEOVIS 6 数字地球基础平台，研制了洞察者-空间信息分析平台；面向特种领域应用，基于 GEOVIS 6 数字地球基础平台，开发了特种数字地球应用平台；面向企业应用，在 GEOVIS 6 数字地球基础平台的基础上，根据线性资产管理企业（如石油、燃气、电力等）的需求，开发了 GEOVIS 企业数字地球应用平台；面向大众应用，公司正在基于自主的数字地球理论、自主的空间基础设施、自主的数字地球软件和自主的 IT 基础设施，研制 GEOVIS Online 在线数字地球产品，将向大众用户提供更智能、更精准、更高效的数字地球应用。

我们认为，供给侧方面，GEOVIS 数字地球基础软件平台以及 GEOVIS 数字地球应用软件平台是公司主营业务的核心基础，公司在该领域的研发进展，对公司未来各业务领域的收入以及利润规模的提升方面影响重大。2021 年，公司打造了“北斗为体、高分为象”的新一代数字地球 GEOVIS 6，并在此基础上开发了新一代 GEOVIS 数字地球基础软件平台，以及面向行业应用的 GEOVIS 数字地球应用软件平台。我们判断，GEOVIS 6 数字地球项目研发的完成，将为公司四大产品线，六大下游应用市场快速拓展奠定了基础，也将是公司“十四五”期间业绩持续快速增长的核心保障。

需求侧方面，公司数字地球业务位于我国卫星导航与遥感下游应用领域，从上游来看，2021 年，我国发射遥感卫星数量超过 60 颗，较 2020 年的 34 颗接近翻倍，而在未来，仍有大量遥感卫星星座有望开始建设。卫星遥感产业上游遥感卫星发射领域的高度景气，充分印证了当前卫星遥感领域下游应用市场增长的预期较高。而北斗导航领域，随着北斗三代导航的市场推广拓展，北斗导航应用市场增速也有望进一步提升。

具体到公司产品应用的各项领域中，特种领域方面，公司产品与军工信息化及智能化密切相关，有望伴随“十四五”期间军工信息化及智能化进入高速成长期；民用领域方面，伴随我国多个地理信息产业政策的出台及具有北斗三号导航系统的正式使用，我国地理信息产业正向高质量发展转变，我国“卫星导航+”下游应用市场规模的增长有望加速，同时，伴随中美关系的变化，地理信息产品自主可控，国产替代的进程也有望提速。在此背景下，我国市政、气象、资源以及其他商用卫星测运控领域的市场需求有望快速提

升。

综上，我们判断，在公司产品所处卫星导航、遥感应用市场需求侧快速增长的外部环境下，公司内部供给侧数字地球产品技术水平的不断提升，将促使公司进入一个业绩持续快速增长的阶段。

● 推行集团化战略及营销服务网络建设，公司各下游应用板块市场的拓展进程有望再提速

2021 年，基于公司集团化发展的战略，依托“营销服务网络建设项目”的实施，公司进行了营销网络的升级，将大区 and 办事处为主体的营销网络，转变为以北京、西安、青岛、合肥四个管理总部为核心，38 家参控股分子公司为主体，全国 20 多个办事处为补充的集团化架构。同时，公司已形成以特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务六大板块为核心的集团化发展态势。并针对专业领域形成专业子公司。

我们认为，目前来看，在公司集团化战略的推行以及 IPO 募集项目中营销服务网络建设项目的落地下，六大下游应用领域有望实现更为细分具体的个性化管理，各下游应用板块市场的拓展进程也将再提速。

投资建议

我们认为，公司背靠中国科学院空天信息创新研究院，是国内较早从事数字地球产品研发与产业化的企业，在以 GEOVIS 数字地球产品为核心的各项业务中具有较强的技术竞争力，具体观点如下：

① 2021 年公司民品领域收入大幅提升，军品收入快速增长，未来伴随公司集团化战略以及营销体系的持续发力，公司产品应用领域及产业链位置的不断拓展延伸，公司收入有望维持快速增长，而部分业务盈利能力的波动是大概率事件，但对公司整体利润的快速增长的影响有限；

② 在公司产品所处卫星导航、遥感应用市场需求侧快速增长的外部环境下，公司内部供给侧数字地球产品技术水平的不断提升，将共同促使公司进入一个业绩持续快速增长的阶段；

③ 尽管公司定增募投项目中，数字地球云服务在短期内对公司业绩的影响可能较小，但如果项目进展顺利，将有望快速提升公司业务覆盖领域的拓展速度，为公司业绩中长期维持快速增长奠定基础；

④ 2020 年股权激励的开展将有助于激发创新活力，促进公司中长期战略目标的实现；

⑤ 在公司集团化战略的推行以及 IPO 募集项目中营销服务网络建设项目的落地下，六大下游应用领域有望实现更为细分具体的个性化管理，各下游应用板块市场的拓展进程也将再提速。

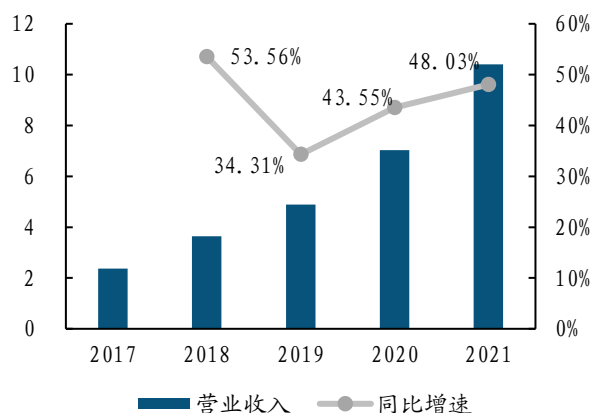
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 13.92 亿元、18.35 亿元和 23.92 亿元，归母净利润分别为 2.69 亿元、3.41 亿元、4.49 亿元，我们给予目标价格 80.00 元，对应 2022-2024 年的 PE 为 65 倍、52 倍、39 倍。

● 风险提示：公司毛利率可能存在波动性，卫星应用下游市场竞争加剧，公司下游市场拓展不及预期。

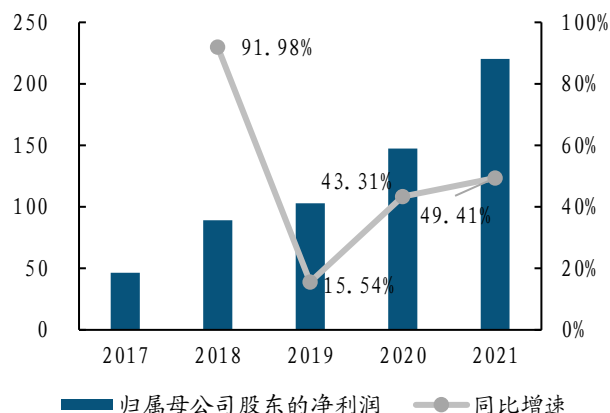
● 盈利预测：

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	702.54	1039.95	1392.12	1834.84	2391.67
增长率 (%)	43.55	48.03	33.86	31.80	30.35
归属母公司股东净利润	147.45	220.31	269.24	340.94	449.34
增长率 (%)	43.31	49.41	22.21	26.63	31.79
每股收益 (EPS) (元)	0.78	1.00	1.22	1.55	2.04

数据来源：WIND，中航证券研究所（注：未考虑公司定增落地带来的股本摊薄）

● 2017-2021 年公司年报主要财务数据
图 2: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

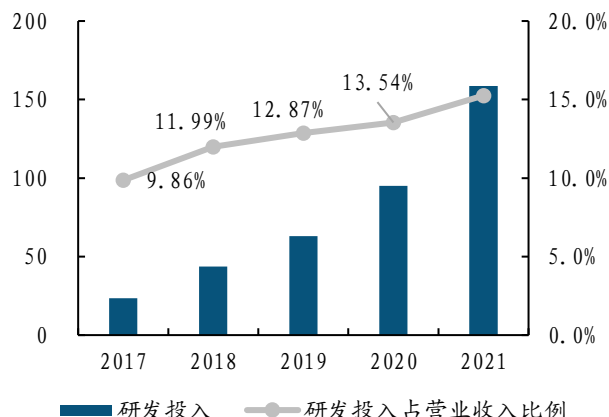
图 3: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 4: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

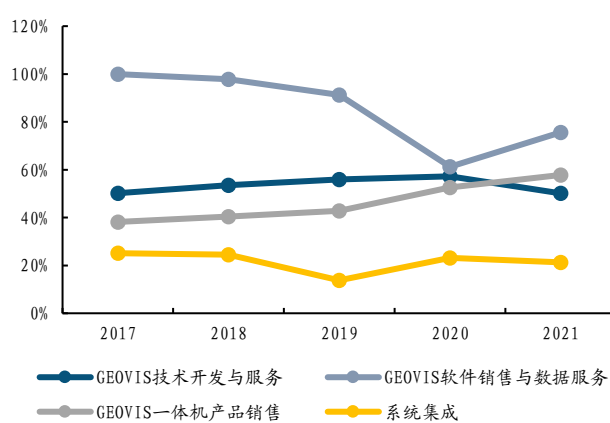
注: 表中管理费用包含研发费用

图 5: 公司年报研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司年报收入结构 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 7: 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1039.95	1392.12	1834.84	2391.67
减：营业成本	525.36	731.87	999.74	1327.51
营业税金及附加	2.30	2.78	3.30	4.78
销售费用	100.16	119.72	156.70	196.36
管理费用	239.64	245.71	299.08	370.71
财务费用	-8.87	-10.84	-14.08	-17.20
资产减值损失	-19.55	10.00	8.00	5.00
加：投资收益	4.12	4.50	4.50	4.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.28	297.38	386.59	509.00
加：其他非经营损益	58.50	13.30	13.04	13.13
利润总额	261.78	310.68	399.63	522.13
减：所得税	19.50	24.55	31.11	40.56
净利润	242.27	286.14	368.52	481.57
减：少数股东损益	21.97	16.89	27.59	32.24
归属母公司股东净利润	220.31	269.24	340.94	449.34
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1068.66	1176.85	1345.67	1675.57
应收和预付款项	707.43	840.84	1046.30	1270.90
存货	167.25	234.08	333.05	446.15
其他流动资产	202.43	4.05	6.23	7.74
长期股权投资	19.45	19.45	19.45	19.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	29.50	263.27	476.15	665.85
无形资产和开发支出	92.47	90.86	89.24	87.62
其他非流动资产	75.94	101.22	128.78	157.64
资产总计	2363.14	2730.62	3444.87	4330.92
短期借款	140.45	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	467.09	664.35	896.55	1190.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	276.60	301.15	414.67	525.23
负债合计	884.14	965.49	1311.22	1715.69
股本	220.00	220.00	220.00	220.00
资本公积	769.57	769.57	769.57	769.57
留存收益	444.85	714.10	1055.04	1504.37
归属母公司股东权益	1434.42	1703.66	2044.60	2493.94
少数股东权益	44.58	61.47	89.05	121.29
股东权益合计	1479.00	1765.13	2133.66	2615.23
负债和股东权益合计	2363.14	2730.62	3444.87	4330.92
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	166.95	420.30	328.25	488.20
投资活动现金流净额	-97.93	-270.50	-273.50	-275.50
筹资活动现金流净额	87.64	-41.62	114.08	117.20
现金流量净额	156.67	108.19	168.82	329.90

数据来源：WIND，中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用，且未考虑公司定增落地带来的股本摊薄

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。