

2023年08月23日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

华测导航 (300627)

2023年中报点评：拓市场、活机制保障持续高增长， 营收与归母净利润皆创历史同期新高

报告摘要

◆ 加速拓展海外市场，营收与归母净利润皆创历史同期新高。2023年上半年，公司营业收入（12.08亿元，+30.09%）和归母净利润（1.76亿元，+30.33%）快速增长，皆创历史同期新高，主要系公司持续开拓海外市场，高精度接收机智能装备业务在国际市场上保持较快增长，上半年境外收入（3.30亿元，+73.38%）增速亮眼，占总收入比例（27.32%，+6.84pcts）明显提升。公司整体毛利率（58.24%，-0.66pcts）和净利率（14.21%，+0.08pcts）维持在较高水平，净资产收益率（6.71%，+0.76pcts）同样为上市以来同期新高。分行业看，机器人与自动驾驶板块收入（0.61亿元，+88.10%）增幅亮眼，地理空间信息板块收入（1.78亿元，+44.61%）和资源与公共事业板块收入（4.60亿元，+42.74%）同样表现突出。

◆ 营销效率提升，研发投入持续。报告期内，公司三费率（29.96%，-2.80pcts）显著下降，特别是销售费用率（22.15%，-2.60pcts）下降明显。研发方面，公司研发投入（1.85亿元，+15.25%）保持增长。

◆ 多次实施股权激励，激发内生增长动力。公司自2017年起，先后5次实施股权激励。报告期内，公司2022年限制性股票激励计划的第一个归属期归属条件已经成就，授予价格调整为24.52元/股。后续几个归属期（对应考核年度为2023-2026年）的业绩考核指标分别是以2021年净利润为基数，当年净利润增长率不低于30%、45%、70%、100%。

◆ 拓市场保障持续高增长，打造高精度GNSS新型场景应用。短期看，随着海外市场加速拓展，公司收入来源更加丰富，整体营收和利润向好；中期看，高精度GNSS在国内数字施工、农机智能驾驶以及测绘等领域仍有较大增长空间，随着技术的成熟和应用的推广，公司收入持续性无忧；

投资评级

买入

维持评级

2023年08月23日

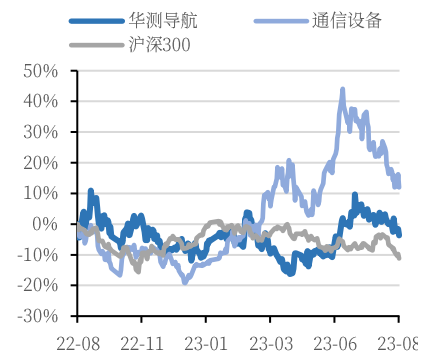
收盘价(元): 30.10

目标价(元): 38.00

公司基本数据

总股本(百万股)	542.98
总市值(百万)	16,343.55
流通股本(百万股)	445.21
流通市值(百万)	13,400.89
12月最高/最低价(元)	35.37/25.67
资产负债率(%)	32.57
每股净资产(元)	4.86
市盈率(TTM)	40.65
市净率(PB)	6.20
净资产收益率(%)	6.71

股价走势图



作者

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

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

滕明滔 研究助理
SAC执业证书: S0640123070037
联系电话: 010-59562521

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

长期看，公司积极开拓新型场景应用，未来有望乘着自动驾驶等新兴领域的东风，打造第二增长曲线。

邮箱: tengmt@avicsec.com

相关研究报告

◆ 投资建议:

1. 行业层面，根据我们此前发布的年度策略报告的分析，“十四五”期间，高精度卫星导航应用市场复合增速有望超过 25%，公司深度聚焦高精度卫星导航应用，底层增速相对确定；
2. 业务层面，随着公司技术愈发成熟，产品化成本有望逐步降低，叠加海外市场的高增速，公司下游各细分市场的需求将逐步起量，支撑公司在中长期的业绩确定性；
3. 经营层面，随着公司营销效率的不断提升，费用率或将企稳回落，带动利润增长；同时，持续的研发投入也会助力高精度导航定位技术在更多行业和场景的应用落地，开拓新兴市场。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 28.81 亿元、36.82 亿元和 48.25 亿元，归母净利润分别为 4.76 亿元、6.17 亿元及 8.24 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.14 元、1.52 元，我们维持“买入”评级，目标价格 38.00 元，分别对应 43 倍、33 倍及 25 倍 PE。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1903.18	2236.25	2881.29	3682.20	4824.54
增长率（%）	35.02	17.50	28.84	27.80	31.02
归母净利润（百万元）	294.34	361.11	476.37	617.16	823.90
增长率（%）	49.45	22.69	31.92	29.56	33.50
毛利率（%）	54.64	56.64	56.15	56.06	55.84
每股收益（元）	0.59	0.68	0.88	1.14	1.52
市盈率 PE	55.53	45.26	34.31	26.48	19.84
市净率 PB	7.46	6.45	5.81	5.14	4.46
净资产收益率 ROE（%）	14.22	14.32	16.93	19.42	22.48

资料来源：iFinD，中航证券研究所

正文目录

一、 聚焦高精度 GNSS 技术与应用，业绩加速兑现.....	4
(一) 加速拓展海外市场，营收与归母净利润皆创历史同期新高.....	4
(二) 营销效率提升，研发投入持续	5
二、 多次实施股权激励，激发内生增长动力.....	6
三、 依托核心技术，布局四大行业应用	6
(一) 建筑与基建	6
(二) 地理空间信息	7
(三) 资源与公共事业.....	7
(四) 机器人与自动驾驶.....	8
四、 投资建议.....	9
五、 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）	4
图 2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）	4
图 3 公司中报各业务收入情况（单位：亿元）	5
图 4 公司中报各业务毛利率情况（单位：%）	5
图 5 公司中报三费情况（单位：百万元；%）	5
图 6 公司中报研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）	5

一、聚焦高精度 GNSS 技术与应用，业绩加速兑现

（一）加速拓展海外市场，营收与归母净利润皆创历史同期新高

2023 年上半年，公司营业收入（12.08 亿元，+30.09%）和归母净利润（1.76 亿元，+30.33%）快速增长，扣非归母净利润（1.57 亿元，+67.57%）显著增长，皆创历史同期新高，主要系公司持续开拓海外市场，境外收入（3.30 亿元，+73.38%）增速亮眼，占总收入比例（27.32%，+6.84pcts）明显提升。同时受益于境外业务毛利率（73.79%，+2.39pcts）明显超过国内业务毛利率（52.39%，-3.28pcts），公司整体毛利率（58.24%，-0.66pcts）和净利率（14.21%，+0.08pcts）依旧可以维持在较高水平。净资产收益率（6.71%，+0.76pcts）同样为上市以来同期新高。

图1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）

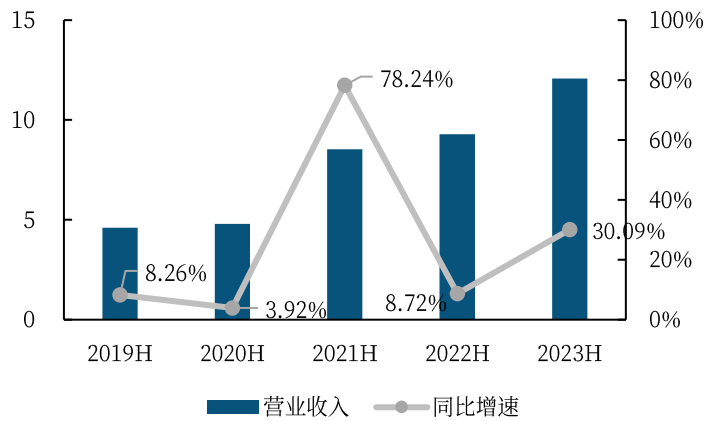
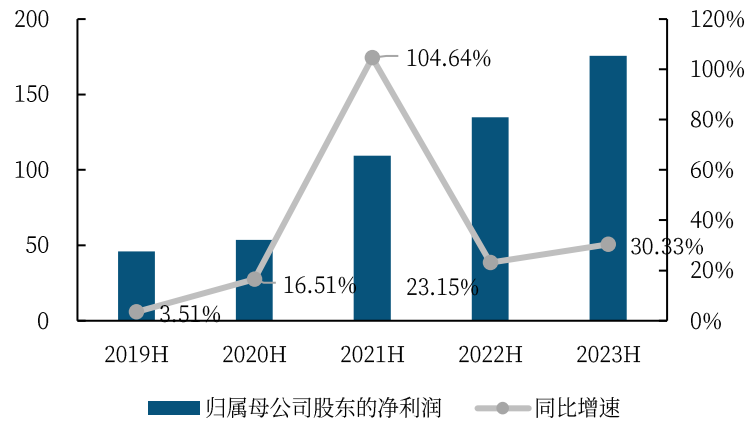


图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



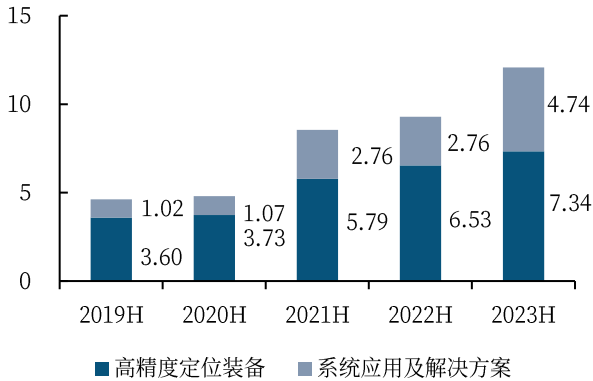
资料来源：iFinD，中航证券研究所

资料来源：iFinD，中航证券研究所

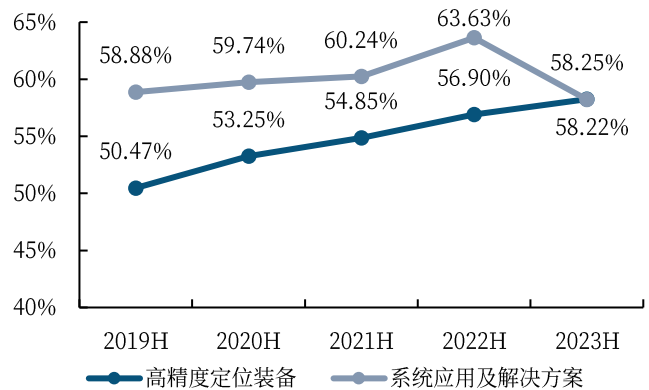
从 2023Q2 单季度来看，公司营业收入（6.96 亿元，+37.52%）和归母净利润（0.97 亿元，+41.93%）均保持同比快速增长，毛利率（57.55%，-0.11pcts）和净利率（13.36%，+0.24pcts）维持在较高水平。总体上，2023H1 业绩已达成公司 2022 年年报中对 2023 年整体经营目标（营业收入同比增长 25.21%，归母净利润同比增长 24.61%）的一半。

分产品看，2023 年上半年，高精度定位装备（7.34 亿元，+12.44%）稳定增长，毛利率（58.25%，+1.35pcts）也维持在较高水平，我们认为与该业务的国际市场收入增长较快有关；系统应用与解决方案（4.74 亿元，+71.91%）显著增长，毛利率（58.22%，-5.41pcts）略有波动，可能与公司该业务各领域结构比例发生变化有关。

分行业来看，2023 年上半年，建筑与基建板块收入（5.09 亿元，+12.91%）平稳增长，地理空间信息板块收入（1.78 亿元，+44.61%）和资源与公共事业板块收入（4.60 亿元，+42.74%）快速增长，机器人与自动驾驶板块收入（0.61 亿元，+88.10%）大幅增长。

图3 公司中报各业务收入情况（单位：亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司中报各业务毛利率情况（单位：%）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

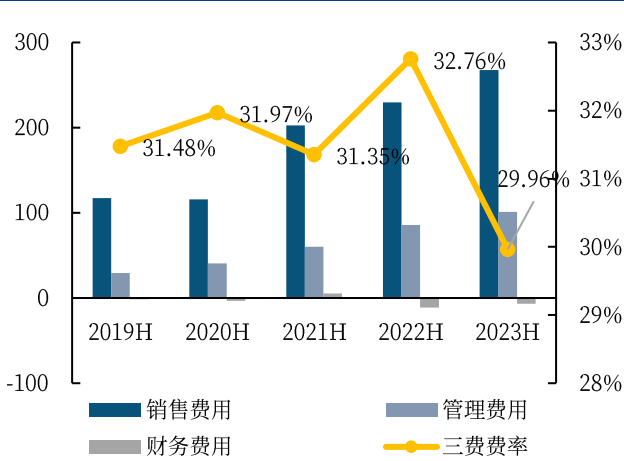
考虑到境外收入目前在公司整体业务中的占比接近 30%，为有效规避汇率波动的风险，公司开展外汇衍生品交易，合理调整结算币种，以减少汇率波动对公司业绩的影响。我们认为，随着公司高精度导航定位技术及其在各领域的应用推广愈发成熟，产品化成本越来越低，同时在海外市场加速拓展的带动下，公司下游各细分市场的需求将逐步起量，支撑公司在中长期的业绩确定性。

（二）营销效率提升，研发投入持续

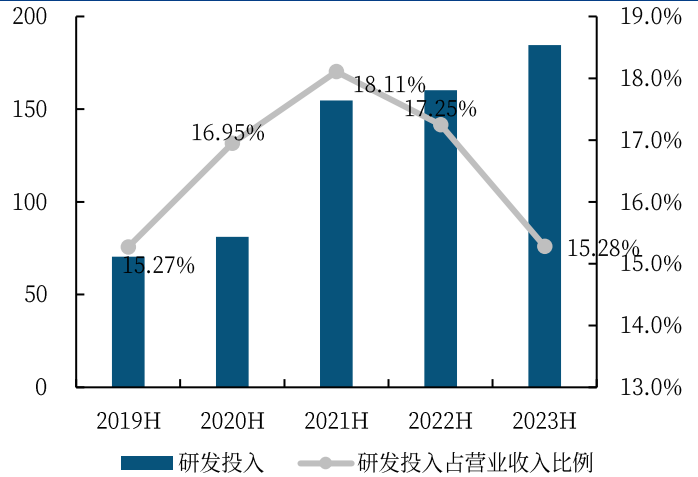
费用方面，报告期内，公司在销售费用和管理费用同比上升的同时，实现了三费率率的下降。公司三费率率（29.96%，-2.80pcts）显著下降，特别是销售费用率（22.15%，-2.60pcts）下降明显。研发方面，公司研发投入（1.85 亿元，+15.25%）保持增长。公司在国内建立上海、武汉、南京及北京四个研发基地，在海外建立英国研发基地，充分发挥地区的院校人才优势，逐步强化公司在高精度定位导航领域的核心竞争力。

我们认为，随着公司加速业务拓展，营销效率有望不断提升，费用率或将企稳回落，带动利润的持续增长；同时，随着高精度导航定位技术在更多行业和场景的应用落地，研发投入也将随着业务品类的不断丰富保持增长。

图5 公司中报三费情况（单位：百万元；%）
图6 公司中报研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所



资料来源：iFinD，中航证券研究所

二、多次实施股权激励，激发内生增长动力

公司多次对核心骨干实施股权激励，激发公司内生增长动力。公司自 2017 年起先后 5 次实施股票期权激励计划。报告期内，2022 年限制性股票激励计划实施情况如下：

2023 年 5 月 22 日，公司召开第三届董事会第二十五次会议、第三届监事会第二十五次会议，审议通过了关于《调整 2022 年限制性股票激励计划授予数量和授予价格》、关于《公司 2022 年限制性股票激励计划第一个归属期符合归属条件》的议案。根据《2022 年限制性股票激励计划（草案）》的规定及公司 2021 年度、2022 年度权益分派方案，公司计划向董事兼副总经理王向忠授予的限制性股票数量由 370.00 万股调整为 518.00 万股，授予价格由 35.00 元/股调整为 24.52 元/股。业绩考核要求为以 2021 年净利润（此处“净利润”为经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润）为基数，2022-2026 年净利润增长率不低于 15%、30%、45%、70%、100%。目前第一个归属期归属条件已经成就，可归属限制性股票数量为 103.60 万股。

公司在 2023-2025 年的限制性股票摊销费用分别为 1141.44 万元、791.79 万元、280.56 万元。限制性股票费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响。但同时，此次限制性股票激励计划实施后，将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率、降低代理人成本，给公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极促进作用。

三、依托核心技术，布局四大行业应用

公司多源融合的高精度定位技术目前主要应用在建筑与基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与自动驾驶四大板块。

（一）建筑与基建

公司基于多种高精度导航定位装备和系统应用及解决方案，为建筑、工程、施工

等行业客户的勘测、设计、施工、运维环节的工作，提供高精度位置信息。基于高精度卫星导航定位技术，融合惯性导航、视觉、AI、AR、图像识别等技术，公司开发了高精度接收机智能装备，搭配以系列作业软件、云服务等平台，实现更高效率、更高精度的单点测量与定位，为建筑施工的全流程提供精准的单点定位。

报告期内，公司在建筑与基建领域的优势持续提升，向市场推广“视觉 RTK”等高精度接收机智能装备、测地通软件“Landstar8.0”、“TCF900 桩基施工质量管理体系”、“TX63 挖掘机 3D 引导系统”等基建行业产品。其中，高精度接收机智能装备业务在国际市场上仍持续保持较快增长，公司还将在国际市场上加强施工自动化产品推广，在建筑与基建行业覆盖更多业务领域。

随着新一代信息技术以及人工智能技术的发展，传统建筑行业正迎来变革，智能建造成为行业转型发展的方向。建筑与基建历来是国民经济支柱产业，我们认为，随着智能建造的逐步推进和公司产品的加速出海，公司建筑与基建板块整体有望维持稳定增长。

（二）地理空间信息

公司通过测量装备组合，为测量测绘工作的客户提供高效解决方案。基于高精度 GNSS+INS+激光雷达+无人飞控技术，公司开发了搭载于移动载体之上集成多源传感器用以获取空间三维信息的设备，广泛应用于智慧城市空间数字底座的建设、自动驾驶高精度地图数据获取等领域；基于高精度 GNSS+INS+无人船控技术，开发了以无人船为载体，搭载测深仪、声纳、多波束、激光扫描仪等传感器设备的水下、水上测绘解决方案，广泛应用于全国各大水文站的流量监测、水上水下地形测绘等项目。

报告期内，公司持续推广长距离高精度多平台激光雷达系统 AU20，差异化推出全新一代航测旗舰产品 AA10；公司的无人船等海洋测绘产品、解决方案在各大水文局、水利水电单位、涉水测绘单位等完成快速推广；公司还将高精度智能装备与视觉识别、AR、云计算等技术有机结合，推出华测云服务、广域增强服务等。

根据中国地理信息产业协会发布的《中国地理信息产业发展报告（2022）》，中国地理信息产业总产值由 2016 年的 4360 亿元增长至 2021 年的 7524 亿元，近 5 年复合增长率为 11.53%，2025 年有望达到约 1.1 万亿。公司聚焦地信产业的测绘市场，已形成一系列丰富的产品品类和高效的解决方案，产品性价比高。我们认为，依托于公司产品的性价比优势和丰富的市场经验，公司地理空间信息板块有望保持快速增长。

（三）资源与公共事业

资源与公共事业主要系公司为农业、林业和公共事业的客户提供高精度定位导航服务。在农机领域，公司开发出北斗农机自动驾驶控制系统、卫星平地系统、农机生产信息化管理平台、土地整平解决方案、智能喷雾控制解决方案等，实现智能作业机械集成和多机作业远程交互与共享，迄今为止“领航员 NX510”产品在农机自动驾驶领域销量领先；在监测领域，公司开发出针对不同行业应用的位移监测系统解决方

案，广泛应用于地质灾害、矿山安全、交通边坡监测、水利水电监测、应急监测和建筑形变监测等。

近年来，农业自动化市场快速增长起量，公司实现了农机自动驾驶业务的快速增长。未来，公司也将构建以导航控制和数据为核心的精准农业生态链系统。自 2020 年以来，公司大力投入普适型地质灾害监测设备研发创新。截至目前已有数万台设备在全国重点地质灾害防治省份得到规模化应用，共覆盖地质灾害隐患点 1 万余处。在水利监测领域，截至目前，公司已累计在全国千余座水库安装了万套监测设备。

与发达国家相比，我国农机自动驾驶渗透率仍处于较低水平。2023 年 1 月，国务院发布《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，提出“加快先进农机研发推广……支持北斗智能监测终端及辅助驾驶系统集成应用”。在监测领域，报告期内，公司中标多个百万级以上的地质灾害监测预警项目。综合来看，我们认为，随着农机自动驾驶和资源监测领域下游市场需求的持续释放，公司资源与公共事业板块有望持续放量。

(四) 机器人与自动驾驶

公司依托组合导航算法的核心技术优势，开发出了高精度、高动态定位测向测姿接收机等终端，能够为自动驾驶乘用车、无人矿卡、无人集卡、无人接驳、物流机器人、清扫机器人等提供高精度组合导航模组、组合导航板卡、定位测向接收机、便携式组合导航终端、抗震型测量天线等产品。公司已在低速机器人、矿车、港口、物流自动驾驶等领域与阿里巴巴、踏歌智行、西井等公司达成合作。同时，公司开发的全球星地一体增强网络服务平台未来将为各类高精度移动智能装备提供差分信息服务，打造一体化解决方案。

公司在乘用车自动驾驶业务上取得了良好的突破，截至目前，公司已经被指定为多家车企的自动驾驶位置单元业务定点供应商，并已进行批量交付。未来，公司将积极布局车规级芯片、全球 SWAS 广域增强系统及持续投入优化核心算法。

我们认为，随着项目车型的量产上市，机器人与自动驾驶板块有望在中长期成为公司第二增长曲线。

总体来看，我们认为，需求侧方面，根据我们此前发布的 2023 年度策略报告《战地黄花分外香》的分析，“十四五”期间，卫星导航应用市场增速有望保持年复合 20% 的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过 25%。公司高精度卫星导航应用下游产品将享受“北斗+”与“+北斗”产业融合发展趋势带来的新增量市场，而公司高精度卫星导航应用产业中上游的设备器件产品也可在整体高精度卫星导航应用市场的基础增速上，再叠加海外市场需求的加速释放，需求侧景气无忧。

供给侧方面，在公司加大研发投入的背景下，公司将有望依靠自身已经在高精度卫星导航应用产业中下游部分细分应用领域布局的基础上，进一步拓宽公司在自动驾驶等新兴领域的市场空间，而公司在盈利空间相对更大的海外市场的拓展，也将构成

“十四五”期间公司收入持续快速增长，盈利能力维持在较高水平的基础。

四、投资建议

公司是国内高精度卫星导航定位产业的领先企业之一，具体投资建议如下：

1. 行业层面，根据我们此前发布的年度策略报告的分析，“十四五”期间，卫星导航应用市场增速有望保持年复合 20% 的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过 25%，公司深度聚焦高精度卫星导航应用，底层增速相对确定；

2. 业务层面，随着公司高精度导航定位技术及其在各领域的应用推广愈发成熟，产品化成本有望逐步降低，同时在海外市场加速拓展的带动下，公司下游各细分市场的需求将逐步起量，支撑公司在中长期的业绩确定性；

3. 经营层面，随着公司营销效率的不断提升，费用率或将企稳回落，带动利润的持续增长；同时，持续的研发投入也会助力公司高精度导航定位技术在更多行业和场景的应用落地，开拓卫星导航的新兴市场。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 28.81 亿元、36.82 亿元和 48.25 亿元，归母净利润分别为 4.76 亿元、6.17 亿元及 8.24 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.14 元、1.52 元，我们维持“买入”评级，目标价格 38.00 元，分别对应 43 倍、33 倍及 25 倍 PE。

五、风险提示

我国卫星导航产业发展不及预期的风险；公司产品所处市场竞争激烈，盈利能力或出现进一步下滑的风险；汇率波动造成的产品出口与汇兑损失风险；公司募投项目未及预期的风险。

报表预测

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2236.25	2881.29	3682.20	4824.54
减：营业成本	969.56	1263.35	1617.86	2130.36
营业税金及附加	17.08	19.61	25.06	32.83
销售费用	446.54	561.85	699.62	868.42
管理费用	184.42	201.69	239.34	289.47
财务费用	-14.58	4.78	-0.59	-3.68
资产减值损失	-4.71	-14.91	-14.83	-19.73
加：投资收益	23.56	20.67	20.67	20.67
公允价值变动损益	-7.13	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	349.20	478.99	615.46	821.41
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	353.25	478.34	614.81	820.76
减：所得税	-7.15	3.79	0.00	0.00
净利润	360.40	474.55	614.81	820.76
减：少数股东损益	-0.71	-1.82	-2.36	-3.14
归属母公司股东净利润	361.11	476.37	617.16	823.90
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1087.99	1216.07	1506.53	1844.54
应收账款和预付款项	834.76	1062.68	1358.07	1779.39
存货	425.12	520.24	666.22	877.26
其他流动资产	255.15	257.23	328.73	430.71
长期股权投资	58.37	68.34	78.32	88.30
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	641.10	524.84	408.49	292.07
无形资产和开发支出	213.04	166.71	120.38	74.05
其他非流动资产	58.25	57.52	56.79	56.79
资产总计	4017.56	4344.97	5028.53	5996.08
短期借款	115.10	0.00	0.00	0.00
应付账款和预收款项	326.07	333.92	427.62	563.08
长期借款	152.92	107.37	64.81	25.30
其他负债	147.43	165.85	190.74	225.32
负债合计	1438.07	1486.12	1807.77	2292.16
股本	535.16	535.16	535.16	535.16
资本公积	1009.40	1009.40	1009.40	1009.40
留存收益	987.97	1269.14	1633.42	2119.72
归属母公司股东权益	2532.53	2813.70	3177.98	3664.28
少数股东权益	46.96	45.14	42.78	39.64
股东权益合计	2579.49	2858.84	3220.76	3703.92
负债和股东权益合计	4017.56	4344.97	5028.53	5996.08
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	353.69	472.55	568.79	695.18
投资活动现金流净额	-283.02	16.15	16.53	16.25
筹资活动现金流净额	-51.80	-360.63	-294.86	-373.43
现金流量净额	47.97	128.08	290.46	338.01

资料来源：iFinD，中航证券研究所

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: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 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发送或为任何就送发、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。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起。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