

中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



联系人：陈卓

军工行业

评级 强于大市（维持）

核心观点

由于疫情影响，各行业复工复产基本都出现推迟，采购销售及物流等业务均受到冲击，导致供应链难以正常运转，进而影响了多数军工企业 2020 年一季度的业绩表现。但目前我国军队仍处于补偿式发展阶段，军工行业具有刚性需求支撑，所以我们认为本次疫情仅会影响到部分企业一季度的生产进度，全年以及长期的订单需求不会明显受到疫情影响。

■ **板块业绩整体向好，受益内需驱动行业相对优势凸显。**2019 年中信证券军工板块实现归母净利润 124.89 亿元，同比增长 33.16%，增速排名全行业第 5，2020Q1 实现归母净利润 54.06 亿元，同比增速大幅提升至 205.78%，排名全行业第 2。根据相关公司的产业链地位、军品业务占比、产品重要性，我们筛选出 47 家重点公司，20Q1 重点公司整体收入同比下降 1.53%，而期间费用同比下降 7.22%，归母净利润同比增长 18.32%。剔除高德红外、大立科技和中航沈飞后，重点公司业绩表现仍较为稳健，整体表现仍处于各行业前六，体现出军工行业明显的相对优势。

■ **产业链上游仍表现出较好的业绩弹性，新材料、总装企业盈利能力提升。**2019 年军工新材料和军工电子的收入增速分别为 23.72%和 15.25%，归母净利增速分别为 41.20%和 25.23%，均优于中游分系统和下游主机厂的业绩表现。剔除楚江新材、高德红外、大立科技、中航沈飞等个股进行分析，新材料企业或由于规模效应，2020Q1 毛利率提升 3.34pcts 至 33.65%，净利润率提升 3.57pcts 至 16.42%；而主机厂毛利率略有下降，但由于期间费用率下降 1.43pcts，整体净利润率略有提升 0.55pcts 至 2.89%，新材料、总装企业盈利能力提升。

■ **存货等前瞻指标预示行业景气度向好，疫情缓解后行业生产缺口有望补足。**从资产负债表分析，2019 年下游主机厂存货、预收款项&合同负债、预付款项相较于期初均有较高增长，增速分别为 17.61%、18.35%和 26.57%，反映了军工行业的景气度延续。由于疫情对一季度销售及采购产生影响，20Q1 资产负债表指标或存在失真。但考虑到目前我国军队仍处于补偿式发展阶段，军工行业具有刚性需求支撑，所以我们认为本次疫情仅会影响到部分企业一季度的生产进度，全年以及长期的订单需求不会明显受到疫情影响，20Q1 出现的生产缺口也将在疫情缓解后补足。

■ **风险因素：**军民融合政策支持低于预期，军工领域国企改革进度慢于预期等。

■ **投资策略。**在疫情对行业造成明显影响情况下，建议关注海外业务占比较少、供应链不依赖进口、全年业绩确定性较强的公司。推荐刚进入成长期，全年业绩预计高确定性增长，且当前估值和业绩匹配的标的：中航高科、爱乐达、大立科技，关注苏试试验。同时我们认为上游元器件规模效应提升盈利能力增强，推荐：航天电器、中航电子；下游主机厂表现出较好的韧性，推荐估值底部的中航沈飞。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中航高科	14.73	0.4	0.37	0.53	36.83	39.81	27.79	买入
航天电器	26.75	0.94	1.11	1.3	28.46	24.1	20.58	买入
爱乐达	43.3	0.65	1.12	1.5	66.62	38.66	28.87	买入
大立科技	20.49	0.3	0.87	1.09	68.3	23.55	18.8	买入
中航电子	13.85	0.32	0.37	0.43	43.28	37.43	32.21	增持
中航沈飞	33.49	0.63	0.96	1.11	53.16	34.89	30.17	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

目录

2019 及 2020Q1 财报总结：内需驱动，景气延续.....	1
风险因素	5
投资建议	6

插图目录

图 1：历年中军工行业归母净利及其增速	1
图 2：历年中信一级行业分类中军工行业的归母净利增速排名	1
图 3：2019 核心军工收入增速在中信一级行业排名第 13.....	2
图 4：2020Q1 核心军工收入增速在中信一级行业排名第 6.....	2
图 5：2019 核心军工归母净利增速在中信一级行业排名第 7	2
图 6：2020Q1 核心军工归母净利增速在中信一级行业排名第 2.....	2
图 7：军工产业链 2019 年收入对比（亿元）	3
图 8：军工产业链 2019 年归母净利润对比（亿元）	3
图 9：军工产业链 2020Q1 收入对比（亿元）	3
图 10：军工产业链 2020Q1 归母净利润对比（亿元）	3
图 11：新材料领域各项财务指标	4
图 12：军工电子领域各项财务指标	4
图 13：分系统领域各项财务指标	4
图 14：军工产业链领域各项财务指标	4
图 15：军工新材料板块资产负债表指标	5
图 16：军工电子板块资产负债表指标	5
图 17：分系统板块资产负债表指标	5
图 18：主机厂板块资产负债表指标	5

表格目录

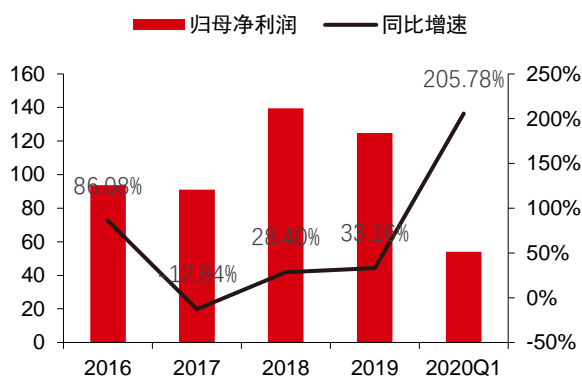
表 1：重点军工公司中 2020Q1 仍保持业绩增长的企业.....	3
表 2：重点推荐公司	6

2019 及 2020Q1 财报总结：内需驱动，景气延续

20Q1 出现的生产缺口将在疫情缓解后补足，行业基本面也将在刚性需求下快速恢复。根据 2019 年年报和 2020 年一季报数据，2019 年军工行业仍保持稳健增长，20Q1 多数企业因疫情业绩承压，符合我们在《军工行业周聚焦 20200420—19 年年报总结及 20 年 Q1 前瞻》报告中的判断。我们认为由于疫情影响，各行业复工复产基本都出现推迟，采购销售及物流等业务均受到冲击，导致供应链难以正常运转，进而影响了多数军工企业 2020 年一季度的业绩表现。但目前我国军队仍处于补偿式发展阶段，军工行业具有刚性需求支撑，所以我们认为本次疫情仅会影响到部分企业一季度的生产进度，全年以及长期的订单需求不会明显受到疫情影响。

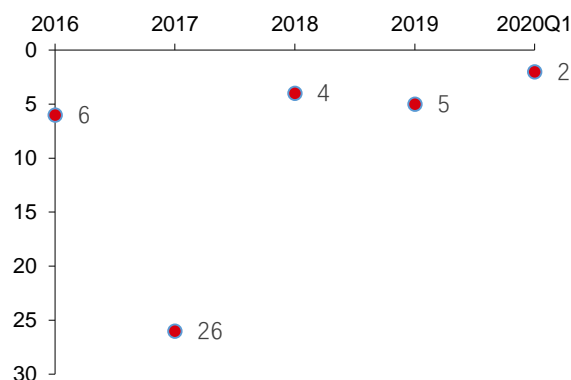
整体业绩表现持续向好，20Q1 净利润同比大增。根据中信行业一级分类，军工板块 2019 年实现收入 3271.01 亿元，同比增长 2.97%，增速在 29 个行业中排名第 21；实现归母净利润 124.89 亿元，同比增长 33.16%，增速排名全行业第 5。军工行业自 2018 年开始业绩表现持续向好，净利润增速快速提升，整体排名均处于前五，特别是 2020 年一季度，在疫情影响下整体实现归母净利润 54.06 亿元，同比增速大幅提升至 205.78%，仅次于农林牧渔行业。

图 1：历年中军工行业归母净利润及其增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

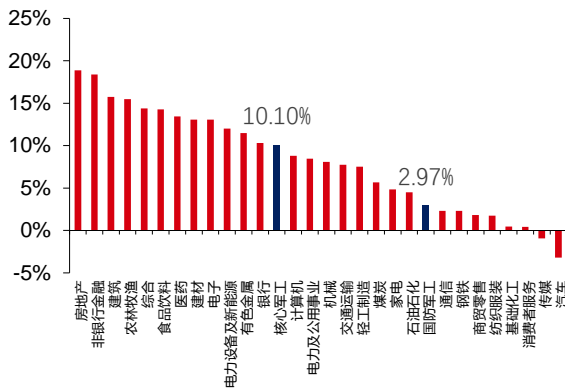
图 2：历年中信一级行业分类中军工行业的归母净利润增速排名



资料来源：Wind，中信证券研究部

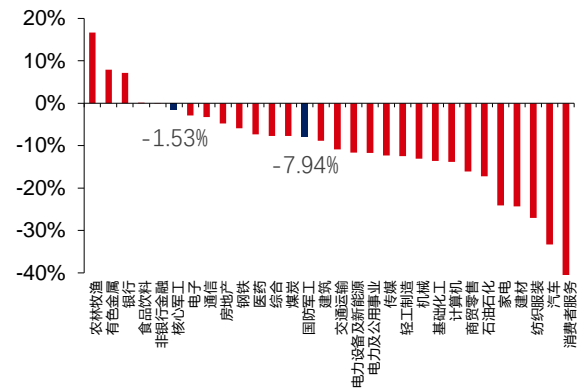
受益于内需驱动，行业 20Q1 已表现出明显相对优势。47 家重点公司 2019 年共实现营业收入 2599.39 亿元，同比增长 10.10%，在中信一级行业中排名第 13；而受益于军品放量规模效应提升，毛利率由 2018 年的 18.67% 提升至 19.08%，最终实现归母净利润 157.72 亿元，同比增长 18.89%，排名第 7。2020 年一季度，受疫情对人体红外测温设备需求拉动以及中航沈飞收到大量政府补助的影响，重点公司整体收入同比下降 1.53%，而期间费用同比下降 7.22%，归母净利润同比增长 18.32%。剔除高德红外、大立科技和中航沈飞后，重点公司业绩表现仍较为稳健，收入增速仅略有下降至 -2.64%，归母净利润增速下降为 -12.63%，整体表现仍处于各行业前六，体现出军工行业明显的相对优势。

图 3：2019 核心军工收入增速在中信一级行业排名第 13



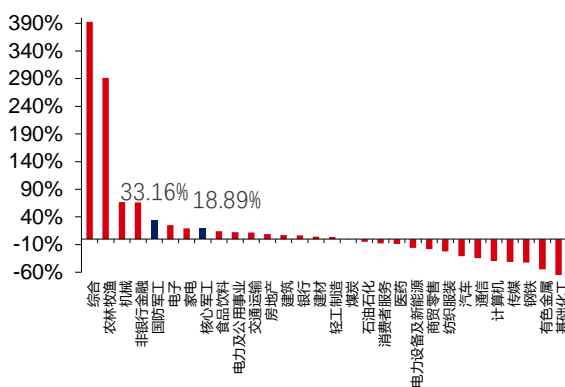
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2020Q1 核心军工收入增速在中信一级行业排名第 6



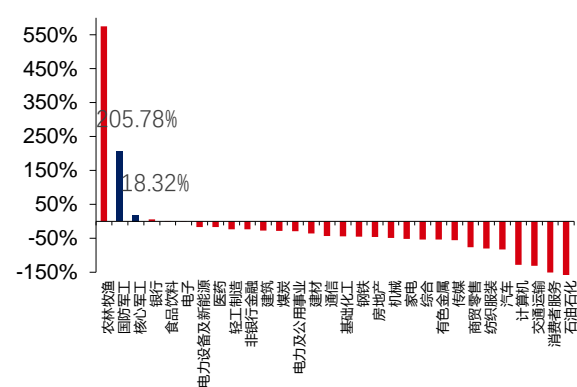
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2019 核心军工归母净利增速在中信一级行业排名第 7



资料来源：Wind，中信证券研究部

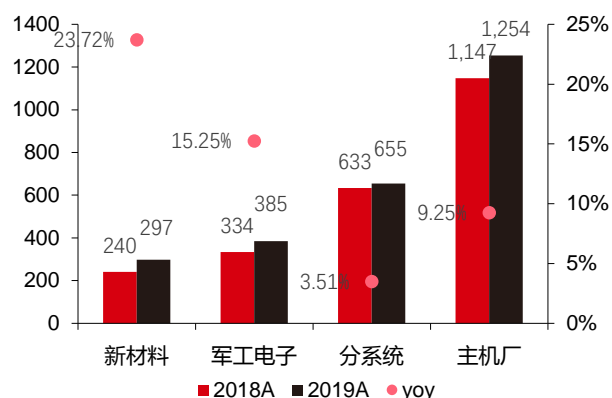
图 6：2020Q1 核心军工归母净利增速在中信一级行业排名第 2



资料来源：Wind，中信证券研究部

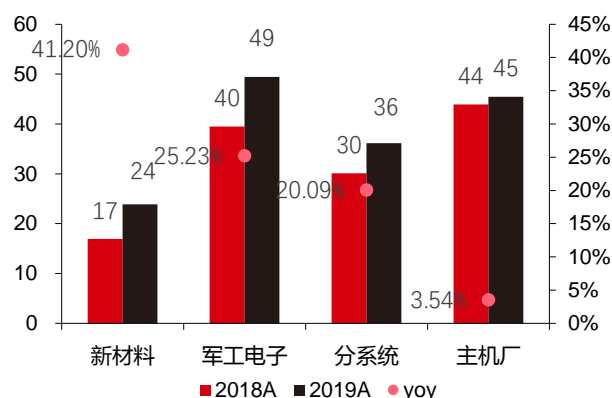
产业链上游仍表现出较好的业绩弹性，碳纤维产业进入成长期。针对 47 家重点公司所处的细分领域进行分析，可以发现上游军工新材料和军工电子仍表现出较好的业绩弹性，2019 年军工新材料和军工电子的收入增速分别为 23.72%和 15.25%，归母净利增速分别为 41.20%和 25.23%，均优于中游分系统和下游主机厂的业绩表现。2020Q1 受疫情影响，各行业复工复产基本都出现推迟，采购销售及物流等业务均受到冲击，导致供应链难以正常运转，进而影响了多数军工企业 2020Q1 的业绩表现。其中利润端剔除楚江新材、高德红外、大立科技以及中航沈飞后进行分析，上游军工电子和中游分系统企业收入和利润均出现明显下滑，而主机厂中内蒙一机、中航飞机等企业的增长提升了整体业绩表现。值得关注的是上游军工新材料领域中的碳纤维相关企业仍保持较好的利润增长，特别是中航高科，2020Q1 收入和归母净利增速分别为 12.78%和 62.68%，表明我国军用碳纤维产业已进入高速发展期。

图 7：军工产业链 2019 年收入对比（亿元）



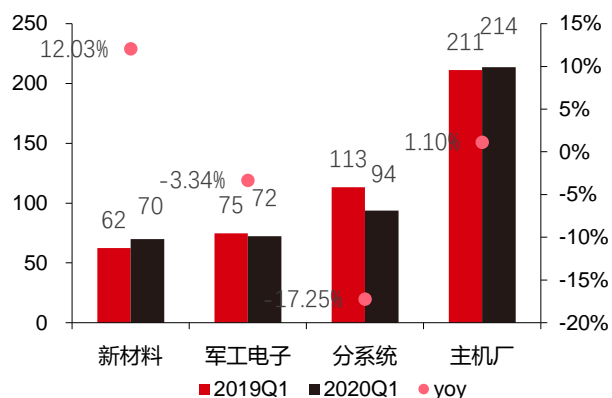
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：军工产业链 2019 年归母净利润对比（亿元）



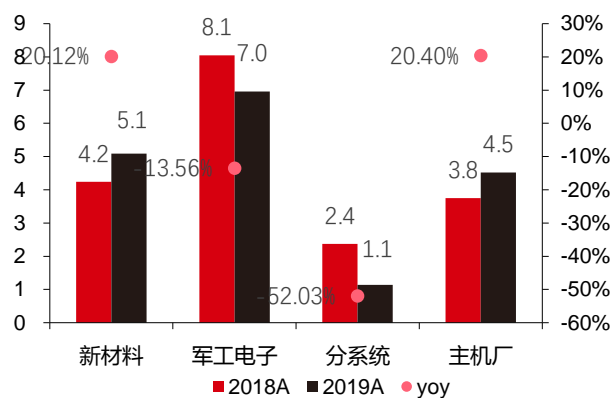
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：军工产业链 2020Q1 收入对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：军工产业链 2020Q1 归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：重点军工公司中 2020Q1 仍保持业绩增长的企业

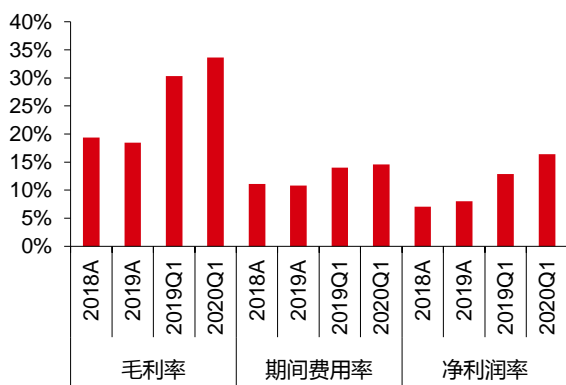
证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		2020Q1（亿元）	同比增速	2020Q1（亿元）	同比增速
600456.SH	宝钛股份	10.21	-11.25%	0.41	40.43%
300699.SZ	光威复材	4.88	12.31%	1.72	8.28%
300777.SZ	中简科技	0.45	-19.41%	0.27	12.62%
600862.SH	中航高科	7.71	12.78%	1.86	62.68%
000733.SZ	振华科技	8.88	-23.33%	1.11	3.97%
300114.SZ	中航电测	3.23	0.64%	0.34	10.25%
002402.SZ	和而泰	7.36	-4.21%	0.62	2.69%
002465.SZ	海格通信	7.86	4.07%	0.32	1.36%
300474.SZ	景嘉微	1.18	33.49%	0.25	23.76%
300762.SZ	上海瀚讯	0.41	-6.02%	-0.07	42.10%
002214.SZ	大立科技	3.05	334.12%	1.15	880.81%
002414.SZ	高德红外	4.51	154.79%	1.59	2561.06%
300696.SZ	爱乐达	0.49	39.79%	0.26	10.78%
000547.SZ	航天发展	7.68	1.81%	1.23	19.29%
002013.SZ	中航机电	20.76	-16.08%	0.65	10.90%

600372.SH	中航电子	12.29	-2.62%	0.75	扭亏
000738.SZ	航发控制	7.09	15.55%	0.91	35.99%
600893.SH	航发动力	34.52	3.34%	0.86	2106.25%
600967.SH	内蒙一机	18.68	11.62%	1.47	7.26%
000768.SZ	中航飞机	64.60	1.33%	0.44	11.25%
600760.SH	中航沈飞	57.01	12.11%	5.98	201.57%

资料来源：Wind，中信证券研究部

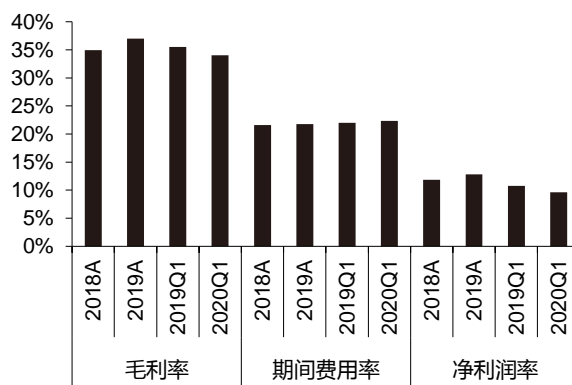
新材料、总装企业盈利能力提升。剔除楚江新材、高德红外、大立科技、中航沈飞等个股进行分析，新材料企业或由于规模效应，2020Q1 毛利率提升 3.34pcts 至 33.65%，使得该细分领域在期间费用率基本持平的情况下，净利润率提升 3.57pcts 至 16.42%；而主机厂毛利率略有下降，但由于期间费用率下降 1.43pcts，整体净利润率略有提升 0.55pcts 至 2.89%。对比上游军工电子和中游分系统，两个细分领域整体净利润率均出现下滑。

图 11：新材料领域各项财务指标



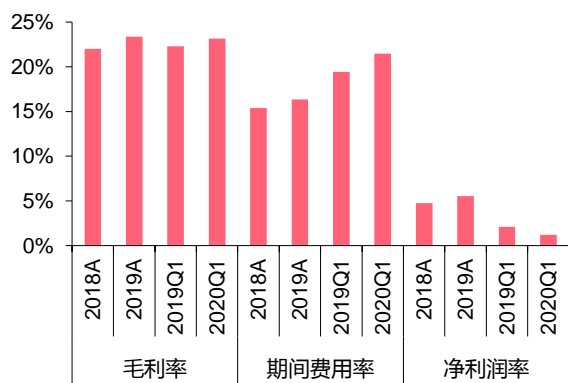
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：军工电子领域各项财务指标



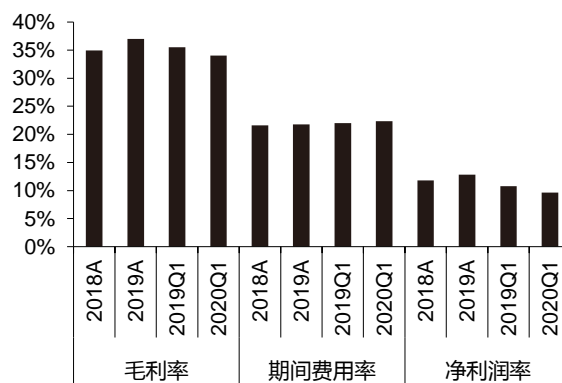
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：分系统领域各项财务指标



资料来源：Wind，中信证券研究部

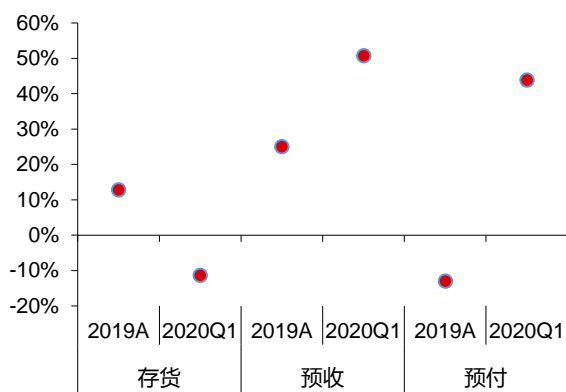
图 14：军工产业链领域各项财务指标



资料来源：Wind，中信证券研究部

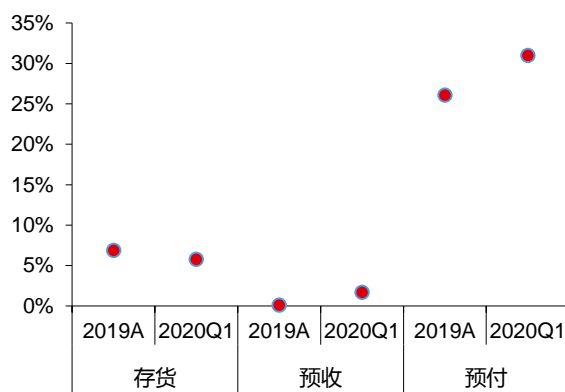
存货等前瞻指标预示行业景气度向好。从资产负债表分析，2019 年下游主机厂存货、预收款项&合同负债、预付款项相较于期初均有较高增长，增速分别为 17.61%、18.35% 和 26.57%，反映了军工行业的景气度延续。但由于疫情对一季度销售及采购产生影响，20Q1 资产负债表指标或存在失真。但考虑到目前我国军队仍处于补偿式发展阶段，军工行业具有刚性需求支撑，所以我们认为本次疫情仅会影响到部分企业一季度的生产进度，全年以及长期的订单需求不会明显受到疫情影响，20Q1 出现的生产缺口也将在疫情缓解后补足。

图 15：军工新材料板块资产负债表指标



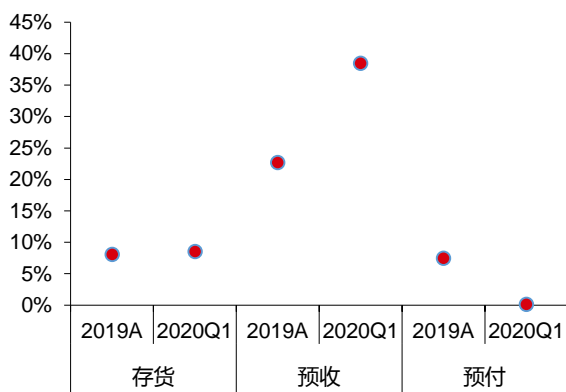
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：军工电子板块资产负债表指标



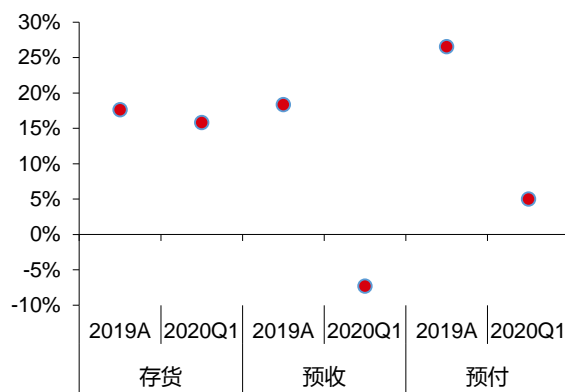
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：分系统板块资产负债表指标



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：主机厂板块资产负债表指标



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

军民融合政策支持低于预期，军工领域国企改革进度慢于预期等。

投资建议

在疫情对行业造成明显影响情况下，建议关注海外业务占比较少、供应链不依赖进口、全年业绩确定性较强的公司。推荐刚进入成长期，全年业绩预计高确定性增长，且当前估值和业绩匹配的标的中航高科、爱乐达、大立科技，关注苏试试验。同时我们认为上游元器件规模效应提升盈利能力增强，推荐航天电器、中航电子，下游主机厂表现出较好的韧性，推荐估值底部的中航沈飞。

表 2：重点推荐公司

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中航高科	14.73	0.4	0.37	0.53	36.83	39.81	27.79	买入
航天电器	26.75	0.94	1.11	1.30	28.46	24.1	20.58	买入
爱乐达	43.3	0.65	1.12	1.50	66.62	38.66	28.87	买入
大立科技	20.49	0.3	0.87	1.09	68.3	23.55	18.8	买入
中航电子	13.85	0.32	0.37	0.43	43.28	37.43	32.21	增持
中航沈飞	33.49	0.63	0.96	1.11	53.16	34.89	30.17	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

■ 相关研究

- 军工行业热点聚焦—卫星互联网纳入新基建，产业迎发展契机 (2020-04-21)
- 军工行业周聚焦 20200420—19 年年报总结及 20 年 Q1 前瞻 (2020-04-20)
- 军工行业商业航天专题—Oneweb 申请破产，中国的天基互联网将何去何从？ (2020-04-09)
- 军工行业专题—GDP 非军费唯一决定因素 (2020-04-07)
- 军工行业商业航天专题—当军工行业邂逅直播带货 (2020-04-03)
- 军工行业波音专题—凛冬孕育新希望 (2020-03-26)
- 军工行业专题—军工的“新声” (2020-03-20)
- 军工行业重大事项点评—“新基建”发力，关注受益标的 (2020-03-05)
- 军工行业太空经济 2.0 系列—借力智能汽车布局，北斗有望“弯道超车” (2020-02-26)
- 军工行业周聚焦 20200224—成长型产业仍将成为近期军工投资的重心 (2020-02-24)
- 军工行业航空发动机专题报告—航空发动机产业链的投资契机 (2020-02-17)
- 军工行业周聚焦 20200210—卫星、红外热度延续，发展趋势确定的新兴产业迎配置窗口 (2020-02-10)
- 军工行业疫情专题（一）：行业基本面受冲击较小，红外测温值得关注 (2020-02-01)
- 军工行业商业航天专题报告—商业航天新机遇，卫星产业新契机 (2020-01-21)
- 军工行业碳纤维专题报告—“黑色黄金”迎发展风口，军用市场孕育“中国东丽” (2020-01-16)
- 军工行业专题报告—复盘 2019 展望 2020：估值与盈利能力趋于匹配，板块配置正当其时 (2020-01-06)
- 军工行业周聚焦 20191230—印巴关系持续紧张，关注外贸主机标的投资机会 (2019-12-30)
- 军工行业热点聚焦—首艘国产航母入列，军工行情将获助力 (2019-12-18)
- 军工行业周聚焦 20191209—增长确定估值消化，板块配置价值凸显 (2019-12-09)
- 军工行业周聚焦 20191202—直升机资产整合加速，关注中航系混改标的投资机会 (2019-12-02)
- 军工行业周聚焦 20191111—板块关注度有望提升，关注航空复材领域投资机会 (2019-11-11)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析师的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。