



全力攻坚，决战“十四五”首年四季度

中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：王宏涛
证券执业证书号：S0640520110001
电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

行业分类：军工

2021年11月7日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.11.05)	
中证军工龙头指数	4288.08
近一周涨跌幅	+3.51%
军工行业 PE	66.76
军工行业 PB	3.68

➤ **近一周行情**

中证军工龙头指数 (+3.51%)，行业 (申万) 排名 (5/28)；
上证综指 (-1.57%)，深证成指 (+0.08%)，创业板指 (+0.06%)；
涨幅前五：华伍股份 (+34.20%)、中船应急 (+27.85%)、海兰信 (+20.20%)、康达新材 (+19.00%)、中国海防 (+18.66%)；
跌幅前五：*ST 华讯 (-14.72%)、卫士通 (-7.69%)、博云新材 (-6.98%)、鸿远电子 (-6.79%)、东土科技 (-6.41%)。

➤ **重要事件及公告**

10月30日，中船科技公告，公司全资子公司中船九院及其全资子公司中船勘院拟通过公开挂牌方式转让多处房产资产，以进一步提高公司高质量发展，集中优势资源聚焦主营业务，提升公司市场竞争力。

10月30日，多家上市公司公告，近日收到中国船舶集团通知，中船重工集团100%股权和中船工业集团100%股权划转至中国船舶集团的工商变更登记已办理完毕。

10月30日，中航沈飞公告，公司全资子公司沈飞公司拟以1.62亿元作为转让对价，向沈飞企管协议转让中航沈阳投资45.9%的股权。

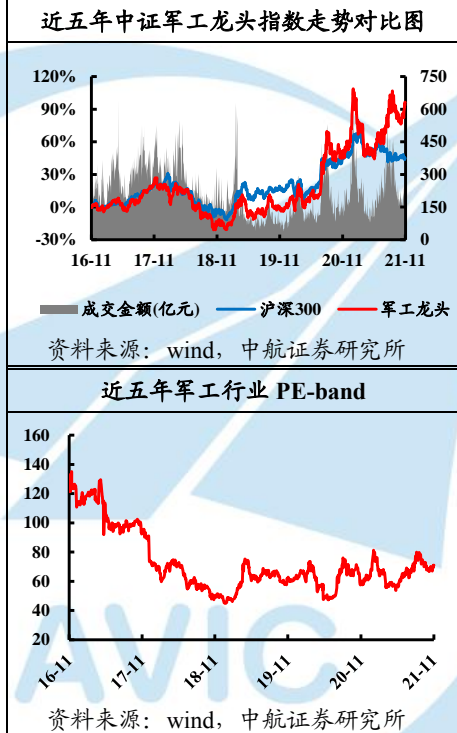
11月1日，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备订购规定》，自2021年11月1日起施行。

11月2日，中国软件公告，公司拟参与上海博科资讯股份有限公司增资扩股，按照每股20.93元的价格，出资2.03亿元认购博科资讯本次增发的股份，本次交易完成后，公司将持有博科资讯7%的股权。

11月2日，中简科技公告，公司以人民币900万元整竞拍取得了常州市自然资源和规划局出让的名称为新港分区 XG080311-02 地块的国有建设用地使用权。

11月3日，2020年度国家科学技术奖励大会在人民大会堂举行，2020年度国家科学技术奖共评选出264个项目、10名科技专家和1个国际组织。其中，中国航空工业集团有限公司顾诵芬院士和清华大学王大中院士分获国家最高科学技术奖。

11月3日，中国电科集团召开2021年三季度经济运行工作会。会议指出，前三季度，中国电科经济运行平稳有序，主要经济指标的完成值、同比增速及年度目标完成率均创近年最好水平，且利润增速高于收入增速，经营业绩呈现稳中向好、快中提质的发展态势。



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

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

11月3日，金通灵公告，公司与凯赛（太原）生物于2021年9月9日就“新建大型集中式压缩空气站项目”签订了《建设工程总承包合同》，签订合同总额为人民币3.09亿元(含税)。11月1日公司收到了相关工程预付款约0.62亿元。

11月3日，应流股份公告，公司子公司应流铸造、霍山嘉远、应流铸业、应流航源、应流航空、天津航宇累计收到与收益相关的政府补助0.28亿元，与资产相关的政府补助0.52亿元。

11月4日，抚顺特钢公告，公司近日收到中航特材通知，中航特材控股股东中航重机与中航特材破产管理人完成了中航特材财产和营业事务的交接工作，中航特材已经恢复生产经营。公司已经收到对中航特材的全部应收账款。鉴于应收账款回收风险已经消除，公司将之前单独计提的0.44亿元应收账款坏账准备在本期转回，相应影响本期净利润0.44亿元。

11月4日，中直股份公告，本次股份减持计划实施前，哈航集团是公司的第一大股东，持股比例为27.70%。本次股份减持计划实施完毕后，哈航集团持股比例为26.71%，仍为本公司第一大股东。

11月5日，中国船舶集团举行第四届进博会国资委中央企业交易团集中签约仪式。中国船舶集团旗下7家企业与26家合作商进行了31个项目签约，签约总金额累计达14亿人民币，较上届同比增加92.1%。

投资建议

一、核心观点

本周，受到《军队装备订购规定》的发布施行、商务部印发通知被过度解读等刺激，军工指数恢复至9月初水平，涨幅位居28个行业中的第5位。其中，船舶系上市公司，中船应急、中国海防等涨幅居前。

同时，军工板块周成交额达到1765.64亿元，占全A成交额比例为3.11%，创下了9月军工板块回调以来的新高，表明军工板块受市场的关注度再度获得提升。同时，中兵红箭、中航机电、航天电器、卫士通、景嘉微以及中航重机等个股股价也再度创出历史新高。

近期，中国船舶、航天科工、航空工业、航天科技以及中国电科等多个军工央企相继召开会议讨论、总结了三季度经济运行情况及四季度任务部署，具体情况如下：

① 10月19日，中国船舶集团披露1-9月，集团公司营业收入、新签合同、工业总产值、净利润和利润总额同比分别增长9.3%、34.5%、12.3%、26.1%和22.9%，为完成全年目标任务打下了坚实基础。船海产业经营承接不断取得新突破，**新接单国际市场份额持续位居全球造船集团第一位**。四季度总的工作要求是：咬定目标、挂图作战，突出重点、全力攻坚，确保高质量完成全年各项目标任务，为“十四五”开好局、起好步。

② 10月21日，航天科工集团提出集团公司前三季度生产经营总体呈现平稳态势，型号科研生产任务顺利推进、国际化工作取得新进展，但民用产业仍需不断优化调整产业结构，开拓市场，增强发展动力。

③ 10月25日，航空工业集团强调航空工业前三季度经济运行稳中有

进、进中加快、快中提质，**主要效益指标保持快速增长，产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标**，为决胜“十四五”开局奠定了坚实基础。

航空工业沈飞提出决战四季度；航空工业安大举行大干四季度动员大会；制造院提出“聚力创新”加大研发投入；机载GNC事业部提出确保年度批产交付任务完成；航空工业陕硬公司提出紧盯目标不松懈；航标提出“六个全面提升”促高质量发展；航空工业天飞提出大干四季度冲刺全年任务；中航技提出保交付稳妥推进各项工作；航空工业郑飞提出目标不减任务不退；航空工业宏远提出凝聚合力干到实处；航空工业千山提出决战决胜我们在行动；航空工业凌峰提出全面提升产品交付能力；航空工业成飞提出以“战斗”姿态攻坚四季度科研生产任务目标；航空工业太航提出聚焦客户需求全力冲刺年度任务；航空工业万里提出攻坚冲刺全员发力；航空工业兰飞提出全力冲刺实现总目标。

④ 10月27日，航天科技集团总结前三季度两大产业发展取得的成绩，认真查摆产业发展薄弱环节，多措并举推动产业高质量发展，确保全面完成2021年航天技术应用及服务产业工作目标及任务。

⑤ 11月1日，中国电科集团召开2021年三季度经济运行工作会，指出前三季度，集团经济运行平稳有序，**主要经济指标的完成值、同比增速及年度目标完成率均创近年最好水平，且利润增速高于收入增速**，经营业绩呈现稳中向好、快中提质的发展态势。并强调要全力以赴加快重点市场开拓，做好市场顶层策划，重点坚持大客户策略，完善系统市场营销体系，进一步打造数字化服务精品项目，推动智慧城市产业发展，加快信创市场开拓，推进资本运作重点项目，不断提升市场竞争力。

三季报披露完毕，基本情况如下（详细数据见后文）：

① 全部军工上市公司三季报净利润增速的中位数为27.95%，与去年三季报的15.56%相比，出现了较为明显的提升。

② 军工核心股三季报净利润增速为46.61%，三季度单季度增速放缓（当然，我们认为这个预期相当程度已经 **price in**），2021Q1、Q2、Q3净利润增速分别为84.95%、36.44%、24.23%；事实是，去年一季度行业受疫情影响最为严重，基数低因此增速高，同时均衡生产导致今年上半年交付比例高一些（10月25日，航空工业党组召开视频专题会，研究分析航空工业三季度经济运行形势，航空工业前三季度经济运行稳中有进、进中加快、快中提质，主要效益指标保持快速增长，产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标），但统计数字上的增速下滑，成为市场的担心之处是可能的。我们倾向于认为，经过一段时间后，回归到理性看行业，在“十四五”开局之年，实现50%左右的增速，很大程度上是可以接受的，并且可以说已然相当理想。“新预期”在一段时间后建立起来，很可能是回归冷静和理性的区间，并将形成市场的理性共识。每一轮波澜壮阔大行情的持续展开，需要的是预期不断确立、并不断兑现的过程，也是“怀疑”者不断被“收编”的过程。确定性带来的估值溢价是有限的，唯有高增长且持续高增长才能给予高溢价。

③ 几个行业龙头公司，三季度业绩不俗，且这些个股受长期资金青睐，更容易使长期资金沉淀下来，三季度单季度业绩增速情况分别为振华科技（+258.05%）、中航高科（+134.56%）、中航重机（+127.76%）、紫光国微

(+105.87%)、中航沈飞(+61.53%)、航发动力(+42.91%)、中航机电(+29.04%)等。

三季度基金持仓情况如下：

① 军工行业公募基金重仓持仓规模环比增加 19.11%，持仓比例为 4.54%，较二季度末增加 0.78 个百分点，超配 1.26%，在 28 个行业中位列第 6，排名较二季度末上升 1 位。

② 公募基金持仓前十为：紫光国微、振华科技、中航光电、中航沈飞、抚顺特钢、航发动力、中航机电、中航高科、鸿远电子、火炬电子；主动基金持仓前十位：紫光国微、振华科技、中航光电、抚顺特钢、中航沈飞、中航机电、鸿远电子、中航高科、航发动力、火炬电子；被动基金持仓前十位：紫光国微、航发动力、中航光电、中航西飞、中航沈飞、振华科技、中航机电、中航高科、中国重工、睿创微纳。

③ 外资军工持仓比例近期趋于稳定，持仓前十为：紫光国微、中国船舶、航发动力、睿创微纳、卫士通、光威复材、中航机电、和而泰、中航光电、高德红外。

10月26日，习近平强调要加紧推进“十四五”规划任务落实，加紧构建武器装备现代化管理体系，全面开创武器装备建设新局面，为实现建军一百年奋斗目标作出积极贡献。武器装备建设的重要性、紧迫性、必要性是毋庸置疑的。而在11月1日发布并施行的《军队装备订购规定》中，规范军队装备订购工作管理机制、坚持以战领建、完善装备订购工作需求生成、规划计划、建设立项、合同订立、履行监督的管理流程；破解制约装备建设的矛盾问题，构建质量至上、竞争择优、集约高效、监督制衡的工作制度等内容，都凸显出我国对军费装备采购费用使用效率将有望得到进一步提升。在可以称得上是空前大规模采购需求下，相关体制机制已不适应，此规定是进一步明确责任、理顺关系、细化流程，约束的是军队的工作制度，而非装备或者装备生产企业，因此，简单将此规定理解为单纯的利好，略显片面，但军队流程的规范，目标是提升行业的整体效率，在大规模需求下，保证生产、交付的及时性。军方客户的制度规范，为生产企业敢于投入及加速备产提供了有力保障。

然而，在以量换价的行业发展背景下，对于产品、客户较为单一的公司，短期内可能会出现利润率较大幅度下降；9月，我国PPI(+10.7%)与CPI(+0.7%)的“剪刀差”出现进一步扩大，创下新高，对于军工行业，短期更难以将涨价压力传导至下游，处于中游环节的公司受到的影响可能会逐步体现出来。以上因素，无疑会对军工行业估值造成压制。

总体来讲，我们对行业的判断是：

① 高增长业绩已然兑现，整体重心大概率是提升的，深度回调回到5月甚至7月低位的可能性是很低的，因而纵使下跌也是有底的；

② 地缘政治等情绪性刺激对行业的支撑力度是不牢固、难持久的，回

归基本面看行业看个股更为重要；

③ 虽然对业绩增速放缓的担忧，短期之内已得到较为充分的消化，但在压制估值等以上几个因素尚未得到进一步落地前，短期之内，军工行业的上涨主要还是依赖于业绩增长的推动，**短期难以靠估值提升推动行业上涨**，估值的进一步提升有待于资产注入（如近期电科集团积极姿态，明年是国企改革三年行动方案最后一年）、地缘政治事件刺激、民机及军贸市场打开后天花板抬升等；

④ 经过了一季报、中报及三季报的兑现和验证，当前市场对军工行业的中长期高景气基本已经达成了共识，这是可喜的；短期都在等待一些不利因素有所落地，今年底或明年初估值切换再择机配置，但我们认为，在这样的预期之下，未尝不会出现“抢跑”现象，中长期视角看，当前的位置较大概率是配置的机会，一旦短期出现较大幅度的波动，应把握机会配置；**基于当前时点，对短期行情的判断，我们倾向于认为，对于行业整体，当前位置很可能的是窄幅波动；对于个股，一方面活跃资金青睐的中小市值个股保持活力，另一方面，“白马”“龙头”等因其确定性，再加上估值远未泡沫化、市值容量较大，而导致“抱团”小步慢跑向上。**

1、观点和结论

军工板块5-8月的上涨行情，是行业景气确定性驱动带来的中报行情。在历史最佳中报季结束后，对增速下行、价格下降、中美关系缓和、资金减持等方面的隐忧，促使近期出现调整震荡。在陆军的装备降价倡议书发布或部分上市公司股东公告减持计划等利空因素出现后，军工指数的走势均在一周内恢复，甚至一天内仍可收涨，充分体现出了军工行业的高景气发展已经得到了市场的认可，军工行业的抗压能力相对较强。而当下，仅仅是军工行业此轮全面扩产的**早期**，仅仅是实现“2027、2035、2050”三个重要目标的**开始**，仅仅是军工行业黄金时代的**序幕**，声称行情结束言之尚早，陷入怀疑悲观也大可不必。**基本面的坚实程度保证了行情表现上的坚韧程度，估值得以快速消化使得泡沫化距离尚远**，因此，我们认为，业绩已然兑现，**重心定要上移**，回调至今年5月低点的可能性是极低的，无惧无忧，**如出现较大幅度的回调（我们认为“较大幅度”的尺度是，指数15%、核心股25%），则是又一次的配置良机再现。**

2、对当前四个担忧的解答

① 担忧一：中美关系缓和

近期中美瑞士会晤、孟晚舟回国、中美元首通电话等事件的发生，让人认为这些信号代表着中美关系的缓和，并会影响中国国防建设的力度和速度。我们的观点是，一方面，美对中战略已经发生实质性转变，预计中美博弈将长期而反复，短时期内难以转向；另一方面，我国国防建设的紧迫性突出体现在自身发展的需要，中国面临多元复杂的安全威胁和挑战，而国防实力与经济实力尚不匹配，机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，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。因此我们认为，我国大力推进国防建设的**决心不会变、力度不会降、步伐不会慢**，不会影响军工行业中长期的高度景气。

② 担忧二：营收增长持续性和增速下行

对于营收增长持续性问题，面对百年未有之大变局，在外部形势倒逼和内部基本面向好的内外双重促进下，在练兵备战和技术升级紧迫需求的双重牵引下，在当前我国国防实力与经济实力还不匹配的现实矛盾下，我国国防建设和军工行业发展正迎来规模性快速增长和结构性转型升级，军工行业在数量、质量和结构三个维度都迎来了实质性的重大变化和历史性的发展机遇。军工行业的黄金时代方兴未艾，当前仅是武器装备“十四五”持续放量的初期，行业处于产能扩张早期，**距离此轮扩产周期尾声，至少还有3年时间**。因此，收入端增长可持续是无疑的，我们认为至少可看5-10年；而武器装备放量增速的高点，也应待行业产能全部投入并释放，因此增速拐点至少尚需3-5年。

对于增速问题，由于之前预期过高，一季度的高速增长下，线性外推导致对中报预期较高，中报披露后，欣喜程度并未到欢声雷动、满堂喝彩，更多是对比近期受限制行业的暗自窃喜。我们将核心军工股2021Q1、Q2及Q3的净利润增速进行比较，Q1为84.95%，Q2为36.44%，Q3为24.23%，增速依次放缓；事实是，去年一季度行业受疫情影响最为严重，基数低因此增速高，并且一季度的部分订单集中体现于二季度，造成了今年二季度增速显得降了下来，而三季度增速则延续了这种下降趋势；但统计数字上的增速下滑，成为市场的担心之处是可能的。我们倾向于认为，经过一段时间后，回归到理性看行业，在“十四五”开局之年，实现40%-50%的增速，很大程度上是可以接受的，并且可以说已然相当理想。**“新预期”在一段时间后建立起来，很可能是回归冷静和理性的区间，并将形成市场的理性共识**。每一轮波澜壮阔大行情的持续展开，需要的是预期不断确立、并不断兑现的过程，也是“怀疑”者不断被“收编”的过程。确定性带来的估值溢价是有限的，唯有高增长且持续高增长才能给予高溢价。

③ 担忧三：军品降价和利润率下滑

对于主机厂，业务质量在提升，聚焦军工主业，紧抓研发总装高附加值业务；**资产质量在提升**，如中航西飞、洪都航空等的资产置换；**经营管理质量在提升**，如航天彩虹、航天电子（子公司）、四创电子等的股权激励。因此主机厂利润率应当是**趋势性的提高**，主机厂业绩弹性的重要保障也是利润率的提升。

对于民营等配套厂商，市场担心的是军品降价问题。近日就有《陆军装备部关于加快推动陆军装备高质量高效益低成本发展的倡议书》，提出“要加快大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价，多点挖潜、控价让利，通过精益管理实现价格整体最优；列装使用环节要统筹降价。”

我们认为，武器装备需求空前旺盛，军费使用效率的提高是必然选择。军工行业的主要物质来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升，提高军费的使用效率是必经之路。因此，近年来，军队改革、军

队和地方工业部门反腐、军品定价议价规则修订等方面的动作，在武器装备层面，目标皆指向：提升军费使用效率，多买装备，买好装备。因此，一定程度引入市场化机制，就成为必然；继而，一定程度出现降价，也成为必然。

军、民品本质不同，保军乃第一要义。军品和民品本质不同，用民品逻辑，如医药集采等，去理解军品，显然是不适用的，是脱离本质的张冠李戴。理由有二：一是，对于军品，“**保军是第一要义，保军需“保质”、“保量”、“保及时交付”**”，这就导致，绝对不可能出现，以降价为目标导向。不合理降价或价格战，带来的供应体系破坏，以及军品质量的下降，如此后果是难以承受的，绝不可能以降低质量为代价换取假性低价。质不高，量不足，交付不及时，这同“练兵备战”的军队方针是相违背的；二是，纵然未来 10 到 15 年将是武器装备建设的收获期和井喷期，但是军品相比民品，毕竟还是“多品种、小批量”，如同样是飞机，波音 737 系列已生产上万架，而军机单个型号与其有数量级的差异。因此，军品不可能具有民品一般的规模化优势，成本和利润的压缩空间也都是有限的。

我们的判断是：当前还处于供需双方动态博弈阶段，部分军品出现一定程度降价是可能的，也是合理的，这也是军费使用效率提升追求的结果之一，但**大概率是价格略降、缓降，对于客户单一、品类单一的公司，短期可能出现价格和利润率的突变**，但中长期依然是略降、缓降；随着军品订单的迅速放量，由于规模效应，将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象，因此价格的降低基本可以通过军品放量得以补偿，我们预计，军工企业的利润率将保持相对稳定，不会出现较大幅度的下降；**长期来看，影响的是竞争格局，提升的是行业的整体效率**，有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益，**中上游企业的行业集中度有望逐步提升**。

④ 担忧四：减持

对于外资减持问题，我们在深度报告《外资“撤退”对军工行业影响几何》进行过深入分析，结论是，**军工行业定价权当前主要掌握在国内投资者手中**，个股股价长期表现和其基本面更为相关。如，中航光电北上资金持股，最高时可占其总市值的 10.09%，当前只有 1.50%，北上资金一路减持，但无妨其股价不断新高。

对于大小非、定增资金、产业资金等的解禁减持，我们认为，一方面，此类资金不关心价格砸盘式的减持可能性极低，另一方面，诸多历史表现已经充分证明，对于质优绩优者，减持仅会造成暂时的扰动和曲折，不影响长期趋势，尤其是**历史性趋势**。

3、三季报情况

截至 2021 年 10 月 29 日，军工板块三季报已披露完毕，在 170 家军工板块上市公司中，123 家公司 2021 年 Q1-Q3 归母净利润同比实现增长，112 家公司（不含新上市的公司）2021 年 Q1-Q3 业绩较 2019 年 Q1-Q3 业绩同比实现增长。2021 年 Q3（单季度），170 家上市公司的归母净利润同比增速为 **12.37%**、相较于 2021 年 Q1（单季度）的 **75.96%** 与 2021 年 Q2（单季度）的 **20.82%**，出现了进一步的放缓迹象。

三季报尘埃落定，几个重要表现有（具体数据和分析可见后文）：

① **“十四五”首年三季度业绩增速与“十三五”末年基本持平**，对核心军工股进行统计，2020年前三季度、2021年前三季度净利润增速分别为**46.92%、46.61%**，2020年前三季度至2021年前三季度两年复合增速为46.76%；

② **合同负债激增**，航空工业集团11家军品上市公司同比大增516.12%，航发集团三家上市公司同比大增858.03%；

③ **主机厂盈利能力提升**，2021年前三季度毛利率均值9.00%（-0.21pcts），净利率均值3.77%（+0.41pcts），ROE均值5.57%（+0.90pcts），这是可喜的现象，**利润率的弹性是主机厂业绩弹性的重要保障**。

图表 1：军工上市公司三季报业绩情况

序号	公司代码	公司名称	2021年前三季度 归母净利润增速 (单位：%)	2021年前三季度 相较于2019年前三季度 归母净利润增速(%)
1	002151.SZ	北斗星通	46.96	5361.20
2	688066.SH	航天宏图	65.30	2455.36
3	600435.SH	北方导航	1439.17	1961.85
4	600764.SH	中国海防	23.63	1870.06
5	002829.SZ	星网宇达	2.62	1481.36
6	300099.SZ	精准信息	609.93	1451.82
7	300101.SZ	振芯科技	144.61	1416.20
8	002023.SZ	海特高新	4342.02	1255.62
9	600562.SH	国睿科技	2.47	918.51
10	688788.SH	科思科技	351.97	896.63
11	300354.SZ	东华测试	351.83	643.32
12	002254.SZ	泰和新材	300.97	384.22
13	688122.SH	西部超导	97.86	380.92
14	600150.SH	中国船舶	138.92	326.24
15	688002.SH	睿创微纳	-8.84	318.81
16	300696.SZ	爱乐达	103.18	306.03
17	002049.SZ	紫光国微	112.90	299.20
18	600399.SH	抚顺特钢	69.39	293.94
19	002414.SZ	高德红外	15.49	291.92
20	300593.SZ	新雷能	184.72	287.37
21	000733.SZ	振华科技	166.56	220.54
22	002985.SZ	北摩高科	87.26	215.20
23	300095.SZ	华伍股份	26.62	213.67
24	600590.SH	泰豪科技	293.59	210.75
25	600765.SH	中航重机	126.72	199.06
26	600456.SH	宝钛股份	95.06	177.07
27	603267.SH	鸿远电子	105.21	176.80
28	688636.SH	智明达	50.62	176.71
29	002214.SZ	大立科技	-25.96	173.96

序号	公司代码	公司名称	2021年前三季度 归母净利增速 (单位: %)	2021年前三季度 相较于2019年前三季度 归母净利增速(%)
30	688568.SH	中科星图	70.92	172.10
31	603678.SH	火炬电子	83.81	168.88
32	300726.SZ	宏达电子	89.85	165.76
33	000818.SZ	航锦科技	251.21	164.22
34	300627.SZ	华测导航	61.85	152.90
35	002149.SZ	西部材料	183.67	150.75
36	300416.SZ	苏试试验	70.54	141.54
37	600391.SH	航发科技	17.87	136.87
38	600760.SH	中航沈飞	25.24	134.43
39	688311.SH	盟升电子	45.78	131.30
40	300900.SZ	广联航空	51.91	123.44
41	603712.SH	七一二	42.04	118.58
42	600372.SH	中航电子	38.65	115.94
43	000519.SZ	中兵红箭	84.18	113.65
44	688586.SH	江航装备	25.27	113.14
45	300775.SZ	三角防务	120.38	112.14
46	300722.SZ	新余国科	97.71	110.39
47	600558.SH	大西洋	43.28	108.08
48	300395.SZ	菲利华	77.29	106.73
49	300733.SZ	西菱动力	261.42	105.56
50	003009.SZ	中天火箭	64.02	102.80
51	300474.SZ	景嘉微	70.00	102.70
52	300034.SZ	钢研高纳	94.75	99.34
53	300762.SZ	上海瀚讯	59.69	98.59
54	002179.SZ	中航光电	47.66	95.27
55	300777.SZ	中简科技	10.29	95.10
56	600378.SH	昊华科技	42.09	93.94
57	603859.SH	能科科技	31.67	90.06
58	600893.SH	航发动力	23.58	89.45
59	600536.SH	中国软件	16.83	86.31
60	002402.SZ	和而泰	58.32	82.26
61	300855.SZ	图南股份	69.31	80.31
62	000768.SZ	中航西飞	0.22	77.32
63	688682.SH	霍莱沃	34.46	76.38
64	300922.SZ	天秦装备	32.01	71.37
65	600862.SH	中航高科	41.85	68.04
66	002651.SZ	利君股份	27.77	62.77
67	002438.SZ	江苏神通	31.80	62.69
68	002338.SZ	奥普光电	45.03	61.91

序号	公司代码	公司名称	2021年前三季度 归母净利增速 (单位: %)	2021年前三季度 相较于2019年前三季度 归母净利增速(%)
69	605123.SH	派克新材	57.20	58.51
70	000738.SZ	航发控制	20.09	57.53
71	002013.SZ	中航机电	42.42	56.64
72	002625.SZ	光启技术	18.22	56.42
73	002683.SZ	宏大爆破	24.91	55.57
74	600038.SH	中直股份	26.21	52.98
75	300185.SZ	通裕重工	-19.76	52.29
76	002977.SZ	火箭科技	129.06	51.65
77	300516.SZ	久之洋	96.52	51.35
78	300227.SZ	光韵达	9.54	49.18
79	000547.SZ	航天发展	7.79	46.37
80	300447.SZ	全信股份	37.32	44.87
81	300114.SZ	中航电测	21.01	43.67
82	000561.SZ	烽火电子	6.65	42.27
83	603308.SH	应流股份	14.55	41.58
84	300563.SZ	神宇股份	2.89	40.55
85	300699.SZ	光威复材	17.89	39.18
86	600072.SH	中船科技	479.11	38.67
87	002253.SZ	川大智胜	0.73	36.47
88	300862.SZ	蓝盾光电	38.78	35.10
89	002935.SZ	天奥电子	43.15	35.08
90	002189.SZ	中光学	25.41	34.26
91	002025.SZ	航天电器	27.86	32.55
92	000099.SZ	中信海直	48.31	32.36
93	600967.SH	内蒙一机	10.80	23.39
94	002465.SZ	海格通信	15.56	22.85
95	600879.SH	航天电子	25.32	22.52
96	601698.SH	中国卫通	11.29	22.07
97	002413.SZ	雷科防务	3.71	19.12
98	002171.SZ	楚江新材	105.60	14.36
99	000576.SZ	甘化科工	-86.92	14.14
100	002111.SZ	威海广泰	28.04	13.65
101	002520.SZ	日发精机	45.33	13.00
102	001696.SZ	宗申动力	-25.36	10.80
103	002361.SZ	神剑股份	80.02	9.48
104	000534.SZ	万泽股份	22.34	4.66
105	300414.SZ	中光防雷	29.44	0.54
106	688305.SH	科德数控	251.73	新上市
107	301050.SZ	雷电微力	136.20	新上市

序号	公司代码	公司名称	2021年前三季度 归母净利增速 (单位: %)	2021年前三季度 相较于2019年前三季度 归母净利增速(%)
108	688776.SH	国光电气	99.13	新上市
109	688239.SH	航宇科技	86.26	新上市
110	688272.SH	富吉瑞	12.81	新上市
111	688685.SH	迈信林	1.99	新上市
112	688511.SH	天微电子	-1.19	新上市
113	688722.SH	同益中	-2.33	新上市
114	600316.SH	洪都航空	429.47	扭亏为盈
115	002297.SZ	博云新材	122.44	扭亏为盈
116	000801.SZ	四川九洲	110.26	扭亏为盈
117	002268.SZ	卫士通	110.10	扭亏为盈
118	600416.SH	湘电股份	-16.80	扭亏为盈
119	300008.SZ	天海防务	-50.63	扭亏为盈
120	600685.SH	中船防务	-99.82	扭亏为盈
121	002366.SZ	台海核电	48.33	亏损缩小
122	300711.SZ	广哈通信	17.15	亏损缩小
123	600184.SH	光电股份	10.64	-0.41
124	300252.SZ	金信诺	21.26	-1.57
125	002389.SZ	航天彩虹	-4.51	-2.29
126	300045.SZ	华力创通	-22.54	-13.50
127	600118.SH	中国卫星	-10.40	-19.24
128	600353.SH	旭光电子	-22.76	-22.22
129	600482.SH	中国动力	-11.91	-26.63
130	300342.SZ	天银机电	-5.71	-27.28
131	300455.SZ	康拓红外	-33.26	-35.45
132	002560.SZ	通达股份	-65.71	-39.49
133	688010.SH	福光股份	-8.69	-39.52
134	000066.SZ	中国长城	163.23	-41.78
135	300053.SZ	欧比特	-11.57	-42.33
136	300091.SZ	金通灵	-8.29	-44.73
137	300875.SZ	捷强装备	-54.35	-44.98
138	601700.SH	风范股份	-29.70	-46.37
139	688033.SH	天宜上佳	58.42	-52.52
140	600990.SH	四创电子	55.00	-53.19
141	300427.SZ	红相股份	-61.35	-56.07
142	300581.SZ	晨曦航空	-57.02	-64.46
143	300424.SZ	航新科技	-26.04	-70.35
144	688011.SH	新光光电	-67.80	-77.78
145	002331.SZ	皖通科技	-71.23	-83.95
146	300810.SZ	中科海讯	149.44	-88.12

序号	公司代码	公司名称	2021年前三季度 归母净利增速 (单位: %)	2021年前三季度 相较于2019年前三季度 归母净利增速(%)
147	002446.SZ	盛路通信	-91.79	-88.78
148	300065.SZ	海兰信	-74.48	-89.88
149	300527.SZ	中船应急	315.47	-92.02
150	300123.SZ	亚光科技	-79.98	-92.15
151	002933.SZ	新兴装备	-91.93	-94.63
152	601989.SH	中国重工	149.30	-95.47
153	300397.SZ	天和防务	-98.22	-97.28
154	002669.SZ	康达新材	-98.79	-97.51
155	002519.SZ	银河电子	-108.79	-109.09
156	000070.SZ	特发信息	-45.37	-124.26
157	300353.SZ	东土科技	52.81	-132.06
158	300719.SZ	安达维尔	-144.44	-142.52
159	300302.SZ	同有科技	-122.05	-169.44
160	300324.SZ	旋极信息	-275.42	-177.28
161	688070.SH	纵横股份	-186.32	-199.00
162	300600.SZ	国瑞科技	-649.95	-444.37
163	688333.SH	铂力特	-817.32	-557.99
164	300159.SZ	新研股份	-65.91	-558.94
165	300629.SZ	新劲刚	87.86	-693.41
166	600260.SH	ST凯乐	-1130.86	-746.36
167	601606.SH	长城军工	-2028.91	-778.44
168	002383.SZ	合众思壮	35.74	亏损扩大
169	000697.SZ	炼石航空	-6.42	亏损扩大
170	000687.SZ	*ST华讯	-7.85	亏损扩大

资料来源: WIND, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 10 月 29 日)

图表 2: 军工上市公司 2021 年单季度归母净利润同比增速 (单位: %)

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
301050.SZ	雷电微力	1410.71	53.14	—
601700.SH	风范股份	852.55	-72.33	63.89
300516.SZ	久之洋	571.38	1.45	736.02
300629.SZ	新劲刚	497.60	31.02	25.04
600150.SH	中国船舶	419.14	27.54	3958.83
002254.SZ	泰和新材	398.72	272.55	236.34
300414.SZ	中光防雷	385.85	-23.54	-9.36
300354.SZ	东华测试	354.09	228.49	207.41
300775.SZ	三角防务	352.10	43.12	99.45
002977.SZ	火箭科技	292.09	3.31	762.24

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
300099.SZ	精准信息	279.84	255.62	505.42
300711.SZ	广哈通信	261.19	-61.27	21.01
000733.SZ	振华科技	258.05	115.16	122.90
688776.SH	国光电气	225.39	---	---
688722.SH	同益中	219.45	---	---
600316.SH	洪都航空	218.14	10.87	391.61
688305.SH	科德数控	215.18	-35.55	251.81
600990.SH	四创电子	145.11	-126.27	22.89
002933.SZ	新兴装备	141.97	-96.77	-191.41
000818.SZ	航锦科技	141.34	1841.88	117.34
688788.SH	科思科技	139.96	20.89	237.88
600862.SH	中航高科	134.56	7.60	27.61
600765.SH	中航重机	127.76	143.84	88.76
300696.SZ	爱乐达	126.81	101.23	76.89
003009.SZ	中天火箭	126.57	3.08	161.05
300722.SZ	新余国科	116.09	17.57	10958.14
300474.SZ	景嘉微	114.75	20.82	91.82
002049.SZ	紫光国微	105.87	160.49	70.31
600456.SH	宝钛股份	94.34	80.26	132.89
000519.SZ	中兵红箭	90.65	41.46	385.49
300593.SZ	新雷能	88.07	179.53	1187.23
300034.SZ	钢研高纳	87.33	98.84	96.79
002366.SZ	台海核电	86.81	4.84	27.18
300416.SZ	苏试试验	79.02	30.03	1472.76
688685.SH	迈信林	76.95	-44.87	321.84
603267.SH	鸿远电子	76.51	78.49	198.83
688033.SH	天宜上佳	74.09	144.38	-46.56
600378.SH	昊华科技	72.45	17.56	63.76
002935.SZ	天奥电子	65.73	12.53	30.72
300726.SZ	宏达电子	65.23	51.92	314.80
688066.SH	航天宏图	61.64	31.82	-26.08
600760.SH	中航沈飞	61.53	141.09	-42.29
688122.SH	西部超导	61.23	86.68	283.19
688239.SH	航宇科技	58.64	110.41	96.42
002338.SZ	奥普光电	53.88	38.92	41.12
600967.SH	内蒙一机	53.87	-12.15	20.23
603678.SH	火炬电子	53.31	41.96	276.68
688311.SH	盟升电子	50.89	20.62	115.25
002985.SZ	北摩高科	50.37	144.66	79.74

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
002402.SZ	和而泰	49.01	58.37	74.59
002149.SZ	西部材料	45.00	42.03	315.99
600893.SH	航发动力	42.91	32.48	-60.09
300395.SZ	菲利华	39.23	53.14	365.04
601989.SH	中国重工	35.96	14.20	101.22
000066.SZ	中国长城	35.17	509.26	43.66
300777.SZ	中简科技	34.52	-6.20	16.36
002268.SZ	卫士通	33.31	908.16	43.91
300447.SZ	全信股份	32.41	-6.30	244.43
688586.SH	江航装备	31.68	6.01	71.53
002438.SZ	江苏神通	31.50	9.69	60.79
600536.SH	中国软件	31.22	18.04	2.48
300252.SZ	金信诺	31.09	-63.14	117.12
002361.SZ	神剑股份	30.91	81.83	158.58
002013.SZ	中航机电	29.04	13.47	225.22
000547.SZ	航天发展	28.72	-32.91	52.30
002683.SZ	宏大爆破	28.51	0.72	107.20
603859.SH	能科科技	28.31	31.11	40.11
000099.SZ	中信海直	26.89	79.39	47.20
600372.SH	中航电子	26.21	29.74	86.18
688682.SH	霍莱沃	25.78	68.83	26.03
605123.SH	派克新材	24.76	54.25	134.06
603712.SH	七一二	24.64	49.95	94.82
688272.SH	富吉瑞	24.38	—	—
600038.SH	中直股份	23.28	-11.39	215.80
300045.SZ	华力创通	23.09	-55.38	-38.18
000768.SZ	中航西飞	22.28	6.25	208.13
600764.SH	中国海防	21.55	-15.18	291.73
300627.SZ	华测导航	20.99	73.43	161.85
300302.SZ	同有科技	17.90	-143.63	102.36
002179.SZ	中航光电	16.71	-1.96	281.43
300353.SZ	东土科技	16.10	144.35	36.81
600399.SH	抚顺特钢	14.82	150.52	115.53
300101.SZ	振芯科技	14.80	499.89	717.81
600558.SH	大西洋	13.31	-44.64	1196.10
002025.SZ	航天电器	12.51	21.82	62.90
300095.SZ	华伍股份	12.23	7.39	104.42
000801.SZ	四川九洲	12.08	919.91	251.90
300855.SZ	图南股份	11.29	101.91	169.26

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
000687.SZ	*ST 华讯	10.48	-30.06	-10.18
002383.SZ	合众思壮	10.31	36.34	40.62
002520.SZ	日发精机	10.29	73.55	47.99
002171.SZ	楚江新材	8.97	-11.24	227.75
300900.SZ	广联航空	8.02	77.73	42.51
300159.SZ	新研股份	7.90	-24783.29	-295.97
300699.SZ	光威复材	6.66	19.66	27.32
300922.SZ	天秦装备	6.52	22.91	107.63
000738.SZ	航发控制	5.31	14.37	45.91
600562.SH	国睿科技	4.86	-41.04	2651.55
300563.SZ	神宇股份	4.84	-8.57	13.82
002151.SZ	北斗星通	4.19	62.86	99.48
000534.SZ	万泽股份	2.35	410.85	-2.36
300114.SZ	中航电测	2.21	34.86	19.45
300227.SZ	光韵达	0.99	7.64	40.46
688010.SH	福光股份	0.93	-0.20	-21.57
002829.SZ	星网宇达	0.80	-29.00	74.95
603308.SH	应流股份	-1.33	-5.25	57.89
688568.SH	中科星图	-2.18	64.88	76.37
000561.SZ	烽火电子	-3.71	-58.11	71.84
300875.SZ	捷强装备	-4.32	-90.08	175.93
600353.SH	旭光电子	-6.35	-58.07	326.74
002413.SZ	雷科防务	-7.07	9.99	15.89
300762.SZ	上海瀚讯	-7.17	323.56	212.09
002465.SZ	海格通信	-8.24	24.33	53.28
300719.SZ	安达维尔	-8.46	-125.49	88.65
002189.SZ	中光学	-9.38	-5.59	112.12
002625.SZ	光启技术	-9.47	40.52	11.51
002111.SZ	威海广泰	-11.31	76.88	40.95
300862.SZ	蓝盾光电	-11.57	91.69	115.88
000697.SZ	炼石航空	-14.13	17.09	-84.47
601698.SH	中国卫通	-18.02	44.92	19.75
600072.SH	中船科技	-18.84	3428.64	-37.35
002414.SZ	高德红外	-19.06	26.89	50.12
688636.SH	智明达	-23.21	97.45	489.24
600879.SH	航天电子	-23.98	16.36	254.10
002297.SZ	博云新材	-27.77	-15.33	177.85
001696.SZ	宗申动力	-28.16	-46.68	30.42
600391.SH	航发科技	-31.93	15.31	23.92

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
600118.SH	中国卫星	-32.84	-4.19	18.51
688002.SH	睿创微纳	-33.00	-11.30	42.04
002253.SZ	川大智胜	-34.94	32.01	75.55
300053.SZ	欧比特	-37.71	18.86	-7.42
600184.SH	光电股份	-46.40	-53.91	183.04
600590.SH	泰豪科技	-49.87	-24.77	3058.60
002651.SZ	利君股份	-52.51	74.73	137.35
600482.SH	中国动力	-52.53	-34.40	528.33
600685.SH	中船防务	-53.07	38.19	-100.65
300342.SZ	天银机电	-53.34	32.14	11.36
688511.SH	天微电子	-55.97	17.57	62.85
300397.SZ	天和防务	-56.17	-159.35	-39.82
300185.SZ	通裕重工	-58.13	-16.18	61.77
002389.SZ	航天彩虹	-62.42	86.94	264.96
300091.SZ	金通灵	-66.96	143.21	37.09
300455.SZ	康拓红外	-70.18	46.82	-16.98
688070.SH	纵横股份	-71.60	-169.57	-278.31
601606.SH	长城军工	-71.60	-46.54	8.27
002331.SZ	皖通科技	-72.51	-29.52	-74.84
300427.SZ	红相股份	-74.46	-47.27	-64.46
600435.SH	北方导航	-85.52	8147.91	108.33
002446.SZ	盛路通信	-90.27	-213.56	680.00
300581.SZ	晨曦航空	-91.61	17.21	116.72
300065.SZ	海兰信	-93.53	100.05	-96.10
300324.SZ	旋极信息	-94.62	-1375.24	-20.20
600416.SH	湘电股份	-95.55	128.00	142.28
000576.SZ	甘化科工	-96.85	26.95	411.25
300424.SZ	航新科技	-98.61	31.76	3379.20
002560.SZ	通达股份	-99.50	-20.53	-67.41
002023.SZ	海特高新	-114.65	8580.41	118.73
002214.SZ	大立科技	-120.08	-10.47	-11.81
002669.SZ	康达新材	-129.70	-103.20	36.86
300733.SZ	西菱动力	-130.41	135.09	574.31
300810.SZ	中科海讯	-157.50	225.22	-82.58
002519.SZ	银河电子	-160.59	-150.81	20.33
688011.SH	新光光电	-164.31	212.05	645.20
300527.SZ	中船应急	-164.72	201.87	172.47
000070.SZ	特发信息	-242.39	-96.18	117.35
300600.SZ	国瑞科技	-277.48	-1181.04	-43.73

公司代码	公司名称	2021Q3	2021Q2	2021Q1
600260.SH	ST 凯乐	-342.84	-2929.58	8.24
300008.SZ	天海防务	-801.50	-29.16	-7.78
688333.SH	铂力特	-881.06	-499.31	-202.32
300123.SZ	亚光科技	-2814.73	59.73	-32.95
中位数		12.37	20.82	75.96

资料来源: WIND, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 10 月 29 日)

5、行情的几个迹象

①今年前十个月,月线“四连阴”(十年来第二次)、“四连阳”(六年来第二次)后,10月上涨4.06%,年初至今涨幅(+7.08%),在28个行业中排名12;

图表 3: 国防军工月度表现及全年表现

时间	国防军工(申万)涨跌	申万 28 行业排名
1 月	-10.20%	28
2 月	-1.57%	21
3 月	-8.65%	27
4 月	-4.08%	26
5 月	+13.07%	1
6 月	+1.06%	11
7 月	+3.34%	7
8 月	+16.40%	4
9 月	-10.27%	25
10 月	+4.06%	3
年初至今涨幅	7.08%	12

资料来源: WIND, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 11 月 5 日)

②回调幅度,军工指数从近期高点最多回调 13.56%,中航沈飞、紫光国微、抚顺特钢等重点军工股从高点平均最高跌幅达 26.58%;

图表 4: 军工行业代表公司近期高点后最高跌幅

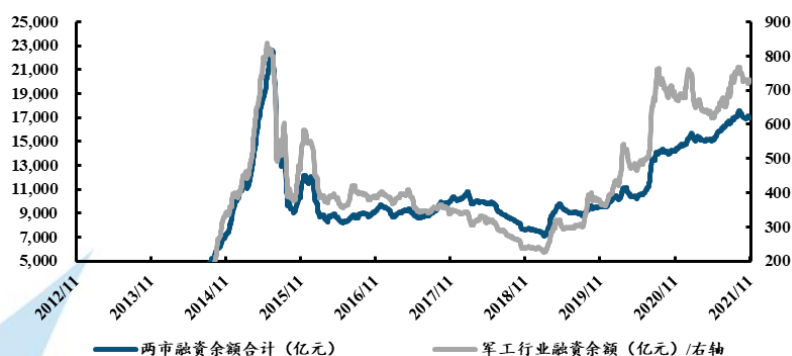
名称	高点价格	低点价格	高点最高跌幅
振华科技	116.66	88.33	-24.28%
紫光国微	248.85	189.92	-23.68%
宏达电子	99.49	70.80	-28.84%
中直股份	70.16	54.00	-23.03%
洪都航空	51.46	35.71	-30.61%
抚顺特钢	29.30	19.34	-33.99%
中航沈飞	85.68	64.12	-25.16%
中航重机	37.64	29.16	-22.53%
航发动力	70.50	51.29	-27.25%

鸿远电子	185.30	134.80	-27.25%
火炬电子	89.80	66.72	-25.70%
平均值			-26.58%
国防军工(申万)	1,922.19	1,661.52	-13.56%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 11 月 5 日)

③本周军工行业的融资余额继 9 月 10 日创五年内新高后, 小幅回落, 但依然维持高位, 我们认为这种情况容易造成波动加大。

图表 5: 两市融资余额与军工融资余额走势情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021 年 11 月 5 日)

6、基本面方面:

① 2021 前三季度航空工业集团、航发集团合同负债+预收款激增验证军工行业景气度

军工行业三季报已全部披露, 从航空工业集团和航发集团合同负债+预收款情况来看, 航空工业集团 11 家军品企业 2019Q3 末、2020Q3 末和 2021Q3 末合同负债+预收款合计分别为 144.46 亿元、82.25 亿元和 506.74 亿元, 同比增速分别为+7.66%、-43.07%和+516.12%; 航发集团 3 家企业 2019Q3 末、2020Q3 末和 2021Q3 末合同负债+预收款合计 21.93 亿元、25.04 亿元和 239.89 亿元, 同比增速分别为+28.49%、+14.16%和+858.03%。2021 三季度末两大军工集团合同负债和预付款激增验证了军工行业景气度。

图表 6: 航空工业集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款 (亿元)				(合同负债+预收款) 变化		
	2018Q3 末	2019Q3 末	2020Q3 末	2021Q3 末	2019Q3 末 同比增速	2020Q3 末 同比增速	2021Q3 末 同比增速
中航高科	7.09	12.60	1.01	4.35	77.82%	-92.02%	332.60%
中航沈飞	68.47	77.25	10.37	311.62	12.83%	-86.57%	2904.15%
中航重机	3.35	0.31	0.46	7.49	-90.82%	50.28%	1519.90%
中航西飞	8.75	9.70	12.00	57.54	10.86%	23.69%	379.65%
洪都航空	2.28	0.70	0.27	68.34	-69.17%	-61.63%	25222.42%
中直股份	39.05	37.15	52.10	22.80	-4.87%	40.24%	-56.23%
中航电子	1.16	0.82	1.03	7.54	-29.15%	25.26%	630.03%

中航机电	2.02	2.38	2.12	18.38	17.77%	-10.80%	766.57%
中航光电	0.88	1.25	1.31	5.49	41.10%	4.92%	319.82%
中航电测	1.13	2.30	1.44	0.90	102.89%	-37.34%	-37.42%
江航装备	---	---	0.14	2.28	---	---	1533.37%
合计	134.19	144.46	82.25	506.74	7.66%	-43.07%	516.12%

图表 7: 航发集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款 (亿元)				(合同负债+预收款) 变化		
	2018Q3 末	2019Q3 末	2020Q3 末	2021Q3 末	2019Q3 末 同比增速	2020Q3 末 同比增速	2021Q3 末 同比增速
航发动力	16.24	18.78	21.55	229.58	15.63%	14.72%	965.45%
航发控制	0.44	0.60	0.70	9.14	37.95%	16.34%	1207.03%
航发科技	0.39	2.55	2.79	1.17	553.99%	9.57%	-58.06%
合计	17.07	21.93	25.04	239.89	28.49%	14.16%	858.03%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

② 57 家核心军工股三季报业绩增长 46.61%

目前军工板块上市公司中,我们统计了中航军工股票池中 57 家核心军工股过去三年的三季报业绩情况,2019 前三季度,2020 前三季度和 2021 前三季度合计净利润分别为 104.40 亿元、153.38 亿元和 224.87 亿元,2020 前三季度和 2021 前三季度合计净利润同比增速+46.92%和+46.61%,2019 前三季度至 2021 前三季度两年的复合增速 46.76%。

2021 年前三季度,航空工业集团经济运行稳中有进、进中加快、快中提质,主要效益指标保持快速增长,产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标,为决胜“十四五”开局奠定了坚实基础。从航空五大主机厂三季报业绩来看,中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力 2019Q1-Q3、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 合计净利润分别为 17.34 亿元、27.73 亿元、35.63 亿元,2020Q1-Q3、2021Q1-Q3 同比增速+59.90%、+28.46%,2019Q1-Q3 至 2021Q1-Q3 五大主机厂两年的复合增速 43.32%。

从盈利指标看,2021Q1-Q3 五大主机厂毛利率均值 9.21%(-0.21pcts),净利率均值 3.77%(+0.41pcts),ROE 均值 5.57%(+0.90pcts),显示盈利指标逐步改善。

以上 57 家核心军工股和 5 家航空主机厂的三季报业绩增速、盈利指标变化验证了军工行业的高景气度。

图表 8: 核心军工股三季报业绩增速

公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
铂力特	0.26	-0.13	-1.20	-149.52%	817.32%
洪都航空	-0.79	0.14	0.68	-117.20%	397.81%
振华科技	2.98	3.56	9.62	19.43%	170.39%
新雷能	0.54	0.79	2.06	45.55%	162.22%



公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
振芯科技	0.04	0.51	1.23	1166.48%	143.97%
北摩高科	1.03	1.81	4.36	75.67%	141.06%
火箭科技	0.58	0.39	0.89	-33.79%	129.06%
三角防务	1.30	1.25	2.76	-3.74%	120.38%
中航重机	2.39	3.33	7.26	39.40%	118.25%
紫光国微	3.64	6.87	14.84	89.08%	115.97%
鸿远电子	2.37	3.20	6.57	34.88%	105.21%
爱乐达	0.44	0.89	1.80	99.84%	103.18%
西部超导	1.12	2.68	5.39	139.08%	101.26%
宏达电子	2.49	3.60	6.96	44.80%	93.18%
宝钛股份	1.98	2.75	5.15	38.73%	87.36%
火炬电子	2.95	4.38	8.04	48.13%	83.60%
钢研高纳	1.55	1.55	2.74	-0.03%	76.29%
景嘉微	1.23	1.47	2.49	19.24%	70.00%
抚顺特钢	1.74	4.04	6.85	132.57%	69.39%
图南股份	0.73	0.78	1.31	6.49%	69.31%
上海瀚讯	0.40	0.51	0.81	27.03%	59.59%
派克新材	1.21	1.22	1.92	0.83%	57.20%
智明达	0.25	0.45	0.68	83.71%	50.62%
广联航空	0.18	0.27	0.39	45.70%	47.09%
盟升电子	0.22	0.35	0.52	58.66%	46.78%
中航光电	9.02	11.78	17.24	30.60%	46.32%
中航机电	6.03	6.53	9.42	8.27%	44.30%
天奥电子	0.34	0.33	0.47	-5.64%	43.15%
中航高科	3.64	4.00	5.69	9.88%	42.05%
七一二	1.12	1.73	2.45	53.89%	42.04%
中航电子	2.91	4.32	5.95	48.34%	37.73%
中航西飞	3.39	4.55	6.08	34.28%	33.55%
利君股份	1.07	1.36	1.73	27.39%	27.78%
航发控制	2.52	3.33	4.24	32.23%	27.27%
中直股份	3.99	4.83	6.09	21.04%	26.15%
航天电器	3.23	3.56	4.49	10.19%	26.15%
航天电子	3.77	3.62	4.55	-3.98%	25.55%
江航装备	0.93	1.58	1.98	70.15%	25.27%
中航沈飞	6.23	11.62	14.53	86.66%	25.05%
航发动力	4.53	6.59	8.24	45.46%	24.99%
光启技术	0.75	1.01	1.20	35.19%	18.38%
光威复材	4.44	5.24	6.17	17.99%	17.73%
高德红外	2.35	7.96	9.20	239.36%	15.55%

公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
中简科技	0.74	1.31	1.45	76.90%	10.29%
航天发展	3.25	4.42	4.82	35.92%	8.92%
国睿科技	0.26	2.52	2.62	882.03%	3.96%
航宇科技	0.00	0.49	0.91	---	---
雷科防务	0.99	1.08	1.02	8.92%	-5.90%
航天彩虹	1.02	1.04	0.97	2.51%	-7.38%
睿创微纳	1.01	4.65	4.23	359.59%	-8.97%
中国卫星	3.01	2.88	2.60	-4.17%	-9.74%
大立科技	0.92	3.40	2.45	270.22%	-27.89%
航发科技	-0.09	-0.39	-0.22	341.03%	-44.51%
新光光电	0.14	0.10	0.03	-31.66%	-70.32%
航亚科技	0.33	0.39	0.11	20.12%	-71.80%
亚光科技	1.39	0.60	0.17	-57.23%	-71.81%
安达维尔	0.32	0.30	-0.13	-4.32%	-144.44%
合计	104.40	153.38	224.87	46.92%	46.61%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

图表 9: 五大主机厂三季报业绩增速

公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	增速	增速
中航沈飞	6.23	11.62	14.53	86.66%	25.05%
中航西飞	3.39	4.55	6.08	34.28%	33.55%
洪都航空	-0.79	0.14	0.68	-117.20%	397.81%
中直股份	3.99	4.83	6.09	21.04%	26.15%
航发动力	4.53	6.59	8.24	45.46%	24.99%
合计	17.34	27.73	35.63	59.90%	28.46%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

图表 10: 五大主机厂三季报毛利率、净利率、ROE 变化

公司	毛利率			净利率			ROE		
	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts
中航沈飞	9.28	9.82	0.54	6.15	5.83	-0.31	12.52	13.64	1.12
中航西飞	6.45	6.67	0.22	1.95	2.63	0.68	2.74	3.92	1.18
洪都航空	3.49	2.14	-1.36	0.45	1.58	1.13	0.26	1.31	1.05
中直股份	11.05	11.94	0.88	3.96	4.29	0.33	5.88	6.82	0.95
航发动力	15.76	14.44	-1.32	4.26	4.49	0.23	1.97	2.15	0.18
平均值	9.21	9.00	-0.21	3.35	3.77	0.41	4.67	5.57	0.90

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

③ 陆军“带量采购”倡议书短期引发军工板块波动，长期提升行业整体效率，产业链中上游企业集中度有望提升

8月23日，《陆军装备部关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》扩散，其中提出“要加快大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价，多点挖潜、控价让利，通过精益管理实现价格整体最优；列装使用环节要统筹降价。”次日中证军工指数开盘大跌，全天下跌0.71%，我们认为：

武器装备需求空前旺盛，军费使用效率的提高是必然选择。军工行业的主要物质来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升，提高军费的使用效率是必经之路。因此，近年来，军队改革、军队和地方工业部门反腐、军品定价议价规则修订等方面的动作，在武器装备层面，目标皆指向：提升军费使用效率，多买装备，买好装备。因此，一定程度引入市场化机制，就成为必然；继而，一定程度出现降价，也成为必然。

军、民品本质不同，保军乃第一要义。军品和民品本质不同，用民品逻辑，如医药集采等，去理解军品，显然是不适用的，是脱离本质的张冠李戴。理由有二：一是，对于军品，“保军”是第一要义，“保军”需“保质”、“保量”、“保及时交付”，这就导致，绝对不可能出现，以降价为目标导向。不合理降价或价格战，带来的供应体系破坏，以及军品质量的下降，如此后果是难以承受的，绝不可能以降低质量为代价换取假性低价。质不高，量不足，交付不及时，这同“练兵备战”的军队方针是相违背的；二是，纵然未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期，但是军品相比民品，毕竟还是“多品种、小批量”，如同样是飞机，波音737系列已生产上万架，而军机单个型号与其有数量级的差异。因此，军品不可能具有民品一般的规模化优势，成本和利润的压缩空间也都是有限的。

我们的判断是：当前还处于供需双方动态博弈阶段，部分军品出现一定程度降价是可能的，也是合理的，这也是军费使用效率提升追求的结果之一，但大概率是价格略降、缓降，对于客户单一、品类单一的公司，短期可能出现价格和利润率的突变，但中长期依然是略降、缓降；随着军品订单的迅速放量，由于规模效应，将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象，因此价格的降低基本可以通过军品放量得以补偿，我们预计，军工企业的利润率将保持相对稳定，不会出现较大幅度的下降；长期来看，影响的是竞争格局，提升的是行业的整体效率，有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益，中上游企业的行业集中度有望逐步提升。

7、国企改革方面：

① 部分军工集团相继发布了“十四五”规划

1、8月29日，航天科技发布“十四五”规划，明确了未来三年的主要目标和任务安排，提出到2025年推动我国跻身世界航天强国行列，到2030年推动我国跻身世界航天强国前列，到2045年推动我国全面建成世界航天强国。

2、8月31日，中国船舶发布“十四五”规划，将以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，全面深化改革，努力实现更高质量、更有效率、更可持续、更为安全的发展，为建设世界一流船舶集团奠定坚实基础，为建设世界一流海军和加快发展海洋经济、建设海洋强国作出更大贡献。

3、9月2日，航天科工发布“十四五”，提出聚焦主责主业，履行强军首责，着力强化航天、防务、安全三方面支撑作用，推动到2025年基本建成世界一流航天防务集团公司，到2035年建成世界一流航天防务集团公司，到本世纪中叶全面建成世界一流航天防务集团公司。

4、9月13日，中国电子发布“十四五”规划，指出“十四五”是中国电子构建新发展体系的深入布局期、提升创新驱动力的关键突破期、实现高质量发展的有效收获期，以“坚底强链”为战略引领，加快打造国家网信产业核心力量和组织平台，更好支撑国家总体安全和现代化发展。

② 多家军工集团召开国企改革深化相关会议

1、8月10日，中国船舶组织召开改革三年行动重点任务推进视频会议，系统总结了子企业董事建设、重要子企业落实董事会职权、董事会向经理层授权、经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人制度、三项制度改革（劳动、人事和分配）、混合所有制改革、“两非”剥离和“压减”工作等重点改革任务推进情况，分析了存在的差距和不足，提出了后续具体工作要求。

2、8月20日，航天科技公告近日召开全面深化改革工作领导小组第二十六次（2021年第八次）会议。会议指出，集团公司要再接再厉、久久为功，确保在2021年年底完成改革三年行动的75%以上；要尽量将各项工作往前提，力争在2022年6月底前全面完成改革三年行动任务。

3、8月24日，为加快推进国企改革三年行动方案，进一步优化资产结构，防范化解经营风险，中国电子召开专项工作推进会，扎实推进“两非”剥离、“清理压缩”及亏损企业治理等专项工作，为中国电子高质量发展奠定坚实基础。

4、8月27日，航天科工召开中长期激励工作推进会，深入总结航天科工国企改革三年行动中的中长期激励工作推进情况，对下一步工作进行再聚焦、再部署、再推动，确保中长期激励工作取得更大成效；会议对深入推进三项制度改革，全面推行经理层成员任期制和契约化管理的相关工作提出要求。

5、8月31日，兵器工业召开全面深化改革领导小组专题会，进一步推动集团公司全面深化改革走深走实、取得更大成效。会议强调，实施国企改革三年行动，意义重大、责任重大、使命重大；要强化组织、狠抓落实，以钉钉子精神扎实推进改革三年行动走深走实；确保年底前完成三年改革任务的70%以上，综合进度力争达到80%以上，明年6月底前改革主体任务基本完成。

6、9月24日，航空工业在北京召开深化改革领导小组及办公室会议，检查集团公司国企改革三年行动进展情况，会议围绕建立市场化经营机制，完善中国特色现代企业制度以及推进混合所有制改革等方面的重大改革任务进行安排部署。

③ 多家军工集团召开 2021 年三季度经济运行分析专题会

1、10月19日，中国船舶集团有限公司召开2021年三季度经济运行分析会，全面总结前三季度生产经营各项工作完成情况，深入分析当前内外部形势，安排部署四季度重点工作。披露1-9月，集团公司营业收入、新接合同、工业总产值、净利润和利润总额同比分别增长9.3%、34.5%、12.3%、26.1%和22.9%，为完成全年目标任务打下了坚实基础。船海产业经营承接不断取得新突破，新接订单国际市场份额持续位居全球造船集团第一位。

2、10月21日，航天科工集团召开2021年三季度经济运行分析会，提出集团公司前三季度生产经营总体呈现平稳态势，型号科研生产任务顺利推进、国际化工作取得新进展，但民用产业仍需不断优化调整产业结构，开拓市场，增强发展动力。

3、10月25日，航空工业党组召开视频专题会，研究分析航空工业三季度经济运行形势，瞄准全年任务目标，部署四季度重点工作。强调航空工业前三季度经济运行稳中有进、进中加快、快中提质，主要效益指标保持快速增长，产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标，为决胜“十四五”开局奠定了坚实基础。

4、10月27日，航天科技集团召开落实两大产业“十四五”规划及2021年产业重点工作推进会。以落实航天技术应用及服务产业两大产业“十四五”规划为切入点，总结前三季度两大产业发展取得的成绩，认真查摆产业发展薄弱环节，多措并举推动产业高质量发展，确保全面完成2021年航天技术应用及服务产业工作目标及任务。

5、11月1日，中国电科召开2021年三季度经济运行工作会，指出前三季度，集团经济运行平稳有序，主要经济指标的完成值、同比增速及年度目标完成率均创近年最好水平，且利润增速高于收入增速，经营业绩呈现稳中向好、快中提质的发展态势。

二、行业长逻辑：军工行业供给侧与需求侧的变化

站在当前时点，我们认为，2020年虽经历了疫情和中美博弈，军工行业“刚需”优势已凸显，中高速增长业绩足够亮眼。时不我待，只争朝夕，2021年是“十四五”的开局之年，距离2027年建军百年奋斗目标7年，距离2035年基本实现国防和军队现代化15年。博观约取，厚积薄发，经过几十年积淀与投入，我国军工行业已经基本具备了“内循环”的技术基础和物质条件，未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期。军工行业迎来了黄金时代和红利期，将真正显现出其成长价值。

军工行业的需求侧和供给端正在发生若干方面的重大变化，我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级，在数量、质

量和结构三个维度都将展现出实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

军工行业需求侧的变化体现在：

- ① **练兵备战的紧迫性**：实战化训练导致耗损增加，备战带来武器装备快速提质补量；
- ② **军改结束后增长的恢复性**：改革接近尾声，需求补偿增长；
- ③ **信息化、现代化、智能化的必要性**：军工行业借助“三化”，将迅速弥补代际差，在部分领域实现反超甚至领跑；
- ④ **自主可控的必然性**：军工行业具有天然的自主可控属性，当前局势倒逼自主可控提速。

军工行业供给侧的变化体现在：

- ① **供给主体**：军工国企通过深化改革实现高质量发展；民参军企业困境已过，成长天花板大幅抬升，并因其规模的低基数，表现出更大的业绩弹性；
- ② **供应链**：加强供应链的安全性和完善性，加快突破核心技术和关键环节的“卡脖子”短板问题，确保产业安全和战略主动；
- ③ **产能**：当前处于产能扩张早期，预计民企扩张意愿更强、扩张速度更快，成为行业快速扩产的重要力量，国企将在关键业务上承担主要角色；
- ④ **资金支持**：军费中的装备费持续支持；一级市场和二级市场有效补充。

三、军工行业的估值

对军工行业的估值探讨是难以回避的，估值过高也是长久以来军工行业最被关注的问题。站在当前时点，我们对估值问题有如下分析和判断：

① **相比较其余行业，军工行业业绩增长优势明显**

在疫情之下，军工行业依然取得了优异的业绩表现，在“十四五”以及相当长的一段时期内，军工行业业绩维持中高速增长的确切性，是其它行业难以企及和比拟的。

② **军工行业当前估值再次回归相对低位**

绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截至2021年11月5日，军工行业PE为66.76倍，处于2014年以来的36.07%分位。考虑到军工行业高景气度以及中美博弈，长期来看是持续性的，基本面和情绪面对军工行业构成显著支撑；**相对估值看，军工行业估值偏低**，创业板、电子行业、计算机行业的PE比值分别为12.98%分位、58.80%分位、28.80%分位。

③ **军工行业估值可消化**

选取中航沈飞、中航西飞、中直股份、中国卫星、航发动力、航天彩虹、国睿科技、紫光国微等20家作为军工行业代表性企业进行测算，若保持年复合20%的增长率，20家公司2025年PE均值为25.5倍；若保持年复合25%的增长率，20家公司2025年PE均值为20.8倍；若保持年复合30%的增长率，20家公司2025年PE均值为17.1倍。

④ **军工行业资产注入的隐含期权依然存在**

军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产

证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来其他行业难以具备的投资价值。

四、建议重点关注五个方向

军机：需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上

我国空军正在按照“空天一体、攻防兼备”的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，旨在建设一支强大的现代化空军。在可得数据的基础上，可以发现，航空装备增速 > 装备费增速 > 军费支出增速 > GDP 增速。而近期，空军披露国产新一代隐身战斗机歼 20 已经列装人民空军多支英雄部队，同时歼 20 也在建党百年大庆上首次大规模集体亮相，也印证了我国航空装备增速有望维持在高位，航空装备产业链相关上市公司也将有望持续受益。

导弹：真打实练，消耗激增

无论从内需还是出口来看，我国导弹武器装备市场需求都有望总体保持稳定且快速的增长。国内装备需求方面，在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，这一点从 6 月国防部例行记者会上，国防部新闻发言人任国强披露的 2021 年以来全军弹药消耗大幅增加中可以得到验证；国际军贸方面，20 世纪以来全球军贸的稳定增长趋势有望在未来得到延续，全球军贸增速甚至可能会出现快速提升。由此来看，无论是国内还是军贸，以导弹、制导炸弹、制导火箭弹等具有消耗性属性的信息化弹药需求量均有望呈现出快速增长的态势，未来将持续兑现至产业链上的相关上市公司业绩。

北斗：北斗三号星座部署完成，“北斗+”以及“+北斗”产业融合升级

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。目前，全球已有 120 余个国家和地区使用北斗系统。我们认为，在当前北斗空间段已经完成建设，卫星应用开始向民用领域快速拓展，北斗应用产业将有望在十四五期间呈现高景气度发展，值得重点关注。

卫星互联网：列入“新基建”，有望成为“十四五”重点发展领域

2020 年 4 月，卫星互联网被国家发改委划定为“新基建”信息基础设施之一，2021 年 4 月，中国卫星网络集团有限公司成立，其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”，对我国卫星互联网产业的发展，特别是低轨卫星互联网领域的发展，起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道，而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。长期来看，卫星互联网有望成为“十四五”期间的重点发展领域。

军工电子：自主可控与国防信息化共同驱动快速增长

《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。目前，军工领域存在“短卡控”问题，自主可控尤为关键，同时，“十四五”期间国防信息化有望提速，以上都将驱动军工电子高景气度发展。

五、建议关注的细分领域及个股

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力、航发控制（发动机），航天彩虹、纵横股份（无人机）、光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），抚顺特钢、钢研高纳（高温合金），西部超导、西部材料、宝钛股份（钛合金），铂力特（3D打印），爱乐达、派克新材（航空制造）等；

航天装备产业链：

天奥电子、康拓红外（星载微系统）、盟升电子（卫星导航通信）、航天电子（测控+无人机+导弹），航天电器（连接器），中国卫星（卫星总体设计制造），海格通信（北斗）；

信息化+自主可控：

紫光国微（军工芯片），大立科技（红外制导），国睿科技（雷达），北方导航（导航控制和弹药信息化），振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（军工电子），中国长城、中国软件（信创）。

六、风险提示

- ① 疫情发展不确定，导致国内宏观经济承压，军费投入力度降低；
- ② 改革后军方用户组织架构调整，导致需求变化，部分已推迟或取消的订单可能不会重启；
- ③ 国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ④ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ⑤ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑥ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

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。
王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

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。