

国防军工行业 2019 年度策略

2019 年 01 月 09 日

景气确定，价值迎重估 增持（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹

执业证号：S0600518090001

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 与市场不同观点：军工股具备配置价值

市场认为军工板块具有很强的主题性投资性质，机构配置一直较低，而我们认为从价值投资角度看，军工行业具备配置价值。2018 年是军工从主题投资向价值投资转变的拐点，2019 年将延续这样的风格。军工行业的投资机会，在于行业景气度的持续验证，以及基于价值投资角度的公司价值重估。我们在报告中重新搭建了军工股估值体系，模型结果显示火炬电子、中航沈飞、内蒙一机等标的在当前时点具备配置价值。

■ 2019 投资机会：景气度持续验证&价值重估

景气度验证：行业高度景气是市场认可军工板块最主要的原因，我们认为，所有的逻辑最终要体现在上市公司报表上才算真正的兑现，因此我们对军工上市公司历史财务数据进行详细分析，验证历史数据是否能够反映行业景气度在五年计划中前低后高，以及军改结束后行业景气度恢复的观点，并在此基础上判断 2019-2020 年哪些上市公司报表能够继续验证行业的景气，以及会体现在哪些财务指标上。数据分析结果显示，产品距离最终使用方（军方）近的公司，以及下游应用领域广泛的公司（比如元器件厂商），其报表数据最能验证行业景气，因此建议关注中航沈飞、内蒙一机、火炬电子、振华科技等；

价值重估：我们认为军工板块具有配置价值，因此需要从配置而不是炒作的角度衡量其投资价值。我们从以下四个方面重新搭建军工股估值体系：第一，相对估值法，同时考虑利润与现金流；第二，绝对估值法，用折现模型倒推永续增长率；第三，体外资产以二叉树期权定价原理量化其价值；第四，公司治理水平优秀的公司应给予溢价。模型结果显示以下标的值得重点关注：火炬电子、中航沈飞、内蒙一机、中航机电，同时建议关注中航重机、四创电子。

■ 持续关注改革进展

2018 年以来，从短期效果来看，相关政策事件对短期行情的刺激已经越来越弱，军民融合委员会召开会议、院所改制方案获批等几项行业事件都没能驱动板块行情；从长期效果来看，2018 年各项改革都在推进，但整体进度较慢，距离能够真正提升企业盈利水平、改善财务报表还有较长时间。我们认为，在 2019 年军工领域的各项改革会继续稳步推进，但距离真正改善企业报表仍需要较长时间。

■ 投资建议

我们认为 2018 年是军工从主题投资向价值投资转变的拐点，2019 年将延续这样的风格，军工行业的投资机会，在于行业景气度的持续验证，以及基于价值投资角度的公司价值重估。从行业景气度验证角度，建议关注中航沈飞、内蒙一机、火炬电子、振华科技等；从价值重估角度，重点关注火炬电子、中航沈飞、内蒙一机、中航机电，建议关注中航重机、四创电子。

■ 风险提示：武器装备研制生产进度不及预期；军工行业改革不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《国防军工：行业景气度不断验证，持续看好军工板块》2018-12-24
- 2、《国防军工：行业景气度不断验证，持续看好军工板块行情》2018-11-25
- 3、《国防军工：军工逆周期特性凸显且应享受确定性溢价，持续看好行业前景》2018-11-12

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600967	内蒙一机	188.06	11.13	0.31	0.39	0.48	35.90	28.54	23.19	买入
600760	中航沈飞	430.76	30.76	0.51	0.61	0.79	60.31	50.43	38.94	买入
603678	火炬电子	75.46	16.67	0.52	0.84	1.10	32.06	19.85	15.15	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

与市场不同观点：军工股具备配置价值	4
1. 凭借逆周期特性，军工标的 2018 相对收益显著	4
2. 2019 投资机会：景气度持续验证&价值重估	5
2.1. 景气度验证：从历史数据看什么公司最能验证行业景气	5
2.2. 价值重估：价值投资视角下哪些军工股值得配置	13
3. 持续关注改革进展	22
4. 投资建议	23
5. 风险提示	23
附录	25

图表目录

图 1: 2018 年前三季度军工标的收入及增速情况	5
图 2: 2018 年前三季度军工标的归母净利及增速情况	5
图 3: 军工主机厂类上市公司收入及增速情况 (亿元)	6
图 4: 军工主机厂类上市公司预收情况 (亿元)	7
图 5: 军工主机厂类上市公司存货情况 (亿元)	8
图 6: 中航机电、中航电子收入及增速情况 (亿元)	9
图 7: 航发科技、航发控制、中航电测财务指标情况 (亿元)	9
图 8: 振华科技电子业务收入及增速情况 (亿元)	10
图 9: 中航光电关联交易金额、存货及增速情况 (亿元)	11
图 10: 航天电器关联交易金额、存货及增速情况 (亿元)	12
图 11: 我国历年航天发射次数	12
图 12: 现金流模型和公式 (以中航沈飞为例)	16
图 13: 二叉树模型示意图	17
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 2018 年主流军工标的涨跌幅	4
表 3: 主机厂类上市公司 P/E 和 P/FCFF 情况	14
表 4: 系统级配套商 P/E 和 P/FCFF 情况	14
表 5: 上游配套商 P/E 和 P/FCFF 情况	14
表 6: 现金流折现模型倒推永续增长率结果	16
表 7: 二叉树模型假设	18
表 8: 上市公司体外利润体量测算	18
表 9: 二叉树定价模型输出结果	19
表 10: 核心军工标的的员工持股情况	20
表 11: 核心军工标的的限制性股票激励和股票期权激励情况	20
表 12: 核心军工标的的 2016 年以来股票回购情况	20
表 13: 核心军工标的的分红情况	21
表 14: 2018 年军工领域改革进展	22
表 15: 军工主机厂类上市公司 2018 前三季度业绩情况	25
表 16: 军工分系统上市公司 2018 前三季度业绩情况	25
表 17: 军工原材料和器件上市公司 2018 前三季度业绩情况	26
表 18: 军工核心标的的 2018 前三季度业绩情况	26

与市场不同观点：军工股具备配置价值

市场认为军工板块具有很强的主题性投资性质，机构配置一直较低，而我们认为从价值投资角度看，军工行业具备配置价值。2018 年是军工从主题投资向价值投资转变的拐点，2019 年将延续这样的风格。军工行业的投资机会，在于行业景气度的持续验证，以及基于价值投资角度的公司价值重估。我们在报告中重新搭建了军工股估值体系，模型结果显示火炬电子、中航沈飞、内蒙一机等标的在当前时点具备配置价值。

1. 凭借逆周期特性，军工标的 2018 相对收益显著

2018 年，中信军工指数下跌 27.09%（同期上证指数下跌 24.59%），在 29 个行业板块中排名第 9，从个股来看，主流的军工标的（主机厂和主流系统级配套商）均跑赢军工指数，相对收益明显。

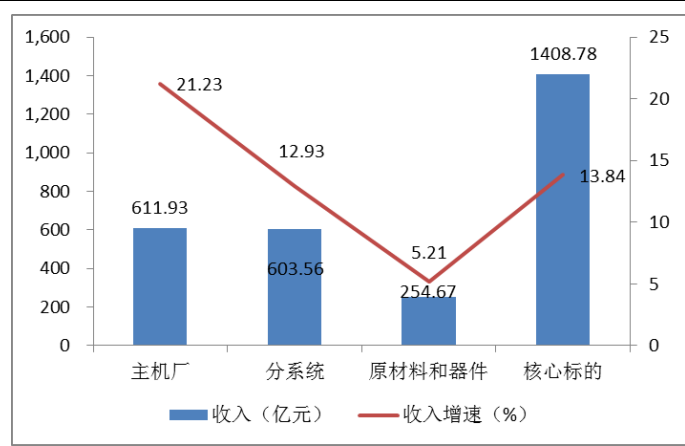
表 2：2018 年主流军工标的涨跌幅

证券代码	证券简称	2018 全年涨跌幅 (%)
000768.SZ	中航飞机	-21.18
600038.SH	中直股份	-19.25
600760.SH	中航沈飞	-20.58
600967.SH	内蒙一机	-13.50
600893.SH	航发动力	-18.84
600482.SH	中国动力	-9.22
002013.SZ	中航机电	-9.31
600372.SH	中航电子	-4.74
002179.SZ	中航光电	-14.22
002025.SZ	航天电器	-4.02

数据来源：wind，东吴证券研究所

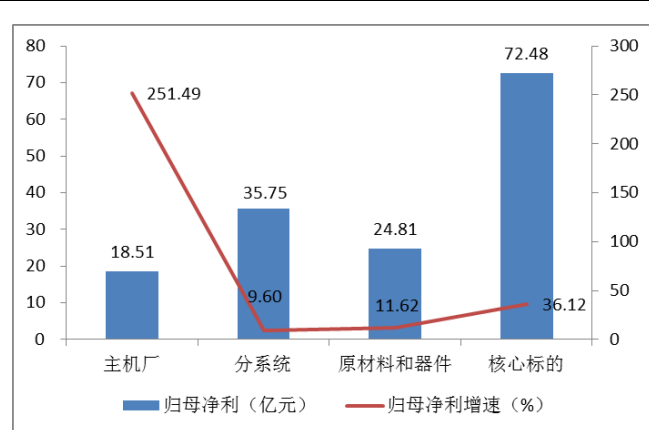
从业绩情况看，军工股报表能够验证行业景气度。2018 年前三季度，我们统计的 28 家军工核心标的（具体标的名单见附录）总收入增速为 13.84%，总归母净利润增速为 36.12%，其中位于产业链最下游的主机厂类上市公司的收入和利润增速都更快，验证了行业的高度景气。

图 1：2018 年前三季度军工标的收入及增速情况



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图 2：2018 年前三季度军工标的归母净利润及增速情况



数据来源：wind, 东吴证券研究所

整体上看，2018 年军工行业基本面情况向好，行业的景气度以及订单的确定性得到市场认可，叠加宏观经济增速放缓和贸易战的背景，军工行业逆周期以及防御特性凸显，主流标的的股价跑赢大盘。

过去军工板块具有很强的主题性投资性质，作为高 β 板块，在牛市中，投资者通过参与事件驱动的主题性行情，能够从军工板块获取可观的收益，然而自 2015 年股灾以来，随着宏观经济环境、市场环境的变化，二级市场投资风格趋向价值，军工板块 2016、2017 连续两年排名倒数（29 个行业板块，2017 年中信军工指数排名倒数第四，2016 年排名倒数第五），2018 年军工板块表现较好，是由于行业和公司基本面向好，逆周期特性凸显，这是与以往最大的差别，同时，从今年的股价走势也可看出，军工板块由事件驱动的主题投资的性质已经很弱，军民融合委员会召开会议、珠海航展、院所改制方案获批等几项行业事件都没能驱动板块行情。

站在当前时点，我们认为由于军工行业基本面向好，逆经济周期且订单确定性高，因此具备配置价值。我们认为 2018 年是军工从主题投资向价值投资转变的拐点，2019 年将延续这样的风格，军工行业的投资机会，在于行业景气度的持续验证，以及基于价值投资角度的公司价值重估。

2. 2019 投资机会：景气度持续验证&价值重估

2.1. 景气度验证：从历史数据看什么公司最能验证行业景气

2018 年，市场普遍认为军工行业高度景气的两个重要原因，一是五年计划周期进入后半场国防建设投入加速，二是军队改革结束后恢复性增长，按此逻辑 2019 和 2020 年军工行业景气度还将继续提升。我们认为，所有的逻辑最终要体现在上市公司报表上才

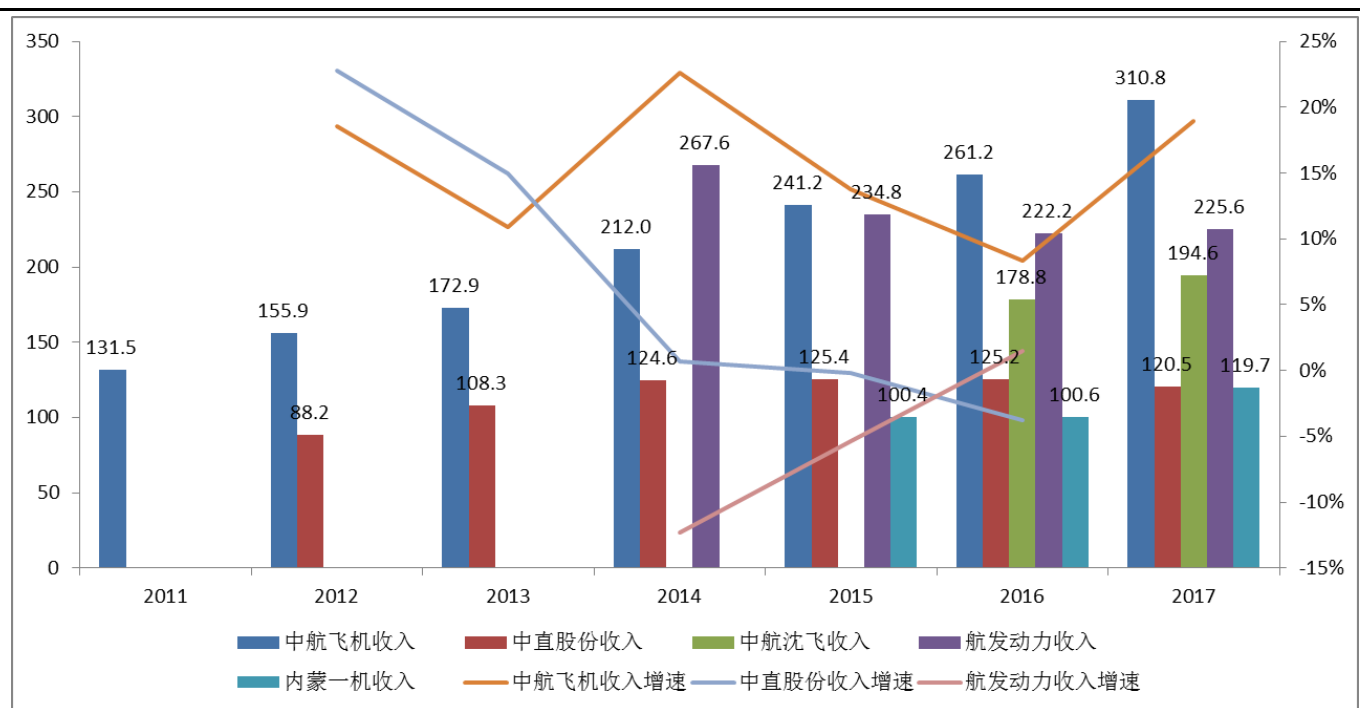
算真正的兑现，因此我们对军工上市公司历史财务数据进行详细分析，验证历史数据是否能够反映行业景气度在五年计划中前低后高，以及军改结束后行业景气度恢复的观点，并在此基础上判断 2019-2020 年哪些上市公司报表能够继续验证行业的景气，以及会体现在哪些财务指标上。我们将上市公司分为主机厂、系统级配套商、上游配套商三类分别进行分析。

主机厂：预收是反映行业景气度的先行指标

主机厂类资产都在 2011 年以后上市，且 2014 年以前只有中航飞机和中直股份两家公司，这两家公司由于没有完整上市而存在大量关联交易，导致公司财务指标对行业需求景气度的变化并不敏感；但 2014 年以后，航发动力、内蒙一机、中航沈飞陆续实现核心军工资产上市，并且内蒙一机和中航沈飞资产完整度很高，因此综合各家公司的财务指标依然可以明显看出军队改革对主机厂经营状况的影响。

从收入来看，2014 年军改开启后，主机厂收入整体上并没有明显下滑，之后的 2015 和 2016 年也保持平稳，说明计划中的主战装备的订单和生产交付没有受到明显影响，同时各主机厂的收入变化趋势并不一致，原因在于公司收入与自身产品的生命周期阶段、研制进度更为相关。

图 3：军工主机厂类上市公司收入及增速情况（亿元）



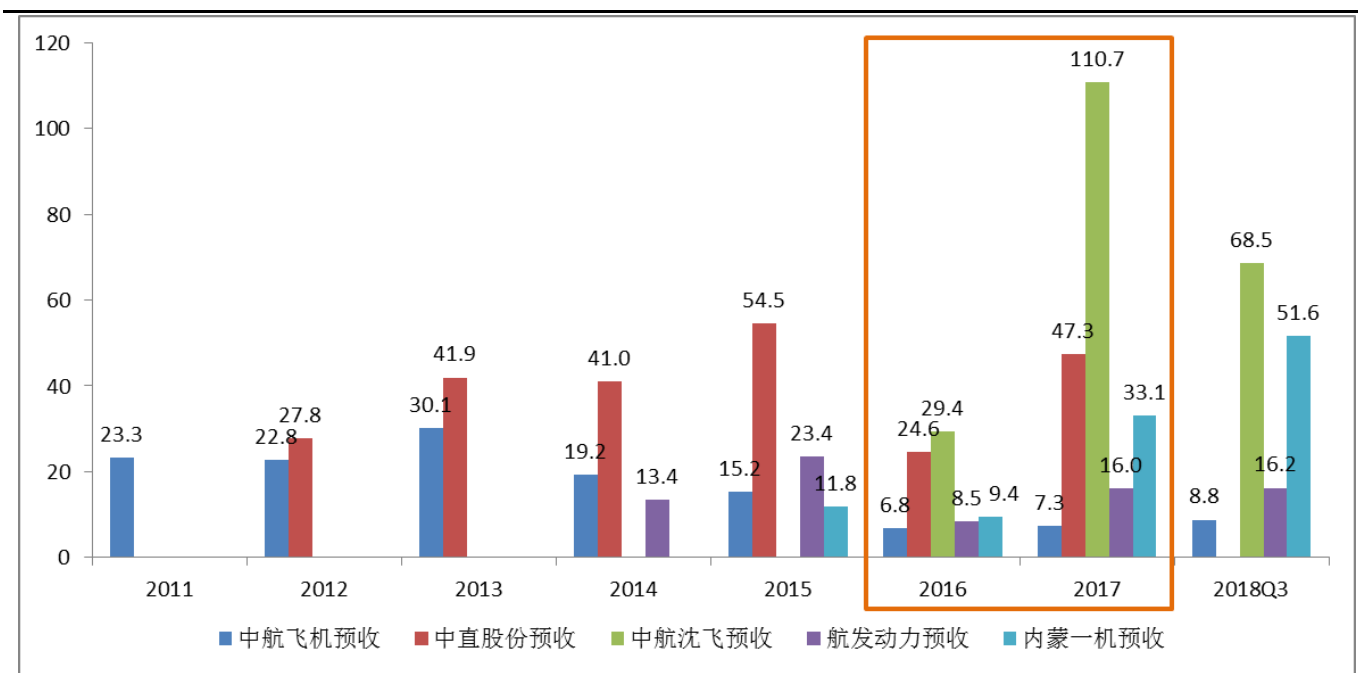
数据来源：wind，东吴证券研究所

与收入不同，预收更能反映下游客户的需求以及打款情况，存货能够反映公司为了未来产品交付的准备情况，这两项指标与行业景气度相关性更大，而且是先行指标。

从预收来看，在“十二五”（2011-2015）期间，中航飞机和中直股份的预收在第三年（2013年）有显著增加，2014年随着军队改革开始，预收下降，2015年有所回升。2016年，由于是“十三五”第一年，并处于军改期间，各主机厂预收大幅下滑，4家公司整体下降53%，2017年，随着军队改革落地，军方打款效率提升，主机厂预收大幅提升，其中增幅最大的是中航沈飞（+277%）和内蒙一机（+252%）；

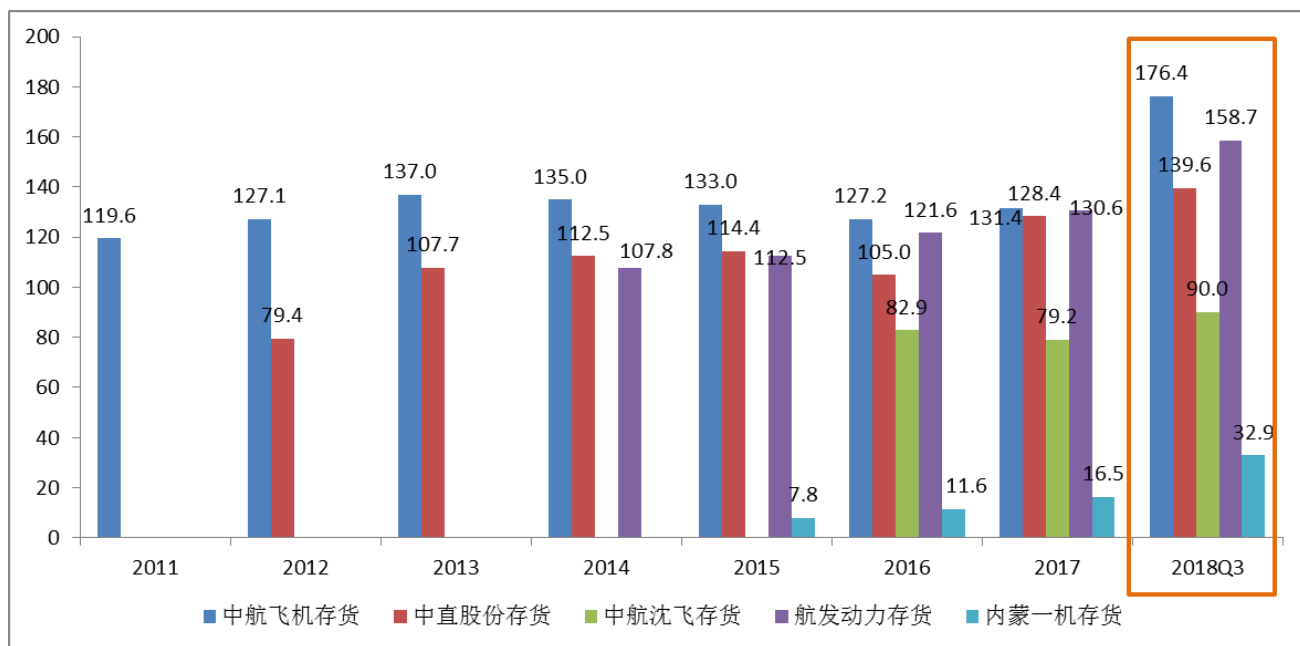
从存货来看，2018年以前，主机厂的存货整体比较平稳，2018年Q3出现显著增长，说明在2017年底收到大量的预收（订单）后，主机厂在2018年开始生产和备货。

图4：军工主机厂类上市公司预收情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：军工主机厂类上市公司存货情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

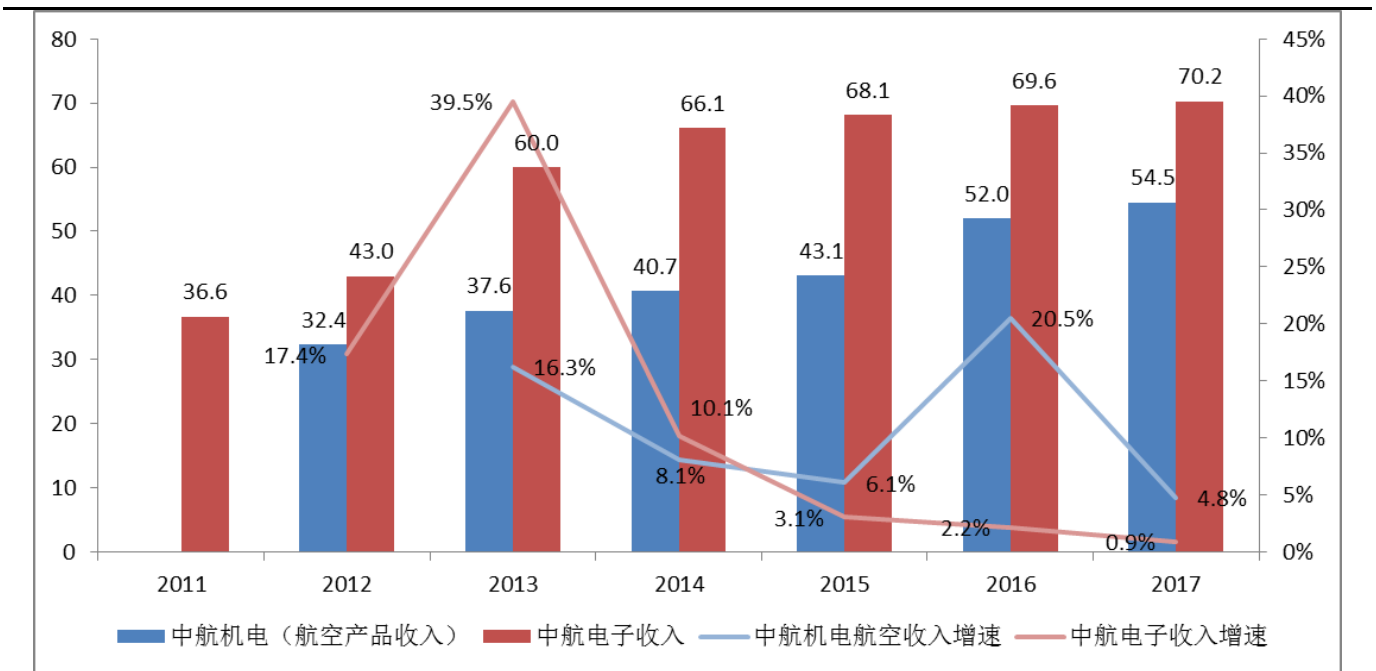
整体上看，对于主机厂类上市公司来说，主战装备计划内的订单不会受到军改影响，收入主要与自身产品型号进度相关，预收是能够反映行业景气度的指标，是存货的先行指标，也应该是收入的先行指标，但从中航飞机和航发动力的数据来看，预收与收入的变化方向并不一致，主要原因依然在于上市资产的完整性以及关联交易，而对于完整上市的中航沈飞和内蒙一机，我们认为预收能够成为收入的先行指标。

系统级配套商：业绩主要与下游型号相关

系统级配套商大多同时从事军工和民品业务，因此我们选取样本的标准是，从公司的收入分类或者其他财务指标能够区分出军品业务情况，或者公司的收入中绝大部分是军品。我们选取了中航机电、中航电子、中航电测、航发控制、航发科技 5 家公司，由于收入的量级不同，为了能够清晰显示数据，我们把这 5 家公司的相关数据分别罗列在两张图上。

从五家公司的收入、存货等指标来看，除了中航电子的收入在“十二五”的第三年（2013 年）快速增长以外，其他四家公司并没有体现出五年周期的规律和军队改革对业绩的影响。我们认为原因在于，系统级配套商下游应用领域集中，比如航发科技和航发控制的产品只应用于航空发动机，中航电测的军品基本都应用于直升机，因此其业绩只受到这一类装备的研制、生产和订单的影响，与整个军工行业景气度相关性不大。

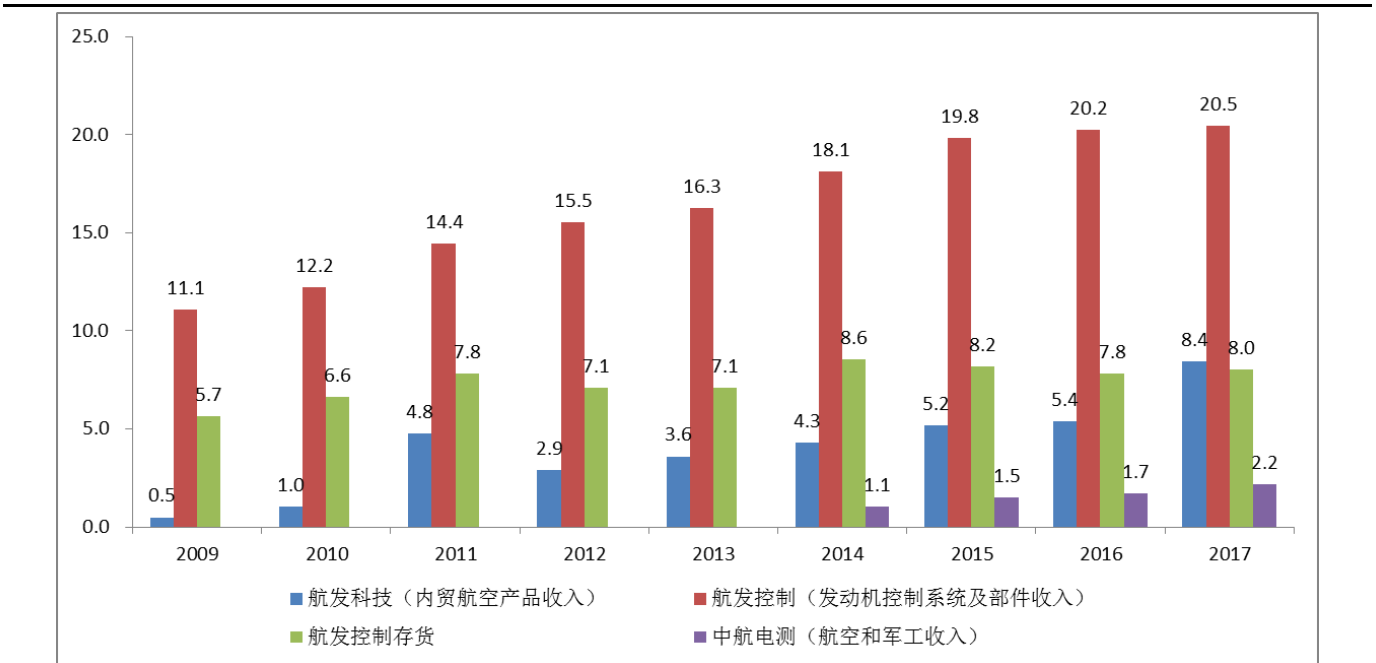
图 6：中航机电、中航电子收入及增速情况（亿元）



注：中航机电 2016 年把贵州风雷和枫阳液压纳入并表范围，业绩增长有外延因素

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：航发科技、航发控制、中航电测财务指标情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

上游配套商：财务指标明显反应行业景气度

上游配套主要生产元器件、材料等，主流厂商包括中航光电、航天电器、振华科技、火炬电子、宏达电子、光威复材等，其中中航光电、航天电器、振华科技上市时间较长，

因此我们选取这三家公司，分别对其历史财务指标进行分析。

➤ 振华科技：五年周期和军改影响明显

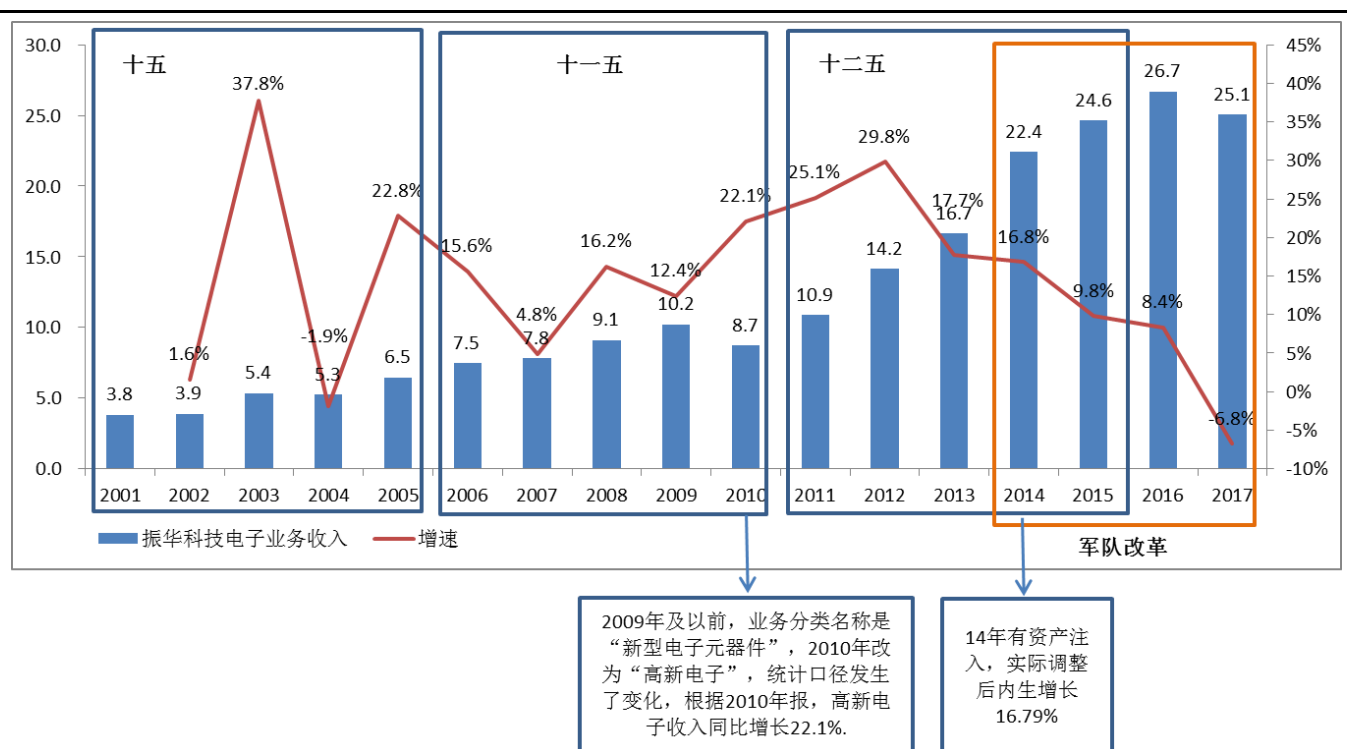
我们选取了振华科技的电子业务板块 2001-2017 年的收入数据，可以看出以下特征：

第一，在 2001-2005 期间，收入明显呈现出了前低后高的特征，五年计划的第三年（2003 年）收入增速高达 37.8%，第四年收入维持在高位但增速回落，第五年收入继续快速增长，并且增长的趋势持续到了下一个五年计划初（2006 年），2006-2011 年，收入增长也保持了上述趋势，即第三年增速较快，第四年回落，第五年增速回升并且增长趋势延续至下一五年周期的第一年；

第二，根据公司公告，2010-2013 年，受到电子元器件升级换代以及国产替代的影响，高附加值产品占比增加也是业绩快速增长的重要原因；

第三，军队改革对公司业绩造成明显的负面影响，2014 年军队改革开启，受此影响 2015-2017 年公司收入增速持续下滑，2017 年为 -6.76%。

图 8：振华科技电子业务收入及增速情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 中航光电：具备五年周期特征，存货是先行指标

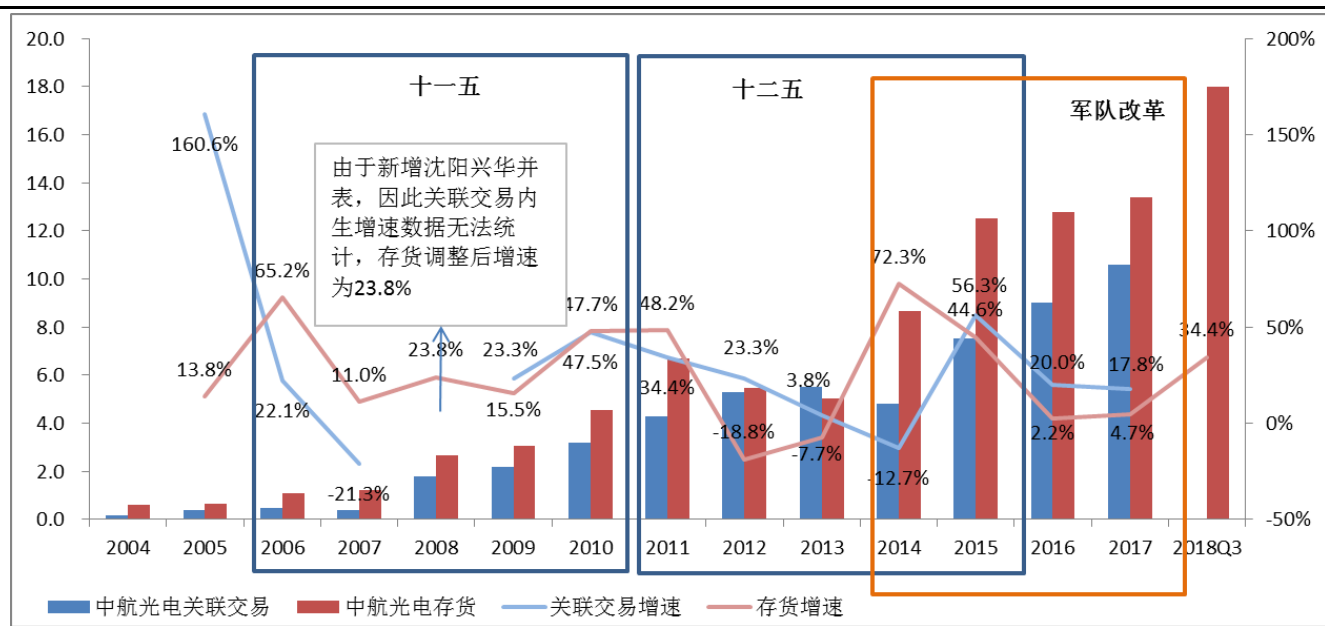
由于中航光电下游领域较多，为了更好的体现军工行业情况，我们选取了公司向中航工业集团下属单位销售商品的关联交易数据，同时由于公司产品多为以销定产，存货数据可以反映在手订单情况，可以看出：

第一，“十一五”期间，关联交易以及存货的增速变动方向与振华科技基本一致，即第三年增速较快，第四年回落，第五年增速回升并且增长趋势延续至下一五年周期的第一年；

第二，“十二五”期间，在五年计划周期和军队改革的共同作用下，关联交易出现了2014年下滑（受军改影响）2015年大幅回升（五年计划最后一年）的情况；

第三，对比关联交易和存货的变化可以看出，存货是非常有效的先行指标，2018Q3存货比年初增加34.4%，表明公司在手订单饱满。

图9：中航光电关联交易金额、存货及增速情况（亿元）



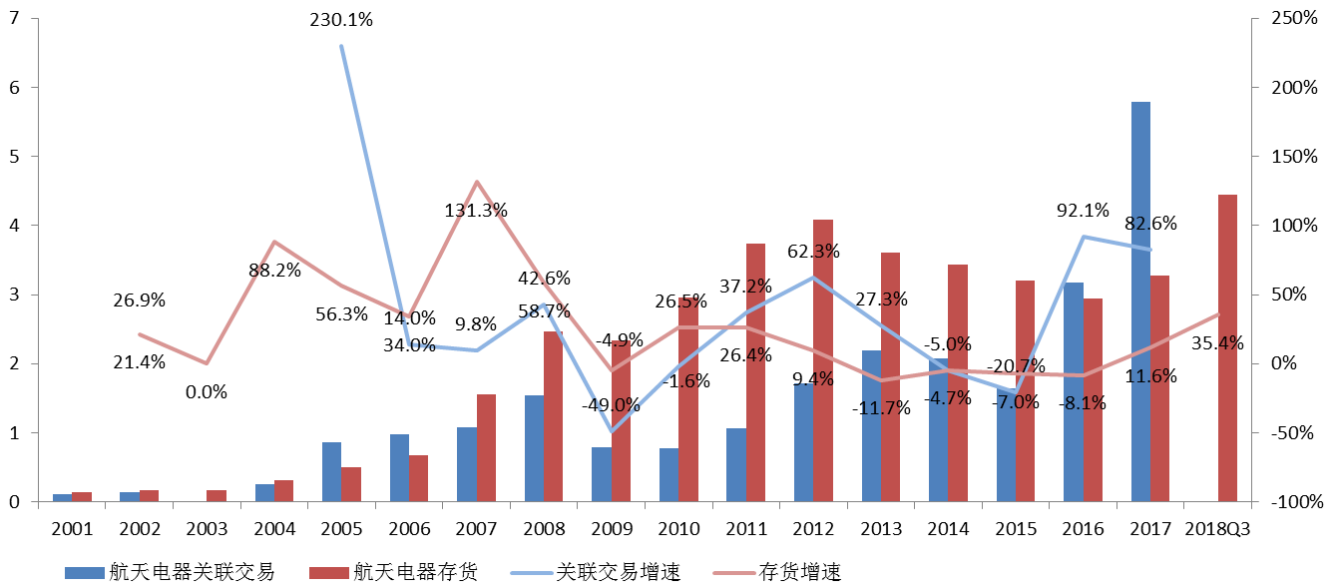
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

► 航天电器：五年周期不明显，财务指标波动与航天发射活动相关

我们选取了航天电器向航天科工集团下属单位销售商品关联交易以及存货数据，在三个五年周期中关联交易和存货的变动并没有呈现出明显规律，由于关联交易的产品下游主要是航天，因此关联交易金额的波动与航天发射次数紧密相关¹。

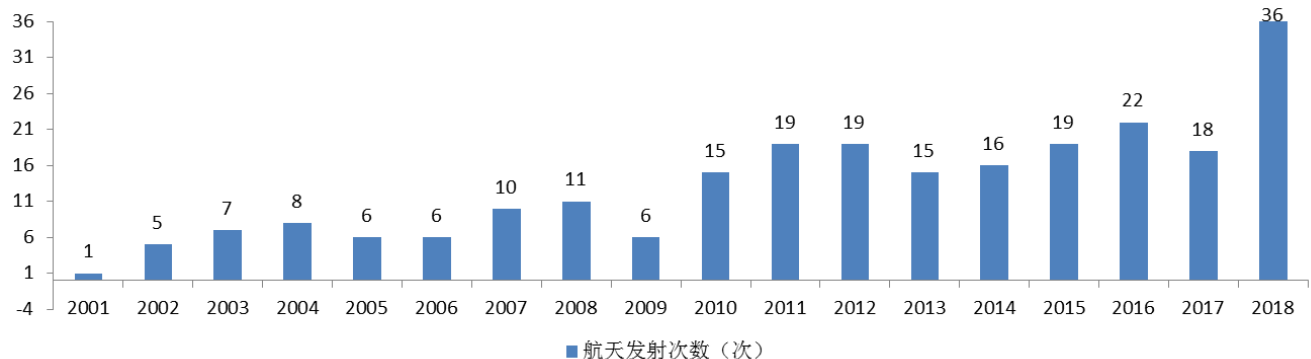
¹ 航天电器所署的航天科工集团业务以导弹为主，而不是火箭、卫星等，但航天电器关联交易金额依然与航天发射次数紧密相关，我们认为原因在于航天科技与航天科工在1999年以前是同一个公司，下属的各单位属于同一体系，目前两个集团之间依然存在相互配套合作的关系，因此航天电器的销售金额与航天发射次数相关。

图 10：航天电器关联交易金额、存货及增速情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：我国历年航天发射次数



数据来源：爱航天网，东吴证券研究所

通过对三类军工上市公司历史数据的分析，可以看出军工行业的五年周期和军改确实在影响着上市公司报表，但不是所有上市公司，我们总结出决定报表是否能体现行业景气度的两个因素，第一是距离产品最终使用客户（军方）的远近，距离越近，当客户的需求增加时越能够直接受益，这主要体现为主机厂的预收款的大幅增加，完整上市的主机厂受益更加明显；第二是供应商下游应用领域是否广泛，产品应用覆盖海陆空天的电子元器件供应商，更能够反映整个行业的景气度变化。

按照上述两条结论，我们认为 2019-2020 年在报表上最能反映行业高度景气的公司，

包括主机厂中的中航沈飞、内蒙一机，以及上游配套商中的火炬电子、振华科技、中航光电、航天电器²。

2.2. 价值重估：价值投资视角下哪些军工股值得配置

为什么要进行价值重估？

站在当前时点，我们认为军工板块具有配置价值，因此需要从配置而不是炒作的角度衡量其投资价值。目前市场判断公司投资价值的指标主要是 PE，而我们认为，PE 只是多种估值方法中的一种，单看 PE 去判断标的高估还是低估是非常片面的，我们在行业深度报告《研究方法论探讨系列报告（一）美股复盘，军工股为何 5 年涨 3 倍？》中提到过，美国证券研究机构对军工股的研究角度和估值方法值得借鉴，一方面不仅看收入和利润，也看重现金流和分红，另一方面估值方法多元化，相对估值与绝对估值并重，纳入估值框架的指标也非常丰富，包括净利润、EBITA、现金流、现金转化率等。

中国军工股与美国有很大差别，不能够完全照搬美股的估值体系，但我们认为还是应该考虑除了利润以外更多的财务指标和的估值方法，我们从以下四个方面重新搭建军工股估值体系：

第一，相对估值法，同时考虑利润与现金流；

第二，绝对估值法，用折现模型倒推永续增长率，从而判断公司是否低估；

第三，对于体外资产，利用二叉树期权定价原理量化其价值；

第四，除了上述估值方法，还应看重公司治理，治理水平优秀的公司应给予溢价。

1) 相对估值法

我们分别统计了军工板块三类上市公司 2017-2018 年的 P/E 和 P/FCFF 的情况，其中 FCFF 是企业自由现金流，是指是指扣除了为满足生产经营和增长的需要所必须的、受约束的支出后，企业可以自由支配的现金，是反映企业经营状况的重要现金指标，为了简化算法，我们用当年的经营性净现金流减去购建固定无形和长期资产支付的现金估算得到 FCFF；2018 年 P/E 采用 wind 一致预期

整体上看，军工上市公司 2017 年的现金流情况并不理想，但确实有少数标的 P/FCFF 指标明显优于 P/E，我们认为应当重点关注这类公司，原因在于一方面充沛的自由现金流体现出企业的经营状况良好、盈利能力和抗风险能力强，另一方面在当前主要关注

² 上文对于中航光电和航天电器的分析，为了区分出军品业务，只选取了关联交易数据，相当于中航光电来自航空领域的收入，以及航天电器来自航天领域的收入，而实际上这两家公司的产品也广泛应用于陆战、航海等领域，因此我们认为公司的整体业绩能够反映整个军工行业的景气度。

P/E 的市场环境中，这类公司具有预期差。从现金流指标的角度，建议关注中航沈飞、内蒙一机、中航机电、中航重机。

表 3：主机厂类上市公司 P/E 和 P/FCFF 情况

证券代码	证券简称	2017 P/E	2017 P/FCFF	2018 P/E
000768.SZ	中航飞机	78	266	63
600038.SH	中直股份	48	45	42
600760.SH	中航沈飞	55	15	47
600967.SH	内蒙一机	33	11	27
600893.SH	航发动力	51	(48)	40

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 4：系统级配套商 P/E 和 P/FCFF 情况

证券代码	证券简称	2017 P/E	2017 P/FCFF	2018 P/E
600482.SH	中国动力	32	(39)	27
002013.SZ	中航机电	41	22	26
600372.SH	中航电子	42	(30)	38
002179.SZ	中航光电	32	142	27
300114.SZ	中航电测	32	37	25
600765.SH	中航重机	35	15	
002025.SZ	航天电器	30	161	25
600879.SH	航天电子	28	(13)	24
600990.SH	四创电子	27	(23)	23
600562.SH	国睿科技	47	36	55
600391.SH	航发科技	77	(549)	
000738.SZ	航发控制	63	24	52

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 5：上游配套商 P/E 和 P/FCFF 情况

证券代码	证券简称	2017 P/E	2017 P/FCFF	2018 P/E
000733.SZ	振华科技	28	(6)	23
603678.SH	火炬电子	30	(42)	19
300726.SZ	宏达电子	36	280	29
300456.SZ	耐威科技	129	(74)	56
300474.SZ	景嘉微	92	(111)	75
002025.SZ	航天电器	30	161	25
002179.SZ	中航光电	32	142	27

300447.SZ	全信股份	24	99	17
300252.SZ	金信诺	48	(10)	38
300265.SZ	通光线缆	64	22	
300395.SZ	菲利华	35	119	26
002669.SZ	康达新材	56	(69)	18
300034.SZ	钢研高纳	66	210	42
600399.SH	*ST 抚钢	(4)	11	
300699.SZ	光威复材	56	44	37

数据来源：wind，东吴证券研究所

2) 绝对估值法

绝对估值法主要是现金流折现模型，而现金流折现的重要假设是企业的永续经营，在三类军工上市公司中，我们认为主机厂和系统级配套商能够满足永续经营的假设，因此将绝对估值法应用于这两类公司。

与一般的现金流折现模型不同，我们将公司当前市值作为输入变量，将 10 年后的永续增长率作为输出变量，得出在当前市值水平下，市场给予了公司多少永续增长率，从而判断公司当前高估或是低估。在美国证券研究机构对美国军工股的研究中，曾经使用过这样的方法，模型结果显示部分军工股的永续增长率为负数，意味着在当前市值下，市场认为部分公司未来永远是负增长，也就是说，即使这些公司未来永远零增长，其合理市值也应比当前市值更高。

我们选取了主机厂和系统级配套商中 2017 年 FCFF 为正的 公司，采用了统一的假设数据对这些公司的估值做初步衡量，模型关键假设如下：

- 2018 年预测 FCFF，直接采用表 3 和表 4 中 2017 年的 FCFF，保守假设 2018 年比 2017 年没有增长；
- 2019-2029 年 FCFF 每年增速为 10%；
- 折现率为 10%；
- 市值采用 2018 年 12 月 28 日收盘市值。

根据以上假设和现金流折现公式，可以计算出 2029 年以后上市公司的永续增长率。

图 12: 现金流模型和公式 (以中航沈飞为例)

输入		输出									
股票代码	600760.SH	r-g	19.98%	$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_n \times (1+g)}{(r-g)(1+r)^n}$							
当前市值	38,805										
2018预测FCFF	2586										
2019-2023增速	10.00%	永续增长率g	-9.98%								
2024-2029增速	10.00%										
折现率	10.00%										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
FCFF	2845	3129	3442	3786	4165	4581	5039	5543	6098	6707	7378
PV	2586	2586	2586	2586	2586	2586	2586	2586	2586	2586	
10年PV加总	25860										

数据来源: wind 导出历史数据根据上述假设预测, 东吴证券研究所

模型结果显示, 内蒙一机、中航沈飞、中航重机三家公司的永续增长率为负数, 说明在当前假设下, 这三家公司市值可能低估, 建议重点关注。

表 6: 现金流折现模型倒推永续增长率结果

证券代码	证券简称	10年后永续增长率
600967.SH	内蒙一机	-61.27%
600760.SH	中航沈飞	-9.98%
600765.SH	中航重机	-8.54%
002013.SZ	中航机电	1.42%
000738.SZ	航发控制	2.63%
600562.SH	国睿科技	6.17%
300114.SZ	中航电测	6.24%
600038.SH	中直股份	7.11%
002179.SZ	中航光电	9.24%
002025.SZ	航天电器	9.34%
000768.SZ	中航飞机	9.61%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

体外资产定价

体外资产是中国军工股独有的特征, 拥有体外资产和注入预期的上市公司能够享受一定溢价, 但具体应给予多少溢价, 市场没有一个量化的衡量标准, 我们认为, 由于体外资产溢价与期权具有相似的性质, 因此可以利用二叉树期权定价原理, 对体外资产带来的股票溢价进行量化。

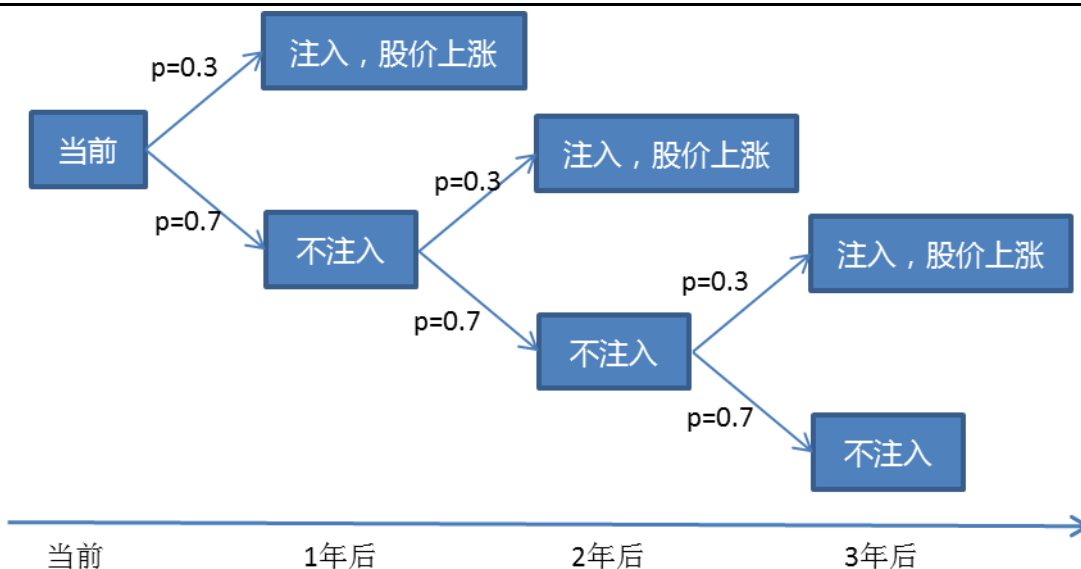
体外资产与期权类似之处在于，买入看涨期权，相当于付出一定的价值，去赌未来一段时间内股价会涨，对于有体外资产的公司，股价上给予溢价，这个溢价就相当于买入一个看涨期权，去赌未来一段时间内资产会注入。由于与期权有相似的属性，因此可以利用二叉树期权定价模型的原理，对体外资产进行定价。在二叉树模型中，期权的价值取决于股票上涨/下跌概率、上涨/下跌幅度、折现率，相应的，对体外资产的定价取决于注入概率、注入后股价上涨的幅度、折现率等，其中注入后股价上涨幅度，还要考虑到体外资产利润体量、注入时增发股份对利润的摊薄，因此体外资产的定价比期权二叉树更复杂一些。

模型说明：

1、模型设定为三期，每期是 1 年，若三年之内仍无任何资产注入的方案出来，则溢价为 0；

2、注入后股价上涨幅度=注入后股价-不注入的股价；注入后的股价取决于体外利润体量、增发股份数量和市场给予的 PE 水平，不注入的股价按当前股价以一定增幅稳定增长计算；

图 13：二叉树模型示意图



数据来源：东吴证券研究所整理

模型中的关键假设，包括资产注入概率、收购 PE 倍数、折现率等，不同的公司假设应该不同，我们为了简化模型，根据当前市场估值情况、历史上资产注入方案情况，初步给予统一的假设，大致衡量军工体外资产的溢价水平。

表 7：二叉树模型假设

注入概率	初步设定每年都是 0.3
体外利润每年增速	15%
收购 PE 倍数	13
募集配套资金	金额为收购价格的 10%
二级市场合理 PE	30
折现率	10%
当前合理市值（假设没有体外资产）	2017 年归母净利润给予 35 倍 PE
市值每年增速（假设没有体外资产）	10%

数据来源：东吴证券研究所

目前能够通过公告信息大致测算出体外利润体量的公司有中航机电、中航电子、国睿科技、四创电子。

表 8：上市公司体外利润体量测算

公司简称	体外利润测算
中航机电	2018 年 10 月 10 日关于调整股权托管事项暨关联交易的公告，截至 2018 年 9 月，托管单位销售收入合计 43.30 亿元，净利润为 3.28 亿元，按照线性外推假设 2018 全年利润为 4.37 亿元。
中航电子	根据 2017 年报，2017 年托管费 9941 万，是被托管单位营业收入的 5%，可算出 2017 年被托管单位收入为 198.82 亿元，假设净利润率 10%，则利润为 19.9 亿元，假设 2018 年增速 15%，则估算 2018 年体外利润 22.89 亿元。
国睿科技	2013 年公司借壳上市，当时公告大股东 14 所 2012 年净利润为 7.63 亿元，除去注入部分的净利润以外的体外利润为 6.53 亿元，假设这部分利润每年增长 15%，则 2017 年为 13.13 亿元，2018 年公告注入的国睿防务 2017 年净利润 4.43 亿元，扣除国睿防务后 2017 年体外利润为 8.7 亿元，假设 2018 年增速 15%，则 2018 体外利润为 10 亿元。
四创电子	2016 年重组公告披露，大股东 38 所 2015 年净利润为 4.64 亿元，除去 38 所持有的四创电子和注入的博微长安股权对应的净利润，可测算出 2015 年体外利润为 3.37 亿元，假设这部分利润每年增长 15%，则 2018 年体外利润为 5.13 亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们在注入概率为 0.3 和 0.4 两种假设下，对 4 家公司的体外资产溢价做了测算。其中四创电子的测算结果与市场价格差距很大，原因在于我们给出的统一假设与公司本身情况有偏差，比如假设不考虑体外资产的合理市值按 17 年利润给 35 倍 PE，以后每年以 10% 的增速稳定增长，而四创电子 2018 年前三季度利润下滑 107%，市场价格反映了对 2018 全年以及未来较为悲观的预期。

表 9：二叉树定价模型输出结果

		注入概率 0.3		注入概率 0.4		2018/12/28 收盘价
		体外资产溢价	合理股价	体外资产溢价	合理股价	
600372.SH	中航电子	5.13	15.92	6.11	16.90	12.98
002013.SZ	中航机电	1.43	8.70	1.71	8.97	6.51
600562.SH	国睿科技	3.93	14.66	4.68	15.41	12.87
600990.SH	四创电子	17.32	61.59	20.65	64.91	34.29

数据来源：wind，东吴证券研究所

需要说明的是，我们提出这个模型，主要是希望为市场提供一种体外资产定价的方法，能够在不同假设下量化体外资产溢价，从而为投资决策提供参考。本报告中测算的合理股价是在粗略的统一假设下得出，不代表我们对公司股价的结论和投资建议。

4) 优秀的公司治理水平提升投资价值

公司治理是看一家上市公司的管理层是否能够重视股东利益，优秀的公司治理能够为股价带来显著的正面效应，典型案例是美国的军工巨头通用动力公司，在 20 世纪 90 年代初冷战结束军费大幅缩减的背景下，新任 CEO 威廉·安德斯将大量非核心业务出售，收到的现金用来减少债务和回馈股东，1992 年 7 月，公司回购了 1320 万股，减少了 30% 的股本，1993 年，总共派发每股 50 美元的特别红利给股东，并将季度分红从每股 0.40 美元提高到 0.60 美元。1992 年 7 月，巴菲特购买了 430 万股通用动力股票，这完全不同于巴菲特之前的投资风格，因为通用动力并不简单易懂，没有持续的杰出表现，所处的军工行业处于萎缩期，但巴菲特看到的是一家管理层以股东价值为行为导向的公司。从 1992 年 7 月到 1993 年底，巴菲特当初以每股 72 美元购买的股票，收到 2.6 美元的普通红利和 50 美元的特别红利，分红之后，每股价格上升为 103 美元，这笔投资在 18 个月的时间共录得 116% 的回报。可以看出优秀的公司治理能够为公司股票带来显著的投资价值。³

与美国相比，中国的军工企业由于体制、股东结构的不同，在公司治理方面并不成熟，并且在主题投资风格盛行时期，投资者也并不重视公司治理。近年来，随着国企改革的推进，中国军工上市公司的公司治理在逐步向好（比如实施股权激励），我们认为，随着整个市场投资风格趋向价值投资，2019 年起公司治理也一定会成为影响军工股的重要因素，治理水平优秀的企业将会在股价上有所体现。

股权激励能够体现公司管理层和核心人员与股东利益的一致性，分红和回购是公司现金回报股东的方式，因此我们从股权激励、分红、回购三个角度来考察军工股的公司治理情况。

³ 案例出自书籍《巴菲特之道》

表 10: 核心军工标的的员工持股情况

证券代码	证券简称	实施进度	实施完成日	实际资金规模(万元)	占总股本(%)	股票来源	持有人数
603678.SH	火炬电子	实施	2017-01-26	19,999	1.48	竞价转让	250
603678.SH	火炬电子	实施	2016-03-08			股东赠与	56
002465.SZ	海格通信	实施	2015-08-18	46,334	2.80	认购非公开发行	
002013.SZ	中航机电	实施	2016-03-14	15,190	0.98	认购非公开发行	175

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 11: 核心军工标的的限制性股票激励和股票期权激励情况

代码	名称	最新公告日期	方案进度	激励标的物	激励方式
600760.SH	中航沈飞	2018-11-03	实施	股票	上市公司定向发行股票
600482.SH	中国动力	2018-07-26	实施	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
002179.SZ	中航光电	2017-03-22	实施	股票	上市公司定向发行股票
002389.SZ	航天彩虹	2018-03-15	实施	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
000733.SZ	振华科技	2018-12-01	董事会预案	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
300699.SZ	光威复材	2018-11-13	实施	股票	上市公司定向发行股票

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 12: 核心军工标的的 2016 年以来股票回购情况

代码	简称	区间已回购笔数	区间已回购金额(万元)	区间已回购股数(万股)	区间预计回购股数(万股)
603678.SH	火炬电子	1	2,368	138	79
600764.SH	中国海防	1	2,300	96	58
600482.SH	中国动力	3	42,413	2,293	1,671
002389.SZ	航天彩虹	2	764	218	218
002179.SZ	中航光电	2	158	7	617

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 13: 核心军工标的的分红情况

2015 年度~2017 年度 合计					
代码	简称	分红次数	分红总额(万元)	净利润(万元)	股利支付率(%)
600765.SH	中航重机	3	7,780	10,690	72.78
002465.SZ	海格通信	3	72,103	140,302	51.39
000768.SZ	中航飞机	3	65,063	128,459	50.65
002025.SZ	航天电器	3	29,172	80,577	36.20
600118.SH	中国卫星	3	37,840	119,076	31.78
600038.SH	中直股份	3	42,030	133,159	31.56
600482.SH	中国动力	2	74,331	245,007	30.34
600893.SH	航发动力	3	87,095	288,403	30.20
600562.SH	国睿科技	3	17,582	58,452	30.08
603678.SH	火炬电子	3	14,645	58,377	25.09
300114.SZ	中航电测	3	7,023	33,280	21.10
000547.SZ	航天发展	2	14,296	72,763	19.65
600372.SH	中航电子	3	28,147	147,986	19.02
300699.SZ	光威复材	1	11,040	61,293	18.01
600316.SH	洪都航空	3	2,151	11,989	17.94
600391.SH	航发科技	2	1,981	12,105	16.36
000738.SZ	航发控制	3	8,592	62,273	13.80
002389.SZ	航天彩虹	3	4,732	40,956	11.55
600967.SH	内蒙一机	2	10,476	96,487	10.86
600990.SH	四创电子	3	4,644	44,606	10.41
002013.SZ	中航机电	3	16,974	165,136	10.28
002179.SZ	中航光电	3	21,602	212,747	10.15
000733.SZ	振华科技	3	5,632	56,164	10.03
300726.SZ	宏达电子	1	4,001	47,110	8.49
600879.SH	航天电子	1	10,395	126,865	8.19
603712.SH	七一二	1	2,316	53,357	4.34
600764.SH	中国海防	1	2,454	-3,608	
600760.SH	中航沈飞	0		51,375	

数据来源: wind, 东吴证券研究所

综合股权激励、分红、股票回购的情况来看,我们认为军工标的的中公司治理较为优秀的公司有火炬电子、中航沈飞、中航光电、中航机电、海格通信、航天彩虹等。

整体上看,从价值重估的角度,我们认为 2019 年以下标的值得重点关注:

火炬电子：估值低且公司治理水平优秀；

中航沈飞：将现金流纳入估值体系后，模型显示目前低估，公司治理较好；

内蒙一机：将现金流纳入估值体系后，模型显示目前低估；

中航机电：目前估值较低，模型显示股价尚未完全体现体外资产价值，公司治理较好；

另外建议关注中航重机、四创电子。

3. 持续关注改革进展

军工行业的改革主要包括科研院所改制、定价机制改革、国有企业混改（资产注入）等几个方向，这些改革对于军工板块行情的影响，短期来看，相关政策的出台、新闻的报道能够提升军工板块关注度，驱动主题性行情；长期来看，改革能够提升整个产业链效率，改善企业盈利水平，提升军工企业的投资价值。

2018年以来，从短期效果来看，相关政策事件对短期行情的刺激已经越来越弱，军民融合委员会召开会议、院所改制方案获批等几项行业事件都没能驱动板块行情；从长期效果来看，2018年各项改革都在推进，但整体进度较慢，距离能够真正提升企业盈利水平、改善财务报表还有较长时间。

表 14：2018 年军工领域改革进展

事件	时间	进展
军民融合委全体会议	2018年3月	2018年3月2日，十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议在北京召开，习近平主持会议并发表重要讲话。会议审议通过了《军民融合发展战略纲要》、《中央军民融合发展委员会2018年工作要点》、《国家军民融合创新示范区建设实施方案》及第一批创新示范区建设名单。
科研院所改制	2018年5月	国防科工局、中央编办、财政部等八部委日前联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所（亦称兵器工业第58所、西南自动化研究所，下称“58所”）转制为企业实施方案的批复》，同意兵器装备自动化研究所转制为企业。
军民融合基金成立	2018年9月	中航资本、中电科投资控股有限公司等其它四家公司共同出资11700万元设立惠华基金管理有限公司，其中中航资本占比51.28%，处于控股地位。该基金是落实国家军民深度融合战略的一项重要部署，也将有利于公司拓展军工相关产业布局，全面推动产融结合的广度和深度。
军民融合委全体会议	2018年10月	习近平10月15日主持召开中央军民融合发展委员会第二次会议，

会议	会议审议通过《关于加强军民融合发展法治建设的意见》，强调推进军民融合领域立法，尽快实现重点领域立法全覆盖，立改废释并重，及时修改、废止不适应实践需要的法规文件。
武器装备许可目录调整	2018年12月 国防科工局和中央军委装备发展部联合印发了2018年版武器装备科研生产许可目录，2018年版许可目录包括导弹武器与运载火箭等7大类共285项，在2015年版许可目录的基础上减少了62%，仅保留对国家战略安全、社会公共安全有重要影响的许可项目，大幅度缩减武器装备科研生产许可的管理范围。

数据来源：新华社新闻，人民网，经济日报，公司公告，东吴证券研究所整理

我们认为，在2019年军工领域的各项改革会继续稳步推进，但距离企业报表真正改善仍需要较长时间。

4. 投资建议

我们认为2018年是军工从主题投资向价值投资转变的拐点，2019年将延续这样的风格；军工行业的投资机会，在于行业景气度的持续验证，以及基于价值投资角度的公司价值重估。

从行业景气度验证的角度，我们认为2019-2020年在报表上最能反映行业高度景气的公司，包括主机厂中的中航沈飞、内蒙一机，以及上游配套商中的火炬电子、振华科技、中航光电、航天电器。

从价值重估的角度，我们认为2019年以下标的值得重点关注：

- 火炬电子：估值低且公司治理水平优秀；
- 中航沈飞：将现金流纳入估值体系后，模型显示目前低估，公司治理较好；
- 内蒙一机：将现金流纳入估值体系后，模型显示目前低估；
- 中航机电：目前估值较低，模型显示股价尚未完全体现体外资产价值，公司治理较好；
- 另外建议关注中航重机、四创电子。

5. 风险提示

武器装备研制生产进度不及预期。大型武器装备系统复杂，研制周期长，技术突破与试验结果具有不确定性，若研发和批产的进度不及预期，将对整个产业链的业绩放量产生影响；

军工行业改革推进不及预期。军工行业改革包括科研院所改制、混合所有制改革、军民融合、军品定价机制改革等，相关政策的出台、执行进度具有不确定性，改革推进的不及预期将影响整个军工产业链运行效率的提升。

附录

表 15: 军工主机厂类上市公司 2018 前三季度业绩情况

代码	名称	2018 前三 季收入 (亿元)	2017 前三 季收入(亿 元)	2018 前三 季收入同 比 (%)	2018 前三 季归母净 利润 (亿 元)	2017 前三 季归母净 利润 (亿 元)	2018 前三 季归母净 利润同比 (%)
000768.SZ	中航飞机	204.06	194.96	4.66	2.32	1.27	82.90
600038.SH	中直股份	81.86	78.01	4.93	3.06	2.71	12.84
600760.SH	中航沈飞	115.93	28.88	301.42	3.13	(4.30)	172.80
600967.SH	内蒙一机	71.61	72.95	(1.84)	3.49	3.20	9.06
600893.SH	航发动力	138.48	129.98	6.54	6.50	3.65	78.25
合计		611.93	504.77		18.51	5.27	
增速(%)		21.23			251.49		

注: 中航沈飞 2017 数据手动修改为调整后

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 16: 军工分系统上市公司 2018 前三季度业绩情况

代码	名称	2018 前三 季收入(亿 元)	2017 前三 季收入(亿 元)	2018 前三 季收入同 比 (%)	2018 前三 季归母净 利润 (亿 元)	2017 前三 季归母净 利润 (亿 元)	2018 前三 季归母净 利润同比 (%)
600482.SH	中国动力	201.45	164.90	4.56	9.95	8.07	22.40
002013.SZ	中航机电	79.47	72.97	8.91	5.03	3.90	28.95
600372.SH	中航电子	46.01	40.36	14.00	2.48	2.21	12.14
002179.SZ	中航光电	57.75	45.00	28.35	6.97	6.29	10.75
300114.SZ	中航电测	10.20	9.02	13.13	1.33	1.03	28.82
600765.SH	中航重机	38.25	41.03	(6.77)	2.09	1.63	28.37
002025.SZ	航天电器	19.61	18.01	8.87	2.66	2.27	17.19
600879.SH	航天电子	90.82	81.83	10.98	3.43	3.15	8.72
600990.SH	四创电子	20.55	22.58	(9.01)	(0.05)	0.71	(106.67)
600562.SH	国睿科技	6.84	7.14	(4.20)	0.30	1.29	(76.65)
600391.SH	航发科技	13.94	13.18	5.79	(0.77)	0.23	(441.44)
000738.SZ	航发控制	18.66	18.45	1.18	2.33	1.83	27.24
合计		603.56	534.46		35.75	32.62	
增速		12.93			9.60		

注：中航机电 2017 数据为手动调整

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 17：军工原材料和器件上市公司 2018 前三季度业绩情况

代码	名称	2018 前三季收入 (亿元)	2017 前三季收入 (亿元)	2018 前三季收入同比 (%)	2018 前三季归母净利润 (亿元)	2017 前三季归母净利润 (亿元)	2018 前三季归母净利润同比 (%)
000733.SZ	振华科技	42.97	62.14	(30.85)	2.11	1.74	21.25
603678.SH	火炬电子	14.43	13.22	9.09	2.52	1.65	52.95
300726.SZ	宏达电子	4.63	3.69	25.49	1.78	1.47	21.38
300456.SZ	耐威科技	5.69	4.18	36.13	0.82	0.26	211.33
300474.SZ	景嘉微	2.93	2.47	18.72	0.99	0.94	5.08
002025.SZ	航天电器	19.61	18.01	8.87	2.66	2.27	17.19
002179.SZ	中航光电	57.75	45.00	28.35	6.97	6.29	10.75
300447.SZ	全信股份	4.95	4.70	5.32	1.25	1.23	1.32
300252.SZ	金信诺	19.28	16.18	19.17	1.11	1.22	(8.75)
300265.SZ	通光线缆	11.57	11.21	3.26	0.31	0.70	(56.25)
300395.SZ	菲利华	5.23	3.82	36.96	1.17	0.78	49.70
002669.SZ	康达新材	6.96	4.04	72.43	0.60	0.49	23.01
300034.SZ	钢研高纳	5.32	4.83	10.17	0.67	0.43	57.36
600399.SH	*ST 抚钢	43.52	41.21	5.60	(1.26)	0.67	(287.01)
300699.SZ	光威复材	9.84	7.37	33.51	3.11	2.08	49.53
合计		254.67	242.05		24.81	22.23	
增速		5.21			11.62		

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 18：军工核心标的 2018 前三季度业绩情况

代码	名称	2018 前三季收入 (亿元)	2017 前三季收入 (亿元)	2018 前三季收入同比 (%)	2018 前三季归母净利润 (亿元)	2017 前三季归母净利润 (亿元)	2018 前三季归母净利润同比 (%)
000768.SZ	中航飞机	204.06	194.96	4.66	2.32	1.27	82.90
600038.SH	中直股份	81.86	78.01	4.93	3.06	2.71	12.84
600760.SH	中航沈飞	115.93	28.88	301.42	3.13	(4.30)	172.80
600967.SH	内蒙一机	71.61	72.95	(1.84)	3.49	3.20	9.06

600893.SH	航发动力	138.48	129.98	6.54	6.50	3.65	78.25
600482.SH	中国动力	201.45	164.90	4.56	9.95	8.07	22.40
600316.SH	洪都航空	8.23	13.11	(37.21)	(0.77)	(0.87)	11.42
002013.SZ	中航机电	79.47	72.97	8.91	5.03	3.90	28.95
600372.SH	中航电子	46.01	40.36	14.00	2.48	2.21	12.14
002179.SZ	中航光电	57.75	45.00	28.35	6.97	6.29	10.75
300114.SZ	中航电测	10.20	9.02	13.13	1.33	1.03	28.82
600765.SH	中航重机	38.25	41.03	(6.77)	2.09	1.63	28.37
600118.SH	中国卫星	45.34	39.98	13.41	2.69	2.56	5.16
002025.SZ	航天电器	19.61	18.01	8.87	2.66	2.27	17.19
000547.SZ	航天发展	15.92	14.36	10.87	2.37	1.78	32.75
600879.SH	航天电子	90.82	81.83	10.98	3.43	3.15	8.72
600990.SH	四创电子	20.55	22.58	(9.01)	(0.05)	0.71	(106.67)
600562.SH	国睿科技	6.84	7.14	(4.20)	0.30	1.29	(76.65)
600391.SH	航发科技	13.94	13.18	5.79	(0.77)	0.23	(441.44)
000738.SZ	航发控制	18.66	18.45	1.18	2.33	1.83	27.24
002389.SZ	南洋科技	15.04	10.42	232.83	0.83	0.79	1.08
000733.SZ	振华科技	42.97	62.14	(30.85)	2.11	1.74	21.25
300699.SZ	光威复材	9.84	7.37	33.51	3.11	2.08	49.53
603678.SH	火炬电子	14.43	13.22	9.09	2.52	1.65	52.95
300726.SZ	宏达电子	4.63	3.69	25.49	1.78	1.47	21.38
603712.SH	七一二	9.50	9.16	3.63	0.77	0.77	0.54
002465.SZ	海格通信	25.67	22.57	13.74	2.56	1.78	44.09
600764.SH	中国海防	1.73	2.21	(4.42)	0.25	0.36	(56.85)
合计		1408.78	1237.48		72.48	53.25	
增速		13.84			36.12		

注：中航沈飞、中航机电 2017 数据为手动修改

数据来源：wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

