

军工板块商誉减值风险总体可控， 适当规避民参军领域相关公司

核心看点 (11.19-11.25)

一. 最新观点

【军工板块商誉减值风险总体可控，适当规避民参军领域相关公司】

1、**军工集团和地方军企的商誉减值风险总体可控。**2018Q3，军工集团、地方军企和民参军企业的商誉占净资产比例分别为1.2%、4.4%和31.1%，2017年末商誉与归母净利润的比例分别为45.1%、130.3%和499.2%。军工集团板块中航天发展商誉余额占比约25%，地方军企中海格通信商誉余额占比达60%，因此，剔除两者后军工集团和地方军企的商誉减值风险总体可控。

2、**民参军企业或成军工板块商誉减值的主要雷区。**近年来由于军队改革的影响，军工企业招投标取消，订单延后等现象普遍存在，一定程度上影响了军工企业尤其是外围配套民参军企业的生产，并购标的公司业绩承诺实现压力大幅增加。虽然2018年军队改革影响逐步消退，但军品定价改革和审价趋严成大势所趋，边缘配套民参军企业的盈利能力将经受严峻考验。未来不排除部分标的公司业绩变脸的可能，减值风险依然较大，建议规避“商誉/归母净利”和“商誉/净资产”较大的上市公司。

3、**军工行业增长确定性较高，建议逢低加仓。**综观整个市场，军工行业是为数不多的增长确定的行业之一，目前市场已经进入筑底阶段，军工行业有望凭借较高的景气度获得超额收益，建议逢低加仓。继续推荐估值和成长兼备的中直股份(600038.SH)、航天电器(002025.SZ)、中航机电(002013.SZ)、中航光电(002179.SZ)、钢研高纳(300034.SZ)、杰赛科技(002544.SZ)和航天发展(000547.SZ)，关注公司治理较好的火炬电子(603678.SH)、楚江新材(002171.SZ)等民参军企业。

二. 核心组合上周表现

表1 军工行业投资组合上周表现

组合	股票代码	股票简称	周涨幅 (%)	绝对收益率 (成立至今)	相对收益率 (成立至今)
投 资 组 合	002025.SZ	航天电器	-5.78	-4.43	-5.58
	000547.SZ	航天发展	-8.10	9.07	7.91
	002179.SZ	中航光电	-4.75	-7.82	-8.98
	300034.SZ	钢研高纳	-2.63	8.82	7.67
	600482.SH	中国动力	-2.88	3.39	2.24
	600038.SH	中直股份	0.66	1.36	0.21
	600760.SH	中航沈飞	-4.72	-7.43	-8.58
	600967.SH	内蒙一机	-6.49	-11.86	-13.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

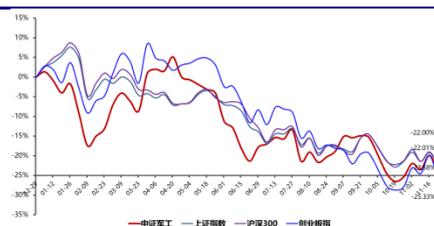
☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

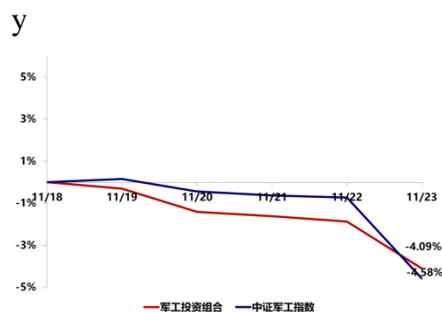
联系人: 温肇东、周义

中证军工指数 18年初至今的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

推荐组合上周的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

一、最新研究观点

(一) 最新观点

【军工板块商誉减值风险总体可控，适当规避民参军领域相关公司】

1、全市场看，中小市值股票商誉占比关键指标高于整体水平

2014年至2017年属于资本市场收并购较为活跃的年份，4年期间，A股3560家企业的商誉总金额从2014年年末的3331.7亿增长到2017年年末的13038.0亿元，增幅约为291%，整体呈现爆发增长态势。

从关键比例指标来看，商誉占净资产比例由1.4%增长至3.6%，增长了2.2pct，商誉占当期归母净利润比例，由12.8%增长至38.3%，增长了25.5pct，占比接近4成。

从细分领域来看，以中小市值股票为主的中证500成分股，4年期间，商誉由728.7亿元增加至2987.6亿元，增长300%，占整个A股市场的23%。商誉占净资产的比例由3.1%上升至7.8%，增长了4.9pct，商誉占净利润的比例由40.5%上升至99.6%，增长了59.1pct，其中2016年该比例一度达到108.7%，商誉余额超过全年归母净利润。

随着业绩承诺逐步到期，商誉减值风险或开始暴露，以中小市值为主的上市公司虽然商誉绝对额市场占比不大，但由于此类公司盈利能力有限，商誉占净利润的比例非常高，商誉减值对当期利润影响也将较大。

图1 全部A股商誉占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图2 中证500商誉占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、军工集团和地方军企的商誉减值风险总体可控

提示: 我们选取82家军工属性较强的军工上市公司, 来表征军工板块, 并进行商誉比较分析。商誉/净资产指标选取2018Q3数据, 商誉/归母净利润指标选用2017年末数据。

82家主要军工企业的商誉总额从2014年末的36.4亿元上升至2018年Q3的255.8亿元, 增长了603%, 其中2015年增速最快, 达263%。我们认为主要原因是2014-2015年市场行情较好, 军工上市公司获得了较高的估值溢价, 公司管理层并购积极性增强, 标的估值居高不下, 从而积累了大量商誉。2017末, 军工板块商誉占净资产的比例为5.6%, 介于全部A

股以及中证 500 成份股之间，而 2017 年末商誉与净利润的比例高达 168%，远高于后者，侧面说明军工板块的净资产收益率水平相对较低。

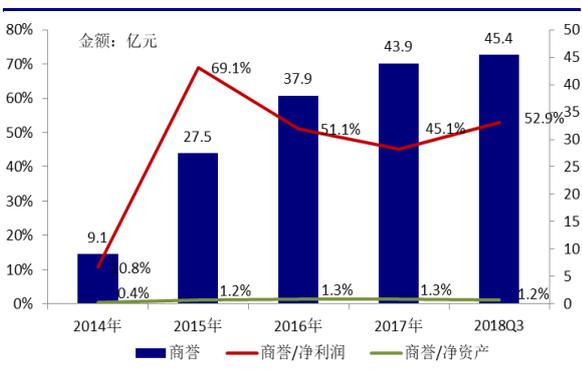
从军工行业细分领域来看，2018Q3，军工集团、地方军企和民参军企业的商誉占净资产比例分别为 1.2%、4.4%和 31.1%，2017 年末商誉与归母净利润的比例分别为 45.1%、130.3%和 499.2%。军工集团板块中航天发展（000547.SZ）商誉余额占比约 25%，地方军企中海格通信（002465.SZ）一家独大，商誉余额占比达 60%，因此，剔除两者之后军工集团和地方军企的商誉减值风险总体可控，而民参军板块风险相对较高，相关比例指标均远高于 A 股市场和中证 500 平均水平。

图 3 军工板块整体商誉占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4 军工集团商誉占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5 地方军企商誉占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6 民参军企业商誉占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、民参军企业或成军工板块商誉减值的主要雷区

根据统计，82 家军工上市公司 2018Q3 的商誉余额约为 267.95 亿元，其中仅民参军板块上市公司的商誉余额就有 206.55 亿元，占比高达 77%。

从商誉余额的绝对数排序来看，前十位的上市公司商誉总和占军工板块商誉的 73%，商誉集中度较高。其中，民参军上市公司新研股份（300159.SZ）2018Q3 商誉余额为 28.9 亿元，位列军工板块上市公司第一位，总商誉占比约 11.3%，炼石航空（000697.SZ）其次，占比

9.8%，鹏起科技(600614.SH)位列第三，占比9.2%。前十位上市公司除航天发展(000547.SZ)和海格通信(002465.SZ)之外，均为民参军企业。

从关键比例指标来看，商誉占归母净利比例和商誉占净资产比例前十位中，炼石航空(000697.SZ)均位列第一位，分别高达4346.2%和186.7%。炼石航空近年收购频繁，标的公司估值普遍较高，且收购完成后，标的公司业绩增长短期难以兑现，商誉减值风险较高。在两项指标的前二十排序中，仅有航天通信(600677.SH)、航天发展(000547.SZ)和海格通信(002465.SZ)三家国有上市公司，其余均为民参军上市公司。

表 1 军工企业商誉相关指标排名

排名	证券代码	公司名称	商誉(亿元)	总占比	证券代码	公司名称	商誉/净利润	证券代码	公司名称	商誉/净资产
1	300159.SZ	新研股份	28.9	10.8%	000697.SZ	炼石航空	4346.2%	000697.SZ	炼石航空	186.7%
2	000697.SZ	炼石航空	25.2	9.4%	300411.SZ	金盾股份	2569.3%	000687.SZ	华讯方舟	74.7%
3	600614.SH	鹏起科技	23.4	8.7%	002151.SZ	北斗星通	1892.1%	300411.SZ	金盾股份	52.7%
4	000547.SZ	航天发展	20.5	7.7%	002413.SZ	雷科防务	1428.5%	600614.SH	鹏起科技	44.9%
5	002151.SZ	北斗星通	19.9	7.4%	300456.SZ	耐威科技	1338.7%	002413.SZ	雷科防务	43.8%
6	300411.SZ	金盾股份	18.3	6.8%	000687.SZ	华讯方舟	902.9%	300159.SZ	新研股份	43.7%
7	002413.SZ	雷科防务	17.5	6.5%	600677.SH	航天通信	802.1%	002151.SZ	北斗星通	43.3%
8	002465.SZ	海格通信	16.0	6.0%	000547.SZ	航天发展	742.6%	300456.SZ	耐威科技	34.9%
9	600590.SH	泰豪科技	12.8	4.8%	300159.SZ	新研股份	711.9%	000547.SZ	航天发展	34.6%
10	000687.SZ	华讯方舟	11.8	4.4%	600614.SH	鹏起科技	605.2%	300099.SZ	精准信息	33.0%
11	000818.SZ	航锦科技	8.6	3.2%	300099.SZ	精准信息	560.0%	300447.SZ	全信股份	32.0%
12	600677.SH	航天通信	8.0	3.0%	002465.SZ	海格通信	544.22%	000818.SZ	航锦科技	31.2%
13	002389.SZ	南洋科技	6.9	2.6%	600590.SH	泰豪科技	506.94%	600590.SH	泰豪科技	30.6%
14	300456.SZ	耐威科技	6.5	2.4%	002414.SZ	高德红外	475.91%	002829.SZ	星网宇达	30.1%
15	300099.SZ	精准信息	5.7	2.1%	002829.SZ	星网宇达	465.41%	300424.SZ	航新科技	29.3%
16	300447.SZ	全信股份	5.2	1.9%	300447.SZ	全信股份	424.11%	002465.SZ	海格通信	18.5%
17	600151.SH	航天机电	4.4	1.6%	300424.SZ	航新科技	415.59%	300065.SZ	海兰信	17.8%
18	002664.SZ	长鹰信质	3.9	1.5%	002389.SZ	南洋科技	370.93%	002664.SZ	长鹰信质	17.7%
19	002171.SZ	楚江新材	3.5	1.3%	000818.SZ	航锦科技	337.38%	300342.SZ	天银机电	17.6%
20	002013.SZ	中航机电	3.3	1.2%	300065.SZ	海兰信	291.95%	600677.SH	航天通信	17.2%

资料来源: Wind、中国银河证券研究部整理,注:商誉/净利润选取2017年末数据,其它指标均为2018Q3数据

2015年市场走牛,军工企业收并购动作较多,板块商誉余额迅速增加,收购标的方业绩承诺期往往集中在2016至2018三年,在此期间,商誉减值计提较少,商誉与净利润的比值也相对稳定,而随着业绩承诺期结束,标的公司业绩增长延续与否将决定当期商誉的变动,进而较大程度影响上市公司当期业绩表现。

我们认为,近年来由于军队改革的影响,军工企业招投标取消,订单延后等现象普遍存在,一定程度上影响了军工企业尤其是外国配套民参军企业的生产,并购标的公司业绩承诺实现压力大幅增加。虽然2018年军队改革影响逐步消退,但军品定价改革和审价趋严成大势所趋,边缘配套民参军企业的盈利能力将经受严峻考验。未来不排除部分标的公司业绩变

脸的可能，减值风险依然较大，建议规避“商誉/归母净利”和“商誉/净资产”较大的上市公司。

4、军工行业增长确定性较高，建议逢低加仓。综观整个市场，军工行业是为数不多的增长确定的行业之一，目前市场已经进入筑底阶段，军工行业有望凭借较高的景气度获得超额收益。我们持续看好军工板块中长期表现，建议逢低加仓，继续推荐估值和成长兼备的中直股份(600038.SH)、航天电器(002025.SZ)、中航机电(002013.SZ)、中航光电(002179.SZ)、钢研高纳(300034.SZ)、杰赛科技(002544.SZ)和航天发展(000547.SZ)，关注公司治理较好的火炬电子(603678.SH)、楚江新材(002171.SZ)等民参军企业。

(二) 行业投资组合

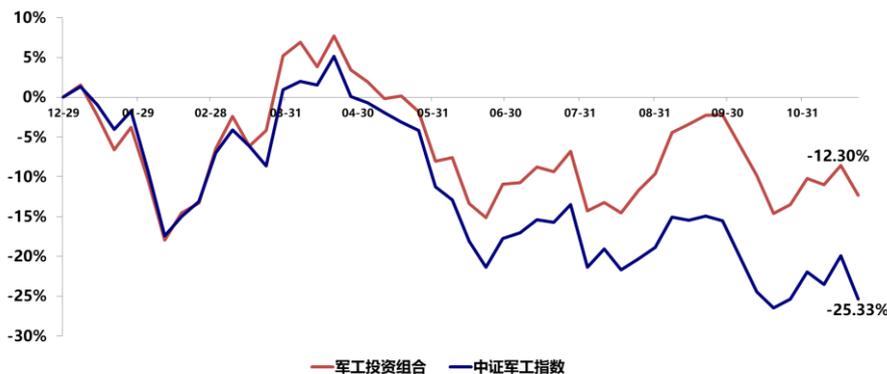
军工行业投资组合是以中长期可能博得超额收益为选择标准，个股往往兼具估值和成长双属性的白马或龙头股。

表3 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅 (%)	绝对收益率 (成立至今, %)	相对收益率 (成立至今, %)	入选时间
军工行业投资组合	002025.SZ	航天电器	低估值白马，业绩增长确定性强	-5.78	-4.43	-5.58	2018/10/15
	000547.SZ	航天发展	看好公司业绩增长弹性	-8.10	9.07	7.91	2018/10/15
	002179.SZ	中航光电	低估值白马，受益于光通信行业高景气	-4.75	-7.82	-8.98	2018/10/15
	300034.SZ	钢研高纳	看好公司业绩增长弹性	-2.63	8.82	7.67	2018/10/15
	600482.SH	中国动力	低估值白马，业绩增长确定性强	-2.88	3.39	2.24	2018/10/15
	600038.SH	中直股份	国内直升机龙头，受益于需求高增长	0.66	1.36	0.21	2018/10/15
	600760.SH	中航沈飞	国内战斗机龙头，受益于需求高增长	-4.72	-7.43	-8.58	2018/10/15
	600967.SH	内蒙一机	国内装甲武器龙头，受益于需求高增长	-6.49	-11.86	-13.01	2018/10/15

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图10 推荐组合18年年初至今的表现



资料来源: 中国银河证券研究院整理

投资组合周表现分析

上周，中证军工指数下跌 4.58%，投资组合表现涨跌参半，行业白马与指数表现基本相仿，其中中直股份（600038）表现最好，跑赢指数 5.25%，而之前涨幅较多的航天发展（000547.SZ）回落明显，跑输指数 3.52%。

投资组合表现较弱个股分析

航天发展（000547.SZ）本周跌幅为 8.10%。考虑外延因素，公司未来三年业绩复合增速有望达到 30%，具备基本面支撑，中长期看好。

航天电器（002025.SZ）本周跌幅为 5.78%。公司业绩增长确定，2018 年市盈率约 30 倍，在军工白马中估值较低，近期大幅回调之后，后续表现可期，中期依然看好。

中航光电（002179.SZ）本周跌幅为 4.75%。作为三季度公募基金军工行业第一大重仓股，由于三季报业绩指标不达预期且存在可转债转股对股本的稀释预期，近期走势持续偏弱，但公司作为行业白马，未来将受益于新能源汽车和 5G 产业的高速发展，中长期业绩增长可期，依然看好。

中航沈飞（600760.SH）和内蒙一机（600967.SH）本周跌幅分别为 4.72% 和 6.49%。两家公司作为军工主机厂，估值水平相对较高，防御性不足，但作为细分行业龙头，将受益于军工行业景气度的持续提升，弹性较高，中长期看好。

表 4 组合周相对收益情况

成份股	002025.SZ	000547.SZ	002179.SZ	300034.SZ	600482.SH	600038.SH	600760.SH	600967.SH
	航天电器	航天发展	中航光电	钢研高纳	中国动力	中直股份	中航沈飞	内蒙一机
周相对收益 (%)	-1.20	-3.52	-0.17	1.95	1.71	5.25	-0.14	-1.91

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

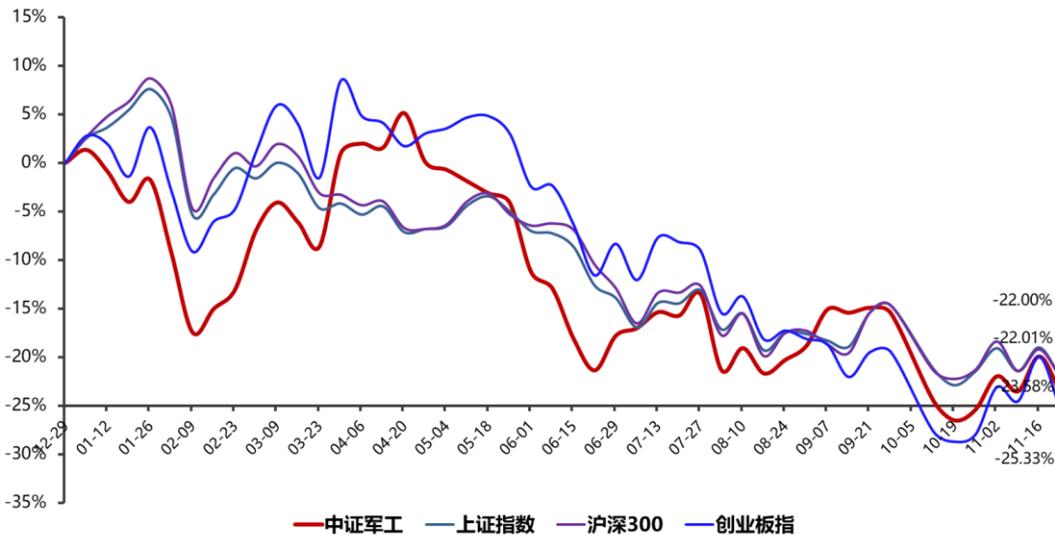
组合调整：不调整

（四）风险提示 改革进度不及预期的风险。

附录

一、行业数据跟踪

图 11 中证军工指数 18 年初至今的表现



资料来源：中国银河证券研究院整理

表 5 军工行业涨跌幅榜

周表现	个股名称及表现				
涨幅前五	金盾股份 (300411.SZ)	洪都航空 (600316.SZ)	ST 船舶 (600150.SH)	高德红外 (002414.SZ)	航天机电 (600151.SH)
	6.95%	2.46%	1.47%	1.04%	0.92%
跌幅前五	宏达电子 (300726.SZ)	精准信息 (300099.SZ)	光威复材 (300699.SZ)	鹏起科技 (600614.SH)	雷科防务 (002413.SZ)
	-15.93%	-14.08%	-13.12%	-12.74%	-11.51%

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

二、国内外行业及公司估值情况

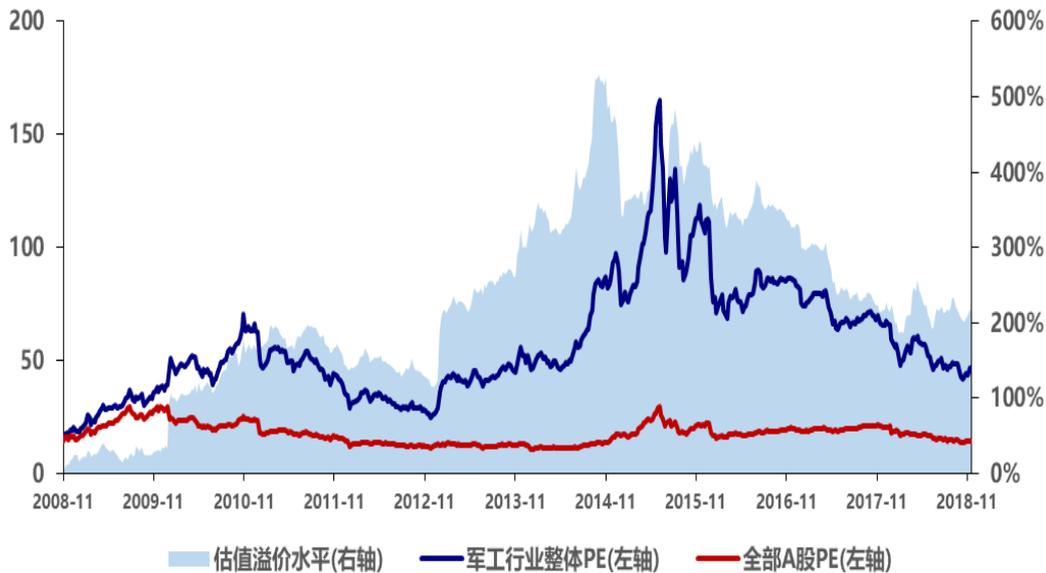
1、国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取 2008 年 11 月 6 日至今的行业表现作为研究区间，理由是 11 月 6 日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至 2018 年 11 月 23 日，军工行业最近一年的滚动市盈率为 40.84 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 12.99 倍，分别较 2008 年底以来的 PE（TTM）均值低 19.13 倍和

低 3.84 倍。行业估值溢价率方面,目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低 44 个百分点。当前值为 214.4%, 历史均值为 258.8%。

图 6 军工行业估值溢价情况



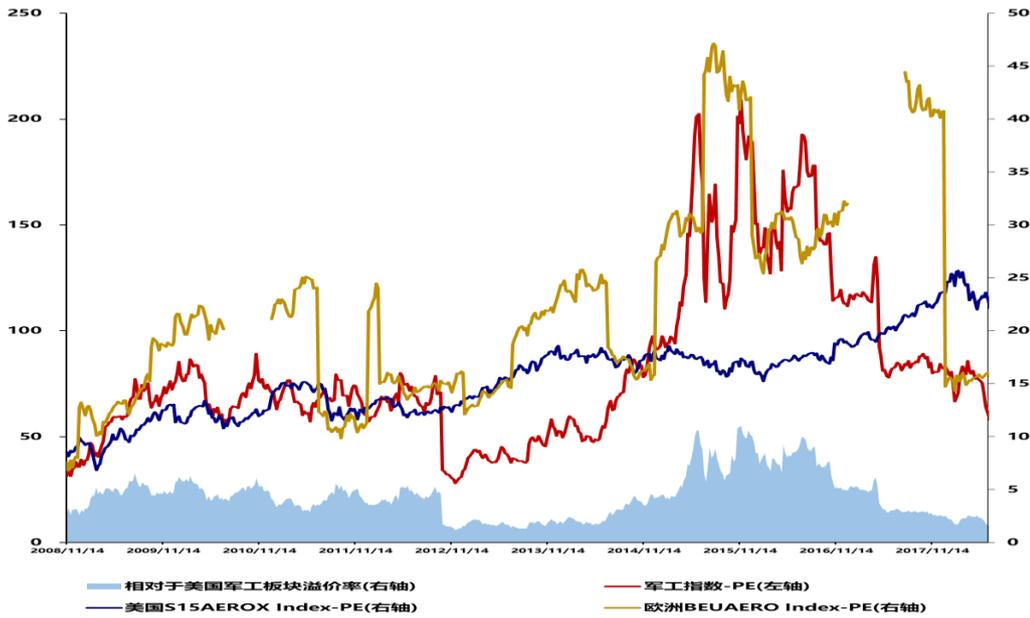
资料来源: 中国银河证券研究部整理

2、国际军工行业估值及对比

说明: I、我们选取 2008 年 11 月 6 日至今的行业表现作为研究区间,理由同上。II、图中的军工指数选用国防军工指数 (CI005012), 美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数 (S15AEROX INDEX), 欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数 (BEUAERO INDEX)。III、估值指标选取 PE (TTM) 和 PB, 其中国外的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率。

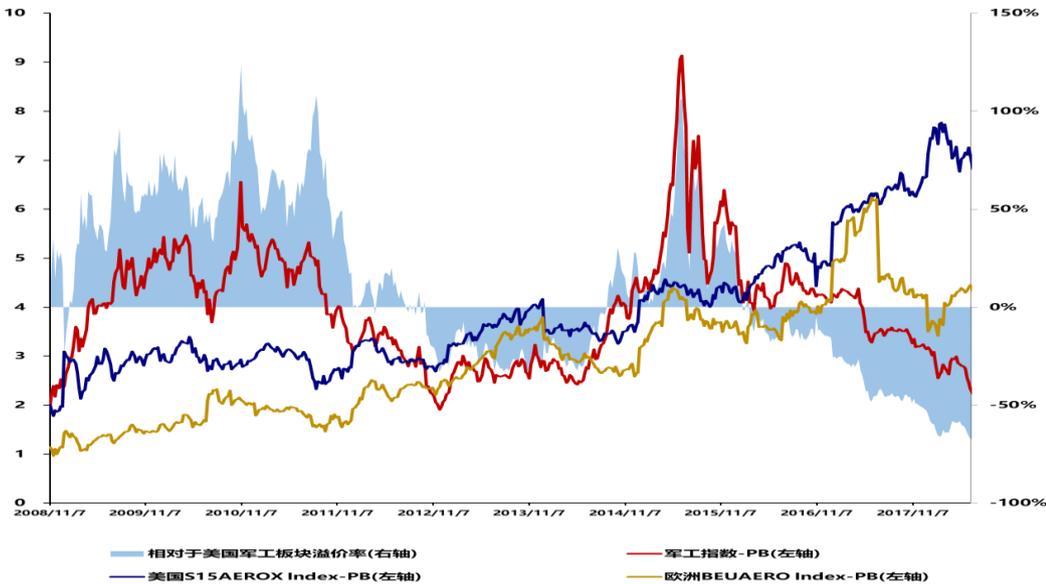
国内军工板块市盈率显著高于美欧市场, 相对溢价率处于较低水平。以 2018 年 11 月 23 日收盘价计算, 以国防军工指数表征的国内军工板块 PE (TTM) 为 59.34 倍, 同期美国军工板块为 18.69 倍, 欧洲军工板块为 20.99 倍, 我国军工板块 PE 显著高于美欧市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算, 国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 209 个百分点, 当前值为 217.5%, 历史均值为 426.9%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平高 102 个百分点, 当前值为 182.7%, 历史均值为 284.9%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面, 一是中国综合国力快速增长, 战略利益诉求不断增强, 军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续, 因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定; 二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化, 美欧等国则较为少见, 因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。**

图 7 国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 8 国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2018 年 11 月 23 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.27 倍，同期美国军工板块为 6.22 倍，欧洲军工板块为 5.01 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为 -63.5%，历史均值为

7.1%，较历史平均水平低 71 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 113 个百分点，当前值为-54.7%，历史均值为 58.1%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因**是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。

3、国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。**从收入增速角度看**，海外公司过去五年复合增速均值为 3.39%，中位数为 3.10%，多数处于-5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 18.73%，中位数为 20.47%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。**从净利润增速角度看**，过去五年复合增速均值为 5.53%，中位数为 2.19%，多数处于-10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 26.82%，中位数为 20.52%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。**从创造价值能力来看**，海外公司 ROE 和 ROIC 均值分别 18.45% 和 3.83%，中位数分别为 16.14% 和 9.00%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 7.10% 和 5.31%，中位数为 6.29% 和 3.94%，创造价值的能力远低于海外。**从估值角度看**，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 3.94 倍、1.57 倍和 19.45 倍，估值中位数为 3.01 倍、1.44 倍和 17.95 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.11 倍、6.41 倍和 38.17 倍，估值中位数为 2.77 倍、3.68 倍和 34.60 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 8 海外主要上市公司相关指标

所在地 区	证券 代码	公司 简称	CAGR (过去五年)						估值				市值 (亿美元)
			收入增 长	利润增 长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
北美地区	LMT	洛·马	1.59	-6.12	3.92	207.23	2.99	29.36	16.38	16.76	1.54	88.94	837
	BA	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	2.16	78.45	20.61	21.06	1.89	N/A	1802
	GD	通用动力	-0.35	N/A	9.40	25.26	2.10	15.79	16.31	15.85	1.54	4.10	523
	NOC	诺·格	0.46	0.37	7.81	35.27	1.79	12.34	15.43	14.37	1.63	5.11	465
	RTN	雷神	0.75	1.40	7.98	22.29	2.01	27.67	19.49	17.07	1.87	4.34	490
	UTX	联合技术	3.02	-12.22	2.16	15.32	0.15	4.76	19.00	17.12	0.99	2.40	133
	TXT	德事隆	2.10	26.82	6.44	38.90	1.63	20.93	16.53	11.52	1.17	4.96	90
	HII	亨廷顿英戈尔斯工业	1.48	-10.77	4.08	13.33	2.28	3.78	15.90	17.86	2.52	5.84	1067

HON	霍尼韦尔国际	-6.15	-3.52	7.07	20.09	1.74	11.80	18.81	17.74	1.44	2.57	145	
LLL	L3 科技	0.73	-2.36	7.61	16.07	2.34	7.46	17.43	17.29	1.55	3.14	1007	
COL	罗克韦尔柯林斯	8.53	2.97	10.33	16.22	1.02	8.63	20.95	18.52	2.48	3.14	213	
TDG	TRANSDIGM	14.64	46.93	25.11	N/A	N/A	14.68	26.12	19.17	4.94	N/A	179	
ARNC	奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-5.73	1.17	0.41	15.53	15.53	0.72	1.87	99	
HRS	哈里斯	3.87	45.45	11.61	24.75	1.89	9.72	22.49	22.32	2.71	5.25	170	
BBD/B	庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	-259.63	19.11	18.05	0.27	N/A	46	
	均值	2.37	8.75	7.24	20.16	1.65	-0.92	18.67	17.30	1.93	3.88	484	
	中位数	1.53	0.89	7.61	21.19	1.89	11.80	18.81	17.29	1.55	4.22		
LDO	Leonardo	-6.93	N/A	2.36	6.18	1.70	2.64	28.90	11.88	0.40	1.09	54	
BA	英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	16.61	4.34	9.46	20.97	11.82	0.93	2.79	209	
RR	罗·罗	6.04	12.63	25.80	83.37	1.15	-2.09	8.77	62.96	0.91	19.91	194	
MGGT	Meggitt	4.77	8.25	17.26	11.89	3.11	8.31	14.31	16.07	1.99	1.68	52	
COB	英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	20.30	N/A	15.31	10.44	20.29	1.20	1.83	31	
SNR	英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	12.49	2.79	10.26	16.32	16.39	1.03	1.95	14	
ULE	超电控股	0.38	-4.29	6.31	9.27	3.25	8.59	31.11	14.67	1.54	2.55	14	
AIR	空中客车	3.40	19.14	4.30	23.54	1.62	10.81	28.96	21.02	1.11	7.51	818	
AM	达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	1.11	4.68	25.79	21.31	2.55	3.01	132	
HO	泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.65	16.89	24.54	20.67	1.44	4.48	265	
ZC	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!	
SAF	赛峰	4.47	N/A	28.28	20.34	1.50	9.37	22.98	22.42	2.49	4.41	539	
FII	LISI	8.73	13.51	6.57	10.59	1.96	6.67	13.63	13.31	0.81	1.46	15	
MTX	MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.38	1.30	N/A	21.90	20.38	1.98	4.50	105	
FACC	FACC	11.55	N/A	5.29	13.21	0.72	8.09	17.86	18.86	0.91	2.47	8	
KOG	Kongsberg Gruppen	-1.53	-15.80	3.82	8.94	2.73	5.64	26.33	24.02	1.18	2.32	19	
SAABB	萨博	5.51	-2.35	4.48	6.34	1.50	5.89	45.93	27.11	1.22	2.95	41	
	均值	4.24	2.42	8.69	13.39	2.04	7.69	22.42	21.45	1.36	4.06	164	
	中位数	4.47	7.01	5.29	12.49	1.64	8.20	22.44	20.33	1.19	2.67	52	
以色列	ESLT	埃尔特比特系统	3.18	7.33	7.08	15.56	1.47	13.26	18.59	18.94	1.41	2.74	51
	全部均值	3.39	5.53	7.98	18.45	1.83	3.83	20.59	19.45	1.57	3.94	307	
	全部中位数	3.10	2.19	6.44	16.14	1.72	9.00	19.06	17.95	1.44	3.01	139	

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理备注: 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表 9 国内主要上市公司相关指标

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿元)
		收入	利润					PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	

		增长	增长									
600893.SH	航发动力	25.99	26.91	4.15	5.82	0.56	3.88	87.00	46.19	2.68	1.92	522
000768.SZ	中航飞机	14.80	13.36	1.53	3.03	0.57	2.28	89.67	72.92	1.55	2.67	413
600038.SH	中直股份	33.34	31.56	3.78	6.49	0.60	5.82	51.26	42.94	2.27	3.10	230
600372.SH	中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.41	5.79	68.49	42.23	3.37	3.17	261
002013.SZ	中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.22	5.47	45.97	31.25	2.73	3.17	275
002179.SZ	中航光电	23.62	32.41	13.62	19.57	0.32	14.50	40.07	30.90	5.20	6.10	299
600760.SH	中航沈飞	45.32	84.87	3.62	13.67	0.00	15.51	137.45	59.07	43.99	6.73	456
600118.SH	中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.42	0.64	7.08	63.28	44.59	4.22	4.18	202
002025.SZ	航天电器	19.01	15.18	13.22	12.71	1.04	12.20	33.28	28.37	3.99	4.10	104
000547.SZ	航天发展	40.87	18.06	13.14	4.58	0.00	5.24	40.01	32.90	6.73	1.93	116
600879.SH	航天电子	28.58	20.65	4.10	4.88	0.00	4.64	38.21	26.21	1.75	1.63	159
600562.SH	国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.56	9.80	68.89	61.24	9.07	6.06	92
600990.SH	四创电子	38.20	33.00	4.06	11.96	0.33	8.34	47.40	23.51	2.54	3.65	58
601989.SH	中国重工	-7.90	-25.20	-0.62	1.23	0.27	-0.09	-115.14	34.33	2.60	1.08	945
600482.SH	中国动力	37.40	72.88	5.54	5.90	0.95	4.09	28.99	27.58	1.83	1.13	378
600967.SH	内蒙一机	31.30	25.25	4.40	8.52	0.27	5.56	42.66	31.30	1.26	2.61	198
300034.SZ	钢研高纳	8.16	-3.76	7.26	7.68	0.71	3.40	73.56	46.87	7.54	2.85	41
002413.SZ	雷科防务	-10.89	20.40	17.23	3.89	0.55	3.59	51.63	37.95	16.06	1.66	63
300065.SZ	海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.25	9.21	51.71	28.11	8.63	3.94	43
	均值	21.87	26.81	7.90	8.32	0.43	6.65	51.48	39.39	6.74	3.25	255
	中位数	25.58	20.65	6.35	7.37	0.41	5.56	51.26	34.33	3.37	3.10	202

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

三、重要上市公司动态

1、【中航飞机(000768.SZ)子公司增资扩股】公司控股子公司中航西飞民用飞机有限责任公司启动增资扩股程序。西飞民机本次增资金额共计人民币 67.22 亿元, 其中: 现金人民币 50 亿元, 实物资产人民币 17.22 亿元。完成后, 西飞民机注册资本由 190,000 万元增加至 849,618.09 万元。本次增资完成后, 公司持有西飞民机的股权比例由 36.84% 下降至 18.8895%, 不再将西飞民机纳入公司合并报表范围。

2、【杰赛科技(002544.SZ)豁免要约收购义务获得中国证监会核准】本次无偿划转的股票在完成过户登记手续后, 电科通信将持有杰赛科技 202,062,449 股股份, 占杰赛科技总股本的 35.36%, 成为杰赛科技控股股东, 并将合计拥有 232,978,832 股股份所对应的表决权, 占杰赛科技总股本的 40.77%; 中国电科三十四所将持有 134,559 股杰赛科技股份, 占杰赛科技总股本的 0.02%。中国电科通过下属单位合计持有杰赛科技 238,306,224 股股份, 占杰赛科技总股本的 41.71%, 仍为杰赛科技的实际控制人。

3、【航发动力(600893.SH)子公司黎阳动力吸收合并其下属公司】公司第九届董事会第六次会议审议通过《关于下属子公司贵州凯阳航空发动机有限公司股东减资退出暨关联交易的议案》, 同意凯阳公司股东中航技进出口有限责任公司通过减资方式退出凯阳公司。

上述减资完成后，凯阳公司成为黎阳动力的全资子公司。为进一步优化公司管理架构，降低管理成本，提高营运效率，公司全资子公司黎阳动力拟依法定程序吸收合并凯阳公司。本次吸收合并完成后，凯阳公司的独立法人资格将被注销，其全部资产、债权、债务和业务等由黎阳动力依法继承。

4、【航天通信（600677.SH）转让宁波中鑫毛纺集团有限公司 69%股权】为进一步清理辅业资产，优化产业结构，聚焦通信主业，公司公开挂牌转让持有的宁波中鑫毛纺集团有限公司全部 69% 股权，挂牌价格为前次挂牌价格 14,839 万元的 90%，即为 13,355.1 万元。

5、【华力创通（300045.SZ）签订重大合同】近日，公司中标天翼电信终端有限公司的天通手机集中采购项目（二次），中标产品为天通单模手机。为了配合天通卫星运营服务顺利开展，本项目计划采购天通单模手机 5 万台。采用框架+订单模式，实际采购数量视需求和销售情况而定，根据订单要求供货。

6、【光威复材（300699.SZ）持股 5%以上股东减持数量过半的公告】公司持股 5%以上股东威海拓展企业管理咨询中心已于 2018 年 11 月 8 日更名为威海拓展股权投资中心，计划以集中竞价、大宗交易或协议转让方式减持本公司股份，合计减持数量不超过 4,118,026 股（占公司总股本比例为 1.12%，占拓展合伙持有公司股份的 20%）。截至本公告日，拓展合伙减持计划减持数量已过半，分别于 11 月 16 日和 19 日，以 42.3 元/股和 41.1 元/股的价格减持 120.2 万股和 102.5 万股。

四、行业动态

1、【中船重工建国内最高水平新能源游船】近日，中船重工七一二所与七〇二所签署《300 客位全电动客船建造合同》。300 客位全电动客船是为迎接 2019 年在武汉举办的第七届世界军人运动会，由七一二所打造的一艘适航于长江流域的新能源动力客船。该船采用纯锂电提供动力，代表了目前国内新能源豪华游船的最高水平。该船长 53.2 米、宽 14.3 米，装载有 2300kwh 动力锂电池组，一次充电后可连续航行 8 小时以上。该船全程不消耗燃油，不会产生碳、硫等废气污染物及 PM2.5 颗粒，完全实现零排放；同时预留了燃料电池、超级电容、太阳能、风能等新能源动力源接入的接口。其建成后将是我国船舶尺度最大、装载电量最多的豪华游船，将填补我国在大功率、高安全性能船舶全电池动力系统领域的空白。（国防科工局）

2、【航空工业与陕西签署四项协议 共同增资 67 亿元加快国产民机发展】11 月 17 日，中国航空工业集团有限公司在西安市与陕西省及其所辖单位分别签署深化国产民机产业发展合作协议及西飞民机增资、支持幸福航空发展等系列协议。按照协议，航空工业(含所属单位)将对航空工业西飞民机新增股权投资 37 亿元，陕西省(含西安市)对航空工业西飞民机新增股权投资 30 亿元。增资完成后，将为企业后续快速发展提供强有力的支撑。双方还对支线民用机场选址建设、基础及配套设施建设、政策支持等内容进行了约定。（国防科工局）

3、【航空工业与中国商飞共建成都机头设计中心】11 月 19 日，中国航空工业集团有限公司成飞民机与中国商飞上飞院签署机头设计中心合作协议。依据协议，双方共建中国商飞上飞院成都机头设计中心，围绕研制需求，整合资源、发挥优势、通力协作，共同承担中国商飞各型飞机机头设计业务，并参与国产大飞机机头的概念设计、初步设计和详细设计工

作。航空与燃机产业是四川省委、省政府确定的率先突破、重点发展的五大高端成长性产业之一，大力发展航空与燃机产业对于推动产业结构调整和转型升级具有重大战略意义。多年以来，航空工业成飞民机充分利用四川民用航空产业各领域的资源，带动产业链上、下游企业共同发展，打造四川航空产业发展新的增长极，现已发展成为国内外知名的以机头、舱门、活动翼面和机身结构部件为主的供应商，承担了 ARJ21 新支线飞机机头、C919 大型客机机头、AG600 大型水陆两栖飞机机头等重大项目研制任务。（国防科工局）

4、【首用“静暗”驾驶舱技术 ARJ21 填补国产喷气客机运营空白】ARJ21 在同类飞机里还首先采用了“静暗”驾驶舱技术——飞机正常飞行时不会对飞行员提示，故障情况下才会给飞行员指示、照明和告警显示。这种智能化驾驶舱能够有效降低机组工作负荷，解决人与复杂系统交互的信息流瓶颈。总装制造技术方面，ARJ21 一改以前“一厂一所”制造飞机的国际惯例，打造出“主制造商-供应商”发展模式，力推全球合作理念。同时，能够做到全球异地协同管理数据，对飞机的上百万零件和上百万的数据进行实时控制，飞机总装实现自动对接。（国防科工局）

5、【每架降至 8000 万美元！洛马公司接收 60 亿美元启动 F-35 批次采购】五角大楼 11 月 14 日迈出了为未来的 F-35 隐身战机订单启动批次采购的第一步，修改了国防部现有的合同范本，允许国际客户合并购买第 12 批次、第 13 批次和第 14 批次战机。14 日修改的合同将立即为洛克希德-马丁公司带来 60 亿美元定金，还为美国各军种订购第 12 批次“小批量试生产”（LRIP 12）战机和国际伙伴国及外国军售客户订购 LRIP 12、13 和 14 批次战机设定了 227 亿美元的上限。第 12 和第 13 批次战机将分别定于 2020 年和 2021 年交付。最后的 LRIP 14 批次合同预计将于 2020 年定案——这对 F-35 项目来说是很关键的一年，五角大楼预计常规起降 F-35A 机型的价格将在这年降到每架 8000 万美元，该批次产品将于 2022 年交付。（参考消息）

6、【俄罗斯公布 228 亿美元大规模武器更新计划】俄军正在大规模更新装备，今年已向现代化武器和军事技术装备的研发和量产工作拨款约 1.5 万亿卢布（约合 228 亿美元）。新的俄罗斯国家军备计划于今年获批。计划指导未来 10 年（至 2027 年）的工作并要求大规模更新军队装备。普京表示，根据该计划，俄陆军和海军中的现代化武器和技术装备比例在 2021 年之前应达到不低于 70%。他强调，这应能解决维持国际战略均势并确保俄不受外来威胁的任务。俄军工企业 11 月中旬根据国防采购要求，向军队交付了约 2000 件武器和军事技术装备，其中包括 74 架固定翼战机和直升机、80 架无人机、4 个团的 S-400 地对空导弹系统、5 艘水面舰艇，以及 250 辆坦克等装甲作战车辆。（参考消息）

五、重点公司投资案件

【航天电器（002025.SZ）】公司受益于军工装备需求的稳定增长，公司传统军工业务增长依然向好，增速约为 10% 至 15%。微特电机和光通信行业未来发展空间较大，公司两块业务增长有望加快。我们认为电机业务和光通信业务未来三年的复合增速分别有望达到 25% 和 50%。此外，公司大股东旗下仍有较多优质资产，未来随着十院内部资产逐步梳理到位，注入预期依然较强。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 3.61 亿和 4.52 亿，EPS 为 0.84 元和 1.05 元。

【**钢研高纳 (300034.SZ)**】公司目前是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品企业之一，主要面向航空航天、发电市场。该领域市场容量约 3000 吨，年复合增速约 15%。近年来，国内航空航天市场逐步放量，公司主业有望迎来 30%左右的较快增长。公司拟 13.94 元/股发行 2671 万股份及支付现金的方式购买青岛新力通 65%的股权，同时配套融资 1.2 亿。2018 年和 2019 年标的公司业绩承诺净利润不少于 7000 万元和 9000 万元。预计公司 2018 年至 2020 年归母净利分别为 0.92 亿、1.78 亿和 2.65 亿，EPS 为 0.22 元、0.39 元和 0.57 元。

【**中航机电 (002013.SZ)**】公司主营航空机电系统研制。公司航空产业占比超过 60% 且持续增长势头较好，显示公司聚焦主业的战略较为成功。我们认为，公司军用航空产业的项目推进和资产收购有利于公司持续增长和提升核心竞争力。民用航空项目正处于研制的关键时期，中长期发展潜力很大。公司的汽车座椅调节机构市场占有率国内第一，未来将随汽车产业稳定增长。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 9.5 亿元和 11.0 亿元，考虑可转债对股本稀释，EPS 约为 0.25 元和 0.29 元。股价催化剂：资本运作预期、民用市场拓展。

【**中国动力 (600482.SH)**】公司是舰船动力龙头企业。公司燃气动力、海上核动力及全电动力等业务市场获得较大突破，考虑到国内巨大的燃气动力国产替代空间和核动力、全电动力市场需求空间，未来有望成为公司新的增长极。公司年初实施股权激励，业绩增长指标为 2018 至 2020 年复合增速约 15%，此举有利于保障管理层与股东利益的一致性，激发增长活力，助力公司可持续发展。我们预计公司 2018-2019 年归母净利为 13.8 亿和 15.8 亿，EPS 为 0.80 元和 0.91 元。

【**中国卫星 (600118.SH)**】公司未来主要驱动因素包括卫星应用和卫星研制业务的持续增长，以及可能整合大股东优质资产的潜力。我们预计 2018 年至 2019 年每股收益分别为 0.38 元和 0.41 元。股价催化剂：军工集团事业单位改制取得进展、北斗需求加快释放。

【**海兰信 (300065.SZ)**】公司业务分为智能航海、海洋信息服务、海洋监测三大类，是国内稀缺的海洋信息化公司。目前公司正积极开拓小目标雷达业务，近海雷达监测网建设快速推进并持续贡献利润。在国家“海洋强国战略”的背景下，海底监测领域投入也将大幅增长，公司面临历史性机遇。考虑海兰劳雷剩余股权的收购，预计公司 2018 至 2019 年归母净利润 1.55 亿和 1.85 亿，EPS 为 0.39 元和 0.46 元。

【**火炬电子 (603678.SH)**】公司主营陶瓷电容。目前代理业务进展顺利，预计保持稳定；自产电容可应用于国防及航天等军用和民用领域，公司竞争优势明显，预计未来将保持 20%以上的增长。公司近期完成定增拟建设 10 吨特种陶瓷材料，中航国际参与，该业务未来有望形成新的增长点。预计公司 2018 年和 2019 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。考虑到公司在特种陶瓷材料的布局，中长期投资价值明显。

【**全信股份 (300447.SZ)**】公司主营光电传输业务，应用于军工领域，成长性持续看好。公司 2017 年完成收购从事海水淡化业务的常康环保，主要满足舰艇的相关需求，未来将向民用领域扩张。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 1.48 亿和 1.77 亿，EPS 分别为 0.47 元和 0.57 元。公司估值水平具备明显优势，成长性持续向好。

【**湘电股份 (600416.SH)**】公司军品业务面临加速发展，电力推进系统将成为公司未来几年重要增长点。公司是湖南国企改革的重点公司，并组建湘电动力公司，公司的军工业业务将面临黄金发展时期。根据公司募投项目公告，我们假设 2019 年新项目投产，2020 年达产，预计公司未来三年收入将较快增长，利润大幅增长。我们预计公司 2018 和 2019 年净利润分别为 0.30 亿元、1.65 亿元，对应每股收益分别为 0.03 元和 0.17 元。

【**天银机电 (300342.SZ)**】公司主营家电零部件和军工电子业务。2016 年华清瑞达收购讯析科技 100% 股权，军工电子业务再加码，盈利能力提升。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利分别为 2.3 亿和 2.95 亿，EPS 为 0.53 元和 0.68 元。公司属于技术壁垒较高的民参军企业，估值水平相对较低，军品业务未来成长空间较大。

【**康拓红外 (300455.SZ)**】公司是铁路机车车辆运行安全检测与检修行业设备供应商和解决方案重要提供商，所在市场空间较大，公司是行业龙头，在手订单稳定，预计未来主营业务将保持稳定增长。公司是五院重要的民品上市平台，有望受益于航天科技集团和五院的改革；公司的技术来源于卫星技术，是军用技术转民用的实践者，未来还将持续受益于军民融合的深度发展。预计公司 2018 年和 2019 年备考归母净利润分别为 1.3 亿、1.48 亿，备考总股本为 6.9 亿，EPS 分别为 0.19 和 0.21 元。股价催化剂：资本运作预期。

【**旋极信息 (300324.SZ)**】公司是典型的军民融合企业，税控板块作为军转民业务，受益于“营改增”的全面铺开，利润贡献率再度提升。公司原主业军品测试领域发展有条不紊，继收购西安西谷之后，又通过募投项目完成了从零部件—系统—装备健康管理的全布局。此外，公司还布局大数据业务，进军智慧城市新蓝海，军工民用两翼齐飞。预计公司 2018 年和 2019 年的 EPS 为 0.62 元和 0.82 元。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn