

## “十四五”开局之年，兑现行业高景气度 ——军工行业中报综述

### 核心观点

**2021年H1利润表端：营收、业绩双增长，盈利能力提升。**2021年H1，军工行业（我们选取78家军工上市公司作为样本进行分析）实现营收1843.73亿元，同比+22.32%，营收增速在全行业中排名22/28；实现归母净利润156.07亿元，同比+54.02%，归母净利润增速在全行业中排名13/28。行业毛利率为21.37%，同比+2.51pct，创近5年H1新高；期间费用率为11.24%，同比+0.18pct；净利率为8.72%，同比+1.95pct。分板块来看，六大板块均实现营收正增长，其中，信息化、新材料、航空板块营收增速靠前，分别同比+46.26%/+26.32%/+26.12%；六大板块均实现业绩正增长，其中，信息化、新材料、地面兵装板块业绩增速位列前三，分别同比+73.97%/+67.44%/+43.12%。

**2021年H1资产负债表端：预收款项+合同负债、存货、应付票据+应付账款均显著增加，兑现行业高景气度。**2021年H1，军工行业预收款项+合同负债为1816.72亿元，同比+154.59%，其中，航空板块增速迅猛，同比+781.10%。行业存货为2060.58亿元，同比+36.54%，其中，船舶制造板块存货增速亮眼，同比+102.82%。行业应付票据+应付账款为2104.94亿元，同比+20.03%，侧面反应了订单的增加。

**2021年H1现金流量表端：近5年H1以来首次经营性现金流量净额为正，现金流表现优异。**2021年H1，军工行业经营活动产生的现金流量净额为278.05亿元，近5年H1以来首次为正，主要原因系航空板块企业收到下游客户支付的大额预付款。2021年H1，行业总体净现比为1.73，现金流表现优异。

中报表现兑现了行业高景气度，展望未来，行业增长逻辑明确，需求端景气度较高，主要得益于：1) 加快国防和军队现代化建设的政策引导；2) 军费支出稳健增长，但占比GDP对比美国仍较低，未来上升空间大；3) 中国武器装备与美国武器装备在数量、结构上均有较大差距。

### 投资建议

推荐投资主线：**1) 航天：**随着国内实战化训练不断强化，弹药消耗不断增加，叠加导弹的战略储备需求增加及导弹型号迭代，航天领域有望快速发展。建议关注：新雷能、盟升电子、火箭科技；**2) 航空：**国家正处于军机更新换代的关键时期，新型战机需求量大增，预计未来几年先进战机将持续放量生产。建议关注航发动力、中航重机、中航沈飞、中航西飞、中直股份、北摩高科、中航机电；**3) 地面兵装：**在练兵备战和强军建设的背景下，弹药需求增加。建议关注：中兵红箭；**4) 新材料：**随着主战机型更新换代及配套发动机放量生产，叠加军民融合、国产化替代等因素，新材料板块有望维持高景气度。建议关注西部超导、宝钛股份、抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、中简科技、光威复材、中航高科；**5) 信息化：**随着军队现代化建设加速，叠加国产化替代等因素，信息化子板块有望迎来高速发展时期。建议关注中航光电、景嘉微、睿创微纳、紫光国微、航天电器、振华科技、鸿远电子、火炬电子、宏达电子。

### 风险因素

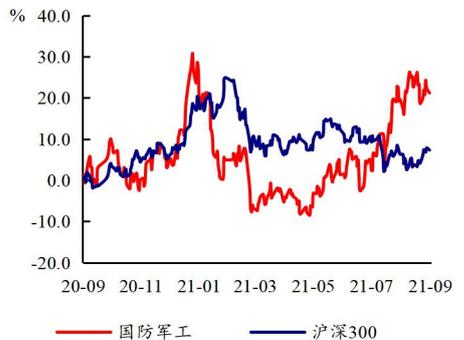
国际局势波动；武器装备建设及交付不达预期；产品研发进程不达预期；政策落地不及预期。

评级 推荐

### 报告作者

作者姓名	段小虎
资格证书	S1710521080001
电子邮箱	duanxh@easec.com.cn

### 股价走势



### 相关研究

《商业卫星发射火箭将迎来新突破，关注量产和新品落地节点》2021.08.09  
 《政治局集体学习强调百年建军目标，持续看好军工板块》2021.08.03  
 《中报业绩预告整体向好，合理把握军工板块投资机会》2021.07.26  
 《中国船舶集团纳入多家上市企业，关注船舶制造板块长期投资机会》2021.07.06  
 《多重因素催化，持续看好军工板块》2021.06.06

## 正文目录

1. 军工 2021H1 利润表端分析.....	4
1.1. 军工行业 2021H1 行情回顾.....	4
1.2. 军工行业 2021H1 业绩增速较快, 盈利能力提升.....	5
1.3. 分板块来看, 信息化、新材料板块业绩增速领先, 盈利能力亦保持领先.....	6
1.3.1. 航天: 业绩稳健增长.....	6
1.3.2. 航空: 业绩增速亮眼, 费用管控良好.....	7
1.3.3. 地面兵装: 业绩增速较快, 盈利能力大幅提升.....	9
1.3.4. 船舶制造: 业绩稳健增长, 盈利能力提升.....	10
1.3.5. 新材料: 业绩增速迅猛, 盈利能力大幅提升.....	11
1.3.6. 信息化: 业绩高速增长, 盈利能力向好.....	12
2. 军工 2021H1 资产负债表端分析.....	13
2.1. 预收账款+合同负债增速较快, 兑现行业高景气.....	13
2.2. 存货增加显著, 预期未来收入增长.....	14
2.3. 应付票据+应付账款稳健增长, 侧面反应订单增加.....	15
3. 军工 2021H1 现金流量表端分析.....	16
4. 行业景气上行, 增长逻辑明确.....	17
5. 推荐投资主线及核心标的估值表.....	18
6. 风险提示.....	19
7. 附录: 78 家企业 2021 年 H1 营收、业绩汇总.....	20

## 图表目录

图表 1. 申万指数区间涨跌幅排名 (2021/01/01-2021/06/30) .....	4
图表 2. 2021 年 H1 军工板块个股涨幅前 10 名 (2021/01/01-2021/06/30) .....	4
图表 3. 各行业 2021H1 营收同比增速.....	5
图表 4. 各行业 2021H1 归母净利润同比增速.....	5
图表 5. 2017H1-2021H1 军工行业营收及增速.....	6
图表 6. 2017H1-2021H1 军工行业归母净利润及增速.....	6
图表 7. 2017H1-2021H1 军工行业毛利率及净利率.....	6
图表 8. 2017H1-2021H1 军工行业期间费用率.....	6
图表 9. 2017H1-2021H1 航天板块营收及增速.....	7
图表 10. 2017H1-2021H1 航天板块归母净利润及增速.....	7
图表 11. 2017H1-2021H1 航天板块毛利率及净利率.....	7
图表 12. 2017H1-2021H1 航天板块期间费用率.....	7
图表 13. 2017H1-2021H1 航空板块营收及增速.....	8
图表 14. 2017H1-2021H1 航空板块归母净利润及增速.....	8
图表 15. 2017H1-2021H1 航空板块毛利率及净利率.....	9
图表 16. 2017H1-2021H1 航空板块期间费用率.....	9
图表 17. 2017H1-2021H1 地面兵装板块营收及增速.....	9
图表 18. 2017H1-2021H1 地面兵装板块归母净利润及增速.....	9
图表 19. 2017H1-2021H1 地面兵装板块毛利率及净利率.....	10
图表 20. 2017H1-2021H1 地面兵装板块期间费用率.....	10
图表 21. 2017H1-2021H1 船舶制造板块营收及增速.....	10
图表 22. 2017H1-2021H1 船舶制造板块归母净利润及增速.....	10
图表 23. 2017H1-2021H1 船舶制造板块毛利率及净利率.....	11
图表 24. 2017H1-2021H1 船舶制造板块期间费用率.....	11
图表 25. 2017H1-2021H1 新材料板块营收及增速.....	12

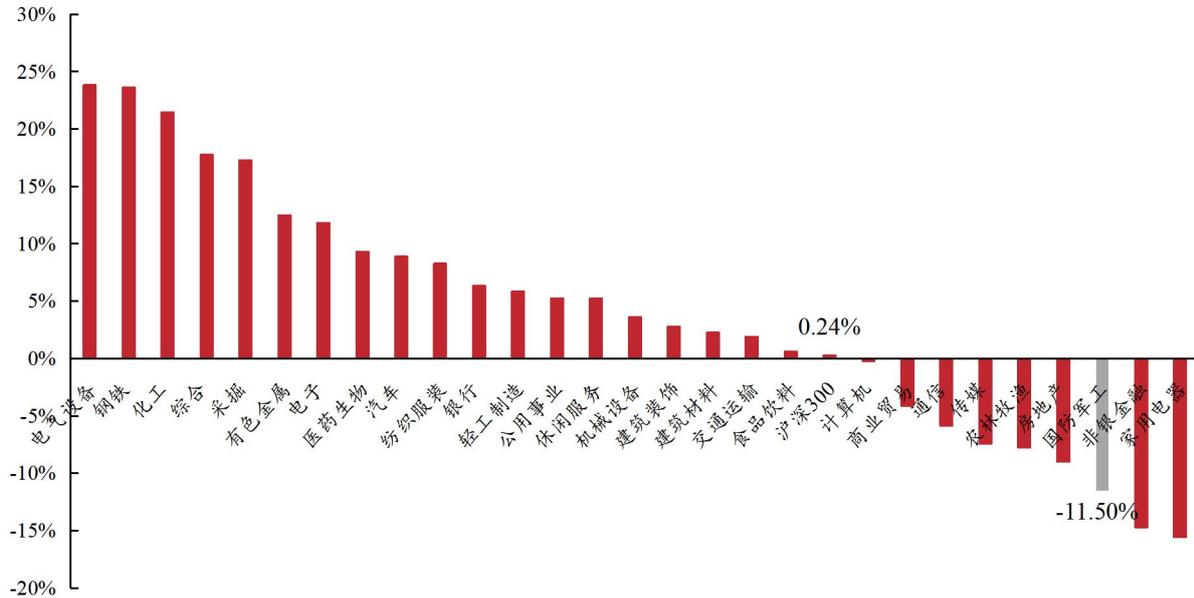
图表 26. 2017H1-2021H1 新材料板块归母净利润及增速.....	12
图表 27. 2017H1-2021H1 新材料造板块毛利率及净利率.....	12
图表 28. 2017H1-2021H1 新材料板块期间费用率.....	12
图表 29. 2017H1-2021H1 信息化板块营收及增速.....	13
图表 30. 2017H1-2021H1 信息化板块归母净利润及增速.....	13
图表 31. 2017H1-2021H1 信息化造板块毛利率及净利率.....	13
图表 32. 2017H1-2021H1 信息化板块期间费用率.....	13
图表 33. 2017H1-2021H1 军工行业预收账款+合同负债.....	14
图表 34. 2021H1 中航沈飞、航发动力、洪都航空合同负债.....	14
图表 35. 细分板块 2021 年 H1 预收账款+合同负债情况 (亿元) .....	14
图表 36. 2017H1-2021H1 军工行业存货.....	15
图表 37. 细分板块 2021 年 H1 存货情况 (亿元) .....	15
图表 38. 2017H1-2021H1 军工行业应付票据+应付账款.....	16
图表 39. 细分板块 2021 年 H1 应付票据+应付账款情况 (亿元) .....	16
图表 40. 2017H1-2021H1 军工行业经营性现金流量净额及净现比.....	17
图表 41. 细分板块 2021 年 H1 经营性现金流量净额 (亿元) .....	17
图表 42. 核心标的盈利预测与估值 (Wind 一致预期) .....	19
图表 43. 东亚前海军工行业标的 (共计 78 家企业) 2021 年 H1 中报营收、业绩表现.....	20
图表 44. 东亚前海军工行业标的 (共计 78 家企业) 2021 年 H1 中报营收、业绩表现 (续 1) .....	21
图表 45. 东亚前海军工行业标的 (共计 78 家企业) 2021 年 H1 中报营收、业绩表现 (续 2) .....	22

## 1. 军工 2021H1 利润表端分析

### 1.1. 军工行业 2021H1 行情回顾

2021 年 H1，国防军工指数（申万）跌幅为 11.50%，排名位列第 27 位，同期沪深 300 指数涨幅为 0.24%，国防军工板块跑输沪深 300 指数 11.74 个百分点。从个股表现来看（以我们选取的 78 只股票为样本），涨幅位于前 10 名的分别是新雷能、晨曦航空、中科星图、景嘉微、新余国科、铂力特、抚顺特钢、紫光国微、振芯科技、中航沈飞。

图表 1. 申万指数区间涨跌幅排名（2021/01/01-2021/06/30）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 2021 年 H1 军工板块个股涨幅前 10 名（2021/01/01-2021/06/30）

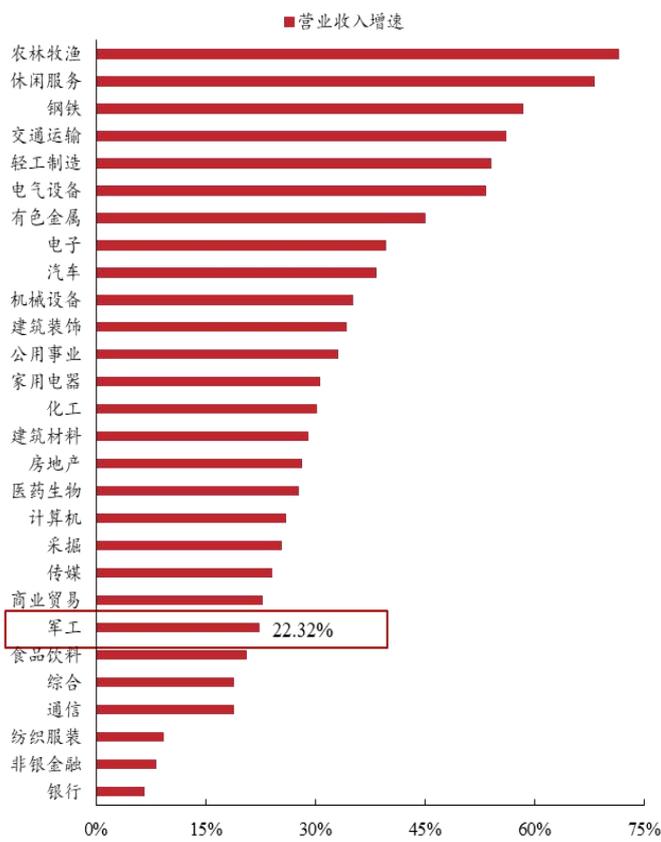
排名	证券代码	公司名称	细分板块	2021 年 H1 涨幅
1	300593.SZ	新雷能	航天	131.49%
2	300581.SZ	晨曦航空	航空	53.88%
3	688568.SH	中科星图	信息化	44.31%
4	300474.SZ	景嘉微	信息化	40.27%
5	300722.SZ	新余国科	地面兵装	23.37%
6	688333.SH	铂力特	航天	22.98%
7	600399.SH	抚顺特钢	新材料	21.75%
8	002049.SZ	紫光国微	信息化	15.35%
9	300101.SZ	振芯科技	信息化	11.10%
10	600760.SH	中航沈飞	航空	8.29%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 1.2. 军工行业 2021H1 业绩增速较快，盈利能力提升

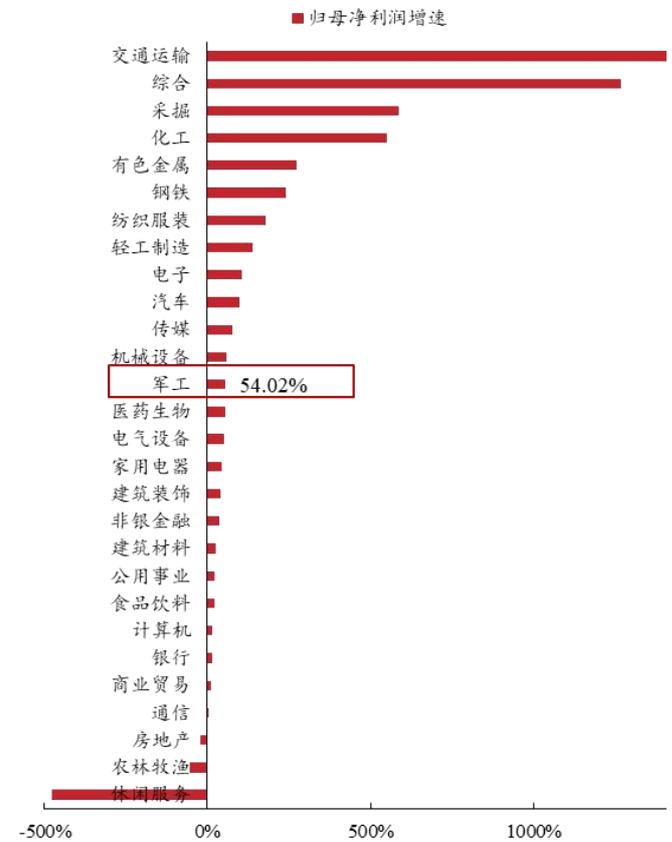
军工行业营收、业绩双增长。我们选取军工行业共计 78 只股票（包含航空、航天、地面兵装、船舶制造、新材料、信息化六大子板块）作为样本进行分析。2021 年 H1，军工行业营收增速排名 22/28，归母净利润增速排名 13/28。2021 年 H1，军工行业实现营收 1843.73 亿元，同比+22.32%；实现归母净利润 156.07 亿元，同比+54.02%，业绩增速创近 5 年 H1 新高。军工行业 2021 年 H1 业绩增长较好的主要原因系在百年建军目标的定调下，军队现代化建设加速，行业下游需求旺盛。展望未来，“十四五”期间将成为实现百年建军目标及基本实现国防和军队现代化的重要窗口期，行业有望保持高景气度，将进入黄金时期。

图表 3. 各行业 2021H1 营收同比增速



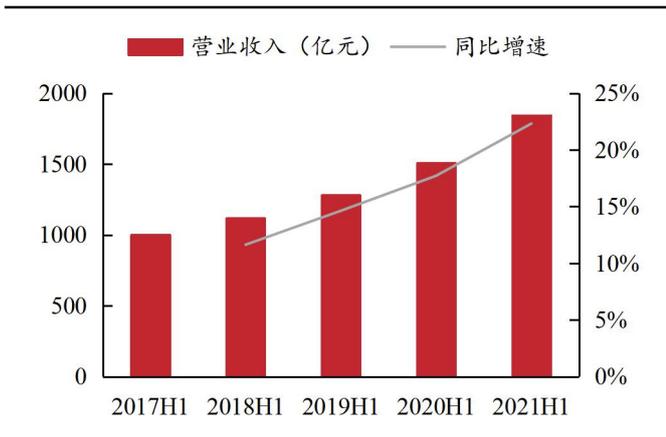
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 4. 各行业 2021H1 归母净利润同比增速



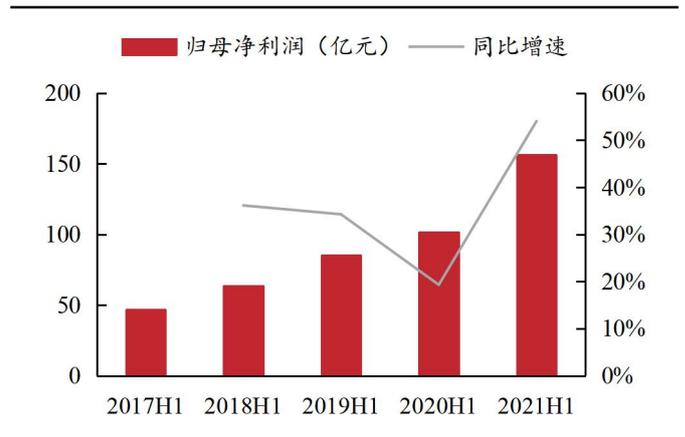
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：交运行业归母净利润增速为 15510.91%，图中未显示完全）

图表 5. 2017H1-2021H1 军工行业营收及增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

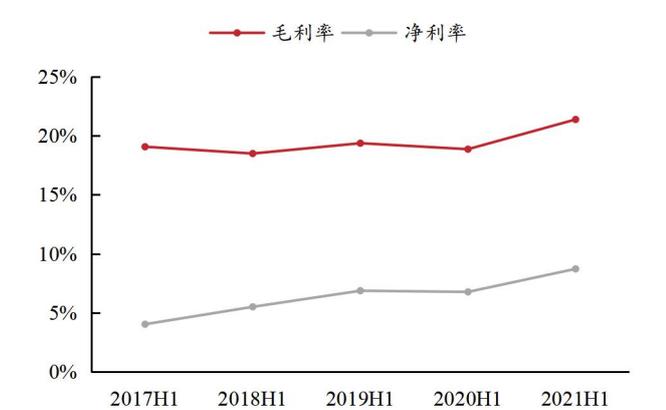
图表 6. 2017H1-2021H1 军工行业归母净利润及增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

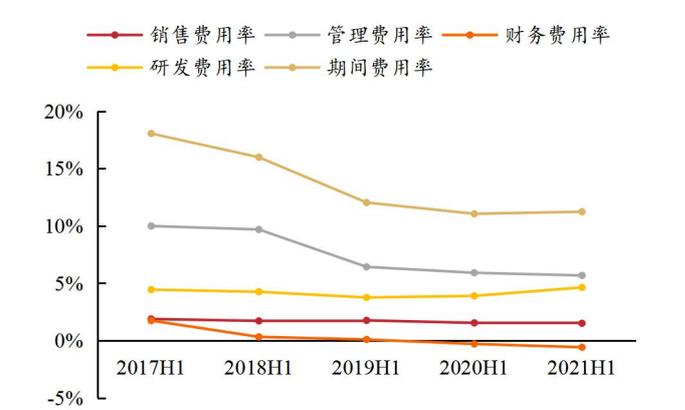
**军工行业盈利能力显著提升。**2021 年 H1, 行业毛利率为 21.37%, 同比+2.51pct, 创近 5 年 H1 新高, 主要得益于盈利能力较好的军品业务占比提升, 叠加下游订单需求放量带来的规模效应。同期净利率为 8.72%, 同比+1.95pct。2021 年 H1, 行业期间费用率为 11.24%, 同比+0.18pct, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.51%/5.68%/-0.58%, 分别同比-0.04pct/-0.23pct/-0.29pct, 三项费用率的压缩主要得益于企业提质增效效果明显; 研发费用率为 4.63%, 同比+0.74pct。

图表 7. 2017H1-2021H1 军工行业毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 8. 2017H1-2021H1 军工行业期间费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 1.3. 分板块来看, 信息化、新材料板块业绩增速领先, 盈利能力亦保持领先

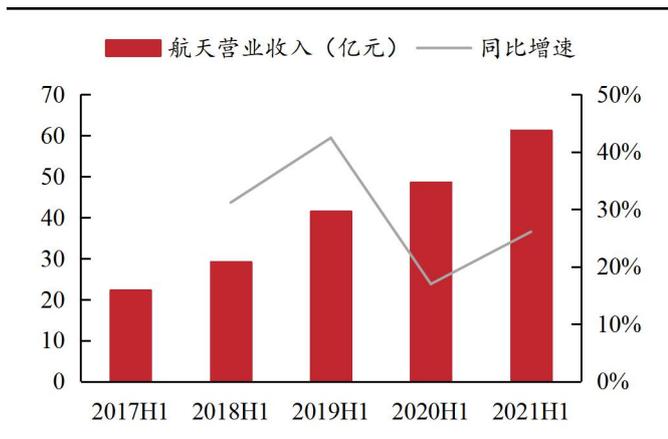
#### 1.3.1. 航天: 业绩稳健增长

航天板块主要包括导弹及卫星两大细分领域, 2021 年 H1, 航天板块实现营收 61.15 亿元, 同比+26.07%, 个股层面来看, 铂力特、新雷能、火箭科技营收增速居前, 分别同比+122.73%/+102.52%/+84.60%。航天板块实现归母净利润 7.29 亿元, 同比+21.80%, 个股层面来看, 新雷能、火箭科技、

上海沪工归母净利润增速居前，分别同比+320.39%/+69.43%/+59.67%。在全面备战的背景下，随着国内实战化训练不断强化，弹药消耗不断增加，叠加导弹的战略储备需求增加及导弹型号迭代，航天板块将维持高景气度。

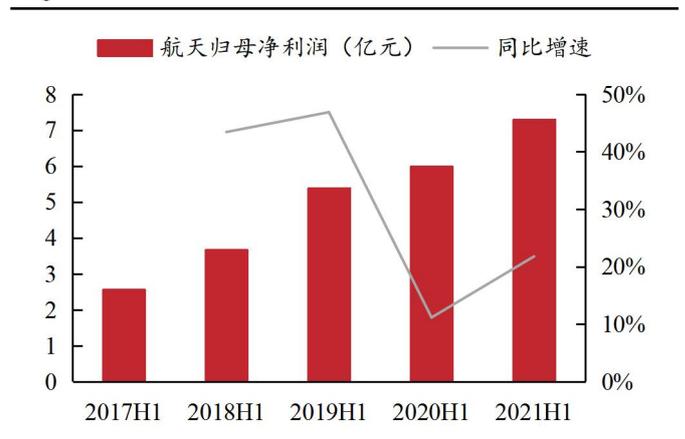
从盈利能力来看,2021年H1,航天板块毛利率为36.73%,同比+1.32pct,主要得益于订单放量带来的规模效应,叠加部分企业如亚光科技等,盈利能力较好的产品收入占比提升;净利率为12.72%,同比-0.25pct。同期,航天板块期间费用率为22.27%,同比+1.12pct,主要系管理费用率大幅提升,同比+1.04pct。

图9. 2017H1-2021H1 航天板块营收及增速



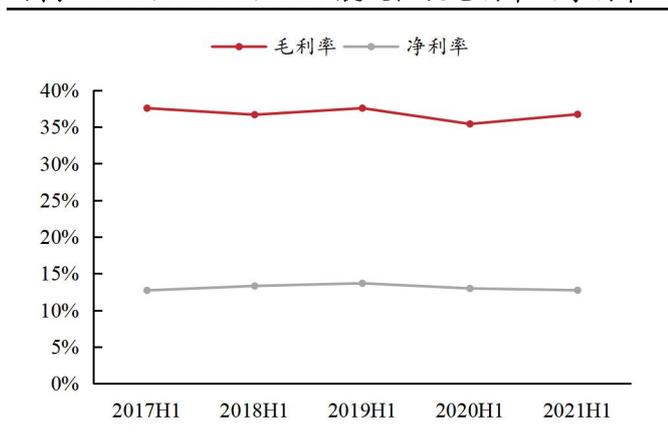
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图10. 2017H1-2021H1 航天板块归母净利润及增速



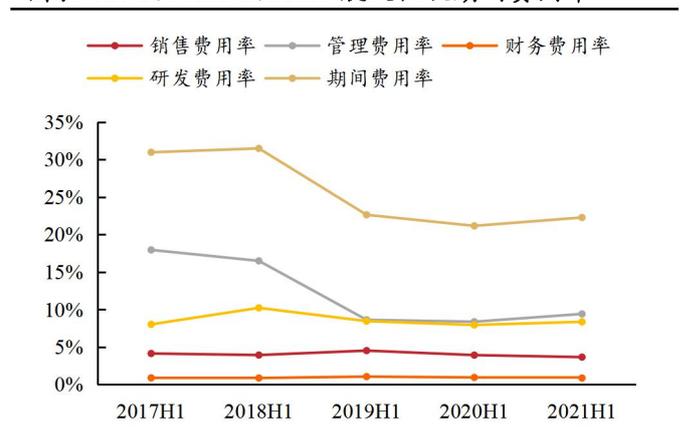
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图11. 2017H1-2021H1 航天板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图12. 2017H1-2021H1 航天板块期间费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

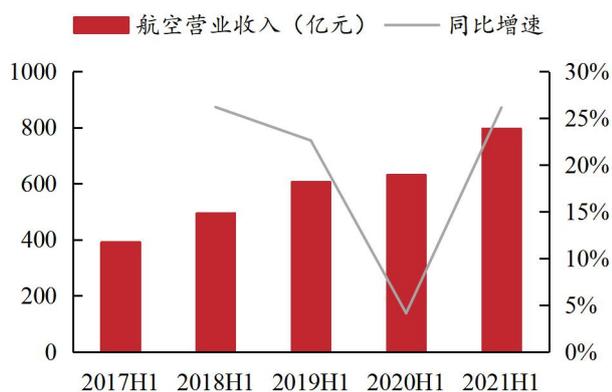
### 1.3.2. 航空：业绩增速亮眼，费用管控良好

航空板块主要包括主机厂及配套设备和系统厂商,2021年H1,航空板块实现营收795.88亿元,同比+26.12%,个股层面来看,晨曦航空、北摩高科、新光光电营收增速靠前,分别同比+209.37%/+153.24%/+123.64%。航

空板块实现归母净利润 48.03 亿元，同比+41.49%，个股层面来看，洪都航空、中航重机、航天彩虹归母净利润增速靠前，分别同比+493.33%/+125.42%/+119.45%。我国目前正处于军机更新换代的关键时期，新型战机需求量大增，预计未来几年先进战机将持续放量生产，航空板块将景气上行。

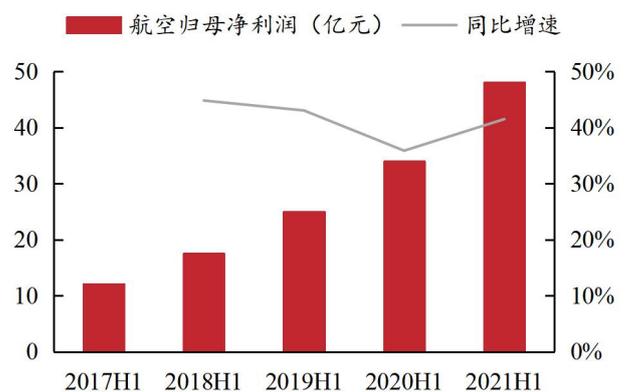
从盈利能力来看,2021 年 H1,航空板块毛利率为 16.32%,同比+0.97pct,主要系规模效应显著。同期,航空板块期间费用率为 8.61%,同比-0.36pct,其中,销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.86%/4.79%/0.14%,分别同比-0.06pct/-0.65pct/-0.33pct,三项费用率的压缩主要得益于航空企业提质增效效果显著。在毛利率提升及期间费用率下降的驱动下,航空板块净利率为 6.32%,同比+0.82pct。个股层面来看,中航沈飞扣非净利率首次超过 5%,盈利能力大幅提升主要得益于规模效应带来的单位成本下降,叠加公司抓优改革管理,不断增进精益沈飞建设效能。航发动力盈利能力提升主要系交付量增加带来的规模效应,叠加公司持续开展非核心能力外转,推进标准件等非核心业务转移,聚焦发展核心业务已取得一定成效。

图表 13. 2017H1-2021H1 航空板块营收及增速



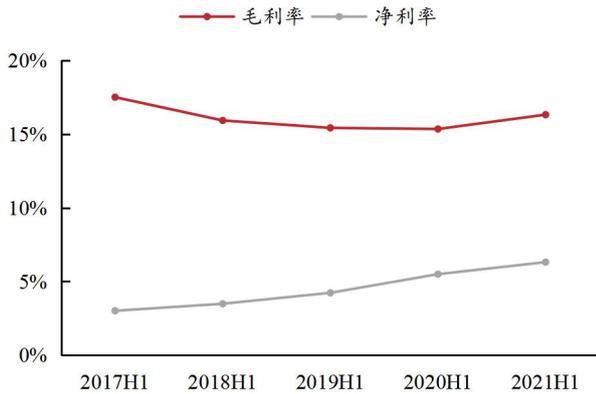
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2017H1-2021H1 航空板块归母净利润及增速



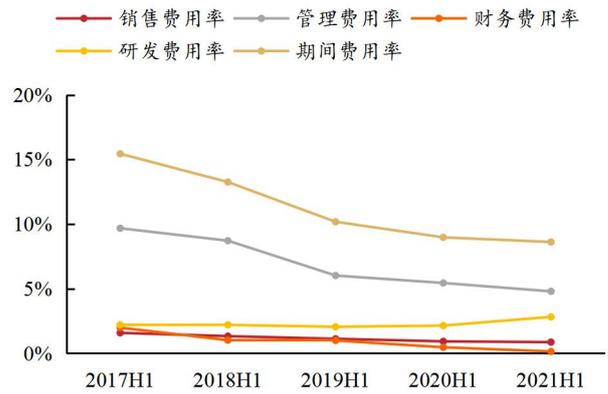
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 15. 2017H1-2021H1 航空板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 16. 2017H1-2021H1 航空板块期间费用率



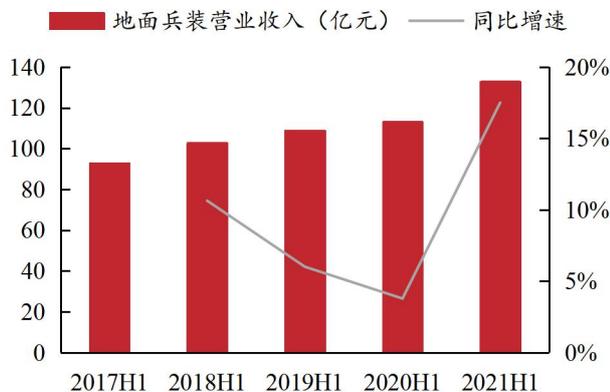
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 1.3.3. 地面兵装：业绩增速较快，盈利能力大幅提升

地面兵装板块主要包括坦克、装甲车辆、弹药生产企业等，2021 年 H1，地面兵装板块实现营收 132.80 亿元，同比+17.51%，个股层面来看，北方导航、上海瀚讯、新余国科营收增速居前，分别同比+118.12%/+48.18%/+28.75%。地面兵装板块实现归母净利润 11.41 亿元，同比+43.12%，个股层面来看，新余国科、中兵红箭、天秦装备归母净利润增速居前，分别同比+80.05%/+78.99%/+45.82%。在练兵备战和强军建设的背景下，坦克、装甲车辆及弹药需求增加，地面兵装板块有望维持高景气度。

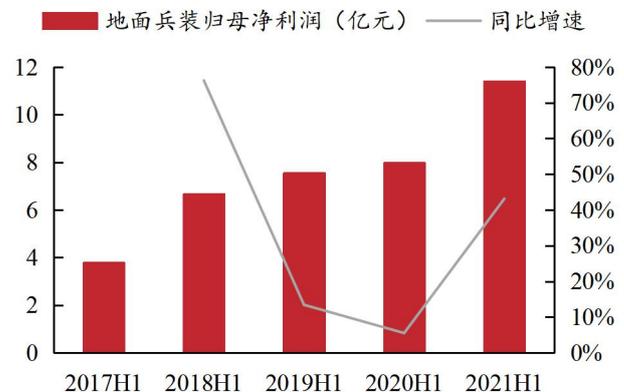
从盈利能力来看，2021 年 H1，地面兵装板块毛利率为 22.03%，同比+2.65pct，主要得益于产品结构优化；净利率为 8.86%，同比+1.68pct。2021 年 H1，地面兵装板块期间费用率为 12.35%，同比+0.52pct，主要系研发费用率大幅提升，同比+0.51pct。

图表 17. 2017H1-2021H1 地面兵装板块营收及增速



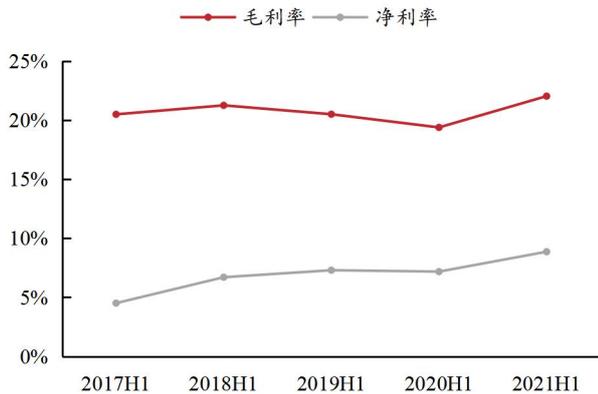
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 2017H1-2021H1 地面兵装板块归母净利润及增速



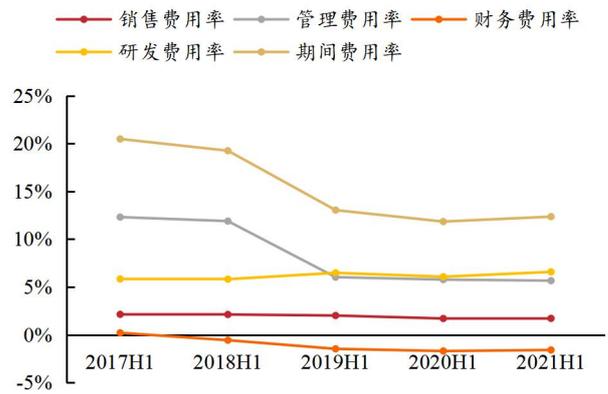
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 19. 2017H1-2021H1 地面兵装板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 20. 2017H1-2021H1 地面兵装板块期间费用率



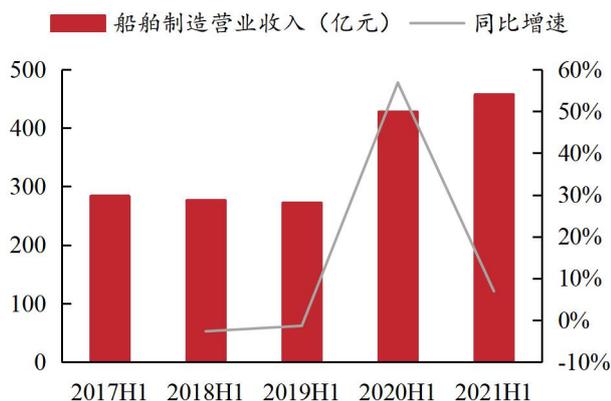
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 1.3.4. 船舶制造: 业绩稳健增长, 盈利能力提升

2021 年 H1, 船舶制造板块实现营收 457.63 亿元, 同比+6.93%, 个股层面来看, 中科海讯、江龙船艇、中国船舶营收增速居前, 分别同比+263.87%/+18.94%/+16.73%。船舶制造板块实现归母净利润 4.92 亿元, 同比+13.78%, 个股层面来看, 中国重工、中国船舶、中国海防归母净利润增速居前, 分别同比+227.72%/+94.02%/+24.95%。

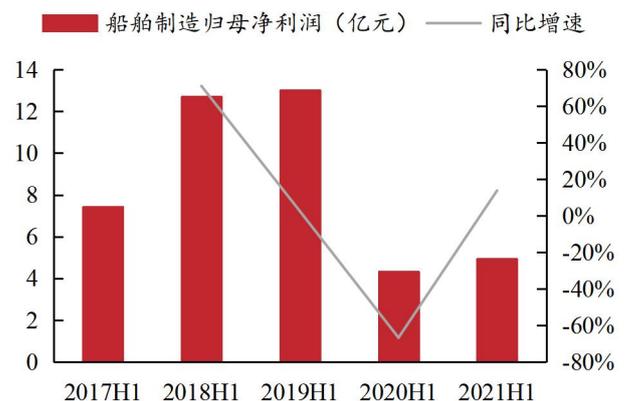
从盈利能力来看, 2021 年 H1, 船舶制造板块毛利率为 10.55%, 同比+1.95pct, 主要得益于提质增效效果显现; 净利率为 0.90%, 同比+0.31pct。2021 年 H1, 船舶制造板块期间费用率为 9.33%, 同比+0.63pct。

图表 21. 2017H1-2021H1 船舶制造板块营收及增速



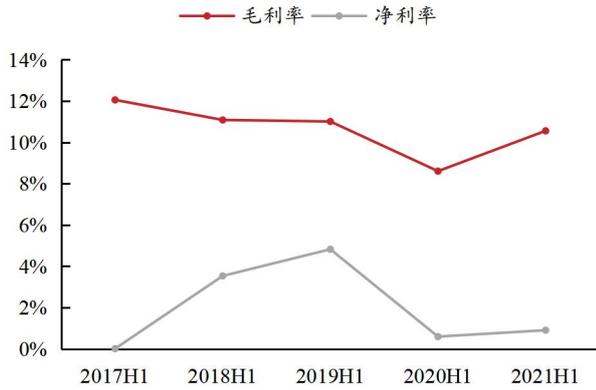
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 22. 2017H1-2021H1 船舶制造板块归母净利润及增速



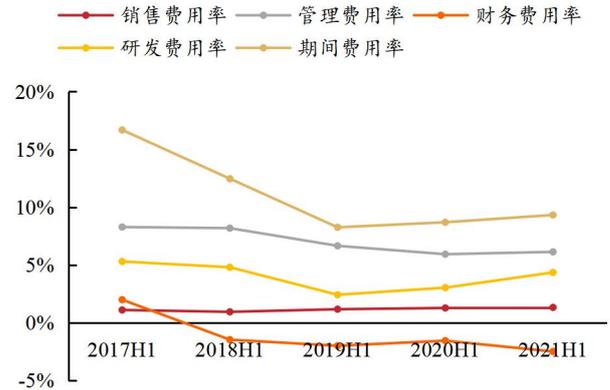
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 23. 2017H1-2021H1 船舶制造板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 24. 2017H1-2021H1 船舶制造板块期间费用率



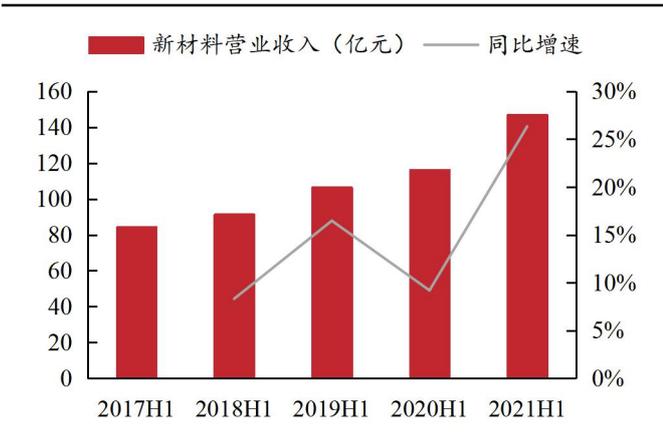
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 1.3.5. 新材料: 业绩增速迅猛, 盈利能力大幅提升

新材料板块主要包括上游原材料—碳纤维、预浸料、石英纤维、钛合金、高温合金等。2021年H1,新材料板块实现营收146.71亿元,同比+26.32%,个股层面来看,菲利华(主营石英材料及石英纤维)、博云新材(主营粉末冶金及炭/炭复合材料)、宝钛股份(主营钛及钛合金)营收增速靠前,分别同比+56.29%/+40.47%/+39.41%。新材料板块实现归母净利润25.58亿元,同比+67.44%,个股层面来看,博云新材、西部材料(主营钛及钛合金)、西部超导(主营高端钛合金)归母净利润增速靠前,分别同比+468.93%/+386.93%/+136.36%。随着主战机型更新换代及配套发动机放量生产,叠加军民融合、国产化替代等因素,新材料下游需求景气上行,应用领域不断扩大且渗透率将不断提升。

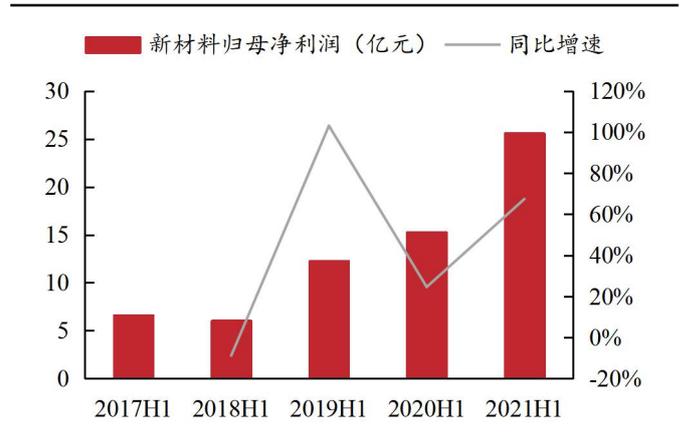
从盈利能力来看,2021年H1,新材料板块毛利率为30.53%,同比+1.96pct,主要得益于规模效应带来的单位成本下降,叠加部分企业如图南股份等高盈利产品占比提升。2021年H1,新材料板块期间费用率为10.91%,同比-1.92pct。在毛利率提升及期间费用率下降的驱动下,新材料板块净利率为17.90%,同比+4.36pct。

图表 25. 2017H1-2021H1 新材料板块营收及增速



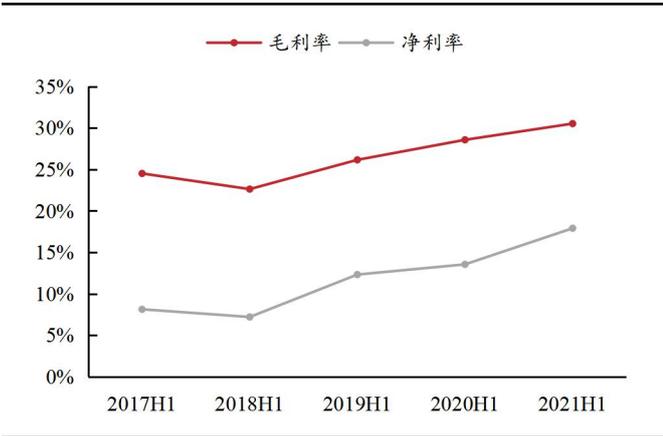
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 26. 2017H1-2021H1 新材料板块归母净利润及增速



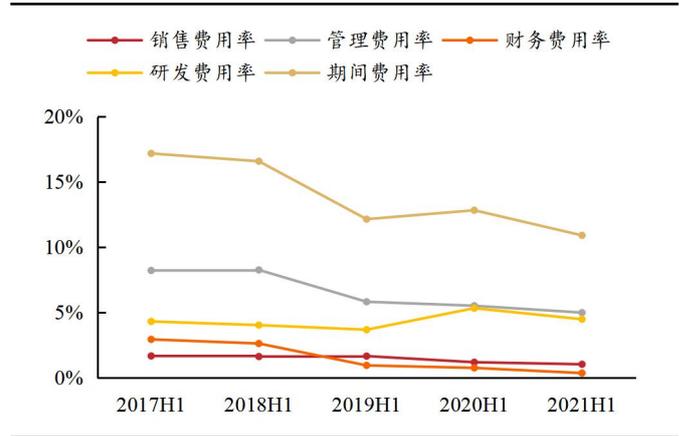
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 27. 2017H1-2021H1 新材料造板板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 28. 2017H1-2021H1 新材料板块期间费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

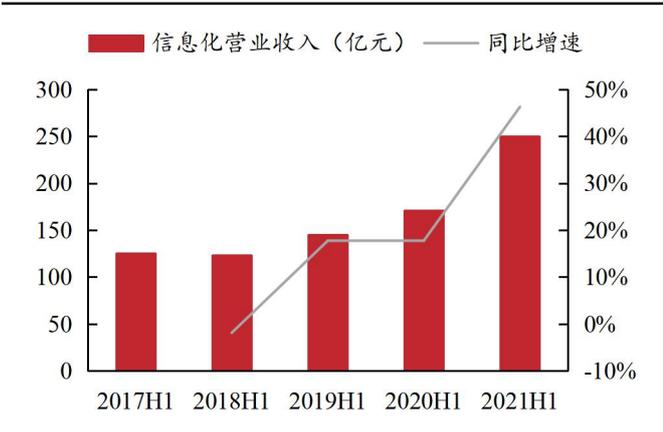
### 1.3.6. 信息化: 业绩高速增长, 盈利能力向好

信息化板块主要包括雷达、红外、卫星导航、军工半导体等, 2021 年 H1, 信息化板块实现营收 249.57 亿元, 同比+46.26%, 个股层面来看, 雷电微力 (主营精确制导产品)、振芯科技 (主营北斗卫星导航“元器件—整机—系统应用”全链条产品)、中科星图 (主营数字地球软件) 增速靠前, 分别同比+113.32%/+111.60%/+111.06%。信息化板块实现归母净利润 58.84 亿元, 同比+73.97%, 个股层面来看, 振芯科技、智明达 (主营嵌入式计算机)、鸿远电子 (主营电子元器件) 归母净利润增速靠前, 分别同比+586.58%/+186.41%/+121.24%。信息化是国防军工发展的重要方向, 随着国防和军队现代化建设进程加速, 叠加贸易摩擦及疫情影响加速国产化替代进程等因素, 信息化子板块有望维持高景气度。

从盈利能力来看, 2021 年 H1, 信息化板块毛利率为 47.78%, 同比

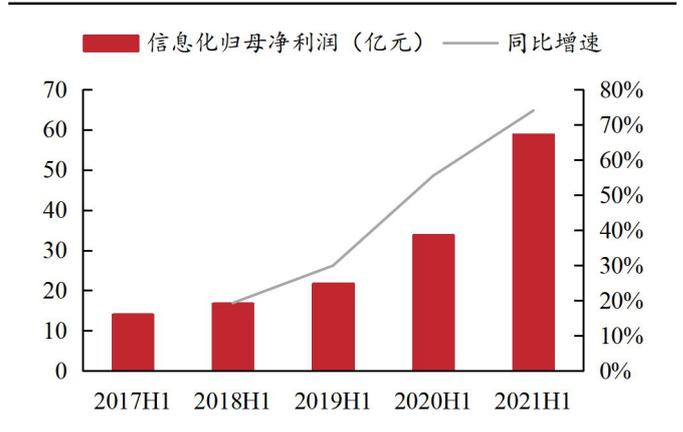
+1.94pct，主要得益于规模效应显现，叠加部分企业如振华科技、鸿远电子、火炬电子、紫光国微等产品结构优化，部分企业如中航光电等盈利能力较好的军品业务占比提升。同期，信息化板块期间费用率为 20.00%，同比-0.12pct。在毛利率提升及期间费用率下降的驱动下，信息化板块净利率为 24.25%，同比+3.95pct。

图表 29. 2017H1-2021H1 信息化板块营收及增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 2017H1-2021H1 信息化板块归母净利润及增速



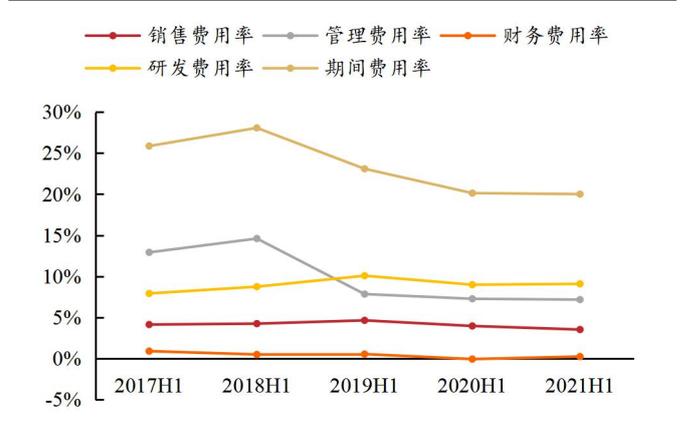
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 31. 2017H1-2021H1 信息化造板块毛利率及净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 32. 2017H1-2021H1 信息化板块期间费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

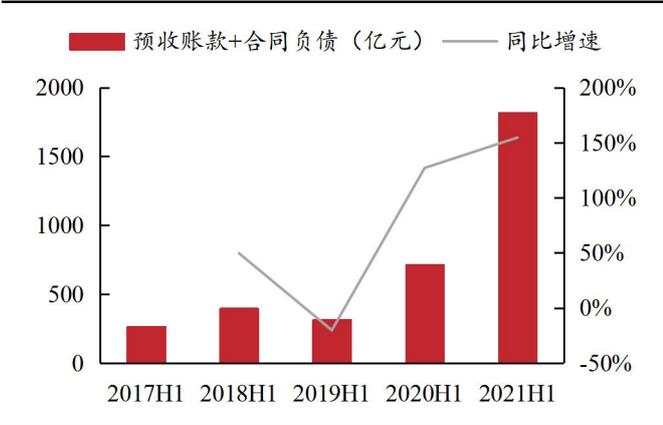
## 2. 军工 2021H1 资产负债表端分析

### 2.1. 预收账款+合同负债增速较快，兑现行业高景气

2021 年 H1，军工行业预收账款+合同负债为 1816.72 亿元，同比+154.59%，预收款项和合同负债的大额增加意味着订单数量增加，兑现了行业高景气度。分板块来看，航天、航空、地面兵装、船舶制造、新材料、信息化板块分别同比+50.17%、+781.10%、+87.73%、+54.69%、+33.14%、+94.64%，航空板块增速迅猛，主要得益于中航沈飞、航发动力、洪都航空

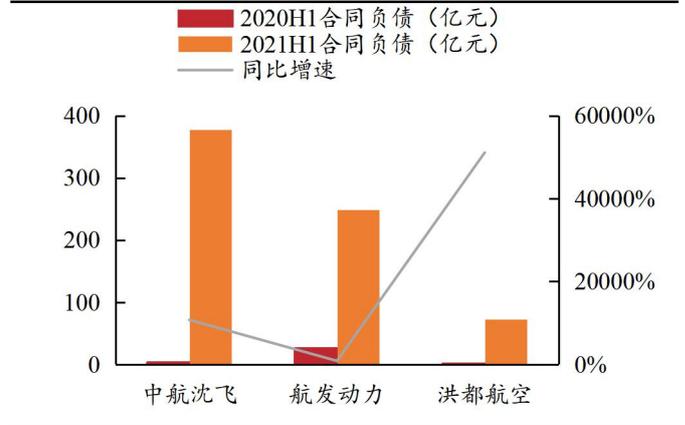
到账下游客户支付的大额预付款，标志着大额订单落地，航空板块景气度上行。

图表 33. 2017H1-2021H1 军工行业预收账款+合同负债



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 34. 2021H1 中航沈飞、航发动力、洪都航空合同负债



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 35. 细分板块 2021 年 H1 预收账款+合同负债情况 (亿元)

分类	预收账款			合同负债			预收账款+合同负债		
	2020H1	2021H1	同比增速 (%)	2020H1	2021H1	同比增速 (%)	2020H1	2021H1	同比增速 (%)
军工合计	7.76	17.77	128.96%	705.83	1,798.95	154.87%	713.59	1,816.72	154.59%
航天	0.92	0.26	-71.15%	6.94	11.54	66.21%	7.86	11.81	50.17%
航空	0.41	1.38	236.59%	94.22	832.43	783.46%	94.63	833.81	781.10%
地面兵装	0.12	0.00	-100.00%	65.30	122.81	88.07%	65.42	122.81	87.73%
船舶制造	2.83	15.65	453.77%	519.34	792.10	52.52%	522.16	807.75	54.69%
新材料	1.42	0.48	-66.27%	7.06	10.81	53.19%	8.48	11.29	33.14%
信息化	2.07	0.01	-99.70%	12.96	29.24	125.70%	15.03	29.25	94.64%

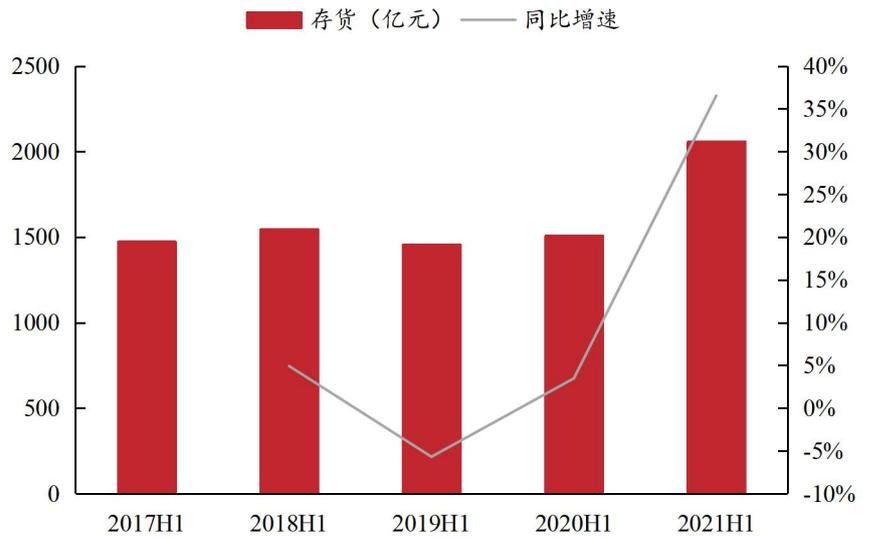
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 2.2. 存货增加显著，预期未来收入增长

2021 年 H1，军工行业存货为 2060.58 亿元，同比+36.54%，存货的增加意味着企业正在积极地备货，未来可以确认更多收入。从存货结构来看，在产品增速远高于存货增速，且在产品占比存货有所提升，标志着中短期收入可预见性增加，行业景气上行。

分板块来看，航天、航空、地面兵装、船舶制造、新材料、信息化板块存货分别同比+27.12%、+12.77%、+26.78%、+102.82%、+25.94%、+49.83%，船舶制造板块存货增速亮眼，主要原因系随着疫情影响边际的减弱，船运市场需求复苏。

图表 36. 2017H1-2021H1 军工行业存货



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 37. 细分板块 2021 年 H1 存货情况 (亿元)

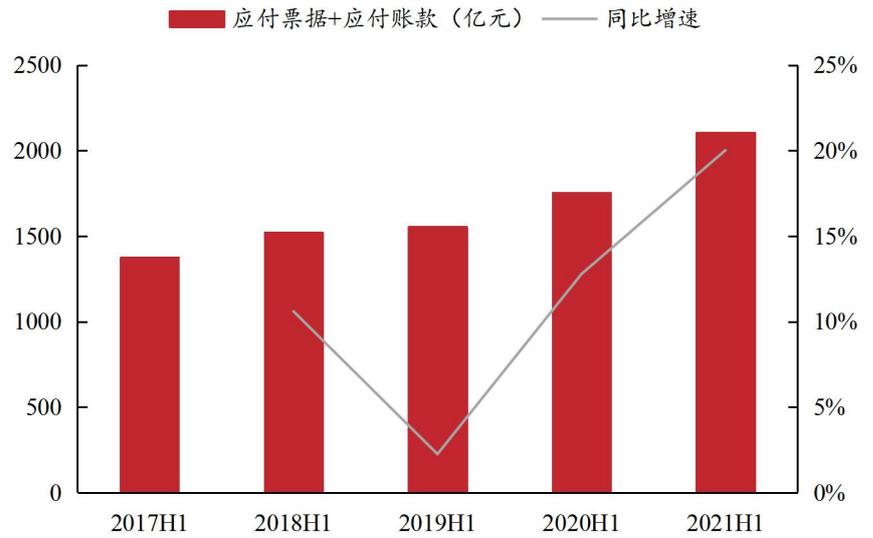
分类	存货			存货明细--原材料			存货明细--在产品		
	2020H1	2021H1	同比增速	2020H1	2021H1	同比增速	2020H1	2021H1	同比增速
军工合计	1,509.12	2,060.58	36.54%	450.91	515.08	14.23%	735.90	1,167.82	58.69%
航天	47.63	60.55	27.12%	9.77	14.70	50.39%	25.73	32.75	27.29%
航空	856.69	966.13	12.77%	253.09	303.48	19.91%	508.05	575.13	13.20%
地面兵装	82.32	104.37	26.78%	21.45	22.47	4.78%	42.11	57.83	37.32%
船舶制造	317.75	644.45	102.82%	112.48	94.39	-16.08%	88.05	409.13	364.63%
新材料	90.67	114.19	25.94%	23.63	28.10	18.89%	34.69	44.19	27.38%
信息化	114.06	170.89	49.83%	30.49	51.95	70.39%	37.27	48.79	30.92%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 2.3. 应付票据+应付账款稳健增长，侧面反应订单增加

2021 年 H1，军工行业应付票据+应付账款为 2104.94 亿元，同比+20.03%，意味着企业向上游厂家采购原材料和零部件增加，侧面反应了订单的增加。分板块来看，航天、航空、地面兵装、船舶制造、新材料、信息化板块分别同比+36.50%、+12.92%、+21.62%、+21.64%、+29.35%、+57.12%。

图表 38. 2017H1-2021H1 军工行业应付票据+应付账款



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 39. 细分板块 2021 年 H1 应付票据+应付账款情况 (亿元)

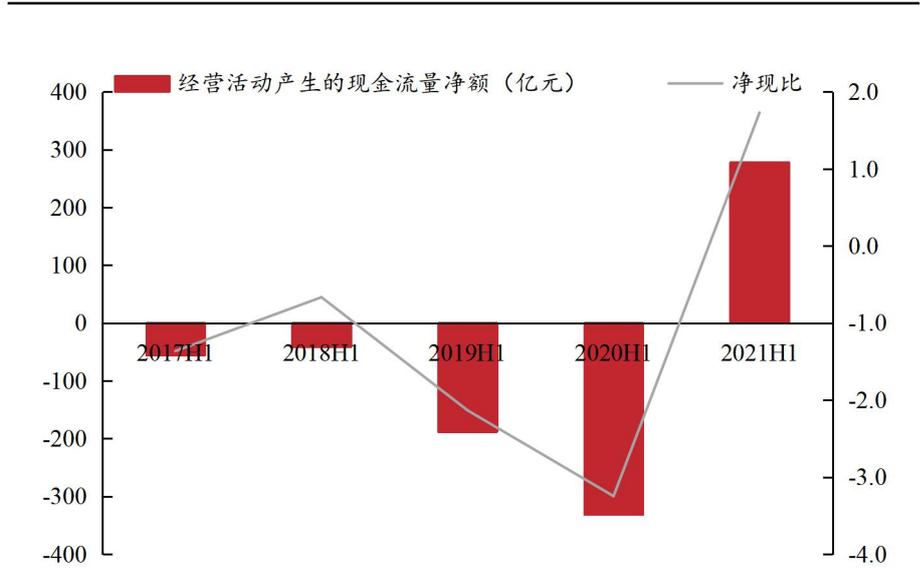
分类	2020H1	2021H1	同比
军工合计	1,753.74	2,104.94	20.03%
航天	40.64	55.48	36.50%
航空	926.35	1,046.03	12.92%
地面兵装	97.73	118.86	21.62%
船舶制造	509.03	619.19	21.64%
新材料	62.71	81.12	29.35%
信息化	117.28	184.26	57.12%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3. 军工 2021H1 现金流量表端分析

**现金流情况明显改善。**2021 年 H1，军工行业经营活动产生的现金流量净额为 278.05 亿元，近 5 年 H1 以来首次为正，主要原因系航空板块企业收到下游客户支付的大额预付款。2021 年 H1，行业总体净现比为 1.73，现金流表现优异。

图表 40. 2017H1-2021H1 军工行业经营性现金流量净额及净现比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 41. 细分板块 2021 年 H1 经营性现金流量净额 (亿元)

分类	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
军工合计	-55.00	-40.91	-187.51	-331.19	278.05
航天	-4.52	-6.01	-5.69	-8.41	-11.86
航空	-40.65	-70.98	-122.63	-177.82	348.01
地面兵装	2.76	22.83	-5.34	-24.03	-32.73
船舶制造	-5.73	13.52	-55.06	-107.83	-33.54
新材料	-2.40	2.27	2.44	-4.53	-6.28
信息化	-4.47	-2.53	-1.23	-8.57	14.45

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 4. 行业景气上行，增长逻辑明确

2021 年中报表现从以下几个方面验证了行业高景气度：1) 营收、业绩增速均创近五年 H1 新高，业绩增速在全行业中排名较为靠前；2) 预收账款+合同负债同比大幅增加，意味着企业在手订单较为充足，有大额订单落地；3) 因军工行业为典型的“以销定产”行业，存货为前瞻性指标，存货显著增加，意味着企业正在积极地备货，未来可以确认更多收入；4) 应付票据+应付账款稳健增加，标志着企业为满足订单生产的采购原材料和零部件情况，侧面体现了订单的增长情况。

展望未来，行业增长逻辑明确，需求端景气度较高，主要得益于：  
1) 加快国防和军队现代化建设的政策引导。党的十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景

目标的建议》，首次提出“确保2027年实现建军百年奋斗目标”。十九大报告中指出，力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。在庆祝中国共产党成立100周年大会上，习近平总书记强调“以史为鉴、开创未来，必须加快国防和军队现代化”。

2) 军费支出稳健增长，但占比GDP对比美国仍较低，未来上升空间大。根据十三届全国人大四次会议审议的预算草案显示，2021年中国国防支出为13553.43亿元（约2090亿美元），比2020年增长6.8%，保持适度稳定增长。从军费支出占比GDP角度来看，2019年中国军费支出占比GDP为1.89%，而美国为3.41%，我国与美国仍有较大差距，对标美国，我国军费支出仍有较大上升空间。

3) 中国武器装备与美国武器装备在数量、结构上均有较大差距。中国作为第二大世界经济体，国防实力与经济实力不匹配。从武器装备来看，中国与美国差距较大，以军机为例：根据《World Air Forces 2021》，我国军机共3260架，而美国共有13232架；我国军机以二代机、三代机为主，美国全部为三代机以上。

## 5. 推荐投资主线及核心标的估值表

我们建议重点关注以下投资主线：

- 1) 航天：随着国内实战化训练不断强化，弹药消耗不断增加，叠加导弹的战略储备需求增加及导弹型号迭代，航天领域有望快速发展。建议关注：**新雷能、盟升电子、天箭科技**。
- 2) 航空：国家正处于军机更新换代的关键时期，新型战机需求量大增，预计未来几年先进战机将持续放量生产。建议关注：**航发动力、中航重机、中航沈飞、中航西飞、中直股份、北摩高科、中航机电**。
- 3) 地面兵装：在练兵备战和强军建设的背景下，弹药需求增加。建议关注：**中兵红箭**。
- 4) 新材料：随着主战机型更新换代及配套发动机放量生产，叠加军民融合、国产化替代等因素，新材料下游需求景气上行，应用领域不断扩大且渗透率不断提升。建议重点关注钛材、高温合金及碳纤维细分领域。建议在钛材领域重点关注：**西部超导、宝钛股份**；在高温合金领域重点关注：**抚顺特钢、钢研高纳、图南股份**；在碳纤维及复合材料领域重点关注：**中简科技、光威复材、中航高科**。
- 5) 信息化：信息化是国防军工发展的重要方向，随着军队现代化建设加速，叠加国产化替代等因素，信息化子板块有望迎来高速发展时期。建议关注：**中航光电、景嘉微、睿创微纳、紫光国微、航天电器、振华科技、鸿远电子、火炬电子、宏达电子**。

图表 42. 核心标的盈利预测与估值 (Wind 一致预期)

细分板块	股票代码	股票名称	归母净利润 (亿元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
航天	300593.SZ	新雷能	1.23	2.36	3.52	4.89	121.25	63.46	42.41	30.57
	688311.SH	盟升电子	1.07	1.51	2.14	3.03	69.41	49.17	34.66	24.52
	002977.SZ	火箭科技	0.82				73.57			
航空	600893.SH	航发动力	11.46	15.29	19.59	24.26	140.35	105.21	82.11	66.31
	600765.SH	中航重机	3.44	6.09	8.07	10.17	103.97	58.69	44.29	35.13
	600760.SH	中航沈飞	14.80	19.28	24.78	31.66	99.25	76.21	59.29	46.40
	000768.SZ	中航西飞	7.77	10.04	12.56	15.31	119.03	92.17	73.66	60.46
	600038.SH	中直股份	7.58	9.52	12.16	15.32	45.65	36.33	28.45	22.57
	002985.SZ	北摩高科	3.17	5.14	7.05	9.52	90.77	55.85	40.75	30.18
	002013.SZ	中航机电	10.75	13.94	17.77	22.07	51.29	39.54	31.02	24.98
地面兵装	000519.SZ	中兵红箭	2.75	4.88	6.40	8.47	95.56	53.72	41.00	30.96
新材料	688122.SH	西部超导	3.71	5.89	7.77	10.22	98.33	61.92	46.94	35.68
	600456.SH	宝钛股份	3.63	5.70	7.21	9.02	69.89	44.48	35.14	28.10
	600399.SH	抚顺特钢	5.52	8.49	11.21	14.31	87.45	56.80	43.02	33.71
	300034.SZ	钢研高纳	2.04	3.02	4.07	5.44	100.10	67.44	50.10	37.48
	300855.SZ	图南股份	1.09	1.76	2.30	3.07	101.21	62.84	48.08	35.98
	300777.SZ	中简科技	2.32	3.43	5.01	6.71	82.71	56.11	38.38	28.63
	300699.SZ	光威复材	6.42	8.18	10.36	13.12	57.96	45.45	35.89	28.36
	600862.SH	中航高科	4.31	6.94	9.55	12.85	103.32	64.14	46.62	34.64
信息化	002179.SZ	中航光电	14.39	20.90	26.78	33.95	65.73	45.25	35.33	27.87
	300474.SZ	景嘉微	2.08	3.40	5.17	7.63	177.41	108.32	71.20	48.27
	688002.SH	睿创微纳	5.84	7.91	11.63	16.55	67.76	50.07	34.04	23.91
	002049.SZ	紫光国微	8.06	16.28	23.58	32.88	168.10	83.28	57.49	41.23
	002025.SZ	航天电器	4.34	6.02	7.94	10.33	66.71	48.09	36.43	28.00
	000733.SZ	振华科技	6.06	11.60	15.85	20.30	81.95	42.80	31.32	24.45
	603267.SH	鸿远电子	4.86	8.44	11.58	15.38	69.72	40.17	29.26	22.03
	603678.SH	火炬电子	6.09	9.86	13.27	17.42	55.63	34.40	25.56	19.46
	300726.SZ	宏达电子	4.84	7.71	10.83	14.66	71.93	45.13	32.14	23.73

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 6. 风险提示

国际局势波动; 武器装备建设及交付不达预期; 产品研发进程不达预期; 政策落地不及预期。

## 7. 附录：78 家企业 2021 年 H1 营收、业绩汇总

图表 43. 东亚前海军工行业标的（共计 78 家企业）2021 年 H1 中报营收、业绩表现

细分板块	证券代码	公司名称	营收（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2020H1	2021H1	同比	2020H1	2021H1	同比
航天	000547.SZ	航天发展	19.32	22.22	15.02%	3.12	3.14	0.70%
	002338.SZ	奥普光电	1.81	2.94	62.26%	0.21	0.29	40.15%
	002935.SZ	天奥电子	2.88	3.66	27.30%	0.25	0.34	36.42%
	002977.SZ	火箭科技	0.90	1.67	84.60%	0.28	0.48	69.43%
	003009.SZ	中天火箭	3.78	5.09	34.66%	0.61	0.92	51.64%
	300123.SZ	亚光科技	9.10	7.19	-20.96%	0.49	0.50	1.81%
	300455.SZ	康拓红外	2.25	3.32	47.74%	0.18	0.21	17.21%
	300593.SZ	新雷能	3.07	6.22	102.52%	0.28	1.20	320.39%
	603131.SH	上海沪工	3.56	5.70	60.07%	0.32	0.52	59.67%
	688311.SH	盟升电子	1.19	1.69	42.73%	0.33	0.48	45.46%
	688333.SH	铂力特	0.64	1.44	122.73%	-0.09	-0.79	亏损
航空	000738.SZ	航发控制	16.19	20.24	25.00%	2.34	2.96	26.71%
	000768.SZ	中航西飞	134.77	150.51	11.68%	2.33	3.36	44.36%
	002013.SZ	中航机电	52.08	78.62	50.97%	3.45	5.29	53.21%
	002389.SZ	航天彩虹	10.38	10.70	3.02%	0.29	0.63	119.45%
	002651.SZ	利君股份	2.76	5.24	89.72%	0.69	1.42	104.81%
	002985.SZ	北摩高科	2.29	5.79	153.24%	1.08	2.26	109.64%
	300581.SZ	晨曦航空	0.36	1.13	209.37%	-0.04	0.08	扭亏为盈
	300696.SZ	爱乐达	1.13	2.26	100.18%	0.57	1.08	89.86%
	300775.SZ	三角防务	3.21	4.67	45.28%	1.01	1.65	64.06%
	300900.SZ	广联航空	0.78	1.12	42.47%	0.11	0.24	111.86%
	600038.SH	中直股份	76.77	93.92	22.34%	2.99	3.83	28.09%
	600316.SH	洪都航空	22.18	26.91	21.35%	0.10	0.58	493.33%
	600372.SH	中航电子	35.77	46.16	29.03%	2.64	3.85	45.75%
	600391.SH	航发科技	9.57	14.66	53.16%	-0.67	-0.54	亏损
	600760.SH	中航沈飞	115.87	159.18	37.38%	8.49	9.49	11.87%
	600765.SH	中航重机	32.63	44.32	35.80%	1.20	2.70	125.42%
	600893.SH	航发动力	91.93	100.84	9.68%	4.08	4.61	12.94%
603308.SH	应流股份	8.63	9.61	11.41%	0.81	1.01	24.48%	
605123.SH	派克新材	4.20	7.64	82.14%	0.69	1.26	81.67%	
688011.SH	新光光电	0.34	0.76	123.64%	-0.05	0.13	扭亏为盈	

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 44. 东亚前海军工行业标的（共计 78 家企业）2021 年 H1 中报营收、业绩表现（续 1）

细分板块	证券代码	公司名称	营收（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2020H1	2021H1	同比	2020H1	2021H1	同比
航空	688239.SH	航宇科技	2.87	4.02	39.84%	0.31	0.62	102.85%
	688510.SH	航亚科技	1.55	1.31	-14.92%	0.29	0.10	-64.14%
	688586.SH	江航装备	3.54	4.82	36.31%	1.05	1.28	22.02%
	688685.SH	迈信林	1.22	1.46	18.96%	0.20	0.15	-23.47%
地面兵装	000519.SZ	中兵红箭	23.18	28.81	24.28%	1.83	3.27	78.99%
	002465.SZ	海格通信	21.04	24.41	16.06%	2.14	2.75	28.60%
	300722.SZ	新余国科	0.92	1.18	28.75%	0.12	0.21	80.05%
	300762.SZ	上海瀚讯	1.15	1.71	48.18%	-0.13	0.22	扭亏为盈
	300922.SZ	天泰装备	0.95	1.09	15.32%	0.28	0.41	45.82%
	600435.SH	北方导航	7.03	15.34	118.12%	-0.17	0.82	扭亏为盈
	600967.SH	内蒙一机	53.31	55.24	3.62%	3.78	3.80	0.44%
	601606.SH	长城军工	5.44	5.02	-7.65%	0.13	-0.06	亏损
船舶制造	300589.SZ	江龙船艇	2.02	2.40	18.94%	0.08	0.06	-24.16%
	300600.SZ	国瑞科技	1.87	1.19	-36.36%	0.29	-2.25	亏损
	300810.SZ	中科海讯	0.31	1.12	263.87%	-0.09	0.15	扭亏为盈
	600150.SH	中国船舶	232.16	271.02	16.73%	1.34	2.60	94.02%
	600764.SH	中国海防	17.47	19.88	13.75%	2.22	2.78	24.95%
	601989.SH	中国重工	174.15	162.03	-6.96%	0.48	1.58	227.72%
新材料	002149.SZ	西部材料	9.09	11.57	27.35%	0.15	0.72	386.93%
	002297.SZ	博云新材	1.67	2.35	40.47%	0.02	0.12	468.93%
	002625.SZ	光启技术	2.26	2.74	21.48%	0.71	0.92	30.48%
	300034.SZ	钢研高纳	6.68	8.30	24.12%	0.89	1.76	98.19%
	300395.SZ	菲利华	3.48	5.45	56.29%	0.86	1.83	111.41%
	300699.SZ	光威复材	10.05	12.83	27.73%	3.52	4.34	23.40%
	300777.SZ	中简科技	1.69	2.01	19.36%	0.93	0.94	0.43%
	300855.SZ	图南股份	2.56	3.47	35.67%	0.40	0.89	124.65%
	600399.SH	抚顺特钢	31.07	37.69	21.29%	1.83	4.31	135.22%
	600456.SH	宝钛股份	20.38	28.40	39.41%	1.42	2.78	95.57%
	600862.SH	中航高科	17.69	19.34	9.34%	3.22	3.84	19.15%
	688122.SH	西部超导	9.53	12.56	31.76%	1.33	3.13	136.36%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 45. 东亚前海军工行业标的（共计 78 家企业）2021 年 H1 中报营收、业绩表现（续 2）

细分板块	证券代码	公司名称	营收（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2020H1	2021H1	同比	2020H1	2021H1	同比
信息化	000733.SZ	振华科技	20.25	28.17	39.10%	2.36	5.15	118.79%
	002025.SZ	航天电器	18.78	23.42	24.66%	1.85	2.55	38.04%
	002049.SZ	紫光国微	14.64	22.92	56.54%	4.02	8.76	117.84%
	002179.SZ	中航光电	48.10	66.63	38.53%	6.63	11.14	68.01%
	002414.SZ	高德红外	11.76	18.47	57.04%	5.18	6.94	34.02%
	300101.SZ	振芯科技	1.70	3.60	111.60%	0.12	0.79	586.58%
	300447.SZ	全信股份	3.28	4.53	38.28%	0.61	0.85	40.31%
	300474.SZ	景嘉微	3.09	4.75	53.51%	0.89	1.26	41.11%
	300726.SZ	宏达电子	5.20	9.23	77.53%	1.92	3.99	108.47%
	301050.SZ	雷电微力	1.82	3.89	113.32%	0.79	1.15	46.15%
	603267.SH	鸿远电子	6.93	12.51	80.56%	2.05	4.54	121.24%
	603678.SH	火炬电子	14.99	24.12	60.92%	2.75	5.51	100.55%
	603712.SH	七一二	8.40	10.92	30.01%	1.03	1.59	53.74%
	688002.SH	睿创微纳	6.93	8.70	25.54%	3.08	3.19	3.41%
	688568.SH	中科星图	1.57	3.31	111.06%	-0.07	0.17	扭亏为盈
	688636.SH	智明达	1.09	1.75	60.45%	0.16	0.46	186.41%
	688776.SH	国光电气	2.09	2.65	26.57%	0.46	0.79	72.82%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**段小虎**，东亚前海证券新兴产业首席与海外首席。复旦大学与巴黎第一大学硕士。历任方正证券军工行业首席分析师，中信证券军工行业高级分析师，中银基金高端装备高级研究员。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	Liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座首层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>