

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：S0640520090001
 分析师：宋子豪
 证券执业证书号：S0640520080002
 邮箱：wanght@avicsec.com

军工行业周报：

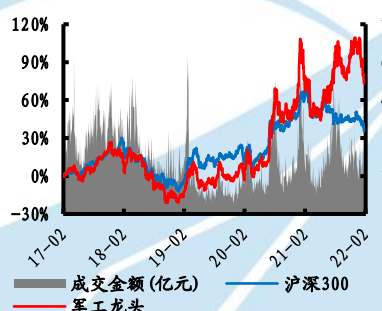
年初跌幅第一，基金持续加仓，军工集团工作会议彰显增长定力

行业分类：军工

2022 年 2 月 6 日

行业投资评级	增持
基础数据 (2022. 02. 04)	
中证军工龙头指数	3835. 26
近三周涨跌幅	-7. 61%
军工行业 PE	59. 32
军工行业 PB	3. 58

近五年中证军工龙头指数走势对比图



资料来源：Wind，中航证券研究所

近五年军工行业 PE-band



资料来源：Wind，中航证券研究所

近三周行情

国防军工（申万）指数（-8.50%），行业（申万）排名（27/31）；

上证综指（-4.54%），深证成指（-5.81%），创业板指（-6.75%）；

涨幅前五：观想科技（+14.78%）、天奥电子（+11.07%）、派克新材（+8.19%）、晨曦航空（+7.46%）、智明达（+4.72%）；

跌幅前五：ST 凯乐（-26.71%）、宝钛股份（-23.59%）、华力创通（-21.25%）、*ST 华讯（-20.78%）、利君股份（-20.78%）。

重要事件及公告

1 月 12 日至 13 日，中国兵器装备集团有限公司以视频方式召开 2022 年工作会议。披露 2021 年“三个倍增”年度核心指标全部达成，营业收入同比增长 20.7%，利润总额同比增长 12.8%，全员劳动生产率同比增长 32%，“两利四率”指标全面完成，为“十四五”目标实现奠定了坚实基础。

1 月 14 日，中国电科在京召开 2022 年度工作会议，会议披露 2021 年集团经营绩效创出历史新高。

1 月 17 日，中国航发召开 2022 年工作会议，会议披露 2021 年集团经济运行水平得到新提高。

1 月 18 日，航空工业集团旗下中航无人机自主研制“翼龙”-1E 无人机顺利完成首飞。

1 月 18 日，由银河航天自主研制的 6 颗低轨宽带通信卫星正式出厂，这是我国首次批量研制低轨宽带通信卫星。该批卫星目前已运抵发射场，将于 2022 年一季度择机发射。发射成功后，将构建卫星互联网试验网络，可实现单次 30 分钟以上的连续通信服务。

1 月 18 日，广联航空公告，公司正在筹划向不特定对象发行可转换公司债券事项。

1 月 20 日，中天火箭公告，公司拟通过公开发行可转债，募集资金总额不超过 4.95 亿元，扣除发行费用后，将用于投资大尺寸热场材料生产线产能提升建设项目（二期）、军品生产能力条件补充建设项目和补充流动资金。

1 月 20 日，中核集团召开 2022 年度工作会议，会议披露 2021 年全年集团实现营业收入同比增长 9.6%、利润总额同比增长 12.37%、净利润同比增长 10.75%。

1 月 21 日，中国航天科技集团有限公司在京召开 2022 年度工作会，披露了航天科技集团 2021 年经营质量效益稳步提升，全年保持经济运行平稳有序，

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

实现利润总额同比增长 7.5%，营业收入同比增长 5.2%。

1 月 21 日，美国“联邦纪事”网站发布文件称，美政府决定于当地时间 1 月 21 日，以从事导弹技术扩散活动为由，宣布对中国航天科技集团一院、中国航天科工集团四院及保利科技公司三家企业实施制裁。

1 月 25 日，航天科工集团在京召开 2022 年工作会，会议披露 2021 年集团企业经营效益持续增长，净利润、利润总额、营业收入利润率实现预期目标。

1 月 25 日，中国船舶集团召开 2022 年度工作会议，披露三大造船指标位居世界第一，实现利润总额同比增长 24.5%、净利润同比增长 27.7%，经济效益创历史最好水平。

1 月 25 日，中国电子信息集团在深圳召开 2022 年工作会议。会议披露 2021 年集团在经营业绩上取得了前所未有的历史性突破。

1 月 25 日，湘电股份公告，公司拟通过非公开发行募集资金总额不超过 30.00 亿元（含本数），扣除发行费用后拟用于车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设、轨道交通高效牵引系统及节能装备系列化研制和产业化建设、收购湘电动力 29.98% 股权和补充流动资金。

1 月 25 日，康达新材公告，公司全资子公司康达供应链拟与天津科创签署《股权转让协议》，拟以人民币 0.18 亿元的价格，向天津科创出售康达供应链持有的易远通 60% 的股权，以集中优势资源，进一步聚焦主业，提升行业竞争力，提高公司资产运营效率，降低管理成本。本次交易完成后，康达供应链将不再持有易远通的股权。

1 月 25 日，北摩高科公告，公司董事会授权公司经营层启动分拆京瀚禹至境内证券交易所上市的前期筹备工作。

1 月 26 日，迈信林公告，公司拟实施股权激励，授予 12 名激励对象的限制性股票 224.00 万股，约占总股本的 2.00%，股票授予价格为 12 元/股。

1 月 26 日，大立科技公告，公司拟通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司部分股份。按回购价格上限 25.00 元/股（含）进行测算，预计回购股份约占公司目前已发行总股本的 0.33%-0.67%，回购的股份用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。

1 月 26 日，光启技术公告，公司于近日收到下属全资子公司光启尖端的通知，光启尖端于 2022 年 1 月 24 日与客户 A 签署了《采购商务合同》，将向客户 A 提供某大型复杂超材料结构件产品，合同含税金额为 19.87 亿元。

1 月 26 日，湖北超卓航空科技股份有限公司（简称“超卓航科”）IPO 获通过。公司拟在上交所科创板上市，募集资金 2.79 亿元，用于增材制造生产基地项目、钛合金粉末的冷喷涂工艺开发项目、高性能靶材研发中心建设项目。

1 月 27 日，兵器工业集团召开 2022 年度工作会议，会议披露集团 2021 年全年实现利润总额 226.3 亿元、同比增长 15.5%，净利润 178 亿元、同比增长 17.2%，经济增加值同比改善 23.5%，实现营业收入 5269 亿元、同比增长 7.5%。

1 月 27 日，上交所发布科创板上市委员会 2022 年第 7 次审议会议结果，观典防务转板上市获通过。观典防务（主营业务为无人机飞行服务与数据处理和无人机系统及智能防务装备的研发、生产与销售）将成为北交所设立

后首家转板公司。

1月28日，国务院新闻办公室发布了《2021中国的航天》白皮书。白皮书指出，未来五年，中国将继续实施月球探测工程；将继续实施载人航天工程，发射“问天”实验舱、“梦天”实验舱、“巡天”空间望远镜以及“神舟”载人飞船和“天舟”货运飞船，全面建成并运营中国空间站，打造国家太空实验室，开展航天员长期驻留、大规模空间科学实验、空间站平台维护等工作。

1月28日，新雷能公告，公司拟向特定对象发行A股股票数量不超过7,000万股，募集资金总额不超过15.81亿元。用于投资特种电源扩产项目、高可靠性SiP功率微系统产品产业化项目、5G通信及服务器电源扩产项目、研发中心建设项目以及补充流动资金。

1月29日，华测导航公告，公司拟开展激励计划，拟向激励对象（公司董事兼副总经理，1人）授予不超过370万股限制性股票，约占公司总股本的0.98%，股票授予价格为35元/股。

1月30日，中瓷电子公告，公司拟向中国电科十三所发行股份购买其持有的氮化镓通信基站射频芯片业务资产及负债，拟向中国电科十三所、慧博芯盛、慧博芯业发行股份购买其合计持有的博威公司100%股权，拟向中国电科十三所、数字之光、智芯互联、电科投资、首都科发、顺义科创、国联之芯、国投天津发行股份购买其合计持有的国联万众100%股权。同时公司拟非公开发行股份募集配套资金，用于标的公司符合相关行业政策的项目建设、上市公司或标的公司补充流动资金等。本次交易完成后，上市公司将新增氮化镓通信基站射频芯片与器件、碳化硅功率芯片及其应用业务。

投资建议

2022年投资策略请关注2022年1月21日研究报告：《2022年军工行业投资策略：风卷红旗过大关》。

一、核心观点

受美联储货币政策收紧预期的明显抬升，以及俄罗斯与乌克兰的局势持续紧张影响，避险情绪迅速升温，年初以来，全球资本市场波动加剧，主要市场均纷纷下跌，叠加国内市场风格由成长切换至价值，新能源、军工等成长板块则受到抑制。同时，市场对军工行业2021年业绩存在非理性的过高预期。在此之下，开年以来，军工下跌17.92%，行业跌幅第1，仿佛似2021年初（去年1月军工最大下跌14.49%）。但军工行业坚实的基本面和高度的确定性并未改变，在市场偏见消除及预期稳定后，军工行业有望迎来恢复性上涨。

去年11月21日，我们在周报《共识和预期差》中提出几方面的隐忧，包括：（1）在以量换价的行业发展背景下，对于产品、客户较为单一的公司，短期内可能会出现利润率较大幅度下降（我们认为较有可能2022年表现会较为集中）；（2）2021年9月，我国PPI（+10.7%）与CPI（+0.7%）的“剪刀差”出现进一步扩大，对于军工行业，短期更难以将涨价压力传导至下

游，处于中游环节的公司受到的影响可能会逐步体现出来；（3）短期涨幅较大，**获利资金**有兑现需求；（4）共识程度较高，难以寻找**预期差**。

显然，以上几个相对不利的因素，是已知的，而非未知的不确定性。当时市场整体是无视利空，热情高涨的。然而，在当前市场风格由成长切换至价值，短期急速调整的情况下，市场又重新重视、仔细考量起一切可能利空的蛛丝马迹，并有过度担忧之嫌，于是一时之间风声鹤唳、草木皆兵。并且**开始担忧 2021 年年报业绩的兑现，以及随之而来的 2022 年一季报可持续增长的问题**。

我们的观点是，**当前不存在实质性的“利空”因素**。而在近期回调期间，其实**更多的“利好”已在孕育**（详情见后文）：

- ① 军工央企陆续召开 2022 年工作会，凸显军工行业高景气度延续；
- ② 四季度末基金持仓环比再度增长，外资开始回流军工板块；
- ③ CPI 与 PPI “剪刀差”缩小，军工中游涨价压力缓解；
- ④ 连续 5 年开年发布全军开训动员令；
- ⑤ 地缘政治事件密集发生，随时可能刺激**市场情绪**；
- ⑥ **国企改革**进入攻坚之年；
- ⑦ 业绩预告逐步披露，进一步提升军工行业的**置信度**；
- ⑧ **减持压力**已基本释放；
- ⑨ 业绩和估值匹配，经测算，核心军工公司的平均 PE 当前对应 2023 年的 30 倍左右，对应 2025 年的 20 倍左右，行业整体**估值不存在泡沫**。

图表 1：54 家核心军工企业估值预测（2022-2025 年不同复合增速条件下）

假设“十四五” 年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	44.88	35.91	28.72	22.98
30%	41.50	31.92	24.55	18.89
35%	38.48	28.50	21.11	15.64

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

再次重申我们的中长期观点，我们倾向于认为，军工行业更可能是**下跌有底的良性的“进二退一”**。

当前时点，我们的判断是，**目前大级别的调整是不现实的，军工行业估值已经显得便宜，现已再次进入到具有性价比的配置区间**。面对非理性调整，当前阶段更需要一份理性与冷静，再度深调空间已有限，虽然信心恢复和风格转换尚需时间，但底部正在临近，**已进入以时间换空间阶段，不宜过度悲观和盲目杀跌**。

对于“利空”，我们在周报《不妨看看还有什么利空》中已经进行了如下分

析：

对于所谓的“利空”因素，莫不如正视并剖析之，是否是之前未知的利空，是否是真正意义的利空，若是对短期“利空”的认知偏差下导致的非理性下跌超跌，那岂不又是一次配置良机？**基本面是矛亦是盾，牢牢把握矛持有盾，方可下跌时心中有底，并敢于择机采取进攻，坚持基于价值的独立思考、判断和坚守，才能更容易获取超额收益。**

那么，利空几何，一一来看。

① 稳增长背景下带来的风格切换

新能源、军工领跌，地产、家电领涨，在稳增长的背景下，近期呈现出风格切换之势，同时，军工行业确定性增长的比较优势逻辑，短期也确实有所削弱，这一点需要承认。然而，我国正面临较大的经济下行压力，军工是少数的高景气赛道之一，既称作比较优势，那么即是动态的，**某个阶段的短期弱化是不可避免的**，但持续增长是确定的，**长期看比较优势依旧是显著的**，如此硬实力才是真底气。

② 美国流动性收紧

海外流动性有收紧之势，而我国流动性向宽松发展，我们认为，**海外流动性收紧对 A 股的冲击是短期的，我国流动性宽松的支撑下，整体市场风险偏好还是有利于军工行业。**

③ 影响军品价格和利润率的因素

以量换价带来利润率略降、缓降，但利润依然维持快速增长，这一因素可以认为 price in。除了价格因素，军队装备采购流程、主机厂利用社会化产能、降低民参军门槛等方面，**目标共同指向提高军工行业整体效率和能力**。因此，将某一政策或因素仅仅理解为对军工行业的限制和利润水平的降低，都是片面的，甚至错误的。诸方面因素，都是为了满足空前旺盛的军品需求，而行业高质量的发展，必然需要一大批高质量的供给主体，给予其健康良好的生长环境，以及尽可能的激励空间，从而保证军工产业供应链的稳定性、健壮性和高效性。

更多的“利好”正在孕育过程中：

1、军工央企工作会陆续召开，凸显军工行业高景气度延续

十大军工央企作为我国军工行业各细分板块的核心参与者，其业绩增速对军工行业整体景气度具有指引意义。从中核集团、航天科技、航天科工、航空工业、中国船舶、兵器装备等多个军工央企披露的 2021 年业绩及 2022 年经营业绩及改革目标来看，2022 年，军工行业整体业绩有望**延续“十四五”首年的增长态势**，改革持续深化更有望带来上市公司**盈利水平的提升**。

图表 2：十大军工央企 2022 年工作会披露的业绩及改革情况汇总

集团名称	业绩		改革	
	2021 年回顾	2022 年目标	2021 年回顾	2022 年目标
中核集团	全年实现营业收入同比增长 9.6% 、利润总额同比增长 12.37% 、净利润同比增长 10.75%	——	全力推进国企改革三年行动，80 项改革重点任务、434 项改革主要举措完成率 超过 90% ，超额完成国资委目标要求	全面深化体制机制改革
航天科技	经营质量效益稳步提升，全年保持经济运行平稳有序，实现利润总额同比增长 7.5% ，营业收入同比增长 5.2%	——	狠抓深化改革，管理体系和管理能力现代化水平得到提升	狠抓改革落地见效，加快建设世界一流航天企业集团，对照“三个明显成效”抓收官，突出补短板强弱项抓攻坚，注重成效抓推广，落实《加快建设世界一流企业指导意见》
航天科工	企业经营效益 持续增长 ，净利润、利润总额、营业收入利润率 实现预期目标	确保完成年度经营目标，净利润、利润总额 同比稳增长	改革三年行动任务完成率 80%以上 。	着力推进全面深化改革，高质量完成改革三年行动任务，针对性推进优化调整 and 改革创新
航空工业	实现全年净利润 168.3 亿元 (+8%) 、利润总额 219.9 亿元 (+6%) 、EVA 103.5 亿元 (+23.7%) ，均超额完成既定目标。实现“2323”均衡交付	2022 年，航空工业集团目标实现净利润 182 亿元 (+8.14%) ，EVA 108 亿元 (+4.35%) ，利润总额与净利润增速相匹配	2021 年，航空工业集团全员劳动生产率 34 万元 (+12.6%) ，完成改革总体任务的 90.4% ，超额完成阶段目标，完成“双百企业”和“科改示范企业”等重点改革任务。	2022 年，航空工业集团改革目标包括，全面完成国企改革三年行动任务，全员劳动生产率增长不低于 8%。
中国船舶	三大造船指标位居世界第一，实现利润总额同比增长 24.5% 、净利润同比增长 27.7% ，经济效益创历史最好水平	稳增长	全面深化改革加快纵深推进	大力深化改革攻坚。要高质量完成改革三年行动任务，扎实推进资产结构优化，持续深化三项制度改革，加快能力布局调整升级
兵器工业	全年实现利润总额 226.3 亿元 (+15.5%) ，净利润 178 亿元 (+17.2%) ，经济增加值同比改善 23.5% ，实现营业收入 5269 亿元 (+7.5%)	——	深入贯彻落实国企改革“1+N”政策体系，国企改革三年行动 40 个方面、82 项重点改革任务、156 项具体改革举措完成 90%以上	狠抓改革任务落地见效，决战决胜完成国企改革三年行动。对照目标抓收官，聚焦重点抓攻坚，突出实效抓深化，持续提升集团化资源保障能力
兵器装备	“三个倍增”年度核心指标全部达成，营业收入同比增长 20.7% ，利润总额同比增长 12.8% ，全员劳动生产率同比增长 32% ，“两利四率”指标全面完成	营业收入同比增长 10.5% ，利润总额同比增长 16.8% ，“两利四率”指标实现“ 两增一控三提高 ”	全面深化改革取得新成效	突出高质量完成改革三年行动，激发发展活力动力
中国电科	经营绩效创出 历史新高	——	强力推进国企改革攻坚克难，高质量发展动力活力加速释放	国企改革三年行动全面完成、更多优质资产进入上市公司、培育和推动“硬科技”属性强企业上市、提升上市公司管理效能等
中国航发	经济运行水平得到 新提高	推动经济运行效益迈上更高台阶	深入推进改革发展任务，产业发展动能实现新强化	——
中国电子	在经营业绩上取得了前所未有的 历史性突破	——	全面强化改革创新，在改革力度取得了前所未有的 历史性突破	全面深化市场化结构性改革

资料来源：十大军工央企官网、官方公众号、中国航空新闻网、中航证券研究所整理

2、四季度末基金军工持仓环比再度增长，外资开始回流军工板块

2021 年 Q4 末基金军工持仓情况如下：

① 军工行业 2021Q4 持仓规模相较上一季度末有所上升，超配 1.92 个百分点

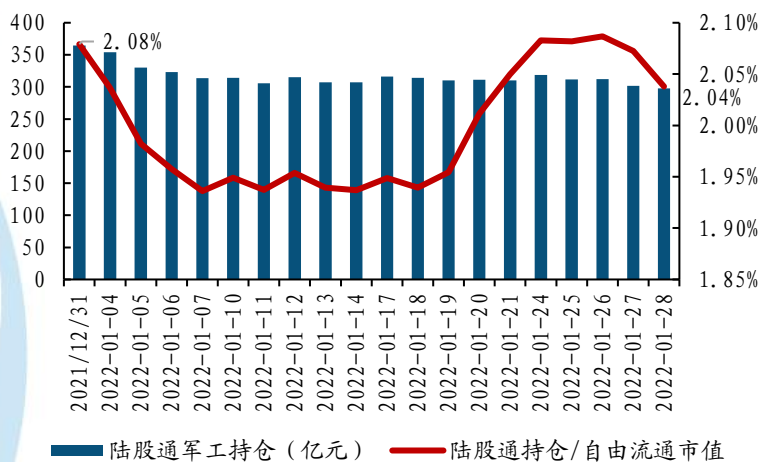
点。持仓比例为 5.58%，环比增加 1.04 个百分点。在 31 个行业中位列第 5，比三季度末上升一位。

② 公募基金持仓前十为：紫光国微、振华科技、中航光电、抚顺特钢、航发动力、中航沈飞、中航机电、中航高科、火炬电子、西部超导；主动基金持仓前十位：紫光国微、振华科技、中航光电、抚顺特钢、航发动力、中航沈飞、中航机电、火炬电子、中航高科、航天电器；被动基金持仓前十位：紫光国微、航发动力、中航光电、振华科技、中航西飞、中航沈飞、中航机电、抚顺特钢、西部超导、中国重工。

③ 外资军工持仓比例有所回升，持仓前十为：紫光国微、航发动力、卫士通、光威复材、中国船舶、振华科技、西部超导、中航机电、光启技术、中兵红箭。

值得注意的是，从外资通过陆股通持仓军工的比例（持仓/自由流通市值）的变化来看，伴随 2022 年初军工板块的调整，外资通过陆股通持仓军工的比例较 2021 年末的最大回撤达到 0.14 个百分点，但在 1 月 24 日后，外资陆股通持仓军工比例整体已经回升至 2021 年年末水平，**外资已经呈现出回流军工板块的态势。**

图表 3：陆股通持仓军工股比例（持仓/自由流通市值）变化



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

3、CPI 与 PPI “剪刀差”缩小，军工中游涨价压力缓解

2021 年 12 月，我国 PPI（同比+10.3%，环比-2.6pts），CPI（同比+1.5%，环比-0.8pts），两者“剪刀差”在 10 月创下新高后出现收窄，在 2021 年高基数的背景下，我们预计未来剪刀差收窄趋势不变。对于军工行业，由于价格传导存在时间差，上游成本压力正在逐步传导至中游（如钢研高纳披露电费提价、上游原材料价格上涨，公司可以相应提高自身产品售价），但在“剪刀差”的收窄趋势下，中游环节的公司承受的涨价压力也将逐步得到缓解，同时，以上因素对军工行业估值造成的压制也将减弱。

4、连续 5 年发布全军开训动员令，军方需求高速增长确定性强

2018 年以来，习近平主席连续 5 年向全军发布开训动员令，充分体现对军队建设，特别是实战化训练的重视程度。在 2022 年首周发布的开训令中，首次出现了“紧盯科技之变”、“战训耦合”以及“科技练兵”等词汇，充分体现出现实战化水平有望进一步提高，军方对我国武器装备“质”与“量”的需求将保持高速增长。

图表 4：习近平主席来连续 5 年向全军发布开训动员令，强调提高实战化训练水平

时间	开训令部分内容
2018 年 1 月 3 日	要端正训练作风、创新训练方法、完善训练保障、严格训练监察，开展群众性练兵比武活动，加强针对性对抗性训练， 提高军事训练实战化水平 ，牢牢掌握能打仗、打胜仗的过硬本领。
2019 年 1 月 4 日	坚持实战实训、联战联训，紧贴作战任务、作战对手、作战环境，大抓体系对抗训练，大抓复杂环境下训练，大抓极限条件下训练，加大科技练兵力度，把战略战术练精，把作战体系练强，把制胜招法练过硬， 提高训练实战化水平 。
2020 年 1 月 2 日	2020 年，全军要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，强化当兵打仗、带兵打仗、练兵打仗思想，紧盯强敌对手， 大抓实战化军事训练 ，保持高度戒备状态，确保召之即来、来之能战、战之必胜。
2021 年 1 月 4 日	2021 年，全军要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，贯彻中央军委军事训练会议精神，加强党对军事训练工作的领导，聚焦备战打仗，深入推进军事训练转型，构建新型军事训练体系，全面 提高训练实战化水平 和打赢能力。
2022 年 1 月 4 日	全军各级要坚决贯彻党中央和中央军委决策指示，准确把握国家安全和军事斗争形势变化，紧盯 科技之变 、战争之变、对手之变，大力推进 战训耦合 ，大力推进体系练兵，大力推进 科技练兵 ，全面推进军事训练转型升级，练就战善战的精兵劲旅。

资料来源：人民网、人民日报、中国军网、新华网、国防部官网、中航证券研究所整理

5、地缘政治事件密集发生，随时可能刺激市场情绪

世界处于百年未有之大变局，地缘政治紧张。近期，乌克兰边境局势紧张，美国总统拜登下令向欧洲增派军队并对俄乌发出最高级旅行警告、北约、俄罗斯及白俄罗斯密集宣布将进行军演、拜登承诺俄乌边境局势恶化时美国将做出“果断回应”。**多国加速高端武器装备研发或列装以应对国际局势的变化**。朝鲜多次进行高超音速导弹试射；日本着手发展电磁炮拦截高超声速武器的同时与澳大利亚签署了防务安全合作协议。印度第三艘“歼敌者”核潜艇下水，并引进海上侦察和反潜作战飞机。

图表 5：近期国际事件

	时间	事件
地缘政治 不确定性 增加	2022/2/2	美国总统拜登下令向欧洲增派军队
	2022/1/23	美国对俄乌发出最高级旅行警告，北约将在地中海举行大规模军演；俄罗斯也宣布将在地中海、太平洋、东北大西洋等地举行大规模军演
	2022/1/17	白俄罗斯总统卢卡申科披露，白俄罗斯与俄罗斯计划于 2 月举行联合军事演习

	时间	事件
军事装备 技术水平 升级	2022/1/3	拜登承诺俄乌边境局势恶化时美国将做出“果断回应”
	2022/1/6	俄国已向进入紧急状态的哈萨克斯坦派维和部队
	2022/1/5	澳大利亚与日本签防务安全合作协议
	2022/1/11	朝鲜国防科学院成功进行高超音速导弹试射，成功击中远离 1000 公里水域的既定目标
	2022/1/6	朝鲜试射的高超音速导弹精准击中 700 公里外目标
	2022/1/5	日本着手重建反导系统，发展电磁炮拦截高超声速武器
	2022/1/6	印度海军又引入两架“海神”海上侦察和反潜作战飞机
	2022/1/3	印度第三艘“歼敌者”核潜艇下水

资料来源：新浪军事，央视新闻，界面新闻，观察者网，中航证券研究所整理

6、改革又成为军工重要逻辑，但建议关注若干风险

改革（资产证券化、资产注入、院所改制、混合所有制改革、员工持股、股权激励等行动措施，可提升或预期提升军工上市公司资产质量及盈利能力），一度是军工行业的重要逻辑之一，也是过去支撑军工行业较高估值的重要因素。长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。然而，近年来由于改革进程难以一蹴而就，难以实现资本市场快速兑现的预期，于是，改革的逻辑似乎已经被市场长久忽略。

但是，改革成为近期军工行业的热点和焦点，行情上表现有：

- ① 凤凰光学拟资产重组，2021 年 9 月以来，最大涨幅近 340%；
- ② 西仪股份拟资产重组，2021 年 12 月 6 日以来，十三连板；
- ③ 湖南天雁 2021 年 12 月来翻倍；
- ④ 长春一东、北方股份、贵航股份、航天机电、杰赛科技、中瓷电子等实现较大涨幅，集中于电科、兵器、兵装等军工集团。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求，因此我们在深度报告《军工六问》和 2022 年度策略报告《风卷红旗过大关》中都曾指出，军工行业资产注入的隐含期权依然存在：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

军工改革层面，近期有以下密集的事件和因素：

- ① 2021 年 12 月 3 日，航天彩虹股权激励计划获国资委批复；
- ② 天奥电子、四创电子等推出股权激励；
- ③ 2021 年 12 月 30 日，中光学发布第二期限限制性股票激励计划；
- ④ 2021 年 12 月 28 日，航天晨光公告 2021 年限制性股票激励方案；
- ⑤ 2021 年 12 月 18 日，国资委召开中央企业负责人会议指出，明年央企“两

利四率”指标要努力实现“**两增一控三提高**”，即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，控制资产负债率，营收利润率、全员劳动生产率、研发经费投入强度进一步提高；在混改方面，下一步主要是聚焦于推动混合所有制企业深度转换经营机制，持续探索差异化管控；

⑥2021年12月28日，中国船舶集团旗下的两家上市公司**中船科技**和**中国动力**分别发布重大资产重组公告。其中，中船科技拟置入中国船舶集团旗下风电相关资产，而中国动力则将推进柴油机业务整合。中国船舶集团旗下另一家上市公司**中国船舶**也发布了相关的关于筹划对外投资暨关联交易的提示性公告。

⑦近日，**中国电科**印发《中国电子科技集团有限公司关于推动上市公司高质量发展的实施意见》，突出集团控股上市公司“产业发展主阵地、资产保值增值主力军、对外融资主渠道、体制机制创新主平台”的发展定位；

⑧近期，**航空工业集团**对2019年混改指导意见进行全新修订，形成全新的指引文件《航空工业集团开展和深化混合所有制改革的指导意见》，指出将混改工作重点放到转换经营机制、改善经营状况，而非“一混了之”，也不应以上市为目的；

⑨2021年12月21日，**航天科技集团**召开集团公司改革三年行动专题推进会，截至11月底，集团公司改革三年行动总体进度已达76%，超额完成了国务院国资委要求的70%年度工作目标，预计2021年能达到80%；

⑩2021年12月23日，**航天科工集团**召开全面深化改革领导小组会议，会议指出，集团公司改革三年行动总体进展良好，“70%以上”的年度工作目标已提前完成，主要量化考核指标超额完成；预计到2021年底，集团公司改革三年行动工作台账完成率可达到80%以上；

近一年多来，**(拟) IPO**：中瓷电子（电科）、国博电子（电科）、振华新材（电子）、云路股份（航发）、华强科技（兵装）、无人机（航空工业）、振华风光（电子）等；**(拟) 资产重组**：中瓷电子（电科）、电能股份（电科）、电科数字（电科）、凤凰光学（电科）、江南化工（兵器）、西仪股份（兵装）等；

2022年是**国企改革三年行动方案最后一年**，各军工集团均提出要加快推进实施三年行动改革任务，提升资产证券化率是其中的关键任务之一。

军工行业改革的逻辑是真实的，也是正在快速发生和兑现的，然而，我们在此也需要提示几点注意事项：

①改制及证券化的**节奏和进度较难把握**，且难以一蹴而就，需做到“**三因三宜三不**”，三因，是指“因地施策、因业施策、因企施策”；三宜，是指“宜独则独、宜控则控、宜参则参”；三不，是指“不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表”；

②注册制下选择独立上市而非资产注入，很多情况下是更优选择，因此**博重组、赌注入的投资策略风险提高**，资产注入的隐含期权价值下降，“壳”的价值也大幅缩水；

③标志性个股**凤凰光学、西仪股份**短期涨幅较大，如标志性个股出现回调，可能会影响其余相关个股；

- ④ 重组失败的风险；
 ⑤ 短期涨幅过大，透支注入预期。

7、年报业绩预告逐步披露，进一步提升军工行业的置信度

本月开始，年报业绩预告已经开始逐步披露，截至 2022 年 2 月 4 日，已有 96 家军工行业上市公司披露了 2021 年业绩预告，62 家上市公司业绩预增。我们预计，军工行业内多数上市公司大概率 2021 年年报预喜，将进一步提升军工行业的置信度，坚定市场对军工行业价值属性的认知。

图表 6：军工行业上市公司 2021 年业绩预告情况

序号	公司代码	公司名称	2021 年归母净利增速 (下限或快报) (单位：%)	2021 年归母净利增速 (上限或快报) (单位：%)
1	002023.SZ	海特高新	2099	2330
2	300733.SZ	西菱动力	282	307
3	002254.SZ	泰和新材	245	284
4	600391.SH	航发科技	219	242
5	000818.SZ	航锦科技	196	281
6	600765.SH	中航重机	153	153
7	300252.SZ	金信诺	145	168
8	601989.SH	中国重工	144	152
9	002011.SZ	盾安环境	138	143
10	002049.SZ	紫光国微	136	160
11	600590.SH	泰豪科技	130	146
12	000733.SZ	振华科技	123	156
13	300424.SZ	航新科技	107	109
14	300593.SZ	新雷能	105	125
15	002383.SZ	合众思壮	102	103
16	300353.SZ	东土科技	102	102
17	300775.SZ	三角防务	101	120
18	002171.SZ	楚江新材	101	119
19	688122.SH	西部超导	94	94
20	688239.SH	航宇科技	88	88
21	300159.SZ	新研股份	85	90
22	600435.SH	北方导航	83	118
23	300696.SZ	爱乐达	83	90
24	300324.SZ	旋极信息	82	91
25	605123.SH	派克新材	80	80
26	300101.SZ	振芯科技	74	103
27	300629.SZ	新劲刚	70	100
28	000801.SZ	四川九洲	69	95

序号	公司代码	公司名称	2021 年归母净利增速 (下限或快报) (单位: %)	2021 年归母净利增速 (上限或快报) (单位: %)
29	300726.SZ	宏达电子	65	78
30	603267.SH	鸿远电子	65	71
31	000519.SZ	中兵红箭	64	78
32	300099.SZ	精准信息	60	68
33	603678.SH	火炬电子	58	67
34	300747.SZ	锐科激光	55	65
35	300855.SZ	图南股份	55	70
36	688033.SH	天宜上佳	55	55
37	002366.SZ	台海核电	53	63
38	002625.SZ	光启技术	53	96
39	600456.SH	宝钛股份	52	60
40	002149.SZ	西部材料	51	76
41	300354.SZ	东华测试	49	79
42	688066.SH	航天宏图	47	63
43	300627.SZ	华测导航	44	50
44	002829.SZ	星网宇达	44	53
45	300416.SZ	苏试试验	40	60
46	002331.SZ	皖通科技	40	69
47	002179.SZ	中航光电	38	38
48	002151.SZ	北斗星通	37	50
49	000687.SZ	*ST 华讯	35	56
50	300395.SZ	菲利华	34	72
51	600399.SH	抚顺特钢	32	48
52	300474.SZ	景嘉微	30	54
53	002985.SZ	北摩高科	30	40
54	300711.SZ	广哈通信	30	46
55	300722.SZ	新余国科	20	32
56	300699.SZ	光威复材	18	18
57	002013.SZ	中航机电	17	17
58	000697.SZ	炼石航空	17	17
59	002438.SZ	江苏神通	16	36
60	600760.SH	中航沈飞	15	15
61	300114.SZ	中航电测	10	30
62	300563.SZ	神宇股份	10	20
63	300008.SZ	天海防务	(0)	30
64	300227.SZ	光韵达	(25)	0
65	002389.SZ	航天彩虹	(34)	(16)
66	002520.SZ	日发精机	(44)	(17)

序号	公司代码	公司名称	2021 年归母净利增速 (下限或快报) (单位: %)	2021 年归母净利增速 (上限或快报) (单位: %)
67	300053.SZ	欧比特	(53)	(30)
68	002214.SZ	大立科技	(56)	(44)
69	300810.SZ	中科海讯	(58)	(43)
70	601700.SH	风范股份	(59)	(50)
71	300581.SZ	晨曦航空	(62)	(51)
72	002253.SZ	川大智胜	(65)	(50)
73	300091.SZ	金通灵	(66)	(49)
74	300900.SZ	广联航空	(67)	(58)
75	300875.SZ	捷强装备	(68)	(60)
76	002560.SZ	通达股份	(79)	(69)
77	688011.SH	新光光电	(87)	(81)
78	002111.SZ	威海广泰	(90)	(84)
79	002519.SZ	银河电子	(92)	(92)
80	002669.SZ	康达新材	(92)	(90)
81	300719.SZ	安达维尔	(92)	(87)
82	000576.SZ	甘化科工	(96)	(95)
83	600685.SH	中船防务	(98)	(97)
84	002933.SZ	新兴装备	(105)	(100)
85	300397.SZ	天和防务	(134)	(127)
86	300302.SZ	同有科技	(148)	(132)
87	688070.SH	纵横股份	(154)	(134)
88	688333.SH	铂力特	(176)	(176)
89	002446.SZ	盛路通信	(237)	(209)
90	002413.SZ	雷科防务	(251)	(202)
91	300427.SZ	红相股份	(394)	(368)
92	300600.SZ	国瑞科技	(525)	(481)
93	300045.SZ	华力创通	(818)	(746)
94	600260.SH	凯乐科技	(2016)	(1664)
95	300123.SZ	亚光科技	(3517)	(2947)
96	000070.SZ	特发信息	(6129)	(5255)

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (截至 2022 年 2 月 4 日)

另外, 部分军工企业大单落地, 如光启技术、海格通信、光威复材、高德红外、天海防务、中科星图、航天宏图、海兰信、星网宇达等。

图表 7: 近期军工企业签署重大订单的公告

公司	合同标的	合同金额
光启技术	某大型复杂超材料结构件产品	19.87 亿元
海格通信	无线通信（含数字集群）、北斗导航及配套产品等	约 6.42 亿元
光威复材	***型号碳纤维及织物	11.06 亿元
高德红外	某型号红外热像仪产品	14.51 亿元
天和防务	某型便携式防空导弹情报指挥系统升级改造	9000 万元
中科星图	软件开发、硬件采购及系统集成等内容	5.07 亿元
航天宏图	某项目	2.79 亿元
光启技术	先进多功能超材料机载产品第一阶段分承包合同	1.20 亿元
高德红外	某型号完整装备系统及型号配套产品	3,782.52 万元
光威复材	***型号碳纤维及织物	20.98 亿元（合同履行期限 2022 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日）
海兰信	XX 测量设备采购项目	2000.01 万元
星网宇达	某型军用无人机和某型军事训练产品	1.55 亿元

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

8、减持压力基本释放

2021 年 10 月 13 日，航空工业集团披露对中航高科、成飞集成、中航电测、中航沈飞等的减持计划，拟减持成飞集成 1076 万股，占总股本 3%；中航电测 1746 万股，占总股本 2.96%；中航沈飞 3920 万股，占总股本 2%；中航高科 1393 万股，占总股本 1%；哈尔滨航空工业集团计划减持中直股份，减持比例不超过 0.99001%。截至 2021 年 12 月 31 日，针对中航高科、中航沈飞、中航电测和中直股份的集中竞价减持计划基本实施完毕，市场对减持的担忧基本得以消除。

图表 8：航空工业集团减持进度统计

简称	减持计划	减持进度
中航沈飞	在减持计划公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价交易方式及在减持计划公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式减持所持公司股份合计不超过 3920 万股 ，即不超过公司总股本的 2%。其中，以集中竞价交易方式减持所持公司股份不超过 1960 万股；以大宗交易方	2021 年 11 月 5 日至 2021 年 12 月 2 日期间，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 1959.99 万股 ，占公司总股本的 0.9997%，减持价格区间为 71.80 元/股 - 80.15 元/股，减持总金额为 14.88 亿元，集中竞价减持计划实施完毕。

简称	减持计划	减持进度
	式减持所持公司股份不超过 1960 万股。	2021 年 12 月 30 日，中航沈飞通过大宗交易减持 558 万股 ，成交金额 3.50 亿
中航高科	通过集中竞价、大宗交易或认购 ETF 份额方式减持公司股票不超过 1393 万股，不超过公司总股本的 1% ，减持价格视市场价格确定。采用大宗交易方式减持的，将在公告披露之日 3 个交易日后的 6 个月内进行；通过集中竞价和认购 ETF 份额方式减持的，均将于减持计划公告披露日起 15 个交易日后的 6 个月内进行。	截止 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团已通过集中竞价交易方式累计减持 1393 万股，占公司总股本的 0.9999%，集中竞价减持计划 实施完毕 。
成飞集成	在减持计划公告之日起的 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价交易方式、大宗交易方式或认购 ETF 份额减持公司股份合计不超过 1076 万股（占公司总股本比例为 3%）。	截至 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 358.67 万股，占公司总股本的 1%。截至 2021 年 12 月 15 日，航空工业集团通过大宗交易方式累计减持公司股份 538 万股，占公司总股本的 1.5%。2021 年 12 月 24 日通过大宗交易方式减持公司股份 179.33 万股，占公司总股本的 0.5%。截至 2021 年 12 月 24 日，航空工业集团共累计减持公司股份 1,076 万股，占公司总股本的 3%。本次减持股份计划已 实施完毕 。
中航电测	计划以集中竞价交易、大宗交易、认购 ETF 份额等合法方式减持不超过 1,746 万股公司股份，不超过公司股份总数的 2.96%，剔除公司回购专用账户中的股份数量 4,691,000 股后，不超过公司股份总数的 2.98%。	公司于 2021 年 12 月 30 日收到航空工业通知，航空工业于 2021 年 12 月 30 日通过大宗交易减持公司股份 454 万股，占公司股份总数的 0.77%。截至本公告日，航空工业已累计减持公司股份 1746 万股，占公司股份总数的 2.96%，剔除公司回购专用账户中的股份数量 4,691,000 股后，占公司股份总数的 2.98%，本次减持计划已 实施完毕 。
中直股份	通过集中竞价和/或大宗交易方式总计减持本公司不超过 5,835,850 股股份，计划减持比例不超过 0.99001%。其中，采取竞价交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内（在定期报告窗口期内不减持）；采取大	截至 2021 年 11 月 3 日，哈航集团共计减持 5,835,800 股，比例为 0.99%，与计划上限 5,835,850 股尚有 50 股零股未减持。哈航集团已决定不再减持该 50 股零股，本次股份减持计划 实施完毕 。（11 月 2 日通过大宗交易方式减持 4,843,600 股，

简称	减持计划	减持进度
	宗交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起3个交易日后的6个月内（在定期报告窗口期内不减持）。	比例为0.82168%，价格57.70元；11月3日通过集中竞价方式减持992,200股，比例为0.16832%，价格区间为62.69元~65.30元。）

资料来源：Wind，中航证券研究所（数据截至2021年12月31日）

9、业绩和估值匹配，行业整体估值不存在泡沫

截至2022年2月4日，国防军工（申万）指数PE(TTM)为59.32倍，位于过去八年的**14.58%**分位，处于历史较低分位水平，考虑到“十四五”军工行业的高景气度，以及行业估值即将切换至2022年，军工行业整体估值不贵，不存在泡沫。

军工行业上市公司估值可快速消化，我们选取54家核心军工企业作为行业代表进行测算，54家核心军工企业平均PE为70.13倍，若保持年复合25%的增长率，5年业绩翻2.05倍，2025年PE均值为22.98倍；若保持年复合30%的增长率，5年业绩翻2.71倍，2025年PE均值仅为18.89倍；若保持年复合35%增长率，5年业绩翻3.48倍，2025年PE均值仅为15.64倍。

图表9：54家核心军工企业估值预测（2022-2025年不同复合增速条件下）

假设“十四五” 年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	44.88	35.91	28.72	22.98
30%	41.50	31.92	24.55	18.89
35%	38.48	28.50	21.11	15.64

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

二、建议重点关注六个方向

军机：正式迈入“20时代”，行业需求明确，业绩拐点向上

随着歼-20、运-20、直-20等“20机型”的加速列装，我国航空装备正式迈入了“20时代”。空军正在按照“空天一体、攻防兼备”的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变；海军对舰载机型的需求快速提升；陆军加速迈进立体化作战时代，军机带动陆军“飞起来”。军机发展迎来历史最好时代，需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上。

导弹：高消耗，高增长

在“成熟型号装备的消耗性补充”以及“新型号装备的定型量产”两方面需求带动下，国内导弹整机制造领域“十四五”市场增速有望保持在40%以上，产业链中上游上市公司有望维持高增速，产能高点则位于“十四五”中后期。建议重点关注在“量”或“价”方面具有优势、进入批产阶段的

导弹型号配套相关企业。

北斗：日趋成熟，应用加速

2020年7月30日，北斗三号全球卫星导航系统建成暨开通仪式在北京举行，标志着工程“三步走”发展战略取得决战决胜，我国成为世界上第三个独立拥有全球卫星导航系统的国家。参考北斗应用产业“十三五”时期的增速，我们判断“十四五”北斗应用产业市场复合增速有望超过25%，在新兴北斗应用服务市场方面，建议积极关注在“高精度北斗导航+”及“+高精度北斗导航”融合产业布局的企业，特别是“十四五”有望实现高速发展的高精度北斗导航下游运营领域。

卫星互联网：新领域，大空间

卫星互联网是以卫星为接入手段的互联网宽带服务模式，其本质是卫星通信领域的一个重要衍生应用。2020年4月，卫星互联网被国家发改委划定为“新基建”信息基础设施之一，2021年4月，中国卫星网络集团有限公司成立，其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”，对我国卫星互联网产业的发展，特别是低轨卫星互联网领域的发展，起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道，而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。整体来看，我国卫星互联网产业整体尚属于发展早期阶段，但作为一片有待拓展的“蓝海”，蕴含着较大的市场空间。

军工电子：装备信息化、智能化、国产化三因素叠加，高景气度下积极扩产

军工电子产业主要承担武器装备的配套作用，产业链集中于军工产业链中上游环节，中游环节通信设备、雷达、红外设备，是军工电子整机的重要子系统；上游环节分为电子元器件、集成电路、PCB、嵌入式计算机模块、微波器件、连接器等，是信息化装备发展的基石。“十四五”期间，军工电子行业将在武器装备中信息化水平提升、信息化武器装备批量列装以及国产化替代提速三大“加速度”驱动下，迎来高速增长的黄金时期。

军工材料：行业基石，快速扩产

“一代武器，一代材料”，材料在国防工业中占据着举足轻重的作用，是高端武器装备发展的先决要素。在“十四五”装备快速放量的环境下，军工材料作为基础也迎来了“黄金时代”。钛合金、高温合金、碳纤维“十四五”期间市场需求有望维持稳定高速增长，市场空间逐渐打开。我们预计高端钛合金、碳纤维、高温合金三种材料“十四五”期间市场需求的复合增速分别为20%、25%以及16%，假设三者价格分别为35万元/吨、15万元/吨以及30万元/吨来估算，到2025年三种材料市场规模将分别突破100亿元、200亿元以及300亿元。

三、建议关注的细分领域及个股

军机等航空装备产业链:

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力、航发科技、航发控制、航亚科技（发动机），航天彩虹、航天电子（无人机），光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），抚顺特钢、钢研高纳（高温合金），西部超导、西部材料、宝钛股份（钛合金），铂力特（3D打印），爱乐达、派克新材、航宇科技、华伍股份、利君股份（航空制造）等。

航天装备（弹、星、链等）产业链:

航天电器（连接器），中国卫星（卫星互联网），天奥电子、海格通信、华测导航、振芯科技（北斗），北方导航（导航控制和弹药信息化），康拓红外（星载微系统），盟升电子（卫星导航通信）。

信息化+自主可控:

紫光国微、复旦微电（军工芯片），大立科技（红外制导），国睿科技、四创电子（雷达），振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（高端电容），智明达（嵌入式计算机），中国长城、中国软件（信创）。

另外，2022 年首架 C919 有望交付，或将掀起民机领域的投资热情。

四、风险提示

- ① 疫情发展仍不确定，导致国内宏观经济承压，军费投入力度降低；
- ② 改革后军方用户组织架构调整，导致需求变化，部分已推迟或取消的订单可能不会重启；
- ③ 国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ④ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ⑤ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑥ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑦ 军贸业务开展短期受疫情影响较大，订单交付确认进度可能不及预期。
- ⑧ 减持在短期内可能会加大军工行业整体或个股走势的波动性。

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，中航证券研究所军工首席分析师。

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。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事军工、电子行业研究。

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送发或为任何就送发、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。