

航发动力 (600893)

2023 年年报及 2024 一季报点评：军民共进稳健增长，取得历史最佳一季度业绩

报告摘要

◆ 事件：

公司3月27日公告，2023年实现营业收入（437.34亿元，+17.89%），归母净利润（14.21亿元，+12.17%），扣非归母净利润（12.22亿元，+45.85%）；毛利率（11.08%，+0.26pcts），净利率（3.47%，-0.17pcts），ROE（摊薄）（3.60%，+0.30pcts）。2024年Q1公司实现营业收入（62.72亿元，+1.98%），归母净利润（1.55亿元，+76.03%），扣非归母净利润（1.06亿元，+444.82%）。

投资要点：

◆ 23年经营业绩稳步提升，达近五年新高，期间费用率保持下降趋势，在手订单充足

2023年，公司实现营业收入（437.34亿元，+17.89%），归母净利润（14.21亿元，+12.17%），扣非归母净利润（12.22亿元，+45.85%）。公司全年营收、利润稳健增长，其中扣非归母净利润同比提升明显，主要系产品获利能力增强。毛利率（11.08%，+0.26pcts），毛利率小幅提升。净利率（3.47%，-0.17pcts），净利率小幅下降主要由于税金及附加、财务费用、公允价值变动收益变化明显。其中税金及附加（2.68亿元，+120.65%），主要是受国家相关税改政策影响，流转税增加导致附加税增加所致。财务费用（2.48亿元，+1482.52%），去年同期为-0.18亿元，同比由负转正且显著增加，主要原因体现在三方面，一是带息负债规模增加，利息费用增加；二是活期存款利息收入减少；三是汇兑收益减少。公允价值变动收益方面，公司2023年实现（-1.45亿，-567.74%），去年同期为0.31亿元，同比由盈转亏，主要是子公司黎阳动力持有的贵州银行股权价值受市场波动影响所致。2024年Q1公司实现营业收入（62.72亿元，+1.98%），归母净利润（1.55亿元，+76.03%），扣非归母净利润（1.06亿元，+444.82%）。营业收入保持平稳增长，归母净利润明显提升，主要原因一是公允价值变动

投资评级

买入
维持评级

2024年05月13日

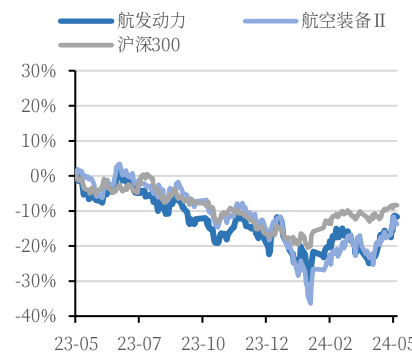
收盘价(元): 37.39

目标价(元): 45

公司基本数据

总股本(百万股)	2,665.59
总市值(百万)	99,666.57
流通股本(百万股)	2,665.12
流通市值(百万)	99,649.01
12月最高/最低价(元)	43.40/28.29
资产负债率(%)	56.20
每股净资产(元)	14.87
市盈率(TTM)	66.97
市净率(PB)	2.51
净资产收益率(%)	0.39

股价走势图



作者

方晓明 分析师
SAC执业证书: S0640522120001
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

收益增加，二是期间费用减少，三是税金及附加减少。扣非归母净利润同比实现较大幅度增长，主要原因一是期间费用减少，二是税金及附加减少。

2023 年度报告期内，公司期间费用率（6.50%，-0.31pcts），其中销售费用率（1.08%，-0.14pcts），其中销售费用同比增加 4.18%，主要是差旅费及职工薪酬增加所致。管理费用率（3.58%，-0.13pcts），其中管理费用同比增加 13.80%，主要由于是三类人员精算费用、职工薪酬、差旅费、咨询费等增加所致。财务费用率（0.57%，+0.62pcts），主要系财务费用显著提高所致。研发费用率（1.27%，-0.65pcts），主要是公司课题项目投入减少所致。可以看到，随着公司经营规模持续扩大，公司期间费用率呈现下降趋势，规模效应持续显现。

存货方面，截至 2023 年 12 月底，航发动力存货（296.63 亿元，+15.27%），存货同比小幅增加。本报告期末，航发动力已签订合同，但尚未履行或尚未履约完成的收入金额 340.55 亿元，其中 269.09 亿元预计将于 2024 年确认收入，其余将于以后年度确认收入。

2023 年度公司实现营业收入 437.34 亿元，完成年度预算 422.65 亿元的 103.48%，归母净利润实现 14.21 亿元，完成预算值 13.58 亿元的 104.64%。2024 年公司预计实现营业收入 497.62 亿元，预计实现归母净利润 15.12 亿元。

◆ 主营业务稳健增长，外贸转包持续恢复，子公司经营出现差异化发展，黎阳规模提升明显

图1 航发动力 2023 年收入结构表

业务构成	2023 收入 (亿元)	同比增减	业务占比 (%)	同比变化 (pcts)
航空发动机含衍生产品	408.93	+18.17%	93.50	+0.22
外贸转包生产	19.48	+18.06%	4.50	+0.05
非航空产品及其他	2.62	-17.09%	0.60	-0.25

资料来源：IFIND，中航证券研究所整理

公司主要业务为包含三类，航空发动机制造及衍生产品、外贸转包、非航空产品及贸易，从业务占比上看，2023 年公司整体业务结构并没有发生显著变化，波动较小。其中公司航空发动机及衍生产品业务实现收入（408.93 亿元，+18.17%），完成预算值 399.73 亿元的 102.30%，主要是客户需求增加，产品交付增加所致；外贸出口转包业务实现收入（19.48 亿元，+18.06%），完成预算值 16.96 亿元的 114.86%，主要是全球航空业复苏，出口订单增加所致；非航空产品及贸易业务实现收入（2.62 亿元，-

公司点评：航空发动机龙头企业，业绩稳步提升，增资控股子公司发力民用航空 —2023-10-26

2022 年年报点评：全年业绩稳健；黎明、黎阳研发费用大幅提升 —2023-04-04

2022 年中报点评：新产品占比增加，交付提速 —2022-08-29

17.09%)，完成预算值 1.60 亿元的 163.75%，同比小幅下降，主要是公司民品收入减少所致。

公司的主要营业收入由西航公司（母公司）和旗下三大主机厂黎明公司、黎阳公司、南方公司贡献，四大主机厂 2023 年主要经营情况如下：

图2 航发动力母公司及主要子公司 2023 年经营情况

主体	收入 (亿元)	增速 (%)	利润总额 (亿元)	增速 (%)
母公司	129.74	21.13	6.54	14.74%
黎明公司	262.35	19.16	6.78	-13.52%
南方公司	77.75	-0.85	4.48	13.42%
黎阳动力	49.08	45.04	-0.69	-188.46%

资料来源：IFIND，中航证券研究所整理

母公司西航 2023 年实现营业收入（129.74 亿元，+21.13%），实现利润总额（6.54 亿元，+14.74%）。2023 年全年公司本部研发费用（0.61 亿元，-32.97%），同比明显下滑。截至 2023 年年报报告期末，母公司已签订合同，尚未履行或尚未履约完成的收入金额 131.21 亿元，其中 90.65 亿元订单预计将于 2024 年确认收入，其余将于以后年度确认收入。

黎明公司主要从事航空发动机、燃气轮机等，其主要生产的中大推力航空发动机广泛装备我国多款高性能军机，2023 年报告期实现营业收入（262.35 亿元，+19.16%），随着军机列装加速，公司营业收入稳健增长，利润总额实现（6.78 亿元，-13.52%），同比小幅下滑。从收入结构上看，航空发动机及衍生产品业务实现收入（254.09 亿元，+19.09%），外贸出口转包业务实现收入（3.89 亿元，+38.48%），非航空产品及其他业务实现收入（0.26 亿元，-15.06%）。2023 年全年黎明公司研发费用（1.35 亿元，+5.47%），同比小幅提升。

南方公司主要产品为涡轴发动机和活塞式发动机等，广泛应用于各型号直升机，2023 年报告期南方公司营业收入（77.75 亿元，-0.85%），利润总额（4.48 亿元，+13.42%）。从收入结构上看，航空发动机及衍生产品业务实现收入（75.07 亿元，-0.62%），非航空产品及其他业务实现收入（0.41 亿元，-42.25%）。2023 年全年南方公司研发费用（1.77 亿元，+18.00%），研发投入同比稳健增长。

黎阳公司主要产品为三代中等推力航空发动机等产品，2023 年报告期黎阳公司实现营业收入（49.08 亿元，+45.04%），营收规模显著提升，利润总额（-0.69 亿元，-188.46%），公司部分型号处于放量早期，短期盈利能力不足。从收入结构上看，发动机及衍生产品业务实现收入（48.01 亿元，

+46.68%)，几乎占据了黎阳公司全部营收来源，产品出现交付放量趋势。2023 年全年黎阳公司研发费用（1.23 亿元，-57.59%）。

总体来看，四大主机厂经营业绩呈现出分化趋势，其中母公司、黎明公司营收规模稳步扩大。黎阳公司规模提升明显，或预示着部分型号发动机逐步量产放量。南方公司营业收入与 2022 年几乎持平。盈利方面，母公司和南方公司保持稳定盈利能力，黎明公司小幅下滑，黎阳公司出现由盈到亏的情况，短期业绩承压。研发投入方面南方公司保持稳定增速，黎阳、母公司投入明显减少。

◆ 莱特公司增资扩股项目完成，将推动民用航空发动机长期发展，募投项目竣工投产，发动机维修能力有望进一步提高

2023 年 7 月 8 日，公司公告航发动力股份有限公司拟对下属全资子公司西安西航集团莱特航空制造技术有限公司（以下简称莱特公司）实施增资扩股，通过产权交易机构以公开交易方式引入现金投资不超过 4.00 亿元。公司将内部民用航空发动机制造业务转移至莱特公司，并引入外部资本对其增资 4 亿元，用来建设民用航空发动机生产专线，形成体系完善的批量生产能力，满足国产民用航空发动机长期发展的需求。

根据公司 2023 年年度报告披露，公司子公司莱特公司本期实施增资扩股，通过产权交易机构以公开交易方式引入股东已经完成，增资完成后，公司对莱特公司持股比例由 100% 下降至 71.10%，通过本次增资扩股的实施，莱特公司产品研制能力有望显著提升，将实现民机生产制造由零件向零部件及单元体的转型升级，有助于强化莱特公司在民机产业链上的优势地位。

2023 年 8 月 19 日，公司发布公告称收到陕西省国防科技工业办公室《关于中国航发动力股份有限公司航空发动机修理能力建设项目竣工验收备案的通知》标志着公司“航空发动机修理能力建设项目”已通过竣工验收，达到了项目建设目标。

本次募投项目顺利投产后，航发动力能够有效提升航空发动机修理手段与能力，对现有表面处理生产线进行提标改造，提升公司表面处理生产及排放水平，通过整合公司现有航空发动机修理能力，调整现有生产布局，补充部分关键设备，新建总装修理厂房、试车厂房形成相对独立、完整的涡扇发动机大修分厂，同时预留新型涡扇发动机维修能力，对我国航空发动机行业的发展有良好的促进作用。

◆ 航空发动机龙头企业，聚焦军、民航空发动机和燃气轮机发展机遇，加速追赶超越

航空发动机技术是大国地位和综合国力的体现，是现代航空技术的战略制高点，是现代国防不可或缺的重要内容，也是经济社会发展的重要支撑。当前，航空发动机产业正处于新一轮科技革命、产业革命和军事革命交织联动、高速发展的阶段，世界航空强国加紧布局和推进航空动力前沿技术研究，并已形成先发优势。环伺世界航空强国，美国自适应变循环发动机已完成验证机研制、英国发布了航空零排放战略，无人化、数字化、电气化、氢能、增材制造、复合材料等新理念、新技术、新材料的应用都在快速积累量变。

公司聚焦军、民航空发动机和燃气轮机主业，加速追赶超越，不断提升航空发动机和燃气轮机研发制造水平。在军用航空发动机方面，向自适应循环、涡轮基组合高超声速动力、全电推进系统等方向发展。民用航空发动机方面，根据中国商飞市场预测年报（2022-2041年），到2041年，国内航空发动机市场价值将达到3,502亿美元。公司作为我国商用飞机动力核心供应商，随着国产大型客机、支线客机将加速适航取证，实现商业成功，将推动国产民用航空发动机成为公司支柱产业。燃气轮机方面，国际环境及周边态势变化，同时国家提出“双碳”战略目标，燃气轮机需求也随之加大，公司将迎来新的历史机遇期。

公司作为国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台，将深度受益于我国航空动力的发展大周期。

投资建议：

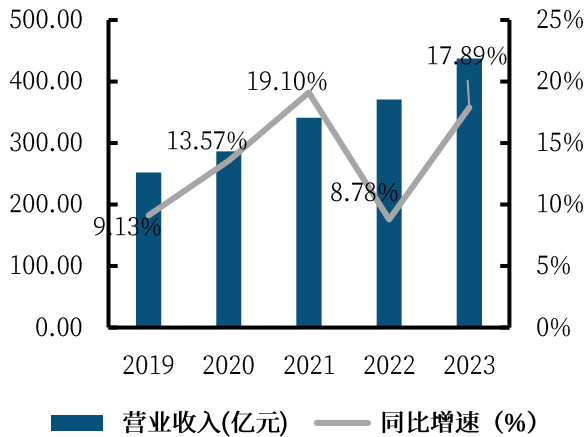
- ① 2023年，公司营业收入同比增长17.89%，扣非归母净利润同比提升明显，期间费用进一步降低，规模效应显现。同时公司在手订单充裕，对未来公司发展打下坚实基础。
- ② 公司进一步聚焦主营业务，航空发动机制造及衍生产品业务规模持续扩大，子公司经营出现差异化发展，黎阳营收规模显著提升，随着未来各在研发发动机型号批产放量，公司整体经营情况有望进一步提升。
- ③ 公司增资扩股莱特公司顺利完成，成功引入外部股东，资金将用于建设民用航空发动机生产专线项，满足国产民用航空发动机长期发展的需求，同时，募投项目《航空发动机修理能力建设项目》顺利完成验收投产，公司将有效提升航空发动机修理手段与能力。
- ④ 公司作为航空发动机龙头企业，同时也是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，将深度

受益于国内航空发动机产业发展的黄金周期，在军、民航空市场需求的“双轨”驱动下，未来有望长期受益。

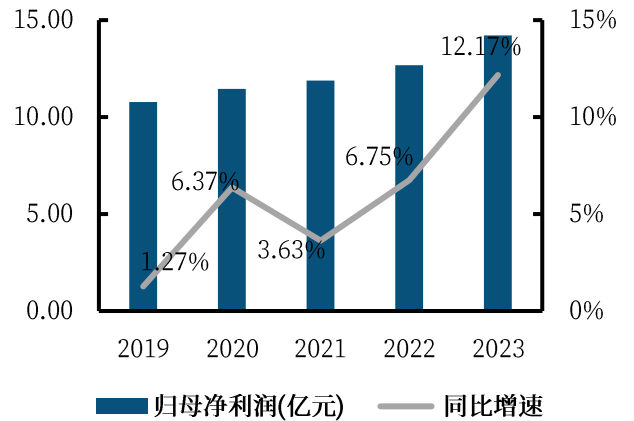
我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别 497.65 亿元、571.22 亿元和 654.28 亿元，归母净利润分别为 16.52 亿元、19.51 亿元及 23.17 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.73 元、0.87 元，我们维持买入评级，目标价 45 元，对应 2024-2026 年预测 EPS 的 73 倍、62 倍、及 52 倍 PE。

风险提示：原材料波动导致毛利率下滑的风险；宏观环境波动导致市场需求下降等，产品交付不及预期等。

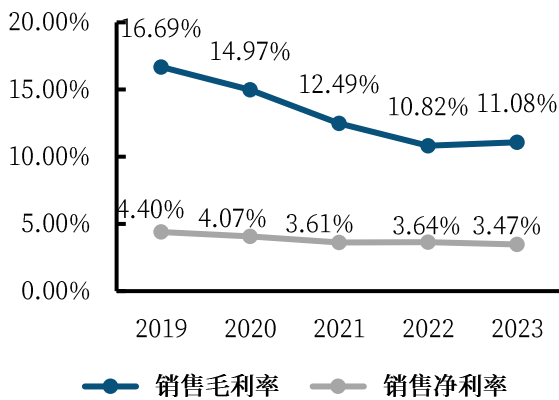
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	37097.15	43733.88	49764.86	57122.48	65428.24
增长率（%）	8.78	17.89	13.79	14.78	14.54
归母净利润（百万元）	1267.78	1421.42	1651.99	1950.96	2316.90
增长率（%）	6.75	12.12	16.22	18.10	18.76
毛利率（%）	10.82	11.08	11.62	11.32	11.56
每股收益（元）	0.48	0.53	0.62	0.73	0.87
市盈率 PE	66.88	59.65	51.33	43.46	36.60
市净率 PB	2.21	2.15	2.08	2.00	1.92
净资产收益率 ROE（%）	3.30	3.60	4.05	4.61	5.24
资料来源：IFIND，中航证券研究所					

图3 公司营业收入及增速情况


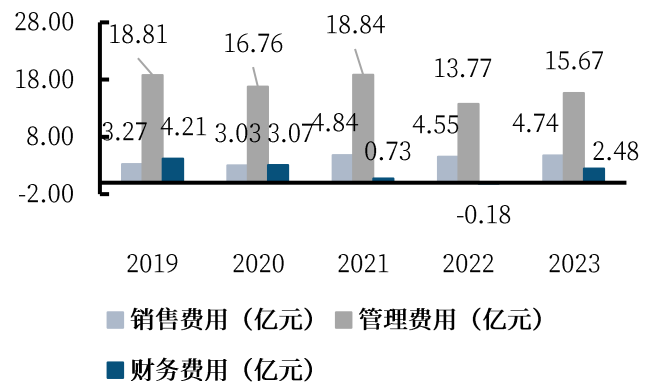
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司归母净利润及增速情况


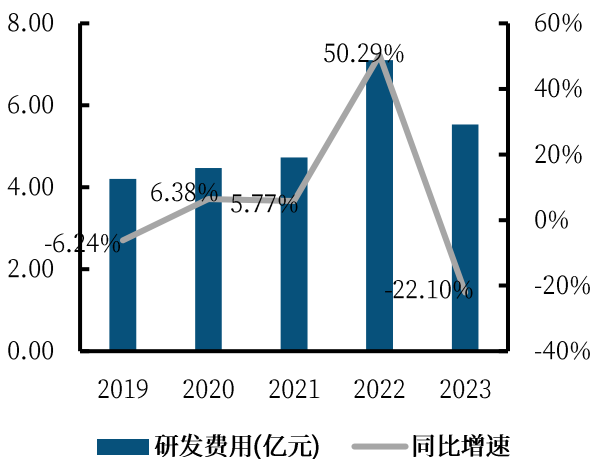
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图5 公司毛利率及净利率情况


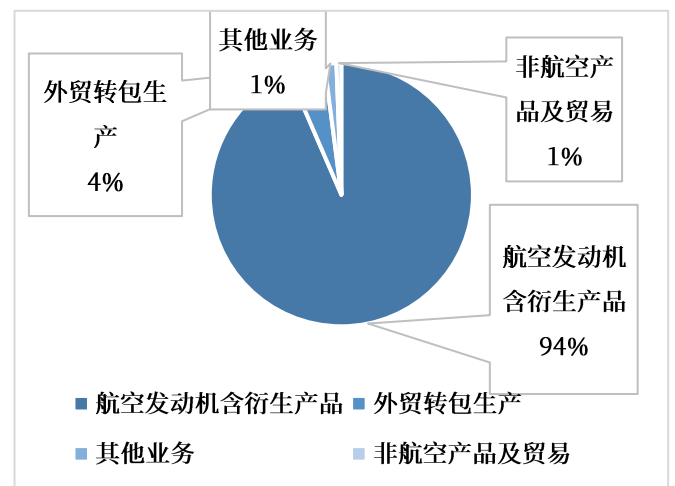
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图6 公司三费情况（单位：亿元）


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图7 公司研发费用及增速情况


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图8 公司业务结构构成


资料来源：IFIND，中航证券研究所

报表预测		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润表						
营业收入	34,102.19	37,097.15	43,733.88	49,764.86	57,122.48	65,428.24
减: 营业成本	29,841.56	33,082.49	38,886.08	43,984.14	50,654.23	57,863.09
税金及附加	70.94	121.54	268.18	224.19	276.62	323.54
主营业务利润	4,189.69	3,893.12	4,579.62	5,556.54	6,191.62	7,241.61
减: 销售费用	484.09	455.29	474.33	592.73	684.03	780.67
管理费用	1,884.31	1,376.97	1,567.01	1,965.57	2,163.71	2,491.29
研发费用	472.77	710.50	553.45	805.39	896.16	1,015.81
财务费用	73.46	-17.93	247.85	197.53	-0.62	-40.16
经营性利润	1,275.07	1,368.28	1,736.99	1,995.33	2,448.34	2,994.00
加: 资产减值损失	-326.63	-335.60	-363.13	-446.68	-512.72	-587.27
信用减值损失	-167.30	-123.30	-117.54	-181.10	-207.87	-238.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	397.98	367.10	407.03	387.37	387.37	387.37
公允价值变动损益	-28.00	31.00	-145.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	18.75	23.71	9.74	17.40	17.40	17.40
其他收益	146.49	184.11	156.68	162.42	162.42	162.42
营业利润	1,306.37	1,515.30	1,684.76	1,934.74	2,294.94	2,735.82
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	128.37	84.37	63.12	91.96	91.96	91.96
减: 营业外支出	27.34	42.61	39.32	36.42	36.42	36.42
利润总额	1,407.40	1,557.07	1,708.57	1,990.28	2,350.48	2,791.36
减: 所得税	176.26	205.11	189.56	244.08	288.25	342.32
净利润	1,231.15	1,351.96	1,519.01	1,746.20	2,062.23	2,449.04
减: 少数股东损益	43.53	84.18	97.59	94.22	111.27	132.14
归属母公司股东净利润	1,187.62	1,267.78	1,421.42	1,651.99	1,950.96	2,316.90
资产负债表						
货币资金	15,906.78	9,374.41	8,382.08	4,976.49	10,487.93	16,354.84
交易性金融资产	6,300.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	3,695.27	5,101.10	5,219.72	6,058.32	6,954.03	7,965.17
应收账款	12,945.43	16,447.71	20,939.40	21,594.09	24,786.72	28,390.78
预付账款	2,753.05	3,364.92	3,985.03	4,355.34	4,999.27	5,726.17
其他应收款	126.69	187.22	162.61	207.02	237.62	272.17
存货	20,515.30	25,733.81	29,662.90	32,667.86	37,621.87	42,976.03
其他流动资产	60.69	170.63	591.99	330.36	379.20	434.34
长期股权投资	2,275.36	2,476.92	2,448.02	2,563.93	2,679.84	2,795.75
金融资产投资	460.43	470.13	249.24	249.24	249.24	249.24
投资性房地产	46.06	340.15	325.93	282.63	239.33	196.02
固定资产和在建工程	21,391.95	22,177.48	23,618.21	23,479.27	19,483.89	15,424.55
无形资产和开发支出	2,828.05	2,874.37	2,985.36	2,530.58	2,067.25	1,595.37
其他非流动资产	1,343.44	1,247.06	1,225.05	1,210.44	1,195.82	1,195.82
资产总计	90,648.50	89,965.91	99,795.55	100,505.57	111,382.02	123,576.26
短期借款	1,586.43	2,015.84	8,514.24	391.10	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	12,091.39	13,592.53	14,606.62	17,471.67	20,121.21	22,984.77
应付账款	10,505.37	12,976.71	17,978.35	17,690.79	20,373.56	23,273.02
预收账款	0.00	0.07	1.49	0.60	0.69	0.79
合同负债	21,751.96	15,542.31	11,876.27	15,568.08	19,095.60	22,702.69
其他应付款	4,178.30	4,396.36	4,096.83	5,545.84	6,386.85	7,295.80
长期借款	651.72	793.69	632.23	489.89	249.73	31.44
其他负债	-54.09	-637.17	-1,766.13	-1,919.52	-1,779.65	-1,625.85
负债合计	50,711.10	48,680.35	55,939.90	55,238.45	64,447.99	74,662.65
股本	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	27,444.69	27,448.94	27,447.81	27,447.81	27,447.81	27,447.81
留存收益	7,341.50	8,289.04	9,341.64	10,658.89	12,214.53	14,061.97
归属母公司股东权益	37,451.79	38,403.57	39,455.04	40,772.29	42,327.94	44,175.37
少数股东权益	2,485.61	2,881.99	4,400.61	4,494.83	4,606.09	4,738.23
股东权益合计	39,937.40	41,285.57	43,855.65	45,267.12	46,934.03	48,913.60
负债和股东权益合计	90,648.50	89,965.91	99,795.55	100,505.57	111,382.02	123,576.26
投入资本(IC)	22,918.56	37,960.28	48,744.20	45,898.87	42,158.83	38,883.79
现金流量表						
资本支出	1,977.32	3,698.97	4,855.08	3,517.00	-0.00	0.00
自由现金流	14,018.52	-13,583.11	-8,809.03	4,816.75	5,853.63	5,740.77
短期借款增加	-503.42	429.41	6,498.40	-8,123.14	-391.10	0.00
长期带息债务增加	-147.60	141.98	-161.46	-142.34	-240.16	-218.29
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	359.86	386.51	0.00	334.73	395.31	469.46
长期投资	-5,946.82	6,540.92	493.86	195.10	195.10	195.10
经营性现金净流量	16,694.71	-11,254.52	-6,787.98	8,696.65	6,324.90	6,302.01
投资性现金净流量	-8,898.15	3,722.43	-2,803.83	-3,304.50	212.50	212.50
筹资性现金净流量	54.09	883.94	8,598.86	-8,797.75	-1,025.95	-647.60
现金流量净额	7,831.07	-6,579.89	-977.95	-3,405.59	5,511.45	5,866.91
货币资金的期初余额	8,026.61	15,867.33	9,300.57	8,382.08	4,976.49	10,487.93
货币资金的期末余额	15,906.78	9,374.41	8,382.08	4,976.49	10,487.93	16,354.84
企业自由现金流	14,018.52	-13,583.11	-8,809.03	4,816.75	5,853.63	5,740.77
权益自由现金流	13,303.24	-12,996.15	-2,692.45	-3,622.04	5,222.92	5,557.71

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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、未来也将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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637