

三表全面向好，高景气叠加确定性，
20 年军工行业有望穿越周期

——19 年报和 20Q1 财务分析

近日，军工板块公司已完成 2019 年报和 2020 一季报披露。我们选取 65 个核心军工标的，从利润表、现金流量表和资产负债表角度考察军工行业的整体变化。

核心观点

- **利润表：19 年营收平稳增长，利润增速超过营收，元器件/原材料企业表现最为强劲。**1) 年度看：19 年板块营收调整后同比增长 7%，利润增长 10%，其中零部件企业得益于毛利率的提升，实现 31% 的业绩增幅，表现最为强劲。2) 季度看，20Q1 受疫情影响，行业整体营收利润略有下滑，但依然有 31 家企业业绩录得正增长。3) 财务费用的下降是推动行业利润增速超过营收的主因，管理（含研发）费用率整体平稳但研发投入力度持续增强，费用结构稳步改善。4) 分下游看，航空板块增长最明显，19 年营收和业绩分别增长 13% 和 19%，并且 20Q1 业绩增速进一步提升至 52%。
- **现金流量表：19 年现金流迎来拐点向上，尤其是分系统和民参军企业明显改善。**19 年全行业现金状况均获得改善，全年经营性现金净流入 232 亿元，是 18 年的 2.7 倍。其中民参军企业销售收现比结束了持续 3 年的下滑，大幅回升至 92%。现金流的改善通常会体现于下一年度的财务费用率下降，我们认为 19 年现金流入集中度高，且资本开支相对平稳的分系统层级公司改善会更明显。
- **资产负债表：19 年下游预收款高位加速上行，上游在建工程大幅增长，行业应收账款迎来历史性下降。**1) 19 年全产业链预收账款加速增长，尤其是总装企业同比增长 19%，说明订单饱满。2) 19 年零部件和民参军企业在建工程分别增长 40% 和 59%，说明配套和技改需求增长。3) 19 年行业应收账款迎来历史性下降，说明“压两金”取得成效，资金拨付/回款获得明显改善。而应收账款的下降有望带来减值损失的减少，进一步体现于利润端的改善。
- **三表全面向好，Q1 疫情不改板块增长确定性与高景气持续性。**总览军工行业核心标的的历年财报，可以发现 19 年利润表稳步向好，经营效益持续改善，同时现金流量表和资产负债表均迎来历年最佳表现：回款大幅改善，订单加速增长，上游扩产提速，行业整体呈现高景气状态。在此背景下，虽然行业 Q1 受疫情影响增速有所放缓，但多数企业仍表现出较强的增长韧性，其根本在于需求的确性和供应体系的强抗风险能力。我们认为军工行业穿越周期的属性有望在本轮外部环境变化中展现，看好 20 年未来三个季度的业绩表现。

投资建议与投资标的

- **信息化及原材料：**器件/材料作为供应链的最上游层级，应用领域广泛且配套时序靠前，有望率先受益。信息化建议关注：火炬电子(603678，未评级)、航天电器(002025，买入)、振华科技(000733，增持)、中航光电(002179，买入)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034，未评级)、光威复材(300699，买入)等。
- **分系统：**19 年经营层面边际改善，叠加现金流的高度集中，预期分系统层级企业 20 年财务费用率有望下降，该层级具备出现拐点型公司的机会，建议关注：中航机电(002013，买入)、中航重机(600765，买入)、中航高科(600862，未评级)、航新科技(300424，未评级)、杰赛科技(002544，未评级)、雷科防务(002413，未评级)、航天电子(600879，增持)、ST 电能(600877，未评级)、*ST 湘电(600416，未评级)等。
- **总装：**高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中直股份(600038，增持)、航发动力(600893，未评级)等。

风险提示

- 订单及收入确认进度不及预期；武器装备研发进度不及预期



行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 国防军工行业
报告发布日期 2020 年 05 月 07 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888-4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

联系人 冯函
021-63325888-2900
fenghan@orientsec.com.cn

相关报告

基金主动持仓止跌回升，但低配幅度继续扩大：2019Q4 军工行业基金持仓分析 2020-04-28

卫星互联网首次列入“新基建”，大通信的“星时代”序幕开启： 2020-04-21

从美国 21 年国防预算结构调整，看大国博弈下的军事对抗制高点： 2020-04-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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

目 录

一、19 年行业增速平稳经营效益改善，20Q1 受疫情影响但表现出较强韧性 .5	
1.1 零部件 19 年业绩实现 31%的高增长，总装 Q1 业绩录得正增长.....9	
1.2 军工集团经营效益稳步改善，民参军营收利润增速回升 12	
1.3 航空板块增速快，看好商业宇航市场带来更大成长空间 14	
二、19 年现金流状况达到历史最佳，行业 20 年财务费用率有望下降 14	
2.1 全产业链企业现金流状况均获改善，分系统层级经营性现金流入最为明显 15	
2.2 民参军企业 19 年销售收现比大幅回升，Q1 经营性性现金流净值依然为正 16	
三、下游预收款大增，上游加速扩产，行业应收款项出现历史性回落 17	
3.1 总装预收款加速增长，零部件企业加速扩产 17	
3.2 军工集团预收款保持高位，民参军回款改善明显 19	
四 投资建议.....20	
五 风险提示.....21	
六 附录：65 个标的财务概况.....21	

图表目录

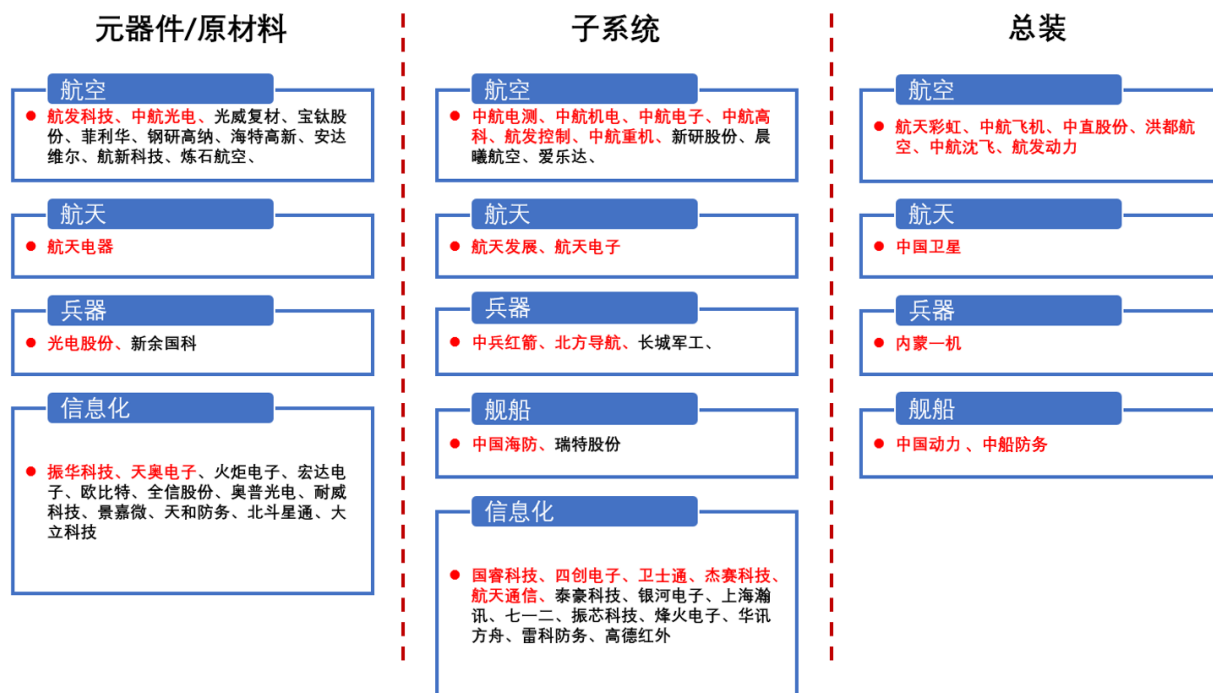
图 1: 军工业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）	5
图 2: 2014~2020Q1 营收（亿元）和同比增速（未调整）	6
图 3: 2014~2020Q1 利润（亿元）和同比增速（未调整）	6
图 4: 2014~2020Q1 营收（亿元）和同比增速（调整后）	8
图 5: 2014~2020Q1 利润（亿元）和同比增速（调整后）	8
图 6: 2014A~2020Q1 营收（亿元）及各季度占比	8
图 7: 2014A~2020Q1 净利润（亿元）及各季度占比	9
图 8: 按产业链分类营收增速（年度同比）	9
图 9: 按产业链分类利润增速（年度同比）	9
图 10: 按产业链分类营收增速（季度同比）	10
图 11: 按产业链分类利润增速（季度同比）	10
图 12: 按产业链分类毛利率	11
图 13: 按产业链分类三费率	11
图 14: 按产业链分类财务费用率	11
图 15: 按产业链分类管理（含研发）费用率	11
图 16: 按产业链分类研发占比营收	12
图 17: 按产业链分资产减值（含商誉减值）占比营收	12
图 18: 按所有制分类营收及利润增速（年度同比）	12
图 19: 按所有制分类营收及利润增速（季度同比）	12
图 20: 按所有制分类毛利率	13
图 21: 按所有制分类三费率	13
图 22: 按所有制分类财务费用率	13
图 23: 按所有制分类管理（含研发）费用率	13
图 24: 按所有制分类研发支出占比营收	14
图 25: 按所有制分类资产减值损失（含商誉减值）占比	14
图 26: 按下游分类营收增速	14
图 27: 按下游分类利润增速	14
图 28: 按产业链分类销售收现比情况（年度）	15
图 29: 按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（年度）	15
图 30: 按产业链分类销售收现比情况（Q1）	16
图 31: 按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（Q1）	16
图 32: 按所有制分类销售收现比情况（年度）	16
图 33: 按所有制分类经营性现金流净值/亿元（年度）	16

图 34：按所有制分类销售收现比情况（Q1）	17
图 35：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（Q1）	17
图 36：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（年度）	18
图 37：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（Q1）	18
图 38：按产业链层级分存货（亿元）及占比	18
图 39：按产业链层级分应收款项（亿元）及占比	18
图 40：按产业链层级分固定资产增速	19
图 41：按产业链层级分在建工程增速	19
图 42：按所有制分预收账款（亿元）及增速情况	19
图 43：按所有制分存货（亿元）及周转率情况	19
图 44：按所有制分固定资产增速	20
图 45：按所有制分在建工程增速	20
表 1：19 年商誉减值损失超过 1000 万的公司	6
表 2：2016~2018 年发生资产重组的主要公司	6
表 3：2019 年发生资产重组的主要公司	7
表 4：65 个标的 19A&20Q1 财务概况（亿元）	21

近日，军工板块公司陆续公布了 2019 年年报和 2020 年一季报。我们综合中信和申万军工指数成分股，删减个别军品占比低的标的，增加了军品占比较高的新股，最终选取 65 个军工板块重点标的。通过对这些上市标的历年财务情况的梳理和分析，跟踪军工行业的整体经营状况。我们主要从三个维度对 65 个标的进行分类：

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

图 1：军工业务占比较高的 65 个标的（红字表示军工集团标的）

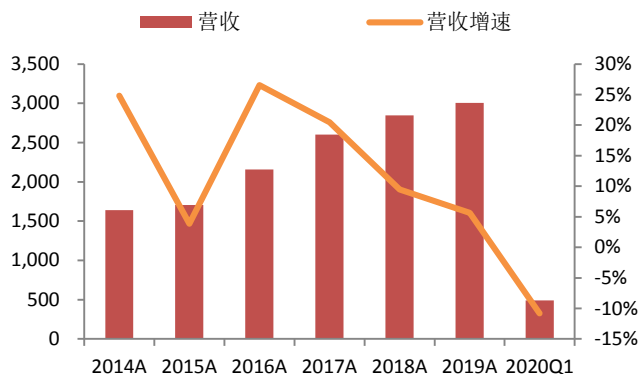


数据来源：东方证券研究所

一、19 年行业增速平稳经营效益改善，20Q1 受疫情影响但表现出较强韧性

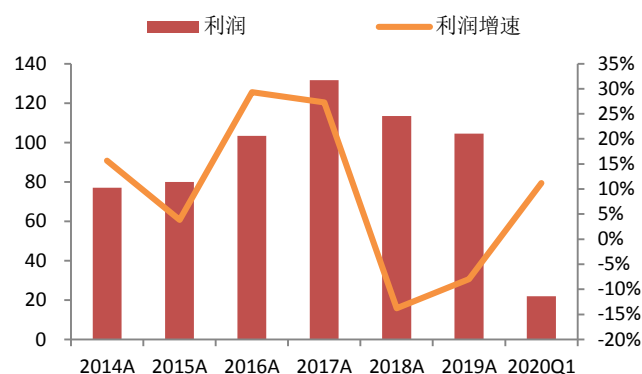
65 个重点军工标的中，2019 年合计实现营收 3007 亿元，同比增长 6%，实现归母净利润 104 亿元，同比下降 8%。2020Q1 实现营收 490 亿元，同比下降 11%，实现归母净利润 22 亿元，同比增长 11%，Q1 疫情下利润端实现正增长的企业共计 31 家。

图 2：2014~2020Q1 营收（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2014~2020Q1 利润（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

与往年相比，19 年营收和利润增速较低，主要由两方面原因导致：

1) 部分军工企业 2019 年计提大额商誉减值。在 65 家军工企业样本范围内，19 年计提商誉减值的军工企业数量 13 家（合计计提 45 亿元），相比 18 年的 11 家（合计计提 25 亿元）有较为明显的增长。相较于 65 个标的合计 22 亿元的净利润，19 年 45 亿元的商誉减值对军工板块的真实经营性利润数据产生重大影响，直接导致整体增速大幅下降。

表 1：19 年商誉减值损失超过 1000 万的公司

公司	19 年商誉减值计提/亿元	19 年归母净利润/亿元
新研股份	15.40	-19.79
炼石航空	11.21	-15.48
航天通信	7.85	-8.36
北斗星通	5.52	-6.51
欧比特	2.80	-2.34
泰豪科技	1.57	1.44
航天彩虹	0.43	2.32
航天电器	0.15	4.02
银河电子	0.10	1.53

数据来源：Wind，东方证券研究所

2) 19 年军工国企资产重组案例较 18 年有所回升，但明显少于 16~17 年，重组带来的业绩增厚相对有限。16 和 17 年集团军工企业资产重组案例多、规模大，尤其是内蒙一机、中航沈飞等交易规模超过 70 亿元的总装企业，在很大程度上增厚了该两年军工板块的营收和净利润。19 年营收增速相对 18 年有所回落主要在于集团军工企业瘦身健体、聚焦主业，将非主业低效资产剥离所致。

表 2：2016~2018 年发生资产重组的主要公司

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

航天电子	购买航天时代、陕西导航等资产	2016.10.25	30 亿	106%	5%	80%	25%
中国动力	购买广瀚动力、齐耀重工等资产	2016.4.30	139 亿	261%	24%	513%	16%
四创电子	购买 38 所旗下博微长安资产	2017.5.11	11 亿	66%	27%	56%	-7%
中国动力	增持武汉船机	2017.8.12	1 亿	12%	4%	12%	12%
中国海防	购买中船重工旗下长城电子资产	2017.10.14	4 亿	33%	16%	1023%	89%
杰赛科技	购买远东通信、电科导航、中网华通、华通天畅、东盟导航资产	2017.10.17	17 亿	122%	17%	90%	6%
中航沈飞	收购沈飞资产	2017.11.23	80 亿	1586%	9%	2446%	26%
中国动力	火炬控股淄川火炬新区相关净资产	2018.4.28	1 亿	28.0%	8%	12.0%	15%
中航机电	宜宾三江机械、新乡航空工业股权	2018.4.4	9 亿	26%	4%	45%	16%
航天发展	收购锐安科技、壹进制、航天开元股份	2018.12.17	14 亿	50%	41%	62%	59%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

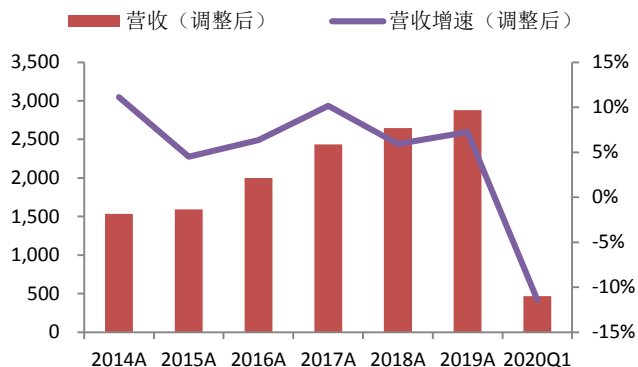
表 3：2019 年发生资产重组的主要公司

公司	收购资产类别	收购完成	收购资产金额	调整前营收增速	调整后营收增速	调整前利润增速	调整后利润增速
中国海防	海声科技、辽海装备、杰瑞科技、杰瑞电子、杰瑞自动化、永志泰兴部分股权	2019.12.3	68 亿	1062%	15%	858%	36%
中航机电	收购南京航健部分股权，剥离贵阳电机	2019.12.31	3 亿	4%	3%	15%	12%
洪都航空	置入洪都集团导弹业务、置出公司零部件制造业务	2019.7.31	14 亿	83%	46%	-45%	-42%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

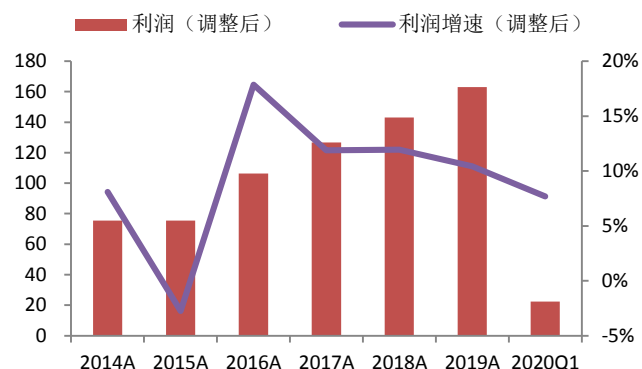
考虑到军工国企重组、大额商誉减值以及大额投资收益确认对业绩的影响，我们将对数据进行 3 项调整：1) 每一报告期的营收及利润增速采用与上一报告期的调整后数据对比获得，2) 剔除新研股份、炼石航空、航天通信、北斗星通、银河电子、全信股份 6 家公司，不再纳入分析范围。3) 中船防务因丧失广船国际控制权，在 20Q1 确认 33.90 亿元投资收益，对该季度利润分析产生重大影响，因此剔除。4) 华讯方舟年报审计工作尚未完成，且部分事项尚存在重大不确定性，因此剔除。按照调整后的营收利润计算，18A、19、20Q1 军工板块的营收增速分别为 6%、7%、-11%（对应调整前 9%、6%、-11%），归母净利润增速分别为 12%、10%、8%（对应调整前-14%、-8%、11%）。在本章的后续分析中，我们对调整后的标的进行财务分析。

图 4：2014~2020Q1 营收（亿元）和同比增速（调整后）



数据来源：Wind，东方证券研究所

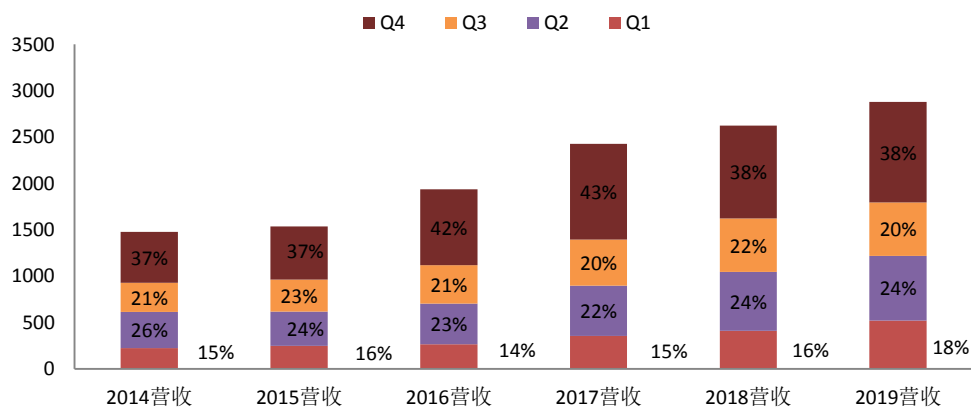
图 5：2014~2020Q1 利润（亿元）和同比增速（调整后）



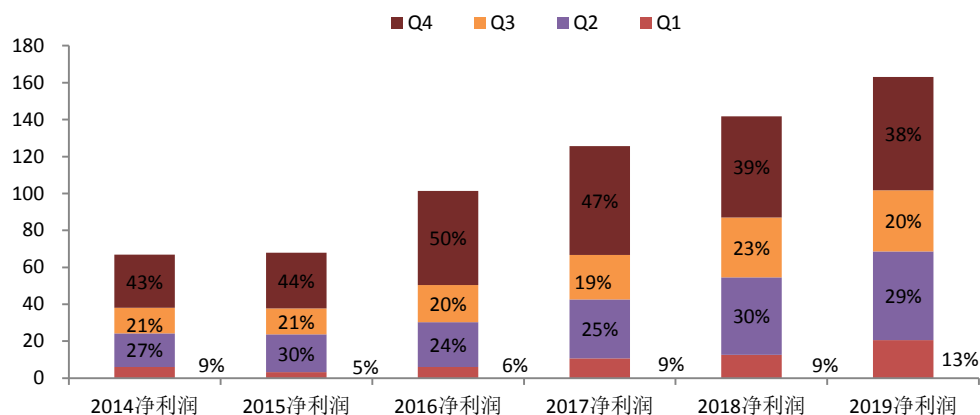
数据来源：Wind，东方证券研究所

2019 年军工板块营收和利润增速相比 2018 年基本持平，且利润端增速超过营收端，说明经营效应持续改善。2020Q1 营收端出现 11% 的下滑，主要是受疫情影响导致生产和交付延迟；但利润端依然维持 7% 的较快增长，主要是受中航沈飞强劲的业绩表现拉动。分季度看，19 年 Q1 的营收和利润占比进一步提升，全年分布更为均衡，说明上市公司占比较高的航空工业集团近年来持续推进的“均衡生产”成果显现。

图 6：2014A~2020Q1 营收（亿元）及各季度占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

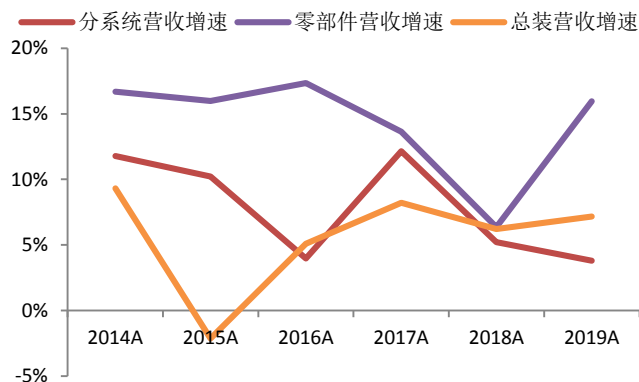
图 7：2014A~2020Q1 净利润（亿元）及各季度占比


数据来源：Wind，东方证券研究所

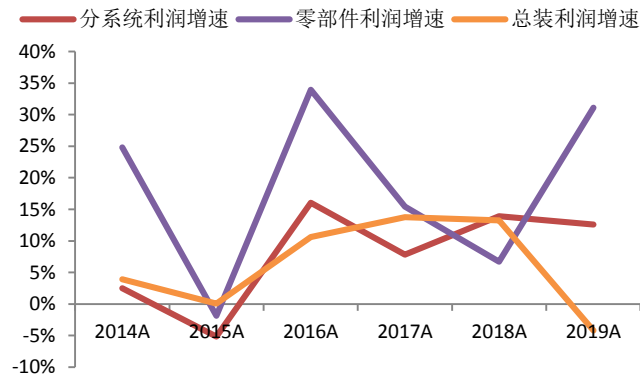
1.1 零部件 19 年业绩实现 31% 的高增长，总装 Q1 业绩录得正增长

从年度数据看，三个产业链层级军工企业营收均实现正增长，其中零部件企业增长最为明显。零部件层级企业历史营收增速均保持在 16% 左右，18 年增速下滑主要与部分下游客户年底开展“五清”专项活动导致收入确认延后，以及部分企业剥离低效资产所致，19 年增速已恢复至 15.96%。

从年度数据看，三个产业链层级的军工企业利润增速分化，零部件增长明显，总装有所下滑。零部件层级企业 19 年利润增长 31.11%，增速超过营收，主要得益于航发科技、天和防务扭亏以及原材料企业的强劲增长。总装利润增速下滑主要为中国动力业绩下滑所致，19 年中国动力实现归母净利润 9.91 亿元，同比下降 26.45%。

图 8：按产业链分类营收增速（年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

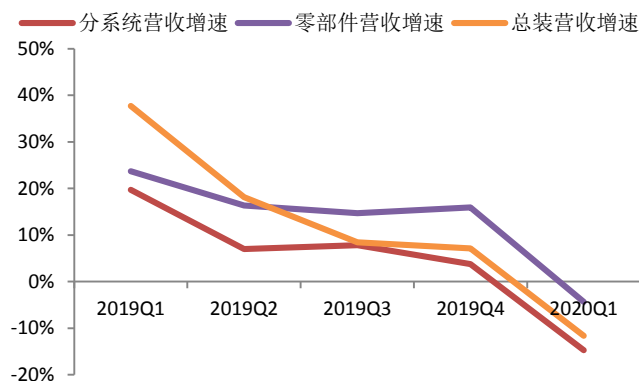
图 9：按产业链分类利润增速（年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

从季度数据看，19 年上半年增速显著高于下半年，20Q1 总装企业业绩表现亮眼。三个层级军工企业，均出现上半年增速快于下半年的现象，说明“均衡生产”推行后上半年交付的军品相对增加，这一现象在总装企业中表现地最为明显。20Q1 受疫情影响三个层级企业在营收端均出现负增长，

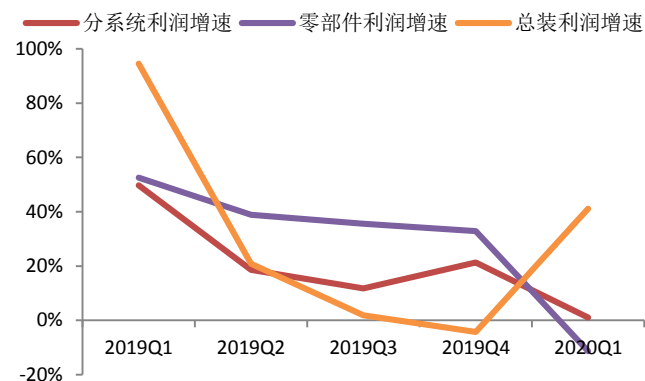
但在利润端总装企业依然实现了 40.94% 的正增长，这主要得益于中航沈飞 Q1 业绩（净利 5.98 亿元，同比增长 201.57%）的强劲增长，此外，中航飞机、洪都航空、航发动力、内蒙一机等总装企业在 20Q1 同样录得正增长。

图 10：按产业链分类营收增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：按产业链分类利润增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析各产业链的毛利率和三费率情况，我们发现：中上游的毛利率和三费率稳中有升，下游总装的毛利率略微下降，三费率均有下滑。不同的产业链层级也呈现出不同的特点，导致盈利能力也有不同的变化。

分系统：利润增速高于营收，毛利率提升、财务费用下降。19 年分系统层级军工企业综合毛利率和财务费用率分别为 27.50% 和 1.31%，相比 18 年分别提升 1.78pct 和下降 0.12pct。

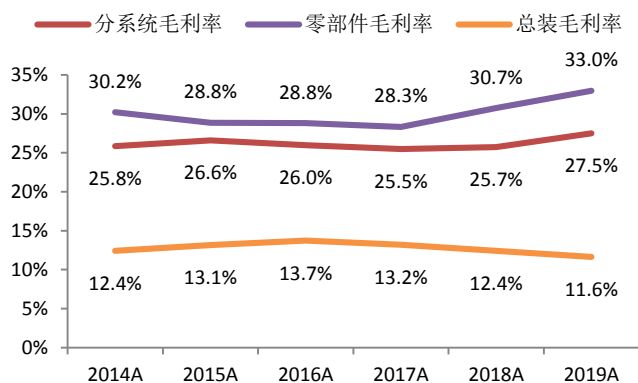
零部件：利润增速高于营收，毛利率提升。19 年零部件层级军工企业综合毛利率为 32.97%，较 18 年提升 2.24pct，主要得益于高毛利率产品营收占比的提升。

总装：利润增速低于营收，毛利率下降导致，但费用结构持续优化。19 年总装企业综合毛利率为 11.63%，较 18 年下降 0.78pct，除洪都航空和中国卫星外的各大主机厂 19 年毛利率均出现不同程度的下降。但与此同时，总装企业的管理费用率（在研发占比提升的情况下）、财务费用率呈下降趋势，费用结构持续优化。

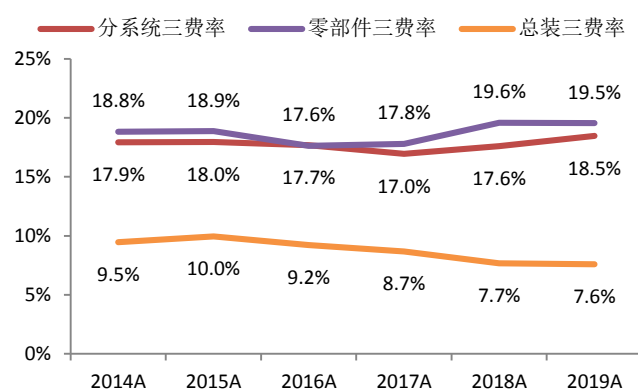
观察近三年财务状况，可以发现零部件和分系统层级企业毛利率上升明显，与此同时总装企业的毛利率在缓慢下降，但费用率却得到改善，我们认为可能是以下几方面原因导致的：

- 1) 总装企业以最末端的装配为主，在行业需求快速扩张的过程中，部分供应环节产能相对吃紧，这个时候若要满足军方需求推进交付节奏，总装企业的主导权反而并不强。此时，在下游总装和中上游零部件的供求关系中，议价优势可能会向中上游核心配套环节的供应商迁移，从而造成毛利率水平的此消彼长。
- 2) 军品产业链越往下游装配需求越多&专用性越强，越往上游制造需求越多&通用性越强。因此在行业需求快速扩张的过程中，中上游配套层级公司更容易发挥出规模效应，从而带来毛利率的提升。
- 3) 与此同时，对于下游总装企业来说，体内重资产的制造环节相比外部独立配套并不占优，自给自足无法充分发挥规模优势。因此总装企业存在将锻铸、机加等重资产业务剥离，转而采用外

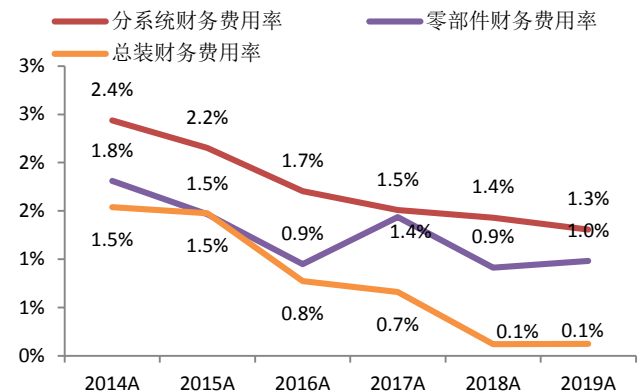
部配套的可能性，由中上游更多地去承担行业需求扩张带来的投资压力。而重资产投入需求的下降带来了总装企业更充沛的现金流和更精炼的团队，从而反映为费用率的下降。

图 12：按产业链分类毛利率


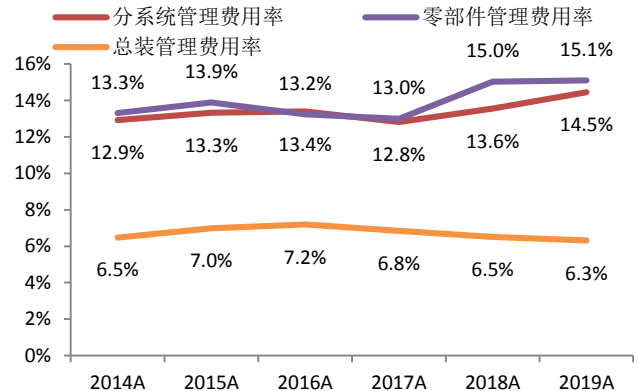
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：按产业链分类三费率


数据来源：Wind，东方证券研究所

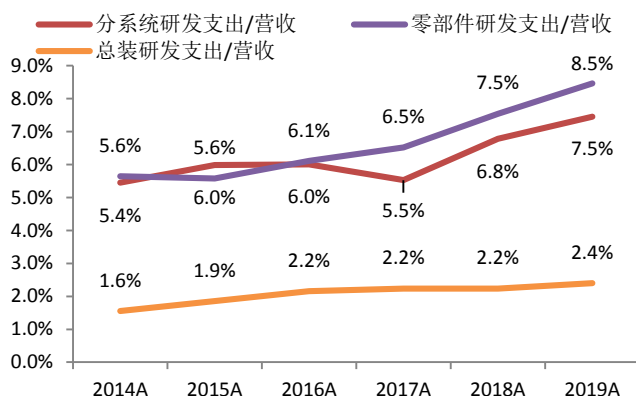
图 14：按产业链分类财务费用率


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：按产业链分类管理（含研发）费用率


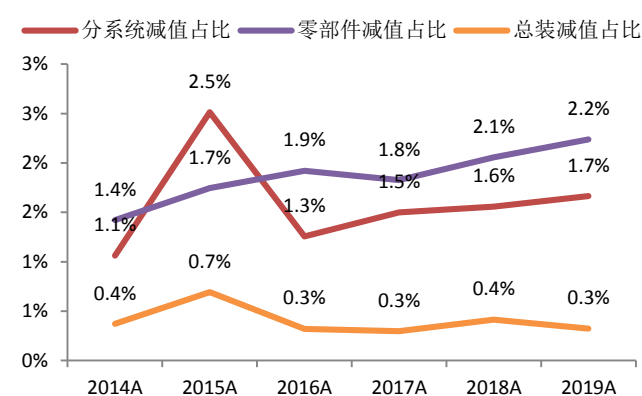
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：按产业链分类研发占比营收



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：按产业链分资产减值（含商誉减值）占比营收



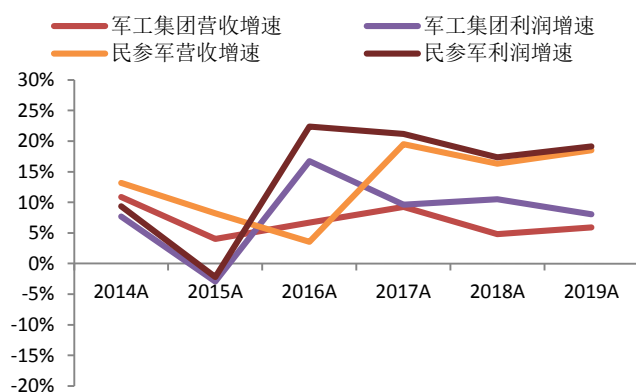
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 军工集团经营效益稳步改善，民参军营收利润增速回升

从年度数据看，19 年集团军工营收平稳增长，利润端增速超过营收；民参军企业维持 20% 的较快增长。集团军工企业 19 年营收增长 5.90%，利润增长 8.05%，说明经营效益在持续改善；民参军企业 19 年营收增长 18.52%，利润增长 19.15%，增速相比 18 年有所提升，且明显高于集团军工企业，说明在军品生产配套中民营企业在发挥越来越重要的作用。

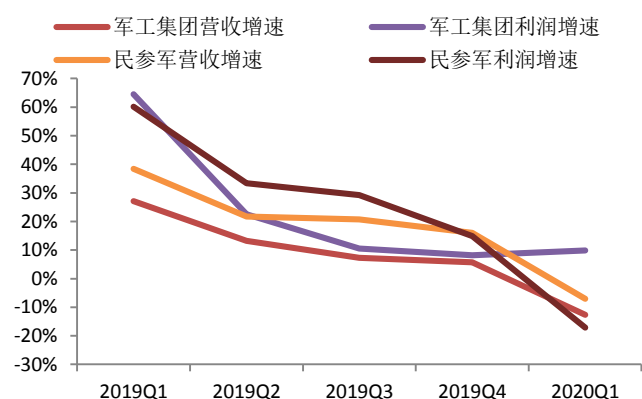
从季度数据看，上半年增速显著高于下半年，20Q1 仅集团军工维持正增长。无论集团军工还是民参军，Q4 的增速在全年均处于最低水平（但依然为正增长），说明“均衡生产”推行后上半年交付的军品相对增加。20Q1 受疫情影响集团军工和民参军均出现营收负增长，但集团军工在利润端依然维持了 9.91% 的正增长，主要得益于中航沈飞 Q1 业绩（净利 5.98 亿元，同比增长 201.57%）的强劲增长。

图 18：按所有制分类营收及利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：按所有制分类营收及利润增速（季度同比）

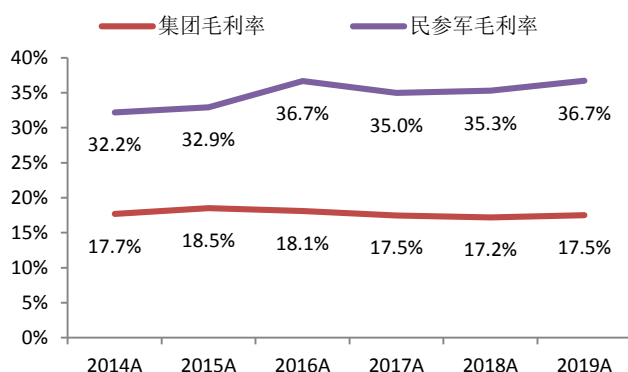


数据来源：Wind，东方证券研究所

集团军工企业财务费用率稳步下降，费用结构持续优化。集团军工企业的财务费用率从 2014 年的 1.81%，稳步下降至 2019 年的 0.51%。财务费用率的下降主要得益于企业压两金和军费拨付增加，现金状况持续好转；14~19 年集团军工企业管理费用率基本维持在 9% 的水平，但研发开支占比从 3.0% 快速提升至 4.1%，说明军工央企在提质增效、深化改革方面取得进步，实现费用结构的优化。

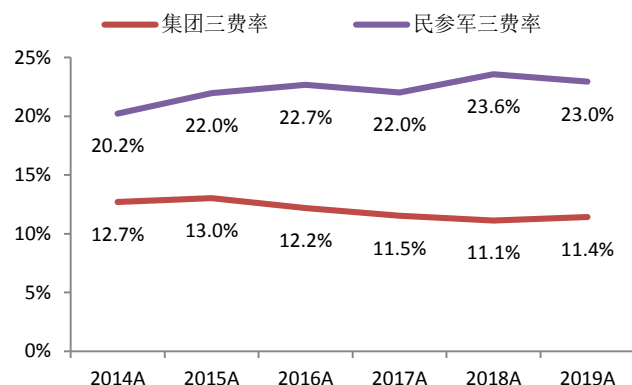
民参军企业毛利率提升，财务状况好转，但减值损失增长较快。受军改影响，民参军企业的现金流一度吃紧，17年财务费用率达到1.83%的阶段高点，但18年开始随着回款改善开始逐步回落，19年继续降低至1.46%。但减值损失占比营收在19年出现较大增长，从18年的2.23%提升至19年的2.91%，商誉减值的增长是主要原因（除已剔除的新研股份、炼石航空、北斗星通外，欧比特和泰豪科技同样计提了上亿的商誉减值）。

图 20：按所有制分类毛利率



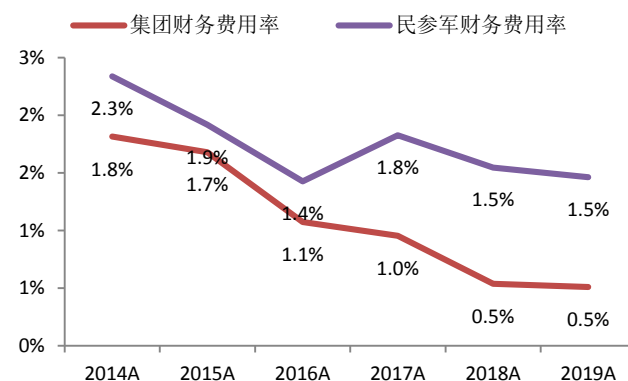
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：按所有制分类三费率



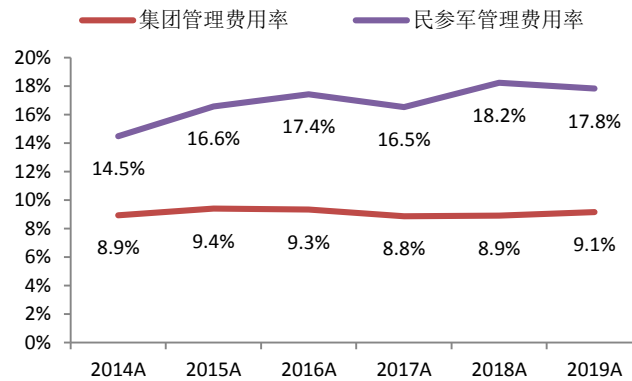
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：按所有制分类财务费用率



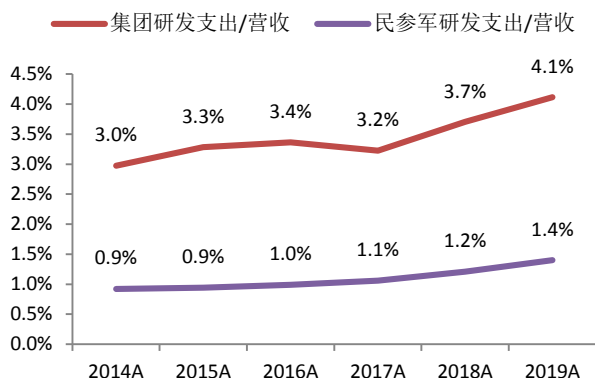
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：按所有制分类管理（含研发）费用率



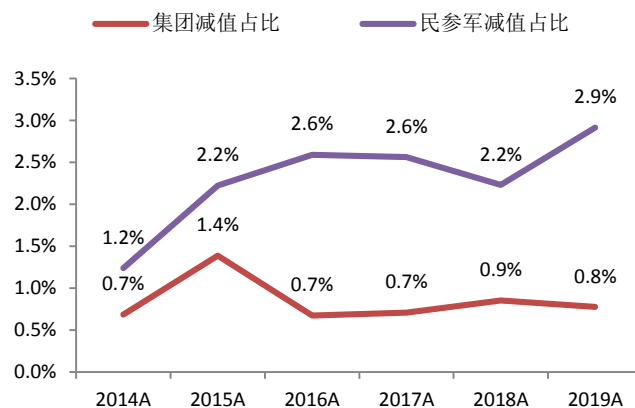
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：按所有制分类研发支出占比营收



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：按所有制分类资产减值损失（含商誉减值）占比

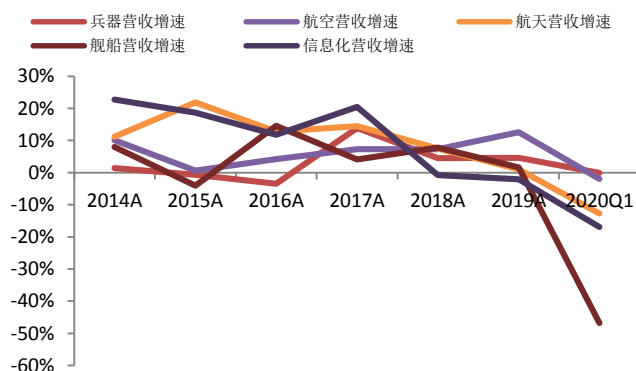


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 航空板块增速快，看好商业宇航市场带来更大成长空间

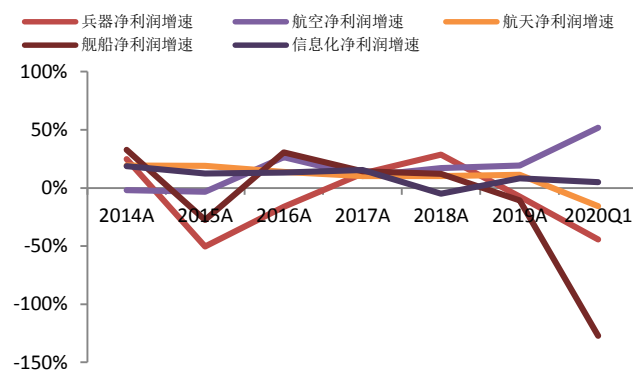
按不同下游分类：近年来，航空板块营收和利润增速在行业中处于明显较高的水平，航天板块增长不明显可能与板块核心资产证券化比例较低有关。随着商业航空和商业航天产业的崛起，我们认为航空航天依然是十四五国防军工成长空间最大也是最主要的发展领域，同时伴随装备信息化建设和国产替代的持续推进，信息化板块的需求也将保持持续增长。

图 26：按下游分类营收增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：按下游分类利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、19 年现金流状况达到历史最佳，行业 20 年财务费用率有望下降

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

总结历史数据我们发现如下规律：1) 军工行业经营性现金流净值全年前低后高，五年计划前低后高。2) 现金流改善时，从总装向分系统及零部件层级传导，从军工集团向民参军传导，3) 第一

年现金流状况与第二年的财务费用率有较高的关联度。

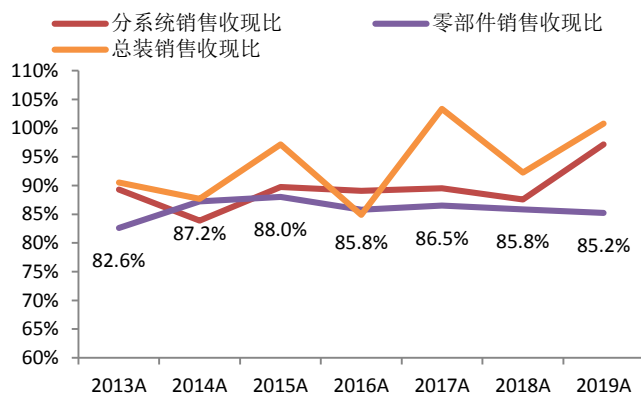
2.1 全产业链企业现金状况均获改善，分系统层级经营性现金流入最为明显

总装企业 19 年销售收现比和经营性现金流净值提升明显。总装企业销售收现比经历 18 年小幅回落至 92%后，19 年再次回升到 101%。总装企业的销售收现比呈现两年期的波动状态，近三年平均维持在 99%的水平，整体中枢上移，说明目前的军费拨付已经恢复到了非常健康的状况。

分系统企业 19 年销售收现比和经营性现金流净值提升明显，但收现比略低于总装。分系统处于产业链中游，因此销售收现一定程度上取决于主机厂的现金拨付。19 年分系统销售收现比为 97%，相比 18 年以前平均 88%的水平有较为明显的提升。从现金流净值看，分系统企业 19 年净流入 82 亿元，是 18 年的 4.5 倍，从绝对值看几乎接近总装企业，说明目前现金流在分系统层级较为集中。

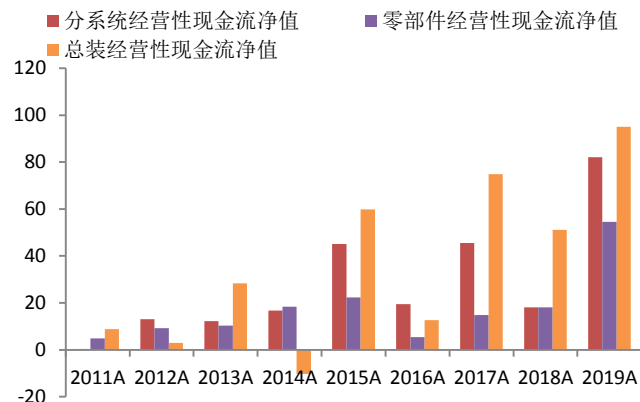
零部件企业 19 年销售收现比平稳略降，但经营性现金流净值提升。零部件企业 19 年销售收现比 85%，基本持平历史平均，说明产业链最上游依然存在回款拖延的情况。但值得注意的是，由于军工集团压两金的需求，近年来零部件层级企业开始使用应收账款保理变现等手段改善现金状况，可以在一定程度上缓解回款压力。从现金流净值看，零部件企业 19 年净流入 55 亿元，是 18 年的 3 倍。在零部件企业销售收现比未增长的情况下，19 年经营性现金净流入的增长主要来自流出的减少，对应为 18 年积压存货在 19 年的快速消化。

图 28：按产业链分类销售收现比情况（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

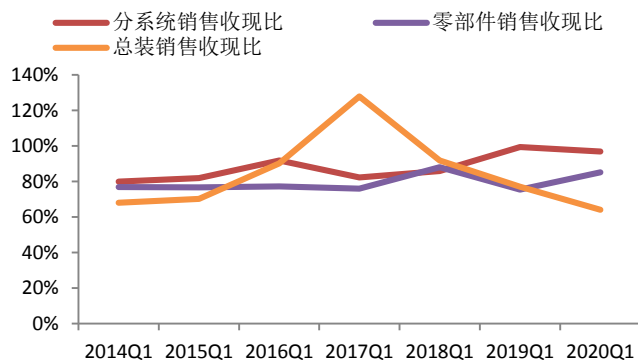
图 29：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

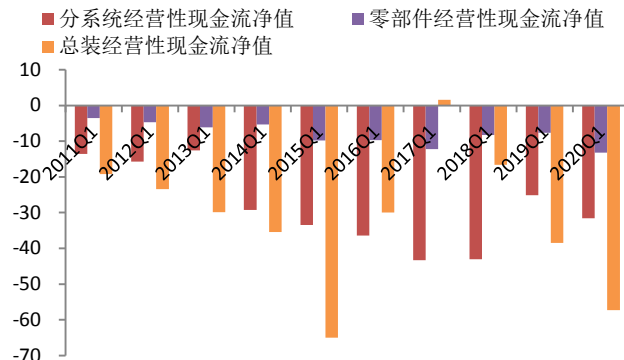
20Q1 三个层级军工企业经营性现金流净值均有所下降。军工行业 Q1 为全年生产任务的备货阶段，采购支出会相对更多，因此经营性现金流表现为负数。20Q1 由于疫情影响，导致复工复产和物流发货延迟，从而导致经营性现金流入下降。但总体表现可控，相比 19Q1 并没有出现太大的变化。

图 30：按产业链分类销售收现比情况（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（Q1）



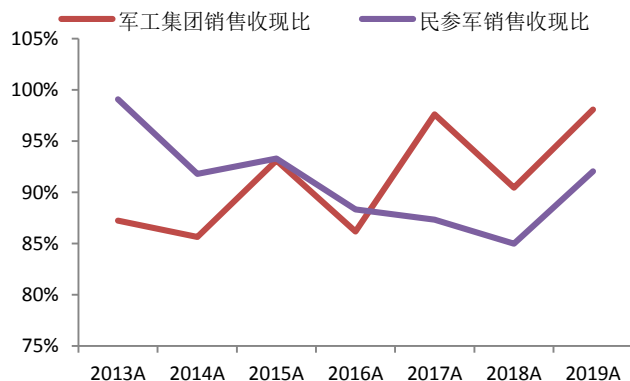
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 民参军企业 19 年销售收现比大幅回升，Q1 经营性性现金流净值依然为正

军工集团 19 年销售收现比和经营性现金流净值回升。由于军工集团中总装企业的权重较高，因此在综合统计现金流状况时，军工集团的表现与总装企业较为类似，呈现出 2 年期的波动。集团军工企业 19 年的销售收现比 98%，经营性现金净流入 190 亿元，现金状况理想。

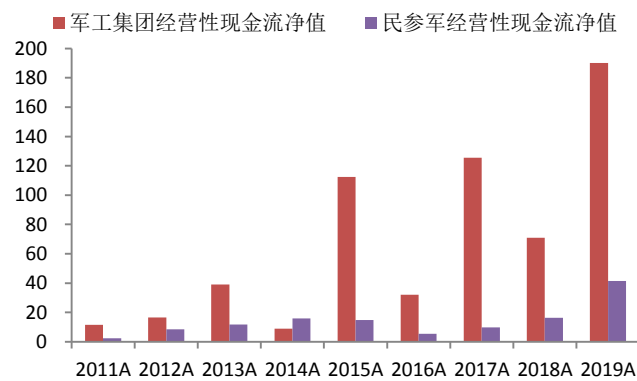
民参军销售收现比自 16 年以来持续下降，19 年大幅回升。由于民参军企业多数处于产业链中上游，因此军工集团和民参军之间也同样存在一定的现金流传导关系，同时所有制的不同一定程度上加强了这一现象。与同层级的央企配套企业相比，上游民参军企业在回款方面相对弱势，其现金流更困难一些。通过数据分析也可以发现，17 年军工集团现金流的改善并没有立即在民参军企业体现，17、18 年民参军企业的销售收现比和经营性现金流净值延续下滑趋势。直到 19 年才显著回升，其中销售收现比 92%，同比增长 7pct，经营性现金流净值 42 亿元，是 18 年的 2.5 倍。

图 32：按所有制分类销售收现比情况（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 33：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（年度）

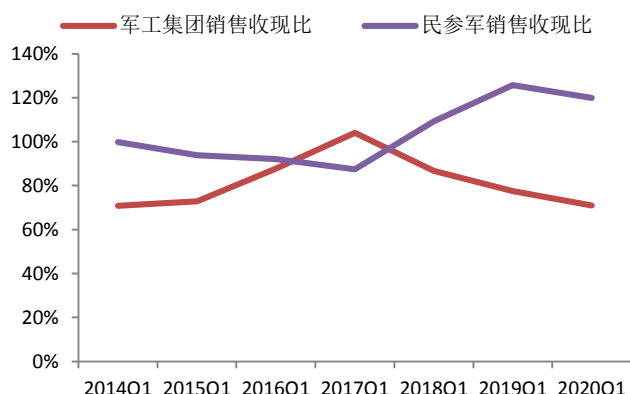


数据来源：Wind，东方证券研究所

疫情冲击下，20Q1 民参军企业现金回款状况依然维持较好水平。20Q1 集团军工和民参军企业的销售收现平稳微降，可能与疫情影响有关。民参军企业的 Q1 销售收现比显著高于军工集团，说明全年回款在 Q1 较为集中（集团军工企业 Q1 销售收到的现金占比全年 14%，民参军企业占比为

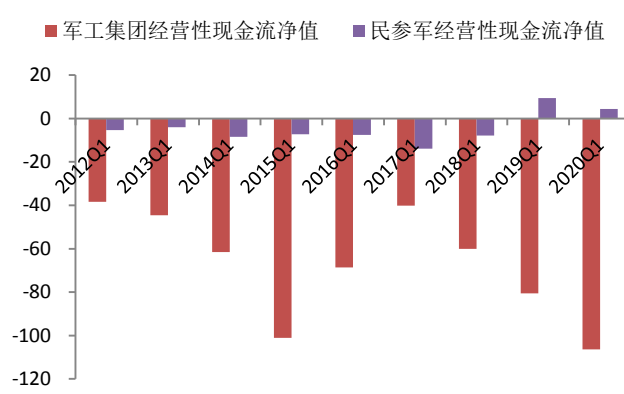
26%)。民参军企业 Q1 经营性现金流净值有所下降，但疫情下依然维持正流入，说明回款状况良好。

图 34：按所有制分类销售收现比情况（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为 20 年军工行业财务费用率有望整体下降。结合第一章的财务费用率分析，可以发现集团军工企业 15 和 17 年较高的现金流净值对应了 16 和 18 年财务费用率的明显下降；而民参军企业 16、17 年现金流净值的持续降低，对应了 17、18 年财务费用率的持续提升。不同产业链层级军工企业也展现出同样的规律。19 年整个军工板块的现金状况均处于历年最高水平，我们认为这将带来 20 年财务费用率的整体下降。其中经营性现金净流入最大且资本开支相对平稳的分系统层级企业 20 年在财务费用端的改善可能最明显，其次为零部件层级的民参军企业。

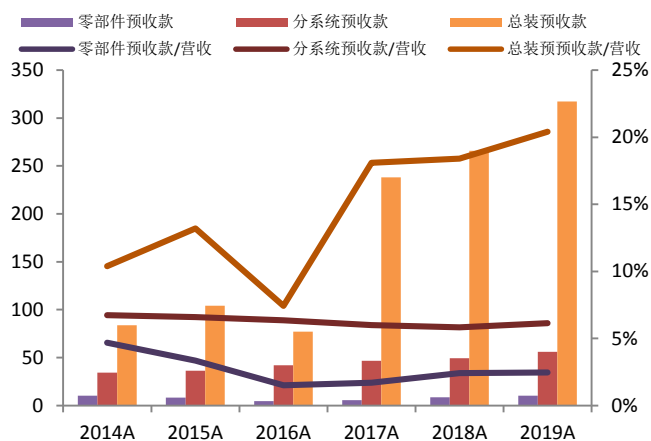
三、下游预收款大增，上游加速扩产，行业应收款项出现历史性回落

为研究军工行业订单、库存、回款以及投资扩产情况，我们分别选择了预收账款、存货、应收账款、及在建工程四个财务指标进行年度统计和分析。总体来看，1、19 年总装企业预收款增长 19%，说明订单饱满、生产任务重，行业持续高景气；2、上游零部件企业在建工程增长 40%，固定资产增长 11%，说明在加速扩建产能和技术升级，以匹配下游需求。3、民参军企业在建工程增长 59%，固定资产增长 12%，说明现金状况良好，管理层积极扩产对行业增长持乐观预期。

3.1 总装预收款加速增长，零部件企业加速扩产

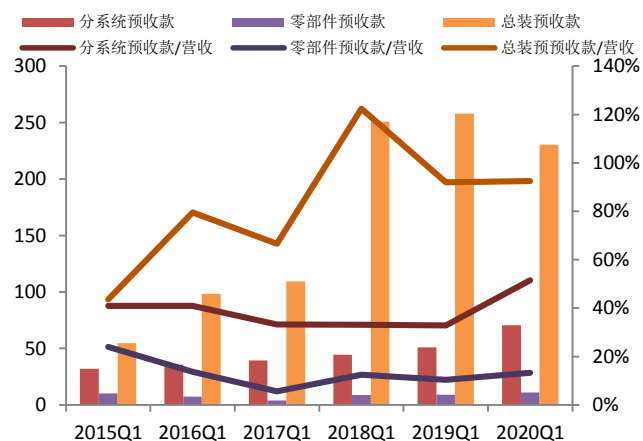
19 年各层级军工企业预收款项均出现较快增长，其中总装增长最为明显。19 年总装、分系统、零部件分别实现预收款 19%、14%、18%。由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收账款的高增长往往对应军方订单的高增长。17、18、19 三年总装企业预收账款的复合增长率为 60%，远高于同期营收 14%的复合增速，整体交付推进落后于订单的增长，未来年度需加速追赶。分系统和零部件层级预收款项增速同样超过营收增速，行业整体需求旺盛。

图 36：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

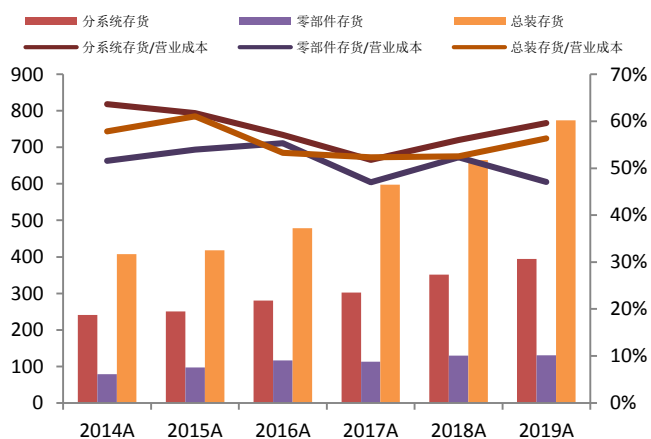
图 37：按产业链层级分预收款（亿元）及占比（Q1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

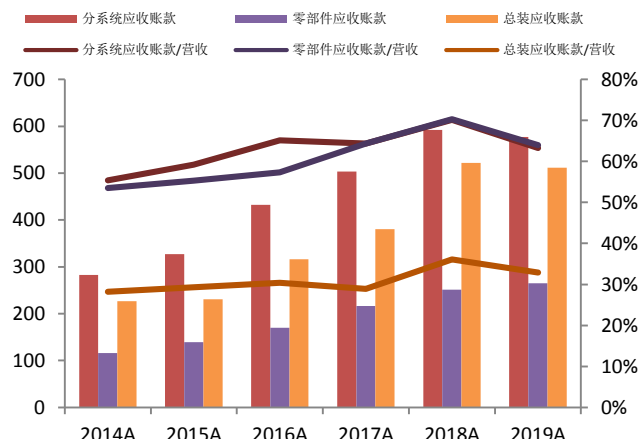
19 年零部件层级存货占比下降，全产业链应收账款占比下降。零部件层级 19 年存货占比为 47%，较 18 年下降 5pct，说明前期积压的库存快速消化，与年内经营性现金净流入大幅增长正好对应。全产业链 19 年应收账款占比均出现下降，结束了 15 年以来的持续上升态势，说明资金拨付、产业链现金流通以及回款情况明显改善。而应收账款和存货的下降有望带来减值损失的减少，进一步体现于利润端的改善。

图 38：按产业链层级分存货（亿元）及占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

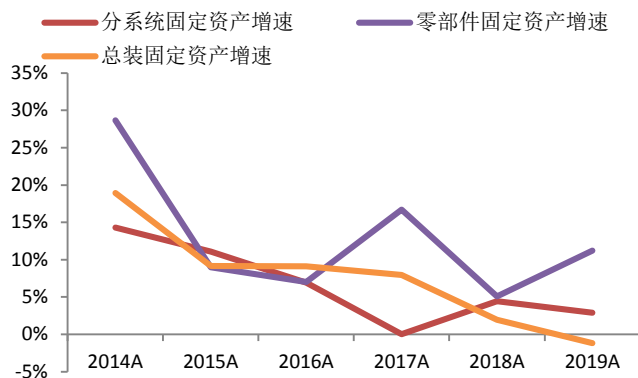
图 39：按产业链层级应收账款（亿元）及占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

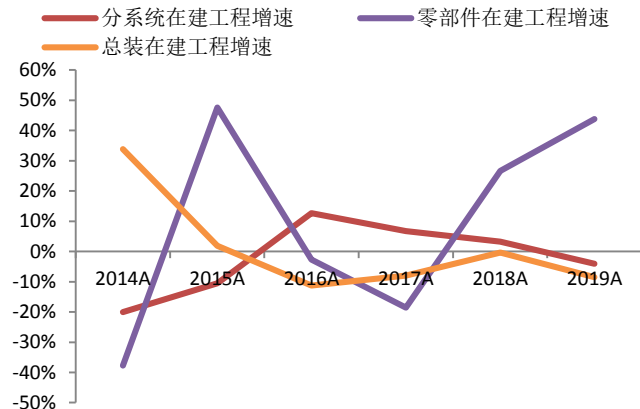
19 年零部件层级企业固定资产及在建工程加速增长。零部件企业 19 年固定资产增速 11%，较 18 年增长 6pct，在建工程增速 40%，较 18 年增长 18pct。零部件层级企业作为产业链上游，其产能扩建与改造主要根据下游需求来推进批产产能的等同性验证工作。因此零部件层级固定资产和在建工程的扩增，一定程度上意味着下游订单预期旺盛，现有产能已无法满足配套需求。上游零部件层级资本开支加速增长，下游总装层级资本开支增速下行，也符合第一章 1.1 节中我们关于“下游总装企业剥离重资产制造业务，转而从由中上游更多承担去承担行业需求扩张带来的投资压力”的判断。

图 40：按产业链层级分固定资产增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 41：按产业链层级分在建工程增速



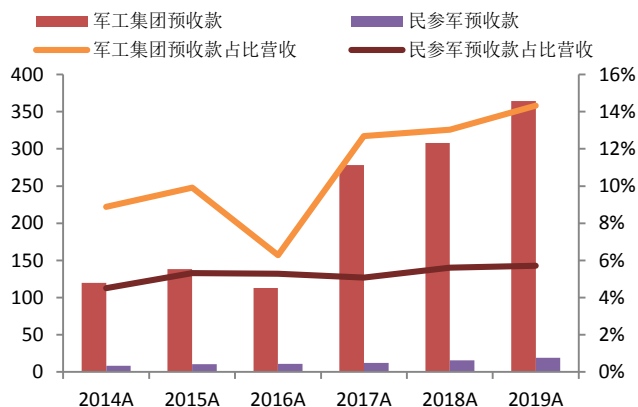
数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 军工集团预收款保持高位，民参军回款改善明显

军工集团预收款保持高位，19 年实现 18% 的加速增长。军工集团 19 年预收款 364 亿元，较 18 年增长 18%，大幅超过同期 6% 的营收增速，反映行业订单饱满。民参军企业的预收款项相对来说更多的是反映其民品业务的订单状况。

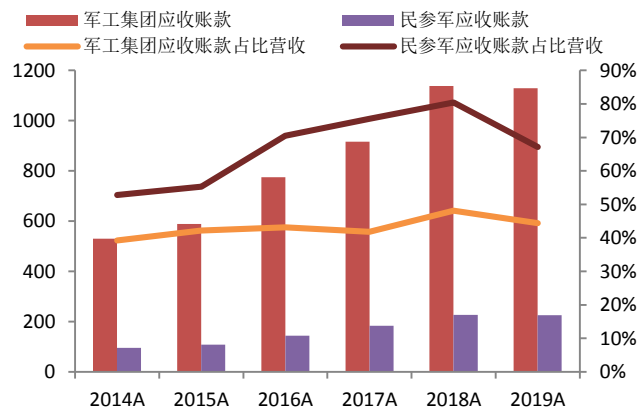
19 年军工集团及民参军企业应收账款绝对值出现历史性下降，民参军企业下降更为明显。19 年应收账款绝对值的下降结束了 2014 年以来的持续增长态势，说明军工企业压两金取得了实质性的进展，前景因军改等因素导致的回款滞后问题已显著改善。尤其是民参军企业在营收高速增长的同时，应收账款下降，带来了现金状况的明显好转。同时，应收账款的下降有望带来减值损失的减少，进一步体现于利润端的改善。

图 42：按所有制分预收账款（亿元）及占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：按所有制分应收账款（亿元）及占比

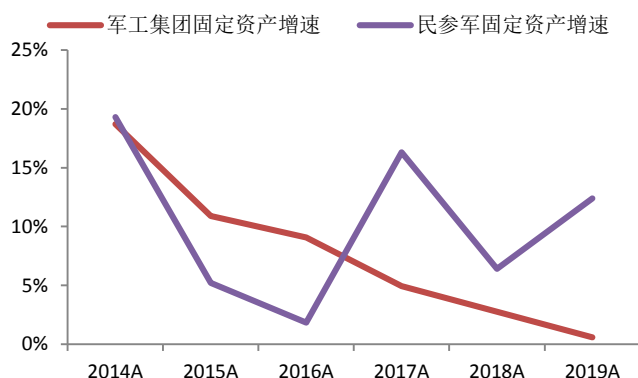


数据来源：Wind，东方证券研究所

19 年民参军企业固定资产及在建工程加速增长。民参军企业 19 年固定资产增速 12%，较 18 年增长 6pct，在建工程增速 59%，较 18 年增长 30pct。与同层级的央企配套企业相比，民参军企业在回款方面相对弱势，军改后一度遭遇现金流吃紧的问题。但是近年来随着客户回款改善，以及一

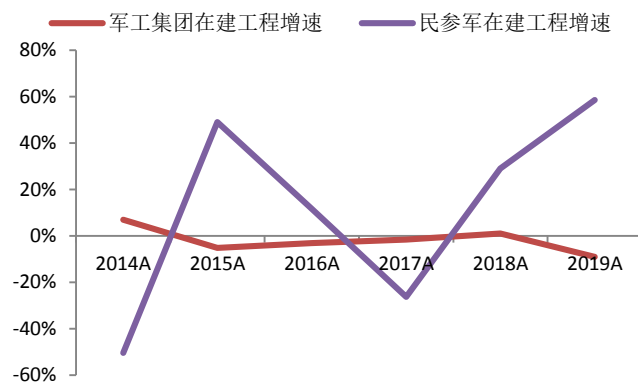
系列的政策利好，民参军企业现金状况已经获得明显改善。19 年大幅提升的固定资产和在建工程增速，印证了之一观点，同时管理层的积极扩产也反映了对行业高景气度的乐观预判。

图 44：按所有制分固定资产增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：按所有制分在建工程增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

四 投资建议

总览军工行业核心标的的历年财报，可以发现：

- **下游总装企业：**订单层面预收款高位上行，同比增长 19%，大幅超过营收增速，预示行业需求高景气，应收账款迎来历史性下降，说明客户资金拨付明显好转；经营层面三费率稳步下降，但持续强化研发投入，为新产品新项目做储备；现金流层面销售收现比中枢上移，近 3 年平均 99%，经营性现金净流入同比增长 86%，现金流状况良好。20Q1 实现 41% 的业绩增长，疫情下表现出较强的增长韧性，作为产业链最下游为整个军工行业 20 年需求增长的确定性提振了信心。
- **中游分系统企业：**19 年毛利率拐点向上，财务费用率稳步下行，经营效益的改善带来了利润端较快的增长。考虑到 19 年分系统层级公司经营性现金净流入的大幅增长（82 亿元，是 18 年的 4.5 倍），叠加应收账款迎来历史性下降，19 年充足的现金流状况预示了 20 年分系统层级公司财务费用端的改善有望成为所有产业链层级中最显著的。
- **上游元器件/原材料企业：**19 年该层级军工企业综合毛利率为 32.97%，较 18 年提升 2.24pct，由此带来了利润端 31% 的增长，增速相比 18 年大幅回升。得益于 18 年积压存货在 19 年的快速消化，零部件层级 19 年现金流状况改善也颇为明显，尤其是其中的民参军企业已经连续两年 Q1 实现正向的经营性现金净流入。资本开支层面，元器件/原材料层级企业 19 年在建工程增速 40%，民参军企业 60%，较 18 年均大幅提升，说明下游配套需求旺盛，作为前瞻性指标预示行业订单交付有望迎来更快增长。

综合来看，19 年利润表稳中向好，现金流量表和资产负债表均迎历年最佳表现，行业整体呈现高景气加速上行状态。这一现象或与“十三五”前期因军改等因素，导致订单执行率和预算拨付率较低有关，相关生产和科研任务需在 2020 年乃至“十四五”期间补上。除此之外，正如我们在《2020 年军工投资策略》中所述，2020 年不仅是“十三五”收官之年，重点新型号装备迎来列装上量拐点，同时更是商业宇航的启动元年，行业成长的天花板将被打开，万亿级别商业航空和商

业航天市场将逐步向国内企业开放。在此背景下，虽然行业 Q1 受疫情因素影响增速有所放缓，但仍有多数企业表现出较强的增长韧性，其根本在于宇航和国防需求的确定性和长期性，以及整套供应体系较强的抗风险能力，军工行业穿越周期的属性有望在本轮外部环境变革中展现，看好 20 年未来三个季度的业绩修复。建议关注三条主线：

- **信息化及原材料**：器件/材料作为供应链的最上游层级，应用领域广泛且配套时序靠前，有望率先受益。信息化建议关注：火炬电子(603678，未评级)、航天电器(002025，买入)、振华科技(000733，增持)、中航光电(002179，买入)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034，未评级)、光威复材(300699，买入)等。
- **分系统**：19 年经营层面边际改善，叠加现金流的高度集中，预期分系统层级企业 20 年财务费用率有望下降，该层级具备出现拐点型公司的机会，建议关注：中航机电(002013，买入)、中航重机(600765，买入)、中航高科(600862，未评级)、航新科技(300424，未评级)、杰赛科技(002544，未评级)、雷科防务(002413，未评级)、航天电子(600879，增持)、ST 电能(600877，未评级)、*ST 湘电(600416，未评级)等。
- **总装**：高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中直股份(600038，增持)、航发动力(600893，未评级)等。

五 风险提示

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

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

六 附录：65 个标的财务概况

表 4：65 个标的 19A&20Q1 财务概况（亿元）

公司	19 营收	同比	19 利润	同比	20Q1 营收	同比	20Q1 利润	同比
杰赛科技	62.26	-0.67%	0.37	165.57%	6.79	-38.77%	-0.45	-275.48%
全信股份	6.25	-3.48%	1.37	154.29%	0.97	-21.88%	0.11	-53.74%
天和防务	8.68	228.72%	0.87	150.98%	2.85	72.99%	0.25	10.09%
大立科技	5.30	25.25%	1.36	147.41%	3.05	334.12%	1.15	880.81%
中船防务	218.29	13.61%	5.48	129.34%	22.52	-9.73%	32.23	1644.38%
银河电子	12.00	-20.99%	1.53	113.09%	3.15	6.63%	0.45	30.31%
航发科技	33.84	43.11%	0.23	107.45%	4.56	-6.05%	-0.33	-42.76%
中航高科	24.73	-6.76%	5.52	81.41%	7.71	12.78%	1.86	62.68%
宝钛股份	41.88	22.80%	2.40	70.11%	10.21	-11.25%	0.41	40.43%
高德红外	16.38	51.10%	2.21	67.34%	4.51	154.79%	1.59	2561.06%
七一二	21.41	31.69%	3.45	53.52%	2.64	-0.81%	0.09	6.17%
航天发展	40.39	14.89%	6.75	50.64%	7.68	1.81%	1.23	19.29%
钢研高纳	14.46	62.05%	1.56	45.84%	2.44	-18.41%	0.28	-10.40%

航天通信	40.64	-58.08%	-8.36	43.13%	3.62	-52.18%	-0.38	-74.16%
光威复材	17.15	25.77%	5.22	38.56%	4.88	12.31%	1.72	8.28%
中国海防	40.74	15.20%	6.46	36.26%	3.08	-52.08%	-0.32	-236.46%
中航电测	15.45	11.27%	2.12	36.00%	3.23	0.64%	0.34	10.25%
航新科技	14.95	98.07%	0.68	34.55%	2.94	25.81%	0.00	-44.12%
安达维尔	5.52	10.63%	0.73	31.94%	0.52	-16.53%	-0.12	-11.53%
宏达电子	8.44	32.65%	2.93	31.39%	1.45	-22.46%	0.41	-25.26%
卫士通	21.04	8.95%	1.56	29.58%	0.59	-64.22%	-1.36	-71.51%
耐威科技	7.18	0.77%	1.21	27.62%	1.61	21.01%	0.07	-44.46%
景嘉微	5.31	33.63%	1.76	23.67%	1.18	33.49%	0.25	23.76%
海特高新	8.08	56.68%	0.76	19.14%	1.63	9.15%	-0.48	-221.65%
菲利华	7.79	7.88%	1.92	18.83%	1.08	-38.40%	0.16	-42.02%
奥普光电	4.02	4.53%	0.48	18.34%	0.76	-4.99%	0.11	19.22%
中航沈飞	237.61	17.91%	8.78	18.10%	57.01	12.11%	5.98	201.57%
中航电子	83.52	9.27%	5.56	16.00%	12.29	-2.62%	0.75	299.97%
中直股份	157.95	20.89%	5.88	15.26%	19.52	-18.24%	0.52	-34.12%
天奥电子	8.67	0.34%	1.11	14.81%	0.36	-12.77%	-0.14	7.46%
火炬电子	25.69	26.92%	3.81	14.49%	6.05	30.29%	0.69	-4.82%
爱乐达	1.84	43.77%	0.78	13.98%	0.49	39.79%	0.26	10.78%
中航光电	91.59	17.18%	10.71	12.56%	18.00	-16.52%	1.64	-29.71%
中航机电	121.31	2.98%	9.61	12.44%	20.76	-16.08%	0.65	7.03%
上海瀚讯	5.46	28.24%	1.15	12.22%	0.41	-6.02%	-0.07	-42.10%
航天电器	35.34	24.69%	4.02	12.06%	7.60	13.16%	0.73	-6.13%
国睿科技	11.60	11.22%	0.42	10.05%	1.03	-49.84%	-0.03	-117.05%
航发控制	30.92	12.60%	2.81	8.47%	7.09	15.55%	0.91	35.99%
内蒙一机	126.81	3.38%	5.72	7.17%	18.68	11.62%	1.47	7.26%
光电股份	23.32	-3.74%	0.62	6.89%	1.14	-47.53%	-0.19	-553.85%
烽火电子	13.45	9.89%	0.91	5.12%	0.59	-65.79%	-0.53	-194.80%
长城军工	14.99	4.77%	1.00	2.48%	1.71	26.85%	-0.35	12.57%
中航飞机	342.98	2.48%	5.69	1.94%	64.60	1.33%	0.44	11.25%
航发动力	252.10	9.13%	10.77	1.27%	34.52	3.34%	0.86	2106.25%
航天电子	137.12	1.35%	4.58	0.34%	21.18	-21.37%	0.36	-58.01%
雷科防务	11.25	13.16%	1.37	0.19%	1.33	-23.25%	0.18	14.70%
振华科技	36.68	-31.27%	2.98	-2.67%	8.88	-23.33%	1.11	2.54%
航天彩虹	31.00	14.04%	2.32	-4.10%	4.20	-22.35%	0.05	-14.67%
北方导航	22.93	14.71%	0.45	-9.96%	1.91	20.94%	-0.16	-339.07%
中航重机	59.85	9.94%	2.75	-17.38%	13.29	10.68%	0.40	35.83%
中国卫星	64.63	-14.77%	3.36	-19.64%	11.10	-16.59%	0.48	-26.83%
瑞特股份	4.86	-0.55%	0.86	-20.45%	0.82	-13.92%	0.08	-42.13%

晨曦航空	2.39	37.17%	0.49	-24.76%	0.23	-5.39%	-0.09	-370.83%
中国动力	296.91	0.10%	9.91	-26.45%	37.40	-46.79%	-0.34	-119.22%
中兵红箭	53.22	7.43%	2.55	-26.49%	9.06	-13.85%	0.20	-72.50%
洪都航空	44.20	46.34%	0.83	-42.06%	2.13	-51.74%	-0.12	73.81%
泰豪科技	53.04	-13.43%	1.44	-45.06%	6.66	-46.07%	0.12	-78.42%
新余国科	2.25	5.21%	0.40	-46.12%	0.23	-44.74%	0.00	-98.86%
四创电子	36.71	-30.03%	1.11	-56.83%	1.50	-50.02%	-0.61	-6.00%
振芯科技	4.72	6.32%	0.05	-71.63%	0.68	-33.38%	0.05	36.45%
华讯方舟	5.30	-65.10%	-11.29	-131.14%	0.07	-97.91%	-0.41	-95.90%
欧比特	8.52	-5.99%	-2.34	-346.26%	1.30	-30.46%	0.19	-19.61%
北斗星通	29.87	-2.10%	-6.51	-710.59%	7.05	19.34%	0.21	225.92%
新研股份	12.50	-33.50%	-19.79	-765.54%	1.18	36.51%	-0.11	77.90%
炼石航空	19.80	23.55%	-15.48	-6406.82%	4.43	-18.20%	-0.24	23.46%

数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

