

中报业绩稳步增长，看好 板块反弹机会

中报业绩稳步增长，订单释放效果明显

整体来看，2018年上半年，军工板块上市公司营业收入实现稳定增长，同比增速为14.35%，归母净利润同比增速高于营业收入，达到24.91%，上市公司盈利能力有所提升。

预收账款、存货等指标提升表明下游需求持续旺盛。2018年上半年，军工板块160家上市公司存货净额总量为2825.13亿元，较去年同期增长6.47%；预收账款总额为789.68亿元，较去年同期增长38.39%。我们认为，军改完成后军品订单持续释放的假设已经得到验证，预收账款的形成主要来自于军方订单预付款和产业链下游环节，充裕的军品订单将保障军工板块上市公司未来业绩持续释放。

投资策略：看好板块反弹机会，首选国家队龙头，次选民参军国产替代

当前时点看好军工板块未来两个月的反弹机会。我们维持之前关于全年板块行情将呈现阶段化、结构化特征的观点，考虑到当前板块估值处于底部区间，在中报业绩实现改善的情况下，应重点关注三季报业绩持续好转的兑现情况，以及部分尚未落地政策可能推出的时间节点。

在标的选择上，我们认为应抓住国家队龙头、民参军国产替代两大结构性机会。国家队龙头：重点关注符合“市场化程度高、核心资产占比高、最受益产业链业绩释放”三大标准的龙头公司；民参军国产替代：重点关注符合“行业空间大、国产化率低、国产化刚需强劲”三大标准的相关行业，主要是军用半导体、军用碳纤维、军用ATE等相关细分领域的优质公司。

重点上市公司推荐

国家队龙头：

整机：中航沈飞、中直股份、内蒙一机；

分系统/器部件：中航机电、中航光电、航天电子、航天电器；

院所改制：国睿科技。

民参军国产替代：

军用碳纤维：光威复材；

军用ATE：航新科技；

军用半导体：景嘉微。

国防军工

维持

增持

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-85130418

执业证书编号：S1440516090001

研究助理：刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

010-86451440

发布日期：2018年09月03日

市场表现



相关研究报告

目录

一、中报情况分析：板块业绩稳步增长，订单释放效果明显.....	2
1.1 营收利润保持稳步增长，提质增效提升增长质量.....	2
1.2 民参军企业盈利能力较强，军工央企下游需求旺盛.....	3
1.3 国防信息化板块业绩提升最为明显，航空兵装板块预收账款翻倍.....	4
1.4 重点公司中报情况：央企龙头优于行业整体水平，整机厂预收货款大幅增加.....	6
1.5 核心央企与核心民参军：军改后营收增速恢复，利润表现或将出现分化.....	7
二、投资策略：看好板块反弹机会，首选国家队龙头两大主线，次选民参军国产替代.....	8

图表目录

图 1：2016H1-2018H1 军工板块营业总收入.....	3
图 2：2016H1-2018H1 军工板块归母净利润.....	3
图 3：四类公司营收情况对比（亿元）.....	3
图 4：四类公司归母净利润情况对比（亿元）.....	3
图 5：四类公司毛利情况对比（亿元）.....	4
图 6：四类公司毛利率情况对比（%）.....	4
图 7：四类公司存货情况对比（亿元）.....	4
图 8：四类公司预收账款情况对比（亿元）.....	4
图 9：军工行业各板块营收情况对比（亿元）.....	5
图 10：军工行业各板块归母净利润情况对比（亿元）.....	5
图 11：军工行业各板块毛利情况对比（亿元）.....	5
图 12：军工行业各板块毛利率情况对比（%）.....	5
图 13：军工行业各板块存货情况对比（亿元）.....	6
图 14：军工行业各板块预收账款情况对比（亿元）.....	6
图 15：2014H1-2018H1 核心央企营业总收入.....	7
图 16：2014H1-2018H1 核心央企归母净利润.....	7
图 17：2016H1-2018H1 核心民参军营业总收入.....	7
图 18：2016H1-2018H1 核心民参军归母净利润.....	7
表 1：军工板块营业收入与归母净利润等情况.....	2
表 2：央企龙头和国产替代民参军公司 2018 年上半年财务状况.....	6
表 3：国家队龙头公司 2018 年估值水平情况.....	8
表 4：重点推荐上市公司列表.....	9

一、中报情况分析：板块业绩稳步增长，订单释放效果明显

1.1 营收利润保持稳步增长，提质增效提升增长质量

截至 2018 年 9 月 1 日，军工板块 160 家上市公司已全部发布 2018 年半年度报告。整体来看，2018 年上半年，军工板块上市公司营业收入实现稳定增长，同比增速为 14.35%，归母净利润同比增速高于营业收入，达到 24.91%，上市公司盈利能力有所提升；同时，军工板块上市公司整体毛利率较去年同期有所下滑，整体降低 2.05 个百分点，表明上市公司利润增速高于营收增速或更多来自于公司费用控制和其他非经营性损益等因素的影响。

军工板块整体营收上涨，毛利率同比有所下降。2018 年上半年，军工板块 160 家上市公司共实现营业收入 3013.78 亿元，同比增长 14.35%，板块营收继续维持稳步增长态势；实现归母净利润 139.99 亿元，同比增长 24.91%；毛利达 539.49 亿元，同比增长 12.01%；但毛利率为 17.90%，同比有所下降。

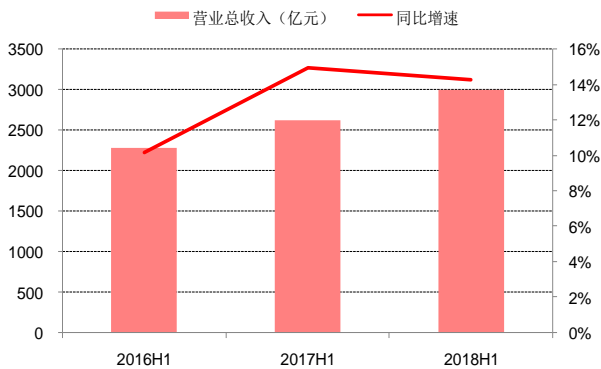
表 1：军工板块营业收入与归母净利润等情况

指标	2017 年 6 月	2018 年 6 月	同比
营业总收入（亿元）	2635.52	3013.78	14.35%
归母净利润（亿元）	110.47	137.99	24.91%
毛利（亿元）	481.65	539.49	12.01%
毛利率	18.28%	17.90%	-2.05%
存货（亿元）	2653.43	2825.13	6.47%
预收账款（亿元）	570.62	789.68	38.39%
经营性现金流量（亿元）	-247.59	-185.32	25.15%

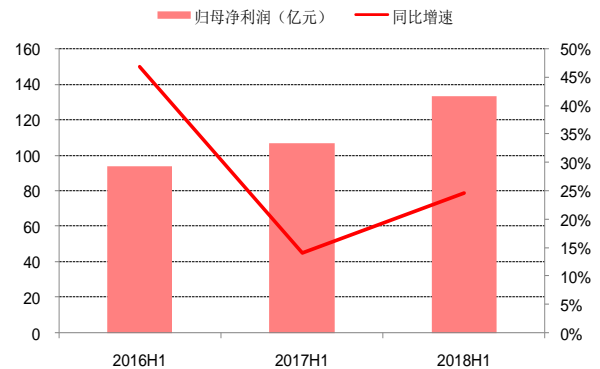
资料来源：wind，中信建投研究发展部

预收账款、存货等指标提升表明下游需求持续旺盛。2018 年上半年，军工板块上市公司的存货净额和预收账款均出现一定幅度的上升，以预收账款增加最为明显。对 160 家上市公司的数据统计显示，2018 年 6 月底存货净额总量为 2825.13 亿元，较去年同期增长 6.47%；预收账款总额为 789.68 亿元，较去年同期增长 38.39%。我们认为，军改完成后军品订单持续释放的假设已经得到验证，预收账款的形成主要来自于军方订单预付款和产业链下游环节，充裕的军品订单将保障军工板块上市公司未来业绩持续释放。

营收增速与去年基本持平，利润增速回升较为明显。剔除部分新股后，我们选取军工板块 153 家上市公司 2016 年-2018 年半年度业绩情况进行纵向比较。2016 年上半年，军工板块上市公司营业收入增速仅为 10.16%，而同期归母净利润增速为 46.84%；2017 年上半年，行业整体营业总收入增速达到 14.98%，高于去年同期水平，归母净利润增速下滑较为明显，仅为 14.02%。我们认为，2018 年上半年，板块整体营业收入增速与去年同期基本持平，但归母净利润增速显著提升，表明上市公司经营进入提质增效阶段，增长质量有所提升。

图 1：2016H1-2018H1 军工板块营业总收入


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

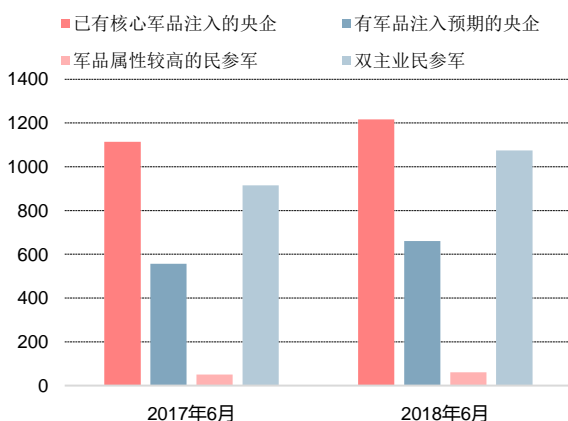
图 2：2016H1-2018H1 军工板块归母净利润


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

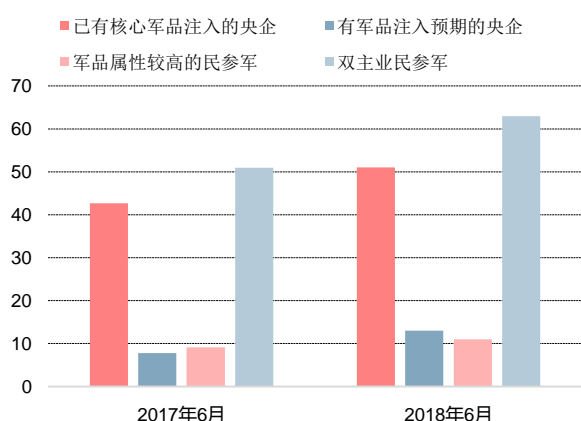
1.2 民参军企业盈利能力较强，军工央企下游需求旺盛

根据企业的股东背景和资产属性，我们将 160 家军工企业分为**核心央企**、**注入预期央企**、**核心民参军**和**双主业民参军**四类。

核心央企营业收入总额高但增速较低，注入预期央企业绩提升明显。从营业收入来看，2018 年上半年，核心央企整体营业收入最高，达 1216.72 亿元，但同比增速低于板块整体水平，达到 9.15%；双其余三类企业营收增速均高于板块整体水平，注入预期央企、核心民参军和双主业民参军营收增速分别为 18.81%、22.25%和 17.55%；从归母净利润方面来看，注入预期央企上半年实现同比增长 67.46%，其余三类企业均低于行业平均水平，同比增速处于 19%-24%左右的水平。

图 3：四类公司营收情况对比（亿元）


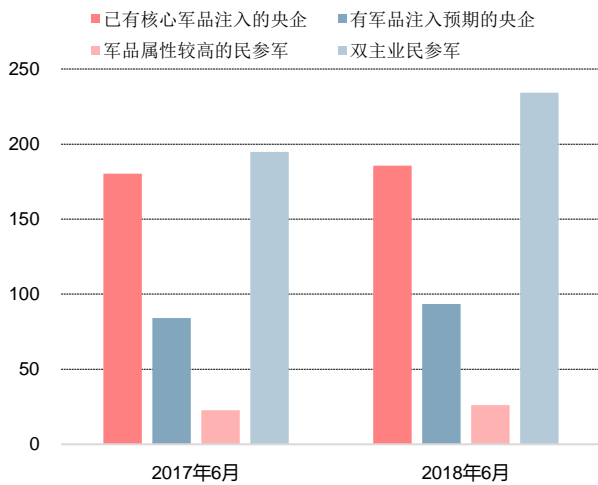
资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 4：四类公司归母净利润情况对比（亿元）


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

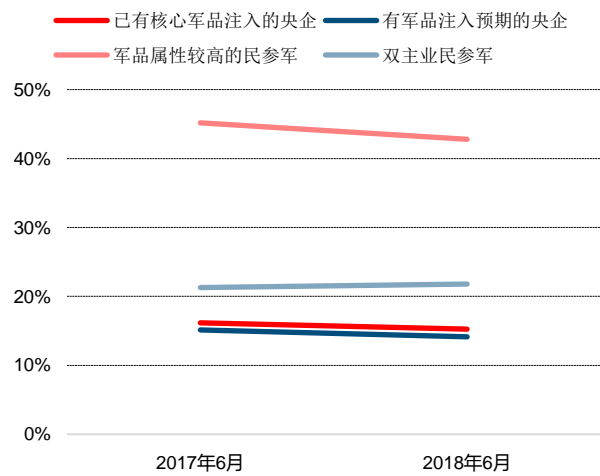
民参军企业盈利能力强于军工央企。2018 年上半年四类公司毛利均有不同幅度的上涨，其中双主业民参军企业的毛利最高，达 234.30 亿元，同比增长 20.36%，增幅也最大，核心央企位列第二，毛利为 185.61 亿元，同比增长 2.99%。2018 年上半年，核心民参军毛利率虽有下降，但仍是四类企业中最高的，达 42.79%，其次为双民主参军，相较于军工央企，民参军企业的盈利能力更强。

图 5：四类公司毛利情况对比（亿元）



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

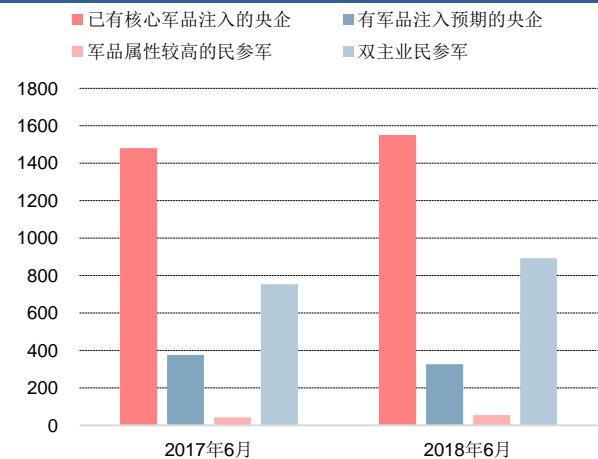
图 6：四类公司毛利率情况对比（%）



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

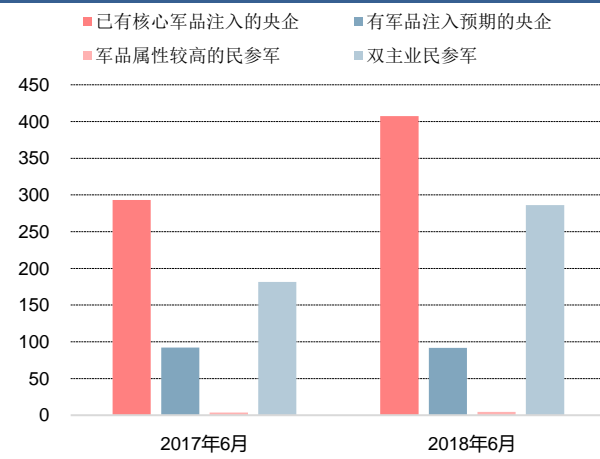
受益于军品订单释放，军工央企预收账款大幅上涨。2018年上半年，核心央企的存货和预收账款在四类企业中最高，存货净额总量为 1551.41 亿元，同比增长 4.79%，预收账款总额为 407.45 亿元，同比增长 38.93%。双主业民参军企业紧追其后，存货和预收账款也都有一定幅度的上涨，2018年上半年存货为 892.60 亿元，同比增长 18.37%，预收账款为 286.00 亿元，同比增长 57.52%。同时注入预期央企存货和预收账款均有所下降，相对于其他三类企业，核心民参军企业存货和预收账款水平均较低。

图 7：四类公司存货情况对比（亿元）



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 8：四类公司预收账款情况对比（亿元）

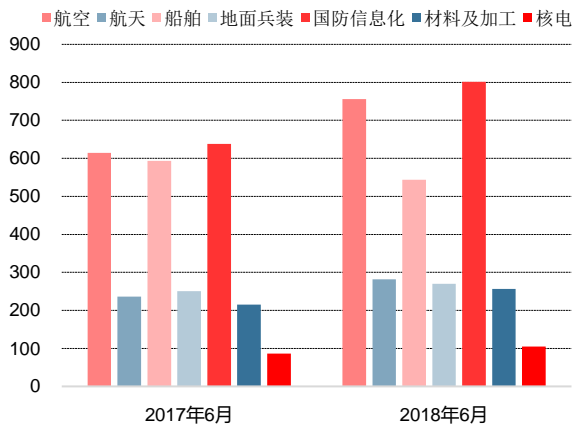


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

1.3 国防信息化板块业绩提升最为明显，航空兵装板块预收账款翻倍

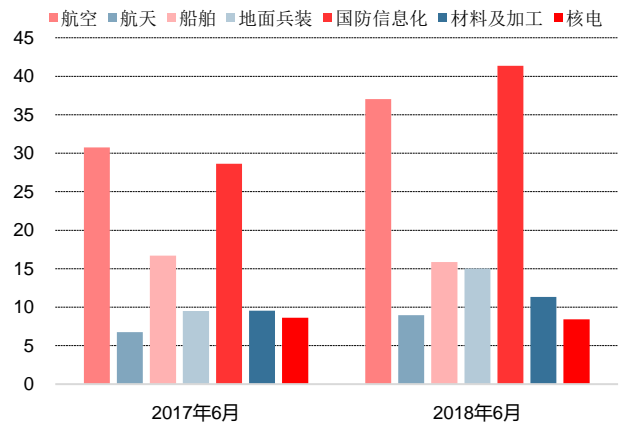
从营业收入和归母净利润来看，2018年上半年航空、船舶、国防信息化三大板块实现规模较大，船舶板块增速在七大板块中垫底。其中，国防信息化板块实现营业收入 801.12 亿元，同比增长 25.52%，归母净利润为 41.37 亿元，同比增长 44.45%；航空板块实现营收 755.94 亿元，同比增长 22.98%，归母净利润为 37.05 亿元，同比增长 20.51%；船舶板块营收为 593.52 亿元，同比下降 8.44%，归母净利润为 15.86 亿元，同比下降 4.93%。核电板块营业收入和归母净利润均为最低，但营业收入达到 21.45%的增速。

图 9：军工行业各板块营收情况对比（亿元）



资料来源：wind，中信建投研究发展部

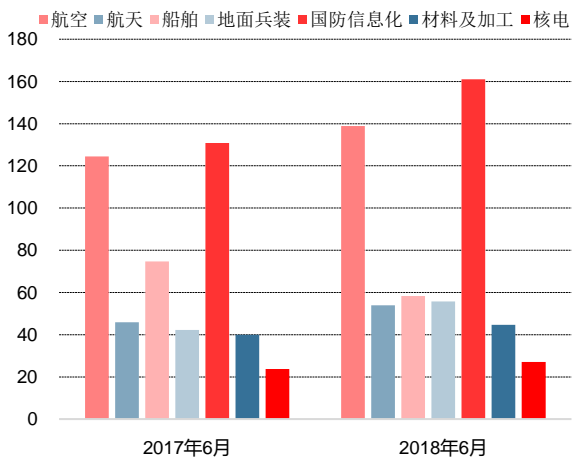
图 10：军工行业各板块归母净利润情况对比（亿元）



资料来源：wind，中信建投研究发展部

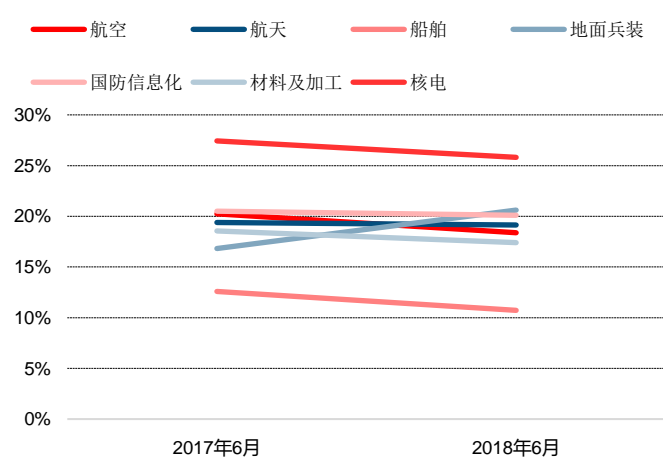
地面兵装、国防信息化和核电板块盈利能力较强。2018年上半年，国防信息化板块毛利为160.99亿元，同比增长23.02%；其次为航空板块，毛利为138.92亿元，同比增长11.66%；七大板块中仅有船舶板块同比下降，2018年上半年船舶板块毛利同比下降21.99%。虽然核电板块毛利不高，但毛利率水平在七大板块中位列第一，2018年上半年核电板块毛利率虽同比下滑，但仍达到25.85%，超过第二位地面兵装板块5.2个百分点；地面兵装板块毛利率达20.61%，是七大板块中唯一一个在2018年上半年毛利率提升的板块；国防信息化板块毛利率为20.10%，位列第三。

图 11：军工行业各板块毛利情况对比（亿元）



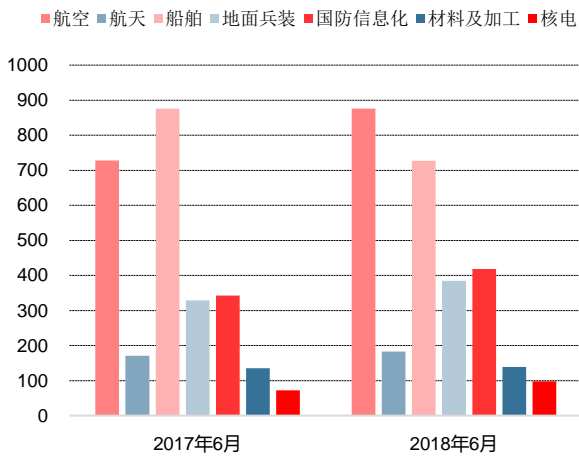
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 12：军工行业各板块毛利率情况对比（%）

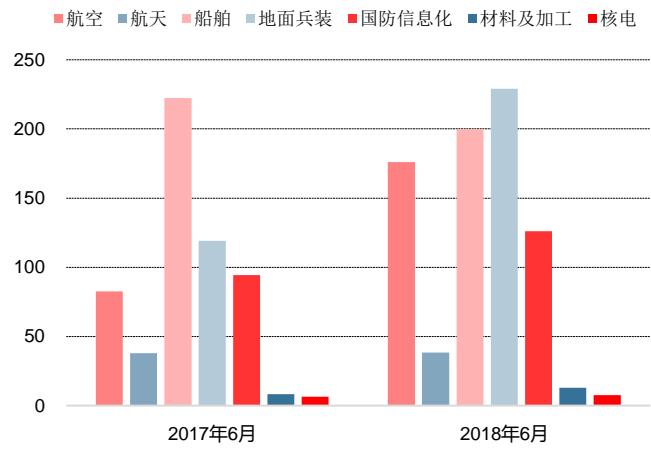


资料来源：wind，中信建投研究发展部

2018年上半年，航空板块存货为876.28亿元，同比增长20.38%，预收账款也翻了一倍，达175.98亿元；地面兵装板块预收账款在七大板块中最高，达到229.11亿元，同比增长92.47%；船舶板块存货和预收账款规模位列前三，但同比均有所下降，存货为727.06亿元，同比下降16.97%，预收账款为222.33亿元，同比下降10.25%。此外，航天、材料及加工和核电板块存货和预收账款规模均较小。

图 13：军工行业各板块存货情况对比（亿元）


资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 14：军工行业各板块预收账款情况对比（亿元）


资料来源：wind，中信建投研究发展部

1.4 重点公司中报情况：央企龙头优于行业整体水平，整机厂预收货款大幅增加

央企龙头公司业绩增长情况显著优于行业整体水平。我们重点关注的 11 家央企龙头企业，2018 年上半年共实现营业收入 561.88 亿元，同比增长 26.72%，实现归母净利润 22.11 亿元，同比增长 39.17%，营业收入与归母净利润增速均高于行业整体水平。值得注意的是，11 家央企龙头企业存货净额总量和预收账款同比增速分别达到 25.82% 和 230.99%，显著高于 6.47% 和 38.39% 的行业整体水平，表明处于产业链上游的整机厂和分系统/元器件龙头公司，受益于军品订单释放的效果更为明显。

下游需求旺盛，上半年整机类央企业绩表现更为突出。上半年公司财报显示，中航沈飞、内蒙一机、中航飞机、中直股份四家整机类央企龙头，共实现营业收入 299.71 亿元，同比增长 41.15%，实现归母净利润 7.29 亿元，同比增长 76.07%；四家公司存货净额总量为 412.98 亿元，较去年同期增长 41.11%，而在预收账款方面更为突出，四家公司预收账款总额达到 170.4 亿元，同比增长 371.4%。我们认为，整机类央企处于产业链下游，军方对于武器装备建设的需求将直接在整机厂预收款项增速中得到反映。

表 2：央企龙头和国产替代民参军公司 2018 年上半年财务状况

公司分类	营业收入增速	利润增速	存货净额增速	预收账款增速
整机类央企	41.45%	76.07%	41.11%	371.16%
分系统和元器件央企	13.25%	26.16%	10.06%	28.75%
重点民参军企业	30.84%	56.14%	30.3%	56.09%
军工板块整体	14.35%	24.91%	6.47%	38.39%

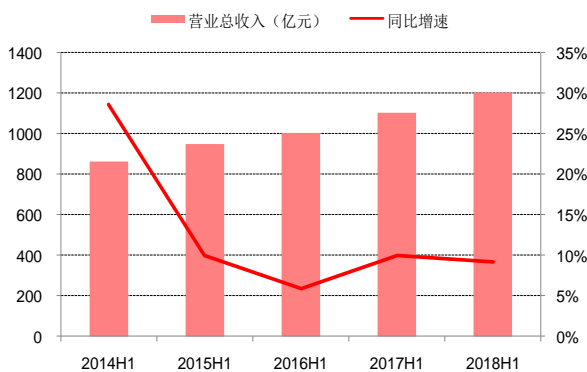
资料来源：wind，中信建投研究发展部

重点民参军公司业绩表现优于分系统和元器件类军工央企。上半年，我们重点关注的景嘉微、航新科技和光威复材、亚光科技等 7 家重点民参军公司共实现营业收入 33.68 亿元，同比增长 30.85%，实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 56.14%，营业收入和利润增速显著高于行业整体水平。7 家公司处于军工产业链中上游，相较于分系统和元器件类军工央企业绩表现更为优异，同时预付账款同比增速达到 56.09%，上半年军品订单释放效果较为明显。

1.5 核心央企与核心民参军：军改后营收增速恢复，利润表现或将出现分化

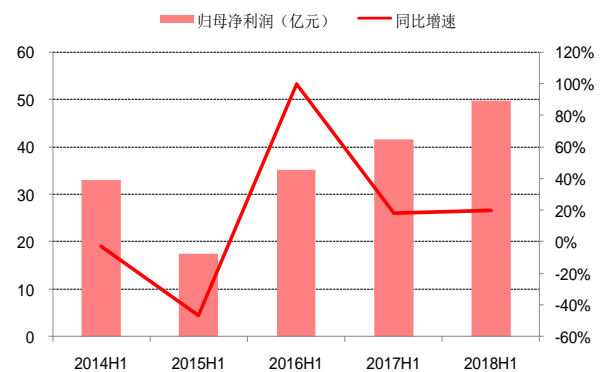
核心央企营业收入增速回升。通过对 2014 年-2018 年核心央企中报业绩的比较，我们发现，核心央企在 2016 年受军改影响较大，军品订单下放进度受阻，营业收入增速放缓，仅为 5.87%，大幅低于 2015 年中报 10% 的增速水平，2017 年军改完成后军品订单重新释放，核心央企营业收入增速恢复到正常水平；2015 年受到船舶企业业绩大幅下滑等因素影响，核心央企中报归母净利润同比下降 46.76%，导致 2016 年中报业绩增速显著高于同期营业收入增速，2017 年-2018 年恢复正常水平。

图 15：2014H1-2018H1 核心央企营业总收入



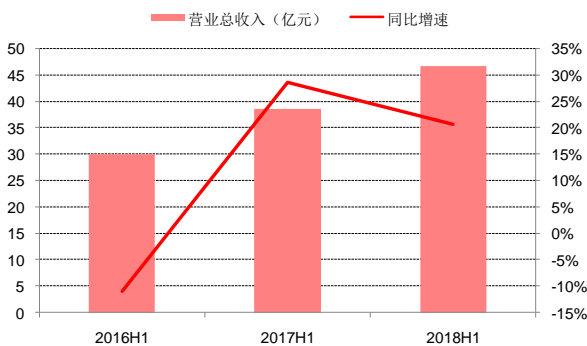
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 16：2014H1-2018H1 核心央企归母净利润



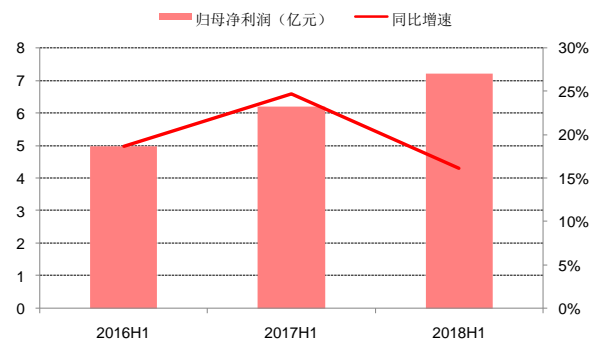
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 17：2016H1-2018H1 核心民参军营业总收入



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 18：2016H1-2018H1 核心民参军归母净利润



资料来源：wind，中信建投研究发展部

核心民参军企业营收增速回升，利润增速放缓。核心民参军企业在 2016 年受到军改影响较大，2016 年中报营业收入同比下降 10.89%，2017 年增速上升至 28.62%，2018 年中报营收增速保持正常水平，达到 20.76%；核心民参军企业归母净利润增速出现下滑，2017 年中报增速为 24.77%，2018 年中报增速下滑至 16.13%。我们认为，在军改完成后核心民参军企业在营业收入增速方面得到恢复，但由于民参军公司参与军品产业链环节的竞争程度加大，因此在盈利状况方面未来或将继续受到一定程度影响。

二、投资策略：看好板块反弹机会，首选国家队龙头两大主线，次选民参军国产替代

当前时点我们看好军工板块未来两个月的反弹机会。展望下半年，当前板块估值已经处于底部阶段，同时行业内外因素继续呈现拐点向上态势，但受制于基本面改善节奏、行业估值、市场风险偏好等因素影响，维持我们对于整体行情仍将呈现阶段性、结构化特征判断。建议投资者关注军工企业三季报的业绩兑现情况，重点把握部分尚未落地的政策可能推出的时间节点，主要包括融委会议召开、军品定价机制改革方案发布、军民融合大基金成立等，这对于当前处于底部区间的板块有望起到催化作用。

表 3：国家队龙头公司 2018 年估值水平情况

板块	公司名称	当前股价	EPS (2018E)	PE (2018E)	板块参考 PE (2018E)
船舶	中国重工	4.13	0.06	73	74
	中国动力	19.00	0.81	23	
	ST 船舶	11.65	0.21	55	
	中船防务	10.96	0.07	165	
航空	中航机电	7.88	0.24	32	51
	中直股份	37.73	0.91	41	
	中航光电	41.30	1.28	32	
	航发动力	23.59	0.53	44	
	中航沈飞	35.98	0.59	61	
	中航飞机	15.30	0.21	74	
航天	航天电子	6.61	0.22	29	34
	航天电器	25.60	0.88	29	
	中国卫星	17.98	0.39	46	
兵装	中兵红箭	7.59	0.22	34	34
	内蒙一机	13.04	0.39	33	
信息化	四创电子	37.94	1.57	24	37
	国睿科技	15.38	0.31	50	
	杰赛科技	12.19	0.41	30	

资料来源：中信建投证券研究发展部

进入 2018 年，军工行业基本面拐点逐步显现，外部因素：国防预算增速超预期，2018 年中国国防预算 11070 亿，同比增长 8.1%，超出市场预期；内部因素：（1）**军工产业链业绩迎来拐点**，一方面，随着军改影响逐步消除，订单补偿效应明显。2018 年军改对订单压制作用将大幅减弱，新装备定型批产将加速，陆军、战略支援部队等新军种装备的订单补偿效应或最为明显。另一方面，实战化练兵加速新装备列装，有望大幅提升装备维修保养和弹药需求。（2）**军工体制改革迎来拐点**，军民融合由规划进入实质落地阶段，重点领域有望突破；央企资本运作数量有望回暖；军品采购与定价机制改革方案有望出台，央企进入降本增效阶段；首批院所改制有望完成，与资本市场相关度提升，后续批次改革力度值得期待。

分板块来看，航空板块下游订单持续增长，航空板块仍是今年订单需求、业绩释放改善最为明显的细分板

块；航天企业军工业绩增长稳健；国防信息化和核电业绩增长势头迅猛；船舶板块配套产业链开始回暖。为军工板块业绩持续增长奠定基础。同时，围绕军工企业的各项改革有望在 2018 年进入落地实施阶段。一方面，国有企业改革红利有望进一步释放，混合所有制改革、激励机制改革将进一步激发军工央企活力；另一方面，军品定价机制改革今年或将落地，为军工企业利润改善带来契机。

在标的选择上，我们认为应首选国家队龙头，同时关注民参军国产替代。国家队龙头：重点关注符合“市场化程度高、核心资产占比高、最受益产业链业绩释放”三大标准的龙头公司；民参军国产替代：重点关注符合“行业空间大、国产化率低、国产化刚需强劲”三大标准的相关行业，主要是军用半导体、军用碳纤维、军用 ATE 等相关细分领域的优质公司。

国家队龙头：

- 1、整机：中航沈飞、中直股份、内蒙一机；
- 2、分系统/器部件：中航机电、中航光电、航天电子、航天电器；
- 3、院所改制：国睿科技

民参军国产替代：

- 1、军用碳纤维：光威复材；
- 2、军用 ATE：航新科技；
- 3、军用半导体：景嘉微。

表 4：重点推荐上市公司列表

投资机会	公司名称	分类	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					18E	19E	20E	18E	19E	20E
国家队龙头	中航沈飞	下游整机	36.01	502.71	0.58	0.69	0.85	62	52	42
	中直股份	下游整机	37.73	222.41	0.91	1.18	1.59	41	32	24
	内蒙一机	下游整机	13.04	220.33	0.39	0.48	0.59	33	27	22
	中航机电	中下游系统、院所 改制	7.88	284.36	0.23	0.3	0.37	34	26	21
	中航光电	上游元器件	41.30	326.66	1.25	1.56	2.04	33	26	20
	航天电子	中下游系统、院所 改制	6.61	179.74	0.22	0.25	0.28	30	26	24
	航天电器	上游元器件、院所 改制	25.60	109.82	0.88	1.05	1.24	29	24	21
	国睿科技	中下游系统、院所 改制	15.38	95.72	0.45	0.69	0.9	34	22	17
民参军国产 替代	光威复材	军用碳纤维	38.68	142.34	0.9	1.27	1.82	43	30	21
	航新科技	军用 ATE	20.65	49.55	0.63	0.95	1.29	33	22	16
	景嘉微	军用半导体	45.86	124.19	0.54	0.71	0.92	85	65	50

资料来源：中信建投证券研究发展部（截止到 2018 年 8 月 31 日）

分析师介绍

黎韬扬：北京大学硕士，军工行业首席分析师。2015-2017 年新财富军工行业第一名团队核心成员，2015-2016 年水晶球军工行业第一名团队核心成员，2017 年水晶球军工行业第二名，2015-2016 年 Wind 军工行业第一名团队核心成员，2017 年 Wind 军工行业第二名，2016 年保险资管最受欢迎分析师第一名团队核心成员，2017 年保险资管最受欢迎分析师第二名。

研究助理：刘永旭，南开大学金融硕士，2018 年 7 月加入中信建投军工团队。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859