

## 20 年业绩实现高增长，21 年军工行业持续高景气

## ——20 年报和 21Q1 财务分析

近日，军工板块公司已完成 2020 年报和 2021 一季报披露。我们选取 65 个核心军工标的，从利润表、现金流量表和资产负债表角度考察军工行业的整体变化。

## 核心观点

- **利润表：20 年营收平稳增长，利润增速超过营收，元器件/原材料企业表现最为强劲。** 1) 年度看：20 年板块营收调整后同比增长 9%，利润增长 21%，其中零部件企业得益于毛利率的提升，实现 40% 的业绩增幅，表现最为强劲。2) 季度看，21Q1 延续高增长态势，分系统 Q1 业绩表现亮眼。3) 财务费用的下降是推动行业利润增速超过营收的主因，管理（含研发）费用率整体平稳但研发投入力度持续增强，费用结构稳步改善。4) 分下游看，信息化板块增长最明显，20 年营收和利润分别增长 18% 和 74%，且 21Q1 业绩增速进一步提升至 391%。
- **现金流量表：20 年现金流充足，处于 15 年以来最佳水平，尤其是总装和军工集团企业大幅增加。** 20 年全行业现金流充足，全年经营性现金净流入 317 亿元，同比增长 37%。其中总装企业经营性现金净流入 168 亿元，在高位进一步提升了 77% 再创佳绩。军工集团经营性现金净流入 276 亿元，是 19 年的 1.45 倍。现金流的改善通常会体现于下一年度的财务费用率下降，由于 20 年现金流处于 15 年以来最佳水平，我们认为 21 年军工行业财务费用率会持续改善。
- **资产负债表：20 年下游预收款高位继续上行表明订单饱满，上游固定资产加速增长产能加快释放。** 1) 20 年全产业链预收账款快速增长：总装企业维持同比 18% 的高增速说明订单饱满，零部件企业同比增长 156% 率先受益于订单高增长。2) 20 年零部件和民参军企业固定资产分别增长 16% 和 19%，表明上游扩产需求大，预示项目建设迈入投产阶段，产能有望加快释放，业绩增长动力十足。3) 20 年行业应收账款进一步下降，说明“压两金”取得成效，资金拨付/回款获得持续改善，有望带来减值损失的减少，进一步体现于利润端的改善。
- **三表持续全面向好，再度验证板块增长确定性与高景气持续性。** 总览军工行业核心标的的历年财报，可以发现 20 年利润表稳步向好，经营效益持续改善，同时现金流量表和资产负债表均迎来最佳表现：回款进一步改善，订单维持高速增长，上游产能加速释放，中游加大存货储备，行业整体呈现高景气状态。2020 年虽有疫情影响但军工基本面保持高景气度，其根本在于需求的确定性和供应体系的强抗风险能力。结合 21Q1 业绩开门红，我们认为军工行业穿越周期的属性有望在本轮外部环境变化中展现，看好 21 年未来三个季度的业绩表现。

## 投资建议与投资标的

- **信息化及原材料：**器件/材料作为供应链的最上游层级有望率先受益。信息化建议关注：火炬电子(603678，未评级)、航天电器(002025，买入)、振华科技(000733，增持)、中航光电(002179，买入)、振芯科技(300101，未评级)、电科院(300215，未评级)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034，买入)、光威复材(300699，买入)、中航高科(600862，买入)、菲利华(300395，买入)、西部材料(002149，未评级)等。
- **分系统：**20 年管理效率提升带来经营效益改善，建议关注：中航重机(600765，买入)、中航电测(300114，买入)、利君股份(002651，买入)、杰赛科技(002544，未评级)、湘电股份(600416，未评级)、久之洋(300516，未评级)、四川九洲(000801，未评级)等。
- **总装：**高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中直股份(600038，增持)、航发动力(600893，未评级)、纵横股份(688070，未评级)等。

## 风险提示

订单及收入确认进度不及预期；武器装备研发进度不及预期



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

国防军工行业

报告发布日期

2021 年 05 月 09 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

王天一

021-63325888\*6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120021

证券分析师

罗楠

021-63325888\*4036

luonan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518100001

证券分析师

冯函

021-63325888\*2900

fenghan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070002

联系人

丁昊

dinghao@orientsec.com.cn

## 相关报告

主动基金持仓回落，低估值质优标的更受青睐：2021Q1 军工行业基金持仓分析	2021-04-25
军费增速达 6.8% 符合预期，十四五有望迎来装备建设高峰	2021-03-06
C919 全球首单正式落地，万亿干线客机市场迎来中国力量	2021-03-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

一、20 年行业增速平稳经营效益亮眼，21Q1 延续高增长.....	5
1.1 零部件 20 年利润实现 40%的高增长，分系统 Q1 业绩增速同比大幅提升.....	9
1.2 军工集团经营效益稳步改善，民参军利润加速回升 .....	12
1.3 信息化、兵器、航空和航天增速高 .....	14
二、20 年现金流充足，行业 21 年财务费用率有望下降 .....	14
2.1 全产业链企业现金状况持续改善，总装层级经营性现金流入最为明显.....	15
2.2 经营性现金流净额：军工集团持续回升，民参军较去年略降 .....	16
三、下游预收款大增订单饱满，上游固定资产大增产能加快释放 .....	17
3.1 总装预收款维持高增速，零部件企业固定资产大增 .....	17
3.2 军工集团预收款保持高位，民参军应收款占比下降 .....	19
四 投资建议.....	20
五 风险提示.....	21
六 附录：65 个标的财务概况.....	21

## 图表目录

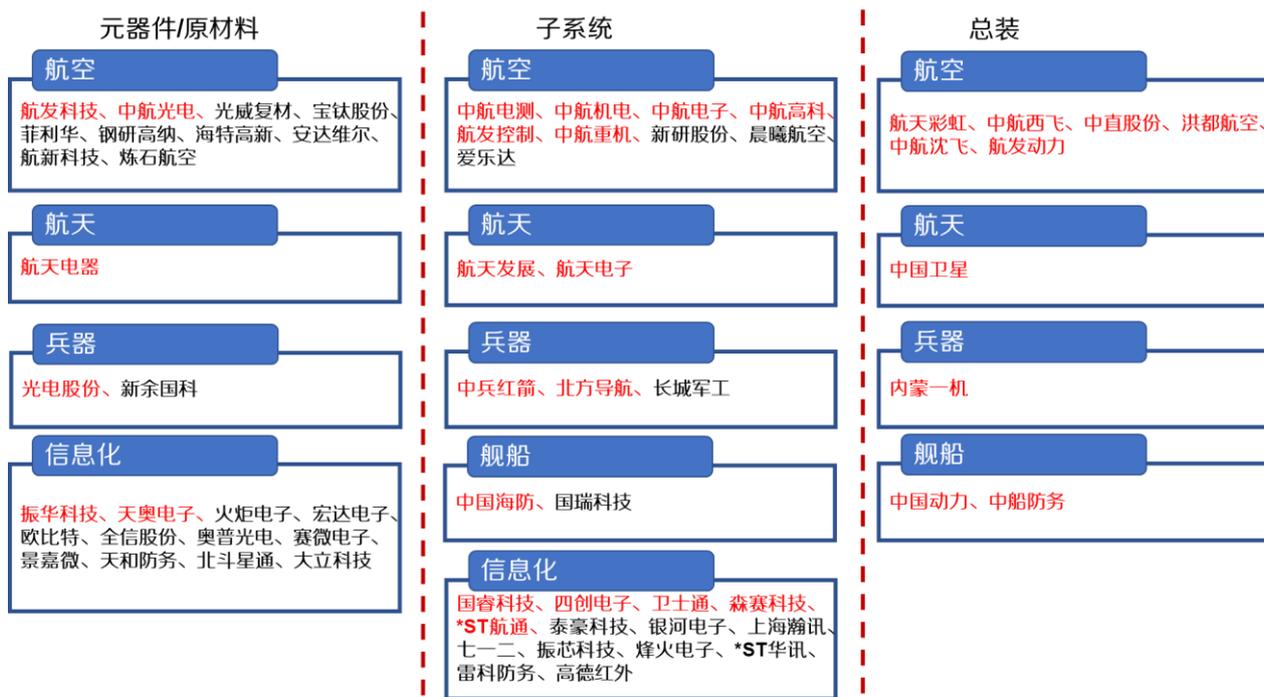
图 1：军工业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）	5
图 2：2015~2021Q1 营收（亿元）和同比增速（未调整）	6
图 3：2015~2021Q1 利润（亿元）和同比增速（未调整）	6
图 4：2015~2021Q1 营收（亿元）和同比增速（调整后）	8
图 5：2015~2021Q1 利润（亿元）和同比增速（调整后）	8
图 6：2015A~2020A 营收（亿元）及各季度占比	8
图 7：2015A~2020A 净利润（亿元）及各季度占比	9
图 8：按产业链分类营收增速（年度同比）	9
图 9：按产业链分类利润增速（年度同比）	9
图 10：按产业链分类营收增速（季度同比）	10
图 11：按产业链分类利润增速（季度同比）	10
图 12：按产业链分类毛利率	11
图 13：按产业链分类三费率	11
图 14：按产业链分类财务费用率	11
图 15：按产业链分类管理（含研发）费用率	11
图 16：按产业链分类研发占比营收	12
图 17：按产业链分资产减值（含商誉减值）占比营收	12
图 18：按所有制分类营收及利润增速（年度同比）	12
图 19：按所有制分类营收及利润增速（季度同比）	12
图 20：按所有制分类毛利率	13
图 21：按所有制分类三费率	13
图 22：按所有制分类财务费用率	13
图 23：按所有制分类管理（含研发）费用率	13
图 24：按所有制分类研发支出占比营收	14
图 25：按所有制分类资产减值损失（含商誉减值）占比	14
图 26：按下游分类营收增速	14
图 27：按下游分类利润增速	14
图 28：按产业链分类销售收现比情况（年度）	15
图 29：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（年度）	15
图 30：按产业链分类销售收现比情况（Q1）	16
图 31：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（Q1）	16
图 32：按所有制分类销售收现比情况（年度）	16
图 33：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（年度）	16

图 34：按所有制分类销售收现比情况（Q1） .....	17
图 35：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（Q1） .....	17
图 36：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（年度） .....	18
图 37：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（Q1） .....	18
图 38：按产业链层级分存货（亿元）及占比 .....	18
图 39：按产业链层级应收款项（亿元）及占比 .....	18
图 40：按产业链层级分固定资产增速 .....	19
图 41：按产业链层级分在建工程增速 .....	19
图 42：按所有制分预收账款（亿元）及占比 .....	19
图 43：按所有制分应收账款（亿元）及占比 .....	19
图 44：按所有制分固定资产增速 .....	20
图 45：按所有制分在建工程增速 .....	20
表 1：20 年商誉减值损失超过 1000 万的公司 .....	6
表 2：2016~2019 年发生资产重组的主要公司 .....	6
表 3：2020 年发生资产重组的主要公司 .....	7
表 4：65 个标的 20A&21Q1 财务概况（亿元） .....	21

近日，军工板块公司陆续公布了 2020 年年报和 2021 年一季报。我们综合中信和申万军工指数成分股，删减个别军品占比低的标的，增加了军品占比较高的新股，最终选取 65 个军工板块重点标的。通过对这些上市标的历年财务情况的梳理和分析，跟踪军工行业的整体经营状况。**我们主要从三个维度对 65 个标的进行分类：**

- a) 按所有制分类，根据是否属于军工集团，分集团军工和民参军（含地方国有军工企业）两类。
- b) 按产业链分类，根据公司所处产业链层级，分总装、分系统和零部件（含维修服务）三类。
- c) 按子领域分类，根据下游类别，分为航空、航天、舰船、兵器和信息化五个子领域。

图 1：军工业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）



数据来源：东方证券研究所

## 一、20 年行业增速平稳经营效益亮眼，21Q1 延续高增长

65 个重点军工标的中，2020 年合计实现营收 3260 亿元，同比增长 8.52%，实现归母净利润 169 亿元，同比增长 68.17%。2021Q1 实现营收 668 亿元，同比增长 36.41%，实现归母净利润 52 亿元，同比增长 136.10%。

图 2：2015~2021Q1 营收（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2015~2021Q1 利润（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

与往年相比，20 年营收增速较低但利润增速较高，主要由两方面原因导致：

**1) 20 年商誉减值较 19 年（为近 6 年以来最高）明显减少，同时低基数效应显现致使 20 年业绩增速大幅提升。**在 65 家军工企业样本范围内，20 年计提商誉减值的军工企业数量 9 家（合计计提 22 亿元），相比 19 年的 13 家（合计计提 54 亿元）有较为明显的减少但依旧维持在较高水平。相较于 65 个标的合计 169 亿元的净利润，20 年 22 亿元的商誉减值对军工板块的真实经营性利润数据产生重大影响。由于 19 年商誉减值 54 亿元，为 15 年以来最高，2020 年低基数效应显现致使业绩增速大幅提升。

表 1：20 年商誉减值损失超过 1000 万的公司

公司	20 年商誉减值计提/亿元	20 年归母净利润/亿元
新研股份	13.47	-25.58
泰豪科技	3.27	-2.63
航新科技	2.66	-3.27
炼石航空	1.99	-4.80
航天电器	0.14	4.34
北斗星通	0.14	1.47
银河电子	0.10	1.70

数据来源：Wind，东方证券研究所

**2) 20 年军工国企资产重组带来一定的业绩增厚。**16 和 17 年集团军工企业资产重组案例多、规模大，尤其是内蒙一机、中航沈飞等交易规模超过 70 亿元的总装企业，在很大程度上增厚了该两年军工板块的营收和净利润。17 年以后，军工国企资产重组步入低潮，资产体量、重组数量等均明显弱于以往。20 年，资产重组交易规模有所回升。国睿科技、中航西飞等交易规模总计为 99.9 亿元，带来一定的业绩增厚。

表 2：2016~2019 年发生资产重组的主要公司

公司	收购资产类别	完成时间	收购资产金额	调整前营收增速	调整后营收增速	调整前利润增速	调整后利润增速
内蒙一机	购买北方机械及一机集团主要资产负债	2016.12.14	71 亿	402%	0%	-976%	36%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

航天电子	购买航天时代、陕西导航等资产	2016.10.25	30 亿	106%	5%	80%	25%
中国动力	购买广瀚动力、齐耀重工等资产	2016.4.30	139 亿	261%	24%	513%	16%
四创电子	购买 38 所旗下博微长安资产	2017.5.11	11 亿	66%	27%	56%	-7%
中国动力	增持武汉船机	2017.8.12	1 亿	12%	4%	12%	12%
中国海防	购买中船重工旗下长城电子资产	2017.10.14	4 亿	33%	16%	1023%	89%
杰赛科技	购买远东通信、电科导航、中网华通、华通天畅、东盟导航资产	2017.10.17	17 亿	122%	17%	90%	6%
中航沈飞	收购沈飞资产	2017.11.23	80 亿	1586%	9%	2446%	26%
中国动力	火炬控股淄川火炬新区相关净资产	2018.4.28	1 亿	28%	8%	12%	15%
中航机电	宜宾三江机械、新乡航空工业股权	2018.4.4	9 亿	26%	4%	45%	16%
航天发展	收购锐安科技、壹进制、航天开元股份	2018.12.17	14 亿	50%	41%	62%	59%
中国海防	海声科技、辽海装备、杰瑞科技、杰瑞电子、杰瑞自动化、永志泰兴部分股权	2019.12.3	68 亿	1062%	15%	858%	36%
中航机电	收购南京航健部分股权，剥离贵阳电机	2019.12.31	3 亿	4%	3%	15%	12%
洪都航空	置入洪都集团导弹业务、置出公司零部件制造业务	2019.7.31	14 亿	83%	46%	-45%	-42%

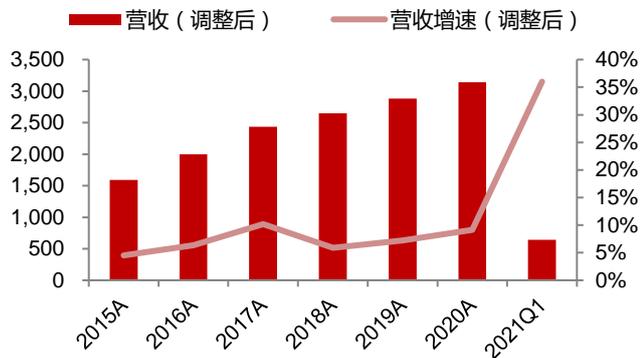
数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：2020 年发生资产重组的主要公司

公司	收购资产类别	收购完成	收购资产金额	调整前营收增速	调整后营收增速	调整前利润增速	调整后利润增速
中航西飞	置入航空工业西飞 100%股权、航空工业飞 100%股权、航空工业天飞 100%股权	2020.9.23	30 亿	-2%	4%	37%	-28%
烽火电子	收购大东科技 100%股权	2020.5.29	0.9 亿	3%	3%	9%	7%
国睿科技	收购国睿防务 100%股权;国睿信维 95%股权	2020.6.20	69 亿	211%	7%	1021%	14%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

考虑到军工国企重组、大额商誉减值以及大额投资收益确认对业绩的影响，我们将对数据进行 3 项调整：1) 每一报告期的营收及利润增速采用与上一报告期的调整后数据对比获得，2) 剔除新研股份、炼石航空、航天通信、北斗星通、银河电子、全信股份 6 家公司，不再纳入分析范围。3) 中船防务因丧失广船国际控制权，在 20Q1 确认 33.90 亿元投资收益，对利润分析产生重大影响，因此剔除。4) 华讯方舟部分事项尚存在重大不确定性，因此剔除。按照调整后的营收利润计算，19A、20A、21Q1 军工板块的营收增速分别为 7%、9%、36%（对应调整前 6%、9%、36%），归母净利润增速分别为 10%、21%、126%（对应调整前-12%、68%、136%）。在本章的后续分析中，我们对调整后的标的进行财务分析。

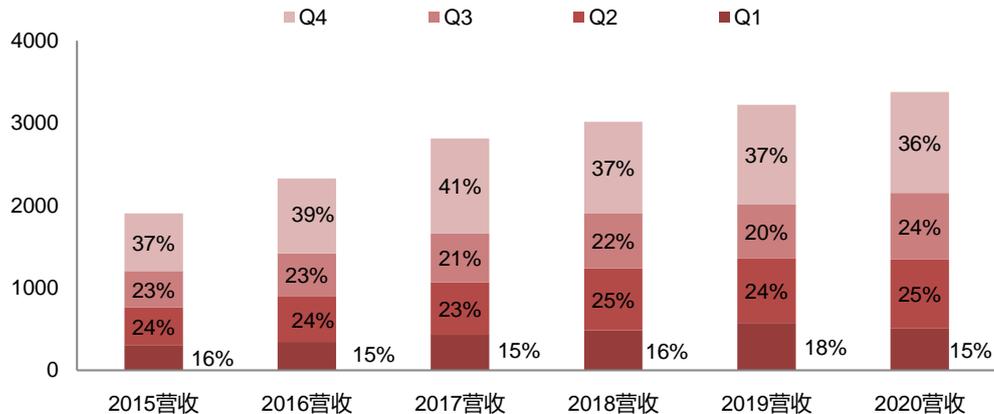
**图 4：2015~2021Q1 营收（亿元）和同比增速（调整后）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：2015~2021Q1 利润（亿元）和同比增速（调整后）**

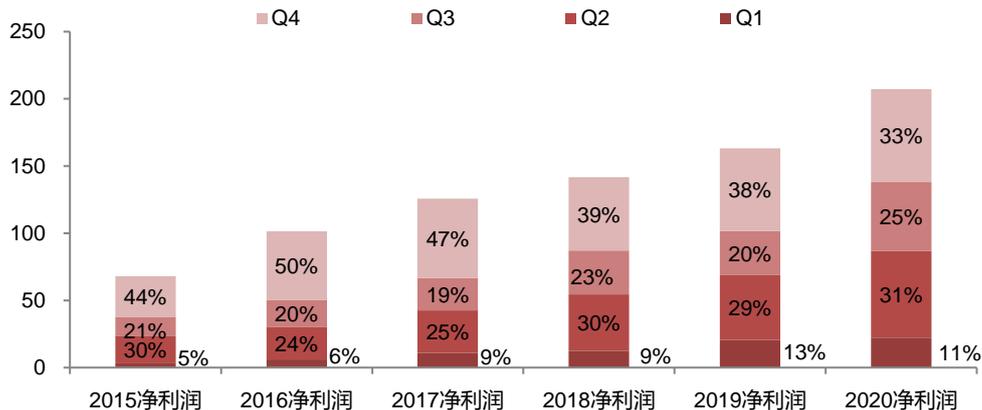

数据来源：Wind，东方证券研究所

2020年军工板块营收和利润增速相比2019年稳步上升，且利润端增速超过营收端，说明经营效应持续改善。2021Q1 营收端出现36%的大幅增长，**主要是20年疫情带来的低基数效应显现，相比19年一季度增长23.03%**；21Q1 利润端保持同比126%的高速增长，主要是受高德红外（净利10.01亿元，同比增长353.59%）强劲的业绩表现拉动。分季度看，20Q1生产受疫情影响，营收和利润占比有所下降。20Q3 营收和利润占比有所提升，全年分布趋于均衡，**说明上市公司占比较高的航空工业集团近年来持续推进的“均衡生产”成果显现。**

**图 6：2015A~2020A 营收（亿元）及各季度占比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2015A~2020A 净利润（亿元）及各季度占比



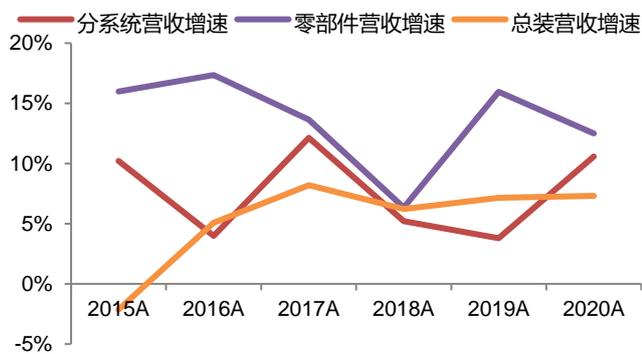
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.1 零部件 20 年利润实现 40% 的高增长，分系统 Q1 业绩增速同比大幅提升

从年度数据看，三个产业链层级军工企业营收增速呈现分化趋势，其中零部件企业增速同比回落但依旧处于首位，分系统企业增速明显加快，总装增速平稳上升。零部件层级企业历史营收增速均保持在 16% 左右，18 年增速下滑主要与部分下游客户年底开展“五清”专项活动导致收入确认延后，以及部分企业剥离低效资产所致。20 年零部件企业营收增速从 15.96% 下滑至 12.49% 但仍居首位，分系统企业营收增速从 3.80% 快速上升至 10.59%，表明产业链景气度自上而下有序传导。

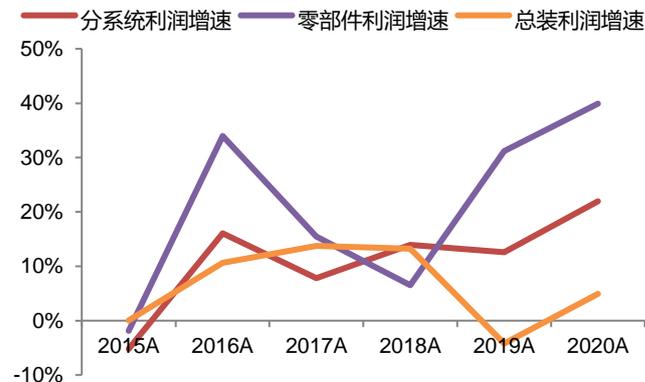
从年度数据看，三个产业链层级的军工企业利润增速均大幅提升，零部件增速进一步提升，总装实现正增长。零部件层级企业 20 年利润增长 39.92%，增速超过营收，主要得益于欧比特扭亏以及元器件企业的强劲增长（振华科技：净利 6.06 亿元，同比增长 103.48%；宏达电子：净利 4.84 亿元，同比增长 65.12%；火炬电子：净利 6.09 亿元，同比增长 59.79%）。总装利润增速转正主要是得益于中航沈飞（净利 14.80 亿元，同比增长 68.63%）大幅增长。

图 8：按产业链分类营收增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

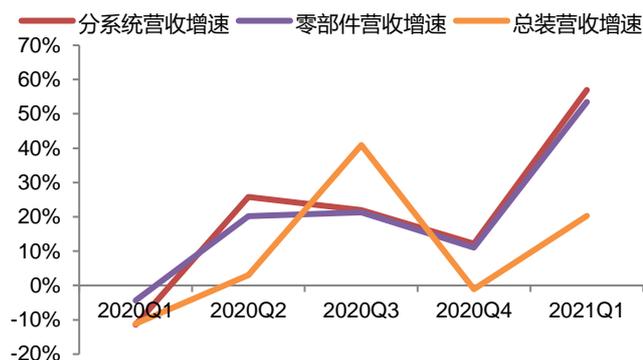
图 9：按产业链分类利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

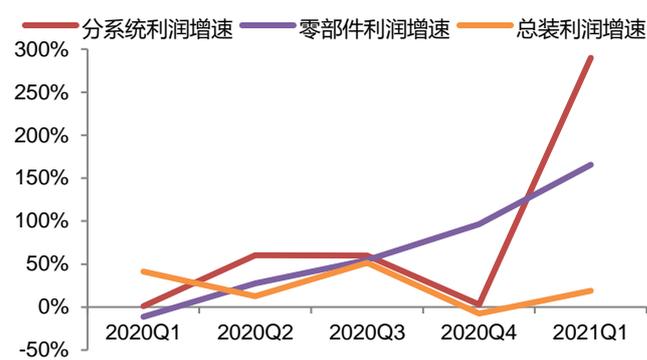
从季度数据看，20Q2 起营收和利润快速恢复，21Q1 延续高增长态势，其中分系统企业业绩表现亮眼。受疫情影响，三个层级军工企业在 20Q1 营收端均出现负增长，但在利润端总装企业依然实现了 40.94% 的正增长，这主要得益于中航沈飞 Q1 业绩（净利 5.98 亿元，同比增长 201.57%）的强劲增长。20Q2 起疫情影响逐渐减弱，各层级军工企业加快订单交付和收入确认进度，营收利润增速快速恢复。21Q1 各层级企业均表现亮眼，其中分系统企业最为明显，营收同比增长 56.97%，利润同比增长 289.85%，这主要得益于航天电子 Q1 业绩（净利 1.28 亿元，同比增长 254%）的强劲增长。21Q1 实现开门红，全年行业有望延续高景气。

图 10：按产业链分类营收增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：按产业链分类利润增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析各产业链的毛利率和三费率情况，我们发现：中上游的毛利率稳中有升，下游总装的毛利率略微下降；上游零部件的三费率略有上升，中下游企业有所下降。不同的产业链层级也呈现出不同的特点，导致盈利能力也有不同的变化。

**零部件：利润增速高于营收，毛利率提升、三费率上升。** 20 年零部件层级军工企业综合毛利率为 36.33% 较 19 年提升 3.36pct 主要得益于高毛利率产品营收占比的提升。三费率同比提升 0.60pct，其中财务费用率基本持平（+0.17pct），管理费用率上升 0.72pct。18 年开始研发支出占比明显提升，表明上游对于新产品等的研发投入在不断增加。20 年研发支出占比延续增长趋势（+0.32pct），为公司长远发展奠定技术创新基础。

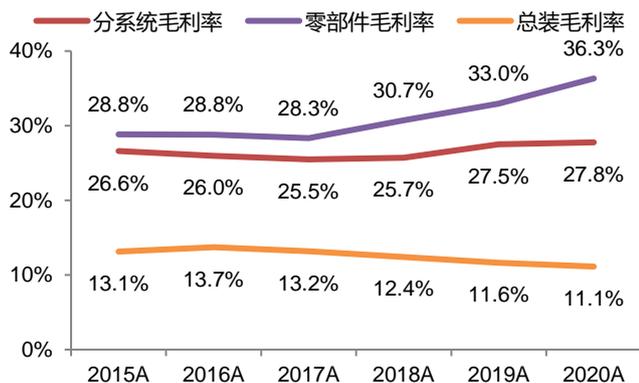
**分系统：利润增速高于营收，毛利率稳中提升、三费率下降。** 20 年分系统层级军工企业综合毛利率和三费率分别为 27.77% 和 17.23%，相比 19 年分别提升 0.28pct 和下降 1.25pct。三费率有所下降主要得益于管理费用（含研发）率的改善，其中研发占比营收与去年基本持平，说明分系统企业管理效率在不断提升。财务费用率同比下降 0.26pct，根据后文 2.1 可知分系统 21 年经营性现金流净额与去年基本持平，现金流状况持续良好，21 年财务费用率有望进一步下降。

**总装：利润增速低于营收，毛利率下降导致，但费用结构持续优化。** 20 年总装企业综合毛利率为 11.13%，较 19 年下降 0.50pct，但与此同时，总装企业的管理费用率（在研发支出占比提升的情况下）、财务费用率呈下降趋势，费用结构持续优化。2020 年总装现金流净额为 19 年的 1.77 倍，现金流状况为 15 年以来最好水平，21 年财务费用率有望维持较低水平（20 年为 0.01%）。

观察近三年财务状况，可以发现零部件和分系统层级企业毛利率上升明显，与此同时总装企业的毛利率在缓慢下降，但费用率却得到改善，我们认为可能是以下几方面原因导致的：

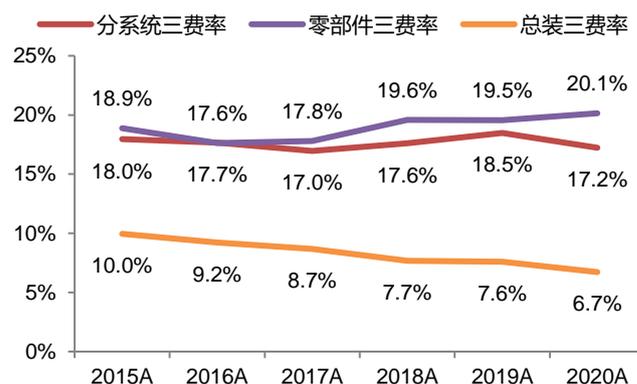
- 1) 总装企业以最末端的装配为主，在行业需求快速扩张的过程中，部分供应环节产能相对吃紧，这个时候若要满足军方需求推进交付节奏，总装企业的主导权反而并不强。此时，在下游总装和中上游零部件的供求关系中，议价优势可能会向中上游核心配套环节的供应商迁移，从而造成毛利率水平的此消彼长。同时，考虑到近年来进入装备换代周期，新型号由于技术新且尚未定价，也可能导致毛利率暂时性下降。
- 2) 军品产业链越往下游装配需求越多&专用性越强，越往上游制造需求越多&通用性越强。因此在行业需求快速扩张的过程中，中上游配套层级公司更容易发挥出规模效应，从而带来毛利率的提升。
- 3) 与此同时，对于下游总装企业来说，体内重资产的制造环节相比外部独立配套并不占优，自给自足无法充分发挥规模优势。因此总装企业存在将锻铸、机加等重资产业务剥离，转而采用外部配套的可能性，由中上游更多地去承担行业需求扩张带来的投资压力。而重资产投入需求的下降带来了总装企业更充沛的现金流和更精炼的团队，从而反映为费用率的下降。

图 12：按产业链分类毛利率



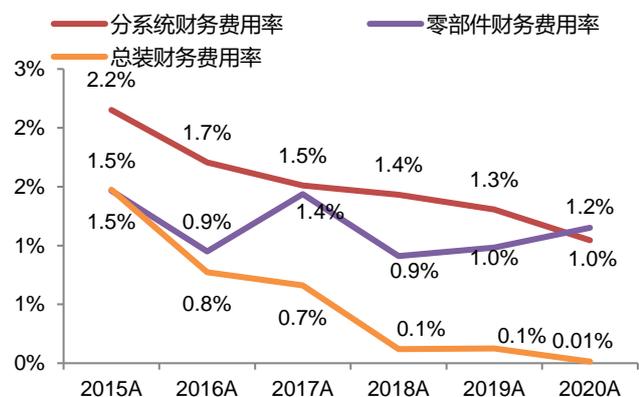
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：按产业链分类三费率



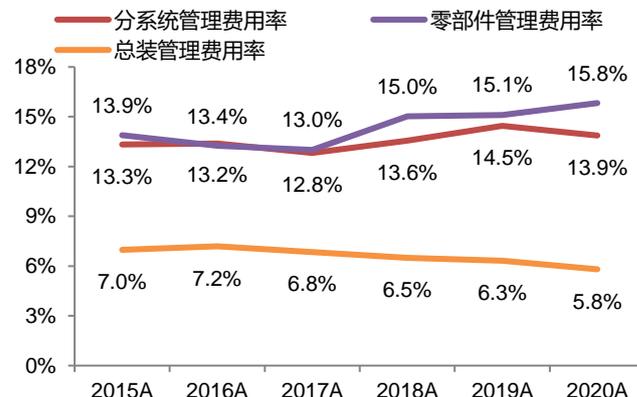
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：按产业链分类财务费用率



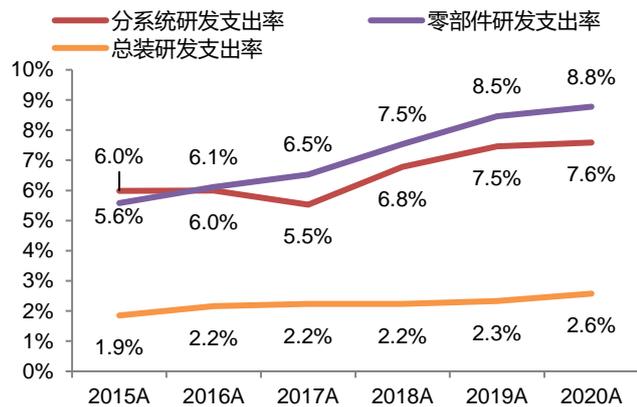
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：按产业链分类管理（含研发）费用率



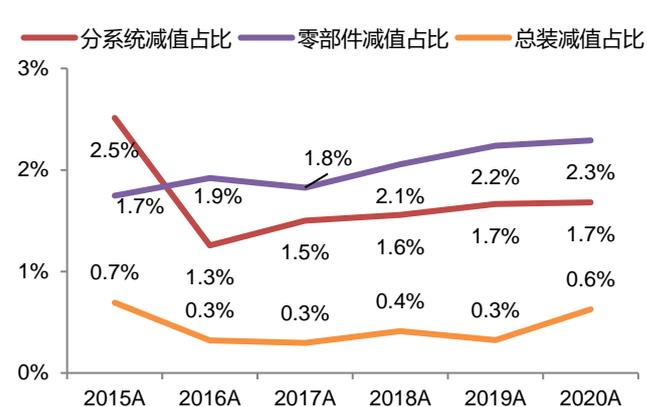
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：按产业链分类研发占比营收



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：按产业链分资产减值（含商誉减值）占比营收



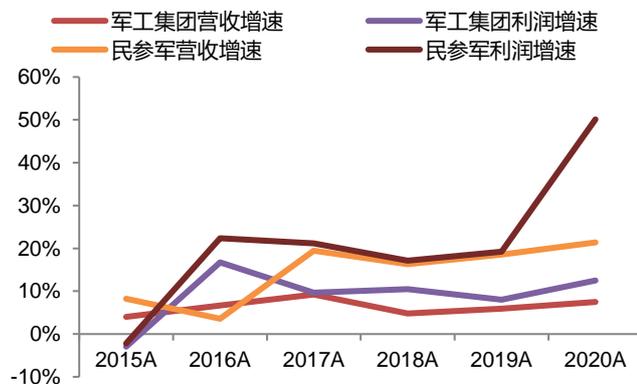
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 军工集团经营效益稳步改善，民参军利润加速回升

从年度数据看，20 年集团军工营收平稳增长，费用优化助推盈利能力稳步提升；民参军企业毛利率提升带动利润端(+50%)加速增长。集团军工企业 20 年营收增长 7.50%，利润增长 12.53%，说明经营效益在持续改善；民参军企业 20 年营收增长 21.39%，利润增长 50.11%，增速显著提升，主要得益于民参军毛利率同比提升 2.7pct 和三费率下降 1.1pct。

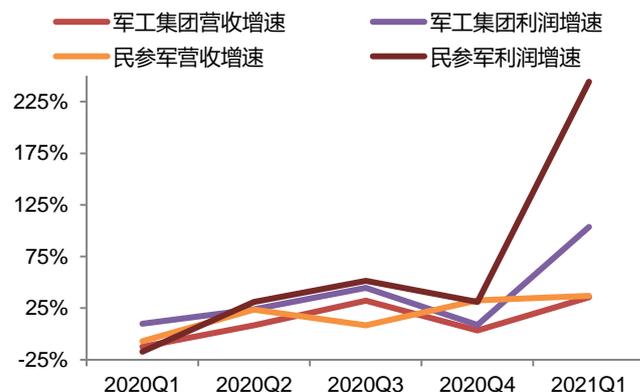
从季度数据看，利润同比增速 20Q3 达到峰值，21Q1 利润呈现加速上升态势。20Q1 生产受到疫情影响，20Q2 迅速恢复，利润增速同比提升。由于 19Q3 基数低，20Q3 利润增速达到当年峰值。21Q1 军工集团和民参军均呈现加速上升的态势，且利润增速显著高于营收增速，尤其是民参军企业利润同比实现了 244.22% 的快速增长，主要是得益于泰豪科技 Q1 业绩（净利 3.77 亿元，同比增长 3059%）的强劲增长。

图 18：按所有制分类营收及利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：按所有制分类营收及利润增速（季度同比）



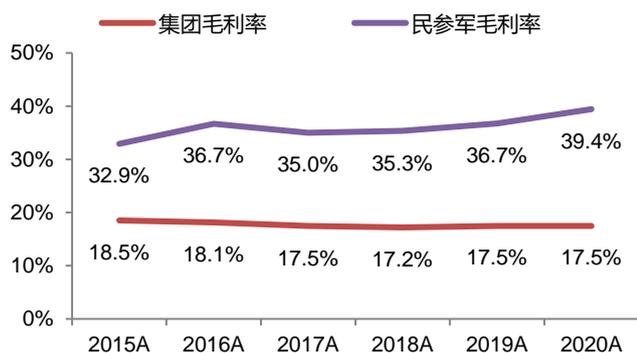
数据来源：Wind，东方证券研究所

集团军工企业财务费用率稳步下降，费用结构持续优化。集团军工企业的财务费用率从 2015 年的 1.68% 稳步下降至 2020 年的 0.37%。财务费用率的下降主要得益于企业压两金和军费拨付增加，现金状况持续好转。2020 年军工集团现金流净额为 19 年的 1.45 倍，现金流状况为近五年最佳，21 年财务费用率有望进一步下降；15~20 年集团军工企业管理费用率基本维持在 9% 的水平，但

研发开支占比从 3.3% 快速提升至 4.4%，说明军工央企在提质增效、深化改革方面取得进步，实现费用结构的优化。

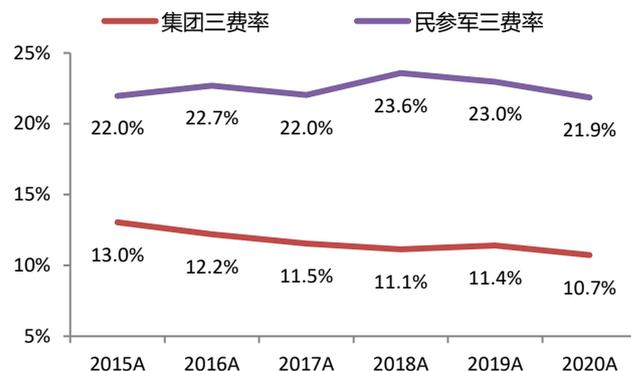
**民参军企业毛利率提升 2.7pct，三费率改善明显，但减值损失增长较快。**受军改影响，民参军企业的现金流一度吃紧，17 年财务费用率达到 1.83% 的阶段高点，但 18 年开始随着回款改善开始逐步回落，至 20 年降低至 1.57%。由于管理（研发）费用率有所下降，三费率改善明显。但减值损失占比营收从 18 年开始出现较大增长，从 18 年的 2.23% 提升至 20 年的 3.49%，商誉减值的增长是主要原因（除已剔除的新研股份、炼石航空、北斗星通外，航新科技和泰豪科技同样计提了上亿的商誉减值）。

图 20：按所有制分类毛利率



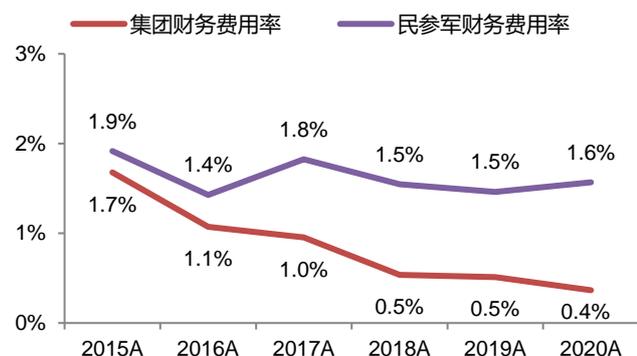
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：按所有制分类三费率



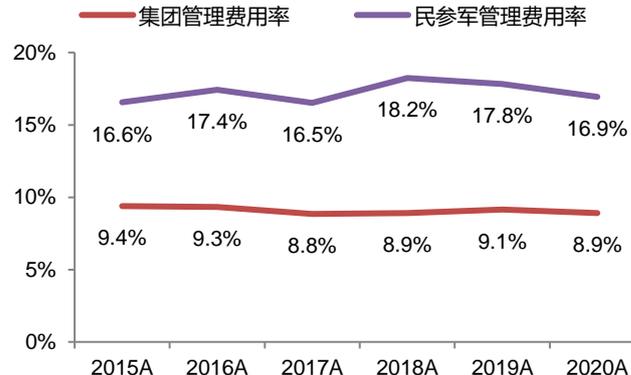
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：按所有制分类财务费用率

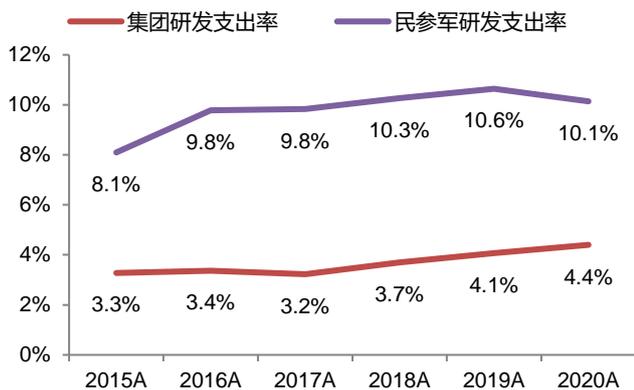


数据来源：Wind，东方证券研究所

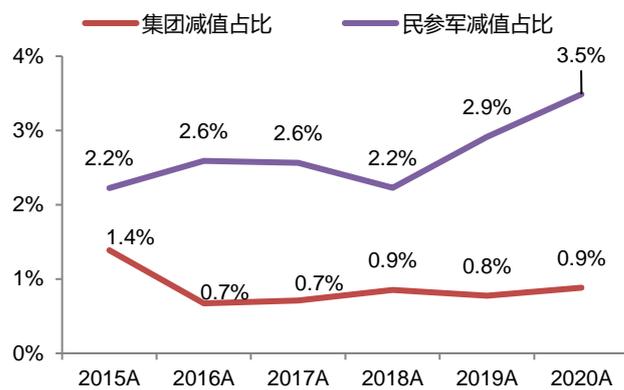
图 23：按所有制分类管理（含研发）费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 24：按所有制分类研发支出占比营收**


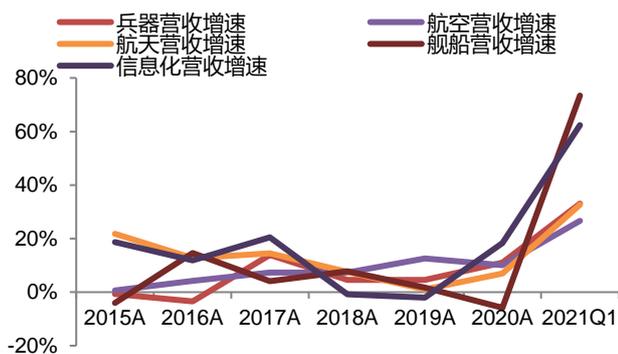
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 25：按所有制分类资产减值损失（含商誉减值）占比**


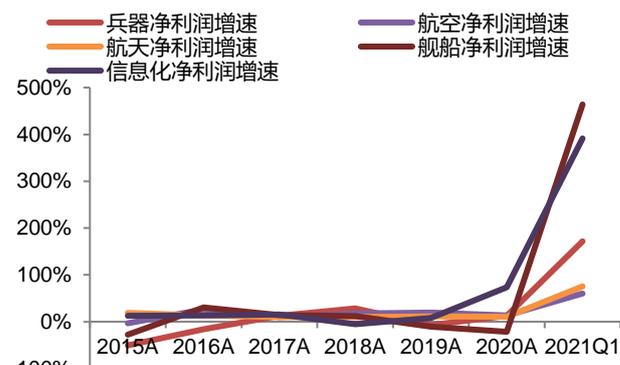
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3 信息化、兵器、航空和航天增速高

**按不同下游分类：近年来，信息化、兵器、航空和航天增速在行业中处于明显较高的水平，21Q1舰船利润增速反弹明显。**我们认为航空航天是十四五国防军工成长空间最大是最主要的发展领域，同时伴随装备信息化建设和国产替代的持续推进，信息化板块的需求也将保持持续增长。

**图 26：按下游分类营收增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 27：按下游分类利润增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、20 年现金流充足，行业 21 年财务费用率有望下降

在军品订单增加、生产任务较重的年份，由于资金拨付和产品交付问题，中上游及民参军企业或多或少存在回款滞后和存货积压的情况，现金流因此会受到一定程度的影响。为研究各产业链层级上市公司的现金状况并分析军工集团财务费用率持续下降的原因，我们选择“销售收现比”和“经营性现金流净值”的指标来对军工板块企业进行跟踪。

总结历史数据我们发现如下规律：1) 军工行业经营性现金流净值全年前低后高，五年计划前低后高。2) 现金流改善时，从总装向分系统及零部件层级传导，从军工集团向民参军传导，3) 第一年现金流状况与第二年的财务费用率有较高的关联度。

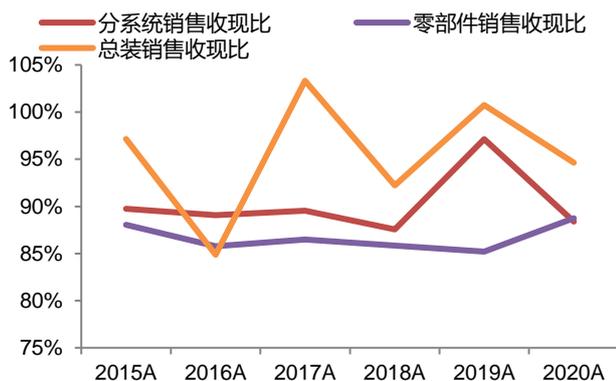
## 2.1 全产业链企业现金状况持续改善，总装层级经营性现金流入最为明显

**总装企业 20 年经营性现金流净值提升明显，销售收现比有所回落。**总装企业 20 年经营性现金流净值为 168 亿元，同比增长 77%，处于 15 年以来最好水平。销售收现比经历 19 年上升至 101% 之后，20 年小幅回落至 95%，呈现两年期的波动状态，近三年平均维持在 96%，整体中枢处于较高水平，说明目前的军费拨付状况良好。

**分系统企业 20 年经营性现金流净值较去年略增，但销售收现比有所下降。**分系统处于产业链中游，因此销售收现一定程度上取决于主机厂的现金拨付。20 年分系统销售收现比为 88%，相比 19 年的 97% 有所回落。从现金流净值看，分系统企业 20 年净流入 84 亿元，较 19 年略增，主要是来自于流出有所减少，对应为 20 年分系统加大采购储备应对订单压力，存货占比大幅提升 4pct。

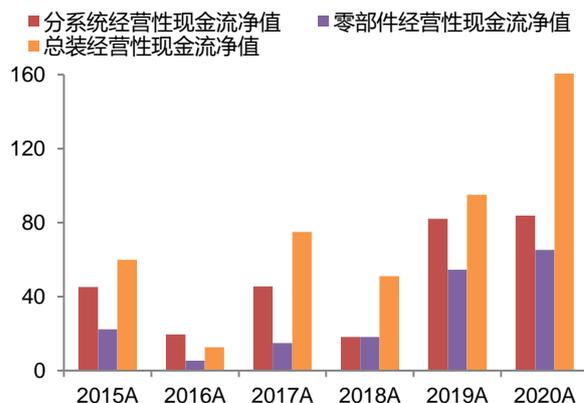
**零部件企业 20 年销售收现比及经营性现金流净值均有所提升。**零部件企业 20 年销售收现比 89%，相比 19 年的 85% 有明显提升，这可能是由于军工集团压两金的需求，近年来零部件层级企业开始使用应收账款保理变现等手段改善现金状况，回款压力有所缓解。但是整体中枢仍低于分系统和总装，说明产业链最上游依然存在回款拖延的情况。从现金流净值看，零部件企业 20 年净流入 65 亿元，同比增长 19.61%，现金流状况持续向好，这也与销售收现比大幅提升所吻合。

图 28：按产业链分类销售收现比情况（年度）



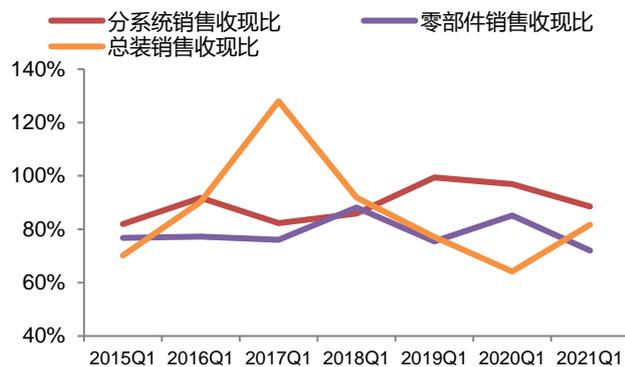
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（年度）

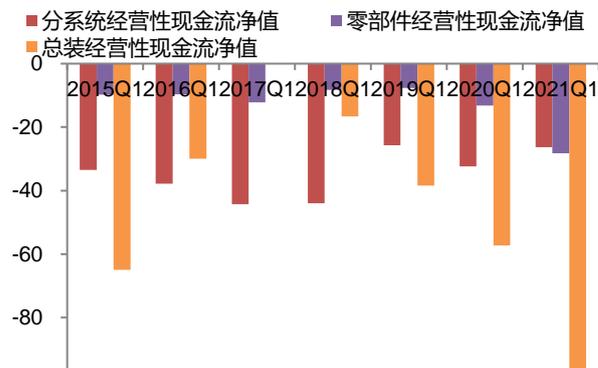


数据来源：Wind，东方证券研究所

**除分系统外 21Q1 军工企业经营性现金流净值均有所下降。**军工行业 Q1 为全年生产任务的备货阶段，采购支出会相对更多，因此经营性现金流表现为负数。21Q1 由于整体订单压力大，采购支出增多，从而导致经营性现金流入下降，但总体表现可控，21 全年来看有望维持高速增长。

**图 30：按产业链分类销售收现比情况（Q1）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 31：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（Q1）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

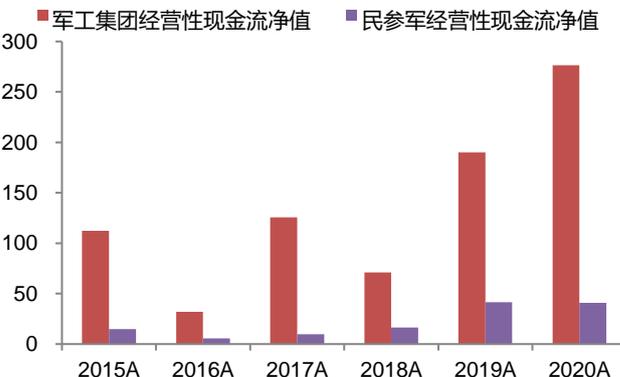
## 2.2 经营性现金流净额：军工集团持续回升，民参军较去年略降

**军工集团 20 年经营性现金流净值为去年的 1.45 倍，销售收现比有所回落。**由于军工集团中总装企业的权重较高，因此在综合统计现金流状况时，军工集团的表现与总装企业较为类似，呈现出 2 年期的波动。集团军工企业 20 年的销售收现比 93%，经营性现金净流入 276 亿元，同比增长 45.33%，现金流状况良好，有利于 21 年财务费用率的持续改善。

**民参军 20 年销售收现比有所回落，经营性现金流净值小幅下降 1.64%。**由于民参军企业多数处于产业链中上游，因此军工集团和民参军之间也同样存在一定的现金流传导关系，同时所有制的不同一定程度上加强了这一现象。与同层级的央企配套企业相比，上游民参军企业在回款方面相对弱势，其现金流更困难一些。通过数据分析也可以发现，17 年军工集团现金流的改善并没有立即在民参军企业体现，17、18 年民参军企业的销售收现比和经营性现金流净值延续下滑趋势，直到 19 年才显著回升。而 20 年有所回落，销售收现比 86%，同比下降 6pct，经营性现金流净值 41 亿元，同比下降 1.64%。

**图 32：按所有制分类销售收现比情况（年度）**

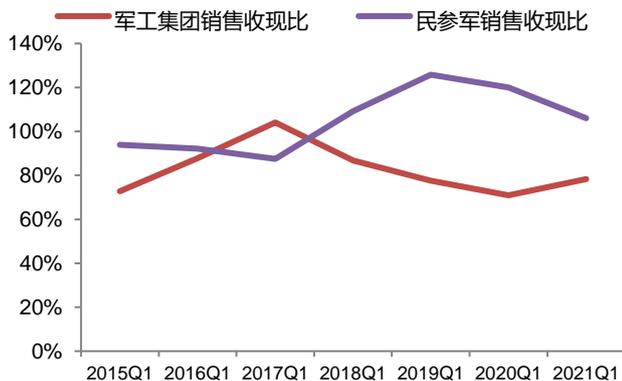

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 33：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（年度）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

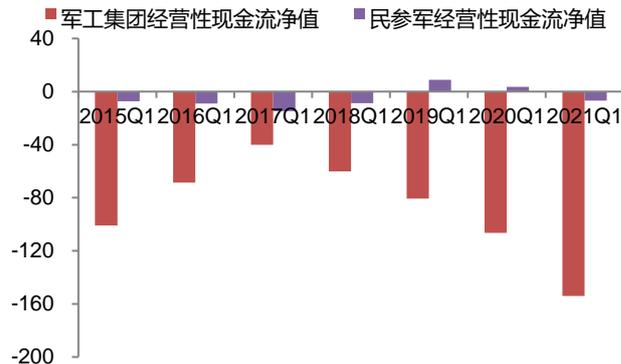
**21Q1 销售收现比呈现分化趋势，军工集团有所上升，民参军继续下降。** 21Q1 集团军工和民参军企业的经营性现金流净值均有下降，可能与采购支出等现金流出增大有关。民参军企业的 Q1 销售收现比自 18 年开始超过军工集团，19Q1 起军工集团和民参军均呈现下滑趋势。21Q1 有所分化，军工集团销售收现比有所提升，民参军继续下降。

图 34：按所有制分类销售收现比情况（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

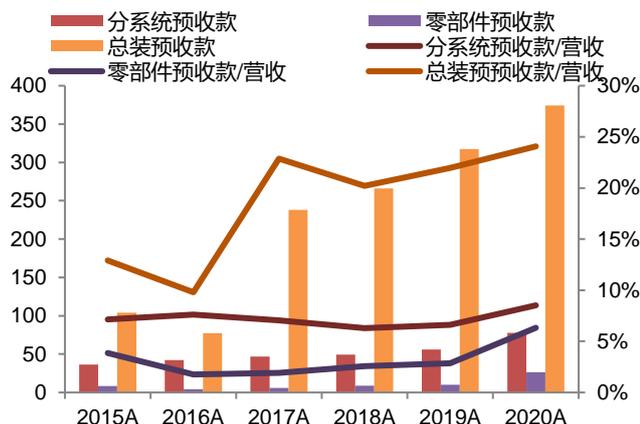
**我们认为 21 年军工行业财务费用率有望整体下降。** 结合第一章的财务费用率分析，可以发现集团军工企业 15 和 17 年较高的现金流净值对应了 16 和 18 年财务费用率的明显下降；而民参军企业 16、17 年现金流净值的持续降低，对应了 17、18 年财务费用率的持续提升。不同产业链层级军工企业也展现出同样的规律。20 年整个军工板块的现金状况均处于 15 年以来较高水平，我们认为这将带来 21 年财务费用率的整体下降。

### 三、下游预收款大增订单饱满，上游固定资产大增产能加快释放

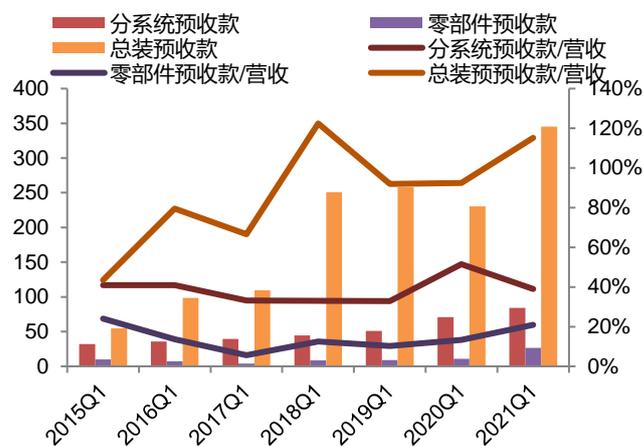
为研究军工行业订单、库存、回款以及投资扩产情况，我们分别选择了预收账款、存货、应收账款、及在建工程四个财务指标进行年度统计和分析。总体来看，**1、20 年总装企业预收款增长 18%，说明订单饱满、生产任务重，行业持续高景气；2、上游零部件企业固定资产增长 16%，其中民参军企业固定资产增长 19%。由于民参军企业主要集中在上游，说明管理层扩产需求高，对行业增长持乐观预期。**

#### 3.1 总装预收款维持高增速，零部件企业固定资产大增

**20 年各层级军工企业预收款项均出现较快增长，其中零部件增长最为明显。** 20 年总装、分系统、零部件预收款分别同比增长 18%、39%、156%。由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收账款的高增长往往对应军方订单的高增长。结合零部件预收款增速，表明作为上游的零部件已率先受益于军方订单的高增长。20 年总装、分系统、零部件预收款占营收比重分别为 24%、9%、6%，占比相比 19 年进一步提升，分别提升 2%、2%、3%，表明整体交付推进落后于订单的增长，未来年度需加速追赶。

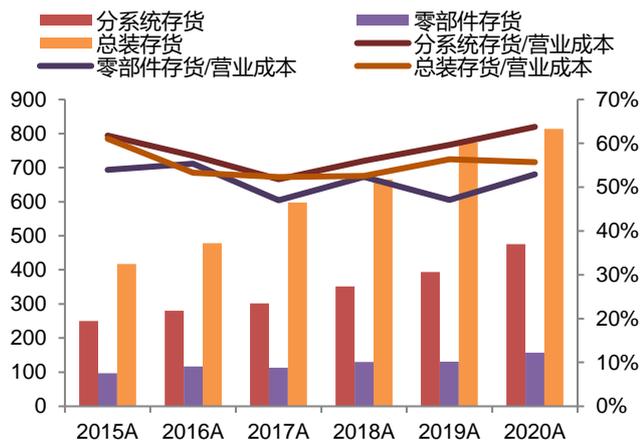
**图 36：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（年度）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

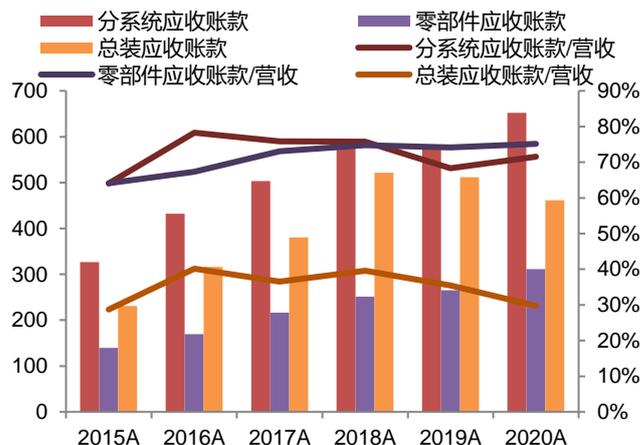
**图 37：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（Q1）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**20 年总装层级存货及应收账款占比下降，零部件及分系统层级存货及应收账款占比提升。**总装层级 20 年存货占比为 56%，较 19 年下降 1pct，应收账款占比 30%，较 19 年下降 5pct，说明前期积压的库存有所消化，账款有所收回，与年内经营性现金净流入大幅增长正好对应。零部件及分系统层级存货占比提升，表明为了应对未来的高增长订单需求，中上游企业备货充足。

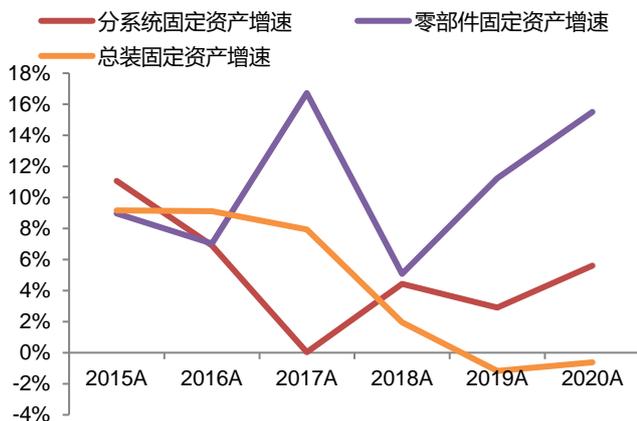
**图 38：按产业链层级分存货（亿元）及占比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

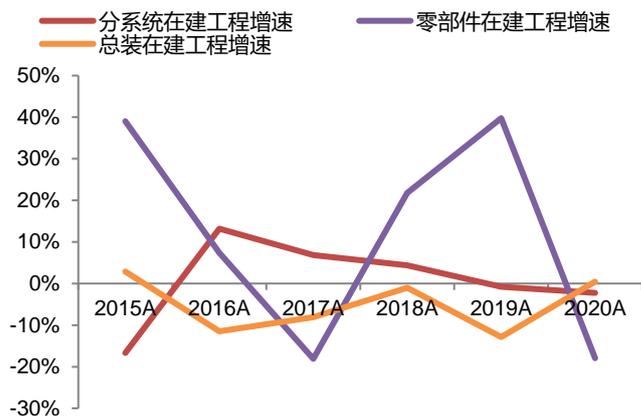
**图 39：按产业链层级应收账款（亿元）及占比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**20 年零部件层级企业固定资产加速增长。**零部件企业 20 年固定资产增速 16%，较 19 年增长 4pct，结合在建工程增速大幅下滑，预示其新增产能由建设逐步转向投产阶段。零部件层级企业作为产业链上游，其产能扩建与改造主要根据下游需求来推进批产产能的等同性验证工作。因此零部件层级固定资产扩增，一定程度上意味着下游订单预期旺盛，现有产能已无法满足配套需求。上游零部件层级资本开支加速增长，下游总装层级资本开支增速下行，也符合第一章 1.1 节中我们关于“**下游总装企业剥离重资产制造业务，转而由中上游更多承担去承担行业需求扩张带来的投资压力**”的判断。

**图 40：按产业链层级分固定资产增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

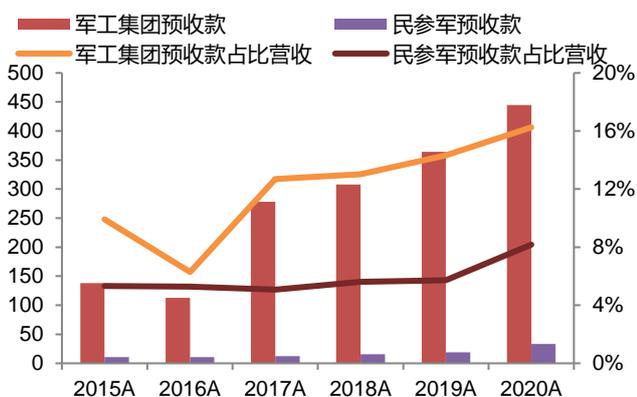
**图 41：按产业链层级分在建工程增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

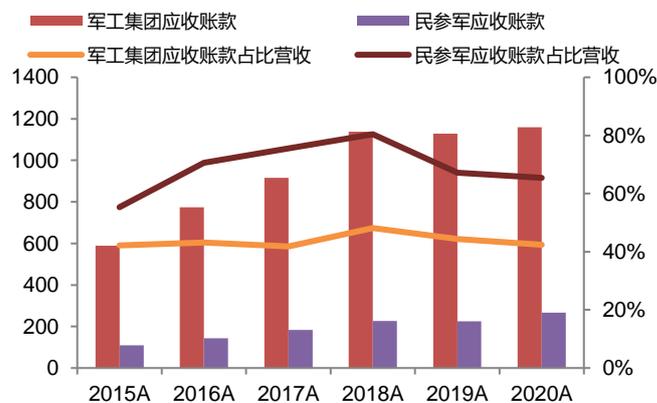
### 3.2 军工集团预收款保持高位，民参军应收款占比下降

**军工集团预收款保持高位，20 年实现 22% 的加速增长。**军工集团 20 年预收款 445 亿元，较 19 年增长 22%，大幅超过同期 8% 的营收增速，反映行业订单饱满。民参军企业的预收款项相对来说更多的是反映其民品业务的订单状况。

**20 年军工集团应收账款绝对值与去年基本持平，民参军企业则有所上升。**20 年军工集团应收账款占比下滑至 42%，延续了 19 年的下降态势，说明军工企业压两金进展顺利，前期因军改等因素导致的回款滞后问题已显著改善。民参军企业在营收高速增长的同时，应收账款占比下降，有利于现金流状况的持续改善。

**图 42：按所有制分预收账款（亿元）及占比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

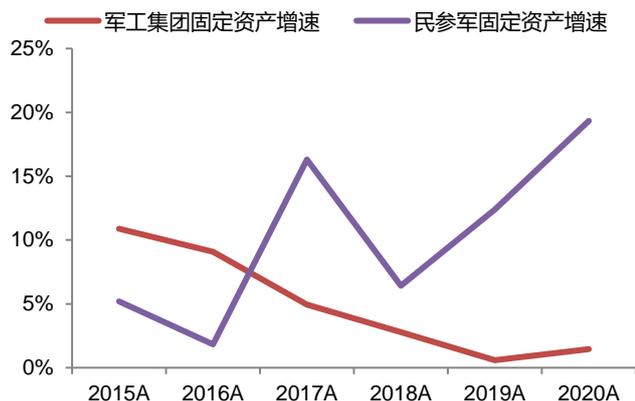
**图 43：按所有制分应收账款（亿元）及占比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**20 年民参军企业固定资产加速增长。**民参军企业 20 年固定资产增速 19%，较 19 年增长 7pct，在建工程增速-25%，或反映了大量在建工程竣工投产，产能有望迅速扩张。与同层级的央企配套企业相比，民参军企业在回款方面相对弱势，军改后一度遭遇现金流吃紧的问题。但是近年来随着

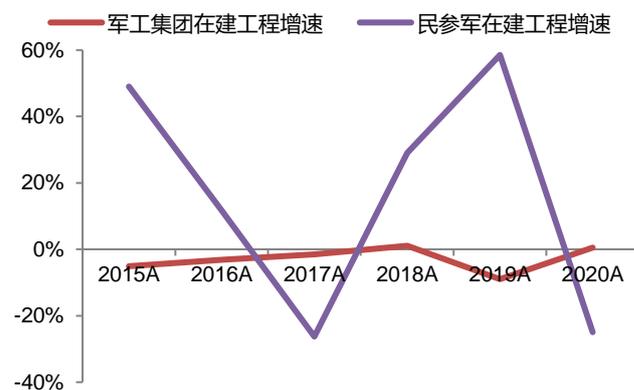
客户回款改善，以及一系列的政策利好，民参军企业现金状况已经获得明显改善。19年以来加速扩充的固定资产也印证了这一观点，管理层的积极扩产也反映了对行业高景气度的乐观预判。

图 44：按所有制分固定资产增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：按所有制分在建工程增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四 投资建议

总览军工行业核心标的的历年财报，可以发现：

- 下游总装企业：**订单层面预收款高位上行，同比增长 18%，超过营收增速，预示行业需求维持高景气，应收账款进一步下降，说明客户资金拨付明显好转；经营层面三费率稳步下降，但持续强化研发投入，为新产品新项目做储备；现金流层面销售收现比略有回落，但整体中枢处于较高水平，经营性现金净流入同比增长 77%，现金流状况处于历史最佳时期。21Q1 实现 19% 的利润增长，作为产业链最下游为整个军工行业 21 年需求增长的确定性提振了信心。
- 中游分系统企业：**20 年毛利率稳中带升，财务费用率稳步下行，管理效率提升带来经营效益改善，进一步带动了利润端较快的增长。考虑到 20 年分系统层级公司经营性现金净流入处于较高水平，充足的现金流状况预示了 21 年分系统层级公司财务费用端有望持续改善。20 年公司销售收现比有所下降，主要是因为现金流流出减少，对应为加大采购储备以应对未来订单压力。结合 21Q1 分系统业绩开门红，实现同比 282% 的高速增长，再次验证了 21 年军工行业高景气。
- 上游元器件/原材料企业** 20 年该层级军工企业综合毛利率为 36.33%，同比大幅提升 3.36pct，由此带来了利润端 40% 的高速增长。上游研发支出占比高，或与开发高毛利率新品有关。零部件层级 20 年现金流状况进一步改善，经营性现金流净额为 65 亿元，同比增长 19.61%。元器件/原材料层级企业 20 年固定资产增速 16%，其中民参军企业固定资产增速进一步提升至 19%，预示零部件企业扩产需求大，或已迈入投产阶段，产能情况得到大幅改善。

综合来看，20 年利润表稳中向好，现金流量表和资产负债表均再创佳绩，行业整体呈现高景气加速上行状态。正如我们在《2021 年军工投资策略》中所述，2021 年不仅是“十四五”开局之年，重点新型号装备迎来列装上量拐点，同时商业宇航行业成长天花板将被打开，万亿级别的商业航空和商业航天市场将逐步向国内企业开放。在此背景之下，疫情不改 2020 年军工行业高景气，其根本在于宇航和国防需求的确定性和长期性，以及整套供应体系较强的抗风险能力，军工行业穿越周

期的属性有望在本轮外部环境变革中展现。21Q1 业绩实现 136.10%的高增长，其中分系统企业业绩亮眼，业绩同比增长 289.85%。综合考虑军工行业 20 年和 21Q1 的业绩表现，我们看好 21 年未来三个季度的业绩释放。建议关注三条主线：

- **信息化及原材料**：器件/材料作为供应链的最上游层级，应用领域广泛且配套时序靠前，有望率先受益。信息化建议关注：火炬电子(603678, 未评级)、航天电器(002025, 买入)、振华科技(000733, 增持)、中航光电(002179, 买入)、振芯科技(300101, 未评级)、电科院(300215, 未评级)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034, 买入)、光威复材(300699, 买入)、中航高科(600862, 买入)、菲利华(300395, 买入)、西部材料(002149, 未评级)等。
- **分系统**：20 年管理效率提升带来经营效益改善，进一步带动利润端较快增长。建议关注：中航重机(600765, 买入)、中航电测(300114, 买入)、利君股份(002651, 买入)、杰赛科技(002544, 未评级)、湘电股份(600416, 未评级)、久之洋(300516, 未评级)、四川九洲(000801, 未评级)等。
- **总装**：高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中直股份(600038, 增持)、航发动力(600893, 未评级)、纵横股份(688070, 未评级)等。

## 五 风险提示

**订单及收入确认进度不及预期**：军工行业的采购、生产和交付进度具有一定的不确定性，因此军工企业的订单及收入确认情况可能不及预期；

**武器装备研发进度不及预期**：新型武器装备系统复杂，涉及多个技术领域，技术要求高，研发难度大且周期长，其实际的研发进度可能低于预期。

## 六 附录：65 个标的财务概况

表 4：65 个标的 20A&21Q1 财务概况 (亿元)

公司	20 营收	同比	20 利润	同比	21Q1 营收	同比	21Q1 利润	同比
振芯科技	5.77	22.38%	0.81	1657.46%	1.70	152.05%	0.38	717.81%
中船防务	116.08	-46.82%	36.62	567.92%	18.24	-19.04%	-0.21	-100.65%
高德红外	33.34	103.52%	10.01	353.59%	6.56	45.54%	2.39	50.12%
大立科技	10.90	105.52%	3.90	187.56%	2.93	-3.97%	1.01	-11.81%
杰赛科技	62.95	1.11%	0.96	163.09%	11.42	68.17%	0.18	141.19%
欧比特	8.70	2.13%	1.08	146.25%	1.40	7.92%	0.17	-7.42%
北斗星通	36.24	21.34%	1.47	122.50%	9.13	29.46%	0.42	99.48%
振华科技	39.50	7.67%	6.06	103.48%	13.08	47.25%	2.47	122.90%
*ST 航通	35.51	-12.62%	-1.66	80.11%	6.37	76.08%	-0.10	72.57%
爱乐达	3.04	64.89%	1.37	75.22%	1.08	121.51%	0.47	76.89%
赛微电子	7.65	6.55%	2.01	74.20%	1.99	23.96%	0.34	398.50%
炼石航空	11.31	-42.85%	-4.80	69.03%	2.37	-46.42%	-0.44	-84.47%
中航沈飞	273.16	14.96%	14.80	68.63%	57.90	1.56%	3.45	-42.29%
宏达电子	14.01	65.97%	4.84	65.12%	3.79	162.29%	1.71	314.80%

洪都航空	50.69	14.68%	1.33	60.03%	5.60	163.18%	0.34	391.61%
火炬电子	36.56	42.30%	6.09	59.79%	11.53	90.68%	2.58	276.68%
四创电子	39.42	7.39%	1.70	53.29%	1.93	29.30%	-0.47	22.89%
七一二	26.96	25.95%	5.23	51.48%	3.47	31.36%	0.17	94.82%
宝钛股份	43.38	3.58%	3.63	51.10%	12.16	19.20%	0.96	132.89%
上海瀚讯	6.41	17.38%	1.67	45.27%	0.63	56.22%	0.08	212.09%
北方导航	30.06	31.09%	0.62	40.14%	4.38	129.52%	0.01	108.33%
中航光电	103.05	12.52%	14.39	34.36%	33.86	88.14%	6.24	281.43%
钢研高纳	15.85	9.57%	2.04	30.78%	3.50	43.28%	0.56	96.79%
航发控制	34.99	13.14%	3.68	30.68%	9.20	29.67%	1.33	45.91%
安达维尔	6.10	10.36%	0.95	30.53%	0.78	48.12%	-0.01	88.65%
晨曦航空	2.71	13.44%	0.63	29.54%	0.52	131.25%	0.02	116.72%
*ST 华讯	0.47	-82.67%	-10.80	29.41%	0.10	45.12%	-0.45	-10.18%
中直股份	196.55	24.44%	7.58	28.81%	32.00	63.95%	1.64	215.80%
雷科防务	12.16	8.07%	1.72	26.23%	2.04	52.98%	0.20	15.89%
中航重机	66.98	11.92%	3.44	24.91%	17.85	34.33%	0.76	88.76%
菲利华	8.64	10.86%	2.38	24.30%	2.62	143.76%	0.75	365.04%
中航电测	17.60	13.93%	2.63	23.58%	4.16	28.69%	0.40	19.45%
新余国科	2.44	8.39%	0.49	23.35%	0.50	117.42%	0.07	10958.14%
光威复材	21.16	23.36%	6.42	22.98%	6.25	28.07%	2.18	27.32%
航天发展	44.36	9.82%	8.08	19.63%	9.45	23.07%	1.88	52.30%
天和防务	12.23	40.89%	1.03	18.58%	1.47	-48.50%	0.15	-39.82%
航天彩虹	29.88	-3.62%	2.74	18.14%	4.96	17.91%	0.19	264.96%
景嘉微	6.54	23.17%	2.08	17.99%	2.12	79.92%	0.49	91.82%
长城军工	15.86	5.82%	1.17	16.83%	1.58	-7.69%	-0.32	8.27%
中国海防	46.70	14.62%	7.48	15.72%	8.65	181.18%	0.62	291.73%
内蒙一机	132.34	4.36%	6.56	14.70%	19.12	2.32%	1.77	20.23%
国睿科技	36.06	6.54%	4.66	13.72%	8.34	227.14%	0.75	973.23%
中航电子	87.47	4.72%	6.31	13.45%	19.61	59.53%	1.39	86.18%
中航机电	122.24	0.76%	10.75	11.85%	35.80	72.45%	2.11	225.22%
银河电子	14.97	24.72%	1.70	11.42%	4.55	44.58%	0.54	20.33%
奥普光电	4.41	9.59%	0.52	7.96%	1.43	88.72%	0.16	41.12%
航天电器	42.18	19.38%	4.34	7.80%	11.19	47.22%	1.19	62.90%
中兵红箭	64.63	21.45%	2.75	7.58%	13.66	50.75%	0.97	385.49%
烽火电子	13.87	3.04%	0.99	6.56%	1.85	207.34%	-0.15	71.62%
航发动力	286.33	13.57%	11.46	6.37%	37.42	8.41%	0.34	-60.09%
中国卫星	70.07	8.42%	3.54	5.34%	13.57	22.30%	0.56	18.51%
航天电子	140.09	2.16%	4.78	4.40%	28.88	36.35%	1.28	254.10%
卫士通	23.84	13.31%	1.61	3.62%	2.83	379.00%	-0.76	43.91%

全信股份	7.13	13.96%	1.39	1.27%	2.16	123.34%	0.39	244.43%
天奥电子	9.16	5.71%	1.01	-8.98%	0.65	81.76%	-0.10	30.72%
光电股份	24.92	6.87%	0.52	-16.22%	4.32	280.41%	0.16	183.04%
国瑞科技	5.70	17.30%	0.68	-20.87%	0.61	-25.88%	0.04	-43.73%
中航高科	29.12	17.72%	4.31	-21.88%	9.91	28.55%	2.37	27.61%
中航西飞	334.84	4.38%	7.77	-27.65%	66.79	1.13%	1.35	30.01%
新研股份	11.05	-11.62%	-25.58	-29.28%	1.07	-9.55%	-0.44	-295.97%
中国动力	270.14	-9.02%	5.43	-45.23%	62.36	66.74%	1.47	528.33%
海特高新	9.64	19.34%	0.32	-58.45%	1.86	13.78%	0.09	118.73%
航发科技	27.21	-19.58%	-0.16	-170.98%	7.05	54.67%	-0.25	23.92%
泰豪科技	60.45	13.95%	-2.63	-282.72%	9.32	39.88%	3.77	3058.60%
航新科技	12.24	-18.13%	-3.27	-583.13%	2.42	-17.56%	0.06	3379.20%

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 分析师申明

### 每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)