

证券研究报告—深度报告

国防军工

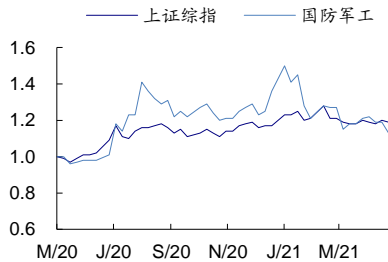
国防军工 2020 年报及 2021 一季报综述及 5 月策略

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 05 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

航空、信息化领域业绩弹性凸显，板块进入配置窗口

● 利润表：军品结构变化和规模效应带来利润弹性可观

2020 年合计实现营收 4795 亿元，同比增长 8.1%；实现归母净利润 326 亿元，同比增长 36%；实现扣非归母净利润 237 亿元，同比增厂 46%。2021Q1 合计实现营收 1044 亿元，同比增长 44%；实现归母净利润 80 亿元，同比增长 147%；实现扣非归母净利润 67 亿元，同比增厂 189%。反映出下游的需求旺盛，行业的高景气度再次得到确认。2020 年整体毛利率提升 0.9 个百分点，期间费用率下降 0.5 个百分点，大部分军工上市公司体现出军工结构变化和规模效应带来的业绩弹性开始凸显，这也是行业在十四五期间业绩弹性可期的重要驱动因素。子版块看，其中，航空和信息化板块是板子主要增长点，合计利润占比达 84%。航空主机厂增速稳健，先进战机产业链公司比如爱乐达、西部超导等业绩高增长；信息化领域中元器件、集成电路 20 年及 21Q1 持续保持高增长，且净利率提升明显，规模效应显著。红外板块则去年因疫情带来的测温产品需求暴增业绩也增速较高。

● 资产负债表：信息化、航空预收款增长较快，应付账款体现较为明显

体现在手订单情况的预收账款 2020 年及 2021 年一季度预收账款及合同负债较上年同期分别增长 32.3%及 43.6%，表明十四五开年情况持续向好。2020 年存货同比增长 9.4%，平稳增长，其中信息化、兵器板块增长幅度较大，分别为 27.1%、17.8%。2020 年应付账款及票据同比增长 9.7%，2021Q1 同比增长 14%，其中信息化板块同比增长 24.7%、35%，兵器板块同比增长 21.2%、20%。信息化板块中中航光电、宏达电子、睿创微纳等上游元器件公司增长较快，预示公司订单仍饱满，相应原材料等备货需求增大。

● 重申军工板块的中长期配置价值

基本面角度看，军工行业增速首屈一指，相比其他行业成长性突出，尤其是 2021 年-2023 年将是行业提速的关键，行业增速有望超过 30%。估值角度看，中证军工指数目前 PE-TTM 在 57 倍，处于过去五年历史 17.32% 分位。优先选择军工高景气子行业兼顾业绩增速、中长期空间作为整体配置的主线，重点包括导弹武器装备、航空主战装备、信息化/军工电子、军民融合等领域。

- 1) 航空装备：主机厂重点推荐中航沈飞，配套重点推荐爱乐达、西部超导、江航装备、中航高科、中航机电等，关注航发动力、三角防务等。
- 2) 导弹：多重背景驱动下有望呈现高景气，十四五需求有望是十三五的 5 倍以上的增长，重点推荐航天电器、新雷能，关注盟升电子。
- 3) 信息化/军工电子：军工电子正处于业绩快速增长兑现阶段，重点推荐中航光电、振华科技、鸿远电子等。
- 4) 军民融合领域：航空发动机、大飞机、北斗导航、卫星互联网、新材料、半导体等均值得长期关注，重点关注睿创微纳等。

相关研究报告：

- 《国防军工行业周报：关注卫星互联网进展，军工板块业绩持续向好，逢低配置》——2021-04-25
- 《国防军工行业周报：坚定板块业绩信心，关注航天日有望拉开卫星互联网序幕》——2021-04-19
- 《国防军工行业周报：一季报预告普遍好于预期，市场有望逐步坚定板块业绩信心》——2021-04-11
- 《国防军工 2021 年 4 月投资策略：十四五尘埃落定，行业景气信心十足》——2021-04-09
- 《国防军工行业周报：军工十四五尘埃落定，景气度信心十足》——2021-04-06

证券分析师：花超

电话：  
E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明



## 内容目录

<b>利润表：军品结构变化和规模效应带来较好利润弹性</b> .....	<b>5</b>
航空和信息化板块是板子主要增长点，合计利润占比达 84% .....	5
行业盈利能力持续改善，军品结构变化和规模效应带来的效果凸显 .....	8
航空：主机厂增长稳健，先进战机产业链公司业绩高增长 .....	9
信息化：元器件、集成电路高增长延续，上游业绩弹性显著 .....	11
航天：占行业板块比重小，航天、宇航领域 Q1 强劲恢复 .....	12
兵器：整体符合兵器装备平稳的行业预期 .....	13
船舶：21Q1 扭亏为盈，军船保持结构性稳健增长，民船订单好转 .....	14
<b>资产负债表：信息化、航空预收款增长较快，应付账款体现较为明显</b> .....	<b>15</b>
预收账款：航空、信息化板块增长较快，反映订单情况持续向好 .....	16
存货：整体稳健，信息化板块增长较多 .....	16
应付票据及应付账款：上游元器件等备货采购需求大 .....	16
<b>重申军工板块的中长期配置价值</b> .....	<b>17</b>
三个层面支撑十四五军工行业发展进入快车道 .....	17
行业高景气映射至上市公司业绩加速，坚定看好军工板块的中长期空间，重点关注 先进航空装备、导弹武器装备、信息化/军工电子、军民融合等领域 .....	18
投资建议：配置时点已现 .....	19
<b>行业公司盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

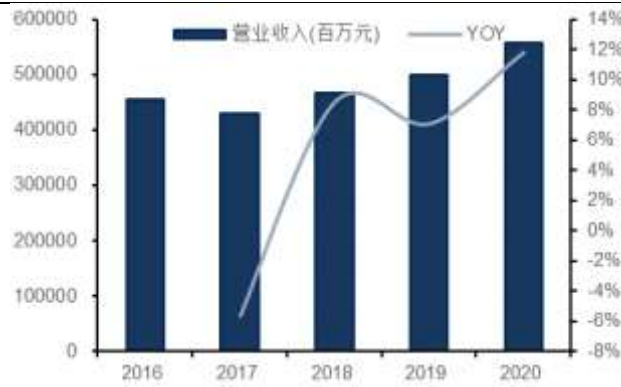
## 图表目录

图 1: 军工行业近五年营收及增速 .....	5
图 2: 军工行业近五年归母净利润及增速 .....	5
图 3: 军工行业近五年 Q1 营收及增速 .....	5
图 4: 军工行业近五年 Q1 归母净利润及增速 .....	5
图 5: 军工行业子版块营收及增速(百万元) .....	6
图 6: 军工行业子版块归母净利润及增速(百万元) .....	6
图 7: 军工行业子版块归母 Q1 营收及增速(百万元) .....	7
图 8: 军工行业子版块 Q1 归母净利润及增速(百万元) .....	7
图 9: 军工行业近五年毛利率、净利率 .....	8
图 10: 军工行业近五年期间费用率 .....	8
图 11: 军工行业近五年 Q1 毛利率、净利率 .....	9
图 12: 军工行业近五年 Q1 期间费用率 .....	9
图 13: 航空板块近五年营收、归母净利及增速 .....	9
图 14: 航空主机厂近五年营收、归母净利润及增速 .....	9
图 15: 航空板块近五年 Q1 营收、归母净利及增速 .....	10
图 16: 航空主机厂近五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	10
图 17: 先进战机产业链近五年营收、归母净利润及增速 .....	10
图 18: 先进战机产业链五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	10
图 19: 航空板块毛利率、期间费用率及净利率 .....	11
图 20: 航空主机厂板块毛利率、期间费用率及净利率 .....	11
图 21: 信息化近五年营收、归母净利润及增速 .....	11
图 22: 信息化近五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	11
图 23: 信息化近五年毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	12
图 24: 信息化五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	12
图 25: 航天近五年营收、归母净利润及增速 .....	13
图 26: 航天近五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	13
图 27: 航天近五年毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	13
图 28: 航天近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	13
图 29: 兵器近五年营收、归母净利润及增速 .....	14
图 30: 兵器近五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	14
图 31: 兵器近五年毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	14
图 32: 兵器近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	14
图 33: 船舶近五年营收、归母净利润及增速 .....	15
图 34: 船舶近五年 Q1 营收、归母净利润及增速 .....	15
图 35: 船舶近五年毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	15
图 36: 船舶近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率 .....	15
图 37: 国防支出预算不断增长 .....	17
图 38: 军工板块估值情况 (PE-TTM) .....	18
表 1: 2020&2021Q1 军工行业营收及归母净利润情况 .....	8
表 2: 2020&2021Q1 信息化子板块营收和归母净利润情况 .....	12
表 3: 2020&20Q1 军工整体及各板块预收账款情况 .....	16
表 4: 2020&20Q1 军工整体及各板块存货情况 .....	16
表 5: 2020&20Q1 军工整体及各板块应付账款情况 .....	17
表 6: 行业公司盈利预测与估值 .....	20

## 利润表：军品结构变化和规模效应带来较好利润弹性

我们选取军工行业 119 家军工上市公司，整体法统计得出，军工行业 2020 年合计实现营收 4795 亿元，同比增长 8.1%；实现归母净利润 326 亿元，同比增长 36%；实现扣非归母净利润 237 亿元，同比增厂 46%。收入看，在疫情影响下军工行业增速持续向上，高于去年（5.8%），一方面是受益十三五最后一年行业的武器装备交付多，另一方面也开始体现十四五行业的景气度情况。利润看，利润增速相比过往大幅提升，增速远高于收入增速，行业的利润弹性开始凸显。我们总结看，行业整体毛利率提升 0.9 个百分点，期间费用率下降 0.5 个百分点，大部分军工上市公司体现出军工结构变化和规模效应带来的业绩弹性开始凸显。这也是行业在十四五期间业绩弹性可期的重要驱动因素。

图 1：军工行业近五年营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

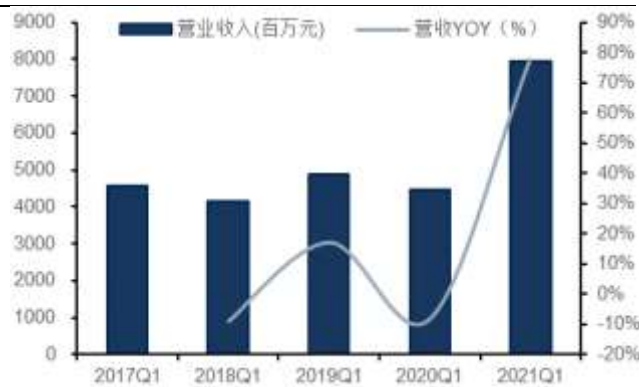
图 2：军工行业近五年归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

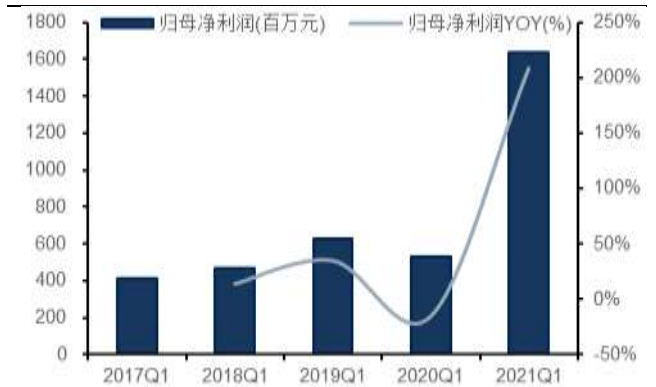
军工行业 2021Q1 合计实现营收 1044 亿元，同比增长 44%；实现归母净利润 80 亿元，同比增长 147%；实现扣非归母净利润 67 亿元，同比增厂 189%。去年一季度疫情影响军工交付确认形成低基数，另今年一季度大部分公司延续了行业四季度高景气，单季度看持续提升，对十四五行业的景气度再次从报表上确认。

图 3：军工行业近五年 Q1 营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：军工行业近五年 Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 航空和信息化板块是板子主要增长点，合计利润占比达 84%

我们将军工行业按照下游分为航空、航天、兵器、船舶、信息化等 5 个子版块，其中元器件等下游客户为全行业的公司划入信息化子版块。统计得出，2020 年航空、航天、兵器、船舶、信息化营收增速分别为 9.4%、16.9%、13.5%、-9.1%、

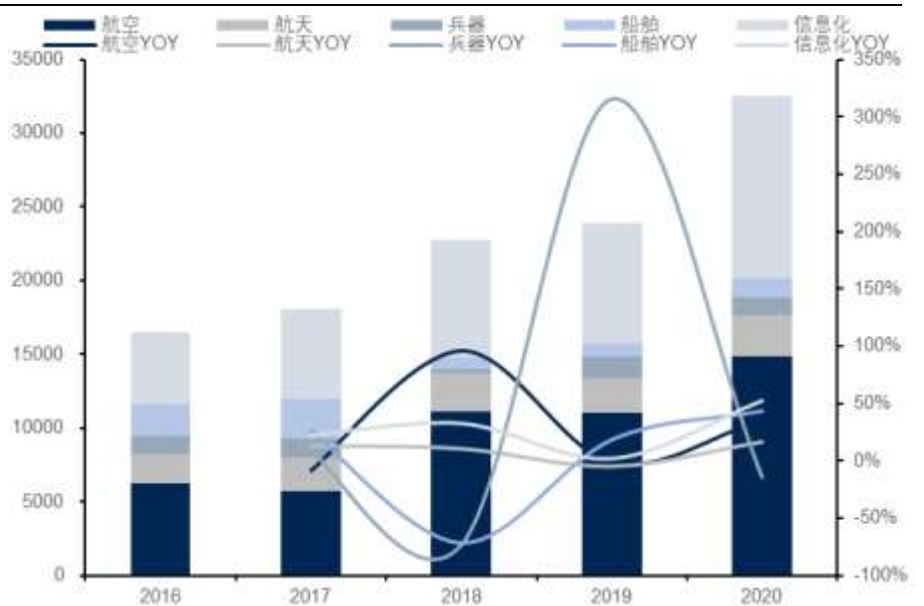
15.0%，归母净利润增速分别为 35.3%、16.5%、-14.9%、43.1%、51.9%。航空子板块营收和利润仍然是板块的主力，营收占板块比重为 43%，利润占板块比重为 46%，其次是信息化板块营收占板块比重为 22%，利润占板块比重为 38%。2021Q1 航空、信息化两者也仍是板块业绩贡献主力，两者营收、利润占板块比重为 65%、79%。

图 5：军工行业子板块营收及增速(百万元)



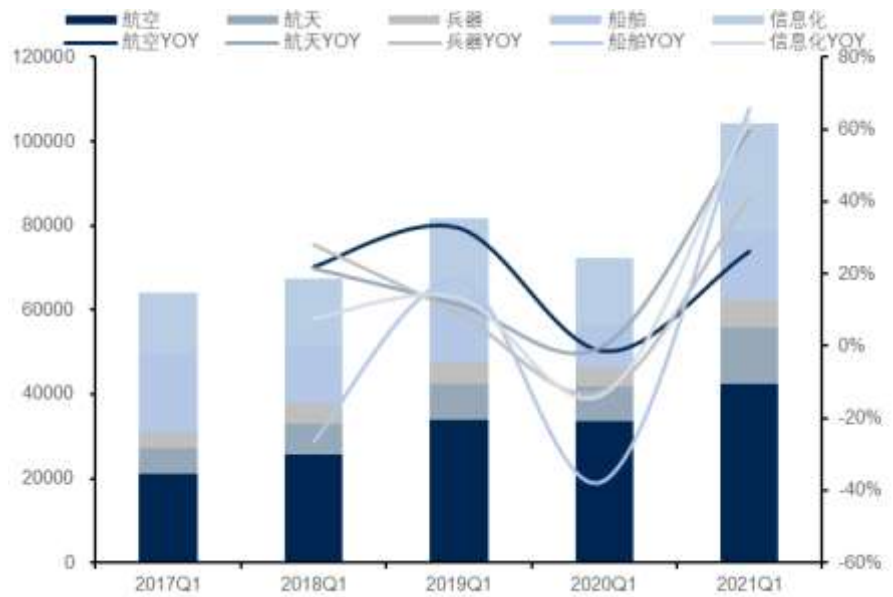
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：军工行业子板块归母净利润及增速(百万元)



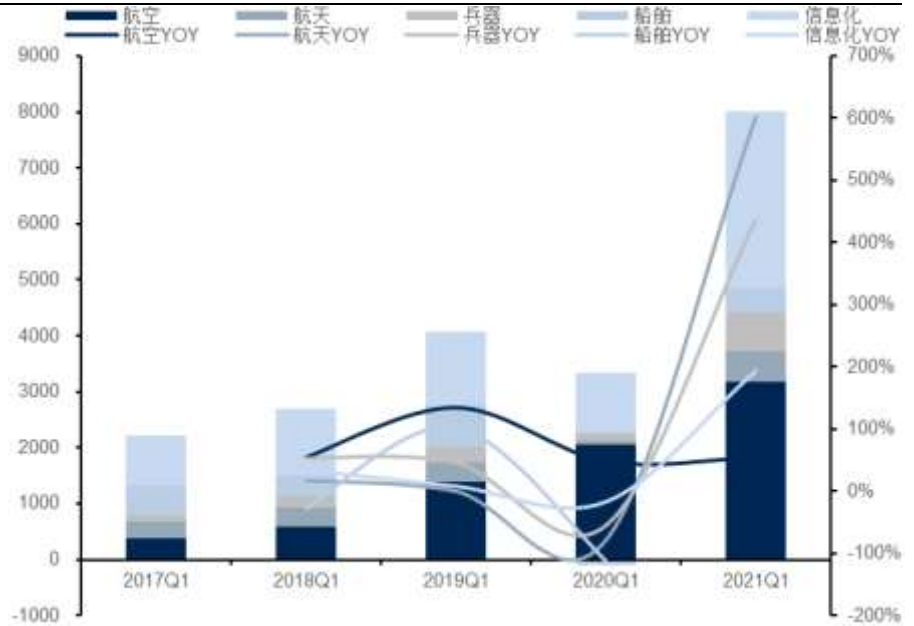
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7: 军工行业子版块归母 Q1 营收及增速(百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 军工行业子版块 Q1 归母净利润及增速(百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

船舶板块去年 Q1 受疫情影响更大, 今年增速表现更好, 同比增速排在子行业中第一位, 同比增长 65.9%。其次是信息化, 去年 Q1 增速-13.3%, 今年 Q1 同比增速 62.6%。占比最大的航空板块, 核心军品资产占比高, 去年反而受疫情的影响最小, 今年 Q1 营收同比增速 26.3%。

**表 1: 2020&2021Q1 军工行业营收及归母净利润情况**

	航空	航天	兵器	船舶	信息化
2020 营收 (百万元)	204386.09	53833.26	37655.52	77751.90	105830.78
2020 营收增速 (%)	9.4%	16.9%	13.5%	-9.1%	15.0%
2020 营收占比板块比重 (%)	43%	11%	8%	16%	22%
2020 归母净利润 (百万元)	14863.93	2810.73	1216.55	1270.40	12392.52
2020 归母净利润增速 (%)	35.3%	16.5%	-14.9%	43.1%	51.9%
2020 归母净利润占比板块比重	46%	9%	4%	4%	38%
2021Q1 营收 (百万元)	42300.91	13377.43	6525.09	16615.81	25564.60
2021Q1 营收增速 (%)	26.3%	59.8%	40.7%	65.9%	62.6%
2021Q1 营收占比板块比重 (%)	41%	13%	6%	16%	24%
2021Q1 归母净利润 (百万元)	3184.40	546.99	692.80	437.70	3148.58
2021Q1 归母净利润增速 (%)	54.9%	602.6%	436.9%	扭亏为盈	194.4%
2020 归母净利润占比板块比重	40%	7%	9%	5%	39%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 行业盈利能力持续改善, 军品结构变化和规模效应带来的效果凸显

军工板块整体盈利能力继续提升, 2020 年行业毛利率 21.1%, 期间费用率 13%, 净利率 6.8%, 相比 2019 年, 毛利率提升 0.9 个百分点, 期间费用率改善 0.5 个百分点, 净利率提升 1.4 个百分点, 观察过去 5 年看, 经营质量和盈利能力改善十分明显。其中, 研发费用率提升 0.4 个百分点, 军工行业研发对公司的长期格局影响大, 各层级公司继续加大研发投入; 管理费用率改善 0.3 个百分点, 主要受益于国企的经营改善和规模效应; 销售费用率下降 0.5 个百分点, 主要是一季度疫情影响, 相关差旅、商务活动等减少。

**图 9: 军工行业近五年毛利率、净利率**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 10: 军工行业近五年期间费用率**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2021Q1 行业整体毛利率 22.1%, 期间费用率 13.4%, 净利率 7.7%, 相比 2020Q1 年, 毛利率提升 1.5 个百分点, 期间费用率改善 0.9 个百分点, 净利率提升 3.2 个百分点, 今年无疫情影响且环比看延续了 20 年四季度的高景气度, 虽然一季度期间有春节因素, 但是盈利能力上不少公司环比还是增长。期间费用方面, 管理费用、销售费用的均有不同程度改善。我们认为, 2021Q1 季度已经体现出财务指标在军品结构提升中盈利能力改善的良好趋势, 预计中报中仍会延续毛利率提升, 期间费用率改善, 进而净利润继续提升的行业趋势。



图 11: 军工行业近五年 Q1 毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 军工行业近五年 Q1 期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 航空: 主机厂增长稳健, 先进战机产业链公司业绩高增长

航空板块的上市公司数量最多, 其中也多是军品主业比较大, 能较好反映航空产业的整体增长情况。航空子版块 2020 年实现营收 2044 亿元, 同比增长 9.4%, 归母净利润 149 亿元, 同比增长 35.3%; 扣非归母净利润 113 亿元, 同比增长 33.6%, 航空板块业绩同比提升明显。其中, 航空主机厂实现营收 1171 亿元, 同比增长 9.9%, 归母净利润 46 亿元, 同比增长 33.3%; 扣非归母净利润 32 亿元, 同比增长 9.9%。主机厂归母净利润同比增长更多, 则与中航沈飞等大额政府补贴有关。整体看, 主机厂增速与中航工业 2020 年实现利润总额 215 亿元, 同比增长 8.6% 的经营数据趋同, 符合主机厂整体稳健增长态势。

航空板块 2021Q1 实现营收增速 12.5%, 归母净利率增速 -5.4%, 扣非归母净利润增速 43.7%。航空主机厂 21 年一季度均衡生产推进顺利, 各主机厂均完成季度任务, 整体增速合理。利润端看, 扣非净利润增速 43.7% 远高于归母净利率增速, 主要系去年中航沈飞在一季度确认了大额政府补贴约 4 亿元。

图 13: 航空板块近五年营收、归母净利润及增速



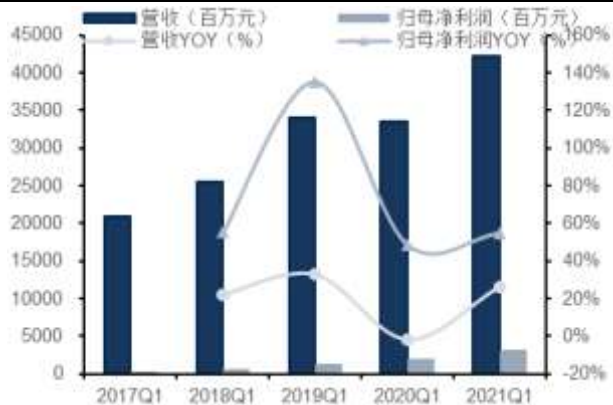
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 航空主机厂近五年营收、归母净利润及增速



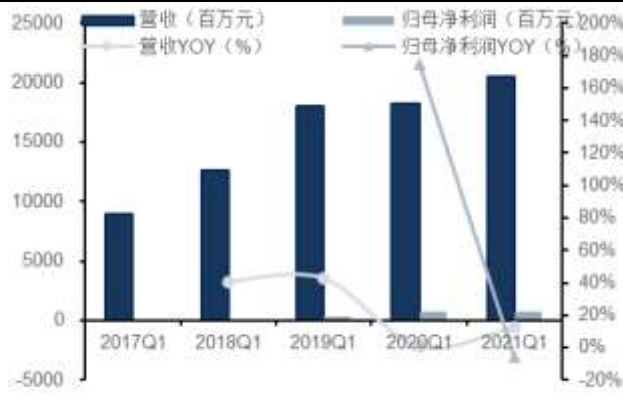
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 航空板块近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

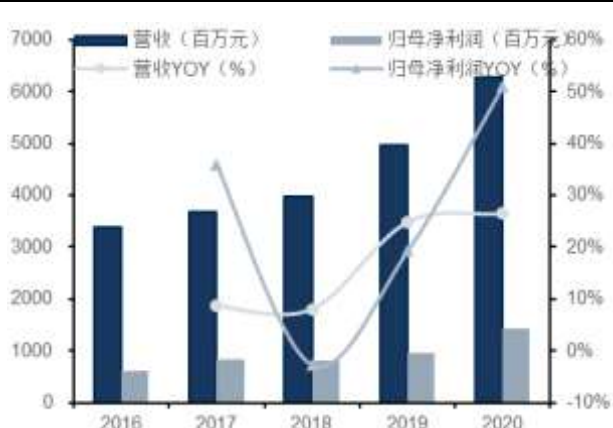
图 16: 航空主机厂近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

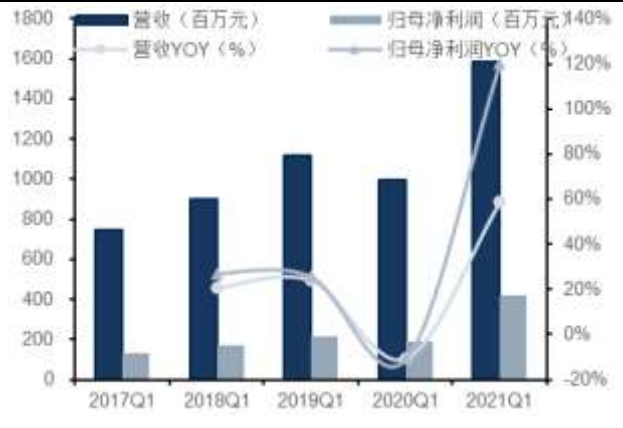
另外一个维度，先进战机产业链公司受益先进战机的放量，体现更为明显。我们选取西部超导、中简科技、三角防务、西菱动力、爱乐达、光韵达、利君股份、光启技术等 8 家核心受益成都某主机厂先进战机产业链的公司，统计得出，其 2020 年收入同比增长 26.5%，归母净利润同比增长 51%；2021Q1 收入同比增长 58.8%，归母净利润同比增长 120.3%。先进战机产业链体现出最强增速，下游主机十四五是几倍的强需求驱动，且需求持续前压，量产上有望持续超预期，也是高景气度重点方向。

图 17: 先进战机产业链近五年营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 先进战机产业链五年 Q1 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空板块毛利率稳中有升，净利率受期间费用率改善同比提升幅度较好，相比较去年提升了 1.4 个百分点。航空主机厂毛利率稳定，净利率也同比提升较多，中航沈飞去年有大额政府补贴，若扣除沈飞看，主机厂净利率也有稳中提升。

图 19: 航空板块毛利率、期间费用率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 航空主机厂板块毛利率、期间费用率及净利率

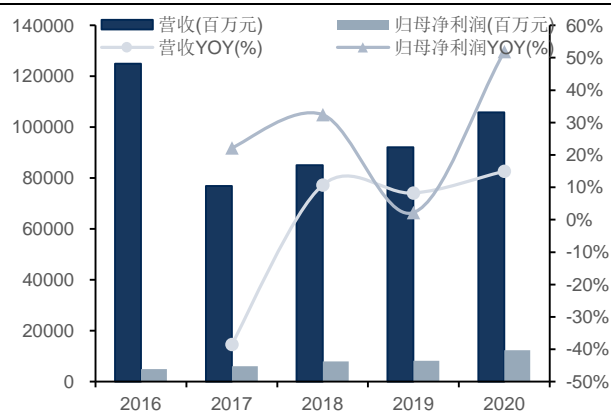


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 信息化: 元器件、集成电路高增长延续, 上游业绩弹性显著

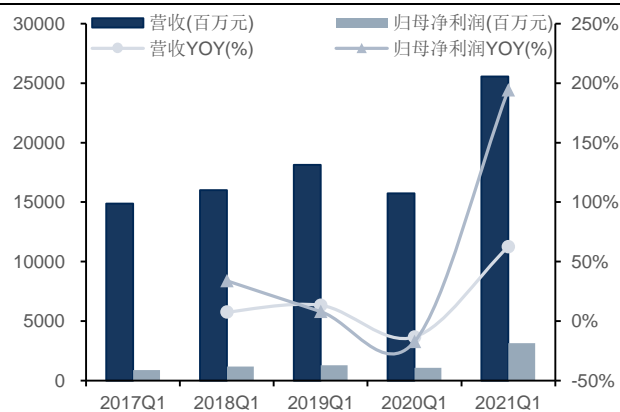
我们将信息化装备及军工电子元器件等划分为信息化板块, 包含了 37 个标的公司, 统计得出: 2020 年实现营收 1058 亿元, 同比增长 15%; 实现归母净利润 124 亿元, 同比增长 51.9%。2021Q1 实现营收 256 亿元, 同比增长 62.6%; 实现归母净利润 31 亿元, 同比增长 194%。收入体量占比较大的中国长城、中航光电、杰赛科技、华东电脑四者合计占 2020 营收比重为 37%, 利润体量占比大的则为中航光电、高德红外、中国长城、航天发展、紫光国微等, 5 家公司占 2020 利润比重为 40%。

图 21: 信息化近五年营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

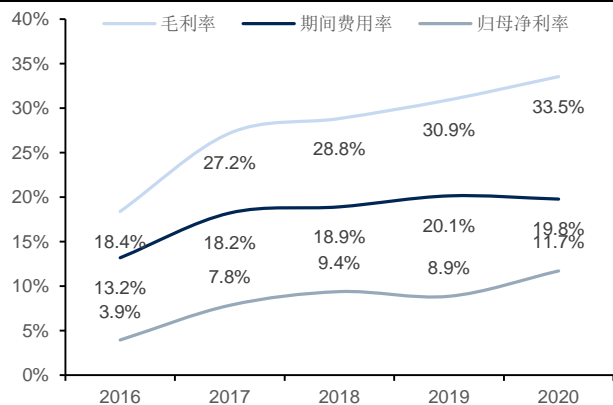
图 22: 信息化近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

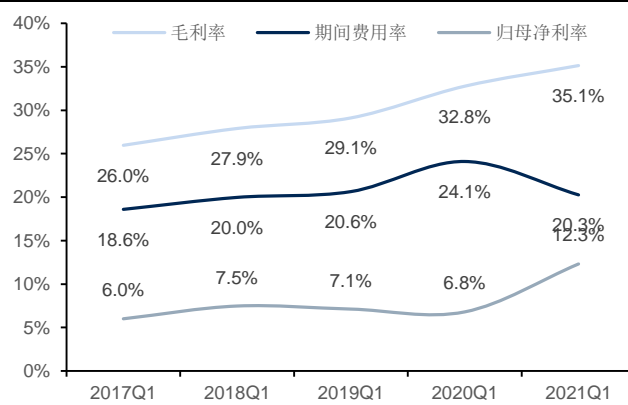
信息化板块内多为上游元器件、组件及中游设备级配套公司, 毛利率一般高于下游, 整体看 2020 年信息化板块毛利率 33.5%, 提高了 2.6 个百分点, 主要体现在收入规模扩大规模效应带来的毛利率提升。期间费用率改善 0.3 个百分点, 净利率 11.7%, 提高了 2.8 个百分点。2021Q1 毛利率 35.1%, 相比去年继续提升 2.3 个百分点, 期间费用率改善较大降低了 3.8 个百分点, 净利率实现 12.3%, 提升了 5.5 个百分点。去年 Q1 疫情原因导致利润端影响较大, 期间费用率出现跃升, 今年恢复正常且下游需求旺盛带来了交付的高增长。

图 23: 信息化近五年毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 信息化五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们将信息化板块内具有代表性的电子元器件、集成电路、通信设备、红外等统计看, 2020 年电子元器件、集成电路、通信设备、红外归母净利润增速分别为 49.0%、56.7%、6.5%、229.2%。元器件和集成电路是军工板块的最上游, 最先反映行业的好转, 同时也有部分十四五的先期订单导入。红外业绩暴增主要因为疫情因素带来的测温产品需求爆发。2021Q1 元器件及集成电路仍然延续了较高的增长态势, 呈现出淡季不淡的景象, 也进一步说明军工下游的需求旺盛, 行业仍然十分景气。

表 2: 2020&2021Q1 信息化子板块营收和归母净利润情况

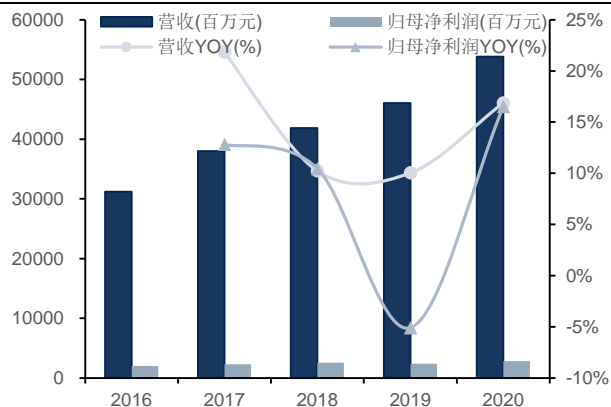
	2020 营收 (百万元)	YOY	2020 归母净利润 (百万元)	YOY	2021Q1 营收 (百万元)	YOY	2021Q1 归母净利润 (百万元)	YOY
元器件	25230.51	21.1%	4057.59	49.0%	7938.84	77.5%	1637.09	209%
集成电路	7383.92	-3.8%	1123.23	56.7%	2294.14	48.3%	573.54	96%
通信设备	24600.77	24.6%	2333.32	5.9%	4618.43	102.4%	(108.29)	减亏
红外	6707.90	95.8%	2043.60	229.2%	1446.66	36.8%	474.03	32%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 航天: 占行业板块比重小, 航天、宇航领域 Q1 强劲恢复

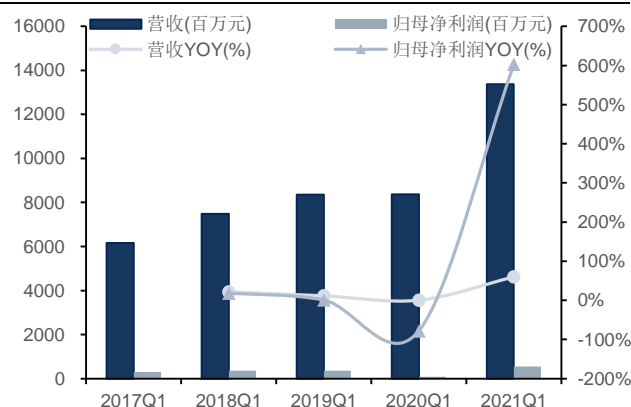
航天板块 2020 年实现营收 538 亿元, 同比增长 16.9%; 实现归母净利润 28 亿元, 同比增长 16.5%, 营收和利润实现平稳较好增长。其中, 导弹产业链公司菲利华、盟升电子、上海沪工等实现较快增长, 利润同比增速分别达到 24%、47%、28%。2021Q1 实现营收 133 亿元, 同比增长 59.8%; 实现归母净利润 5.47 亿元, 同比增长 602.6%, 主要是去年疫情造成的低基数, 剔除楚江新材、航天电子受疫情影响大的两家公司外, 营收、归母净利润同比增速仍有 34.1%、119.8%。与宇航直接相关的中国卫星、中国卫通、航天电子、康拓红外 2021Q1 强劲恢复, 统计看实现营收、归母净利润同比增速为 27.8%、67.6%。

图 25: 航天近五年营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

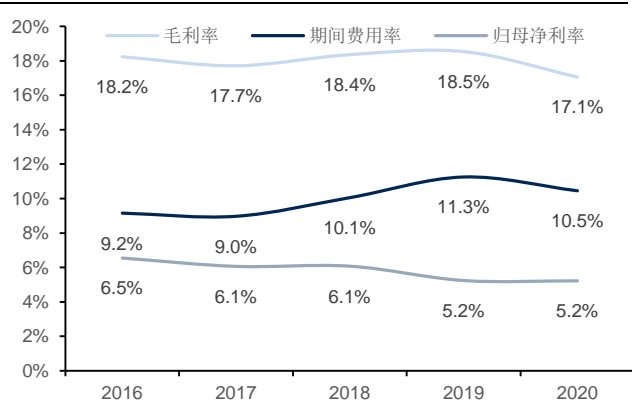
图 26: 航天近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

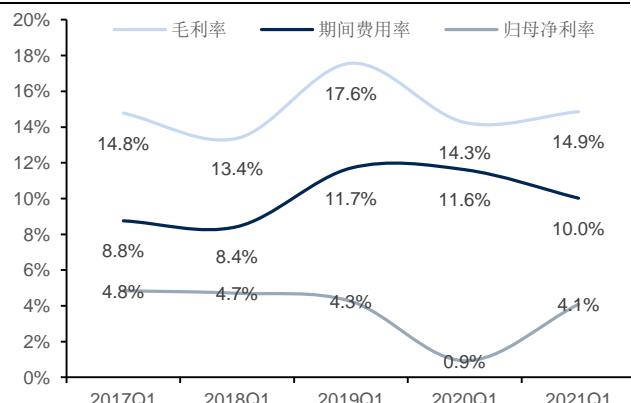
航天板块 2020 年受疫情影响本身行业增长稳健态势下, 整体毛利率有所下降, 期间费用率同步下降, 净利率则保持平稳。剔除铜业务占比较大的楚江新材看, 毛利率基本稳定, 净利率反而提升较为明显。2021 Q1 毛利率则提升明显, 期间费用率也同步改善 0.7 个百分点, 净利率提升 3.2 个百分点。去年净利率水平因为疫情有所失真, 但相比 19 年看航天板块的净利率水平也提升了 1.9 个百分点, 行业盈利改善的拐点初步体现。

图 27: 航天近五年毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 航天近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率



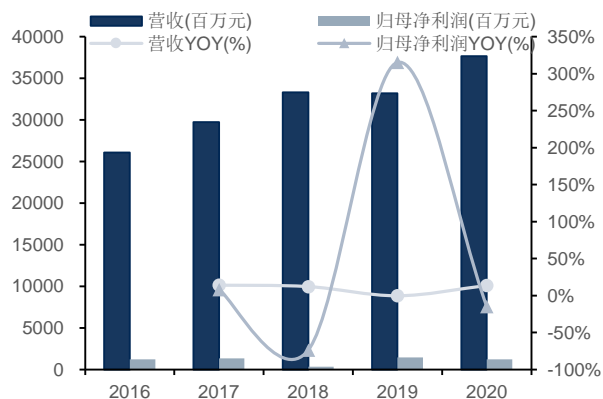
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 兵器: 整体符合兵器装备平稳的行业预期

兵器板块 2020 年实现营收 376 亿元, 同比增长 13.5%; 实现归母净利润 12.16 亿元, 同比减少 14.9%, 主要系占比较大的泰豪科技 20 年亏损 2.63 亿元所致。剔除泰豪科技看, 营收实现同比增长 13.4%, 归母净利率实现同比 4.7% 的正增长。兵器板块中 2020 年营收、利润占比最大的主机厂内蒙一机则实现营收 132 亿、归母净利率 6.56 亿元, 分别同比增长 4%、15%, 继续维持了平稳的增长情况, 符合兵器装备行业的平稳增速水平。2021Q1 年实现营收 63 亿元, 同比增长 40.7%; 实现归母净利润 6.93 亿元, 同比增长 436%, 去年基数较低, 季度指标同比失真, 今年一季度基本恢复, 同时泰豪科技今年一季度也恢复正常。

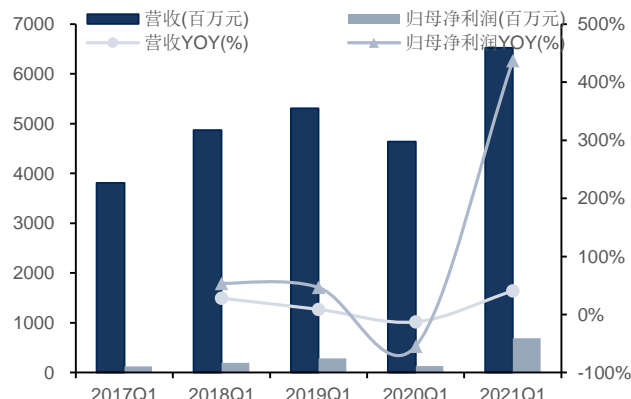
兵器板块 2020 年整体毛利率下滑 1.6 个百分点, 期间费用率改善 1 个百分点, 归母净利率下降 0.9 个百分点。2021 Q1 毛利率 18.4% 提升明显, 期间费用率同步改善, 净利率恢复迅速, 跟泰豪科技大幅增长, 同时去年 Q1 北方导航、光电股份等多家公司亏损等因素有关。

图 29: 兵器近五年营收、归母净利润及增速



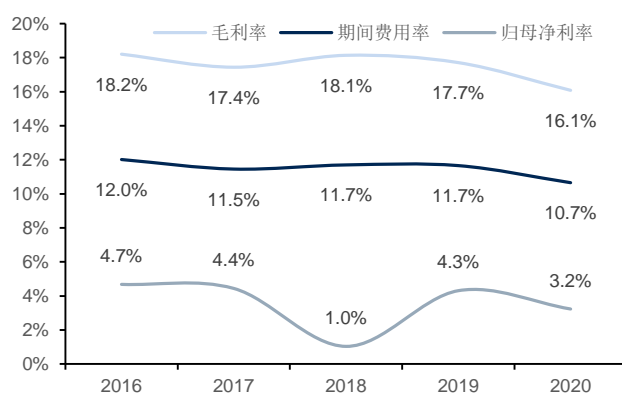
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 兵器近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



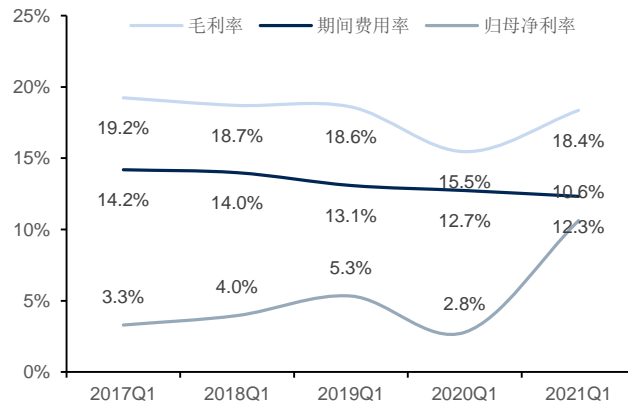
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 兵器近五年毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 兵器近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率

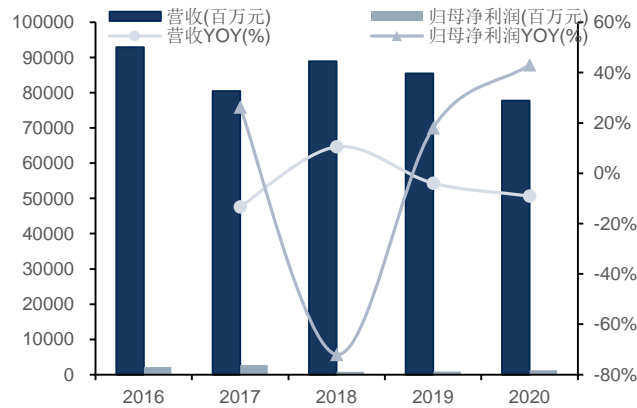


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 船舶: 21Q1 扭亏为盈, 军船保持结构性稳健增长, 民船订单好转

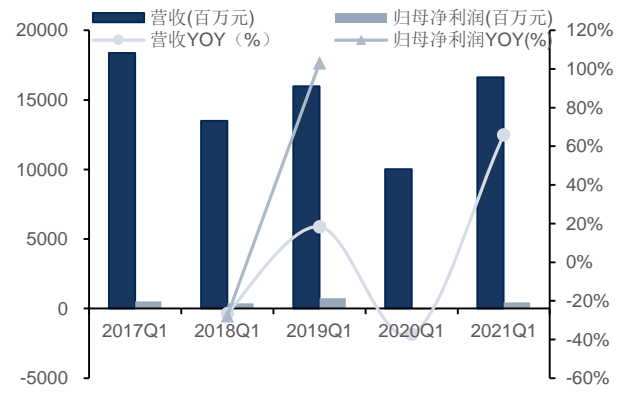
船舶板块 2020 年实现营收 778 亿元, 同比减少 9.1%; 实现归母净利润 12.7 亿元, 同比增长 43.1%, 营收负增长主要受占比大的中船科技, 中国动力、中国重工等收入负增长。其中, 中船科技子公司中船九院部分项目由按时段法确认收入改为按时点法确认收入, 另有部分项目由按全额法确认收入改为按净额法确认收入所致。中国重工受疫情爆发造成的工程延期及产品建造节点的不均匀分布影响, 公司营业收入同比下降 8.66%。中国动力同比下降-9.02%。归母净利率大幅增长主要是去年同期湘电股份亏损 15.78 亿元, 剔除湘电股份后, 归母净利润实现正增长。船舶板块 2021Q1 实现营收 166 亿元, 同比增长 65.9%; 实现归母净利润 4.37 亿元, 扭亏为盈, 去年同期受疫情影响整体亏损 8965 万元。

图 33: 船舶近五年营收、归母净利润及增速



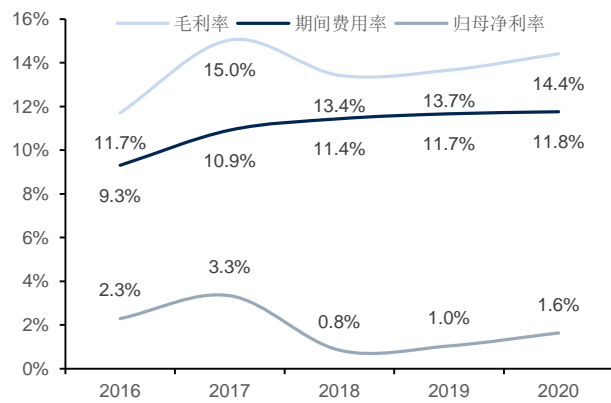
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 船舶近五年 Q1 营收、归母净利润及增速



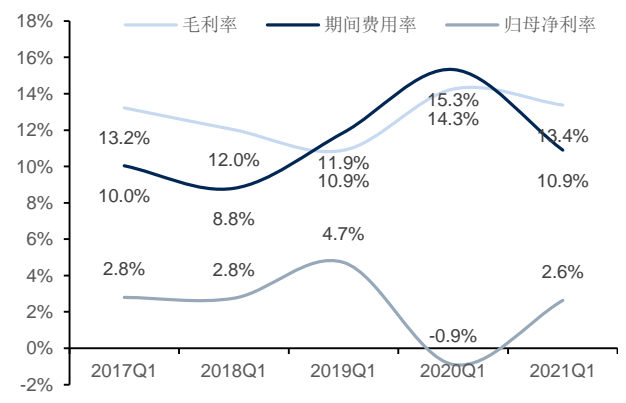
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 船舶近五年毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 船舶近五年 Q1 毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国对海军的建设步伐仍在继续，远洋海军也是大国所需，预计投入上保持结构性倾斜。同时，我们关注到近期民船订单持续好转，伴随全球经济复苏，民船有望走出底部复苏阶段。23日，海军三型主战舰艇——长征18号艇、大连舰、海南舰在海南三亚某军港集中交接入列，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席交接入列活动并登上舰艇视察。海军首次同一天一次性入列三艘主战舰艇；一支舰队同天接收三艘水面、水下大型主战装备也是首次。3月31日，中国船舶集团有限公司旗下中国船舶工业贸易有限公司携手大连船舶重工集团有限公司和广船国际有限公司成功承接13艘16000TEU集装箱船订单，总金额超百亿元人民币。

## 资产负债表：信息化、航空预收款增长较快，应付账款体现较为明显

军工行业是较为典型的单一下游大客户行业，商业模式独特，分析资产负债表重点关注预收账款（体现在手订单情况）、存货（尤其存货附注的原材料科目的变化，反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购备货情

况)等科目变化。

### 预收账款：航空、信息化板块增长较快，反映订单情况持续向好

预收账款主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会提前支付 30%的预付款，预收账款能够体现在手订单的情况，且对于军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。军工行业 2020 年及 2021 年一季度预收账款及合同负债较上年同期分别增长 32.3%及 43.6%，表明十四五开年情况持续向好。

**表 3：2020&20Q1 军工整体及各板块预收账款情况**

	2019	2020	年报同比	2020Q1	2021Q1	一季报同比
军工整体	65,237.26	86,305.78	32.3%	61,652.80	88,550.91	43.6%
航空	22,405.73	26,213.45	17.0%	14,809.36	22,410.78	51.3%
航天	3,808.34	4,519.11	18.7%	3,513.58	4,891.86	39.2%
信息化	5,533.31	8,668.98	56.7%	6,595.55	9,690.30	46.9
兵器	10,484.15	14,789.23	41.1%	10,165.14	14,162.23	39.3%
船舶	23,005.73	32,115.01	39.6%	26,508.91	37,308.26	40.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

其中，航空板块 2020 年预收账款及合同负债同比增加 17%，占大头的主要是主机厂 2020 年预收账款及合同负债 225 亿元，同比增加 15.3%，其中，中航西飞增加较多，中航沈飞则因为准则调整收入按照百分比确认有所减少。船舶板块主要是中国重工合同负债余额较上年度末增加 280.19 亿元，同比大幅提升。信息化板块则以上游为主，预收相对占比较小，但是同比增产速度快，体现出与营收利润也是高速增长的情况相符。2021Q1 的情况与去年基本类似，主要区别在于航空主机厂预收账款和合同负债往往在一季度相对较高。

### 存货：整体稳健，信息化板块增长较多

2020 年行业整体存货同比增长 9.4%，平稳增长，其中信息化、兵器板块增长幅度较大，分别为 27.1%、17.8%。其中，信息化板块中 2020 年存货占比较大、增幅较大华东电脑、特发信息、中航光电、高德红外、七一二分别增长 54%、43%、36%、98%、19%。兵器板块主要是内蒙一机、泰豪科技期末存货合计 62 亿元，占比 59%，泰豪科技存货增加 71.6%，主要系受疫情影响产品交付进度滞后，同时合并范围增加福州德。

**表 4：2020&20Q1 军工整体及各板块存货情况**

	2019	2020	年报同比	2020Q1	2021Q1	一季报同比
军工整体	191,274.70	209,163.22	9.4%	195,450.41	228,575.04	16.9%
航空	95,587.61	102,574.09	9.3%	99,576.55	113,092.55	14%
航天	15,275.29	17,547.42	14.9%	16,405.10	19,490.55	18.8%
信息化	28,247.94	35,898.58	27.1%	30,591.42	40,526.80	32%
兵器	8,909.81	10,497.86	17.8%	8,903.01	10,305.32	15.8%
船舶	43,254.06	42,645.28	-1.4%	39,788.62	44,954.42	13.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 应付票据及应付账款：上游元器件等备货采购需求大

应付账款主要包括军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项，亦能体现订单的增长情况。2020 年军工行业应付账款及票据同比增长 9.7%，2021Q1 同比增长 14%，其中信息化、兵器领域增长更快，



信息化板块同比增长 24.7%、35%，兵器板块同比增长 21.2%、20%。信息化板块中中航光电、宏达电子、睿创微纳等上游元器件公司增长较快，预示公司订单仍饱满，相应原材料等备货需求增大。

表 5: 2020&20Q1 军工整体及各板块应付账款情况

	2019	2020	年报同比	2020Q1	2021Q1	一季报同比
军工整体	210,867.94	231,292.34	9.7%	211,580.26	240,688.40	14%
航空	98,746.79	109,476.53	11%	101,211.01	116,478.25	15%
航天	12,140.16	13,502.61	11%	12,950.96	14,520.02	12%
信息化	31,283.29	39,005.53	24.7%	29,477.83	39,754.91	35%
兵器	15,708.54	19,032.91	21.2%	15,507.28	18,617.62	20%
船舶	52,989.16	50,274.77	-5.1%	52,350.42	51,166.37	-2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

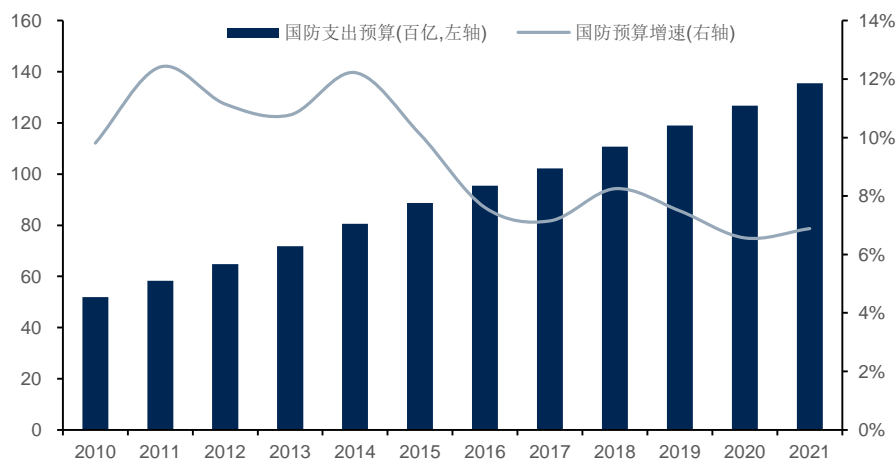
## 重申军工板块的中长期配置价值

### 三个层面支撑十四五军工行业发展进入快车道

我们认为重点从三个层面关注军工行业的较好较快发展:

**第一个层面主要体现在国防投入规模。**我国军费预算持续以高于同期 GDP 增速在增长，其中 2021 年国防支出预算 13553.43 亿元，比上年预算执行数增长 6.8%，高于 GDP 的 6%。2016 年至 2020 年，国防预算增幅分别为 7.6%、7%、8.1%、7.5%、6.6%，均好于当年的 GDP 增速目标。我们预计十四五国防投入增速仍高于 GDP 增速，且值得期待有一定加速，随之而来的是行业的增长确定性，且并不因经济波动而大幅波动。

图 37: 国防支出预算不断增长



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

**第二个层面是国防投入向武器装备采购上的倾斜。**预计国防投入在武器装备采购上的占比仍会加大，细分景气赛道的增速非常可观。根据《新时代的中国国防》白皮书，中国的国防费中装备费用的占比从 2010 年的 33.2%，2014 年 39.1%，到 2017 年已上升到 41.1%，提升明显。在今年的两会中也明显提到增加的国防费主要用于加速武器装备升级换代，推进武器装备现代化建设以及加快推进实战化训练。我们认为：武器装备的转型换代、智能化转型是形成国防实力和军队战斗力的重中之重，这其中比如先进战机、先进导弹、信息化/电子对抗装备等）等将是装备采购倾斜的重点，我们预计先进战机、导弹武器

装备、信息化等细分子行业的十四五的复合增速有望超过 30%，未来三年正是行业加速成长的黄金时段。

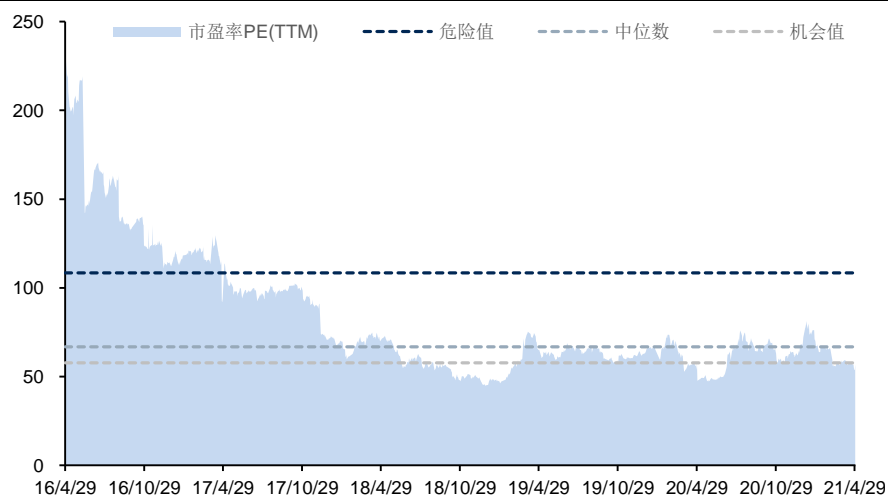
第三个层面是军民融合。军民融合最大的优势是实现资源要素的双向流动和高效配置，实现一份投入、多重产出。比如按照以单位重量计的价格，航空发动机、民用客机、台式计算机、汽车和船舶的比例为 1400: 800: 300: 9: 1，可见航空发动机是工业部门目前附加值最高的产业。卫星导航产业直接投入产出比约为 1:2，相关产业的辐射高达 1:7 至 1:14。军转民领域包括航空发动机、大飞机、北斗导航、卫星互联网、新材料等均值得长期关注。民参军领域，近日资讯美国陆军宣布授予微软一份 219 亿美元的合同，为军方提供至少 12 万套 AR 高科技头盔设备，美军高层将其视为改变未来作战模式的装备。类似的还有半导体、高性能计算等众多领域。

### 行业高景气映射至上市公司业绩加速，坚定看好军工板块的中长期空间，重点关注先进航空装备、导弹武器装备、信息化/军工电子、军民融合等领域

基本面角度看，军工行业增速首屈一指，相比其他行业成长性突出，尤其是 2021 年-2023 年将是行业提速的关键，行业增速有望超过 30%。客户长协合同落地及预付模式改变，对参与配套的企业非常有利，以往诟病的现金流、交付确认等有望大幅改善，生产调度及产能利用效率也将大幅改善，相关公司比如中航沈飞等披露关联存款预计 500 亿元，期待在中报产业链公司的财报中预收、预付、合同负债等科目的亮眼表现。还有的是随着不断有军工标的上市，产业链互相印证和信息越来越多，板块的信息不透明或不对称情况有望得到一定改善，细分领域内的小而美的可选标的也越来越多。

估值角度看，中证军工指数目前 PE-TTM 在 57 倍，处于过去五年历史 17.32% 分位，统计核心部分公司看对应 2021 年的动态 PE 约 41 倍，2022 年在 31 倍左右。军工行业的估值水平绝对值虽然相对较高，但估值分位数低%，仍较大的上升空间，且不少公司估值与业绩增速相匹配，具备较高的投资价值。

图 38: 军工板块估值情况 (PE-TTM)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议：配置时点已现

优先选择军工高景气子行业兼顾业绩增速、中长期空间作为整体配置的主线，重点包括导弹武器装备、航空主战装备、信息化/军工电子、军民融合等领域。

**1) 航空装备：**先进战机产业链是航空装备中增速最快的细分板块，是几倍的强需求驱动，需求持续前压。主机厂重点推荐中航沈飞，配套重点推荐爱乐达、西部超导、江航装备、中航高科、中航机电等，关注航发动力、三角防务等。

**2) 导弹：**多重背景驱动下有望呈现高景气，十四五需求有望是十三五的 5 倍以上的增长，优选航天领域产品业务占比高、业绩弹性大标的，重点推荐航天电器、新雷能，关注盟升电子。

**3) 信息化/军工电子：**信息化建设是基石，是十四五装备升级的重中之重，关注七一二。军工电子目前看整体格局则更受益军工行业整体的景气度，且处于产业链最上游正处于业绩快速增长兑现阶段，重点推荐中航光电、振华科技、鸿远电子等。

**4) 军民融合领域：**航空发动机、大飞机、北斗导航、卫星互联网、新材料、半导体等均值得长期关注，重点关注睿创微纳等。

## 行业公司盈利预测与估值

**表 6: 行业公司盈利预测与估值**

类别	产业链环节	公司简称	核心业务	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		PEG	
					2020A/E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
航空装备	主机厂	中航沈飞	战斗机	808.58	14.80	<u>17.55</u>	<u>21.98</u>	<u>46.07</u>	<u>36.79</u>	<u>2.48</u>	<u>1.46</u>
		中航西飞	运输机、特种飞机	665.86	7.77	<u>10.74</u>	<u>13.49</u>	62.01	49.38	1.63	1.93
		中直股份	直升机	300.04	7.58	9.31	11.73	32.22	25.59	1.41	0.99
		洪都航空	教练机	211.62	1.33	2.52	3.81	83.98	55.49	0.93	1.08
		航天彩虹	无人机	177.58	2.74	4.26	5.43	41.68	32.71	0.75	1.19
		航发动力	航空发动机	1009.99	11.46	15.78	20.16	64.01	50.11	1.70	1.81
	成品配套	中航机电	航空机电系统	378.77	10.75	<u>13.16</u>	<u>15.85</u>	<u>28.78</u>	<u>23.90</u>	<u>1.28</u>	<u>1.17</u>
		中航电子	航电系统	289.81	6.31	7.99	9.32	36.29	31.10	1.36	1.87
		江航装备	航空制氧系统	91.81	1.94	<u>2.69</u>	<u>3.89</u>	<u>34.13</u>	<u>23.60</u>	<u>0.88</u>	<u>0.53</u>
		安达维尔	直升机座椅系统	30.44	0.95	1.34	1.80	22.69	16.94	0.56	0.50
		航发控制	发动机控制系统	207.82	3.68	4.96	6.36	41.88	32.70	1.20	1.16
		北摩高科	机轮、起落架系统	224.04	3.16	5.09	6.97	43.97	32.15	0.72	0.87
	零部件制造	国睿科技	机载雷达	170.88	4.66	5.72	6.81	29.90	25.08	1.33	1.31
		七一二	机载通信设备	238.24	5.23	7.39	9.89	32.25	24.10	0.78	0.71
		中航重机	航空锻件	166.32	3.44	5.30	6.69	31.36	24.87	0.58	0.95
		三角防务	航空锻件	142.56	2.04	4.04	5.79	35.33	24.64	0.36	0.57
		派克新材	航空航天环锻件	76.63	1.67	2.48	3.42	30.94	22.39	0.64	0.59
		爱乐达	航空零部件加工	89.39	1.37	<u>2.25</u>	<u>3.37</u>	<u>39.73</u>	<u>26.52</u>	<u>0.62</u>	<u>0.53</u>
导弹武器装备	配套	利君股份	航空零部件加工	93.42	1.92	3.59	5.67	26.06	16.48	0.30	0.28
		西菱动力	航空零部件加工	32.31	0.08	1.70	2.46	18.98	13.13	0.01	0.29
		铂力特	航空航天 3D 打印件	100.80	0.87	1.04	2.37	97.39	42.53	5.03	0.33
		红相股份	导引头微波组件	42.58	2.32	4.23	5.29	10.07	8.05	0.12	0.32
		火箭科技	导引头固态发射机	62.14	0.82	0.00	0.00				
		亚光科技	导引头微波器件	78.49	0.35	0.00	0.00				
		中国卫星	导航接收机&数据链	345.76	3.54	4.12	4.88	83.90	70.81	5.06	3.83
		盟升电子	弹载导航机&数据链	77.70	1.07	1.90	2.93	40.99	26.52	0.53	0.49
	总体/主机厂	新光光电	光学制导	35.67	0.24	0.86	1.45	41.53	24.63	0.16	0.36
		上海沪工	导弹结构件制造	59.78	1.22	2.64	3.93	22.66	15.21	0.19	0.31
		新雷能	弹载电源模块	73.02	1.23	<u>2.11</u>	<u>3.05</u>	<u>34.60</u>	<u>23.94</u>	<u>0.48</u>	<u>0.54</u>
		洪都航空	空面弹	211.62	1.33	2.52	3.81	83.98	55.49	0.93	1.08
材料/元器件	元器件&IC	航天电子	飞腾导弹	185.73	4.78	6.21	6.96	29.92	26.67	1.01	2.19
		高德红外	反坦克弹	584.46	10.01	14.96	20.55	39.07	28.44	0.79	0.76
		中航光电	军用连接器	750.58	14.39	<u>22.11</u>	<u>28.03</u>	<u>33.95</u>	<u>26.78</u>	<u>0.63</u>	<u>1.00</u>
		航天电器	军用连接器	189.70	4.34	<u>6.39</u>	<u>8.53</u>	<u>29.69</u>	<u>22.24</u>	<u>0.63</u>	<u>0.66</u>
		鸿远电子	MLCC	270.83	4.86	7.54	10.50	35.92	25.80	0.65	0.66
		火炬电子	MLCC	272.05	6.09	8.86	12.04	30.72	22.59	0.68	0.63
		宏达电子	钽电容	243.70	4.84	7.19	9.86	33.91	24.71	0.70	0.66
		振华科技	容阻感、三极管等	249.01	6.06	9.99	13.38	24.93	18.61	0.38	0.55
		紫光国微	特种集成电路	710.64	8.06	13.14	18.62	54.06	38.17	0.86	0.92
		景嘉微	GPU 等	219.61	2.08	3.33	4.98	65.91	44.11	1.09	0.89
	金属材料	振芯科技	特种集成电路	87.00	0.81	1.00	1.17	87.20	74.16	3.67	4.22
		睿创微纳	非制冷红外探测器	408.73	5.84	8.04	11.64	50.84	35.13	1.35	0.79
		西部超导	钛合金、高温合金	234.49	3.71	5.30	6.98	44.28	33.60	1.03	1.06
		西部材料	钛合金板材	63.76	0.79	1.53	2.42	41.76	26.35	0.45	0.45
		宝钛股份	钛合金板材、棒材	176.16	3.63	5.17	6.57	34.07	26.82	0.80	0.99
		ST 抚钢	变形高温合金	255.78	5.52	8.13	10.68	31.48	23.96	0.67	0.76
		钢研高纳	高温母合金及制品	115.44	2.04	2.76	3.69	41.87	31.26	1.18	0.92
		图南股份	高温母合金及制品	67.38	1.09	1.49	1.94	45.12	34.73	1.22	1.16
非金属材料	中航高科	碳纤维预浸料	334.47	4.31	<u>6.88</u>	<u>9.81</u>	<u>48.61</u>	<u>34.09</u>	<u>0.81</u>	<u>0.80</u>	
	中简科技	碳纤维原丝及织物	142.08	2.32	3.59	5.32	39.63	26.69	0.73	0.55	
	光威复材	碳纤维原丝及织物	327.34	6.42	8.26	10.49	39.61	31.19	1.38	1.16	
	菲利华	石英材料及制品	140.82	2.38	3.29	4.44	42.77	31.71	1.12	0.91	

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600760	中航沈飞	买入	57.74	1.06	1.25	1.57	54.63	46.19	36.78	7.97
688122	西部超导		53.14	0.00	1.20	1.58	#DIV/0!	44.28	33.60	8.35
300696	爱乐达	买入	50.00	0.77	1.26	1.89	64.94	39.68	26.46	9.30
688586	江航装备	买入	22.74	0.48	0.67	0.96	47.38	33.94	23.69	4.76
600862	中航高科	买入	24.01	0.00	0.49	0.70	#DIV/0!	49.00	34.30	7.64
002013	中航机电	买入	9.75	0.28	0.34	0.41	34.82	28.68	23.78	2.93
002025	航天电器	增持	44.22	1.01	1.49	1.99	43.78	29.68	22.22	5.57
300593	新雷能	买入	44.10	0.74	1.28	1.84	59.59	34.45	23.97	9.21
002179	中航光电	买入	68.18	1.31	2.01	2.55	52.05	33.92	26.74	7.71
000733	振华科技		48.37	0.00	1.94	2.60	#DIV/0!	24.94	18.61	4.17
603267	鸿远电子		117.00	0.00	3.26	4.53	#DIV/0!	35.92	25.80	10.47
603712	七一二		30.86	0.00	0.96	1.28	#DIV/0!	32.25	24.10	7.93
600893	航发动力		37.89	0.00	0.59	0.76	#DIV/0!	64.01	50.11	2.80
300775	三角防务		28.77	0.00	0.81	1.17	#DIV/0!	35.37	24.67	7.40
688311	盟升电子		67.76	0.00	1.65	2.55	#DIV/0!	41.02	26.54	4.73
688002	睿创微纳		91.85	0.00	1.80	2.61	#DIV/0!	50.95	35.23	13.96

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032