

航锦科技 (000818) 2021 中报点评: 化工+军工板块维持高景气度, 经营指标全面提升

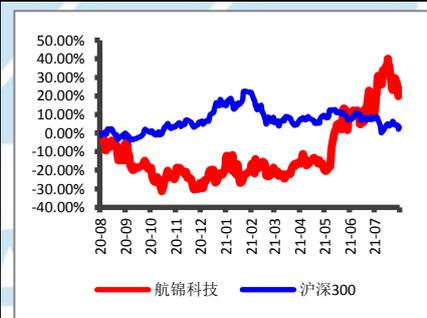
行业分类: 国防军工

2021 年 8 月 19 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.18)	32.18
目标价格	38.00

基础数据 (2021.8.18)	
上证指数	3485.29
总股本 (亿股)	6.83
流通 A 股 (亿股)	6.76
资产负债率	28.69%
ROE (摊薄)	12.75%
PE (TTM)	62.63
PB (LF)	7.32

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

● **事件:** 公司 8 月 19 日发布半年报, 2021H1 营业收入 22.93 亿元 (+51.09%), 归母净利润 4.07 亿元 (+371.54%), 扣非归母净利润 4.00 亿元 (+392.64%), 毛利率 29.82% (+11.14pcts), 净利率 17.21% (+11.44pcts)。

➤ 投资要点:

● **化工、军工、电子三大板块共同发展, 营收、净利润实现高速增长**
 公司战略方向为“化工、军工、电子”三大板块共同发展的经营策略, 以化工、军工板块为底层资产, 做大做强电子板块。随着化工行业产业链景气周期的到来, 化工板块为公司发展提供了较为充足的现金流; 继收购长沙韶光和威科电子后, 军工板块通过三年的经营, 经营情况较为稳定, 业绩保持平稳增长; 电子板块由泓林微、威科射频、武汉导航院等主体构成, 是公司重点培育发展的企业。

分板块来看:

①2021H1 化工板块实现营收 19.20 亿 (+53.64%), 净利润 3.22 亿 (+817.96%), 占公司整体营收和净利润比例分别为 83.71% 和 78.98%。化工板块利润大幅提升主要是产品 (烧碱、环氧丙烷、聚醚) 销售价格上涨所致。

②2021H1 军工板块实现营收 3.36 亿 (+25.59%), 净利润 0.99 亿 (+91.36%), 占公司整体营收和净利润比例分别为 14.67% 和 24.28%。其中两大全资子公司长沙韶光营收 1.53 亿 (+19.53%), 净利润 0.82 亿 (+90.70%), 威科电子营收 2.01 亿 (+43.57%), 净利润 0.20 亿 (+122.22%)。我们认为军工板块净利润大幅增长主要是营收稳定增长以及毛利率快速提升所致。

③2021H1 电子板块实现营收 0.37 亿 (+10591.83%), 净利润亏损 0.13 亿 (-3727.01%), 占公司整体营收比例为 1.61%。电子板块亏损主要是武汉导航院与泓林微电子分别于 2020 年 8 月和 12 月并表, 同时电子板块处于投入亏损阶段所致。

● **化工、军工板块高景气, 公司整体毛利率、净利润、ROE 大幅增长**
 公司 2021H1 综合毛利率 29.82% (+11.14pcts), 净利率 17.21% (+11.44pcts), ROE 12.75% (+9.59pcts), 我们认为, 公司经营指标大幅提升一方面主要是公司化工板块在规模快速扩张的情况下, 主要化工品 (聚醚、环氧丙烷等) 进入景气周期, 产品盈利能力持续提升, 带动公司化工板块毛利率大幅提升 13.14%; 另一方面是公司军工板块产品谱系扩张, 长沙韶光除了原有数字芯片外等, 进入模拟芯片领域, 公司军品毛利率提升 7.54%。

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

- **高度重视军工、电子产品研发，公司研发费用接近翻倍**

费用端来看，公司 2021H1 整体费用保持增长，其中管理费用 0.90 亿 (+25.83%)，销售费用 0.29 亿 (-21.93%)，财务费用 0.13 亿 (-31.14%)，研发费用 0.67 亿 (+94.65%)，根据公司公告，公司继续加大研发方面的投入，长沙韶光依托曾在体系内深耕多年、具备深厚设计研发能力的科研团队，瞄准特殊领域模拟市场，坚持横向开发、自主投入的模式，同时引入高端技术人员，并与各高校实验室、军工科研院所形成合作，加强核心技术储备，确保在军工、电子领域中领先优势。

- **现金流情况大幅好转，支持公司科技转型**

公司经营活动现金流 2.19 亿 (+330.27%)，主要是公司化工板块处于景气周期，产品销售价格上涨为公司发展提供了较为充足的现金流，为公司实现双轮驱动的集成电路战略转型方向提供了坚实的资金来源。

➤ **行业趋势及竞争格局**

- **化工板块：受化工品涨价因素影响实现高速增长，持续拓展医药、食品下游客户**

公司是东北最大的氯碱化工企业，区域优势明显，在地区中长期占据主导地位，并深度受益于中央“供给侧改革”。公司核心产品烧碱、环氧丙烷、聚醚分别具备 42 万吨、12 万吨、15 万吨的生产产能，产品畅销海内外。下游战略合作客户为多家大型国企及行业龙头企业，包括鞍钢集团、吉林化纤、恒力石化、世星药业、大庆油田、辽河油田、中信钛业等。公司始终在产品、客户端积极开拓新的应用领域，部分产品可用于医药领域中间体，作为合成高分子材料添加剂的重要原料已向下游医药客户供应。2020 年下半年以来，化工产品呈持续向好态势。公司环氧丙烷与聚醚产品进入景气周期，产品盈利能力持续提升，为公司化工板块带来高额利润。

积极布局氢能。公司积极在本部推进高纯氢压缩综合利用项目，加速氢能战略转型升级。2019 年 9 月，公司公告拟投资新建高纯氢气重装站，加码氢能源。公司氢能源项目主要基于公司盐化工离子膜电解工艺所形成的副产品氢气原料，本身具有原料品质高、杂质含量少的优势，采用此次项目设计流程工艺加工后，经过预处理、压缩、提纯、重装流程等环节，能够制备纯度≥99.999%的高纯氢气以供下游客户使用。根据公司公告，2021 年 8 月 17 日，高纯氢气充装项目完成投料试车，公司完成对该项目的验收并开始正式量产。高纯氢气充装项目自本公告日起实现量产，对公司 2021 年的业绩不会产生重大影响，项目进入稳定生产后，预计为公司带来年均 1.00 亿至 1.1 亿的营业收入。

- **军工板块（长沙韶光主体）：武器装备现代化提速，军工电子尚处黄金赛道**

逻辑一：信息化、现代化、智能化循序渐进，引发全球升级国防建设需求。国防军工领域，信息化是指将现代信息技术运用到军事领域，并以此引导军事理论和军事行动；现代化将信息技术拓宽，囊括到可以应用到军事领域的所有先进科学技术，让国防建设与科技发展水平同步；智能化是信息化的延伸和升级，在信息互通互融的基础上赋予系统对客观事物进行合理分析，判断及有效地处理、行动的综合能力。“三化”逐次升级对国防建设的需求，正引发世界范围内全面而深刻的军事转型和改革。

军工电子领域自主可控具备中长期逻辑，武器装备国产化率提升是大势所趋。《新时代的中国国防》白皮书中提到，中国特色军事变革取得重大进展，但机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大。

逻辑二：航空、航天、船舶领域装备信息化含量提升

① **机载领域：军机需求明确，航电系统升级。**2013-2017 年，现价 GDP 年均复合增速 7.01%，低于军费支出复合增速 (7.08%)；期间，装备费用占军费比例提高了 4.56 个百分点，年均复合增速 9.62%，高于现价 GDP 以及军费的复合增速。在装备类别中，航空装备 2013-2017 年均复合增速 10.56%，高于装备费用复合增速，表明期间军费支出的重点倾斜是装备费用，特别是航空装备。**未来综合航空电子系统必将更加向综合化、模块化、通用化和智能化的方向发展。**我国新一代综合航电系统的性能指标、技术水平应在我国目前先进战斗机的水平上全面、大幅提高，达到或部分超过目前国外第四代战斗机航电系统的水平。

② **弹载领域：实弹化训练，导弹产业链景气，精确打击能力要求提升驱动制导系统价值量占比居于高位。**军队全面加强练兵备战工作，加大实战化演习的背景下，导弹作为现代化军队不可或缺的消耗性武器装备，其需求有望伴随我国装备费用的稳定增长而保持稳定且持续的增长。根据《现代军事》介绍，导弹主要组成部分战斗部、动力系统、制导系统、弹体结构，四个分系统中弹道导弹制导系统、动力系统、战斗部及其他（包括弹体结构）比例较为接近（制导与控制价值量占比 43.8%）。我们认为，在我国导弹武器装备市场需求与规模持续提升的情况下，未来制导控制分系统市场规模或将持续保持在高位，公司军工芯片业务受益导弹产业链景气以及信息化含量提升。

③ **舰载领域：海军装备建设进入新阶段，海军装备信息化含量提升。**2025 年海军电子信息装备市场空间有望超 600 亿元。根据《2019-2025 年中国电子信息装备行业市场监测及未来前景预测报告》数据，近年来海军装备总投入力度持续增大，2018 年海军作战平台（水面和水下装备）的电子信息化设备终端市场空间约 151 亿元，2016-2018 年我国水面舰艇按价值量统计的复合增速约为 15%。假设未来海军将保持近年复合增速继续稳定增长的同时，平台电子信息化价值量占比从 2018 年的 20% 提升至 2025 年的 40%，预计“十四五”末期我国海军电子信息化市场空间有望超过 600 亿元。我们认为，公司军工芯片业务受益船舶信息化含量提升。

逻辑三：模拟芯片具备军民两用属性，自主可控+武器装备升级催生模拟芯片需求

根据 WSTS 数据，2020 年全球半导体行业的整体规模为 4331 亿美元，模拟芯片的市场规模则达到 540 亿美元，占比约为 13%，是半导体行业中的重要组成部分。根据 WSTS2020 年 11 月的预测数据，2021 年半导体行业的整体增速为 8.4%，模拟芯片的增速则为 8.6%，领先于半导体行业的平均增速。中国模拟芯片市场约为全球的 36%，按照 2020 年全球 539.54 亿美元的市场估算，中国 2020 年模拟芯片的市场规模为 194 亿美元。中国的模拟芯片市场已接近 200 亿美金，本土的自给率却偏低。尽管近年来我国模拟集成电路企业总体营收增长较为迅猛，但是总体体量仍然较少，目前约为 163 亿人民币，自给率仅为 12% 左右，仍有广阔的成长空间。模拟芯片拥有军民两用属性，广泛应用于 5G 通讯、家用电器、医疗设备、工业控制、监控安全仪器仪表以及国防军工领域。十四五“明确提出武器装备由机械化向信息化、智能化升级，面对复杂战场环境、模拟信号（声、光、压力、速度等），武器装备对高精度高速 AD/DA、电源管理芯片、放大器、比较器、接口、线性稳压器等品种产生巨大需求。根据公司中报披露，公司已介入模拟芯片领域，成为公司新业绩增长点。

逻辑四：北斗三迎来军民两用市场，长期关注新兴高精度北斗导航应用拓展

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。根据《2020 年中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》统计，从 2012 年北斗系统开始提供正式服务以来，我国卫星导航与位置服务产业规模以约 20% 的年增长率稳定增长，但受到宏观经济形势变化，以及国内改革调整、行业采购量下降、新增市场放缓、跨界竞争加剧等客观因素影响，自 2015 年起，我国卫星导航与位置服务产业产值增速即开始出现逐步放缓。2019 年，我国卫星导航与位置服务产业规模达到了 3450 亿元。我们认为，北斗应用产业上游领域，芯片、板卡、模组、数据处理、天线等基础器件和基础软件作为各北斗应用终端的共同设备基础，需求将伴随北斗应用市场下游的拓展保持稳定的增长，武汉导航院主导完成了相关北斗标准的起草修订和完善，在北斗 3 导航相关芯片的研发、设计、推广方面具有独特的技术门槛和先发优势，北斗 3 导航产业链提供芯片等核心基础器件，未来武汉导航院有望实现业务增长。

- **电子板块（威科电子主体）：传统基站天线业务受益 5G 基站建设大潮，发力射频芯片，同时受益高速高频材料国产化**

逻辑一：5G 基站建设大潮，5G 基站天线量价齐升

① **5G 建设刺激中国运营商总资本支出激增。**三大电信运营商作为通信设备商的需求方，从三大运营商资本开支预算看通信设备采购需求，2020 年，中国移动、中国电信、中国联通三大运营商维持较高的

资本开支, 中国移动 2020 年资本开支 1798 亿, 较 2019 年增长 8.3%; 2021 年, 中国电信仍将保持 5G 资本支出稳定, 资本开支计划为 870 亿元, 同比增长 2.6%; 中国联通预计 2021 年资本开支为 700 亿。

②**5G 基站所需天线数量远多于 4G 基站, 5G 天线量价齐升。**一方面, 现有的 4G 基站只有十几根天线, 但 5G 基站可以支持上百根天线, 这些天线可以通过 Massive MIMO 技术形成大规模天线阵列, 这就意味着基站可以同时从更多用户发送和接收信号, 从而将移动网络的容量提升数十倍或更大。另一方面在于 5G 信号的频段频率提升。鉴于无源方案向有源方案的改变以及器件的升级, 5G 基站天线价值量相较于 4G 时代快速提升。**基于 5G 基站天线量与价相对于 4G 基站的巨大变化, 我们认为, 5G 基站数量与 5G 基站天线单体价值的同步提升, 将助推 5G 基站天线投资规模大幅增长。**泓林微电子(昆山)有限公司在原有天线业务基础上进行技术延伸和拓展, 正式涉足射频芯片领域, 目前流片涵盖电桥、滤波器、功分器、阻容网络等四个类别, 其中电桥主要应用于 4G、5G 等基站中的信号合路, 功率合成等, 产品可适用于华为、中兴等通讯设备供应商。

逻辑二: 高速高频材料国产化加速

①**5G 时代来临, 自动驾驶、物联网、通信设备等均要求电子材料具有“高频”、“高速”和“大容量存储”功能,**作为电子材料基础硬件的 PCB 也将趋向高频高速化。高频高速 PCB 市场需求爆发在即, 而覆铜板在 PCB 上游原材料中成本占比接近 40%。通信技术的快速进步, 使原有的民用通信频段显得非常的拥挤, 再加上某些军用频段的逐渐让位给民用, 使得民用高频高速通信获得了超预期的增速, 从而带动高频高速电路板需求。威科射频主要从事高端射频材料、射频器件和无线通讯领域精密电子互连产品, 产品面向的领域包括 5G 通讯基站、无人机、物联网、军事雷达、北斗系统、L4 级及以上级别无人驾驶毫米波雷达, 智慧城市、毫米波及太赫兹通信, 最终为无线通讯设备终端客户供应。**在国产替代与上游高频高速覆铜板领域快速增长的背景下, 将给威科射频发展带来机会。**

竞争格局方面:

● 北方氯碱化工界领先

公司是东北最大的氯碱化工企业, 区域优势明显, 在地区中长期占据主导地位, 并深度受益于中央“供给侧改革”。公司核心产品烧碱、环氧丙烷、聚醚分别具备 42 万吨、12 万吨、15 万吨的生产产能, 产品畅销海内外, 拥有良好的市场信誉和忠诚的客户群体。公司始终在产品、客户端积极开拓新的应用领域, 部分产品可用于医药领域中间体, 作为合成高分子材料添加剂的重要原料已向下游医药客户供应。此外, 公司化工主要产品烧碱、聚醚、盐酸 2018 年后分别通过食品级认证, 进入食品行业, 成为金龙鱼油、梅花生物等企业的供应商。

● 军用芯片行业壁垒高, 业内单位有序竞争

子公司长沙韶光专注军工核心芯片, 稀缺性优势显著。公司产品包括总线控制器、微控制器、DSP、FPGA、CPLD、GPU、模拟芯片等, 主要服务于军用客户, 公司目前在 GPU 领域技术积累超过 10 年, 军用集成电路属于高度定制化的专用集成电路产品, 相关产品经历的设计生产环节复杂, 且需要供应商、客户等多方参与和配合。因此下游军工企业对供应方资质能力要求较高, 且产品定型后不轻易更换供应商, 使得先发企业具有明显的市场优势。目前我国军用集成电路行业内生产企业数量不多, 潜在竞争对手较难进入, 整个行业处于有序竞争格局。GPU 和 FPGA 作为计算类芯片的两类关键芯片, 在武器装备的显控、前端、后端处理领域不可或缺, 从海外来看, GPU 领域基本被英伟达、AMD、英特尔所垄断; FPGA 领域基本被赛灵思、莱迪斯、因特尔垄断, 从长沙韶光国内竞争对手来看, 具备 GPU 和 FPGA 国产化设计能力的企业本就少数, GPU 有领域国内有景嘉微、中船 709 所、中船 716 所、天数智芯等少数公司; FPGA 领域有包括成都华微电子、紫光国微、复旦微电子, 772 所等; 特种模拟芯片领域竞争者主要包括华微电子、振芯科技、中电科 24 所等。

➤ 投资建议:



我们认为，公司遵循“化工、军工、电子”三大板块共同发展的经营策略，以化工、军工板块为底层资产，做大做强电子板块，化工板块当前处于行业景气周期，化工品价格维持高位提振公司规模、毛利率；军工板块受益“十四五”期间军工信息化、自主可控逻辑，产品谱系从数字芯片向模拟芯片扩张，迎来业绩新增长点，电子板块业务受益 5G 基站建设大潮拉动天线需求，泓林微发力射频芯片，威科射频受益高速高频材料国产化趋势。基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 51.74 亿元、55.94 亿元和 61.11 亿元，归母净利润分别为 9.71 亿、10.68 亿、11.87 亿，EPS 分别为 1.42 元、1.57 元、1.74 元，公司 8 月 18 日收盘价 32.18 元，对应 2021-2023 年 PE 为 22.60 倍，20.56 倍，18.51 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来的发展前景，我们给予“买入”评级，目标价 38.00 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 26.76 倍、24.20 倍、21.84 倍。

- 风险提示：军品放量进度不及预期；化工品价格回落的风险；5G 基站建设进度放缓的风险；
- 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3536.49	5173.83	5593.92	6111.00
增长率	-6.29%	46.30%	8.12%	9.24%
归属母公司股东净利润	236.20	971.34	1068.30	1186.68
增长率	-22.98%	311.24%	9.98%	11.08%
每股收益 (EPS)	0.35	1.42	1.57	1.74

数据来源：WIND，中航证券研究所



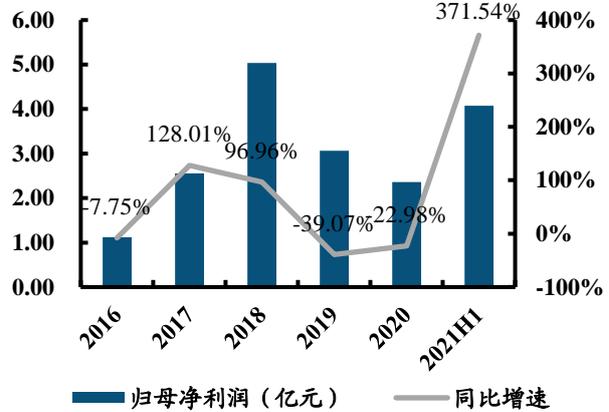
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



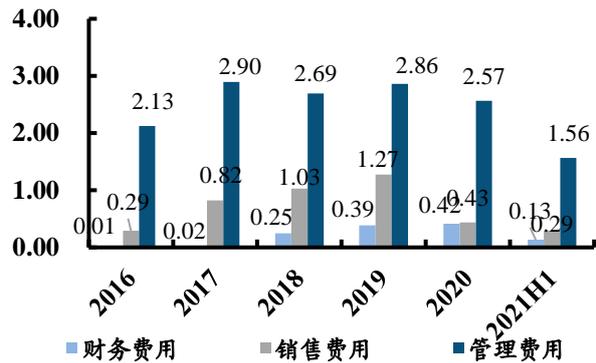
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



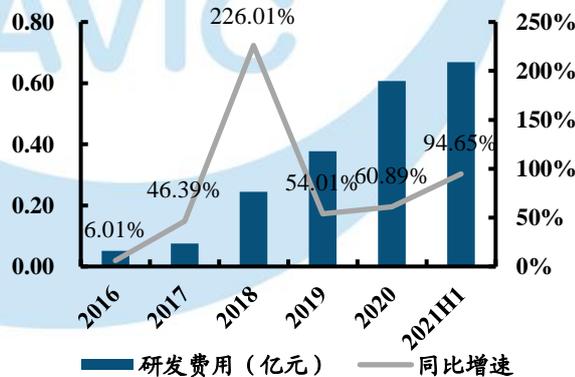
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



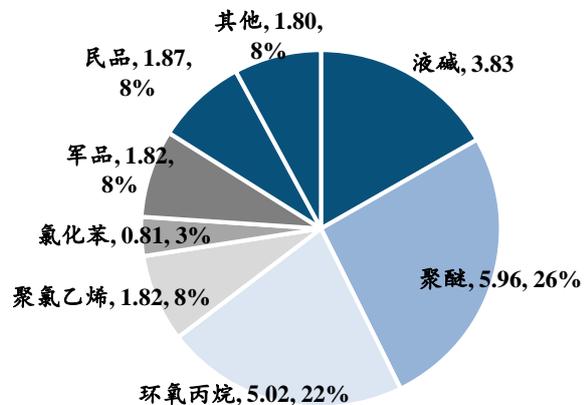
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3536.49	5173.83	5593.92	6111.00
营业成本	2791.76	3630.99	3933.65	4293.59
营业税金及附加	50.90	17.59	19.58	27.50
销售费用	43.48	57.95	73.84	83.11
管理费用	196.06	302.15	338.99	367.88
财务费用	41.50	43.76	15.03	-17.93
资产减值损失	-83.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.39	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	267.39	1121.60	1213.07	1357.52
其他非经营损益	-3.93	-3.15	-3.63	-3.22
利润总额	263.46	1118.45	1209.44	1354.30
所得税	36.80	158.53	169.22	190.25
净利润	226.66	959.92	1040.23	1164.04
少数股东损益	-9.54	-11.42	-28.07	-22.63
归属母公司股东净利润	236.20	971.34	1068.30	1186.68
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	374.83	931.29	1491.79	2212.41
应收和预付款项	925.26	2246.48	1869.62	2653.70
存货	435.64	536.85	598.32	649.42
其他流动资产	79.93	72.15	78.18	83.70
长期股权投资	17.64	17.64	17.64	17.64
投资性房地产	41.34	20.67	24.11	25.84
固定资产和在建工程	1294.37	1108.15	901.11	674.72
无形资产和开发支出	1512.10	1492.78	1473.47	1454.15
其他非流动资产	147.77	135.08	121.85	107.36
资产总计	4828.88	6561.08	6576.08	7878.94
短期借款	848.95	997.74	0.00	0.00
应付和预收款项	616.93	882.98	918.35	1022.78
长期借款	51.82	51.82	51.82	51.82
其他负债	154.27	201.55	138.70	173.08
负债合计	1671.98	2134.10	1108.87	1247.68
股本	682.61	682.61	682.61	682.61
资本公积	871.48	871.48	871.48	871.48
留存收益	1346.32	2317.67	3385.97	4572.65
归属母公司股东权益	2877.34	4158.85	5227.15	6413.82
少数股东权益	279.56	268.14	240.07	217.43
股东权益合计	3156.90	4426.99	5467.21	6631.26
负债和股东权益合计	4828.88	6561.08	6576.08	7878.94
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	181.35	344.38	1800.37	917.29
投资活动现金流净额	-441.79	-181.63	-205.88	-203.18
筹资活动现金流净额	297.48	393.71	-1033.99	6.52
现金流量净额	37.14	556.46	560.50	720.62

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

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，中航证券研究所首席分析师。

宋博，SAC 执业证书号：S0640520090001，北京航空航天大学硕士，中航证券研究所军工分析师

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。