



买入

58% ↑

目标价格:人民币 40.00

600184.CH

价格:人民币 25.28

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

光电股份

光电装备行业龙头，业绩增长持续看好

公司是我国核心武器装备总装总成以及关键光电子系统的主要生产企业，从事核心武器装备生产的时间超过 50 年，未注入上市公司的体外资产比较优质，业绩可以保持高速增长。我们对该股给予买入评级，目标价格 40.00 元。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	39.6	17.8	19.5	40.7
相对上证指数	41.3	14.9	36.6	1.6

发行股数(百万)	419
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,586
3 个月日均交易额(人民币 百万)	302
净负债比率(%) (2015E)	0.9
主要股东(%)	
北方光电集团有限公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以 2015 年 11 月 2 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

国防军工

杨绍辉*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

*骆志伟, 实习生杨辉为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- **兵器系统唯一光电类产品上市平台:** 光电股份隶属于兵器工业集团下属的北方光电集团 (还包括西安应用光学研究所 (兵器 205 所)、江苏北方湖光光电有限公司、河南平原光电厂), 主要业务包括装甲车辆总装总成、导弹导引头、光学玻璃生产, 公司是兵器系统唯一的光电仪器上市平台, 也是我军精确制导武器核心部件的主要供应商之一。
- **业绩保持稳定增长:** 2015 年上半年防务产品营业收入 7.33 亿、同比增长 41.47%, 营业收入 9.27 亿、同比增长 30.01%, 预计 2015 年全年营业收入将达到 20 亿。随着中国人民解放军作战思想向精确化方向发展, 未来数年内公司业绩可以保持高速增长。
- **北方光电集团体外资产短期注入可能性较大:** 江苏北方湖光光电有限公司和河南平原光电厂短期注入可能性较大, 目前这两家公司的盈利能力较好, 是国内微光夜视仪、红外夜视仪以及装甲车辆观瞄系统的主要生产单位。
- **长期看好核心研究所资产改制后注入:** 在加快军工资产证券化的大背景下, 兵器系统资产证券化率较低, 市场前景广阔, 而且已经开始核心资产证券化的进程。光电股份作为兵器系统唯一的光电类核心资产上市公司, 在短期内体外企业资产注入的可能性较大, 长期看好院所改制完成以后的 205 研究所注入。

评级面临的主要风险

- 相关院所改制进度可能不及预期。

估值

- 公司战略清晰, 经营稳健, 产品质量优异, 市场空间巨大, 未来 5 年公司将迎来高成长, 我们预期 2015 年净利润 0.87 亿元, 未来 3 年将保持 20% 以上的收入增长和 40% 以上的净利润增长, 目前市值 106 亿元。综合估值水平和公司成长性, 给予**买入**评级, 目标价格 40.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,743	1,836	2,387	2,864	3,437
变动(%)	(8)	5	30	20	20
净利润(人民币 百万)	(167)	62	87	123	206
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.790)	0.300	0.207	0.293	0.490
变动(%)	(8,000.0)	138.0	(31.0)	41.6	67.2
全面摊薄市盈率(倍)	(56.1)	150.9	111.7	77.5	45.2
价格/每股账面价值(倍)	2.141	1.839	3.442	2.801	3.082
每股现金流量(人民币)	0.632	(0.382)	(1.012)	3.182	(2.111)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(45.8)	35.7	41.6	36.2	31.5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

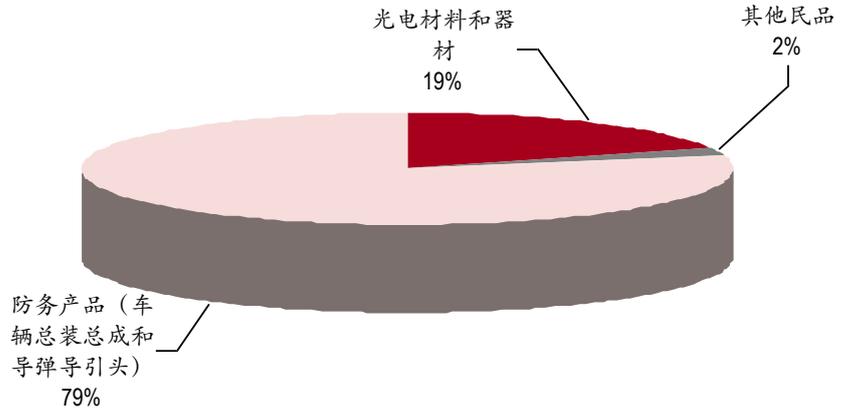
目录

公司主营业务.....	3
公司未来发展战略.....	8
体外核心军工资产注入预期.....	11
风险提示.....	12
研究报告中所提及的有关上市公司.....	14

公司主营业务

公司隶属于中国兵器工业集团下属的北方光电集团，光电股份是兵器系统中唯一的有核心军工资产的光电类产品上市公司。

图表 1. 光电股份目前各项业务占比



资料来源：中银国际证券

图表 2. 公司实际控制人情况



资料来源：万得，中银国际证券

公司目前的主营业务分为防务产品和民用光电材料与器材两大类，其中防务产品又分为车辆总装总成、精确制导核心组件（激光导引头、电视导引头）两个方面。

防务业务龙头地位稳固，成长性良好

防务产品主要包括大型武器系统、精确制导导引头和光电信息装备三大类，大型武器系统主要是指战斗车辆的总装总成，此类业务主要是指多用途导弹车、重型反坦克导弹武器系统及其改进型号的总装总成。公司作为大型武器系统的总装厂，上游是国内顶尖的大型武器系统设计单位，下游主要面向军方，在行业内处于龙头地位。

2015 年上半年，防务公司围绕重点生产任务，不断提升科技创新能力和市场地位，提高精益管理水平和经济运行质量，开展专题管理改善活动，不断提升基础管理水平和运行质量。上半年，防务公司实现主营业务收入 7.33 亿元，同比增加 41.47%；实现利润总额 1,288 万元，同比增加 608 万元。下半年，防务公司将继续推进全价值链体系化精益管理战略，充分发挥总装厂的牵头作用，狠抓外部配套管理与内部生产组织，统筹安排好各项资源，完成各项重点专项任务和各项科研生产任务。

图表 3. 2010-2015 年上半年公司防务产品营业收入



资料来源：万得，中银国际证券

大型武器系统总装总成方面预计未来有稳定增长水平。随着我国陆军装备更新速度的加快，以及军队编制体制改革的实施，对多用途导弹载车和重型反坦克导弹的需求在 3 至 5 年以内保持持续增长，保证了公司大型武器系统总装总成业务业绩的稳定增长。在这方面业务上，预计在未来 3 年左右的时间可以保持稳定的增长。

导引头产品增长较快，弹性较大。在这个领域，公司已经形成了用于不同作战领域的精确制导炮弹、导弹、炸弹的导引头系列产品，实现常规武器装备、多使用平台应用领域的突破，该类产品在反坦克导弹、精确制导炮弹以及航空平台投射的精确制导炸弹上得到了大规模的应用。随着我军向着精确打击方向发展，精确制导武器原本库存不足，加上近年军队训练强度加大，实弹消耗量增加。一方面，生产厂家的产品要补足足够基数的库存，另一方面要为部队训练消耗提供足够的补充，还有近几年定型装备数量的增加。这些因素综合起来，对导引头产品的需求呈现出大幅的上涨。**在未来几年，军队需求预计会保持持续的增长，公司的导引头业务弹性较大。**

图表 4. 我国主要光电系统研究所列表

名称	归属系统	研究方向	主要用户
西北应用光学研究所 (205 所)	兵器工业集团	车载、机载、舰载、弹载、单兵光电仪器	陆军、海军、空军
洛阳光电设备研究所	中航工业	战机机载、空空导弹弹载光电仪器	空军
长春光机所	中科院	机载、星载可见光、红外光学仪器	航天、空军
昆明物理研究所 (兵器 211 所)	兵器工业集团	车载、机载、舰载、弹载、单兵红外热成像设备	陆军、海军、空军

资料来源：中银国际证券

公司在大型武器系统的总装总成领域中深耕多年,是兵器系统中相关装备的唯一总装厂,拥有雄厚的技术实力,处于绝对垄断地位;在精确制导系列产品,公司业务主要集中在激光制导导引头和电视制导导引头领域,其中激光制导导引头主要用于激光制导炮弹(陆军炮兵发射)和激光制导炸弹(空军战机投掷),面临的竞争并不激烈,但是有其他系统相关单位进入该领域参与竞争的可能性,这些单位主要是来自航空系统的相关研究所,比如洛阳的光电设备研究所和航天的相关单位,虽然这些单位的技术实力极具竞争力,但是也要根据配属不同的平台来分析与光电股份的竞争关系。

激光制导炮弹是陆军炮兵向精确化打击方向发展的关键性装备之一,在我国已经进入了应用阶段,这类弹药需求量将持续上升,图 5 为俄罗斯“红土地”激光制导炮弹。

图表 5. 俄罗斯“红土地”激光制导炮弹



资料来源: 中银国际证券

首先在为陆军武器平台配套的导引头产品,如激光制导炮弹和电视制导的导引头,由于该类武器装备的总体所在兵器系统内,而光电股份又是兵器系统内唯一的相关设备生产厂,因此,光电股份在陆军的平台上的占有率受到冲击的可能性较小。

在激光制导炸弹导引头领域,由于该类武器主要搭载在战机上,武器的总体单位和总装厂主要在航空系统,因此,如果航空系统的相关单位开展此类业务,将对公司现有份额产生较大影响。但是,洛阳光电设备研究所主要为红外和光学设备,应用多为战机和空空导弹,在激光制导炸弹导引头业务上涉足比较少,目前还没有要进军该领域的迹象。

我国新一代反坦克导弹采用电视导引头,该类导引头抗干扰能力极强,是我国陆军在经过诸多型号、诸多制导体制的探索后的最终选择,也是在新一代陆军装备体系中 10 公里以内精确打击的核心。

图表 6. 红箭 10 反坦克导弹



资料来源：中国军网、中银国际证券

激光制导炸弹是新型的较为廉价的空军精确打击武器，美军从 70 年代便开始列装，我国激光制导炸弹现在也进入了空军装备序列，开始大量列装。

图表 7. 雷霆 2 激光制导炸弹



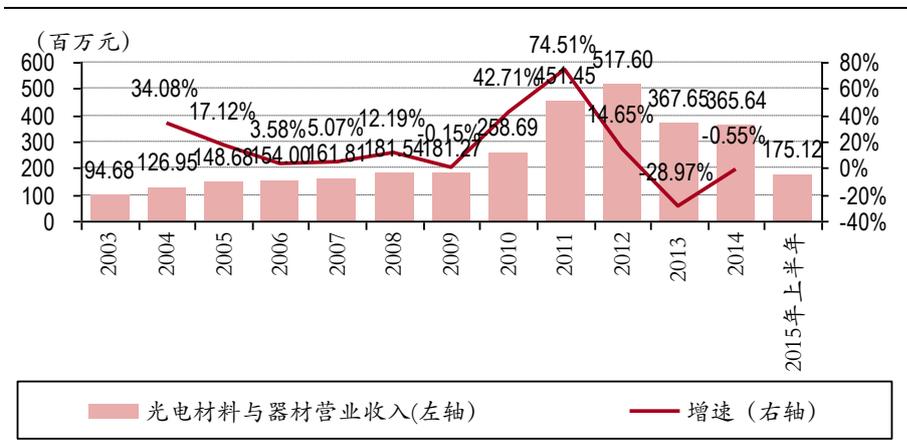
资料来源：中国珠海航空航天博览会网站、中银国际证券

公司民品业务分析

光电材料与器材中的光学玻璃是公司主要的民用产品，公司是国内最为主要的光学玻璃生产基地之一，主要业务是研发、生产和销售光学产品。其中钢化玻璃的市场占有率在国内稳居第二位，新型的玻璃产品也即将投入市场。公司已经成为日本小原公司等国际顶尖光学企业的供应商。

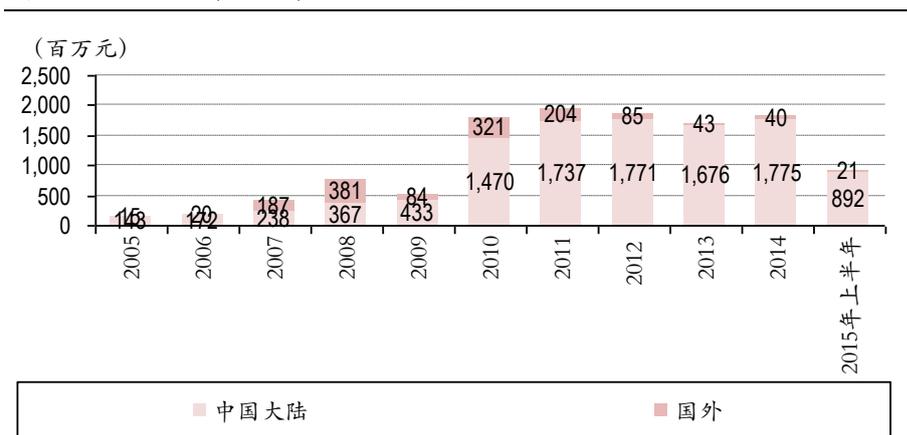
2015年上半年，光电材料与器材实现主营业务收入1.89亿元，同比略有增加。实现净利润849万元，同比略有减少。受到光学玻璃市场参与者增多，市场竞争加剧的影响，光学玻璃净利率有所降低，业绩水平出现下滑。

图表 8. 2003-2015 年上半年公司光电材料与器材营业收入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 2005-2015 年上半年公司分地区营业收入



资料来源：万得，中银国际证券

竞争格局为科技导向，国外知名企业科技开发处于行业领先地位。国内主要生产企业有成都光明、光电股份等，国际主要生产企业有日本保谷公司、小原公司、德国肖特公司等。日本保谷公司、小原公司、德国肖特公司均为世界光学界知名企业，科技开发处于行业领先地位。

公司在行业中处于领先地位。光电信息装备领域，在市场开拓方面有所突破，自主研发的一些项目将逐步实现量产。在民品光电材料与器件方面，公司是国内重要的光学材料生产企业之一，具有较强的技术和市场优势，通过近几年的发展，竞争力得到增强；在投影、安防、车载镜头市场以及光通讯、光传导等，特别是在红外材料市场爆发的带动下，公司将着力提高光学材料市场份额。

未来市场竞争趋向激烈。行业格局基本稳定，新的高端材料逐渐取代低端产品；产业/产品结构调整与重组，各企业为了整合资源、增强竞争力，上下游进行并购、重组；部分新企业开始或者已经进入行业，全行业企业的盈利水平将受到竞争加剧的影响。

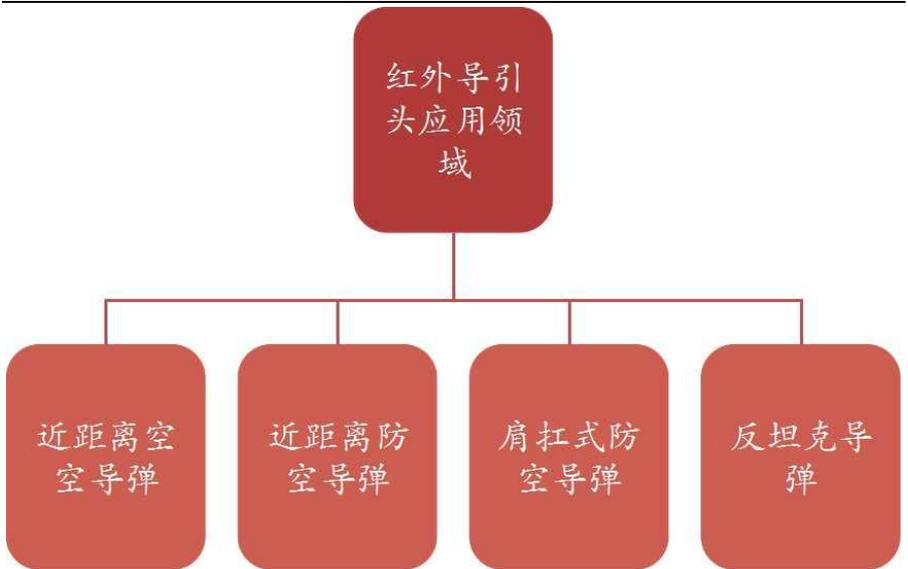
公司未来发展战略

立足现有防务产品市场份额，努力开拓防务产品新领域

继续发展防务产品是公司发展战略的核心，公司将会立足现有领域，向新领域进行拓展。首先，公司将依托自身在现有领域的龙头地位，牢牢占据目前在该领域的市场份额，力保车辆总装总成产品和激光、电视制导导引头产品在现有领域的优势地位；其次，在导引头产品领域，红外导引头是导引头产品的重要组成部分，其配套武器种类多、应用广，目前公司还没有红外导引头产品进入应用阶段，因此，该领域是公司防务产品的下一个拓展方向；最后，公司发展红外观测设备（如红外夜视仪），有着一定的优势。

红外导引头是应用最为广泛的导引头产品之一，根据性能指标的不同，在近程空空导弹（格斗弹）、近程防空导弹、肩扛式防空导弹和反坦克导弹中应用广泛。其中公司最有可能涉足的是反坦克导弹和肩扛式防空导弹的导引头产品。原因有如下几点：第一，近程空空导弹的红外导引头对技术要求极高，经过数十年的发展，新一代格斗弹红外导引头采用凝视焦平面阵技术，包括我国在内的世界各国的专业格斗弹导引头研制单位也是刚刚取得突破，进入了应用阶段，目前也只在超大离轴角格斗弹上进入了应用阶段，我国有该类产品研发能力的企业屈指可数，主要是航空系统的相关单位；第二，反坦克导弹由兵器系统相关单位进行设计，作为兵器系统唯一的光电类产品上市公司，公司在该领域获得订单和型号任务阻力较小。

图表 10. 红外导引头的应用领域



资料来源：中银国际证券

红外观测设备主要包含红外夜视仪和红外探测设备，这类设备一般由单兵手持或者装在直升机、无人机、装甲车上，与光电股份同属北方光电集团的 205 研究所是国内在此领域最主要的研究所之一。

近程红外空空导弹（俗称格斗弹）的红外导引头是最为复杂的红外导引头，新一代格斗弹红外导引头采用的凝视焦平面阵技术只有少数国家可以掌握。

图表 11. 美军 AIM-9X 格斗弹红外导引头



资料来源：美国空军官方网站、中银国际证券

红外制导的近程防空导弹一般用在大型舰艇上，是舰艇倒数第二层反导（此处指反舰导弹）拦截网的主要构成装备，目前，其导引头技术含量略低于新一代格斗弹。

图表 12. 海拉姆近程防空导弹



资料来源：美国海军官方网站、中银国际证券

肩扛式防空导弹的红外导引头技术门槛相对较低，相比之下公司进入该领域障碍较少。

图表 13. 肩扛式防空导弹



资料来源：中国军网、中银国际证券研究

肩扛式反坦克导弹采用红外制导体制的并不多，新一代单兵反坦克导弹有红外化的趋势。虽然国内反坦克红外导引头领域有竞争加剧的趋势，但是由于这类装备市场空间较大，仍然存在很大盈利空间。

图表 14. “标枪”肩扛式反坦克导弹



资料来源：美国海军陆战队官方网站、中银国际证券

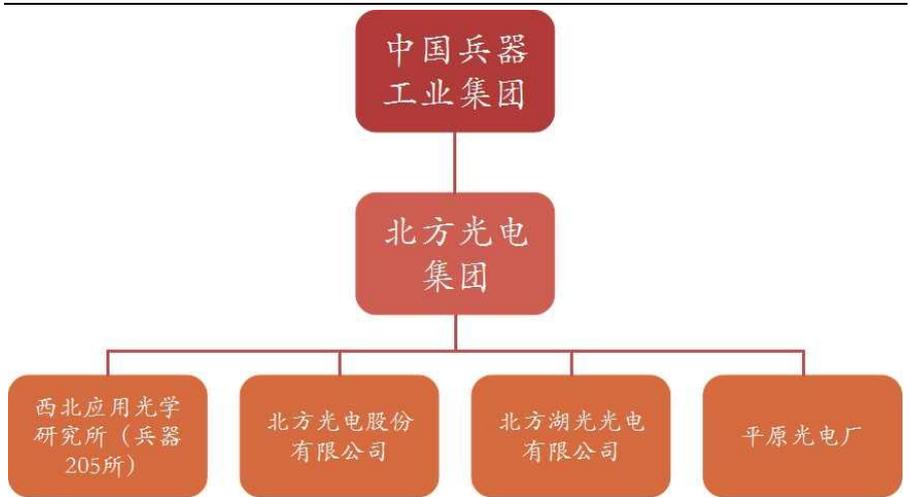
光电材料总体采取发展型战略，确立光学玻璃、光学元件、特种材料和光学镜头四大业务板块，以国际主流光学技术发展为引领，突出公司产业特色，丰富产品线，延伸产业链，开展渠道竞争，打造“新华光”的精品名牌。

体外核心军工资产注入预期

同样隶属于北方光电集团的江苏北方湖光光电有限公司和河南平原光电厂是国内该类产品的的主要生产企业，目前这两家公司的盈利能力较好，是国内微光夜视仪、红外夜视仪以及装甲车辆观瞄系统的主要生产单位之一。从长期角度来讲，205研究所完成院所改制后，也有望注入上市公司。未来光电股份将成为兵器系统重要的光电类产品上市平台，北方光电集团大部分资产注入上市公司。

在加快军工资产证券化的大背景下，兵器系统资产证券化率较低，市场前景广阔，而且已经开始核心资产证券化的进程。光电股份作为兵器系统唯一的光电类核心资产上市公司，在短期内体外企业资产注入的可能性较大，长期看好院所改制完成以后的205研究所注入。

图表 15. 北方光电集团下属各单位



资料来源：中银国际证券

图表 16. 北方光电集团下属其他单位主营业务与性质

单位名称	主营业务	单位性质
西北应用光学研究所	可见光、红外、激光各类设备研制	事业
北方湖光光电有限公司	光学、红外瞄准具、红外/微光夜视仪 (单兵、车载) 生产	企业
平原光电厂	微光夜视仪、投影仪等产品的生产	企业

资料来源：中国兵器工业集团网站、中银国际证券

风险提示

相关院所改制进度可能不及预期：相关院所改制受国家政策等多方面因素的影响，改制进度可能低于预期。

图表 17. 万得一预测

关键指标	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1,887.05	1,742.91	1,836.04	2,308.36	2,800.02	3,370.65
增长率(%)	(3.80)	(7.64)	5.34	25.72	21.30	20.38
归属母公司股东净利润(百万)	3.02	(166.33)	61.85	99.98	133.39	167.95
增长率(%)	(87.00)	(5,616.48)	137.18	61.66	33.42	25.91
每股收益(摊薄)	0.01	(0.79)	0.30	0.24	0.32	0.40
基准股本(百万股)	209.38	209.38	209.38	418.76	418.76	418.76
ROE(摊薄)(%)	0.30	(18.01)	6.26	9.28	10.97	12.31
ROA(%)	(0.52)	(6.07)	2.28	3.66	4.52	4.65
PE	1,843.75	(33.42)	89.88	111.18	83.36	66.19
PEG	(15.50)	0.00	0.88	1.80	2.49	2.56

资料来源：万得

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,743	1,836	2,387	2,864	3,437
销售成本	1,480	1,545	1,981	2,349	2,750
经营费用	272	158	136	216	309
息税折旧前利润	(109)	137	270	299	378
折旧及摊销	44	46	128	128	128
经营利润 (息税前利润)	(153)	91	142	172	251
净利息收入/(费用)	25	24	26	7	(24)
其他收益/(损失)	2	0	0	0	0
税前利润	(180)	67	116	164	274
所得税	(12)	5	29	41	69
少数股东权益	(1)	0	0	0	1
净利润	(167)	62	87	123	206
核心净利润	64	60	87	151	263
每股收益(人民币)	(0.79)	0.30	0.207	0.293	0.490
核心每股收益(人民币)	0.306	0.286	0.208	0.297	0.518
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(8)	5	30	20	20
息税前利润增长(%)	(379)	159	56	21	46
息税折旧前利润增长(%)	(194)	226	96	11	26
每股收益增长(%)	(5616)	137	40	42	67
核心每股收益增长(%)	12	(7)	(27)	42	75

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	(180)	67	116	164	274
折旧与摊销	46	46	128	128	128
净利息费用	25	24	26	7	(24)
运营资本变动	(243)	(328)	1,406	(1,064)	1,473
税金	(12)	5	29	41	69
其他经营现金流	(147)	(54)	6	33	64
经营活动产生的现金流	(1)	407	(1,159)	1,356	(1,100)
购买固定资产净值	85	124	0	0	0
投资减少/增加	81	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(0)	2	2	2
投资活动产生的现金流	(4)	(123)	2	2	2
净增权益	0	0	0	1,223	0
净增债务	80	(304)	0	0	0
支付股息	26	29	26	7	(24)
其他融资现金流	84	(31)	759	(954)	0
融资活动产生的现金流	138	(364)	733	261	24
现金变动	132	(80)	(424)	1,619	(1,074)
期初现金	425	557	448	24	1,643
公司自由现金流	557	477	24	1,643	569
权益自由现金流	(188)	139	(1,173)	1,319	(1,160)
权益自由现金流	(108)	121	(434)	359	(1,142)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	586	600	1,088	937	1,493
库存	348	466	667	676	896
其他流动资产	772	917	541	2,300	1,300
流动资产总计	1,706	1,982	2,296	3,913	3,690
固定资产	488	458	550	398	217
无形资产	53	53	46	40	34
其他长期资产	196	343	128	127	127
长期资产总计	738	854	724	566	378
总资产	2,443	2,836	3,020	4,479	4,068
应付帐款	718	678	1,098	1,007	1,457
短期债务	242	195	954	0	0
其他流动负债	227	942	(140)	1,018	(49)
流动负债总计	1,187	1,815	1,912	2,025	1,408
长期借款	1,187	1,815	1,912	2,025	1,408
其他长期负债	302	2	2	2	17
股本	209	209	419	509	509
储备	714	779	656	1,912	2,118
股东权益	924	988	1,075	2,421	2,626
少数股东权益	15	15	15	16	17
总负债及权益	2,443	2,836	3,020	4,479	4,068
每股帐面价值(人民币)	2.206	2.36	2.567	5.782	6.272
每股有形资产(人民币)	11.416	13.293	7.101	8.725	7.929
每股净负债	7.258	8.823	4.644	4.045	2.834

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(6.3)	7.5	11.3	10.5	11.0
息税前利润率(%)	(8.9)	5.0	6.0	6.0	7.3
税前利润率(%)	(10.3)	3.7	4.9	5.7	8.0
净利率(%)	(9.6)	3.4	3.6	4.3	6.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.1	1.2	1.9	2.6
利息覆盖率(倍)	(6.3)	3.8	5.5	23.0	10.4
净权益负债率(%)	(0.2)	(0.2)	0.9	(0.7)	(0.2)
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.9	1.6	2.0
估值					
市盈率(倍)	(56.1)	150.9	111.7	77.5	45.2
核心业务市盈率(倍)	75.0	80.3	110.2	77.4	44.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	94.8	142.9	166.7	111.1	69.0
市净率(倍)	11.1	10.4	9.5	4.2	3.9
价格/现金流(倍)	38.7	(64.0)	(24.2)	7.7	(11.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(45.8)	35.7	41.6	36.2	31.5
周转率					
存货周转天数	85.9	110.0	122.9	105.0	119.0
应收帐款周转天数	122.7	119.2	166.4	119.5	158.5
应付帐款周转天数	174.7	164.9	163.6	163.6	163.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	(18.0)	6.3	8.1	5.1	7.8
资产收益率(%)	(6.3)	3.2	4.7	3.8	6.2
已运用资本收益率(%)	(2.5)	9.7	13.5	6.2	22.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

光电股份(600184.CH/人民币 25.28, 买入)

以2015年11月2日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371