

军工行业 2021H1 中报综述—— 板块净利大幅增长 67.5%， 中下游领域业绩释放有望加速

核心观点:

- **2021H1 增收更增利，产能释放助力板块全年快速增长可期。**
2021H1 军工板块实现营收 2423.80 元（+33.0%），实现归母净利润 206.08 亿（+67.5%），业绩增速明显高于收入增速，主要得益于盈利端的提升和期间费用率的下降。值得关注的是，军工板块加大科技创新和产品升级，研发费用同比提升 51.0%。展望全年，由于 2020H2 的高基数效应，2021H2 行业同比增速或将放缓，但随着产业链扩产运动持续，部分环节产能瓶颈将有效破除，产能释放叠加军品需求强劲，行业高景气度有望持续抬升，全年快速增长可期。
- **存货和合同负债快速提升，ROE 同比改善。** 资产项下，2021H1 存货余额较期初增长 15.43%，反映企业主动加大备货力度，应对订单的增长。在建工程余额 405.82 亿，较期初增长 11.84%，Q2 单季环比增长 55.89%，反映板块企业扩产能持续。负债项下，2021H1 合同负债约 1148.8 亿，较期初大幅增长 112.8%，Q2 单季度环比增加 119.8%，显示军工行业订单增长迅速。随着合同逐步结转为收入，行业全年业绩快速增长可期。
- **经营活动现金流由负转正，投资活动现金流出明显。** 2021H1 军工板块经营活动现金流由负转正，同比大幅增加 203.7%，其中 Q2 环比 Q1 增加 420.6%，主要原因是航空产业链厂商收到大额预付款，未来有望逐步向上游传导，或大幅改善产业链现金流状况。2021H1 投资活动现金净额同比减少 93.1%，主要原因是下游需求增长导致行业产能紧张，企业普遍通过积极投资再生产来应对。
- **上游领域业绩表现亮眼，下游相关板块业绩释放有望加快。**
2021H1 六大子板块存货较期初均实现较快增长，主动补库意愿较强。各子板块合同负债较期初也出现大幅增长，其中总装厂、航空工业和航发板块较期初增长 150% 以上，凸显行业需求强劲。收入端来看，各子板块收入均实现两位数正增长，其中军工元器件和军工信息化板块表现最为亮眼，收入增长分别为 43.5% 和 33.9%。利润端看，多数子板块利润增长远超营收增长，行业规模效应显现，经营效率持续向好。其中下游军工元器件、新材料、信息化板块表现最好，归母净利润分别增长 87.4%、66.7% 和 61.6%。全年来看，随着大额预付款逐步到账，中下游相关板块业绩释放有望加快。
- **投资建议：不惧调整，逢低加仓。** 短期看，Q3 以来，军工指数最高上涨 34%，估值风险有所累积，调整或在所难免，但随着 Q4 迎来估值切换，高景气有望推动板块继续走高；中期看，产能瓶颈破除助力行业景气度持续提升，未来三年快速增长依然可期；长期看，建军百年目标近在咫尺，“百年变局”加速行业发展有望迎黄金时代。我们建议逢低加仓，推荐中航沈飞（600760.SH）、紫光国微（002049.SZ）、七一二（603712.SH）、北摩高科（002985.SZ）、振华科技（000733.SZ）、火炬电子（603678.SH）和中国海防（600764.SH）。
- **风险提示：** 军品订单不及预期的风险。

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

相关研究

《军工行业 2020 年报和 2021Q1 季报综述：行业高景气度延续，全年高增长可期》 2021-6-6

提示:

1、研究样本选取情况。首先，样本不包含st类公司；其次，样本不包含2020-2020H1大额商誉减值或资产减值的公司；另外，因中船集团旗下上市公司持续推进资产重组，非经常性损益变动较大，可比性较差，因此从样本中予以剔除。至此，我们选取116家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为分析样本。

2、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行手动调整。

3、选取财务三张表中的关键科目进行比对分析。

一、军工行业高景气度持续，经营稳健向好

将116家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

（一）利润表简析：2021H1增收更增利，经营效率明显提升

分析利润表中各科目，2021H1军工板块整体实现营业收入2423.80亿元，同比增长33.0%，实现营业利润248.56亿元，同比增长65.6%，实现归母净利206.08亿，同比增长67.5%，扣非后归母净利182.02亿元，同比增长77.24%。受益于军品装备的放量增长，军工行业延续高景气度，增收更增利，业绩增速基本符合预期。板块归母净利增速明显高于收入增速，主要得益于盈利端的提升和期间费用率的下降。值得注意的是，行业在高速发展的情况下，板块公司同时加大科技创新和产品升级，研发费用同比提高51.0%，明显高于行业营收增速。

2021Q2板块实现营收1405.07亿，同比增长25.9%，实现营业利润148.58亿，同比增长35.7%，实现归母净利124.28亿，同比增长35.9%。考虑到2020Q2疫情影响逐步消退，板块生产经营逐步恢复，21Q2同比20Q2的稳速增长符合我们对行业景气度上行的预期。

表1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比
一、营业总收入	2,423.80	1,822.01	33.03%	1,405.07	1,115.79	25.93%
二、营业总成本						
其中: 营业成本	1,882.58	1,433.11	31.36%	1,093.54	872.03	25.40%
毛利率	22.33%	21.34%	0.99%	22.17%	21.85%	0.33%
毛利	541.22	388.89	39.17%	311.53	243.76	27.80%
销售费用	42.60	40.21	5.95%	21.78	22.99	-5.25%
销售费用率	1.76%	2.21%	-0.45%	1.55%	2.06%	-0.51%
管理费用	125.97	104.07	21.05%	65.06	54.58	19.20%
管理费用率	5.20%	5.71%	-0.51%	4.63%	4.89%	-0.26%
财务费用	12.76	16.88	-56.97%	7.27	8.89	-56.97%
财务费用率	0.53%	0.93%	-0.40%	0.52%	0.80%	-0.28%
期间费用	181.34	161.16	12.52%	94.11	86.46	8.84%
期间费用率	7.48%	8.85%	-1.36%	6.70%	7.75%	-1.05%
研发费用	113.82	75.36	51.04%	67.01	42.68	57.00%

研发费用率	4.70%	4.14%	0.56%	4.77%	3.83%	0.94%
三、营业利润	248.56	150.13	65.56%	148.58	109.47	35.73%
四、净利润	218.06	129.28	68.67%	131.47	96.03	36.91%
净利润率	9.00%	7.10%	1.90%	9.36%	8.61%	0.75%
归母净利润	206.08	123.02	67.52%	124.28	91.47	35.87%
扣非归母净利	182.02	102.70	77.24%	111.93	79.96	39.98%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从盈利能力角度看, 板块经营效率明显提升

军工板块 2021H1 和 2021Q2 毛利率分别为 22.33% 和 22.17%, 同比增长 0.99pct 和 0.33pct, 毛利率稳中略升。期间费用率分别为 7.48% 和 6.70%, 同比下降 1.36pct 和 1.05pct。值得注意的是, 2020H1 由于疫情影响, 差旅、销售费用等花费较少, 另外叠加国家社保补助, 企业各项费用基数普遍较低。在 2020H1 低基数前提下, 2021H1 各项费用占比持续降低, 显示板块经营效率提升明显, 盈利能力向好。

从成长能力角度看, 军工板块景气度有望维持

2021H1 军工板块收入和净利润均实现大幅增长, 分季度来看, 2021Q1 军工板块收入和利润同比增速分别为 44.3% 和 159.3%。2021Q2 增速有所放缓, 但表现依旧亮眼, 营收和归母净利润分别同比提升 25.9% 和 67.5%。究其原因: 首先是基数因素。2020Q1 受新冠疫情影响, 行业复工复产延迟, 生产经营活动受到一定冲击, 收入和利润双双下滑; 其次是需求强劲。启动于 2020Q3 的军品放量采购仍在持续, 下游需求依然强劲。

展望全年, 由于 2020H2 的高基数效应, 2021H2 行业同比增速或将放缓, 但随着产业链扩产运动持续, 部分环节产能瓶颈将有效破除, 产能释放叠加军品需求强劲, 行业高景气度有望持续抬升, 全年快速增长可期。

图 1 2017 年至今军工板块经营情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2 2017 年至今军工板块单季度经营情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 资产负债表简析: 存货和合同负债快速提升, ROE 同比改善

分析资产负债表中各科目, 2021Q2 军工板块总资产 10558.79 亿元, 总负债 5314.45 亿元, 资产负债率 50.33%, 相比期初提升 3.20pct, 相比 Q1 提升 3.68pct。从数据看, 板块资产负债率虽然有所增长, 但依然在健康范围内, 同时也显示板块企业对行业前景较为乐观, 2021H1 积极扩张。

资产项下, 2021H1 应收账款余额为 1903.70 亿, 较 2021 年期初增长 31.04%, 2021Q2 较 Q1 环比提升 15.53%。当期应收账款周转率约为 1.28, 较期初下滑 1.82pct。因行业结算多在 Q4 的特征, 行业收入增长一定程度上会导致年中现金流承压。然而 Q2 情况有所改善, 板块货币资金金额 1896.14 亿元, 较期初增长 6.60%, 环比 Q1 提升 24.5%, 凸显行业回款能力改善, 整体趋势向好。存货余额在 2020 年全年增长 16.31% 的基础上, 2021H1 再较期初增长 15.43%。存货的快速增长是在行业下游需求旺盛的背景下, 企业主动加大备货力度, 应对订单的增长。在建工程余额 405.82 亿, 较期初增长 11.84%, Q2 单季环比增长 55.89%, 反映板块企业扩产能持续。

负债项下, 2021H1 合同负债约 1148.8 亿, 较期初大幅增长 112.8%, Q2 单季度环比增加 119.8%, 显示军工行业订单增长迅速。随着合同逐步结转为收入, 行业全年业绩快速增长可期。

军工板块杜邦拆解分析: ROE 同比明显改善

军工板块 2021H1 的 ROE 水平约为 4.52%, 同比增长 1.53pct, 有较大改善。通过杜邦分析, 我们发现板块净利润率、总资产周转率和权益乘数同比皆有所增长, 反映整体积极向好。

表2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2021H1	2021 期初	相比期初变化	2021Q2	2021Q1	环比
一、资产总计	10,558.79	9,338.13	13.07%	10,558.79	9,538.42	10.70%
总资产周转率	0.25	0.52	-0.27	0.25	0.11	0.14
流动资产		0			0	
货币资金	1,896.14	1,778.69	6.60%	1,896.14	1,522.51	24.54%
应收票据	328.71	469.66	-30.01%	328.71	381.53	-13.84%
应收账款	1,903.70	1,452.80	31.04%	1,903.70	1,647.77	15.53%
应收账款周转率	1.28	3.10	-1.82	1.28	0.60	0.68
合同资产	116.10	100.67	15.32%	116.10	97.28	19.35%
存货	2,077.74	1,799.93	15.43%	2,077.74	1,980.01	4.94%
存货周转率	0.96	2.03	-1.07	0.96	0.42	0.54
非流动资产						
固定资产	1,592.04	1,586.25	0.37%	1,592.04	1,567.15	1.59%
在建工程	405.82	362.84	11.84%	405.82	260.33	55.89%
商誉	210.63	206.18	2.16%	210.63	205.16	2.67%
二、负债总计	5,314.45	4,400.79	20.76%	5,314.45	4,450.33	19.42%
资产负债率	50.33%	47.13%	3.20%	50.33%	46.66%	3.68%
流动负债		0			0	
短期借款	566.76	514.18	10.23%	566.76	524.10	8.14%
应付票据及应付账款	2,216.69	2,020.94	9.69%	2,216.69	2,154.71	2.88%
预收账款	3.05	1.90	60.67%	3.05	3.10	-1.81%
合同负债	1,148.83	539.88	112.79%	1,148.83	522.76	119.76%
非流动负债		0.00			0.00	
长期借款	408.48	349.42	16.90%	408.48	374.16	9.17%
三、股东权益	5,244.35	4,937.34	6.22%	5,244.35	5,088.09	3.07%
权益乘数	2.01	1.89	0.12	2.01	1.87	0.14
净资产收益率	4.52%	7.14%	-2.62%	4.52%	1.80%	2.72%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 现金流量表简析: 经营活动现金流由负转正, 投资活动现金流出明显

分析现金流量表中主要科目, 2021H1 军工板块经营活动现金流由负转正, 同比大幅增加 203.7%, 其中 Q2 环比 Q1 增加 420.6%, 主要原因是航空产业链厂商收到大额预付款, 未来有望逐步向上游传导, 或大幅改善产业链现金流状况。2021H1 投资活动现金净额同比减少 93.1%, 主要原因是下游需求增长导致行业产能紧张, 企业普遍通过积极投资再生产来应对。

表 3 军工板块现金流量表

科目 (单位: 亿元)	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	环比
经营活动产生的现金流量净额	267.00	-257.43	-203.72%	464.65	-144.93	-420.60%
投资活动产生的现金流量净额	-315.48	-163.35	93.12%	-202.55	-65.77	207.96%
筹资活动产生的现金流量净额	171.23	194.00	-11.74%	124.53	125.44	-0.73%
企业自由现金流	-72.94	-382.13	-80.91%	317.37	-121.87	-360.41%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4 航空产业链合同负债增长情况

证券代码	证券简称	2021H1 合同负债 (亿元)	2021Q1 合同负债 (亿元)	环比增长	2020 年末合同负债 (亿元)	较期初增长
600316.SH	洪都航空	72.94	0.20	35586.20%	0.17	41700.92%
600523.SH	贵航股份	1.78	0.10	1707.91%	0.15	1083.67%
688586.SH	江航装备	2.22	0.16	1264.40%	0.19	1077.85%
600765.SH	中航重机	6.25	0.35	1669.77%	0.65	857.08%
000738.SZ	航发控制	8.95	0.80	1024.45%	0.97	825.50%
600893.SH	航发动力	248.23	23.97	935.75%	28.05	784.81%
600760.SH	中航沈飞	377.37	33.82	1015.92%	47.29	697.93%
002013.SZ	中航机电	22.17	3.81	481.78%	3.18	597.06%
600372.SH	中航电子	6.42	2.15	199.07%	1.20	434.10%
	合计	746.33	65.35	1041.98%	81.86	811.68%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综上所述我们认为, 行业增长已进入快车道, 景气度上行已在报表中得以验证。利润表端, 业绩快速增长的同时, 经营效率同步提升, 规模效应逐步体现; 资产负债表端, 存货和合同负债快速提升, 或预示企业在手订单的增加; 现金流量表端, 业绩向好带来更多经营性现金流入, 下游需求持续高企促使企业积极扩产, 投资活动现金流出增加。综合全年来看, 报表改善为 2021H2 业绩打下坚实基础, 随着在手订单逐步落地, 产能加速释放, 全年业绩可期。

二、子板块景气度向下游传导, 行业利润增速亮眼

提示: 1、研究样本选取情况。将军工板块分为航空板块 (12 家)、航发板块 (3 家)、军工总装厂 (8 家, 剔除船舶)、军工信息化 (49 家)、军工新材料 (10 家) 和军工元器件 (6 家) 六个子板块 (详见附录); 2、选取营业收入、归母净利润和存货、预收账款四个反映企业经营状况的财务指标; 3、不考虑关联交易, 通过整体法对六个子板块进行分析。

前瞻分析: 存货、合同负债

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况, 我们认为军工行业在“十四五”期间仍将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放, 军工行业存货增加大概率属于行业主体的主动备货行为, 并有望转化为未来营收的增加。而疫情期间则相反, 被动增加存货更加普遍。合同负债的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度, 营收增长确定性较强。

从六大细分板块分析来看, 2021H1 各大子板块的存货相较于期初均实现较快增长, 主动补库意愿较强。合同负债方面, 子板块相较于期初也出现大幅增长, 其中总装厂、航空工业

集团、航发板块较期初增长 150%以上，凸显行业需求强劲。

表 5 六大细分板块存货和预收账款情况

	2021H1				2020Y			
	存货	相比期初变化	合同负债	相比期初变化	存货	相比期初变化	合同负债	相比期初变化
军工总装厂(剔除船舶)	815.63	14.41%	903.23	153.74%	712.93	3.67%	355.97	23.24%
航空工业集团板块	682.22	5.58%	578.92	176.71%	646.18	8.17%	209.21	19.25%
航发集团板块	295.67	32.85%	258.82	693.89%	222.56	3.83%	32.60	9.97%
军工新材料板块	108.45	17.99%	11.31	21.18%	91.91	5.59%	9.33	18.31%
军工元器件板块	78.79	25.98%	5.20	22.97%	62.54	31.62%	4.23	82.44%
军工信息化板块	641.24	20.05%	104.52	44.10%	534.13	24.21%	72.53	52.15%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

滞后分析: 收入和利润端

从收入端来看, 2021H1 六大细分板块收入均实现两位数正增长, 其中军工元器件和军工信息化板块表现最为亮眼, 收入增长分别为 43.5%和 33.9%。这两个板块在 2020 年末也显示较高的合同负债数据, 验证前瞻数据的可参考性, 我们认为全年来看, 随着大额预付款逐步到账, 中下游相关板块业绩释放有望加快。如果仅看 Q2 数据, 各板块在 2020Q2 疫情影响逐步消退的情况下, 依然维持两位数收入增速, 再次验证军工行业景气度, 其中航空工业集团和军工新材料板块位列前二, 分别增长 26.5%和 23.4%。

从利润端来看, 2021H1, 多数子板块利润增长远超营收增长, 行业规模效应显现, 经营效率持续向好。其中下游军工元器件、新材料、信息化板块表现最为亮眼, 其归母净利润分别增长 87.4%、66.7%和 61.6%。分季度来看, 2021Q2 行业中下游板块利润逐渐提速, 与上游并驾齐驱维持高速增长, 除军工信息化之外, 多数子板块增速超过 27%, 军工新材料营收增速已高达 57.6%。

表 6 六大细分板块收入和利润情况

	2021H1				2021Q2			
	营收	YoY	归母净利润	YoY	营收	YOY	归母净利润	YOY
军工总装厂(剔除船舶)	627.88	17.90%	27.83	18.23%	390.53	21.74%	18.18	31.19%
航空工业集团板块	712.75	27.93%	48.09	41.20%	421.73	26.51%	27.26	27.72%
航发集团板块	135.74	15.33%	7.04	22.30%	82.08	14.74%	5.61	30.22%
军工新材料板块	143.82	27.36%	23.98	66.73%	78.56	23.39%	13.34	57.55%
军工元器件板块	164.07	43.61%	32.89	87.41%	84.68	21.81%	16.52	34.85%
军工信息化板块	648.37	33.92%	79.62	61.60%	368.09	15.93%	49.36	19.47%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、投资建议：不惧调整，逢低加仓

短期看，Q3 以来，军工指数最高上涨 34%，估值风险有所累积，调整或在所难免，但随着 Q4 迎来估值切换，高景气有望推动板块继续走高。

中期看，下游军品需求旺盛，随着产能瓶颈逐步破除，行业景气度有望持续走高，未来三年快速增长依然可期。

长期看，建军百年奋斗目标近在咫尺，“百年变局”势必将加速我军的现代化进程，行业发展有望迎黄金时代。

我们建议优选赛道，自下而上精选个股，推荐高成长兼具估值的标的。

航空产业链：中航沈飞（600760.SH）、中直股份（600038.SH）、北摩高科（002985.SZ）、火炬电子（603678.SH）、七一二（603712.SH）、全信股份（300447.SZ）、中航机电（002013.SZ）和中航电测（300114.SZ）；

导弹产业链：航天电器（002025.SZ）、高德红外（002414.SZ）；

北斗三产业链：振芯科技（300101.SZ）、海格通信（002465.SH）；

自主可控标的：紫光国微（002049.SZ）、振华科技（000733.SZ）；

低估值+高预期差标的：中国海防（600764.SH）。

附录

表 1 军工六大子板块明细

代码	军工信息化	代码	军工信息化	代码	航空工业
600372.SH	中航电子	688002.SH	睿创微纳	600316.SH	洪都航空
300114.SZ	中航电测	603267.SH	鸿远电子	000768.SZ	中航西飞
002179.SZ	中航光电	300053.SZ	欧比特	600038.SH	中直股份
002025.SZ	航天电器	300447.SZ	全信股份	600372.SH	中航电子
600879.SH	航天电子	688788.SH	科思科技	002179.SZ	中航光电
000547.SZ	航天发展	688311.SH	盟升电子	002013.SZ	中航机电
600990.SH	四创电子	688682.SH	霍莱沃	600765.SH	中航重机
600562.SH	国睿科技	300810.SZ	中科海讯	300114.SZ	中航电测
002544.SZ	杰赛科技	688081.SH	兴图新科	600523.SH	贵航股份
002935.SZ	天奥电子	300593.SZ	新雷能	600760.SH	中航沈飞
000066.SZ	中国长城	300123.SZ	亚光科技	600862.SH	中航高科
000733.SZ	振华科技	603712.SH	七一二	688586.SH	江航装备
300516.SZ	久之洋	300424.SZ	航新科技		
600764.SH	中国海防			代码	发动机集团
300527.SZ	中船应急	代码	军工新材料	600893.SH	航发动力
600184.SH	光电股份	600456.SH	宝钛股份	600391.SH	航发科技
002338.SZ	奥普光电	002149.SZ	西部材料	000738.SZ	航发控制
002465.SZ	海格通信	300034.SZ	钢研高纳		
000561.SZ	烽火电子	300699.SZ	光威复材	代码	军工总装厂（剔除船舶）
002214.SZ	大立科技	688122.SH	西部超导	000768.SZ	中航西飞
002414.SZ	高德红外	300855.SZ	图南股份	600038.SH	中直股份
002151.SZ	北斗星通	605123.SH	派克新材	600760.SH	中航沈飞
300101.SZ	振芯科技	300777.SZ	中简科技	600967.SH	内蒙一机
002829.SZ	星网宇达	600862.SH	中航高科	600118.SH	中国卫星
002933.SZ	新兴装备	600399.SH	抚顺特钢	002389.SZ	航天彩虹
300065.SZ	海兰信			600893.SH	航发动力
300474.SZ	景嘉微	代码	军工元器件	600316.SH	洪都航空
002413.SZ	雷科防务	603678.SH	火炬电子		
603678.SH	火炬电子	300726.SZ	宏达电子		
300456.SZ	赛微电子	603267.SH	鸿远电子		
300342.SZ	天银机电	000733.SZ	振华科技		
300581.SZ	晨曦航空	002179.SZ	中航光电		
300099.SZ	精准信息	002025.SZ	航天电器		
300726.SZ	宏达电子				
300762.SZ	上海瀚讯				
688011.SH	新光光电				

资料来源：中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师

证券从业 8 年。清华大学 MBA，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn