

国防军工行业：2019 年度投资策略报告

2019 年 01 月 07 日

景气上行，静待花开

看好（维持）

⑤ 2018 年军工板块呈现结构性行情，估值回落至近年低位

2018 年国防军工指数略微跑输大盘，位于全行业上游，全年结构性行情；子板块仅有航空跑赢大盘，军改后订单恢复、十三五后半段订单释放加快，航空板块业绩确定性较强。军工估值已经回落至近年来低位，但仍位于全行业之首，反映出市场对军工行业未来高成长的预期。

⑤ 军工行业基本面持续向好，未来两年军品订单加速释放

我国军费占 GDP 和财政支出的比例较小，存在较大的理论增长空间。中长期军费增长较稳定，短期受外部国际形势催化，中美博弈变为常态化和持久战，而我军军事实力仍有较大差距，需要继续补短板，未来军费较有保障。前三季度军工行业营收和净利润同比增 18.1% 和 12.1%，单季度业绩增长趋势更显著；军改影响基本消除，2017Q4 开始，全军采购招标与中标数量快速增长，2018 年招标和中标增长 408% 和 210%；由于军品采购计划“前松后紧”，未来两年军品订单有望继续加速释放。

⑤ 军工资产证券化率仍然较低，释放出节奏加快信号

证券化将是军工行业长期发展方向，当前军工集团资产证券化率平均 40% 左右仍然较低，有很多核心军品资产未完成证券化；近年来军工资本运作频率加快，释放出证券化节奏加快信号。利好政策也密集出台，包括“小额快速”审核机制和新增分道制豁免/快速通道，试点可转债作为重组支付方式、IPO 被否重组上市间隔缩短、募资允许用于补流和偿债。

⑤ 军工改革正稳步进入政策落地与实施阶段

军工是混改试点示范重点领域，多家上市公司已完成股权激励工作；科研院所改制进度低于预期，仅有 58 所改制方案获批。定价机制改革预计 2019 年取得突破性进展，利润率较低的总装企业最受益。军民融合进入落地实施阶段，拥有技术和管理优势的军转民企业率先受益；长远看制度性成本逐渐消除，优质民参军企业将获得更多机会和更快发展。

⑤ 投资建议与标的推荐

中长期看好军工行业景气向上，行业基本面向好、估值处于近年低位，迎来较好的配置机会，内外部环境催化利好军工行业，维持行业“看好”评级。建议关注业绩确定性较强和估值相对合理的航空装备产业链与相关主机厂及核心配套企业，重点推荐中直股份（600038）、中航光电（002179）等。

⑤ 风险提示

1、宏观经济下行风险；2、军品订单释放不及预期；3、军工改革不及预期。

市场表现 截至 2018.12.28



子板块市场表 2018.1.1-12.28

-24.49%	航空集团
-25.31%	沪深300
-27.09%	CS国防军工
-27.31%	电科集团
-34.83%	航天集团
-34.97%	民参军及其他
-35.58%	兵器集团
-36.13%	两核集团
-37.27%	船舶集团

分析师：陈周飞

执业证书号：S1490518110001

电话：010-85556194

邮箱：chenzhoufei@hrsec.com.cn

目 录

一、2018年国防军工行业回顾.....	5
1.1、市场表现：国防军工市场表现略弱于大盘，呈现结构性行情特征.....	5
1.2、估值表现：行业估值回落至近年来低位，横向比较仍位于全行业之首.....	7
二、2019年国防军工行业投资策略.....	8
2.1、投资主线一：军工行业基本面持续向好.....	8
2.1.1、我国军费将保持稳定增长，未来仍有较大增长空间.....	8
2.1.2、军工行业业绩回暖.....	15
2.1.3、军品订单加速释放.....	17
2.2、投资主线二：军工资产证券化加速.....	18
2.2.1、我国军工资产证券化率较低，仍然是行业长期努力的方向.....	18
2.2.2、释放军工资产证券化节奏加快的信号.....	21
2.2.3、政策放松将助推军工产业并购重组提速.....	22
2.3、投资主线三：军工改革步入落地阶段.....	23
2.3.1、军工混改进入实质落地阶段.....	23
2.3.2、军品定价机制改革或进入政策落地阶段.....	25
2.3.3、军民融合是国家战略，稳步推进政策落地实施.....	27
三、投资建议与标的推荐.....	28
3.1、中直股份（600038.SH）：下游需求旺盛，新通用机型放量将成新增长点.....	29
3.2、中航光电（002179.SZ）：军品龙头稳定增长，民品静待新增长.....	30
四、风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 2018 年 29 个中信一级行业各行业的全年市场表现 (截至 12 月 28 日)	5
图表 2: 2018 年国防军工指数相对于大盘、中小板、创业板指数走势图 (截至 12 月 28 日)	5
图表 3: 2018 年国防军工子板块市场表现 (截至 12 月 28 日)	6
图表 4: 2018 年国防军工板块涨幅前十名个股 (截至 12 月 28 日)	6
图表 5: 2018 年国防军工板块跌幅前十名个股 (截至 12 月 28 日)	7
图表 6: 国防军工行业市盈率估值	7
图表 7: 国防军工行业市净率估值	7
图表 8: 29 个中信一级行业动态市盈率 PE 估值情况 (截至 2018 年 12 月 28 日)	8
图表 9: 国防军工行业子板块市盈率估值	8
图表 10: 国防军工行业子板块市净率估值	8
图表 11: 历届五年计划我国军费增速情况	9
图表 12: 全国财政国防实际支出与支出预算基本持平	9
图表 13: 我国军费支出中央占比 98%、地方仅占 2%	10
图表 14: 中央和地方军费支出增速较为同步	10
图表 15: 我国与外部主要国家军费占 GDP 比重 (%)	11
图表 16: 我国与外部主要国家军费占中央政府支出比重 (%)	11
图表 17: 我国军费与 GDP 的关系	11
图表 18: 我国军费预算占财政支出预算比重 (%)	11
图表 19: 1930-1959 年间美国国防对 GDP 拉动效果	12
图表 20: 1960-2017 年间美国军费与 GDP 的关系	12
图表 21: 俄罗斯不同时期的军事战略与军费情况	12
图表 22: 我国不同阶段军事战略与军费情况	13
图表 23: 在不同外部国际形势下美国军费的表现	14
图表 24: 中国与外部主要国家军费对比情况	15
图表 25: 中国与外部主要国家军费增速对比情况	15
图表 26: 国防军工行业营业收入快速回升	16
图表 27: 国防军工行业净利润出现好转	16
图表 28: 国防军工行业回款状况好转	16
图表 29: 国防军工行业存货略有下降	16
图表 30: 单季营业收入逐季回升	16
图表 31: 单季净利润稳步回升	16
图表 32: 单季销售商品及提供劳务收到的现金快速增长	17
图表 33: 单季经营性现金流净额回升明显	17
图表 34: 航空子板块营业收入增速领跑军工行业	17
图表 35: 航空子板块销售商品收到的现金增速领跑军工行业	17
图表 36: 全军武器装备采购网招标和中标数量统计 (截至 2018 年 12 月 30 日)	18
图表 37: 2017 年军工集团资产证券化率 (总资产和净资产)	19

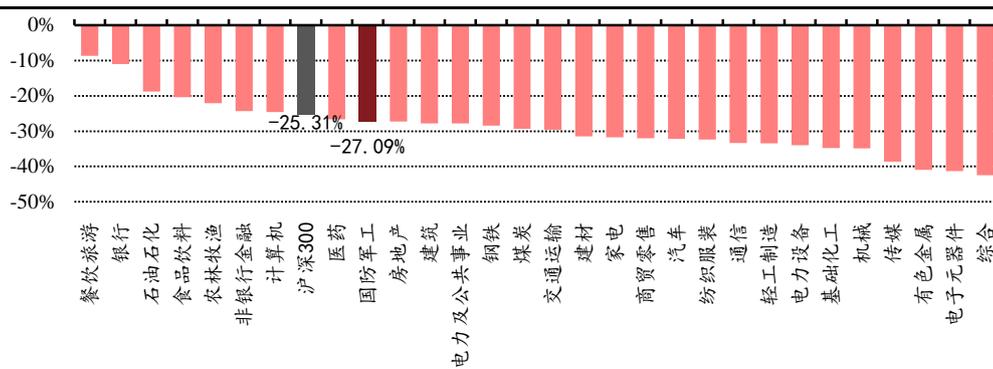
图表 38: 2017 年军工集团资产证券化率 (总收入和净利润)	19
图表 39: 军工集团旗下主要军工资产证券化情况及对应的上市公司	20
图表 40: 近两年以来军工集团资产证券化情况统计	21
图表 41: 军工集团混改推进计划与目标及实施进展	25
图表 42: 我国军工总装类企业净利率水平较低	26
图表 43: 我国军工总装类企业 ROE 水平偏低	26
图表 44: 五家主机厂净利率对 2018E 市盈率估值弹性敏感性分析	26
图表 45: 重点公司盈利预测与估值情况	31

一、2018 年国防军工行业回顾

1.1、市场表现：国防军工市场表现略弱于大盘，呈现结构性行情特征

截至 2018 年 12 月 28 日收盘，国防军工板块全年下跌 27.09%，跑输大盘沪深 300 指数 1.78 个百分点，军工行业表现位于 29 个中信一级行业全行业上游。受市场整体风险偏好下降影响，全行业全部下跌，仅有餐饮旅游、银行、石油石化、食品饮料、农林牧渔、非银行金融和计算机共 7 个行业跌幅小于大盘，其余 22 个行业均跑输大盘，其中综合、电子元器件、有色金属和传媒板块的表现垫底。

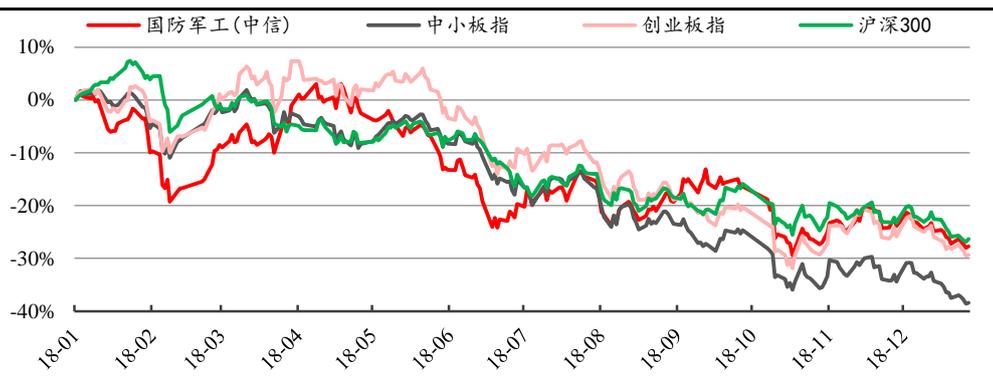
图表 1：2018 年 29 个中信一级行业各行业的全年市场表现（截至 12 月 28 日）



数据来源：Wind、华融证券整理

2018 全年市场表现为熊市，大盘和中小板指数持续窄幅振荡下跌，创业板指则呈现先扬后抑（上半年小涨、下半年急跌）较大幅度振荡下跌。国防军工具备较强风险偏好，全年表现波动较大，最大振幅接近 30%，受内外部 β 因素催化，2-4 月期间涨幅超过 20%，全年呈现结构性行情特征。

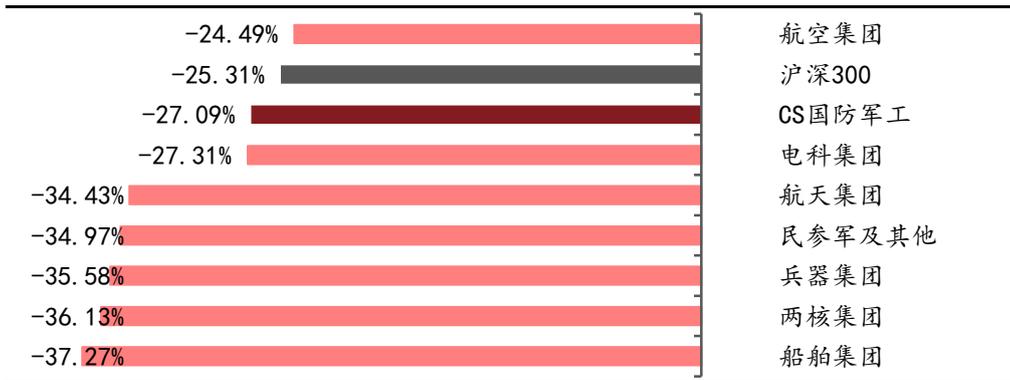
图表 2：2018 年国防军工指数相对于大盘、中小板、创业板指数走势图（截至 12 月 28 日）



数据来源：Wind、华融证券整理

军工子板块，全年全部下跌，除了航空集团（-24.49%）以外，其余子板块均跑输大盘与国防军工行业指数，其中船舶集团（-37.27%）跌幅最大，跑输国防军工行业指数超过 13 个百分点，其余兵器、民参军及其他、两核、航天、电科分别跑输国防军工行业指数 8.44、7.22、6.66、6.06、1.4 个百分点，仅有航空集团跑赢 6.17 个百分点，表现相对较好。航空集团表现较好，主要因为航空装备产业在军改影响消除带来订单恢复、以及十三五后半段订单加速释放、装备升级补短板效果最为明显，带来业绩改善确定性较强。

图表 3：2018 年国防军工子板块市场表现（截至 12 月 28 日）



数据来源：Wind、华融证券整理

个股方面，全年表现涨少跌多，仅有 4 只个股全年涨幅为正，28 只个股跑赢大盘，其中涨幅前五的有：高德红外（+28.28%）、宏大爆破（+12.77%）、南京熊猫（+4.20%）、海特高新（+0.39%）、航天电器（-4.02%）；跌幅前五的有：鹏起科技（-64.67%）、中船防务（-64.14%）、天海防务（-62.34%）、金盾股份（-61.37%）、新研股份（-55.48%）。

图表 4：2018 年国防军工板块涨幅前十名个股（截至 12 月 28 日）

股票代码	股票简称	年涨跌幅	最新收盘价（元）	市值（亿元）	PE（TTM）	PB（LF）
002414.SZ	高德红外	28.28%	21.55	135	121.80	4.09
002683.SZ	宏大爆破	12.77%	8.23	58	27.69	1.95
600775.SH	南京熊猫	4.20%	8.11	61	53.93	2.19
002023.SZ	海特高新	0.39%	10.35	78	201.45	2.25
002025.SZ	航天电器	-4.02%	21.43	92	26.23	3.54
600372.SH	中航电子	-4.74%	12.98	228	40.11	3.31
600482.SH	中国动力	-9.22%	22.27	382	27.52	1.48
002013.SZ	中航机电	-9.31%	6.51	235	30.09	2.71
002331.SZ	皖通科技	-12.67%	8.96	37	40.60	1.88
600967.SH	内蒙一机	-13.50%	10.40	176	31.72	2.12

数据来源：Wind、华融证券整理

图表 5: 2018 年国防军工板块跌幅前十名个股 (截至 12 月 28 日)

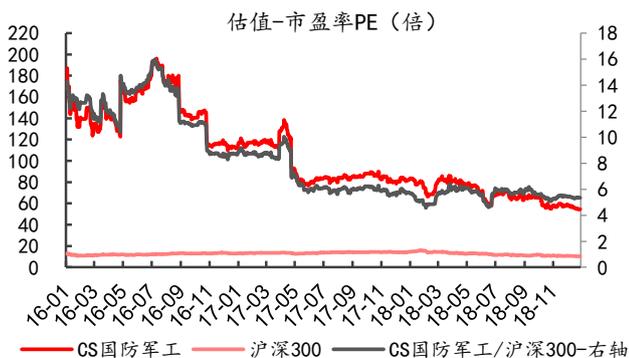
股票代码	股票简称	年涨跌幅	最新收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE (TTM)	PB (LF)
600614.SH	鹏起科技	-64.67%	3.59	61	21.71	1.24
600685.SH	中船防务	-64.14%	9.56	105	-44.75	1.22
300008.SZ	天海防务	-62.34%	2.59	25	-1.94	1.90
300411.SZ	金盾股份	-61.37%	7.60	36	36.11	1.04
300159.SZ	新研股份	-55.48%	4.61	69	14.51	1.06
600399.SH	*ST抚钢	-55.36%	2.50	49	-3.22	-5.17
002664.SZ	长鹰信质	-54.74%	12.28	49	18.75	2.34
002669.SZ	康达新材	-54.47%	10.14	24	44.41	1.29
300629.SZ	新劲刚	-54.46%	15.39	15	65.46	4.33
300397.SZ	天和防务	-51.17%	9.43	23	-71.30	1.97

数据来源: Wind、华融证券整理

1.2、估值表现: 行业估值回落至近年来低位, 横向比较仍位于全行业之首

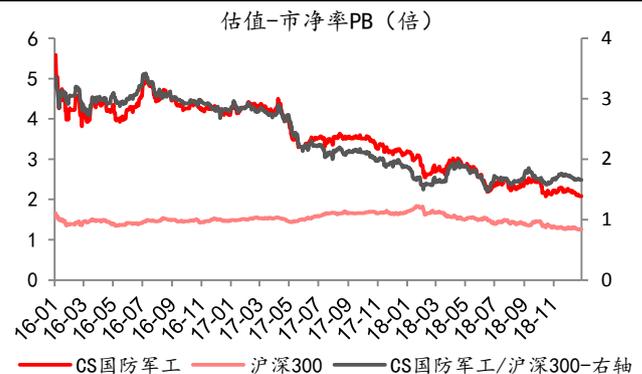
截至 2018 年 12 月 28 日, 国防军工动态市盈率和市净率估值水平分别为 54.64 倍和 2.08 倍, 分别是沪深 300 的 5.34 倍和 1.66 倍。纵向来看, 国防军工行业估值已经回落至近三年多以来的低位, 与大盘估值的比例也基本稳定。

图表 6: 国防军工行业市盈率估值



数据来源: Wind、华融证券整理

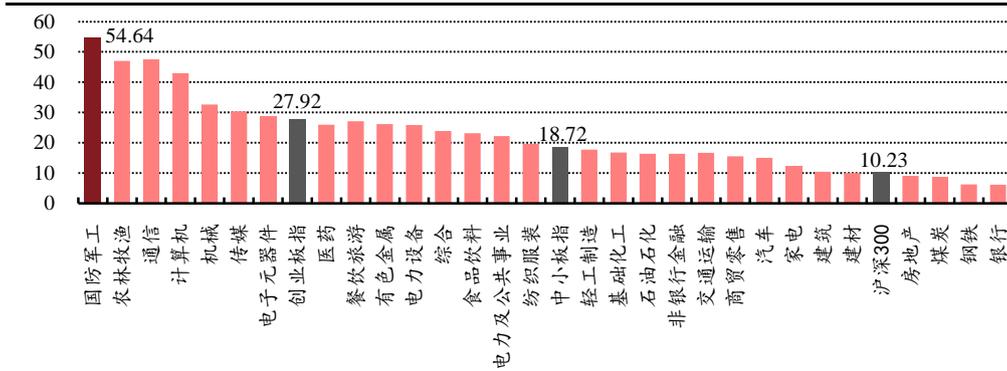
图表 7: 国防军工行业市净率估值



数据来源: Wind、华融证券整理

横向来看, 目前国防军工行业 PE 估值仍然位于中信 29 个一级行业之首, 反映出市场对军工行业未来高成长的预期。沪深 300 指数估值已经回落至 10.23 倍, 中小企业板指估值回落至 18.72 倍, 创业板指估值回落至 27.92 倍。其中, 银行、钢铁、煤炭、房地产等强周期属性行业估值已在 10 倍以下; 建材、建筑、家电、汽车、商贸零售、交通运输、非银金融、石油石化、基础化工、轻工制造等弱周期行业估值在 10~20 倍之间; 纺织服装、电力及公共事业、食品饮料、综合、电力设备、有色金属、餐饮旅游、医药等稳增长行业估值位于 20~30 倍之间; 而电子元器件、传媒、机械、计算机、通信、农林牧渔、国防军工等高弹性行业估值仍位于 30~60 倍高位。

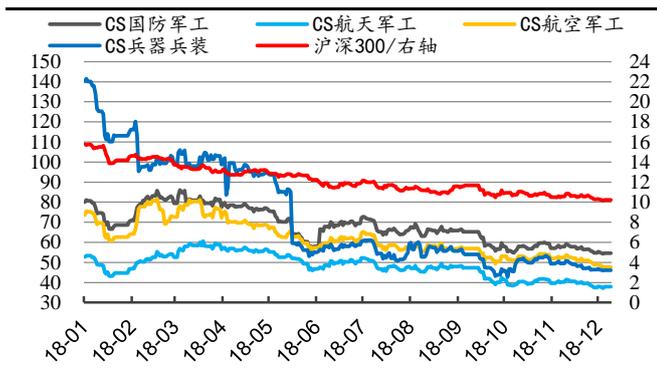
图表 8: 29 个中信一级行业动态市盈率 PE 估值情况 (截至 2018 年 12 月 28 日)



数据来源: Wind、华融证券整理

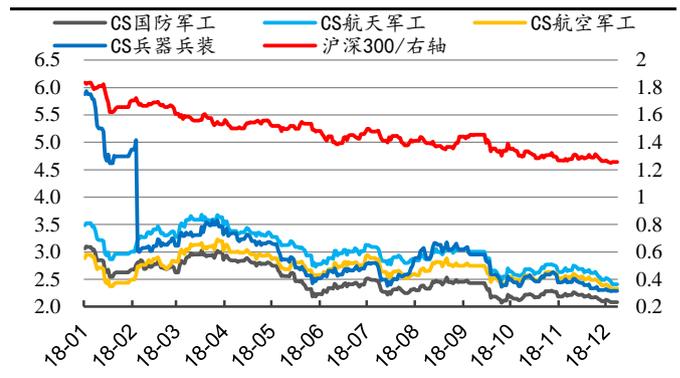
子板块方面, 从市盈率来看, 航天军工子板块估值持续在军工行业中位于最低位; 兵器兵装子板块估值波动较大, 随着业绩释放估值得到消化从行业最高降至低位; 航空军工子板块估值稳步回落与兵器兵装相当水平。从市净率来看, 航天军工子板块振荡回落, 仍为行业最高; 兵器兵装子板块则波动较大; 航空军工子板块较为稳定。

图表 9: 国防军工行业子板块市盈率估值



数据来源: Wind、华融证券整理

图表 10: 国防军工行业子板块市净率估值



数据来源: Wind、华融证券整理

二、2019 年国防军工行业投资策略

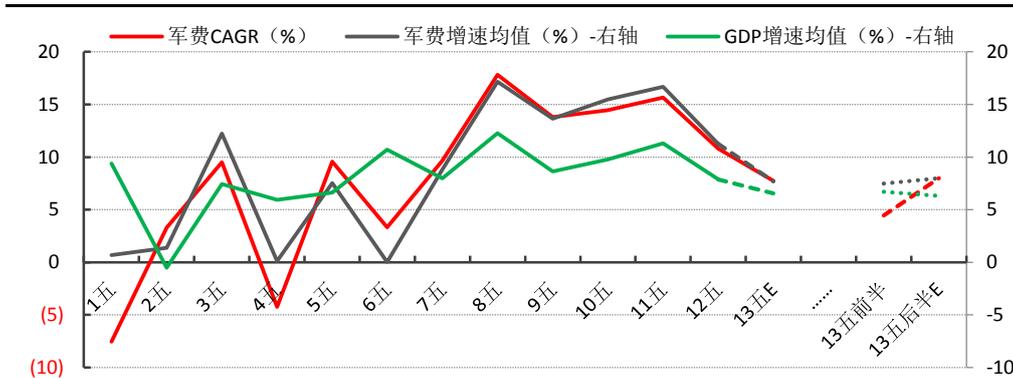
2.1、投资主线一：军工行业基本面持续向好

2.1.1、我国军费将保持稳定增长，未来仍有较大增长空间

军费又称国防开支, 是指国家预算用于国防建设和保卫国家安全的支出, 包括国防费、国防科研事业费、民兵建设以及专项工程支出等。军费是军工行业发展的重要基础, 是军工企业业绩增长的根本。从历史数据来看, 我国军费

从第八个五年计划持续到第十一个五年计划期间维持高速增长。上世纪九十年代初中美关系紧张，随着苏联解体和海湾战争爆发，适合现代战争的精干军队成为军事变革方向，1993年军委将打赢现代技术特别是高技术条件下的局部战争作为国防战略方针，1997年裁军50万，2004年把军事斗争准备方针进一步调整为打赢信息化条件下的局部战争。从第十二个五年计划开始我国经济增速下行进入新常态，叠加2015年开始军改，我国军费增速开始下降，在十三五前半段步入阶段性低点。

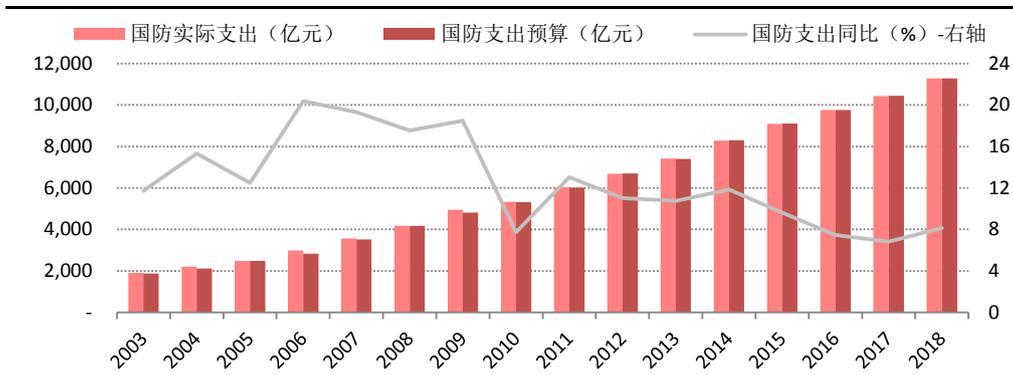
图表 11：历届五年计划我国军费增速情况



数据来源：Wind、财政部、国家统计局、华融证券整理（十三五后半段为预测数据）

2015年军改涉及军队领导体制改革，军委总部制改为军委多部门制，七大军区改为五大战区，机关大幅裁减合并，行政开支和重复建设大幅减少，叠加经济增速下行，军费增速放缓，随后出现连续三年下滑，2017年降至低点的6.8%，但军费体量首次突破万亿关口。根据财政部2018年3月5日在十三届全国人大一次会议中的报告提出，2018年我国国防支出将达到11,069.51亿元，增速达到8.1%，高于GDP增速，军费增速出现向上拐点。

图表 12：全国财政国防实际支出与支出预算基本持平

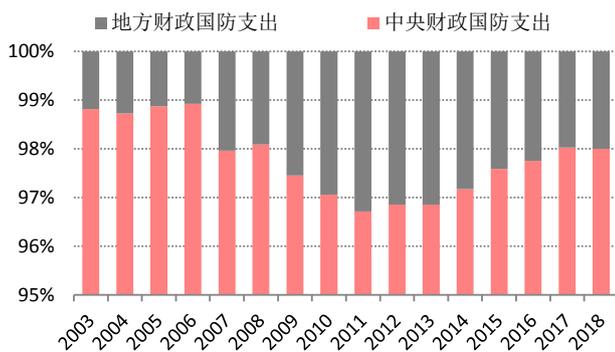


数据来源：Wind、财政部、华融证券整理（2018为预测数据）

国防与国家安全属于公共产品，各国国防经费都来自于国家财政，根据我

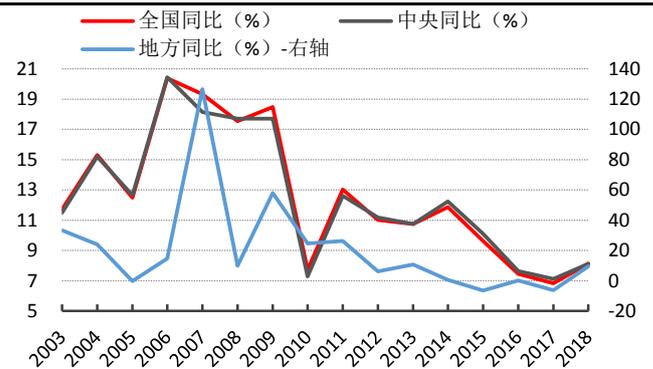
国《国防法》规定，我国军费全部来自国家财政支出，其中，中央财政承担绝大部分军费平均占比高达 98%，地方财政则只承担少量军费仅约占 2%，并且我国军费支出实现率（实际支出/支出预算）接近 100%。同时，中央和地方军费增速表现较为同步。根据测算，预计 2018 年地方国防支出增速为 9.5%，高于中央的 8.1% 增速。

图表 13：我国军费支出中央占比 98%、地方仅占 2%



数据来源：Wind、财政部、华融证券整理（2018 为预测数据）

图表 14：中央和地方军费支出增速较为同步



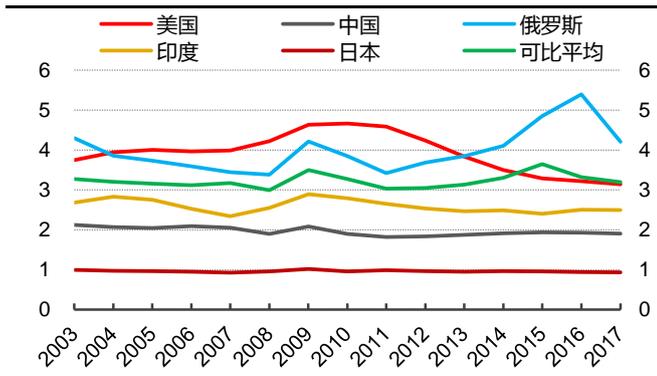
数据来源：Wind、财政部、华融证券整理（2018 为预测数据）

一个国家的军费受到国内经济发展和外部国际形势的内外双重因素影响，国内经济影响政府可分配的总资源，而外部国际形势则影响政府在国防投入资源的比重，因此军费增长的核心驱动因素主要包括：国家财政经济、国防战略、外部国际形势三个方面。

（1）我国军费规模占国家财政经济比重相对较小，存在一定增长空间

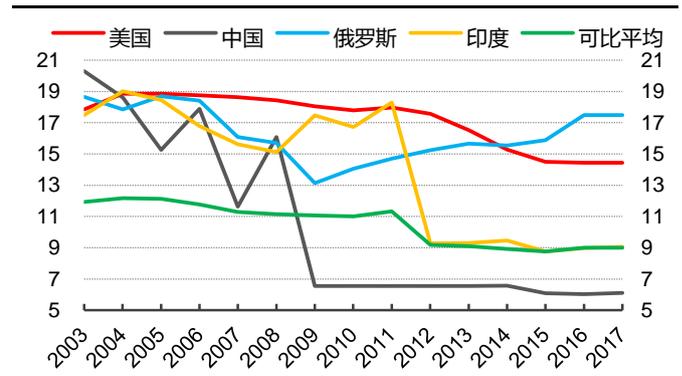
根据全球军事发展的经验和规律，军费规模需要与国家财政实力相匹配，从量化指标来看，重点跟踪军费占财政支出和占 GDP 的比例。由于军费的定义和统计口径不同，全球各国和各个统计机构的军费数据不尽相同，往往存在较大差异，我们选取全球军费排名前十的国家与中国进行横向比较，根据世界银行数据，中国军费占比 GDP 长期维持在 2% 左右，而美国则在 3%~5% 区间波动，俄罗斯近年来超过 4%、一度超过 5%，印度约为 2.5%，前十除中国以外的可比平均水平在 3% 以上，均高于我国目前水平。另外，军费占比中央政府支出方面，近五年来我国维持在 6.3% 左右，低于全球可比平均的 9%，美国、俄罗斯、印度则分别为 15%、16.4%、9.1%，均高于我国目前水平。横向来看，我国军费规模占财政经济的比重相对较小，国防开支对我国财政经济的压力也较轻，军费规模存在一定的理论增长空间。

图表 15: 我国与外部主要国家军费占 GDP 比重 (%)



数据来源: Wind、世界银行、华融证券整理

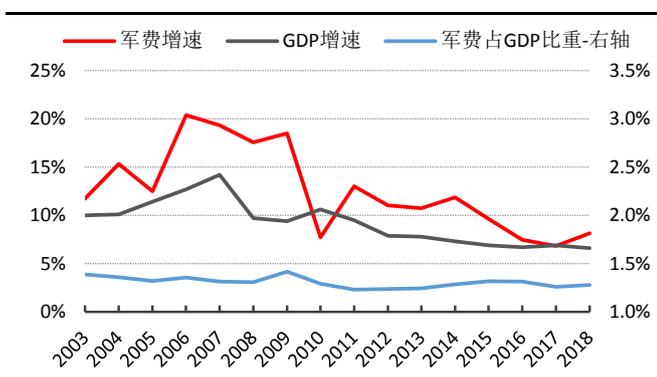
图表 16: 我国与外部主要国家军费占中央政府支出比重 (%)



数据来源: Wind、世界银行、华融证券整理

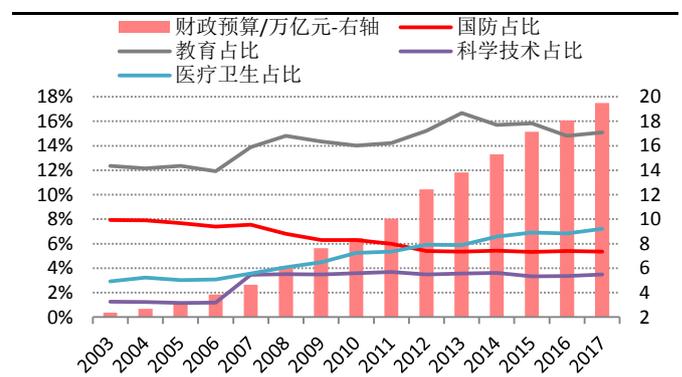
由于世界银行与我国政府对军费的统计口径和范围存在较大的差异, 并且其对非亲美国军费的测算也普遍偏高, 市场喜欢将上面的数据作为军费的参考上限。当然, 财政部和统计局公布的数据又较为保守, 可以将他们的数据作为参考下限。根据他们的数据测算, 我国军费占 GDP 比例约为 1.3%, 低于世界银行的数据。财政支出占比方面, 我国国防支出占比接近 6%, 国防和科学技术支出的比重显著小于教育和医疗卫生等民生领域, 从这个角度也说明我国军费支出对财政的压力较小, 2019 年经济面临下行压力, 减税也将对财政收入造成一定压力, 由于军费占比相对较小, 预计军费增长受到的影响较为有限。

图表 17: 我国军费与 GDP 的关系



数据来源: 财政部、国家统计局、华融证券整理 (2018 为预测数据)

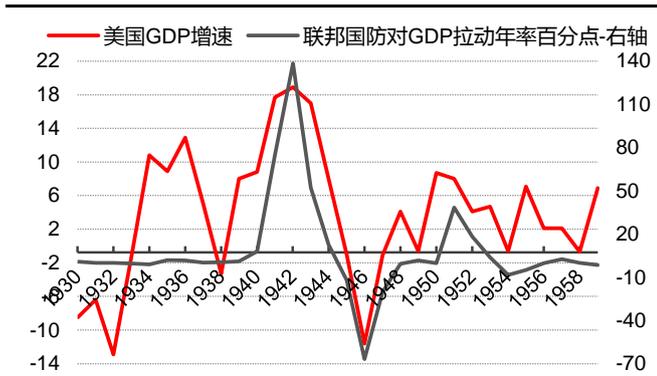
图表 18: 我国军费预算占财政支出预算比重 (%)



数据来源: Wind、财政部、华融证券整理

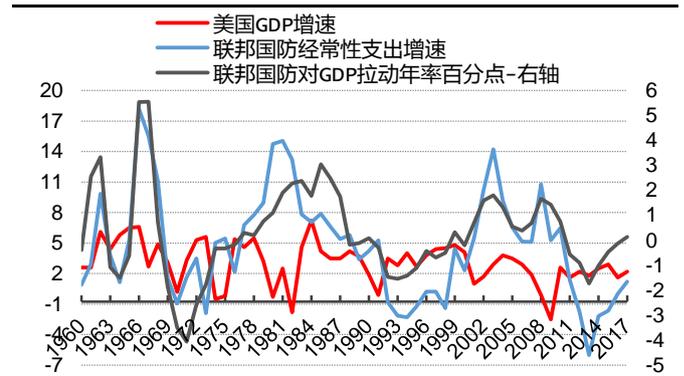
此外, 国防开支对经济周期也有一定的逆向调节作用。国防军工行业属于高端制造业, 产业链条较长, 产品的附加值也高, 涉及的工业企业部门较广。假设军费适度扩张, 不仅能一定程度上带动经济增长, 达到调节经济周期的效果, 还能促进相应高端制造产业的结构升级, 创造新的增长点。根据美国历史数据, 在经济周期低谷时, 他们也曾经通过扩张军费、增加武器装备研发与采购来调节经济周期, 提前结束经济衰退。根据美国经济分析局数据, 过去历史上美国联邦国防支出对经济的拉动效果明显, 当然因为一方面美国的军事实力全球第一, 同时还是全球第一大军贸出口国, 国防开支对其经济影响较为显著。

图表 19: 1930-1959 年间美国国防对 GDP 拉动效果



数据来源: Wind、美国经济分析局、华融证券整理

图表 20: 1960-2017 年间美国军费与 GDP 的关系

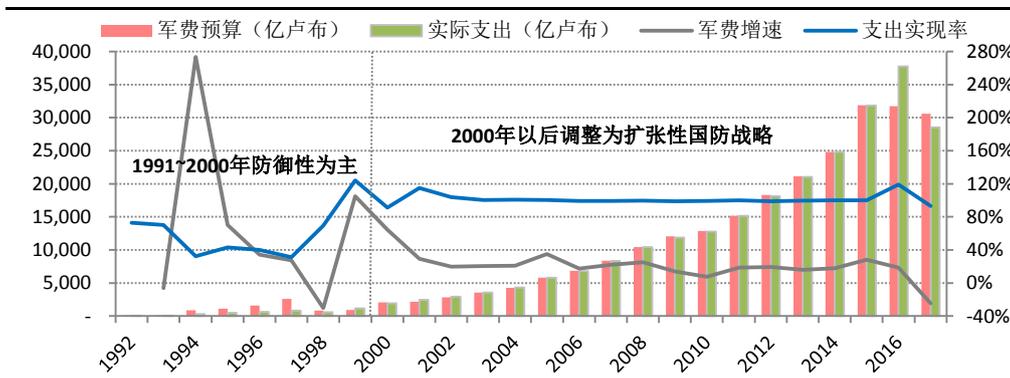


数据来源: Wind、美国经济分析局、华融证券整理

(2) 国防战略决定军费的中长期增长趋势

国防战略包括防御性和扩张性两种类型，正常情况下，一个国家的国防战略中长期内较为确定，除非遇到较大规模的冲突或战争等突发事件会进行调整，因此国防战略决定国家军费的中长期增长趋势。根据《俄罗斯国防支出对国家军事战略及社会经济影响分析》文献的研究，俄罗斯自 1991 年独立以来，国防战略发生几次变化，军费规模和结构也随之而变，1991-2000 年，苏联解体后的俄罗斯政治经济面临转轨，公共财政体系重建、去军事化特征，这一时期国防战略以防御性为主，军费支出很难得到国家财政支持，军费支出实现率一度下降至 31.3% 低点、军费占 GDP 比重也降至独立后低点 2.1%。2000 年以后，随着普京上台并提出“没有强大的军队，俄罗斯就没有竞争力，就不能保家卫国，并可能被经济和军事更强大的国家所征服”的治军理念，并且进行大规模的军事改革，将国防战略调整为扩张性战略，这一时期军费迎来高速增长，而且大大提升军费支出实现率至 100%。

图表 21: 俄罗斯不同时期的军事战略与军费情况



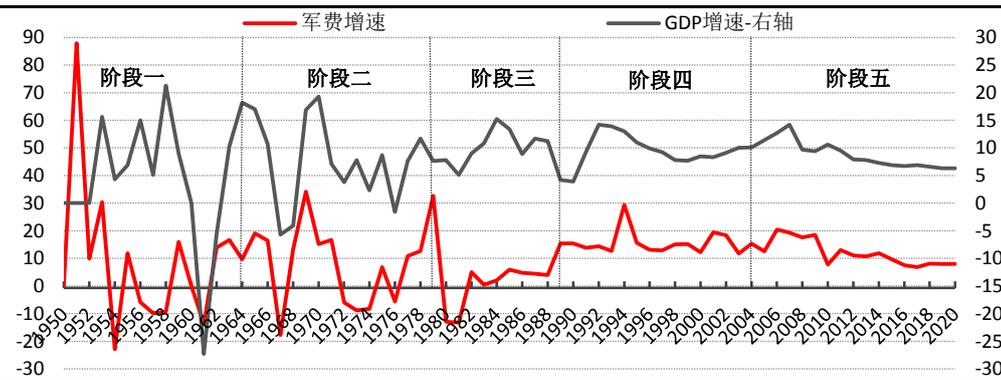
数据来源: Wind、俄罗斯联邦统计局、俄罗斯统计年鉴、华融证券整理

我国的国防战略为积极防御战略。2015 年国务院发布的国防白皮书中明确提到，“中国将奉行独立自主的和平外交政策和防御性国防政策，反对各种

形式的霸权主义和强权政治，永远不称霸，永远不搞扩张。中国军队适应国家安全环境新变化，贯彻新形势下积极防御军事战略方针，加快推进国防和军队现代化，坚决维护国家主权、安全、发展利益。”

追溯历史，新中国成立后中央军委就确立积极防御军事战略方针，根据国家安全形势发展变化对积极防御军事战略方针的内容进行了多次调整，我国的国防战略主要分为四个阶段：

图表 22：我国不同阶段军事战略与军费情况



数据来源：Wind、财政部、国家统计局、华融证券整理

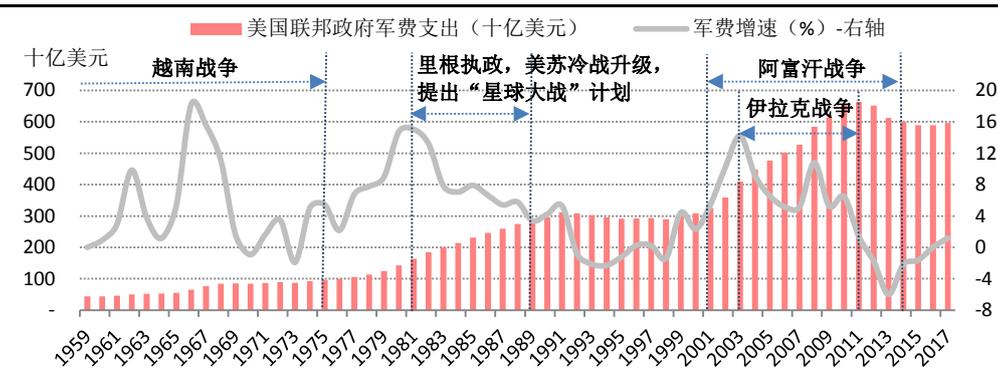
1) 第一阶段 (1949~1964 年)：建国初期国防战略从“积极防御，绝不先发制人”到“积极防御，防止突袭”，期间发生了抗美援朝和中印战争，军费增速脉冲式增长，期间军费复合增速仅为 2.5%，军费规模增长较为平稳。**2) 第二阶段 (1965~1979 年)：**周边安全局势紧张，国防战略为“立足于战争，从准备大打、早打出发，积极备战，立足于早打、大打、打原子战争”，期间发生了抗美援朝战争、中苏珍宝岛战争、中越西沙群岛战争、对越自卫反击战，期间我国军费增长较快，复合增速上升至 7%，并且我国原子弹、氢弹等战略杀伤武器进步较快，随之成立了“第二炮兵”部队。**3) 第三阶段 (1980~1989 年)：**步入改革开放国防战略调整为“远离冷战思维，应付和打赢局部战争”，期间完成裁军百万，撤掉 31 个军级单位、4054 个师团单位，军费规模维持在 200~300 亿元，复合增速下降至 2.9%。这一时期我国把重心放到改革开放经济建设，对外树立和平、制约战争的国际形象。**4) 第四阶段 (1990~2003 年)：**九十年代初苏联解体，中美关系开始紧张，海湾战争爆发以后，确立适合现代战争的精干军队成为军事变革方向，国防战略随之调整为“应付和打赢现代技术特别是高技术条件下的局部战争”。1997 年裁军 50 万，由于我国武器装备技术水平相对落后，装备升级换代、补短板需求较强，期间军费增长很快，由 1990 年的 290.31 亿元增长至 2003 年的 1907.87 亿元，翻了六倍多，军费复合增速上升至 17%。**5) 第五阶段 (2004~至今)：**2004 年军事战略调整为“打赢信息化条件下的局部战争”，突出海上军事斗争和军事斗争准备，有效控制重大危机，妥善应对连锁反应，坚决捍卫国家领土主权、统一和安全。中国加入 WTO 以后经济继续高速发展，并于 2010 年超越日本成为全球第二大经济体；金融危

机后全球经济萧条，我国经济短暂刺激后增速也开始下行，进入新常态。期间我国武器装备信息化得到快速发展，中国第五代重型战斗机歼-20、新一代大型运输机运-20、第一艘航空母舰辽宁舰等先后列装部队。2015年我军进行军事改革，裁军30万，尤其对军队领导体制进行改革，机关大幅裁减合并，行政开支和重复建设大幅减少，提高我军作战能力和军费使用效率，截至2018年期间军费复合增速调整至12.4%。随着我国经济体量加速追赶美国，将面临中美关系日益紧张的局面，2018年以来的中美贸易争端，以及未来中美之间更多的大国博弈将变为常态化和持久战。由于中美之间军事实力仍存在差距，我军主战核心装备与美国在数量和代级上仍有差距，仍然需要较长时间的补短板，预计未来军费保持稳定速度增长是大概率事件。

(3) 外部国际形势催化军费的短期增长

短期来看，军费会受到国际和周边安全等外部形势的催化而增长，如果国际安全环境发生恶化，面临外部威胁加大，更严重的会发生军事冲突，这时军费短期内会脉冲式加速扩张，但是随着外部环境趋于缓和，军费增速也会随之回落。通过分析美国在过去的越南战争、阿富汗战争、伊拉克战争、里根总统执政等几次不同特殊时期军费的变化，看到军费增速出现较大的波动，比较容易说明外部国际形势尤其是战争对军费增长的短期影响。

图表 23：在不同外部国际形势下美国军费的表现



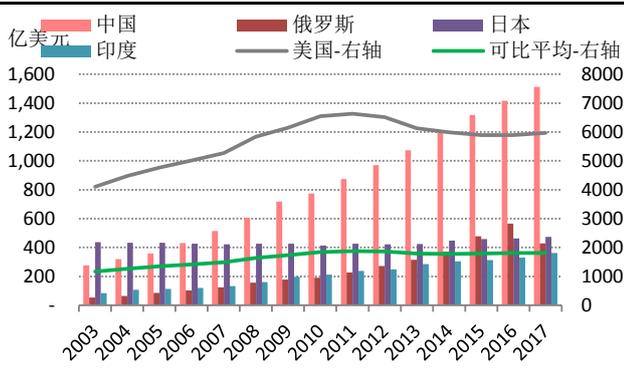
数据来源：Wind、美国经济分析局、华融证券整理

作为发展中大国，我国综合国力、核心竞争力、抵御风险能力显著增强，但仍然面临多元复杂的安全威胁。当前我国面临的外部国际形势主要包括美国、俄罗斯、日本、印度等国家带来的威胁。美国方面，由于世界经济中心和战略重心加速向亚太地区转移，美国持续推进亚太“再平衡”战略，强化其他地区军事存在和军事同盟体系，中美之间的大国博弈已经走向常态化和持久战，2018年以来相关事件表现尤为明显：2018年3月16日，美国总统特朗普签署鼓励美国与中国台湾“官员”互访的“台湾旅行法”；3月22日特朗普签署针对中国的“301”调查备忘录，将对从中国进口的商品大规模征收关税，开启“中美贸易战”；12月1日华为CFO孟晚舟在加拿大温哥华被捕，美国要求引渡，

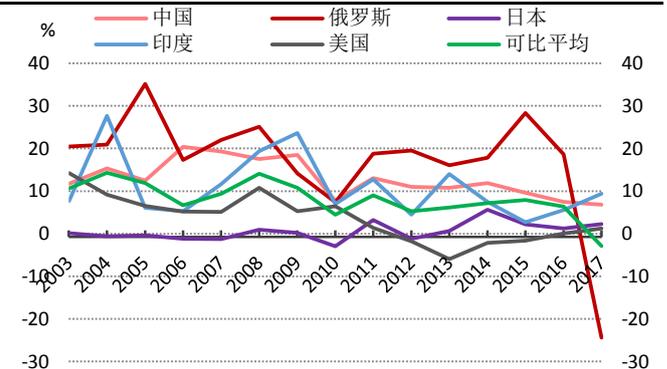
试图通过国家手段抵制华为的竞争优势；12月19日，美国国会“2018年对等进入西藏法案”经美国总统特朗普签署成法，试图对中国内政进行干预。日本方面，积极谋求摆脱战后体制，大幅调整军事安全政策，国家发展走向引起地区国家高度关注，12月18日，日本政府批准新的《防卫计划大纲》和《中期防卫力整备计划》，强调陆海空领域应对，着眼于中国在太平洋海域的海洋活动，今后5年防卫费超过27万亿日元（约合人民币1.6万亿元）创新高，日本决定改造2艘“出云”号护卫舰成为航空母舰，采购18架F-35B隐形战机作为舰载机使用、采购27架F-35A战机等，将购置2套“陆基宙斯盾系统”作为导弹防御的强化举措，以谋求加强岛屿防卫为由，提出要推进在海中自主航行并搜集情报的大型无人潜水器等无人化，引进1架无人侦察机“全球鹰”，还将研发以5马赫以上速度飞行、能够突破雷达网等的“高超音速巡航导弹”。印度方面，近年来军费快速增长，12月4日印首次官宣印度海军考虑新增56艘军舰和潜艇，其中包括第三艘航母，以100%控制印度洋，其中的32艘军舰已经开始建造，新航母已开始相关工作，预计未来三年内开工，七到十年完工。此外，海上邻国在涉及中国领土主权和海洋权益问题上挑衅，域外国家极力插手南海事务，并对华保持高频度海空抵近侦察，海上方向维权将长期存在。陆地领土争端也依然存在，朝鲜半岛和东北亚地区局势存在诸多变数。地区恐怖主义、分裂主义、极端主义活动猖獗，也对我国周边安全稳定带来不利影响。

从军费体量看，中国军费规模已经超过1500亿美元跃居世界第二，但仅仅是美国的1/4，是俄罗斯的3.5倍，是日本的3.2倍，是印度的4.2倍；军费增速来看，中国处于较高水平，高于美国、日本、俄罗斯，我国军费较有保障。

图表 24：中国与外部主要国家军费对比情况



图表 25：中国与外部主要国家军费增速对比情况



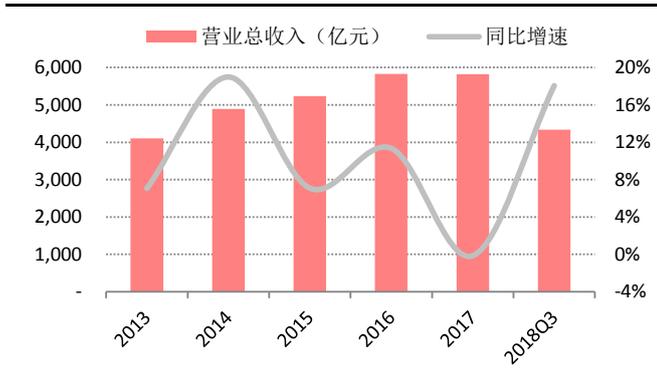
数据来源：Wind、中国财政部、美国经济分析局、俄罗斯联邦统计局、日本财务省、印度财政部、华融证券整理

2.1.2、军工行业业绩回暖

国防军工行业的研究对象主要包括十二大军工集团和民参军及地方军工等其他军工企业单位，根据公司实际主营业务涉及国防军工为筛选标准，我们选取了52家隶属军工集团的企业和62家民参军及其他军工企业，共114家上

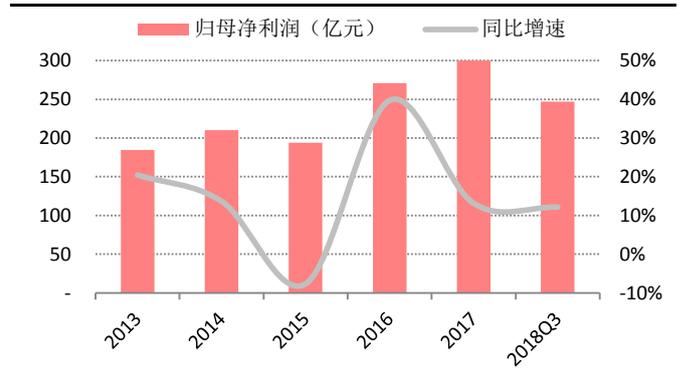
市军工企业作为分析样本。从整体利润表来看，截至 2018 年三季度，军工行业营业收入同比增长 18.1%，收入实现快速回升；归母净利润同比增长 12.1%，业绩出现好转。从资产负债表来看，三季末应收账款和存货分别同比增长 9% 和 5.9%，较去年同期增速分别回落约 2 个和 1 个百分点。

图表 26：国防军工行业营业收入快速回升



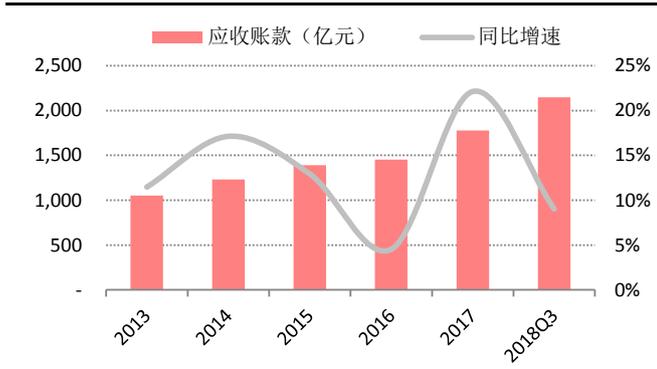
数据来源：Wind、华融证券整理

图表 27：国防军工行业净利润出现好转



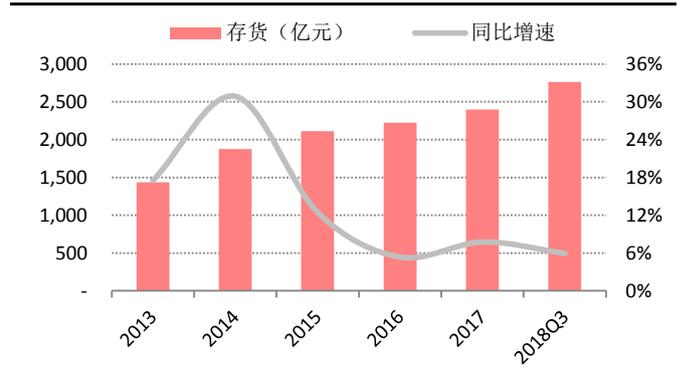
数据来源：Wind、华融证券整理

图表 28：国防军工行业回款状况好转



数据来源：Wind、华融证券整理

图表 29：国防军工行业存货略有下降

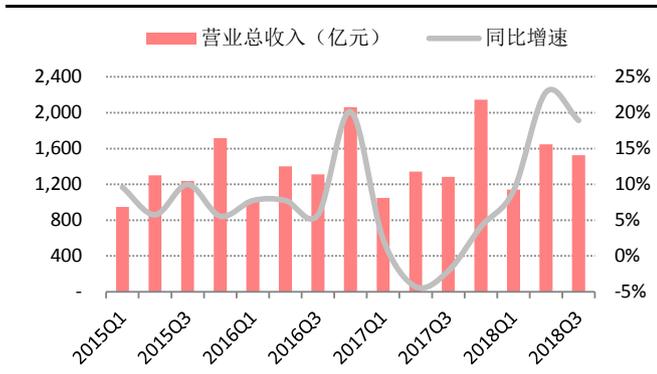


数据来源：Wind、华融证券整理

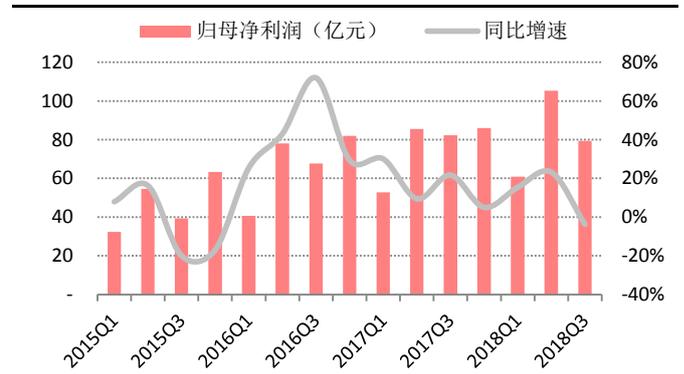
从单季度来看，2018 年以来军工行业营业收入和净利润增长趋势显著，其中第三季度表现相对较弱，主要是因为军工行业存在第四季度集中交付和回款的季节性特点，随着后面正常交付和回款，预计第四季度军工行业业绩将继续表现亮眼。从销售商品及提供劳务收到的现金流来看，自去年三季度开始增速稳步回升；从经营性现金流净额来看，2018 年以来逐季快速增长，可以清楚的看到军工行业回暖的趋势。

图表 30：单季营业收入逐季回升

图表 31：单季净利润稳步回升

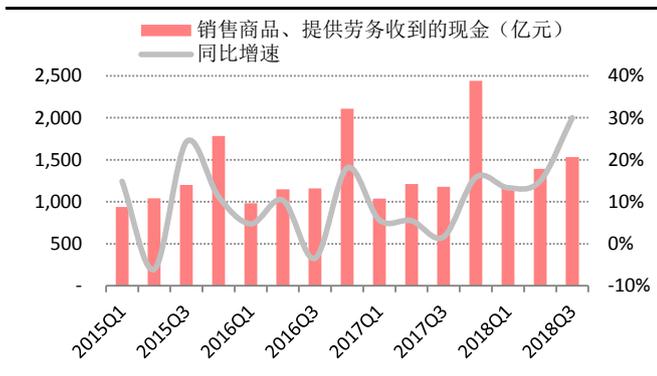


数据来源：Wind、华融证券整理



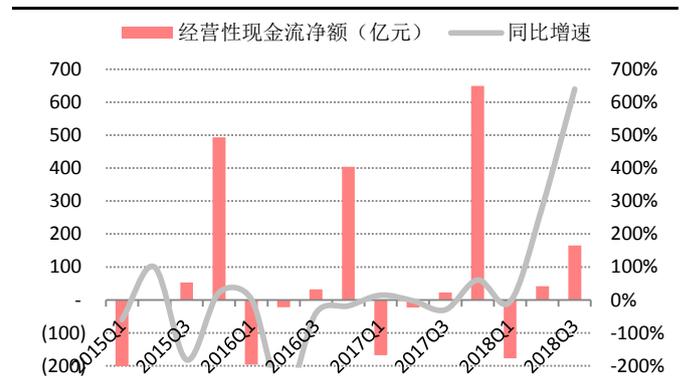
数据来源：Wind、华融证券整理

图表 32：单季销售商品及提供劳务收到的现金快速增长



数据来源：Wind、华融证券整理

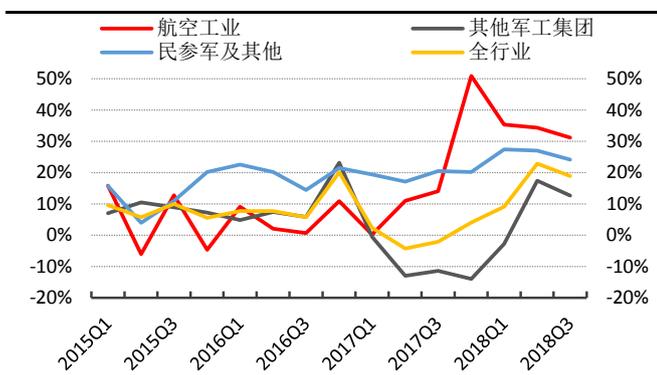
图表 33：单季经营性现金流净额回升明显



数据来源：Wind、华融证券整理

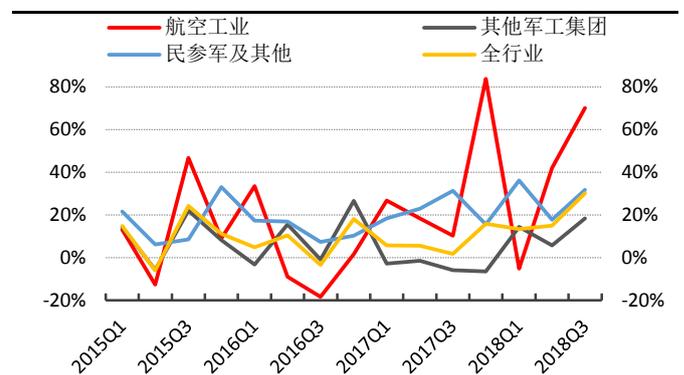
分子板块来看，航空板块营业收入增速领跑军工行业，从 2017 年 Q1 开始营收增速逐季快速回升，随后一直表现优于其他子板块。同时，从销售商品、提供劳务收到的现金的同比增速来看，航空板块的表现亦优于其他子板块，表明航空装备产业订单释放的节奏较快，预计在十三五后半段航空军工订单将持续加速释放，未来两年业绩增长确定性相对较强。

图表 34：航空子板块营业收入增速领跑军工行业



数据来源：Wind、华融证券整理

图表 35：航空子板块销售商品收到的现金增速领跑军工行业

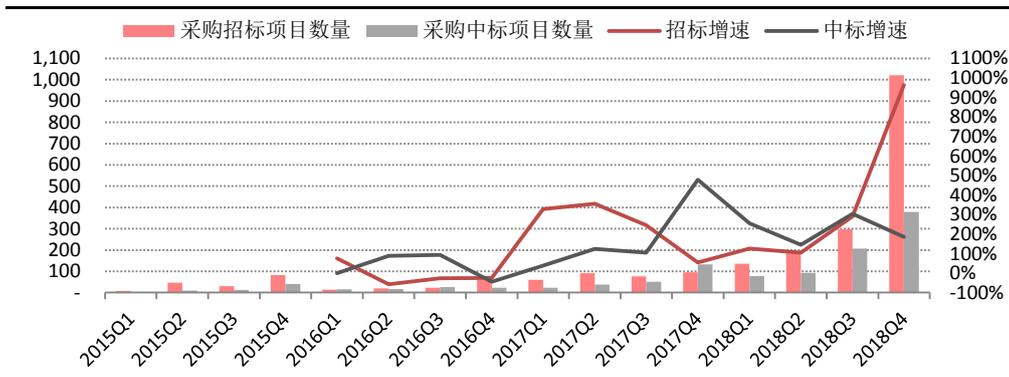


数据来源：Wind、华融证券整理

2.1.3、军品订单加速释放

2018 年以来军工行业业绩回暖明显，分析其直接原因有两个方面：一是 2015 年开始的军改已经告一段落，军改对军品订单的影响基本消除，根据全军武器装备采购信息网公告的招投标项目数量信息，可以看到从 2017 年 Q4 开始，采购招标与中标项目的数量呈现快速增长，2018 年以来表现尤为显著，截至 12 月 30 日，2018 年招标同比增长 408%、中标同比增长 210%，均大幅增长，反映出军品订单改善的趋势明显。另一方面，由于“十三五”军品采购计划“前松后紧”的特点，预计未来两年军品订单有望继续加速释放。

图表 36：全军武器装备采购网招标和中标数量统计（截至 2018 年 12 月 30 日）



数据来源：全军武器装备采购信息网、华融证券整理

2.2、投资主线二：军工资产证券化加速

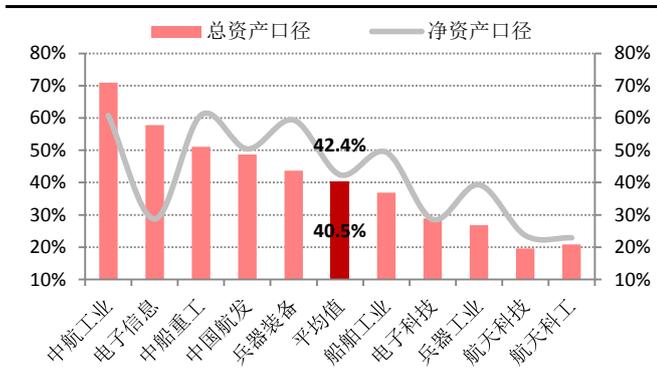
2.2.1、我国军工资产证券化率较低，仍然是行业长期努力的方向

发展军工产业是国家的战略选择，军工资产证券化将是军工行业长期发展方向，通过证券化方式可以拓宽军工企业的融资渠道，减轻财政支出的负担，突破军工企业发展的资金瓶颈；同时，还能促进军工资产的优化配置，加快提高军工企业的技术水平、扩大产品规模效益、以提升整体的市场竞争力。通过并购重组产业整合，能够降低发展成本，减少重复建设消耗，提高资源使用效率，提升管理水平，更容易做大做强军工产业，投资者也能有机会分享军工产业发展的红利。从国际经验来看，美国有发达的资本市场，美国军工企业资产证券化率水平较高，军工产业发展迅速，产生了诸如波音、洛克希德马丁、通用动力、雷神等几大军火巨头，并且全球百强军工企业中八成以上是上市公司。

然而，当前我国军工集团资产证券化率水平仍然较低，根据 2017 年各军工集团数据，从总资产和净资产口径来看，军工集团资产证券化率平均水平约为 40.5%和 42.4%，其中，中航工业证券化率最高超过 60%，航天科工和航天科技证券化率则垫底在 20%附近；从总收入和净利润口径来看，平均水平为 32.8%和 46.9%，其中，中航工业和中国航发证券化率最高接近 60%，航天科技则最低低于 20%。根据军工集团公布的证券化目标，仍有很长的路要走，军

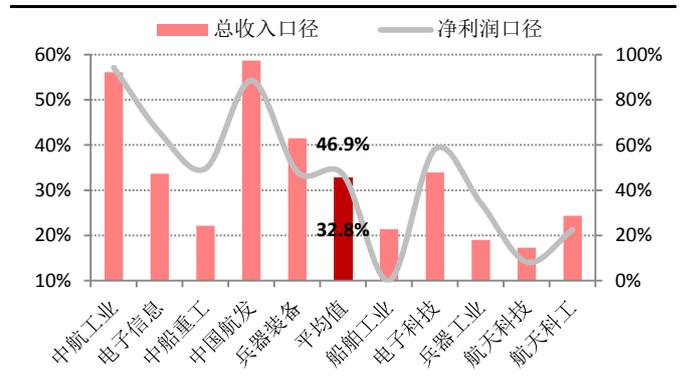
工集团旗下还有很多优质核心军品资产未完成证券化，预计十三五后半段军工资产证券化节奏将继续加速。

图表 37: 2017 年军工集团资产证券化率 (总资产和净资产)



数据来源: Wind、华融证券整理

图表 38: 2017 年军工集团资产证券化率 (总收入和净利润)



数据来源: Wind、华融证券整理

从军工股票投资的角度，军品业务占比越高的公司意味着军工属性越强，也就更能直接受益于军工产业快速发展而加速成长。通过梳理军工集团旗下的上市公司，具有相当规模军工业务的共有 33 家。其中，航空板块的标的最多，中航工业旗下 8 大主机厂仅剩成飞集团和贵飞公司未启动证券化，其他已经全部注入到中航飞机、中航沈飞、洪都航空、中直股份；核心机电和航电机载系统企业类大部分资产、以及其他通用型军工配套资产均已完成证券化；航空发动机，主机仅剩东安发动机、兰翔机械未启动证券化，其余主机以及配套也大部分完成上市。航天板块，两大航天集团旗下核心导弹防务以及核心配套资产未启动证券化，其中二院是我国最大的空天防御导弹研制生产单位，二院作为航天长峰第一大股东合计持股 34.16%，存在资产运作的可能。电子板块，以民品业务居多，诸如军用雷达等大部分核心电子装备及配套业务未启动证券化。兵器板块证券化水平不高，其中兵器工业旗下的北方车辆、江麓机电、重庆铁马、哈尔滨一机、北方重工等装甲车辆及火炮资产，以及其它精确制导武器、光电信息及电子信息配套资产均未启动证券化；兵器装备集团旗下军工业务占比较低，旗下军用车辆、轻武器等绝大部分军工资产都未开启证券化。船舶板块，具备核心军工资产的上市公司最少，中船重工集团旗下大连船舶重工、武昌船舶重工、渤海船舶重工（重大装备总装业务除外）、山海关船舶重工、青岛北海船舶重工等主要船厂已经注入中国重工，以及主要舰船动力类企事业资产已经注入中国动力，除动力板块 5 家研究所外的 23 家研究所的证券化才刚起步；船舶工业集团旗下拥有中船防务 A+H 上市平台，包含广船国际、黄埔文冲、龙穴造船主要船厂，剩下的江南造船集团和沪东中华集团未启动证券化。

从营业收入规模来看，主要的军工资产上市公司体量都较小，2017 年营收规模在 8~388 亿元之间，总市值规模在 32~956 亿元之间，并且呈现核心主机厂 > 核心配套 > 通用配套的特点，意味着军工属性越强，对应的投资价值越高。

图表 39: 军工集团旗下主要军工资产证券化情况及对应的上市公司

军工集团		主要军工资产	证券化情况及上市公司	营收规模 (亿元)	总市值 (亿元)
航空	中航工业 (8 大主机厂)	西飞集团 (172 厂)、陕飞集团 (182 厂)	中航飞机 (000768.SZ)	311	370
		沈飞集团 (112 厂)	中航沈飞 (600760.SH)	195	408
		洪都集团 (320 厂) 飞机业务, 空面导弹资产拟通过置换注入	洪都航空 (600316.SH)	25	72
		昌飞集团 (372 厂)、哈飞集团 (122 厂)	中直股份 (600038.SH)	120	225
		成飞集团 (132 厂)、贵飞公司军工资产	未启动证券化	-	-
	中航工业 (配套)	机电企业类大部分资产: 安庆集团 (114 厂)、郑飞装备 (124 厂)、泛华仪表 (205 厂)、贵州风雷、陕航电气、新航集团、枫阳液压、中航精机、贵航机电、凌峰航空液压、三江机械、川西机器	中航机电 (002013.SZ)	92	237
		航电企业类大部分资产: 上航电器 (118 厂)、凯天电子 (161 厂)、苏州长风 (171 厂)、宝成仪表 (212 厂)、太航仪表 (221 厂)、青云仪表 (232 厂)、兰州飞控 (320 厂)、东方仪表 (531 厂)、千山航电 (3327 厂)、兰航机电	中航电子 (600372.SH)	70	239
		锻铸、液压等加工企业类资产: 宏远锻造 (148 厂)、安大锻造 (3007 厂)、力源液压、永红机械、中航特材、世新燃机	中航重机 (600765.SH)	57	58
		航空复合材料: 中航复合材料、百慕新材, 南通机床	中航高科 (600862.SH)	30	80
		电连接器等军工通用配套, 158 厂: 沈阳兴华 (117 厂)、翔通光电、海信光电、富士达	中航光电 (002179.SZ)	64	268
	航发 (主机厂)	军工通用配套业务, 101 厂	中航电测 (300114.SZ)	12	44
		黎明发动机 (410 厂)、黎阳航空动力 (460 厂)、西航集团 (430 厂)、南方集团 (331 厂)	航发动力 (600893.SH)	226	486
		成发集团 (420 厂)	航发科技 (600391.SH)	23	37
	航发 (配套)	东安发动机 (120 厂)、兰翔机械 (370 厂)	未启动证券化	-	-
	航天	航天科工 (个别非核心、配套)	航空发动机控制板块: 西安动力控制 (113 厂)、贵州红林动控、北京动控、长春液压控制	航发控制 (000738.SZ)	26
原航天二院旗下从事射频仿真、电子战模拟业务的南京长峰			航天发展 (000547.SZ)	23	111
航天十院旗下从事电连接器、继电器、电机业务的原朝阳厂、朝晖厂、林泉厂			航天电器 (002025.SZ)	26	92
集团直属从事防空产品, 沈阳航天新乐、沈阳航天新星机电			航天通信 (600677.SH)	102	48
航天科技		二院是我国最大的空天防御导弹研制生产单位, 核心导弹资产尚未启动证券化, 但二院是航天长峰的第一大股东合计持股 34.16%, 存在资产运作的可能	航天长峰 (600855.SH)	15	32
		航天五院旗下从事小卫星和卫星地面应用产品研制, 航天东方红卫星、航天恒信科技 (503 所)	中国卫星 (600118.SH)	74	199
电子	电子科技 (部分非核心、配套)	航天九院旗下航天电子测控、对抗、制导、电子元器件部分企事业单位	航天电子 (600879.SH)	131	150
		航天十院旗下彩虹系列无人机资产	航天彩虹 (002389.SZ)	14	118
		14 所旗下空管雷达、气象雷达等军民两用雷达, 部分微波电路、电源配套	国睿科技 (600562.SH)	12	82
		38 所旗下空管雷达、气象雷达等军民两用雷达、及相关雷达配套、微波组件、电源	四创电子 (600990.SH)	51	55
	电子信息	10 所旗下时间频率、北斗卫星应用业务, 2018 年 9 月 3 日 IPO	天奥电子 (002935.SZ)	8	47
		30 所旗下部分信息安全业务	卫士通 (002268.SZ)	21	149
		湘计海盾、中原电子、圣非凡等军用计算机、水声探测、水声通信、无线电通信类资产	中国长城 (000066.SZ)	95	144
兵器	兵器工业	原军工电子 083 基地旗下高新电子元器件配套	振华科技 (000733.SZ)	80	57
		集团旗下中电熊猫、中电锦江、长海发展等军工资产 (电子领域大部分核心电子装备及配套)	未启动证券化	-	-
		装甲车辆资产	内蒙一机 (600967.SH)	120	175
		反坦克导弹发射车及部分光电配套资产	光电股份 (600184.SH)	19	51
		豫西工业集团、山东工业集团、东北工业集团旗下从事弹药业务的北方红阳、北方红宇、北方向东、北方滨海、江机特种资产	中兵红箭 (000519.SZ)	48	88
远程压制、航空稳瞄、武器火控、制导控制等精确制导武器配套资产, 是首家实施军工资产整体上市的企业	北方导航 (600435.SH)	20	109		
北方车辆、江麓机电、重庆铁马、哈尔滨一机、北方重工等装甲车辆及火炮资产, 以及其它精确制导武器、光电信息及电子信息配套资产	未启动证券化	-	-		

	兵器装备	集团旗下军工业务占比较低，并且旗下军用车辆、轻武器等绝大部分军工资产	未启动证券化	-	-
船舶	中船重工	大连船舶重工、武昌船舶重工、渤海船舶重工（重大装备总装业务除外）、 山海关船舶重工、青岛北海船舶重工等主要船厂	中国重工（601989.SH）	388	956
		主要舰船动力类企事业单位经营性资产	中国动力（600482.SH）	231	379
	船舶工业	除动力板块5家研究所外的23家研究所	证券化刚起步	-	-
	船舶工业	广船国际、黄埔文冲、龙穴造船	中船防务（600685.SH、 0317.HK）	223	106
		江南造船集团、沪东中华集团	未启动证券化	-	-

数据来源：Wind、华融证券整理，注：营收规模为2017年上市公司数值、总市值为截至2018年12月26日数据

2.2.2、释放军工资产证券化节奏加快的信号

过去几年军工资产重组节奏变慢，由于军改涉及军队领导体制改革，影响范围较广，也会影响军工资产证券化节奏，随着军改影响消除，加上相关利好政策的助推，通过跟踪研究发现，2018年以来军工资产运作的频率增加明显，释放出军工资产证券化节奏继续加快的信号。

图表 40：近两年以来军工集团资产证券化情况统计

公告时间	公司简称	军工集团	事件	进度
2017.08.01	中航机电	中航工业	拟发行不超过21亿元可转债，收购新航工业和宜宾三江100%股权，以及投资航空项目等	已完成
2017.08.01	杰赛科技	电子科技	定增收购资产并募集配套获得证监会批文，募集配套资金不超过4795.71万股；拟向54所、中华通信等收购远东通信100%、中网华通57.74%、华通天畅100%、电科导航100%、东盟导航70%股权	资产注入已完成，募集配套未完成
2017.08.12	成飞集成	中航工业	定增获得证监会批文，拟投资中航锂电（洛阳）产业园建设项目三期工程与补充流动资金，仅中航工业认购，实际募集资金4亿元（23%）	已完成
2017.09.15	中国海防	中船重工	向船舶重工集团发行股份购买资产获得证监会批文	已完成
2017.11.17	中航沈飞	中航工业	向中航工业和中国华融发行股份购买资产并募集配套资金获得证监会批文，募集配套不超过16.68亿元	已完成
2017.11.20	航天彩虹	航天科技	向航天空气动力技术研究院、天津海泰、航天投资、保利科技发行股份购买资产获得证监会批文	已完成
2018.02.27	中船防务	船舶工业	定增预案，拟发行股份收购广船国际23.58%和黄埔文冲30.98%股权，交易完成后，广船国际和黄埔文冲将成为公司全资子公司；2月13日，公司与交易对方签署《框架协议》	董事会预案
2018.02.27	中国船舶	船舶工业	定增预案，拟发行股份购买外高桥造船36.27%股权和中船澄西12.09%股权，交易完成后，外高桥造船将成为公司全资子公司，公司对中船澄西的持股比例将提高；2月2日，公司与交易对方签署《框架协议》	董事会预案
2018.05.15	康拓红外	航天科技	定增预案，拟发行股份及支付现金的方式向502所购买轩宇空间和轩宇智能100%股权，募集配套资金不超过7.9397亿元	董事会预案，获得财政部批复
2018.05.15	华东电脑	电子科技	电子科技正在筹划拟由公司发行股份收购电子科技旗下信息服务相关业务资产，交易对手为电子科技及下属单位；8月11日公告中止	
2018.06.09	中航电子	中航工业	公司股东航电系统拟与机电系统公司整合，组建航空机载系统公司	
2018.06.13	中国动力	中船重工	公司拟以现金收购中船重工持有重庆齿轮箱51.94%股权、陕柴重工64.71%股权	通过股东大会审议
2018.09.15	中国海防	中船重工	定增预案，拟向中船重工集团、715所、716所、726所、杰瑞集团、中船投资、国风投、泰兴永志购买海声科技、辽海装备和杰瑞控股100%股权，杰瑞电子54.08%股权、青岛杰瑞62.48%、中船永志49%股权，募集配套资金不超过32亿元	董事会预案

2018.10.12	中航科工	中航工业	公司与航空工业、天津保税签署股权转让协议，拟以现金、公司股份或其他支付方式收购中航直升机 100% 股权。	
2018.10.20	中船防务	船舶工业	拟以现金收购中船集团与华联船舶合计持有的文冲船坞 100% 股权	董事会审议通过
2018.11.05	国睿科技	电子科技	定增预案，拟发行股份购买国睿防务 100%、国睿信维 95%、国睿安泰信 59% 股份，募集配套资金不超过 6 亿元	董事会预案
2018.11.15	洪都航空	中航工业	拟将部分零部件制造业务及资产与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换，置入资产与置出资产的差额由一方向另一方以现金补足	拟置换资产的审计和评估报告尚未完成
2018.12.01	航天发展	航天科工	购买资产并募集配套资金获得证监会批文，募集配套不超过 8 亿元；收购锐安科技 43.34% 股权、壹进制 100% 股权和航天开元 100% 股权，合计作价 14.5 亿元	资产注入已完成，募集配套未完成

数据来源：Wind、华融证券整理

2.2.3、政策放松将助推军工产业并购重组提速

从政策层面来看，2018 年并购重组的鼓励政策密集出台，证监会多次强调鼓励和支持上市公司依托并购重组做优做大做强，其中，主要的利好政策包括：

(1) 简政放权，并购重组审核效率提升

相关政策包括推出“小额快速”审核机制和新增分道制豁免/快速通道产业政策，均利好军工行业，军工产业并购重组有望提速。

2018 年 10 月 8 日证监会公告，正式推出“小额快速”并购重组审核机制，近年来证监会通过大幅取消和简化行政许可，90% 以上的并购重组交易目前已无需证监会审核，有效激活市场活力。针对不构成重大资产重组的小额交易，推出“小额快速”并购重组审核机制，直接由上市公司并购重组审核委员会审议，简化行政许可，压缩审核时间。这一政策适用于小额快速的发行股份收购资产的项目，证监会受理后直接提交并购重组委审议，意味着常规审核流程中的“预审-反馈-沟通”环节全部取消，提高审核效率。2018 年 10 月 19 日，证监会公布新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型，包括高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、电力装备、新一代信息技术、新材料、环保、新能源、生物产业、以及其他亟需加快整合、转型升级的产业。其中，航空航天和海洋工程装备领域的军工板块获得政策支持利好。

(2) 试点定向可转债作为并购重组支付工具

2018 年 11 月 1 日，证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，明确“允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式”，积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。上市公司在并购重组中定向可转债作为支付工具，有利于增加并购交易谈判弹性，为交易提供更为灵活的利益博弈机制，有利于有效缓解上市公司现金压力及大股东股权稀释风险，丰富并购重组融资渠道。目前，已经有中航机电、中航光电、中航电子、航天信息等军工上市公司完成可转债发行，其中中航机电通过发行

可转债支付购买资产，中国动力已经发布发行可转债支付购买资产预案。

(3) IPO 被否重组上市间隔期缩短

2018 年 10 月 20 日，证监会指出将 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月，这一政策或将激活“壳”价值。自 2016 年修订《上市公司重组管理办法》后，借壳上市被严控，借壳上市的企业数量也随之锐减。本次重新修订规则，IPO 被否企业借壳上市间隔缩短，有望降低 IPO 被否企业借力资本市场融资的制度成本和上市时间成本。壳资源活跃一定程度也能增加整体市场的活跃度。

(4) 募投资金允许用于补充流动资金和偿还债务

2016 年 6 月，证监会发文对发行股份购买资产募集配套资金进行严格限制，规定所募集资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。然而，2018 年 10 月，证监会突然放松管制，为了缓解上市公司资金压力，允许上市公司可以将募投资金用于补充流动资金和偿还债务，以满足企业后续产能整合、优化资本结构等切实诉求。

2.3、投资主线三：军工改革步入落地阶段

2.3.1、军工混改进入实质落地阶段

混合所有制改革，主要是指国企引入其他国有、集体、民间、管理层和员工等各类资本以实现股权多元化，激发企业活力、规范公司治理。顶层设计上，2015 年 9 月 13 日，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，规划了未来 5 年国企改革的目标和举措，随后又密集发布多份相关文件，中央明确提出混合所有制改革是国企改革的重要突破口。国企混改的推进遵循分类分层、试点先行，推动电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工七大垄断领域，东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶 6 家企业为试点，体现高层对推进混改的态度和决心。2017 年 3 月发改委启动了第二批 10 家试点混改企业工作；2017 年 11 月发改委表示已经选定 31 家国企进行第三批试点混改，以将更多民间资本引入国企；2018 年 10 月发改委已经批复第三批试点混改中 8 家央企子公司试点，各地已批复 15 家地方国企试点方案。2017 年 8 月 21 日，中国联通公布混改方案，通过定增、股权转让和股权激励等方式改变股权结构，引进包括 BATJ 和中国人寿等在内的多位战略投资者，其持股比例超过 35%，混改已经进入关键实施阶段。

目前国企混改已经开展到第三批试点，共涉及企业 50 家，其中，军工是混改试点示范七大垄断的重点领域之一，企业数量占比达 40%，前两批 19 家央企试点正在逐步落地，超过三成试点企业已经有混改实质工作进展，预计其他企业也正在加快落实试点方案。国务院明确提出“国防军工等特殊产业从事战

略武器装备科研生产、关系国家战略安全和涉及国家核心机密的核心军工能力领域，实行国有独资或绝对控股。其他军工领域，分类逐步放宽市场准入，建立竞争性采购体制机制，支持非国有企业参与武器装备科研生产、维修服务和竞争性采购”。我们认为军工混改目前主要会集中在纯民品和竞争性强的领域，并且主要在集团旗下的二级或以下企业实行，军工集团层面直接进行混改短期可能性较低。

军工混改推进的措施主要包括：通过科研院所改制，将优质资产证券化、对核心技术骨干及管理层实施员工持股与股权激励计划，增加企业活力和创造动力、通过定增或大股东股权转让等方式引入多元资本，鼓励民参军等等。2018年以来已经有多家军工央企上市公司推动了混改实质工作，其中，已经实施股权激励的标的较多，主要包括：

中航沈飞 已经对公司高管及核心管理和技术骨干合计 80 人实施了股权激励计划，成为核心主机厂中的首例代表。授予价格 22.53 元/股，授予股份占公司总股本的 0.227%。有效期 5 年，包括禁售期 2 年和解锁期 3 年。

中航光电 已经向包括公司中高层高管、核心技术（业务）人员及子公司高管与核心骨干合计 266 人实施股票激励计划。授予价格 28.19 元/股，授予股份占总股本的 0.996%。有效期 5 年，包括禁售期 2 年和解锁期 3 年。

中航电测 已经向包括公司部分董事、中高层管理及子公司高管、核心技术、管理、营销和技能骨干合计 202 人实施股权激励计划，授予价格 7.28 元/股（复权），授予股份占比总股本的 2.71%。有效期 6 年，包括禁售期 2 年和解锁期 3 年。

振华科技 发布向包括公司及控股子公司的部分董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员、核心销售人员、核心技能人员共计 417 人的股票期权激励计划，授予价格 11.92 元/股，授予股份占比总股本的 2%。有效期 5 年，自授予日起 2 年内标的股票等待期，等待期满后分三年按 4:3:3 比例行权。

另外，科研院所改制的进度低于预期，截至目前仅有兵装 58 所改制获得批复。2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部分批复原则上同意兵器装备自动化（58 所）所改制为企业；5 月 22 日，媒体披露近期还将有多家科研院所改制单位获批，截至目前仍没有最新进展，首批 41 家军工科研院所改制名单目前仅有 58 所 1 家获得批复，进度低于预期。分析其中主要原因，在于科研院所改制面临包括社保、土地、经费、税收政策等众多棘手问题，涉及众多利益之间博弈，需要中央政府、地方政府和企业共同分担改制成本，目前没有可参照的案例，仍在缓慢推进中。积极消息方面，10 月 18 日航天科技第一研究院发布全面深化改革总体方案中提到，2020 年前结合事业单位制，实现全院公司化运营，建立健全的中国特色现代化国有企业制度，2021~2025 年在事业单位改制全部完成、理顺产权关系等基础上，提升运营质量，加快证券化。意味着 2019~2020 年间集团科研院所改制工作将会有实质性进展，预计 2020 年前后

或将出现较多的院所改制实质落地案例。投资建议方面，从业绩弹性和市场化程度两个维度重点关注电子和航天板块集团旗下核心科研院所资产改制后证券化带来的投资机会。

图表 41：军工集团混改推进计划与目标及实施进展

军工集团	混改推进计划与目标	实质进展
中航工业	2017年7月，集团印发《中长期激励暂行办法》，对于上市公司大力推进限制性股票、股票期权等股权激励，促进上市公司业绩持续增长，提高股东回报率；对于国有科技型企业，推进分红激励，稳妥开展股权激励； 2018年5月，集团领导表示，到2020年集团将实现军民融合收入占比达70%、军品一般制造能力社会化配套率达70%、集团资产证券化率达70%	中航沈飞、中航光电、中航电测实施股权激励
航天科技	2017年3月，集团领导张建恒表示，将遵循先试点、后推开原则，主要尝试民用领域，或非总体单位、型号的业务单位中尝试混改。集团将把股份制改造和上市作为实现混合所有制的重要方式，包括独立IPO、分板块注入旗下上市公司等	航天电子，704、772所部分资产定增注入；中国卫星，503所主体配股并收购资产
兵器工业	2017年1月，集团印发《指导意见》，推动集团混改工作，完善现代企业制度，健全法人治理结构，促进企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资本保值增值、各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展	
兵器装备	2017年1月，集团已经制订混改试点初步方案，确定4家试点单位，在长安汽车推行中高管持股试点，为下一步推行股权激励和核心员工持股积累经验；同时，开展军工资产证券化的研究和论证，探索实施汽车产业股权激励计划	兵器装备自动化研究所(58所)改制为企业方案获批
电子科技	集团明确二级及以下企业层面推进混改，通过引进战略投资者、社会资本、员工持股、股权置换、交叉持股、股权转让等形式探索发展混合所有制；同时，提出明确目标：资产证券化率达到35%，实现外部权益性融资超过100亿元，再次强调推进核心业务资产专业化重组和市场化运作	振华科技发布股票期权激励计划；集团已经选择条件成熟的二级单位仪器仪表公司申请纳入第三批混改试点；杰赛科技，34、50、54所下属民品企业定增注入；国睿科技，14所两个事业部借壳定增注入
船舶工业	2017年7月，集团颁布首个较为全面的中长期激励制度文件《中长期激励暂行办法》，针对旗下上市公司、非上市公司和国有科技型企业分别提出对应股票期权、项目分红和岗位分红的中长期激励计划	中国动力，703、704、709、711、712所部分经营性资产剥离成立企业后定增注入
中核集团	2018年11月，集团领导表示资产证券化是国企改革的重要内容，也是下一步混改的重要内容，中国核建、原子能公司是混改试点单位，下一步加快资产证券化步伐、加快混改力度，激发企业活力，真正让市场配置资源，集团资产证券化的目标为达到约80%	

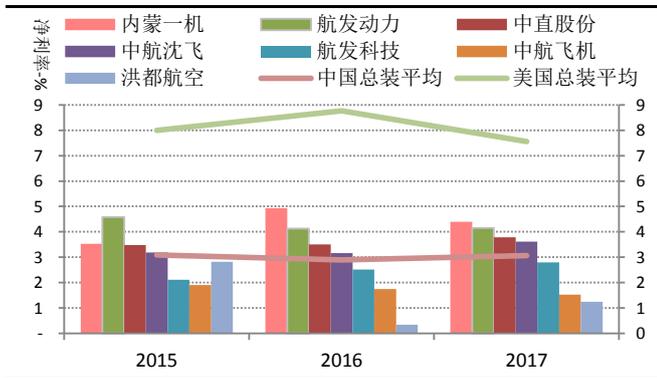
数据来源：Wind、互联网、华融证券整理

2.3.2、军品定价机制改革或进入政策落地阶段

军队政策制度调整是国防和军队改革的重要任务，而军品采购与定价政策又是军队政策制度调整的重要内容之一，实际来看传统的成本加成定价机制制约我国军队装备采购效益，尤其是直接影响军工主机厂的盈利能力。由于成本加成定价机制存在5%利润率上限的限制，我国军工总装类企业盈利能力水平相对偏低，我们选取了波音、洛克希德马丁、通用动力、雷神、诺斯罗普5家美国总装类上市公司作为可比公司进行比较，我国7家总装类上市公司的平均净利率约为3%，低于美国总装平均净利率8%，其中内蒙一机和航发动力净利率居前均超过了4%，中航飞机和洪都航空垫底仅在1%以上。从净资产收益率水平来看，我国军工总装类上市公司平均ROE约为5%，远低于美国的418%，其中中航沈飞、内蒙一机、中直股份ROE水平居前超过了6%。市场对军品定

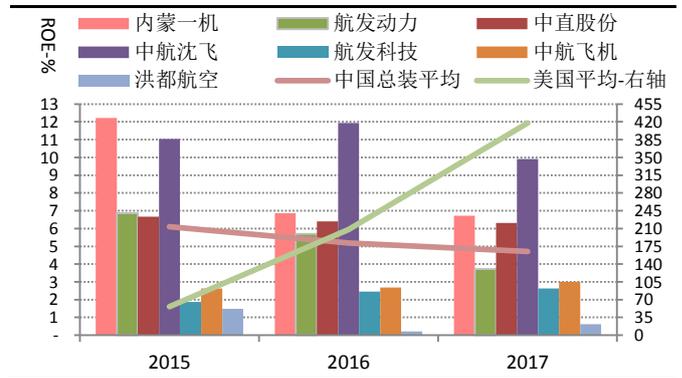
价机制改革突破 5% 利润率上限预期较高，由此带来军工总装类上市公司的盈利弹性空间也较大。

图表 42：我国军工总装类企业净利率水平较低



数据来源：Wind、华融证券整理

图表 43：我国军工总装类企业 ROE 水平偏低

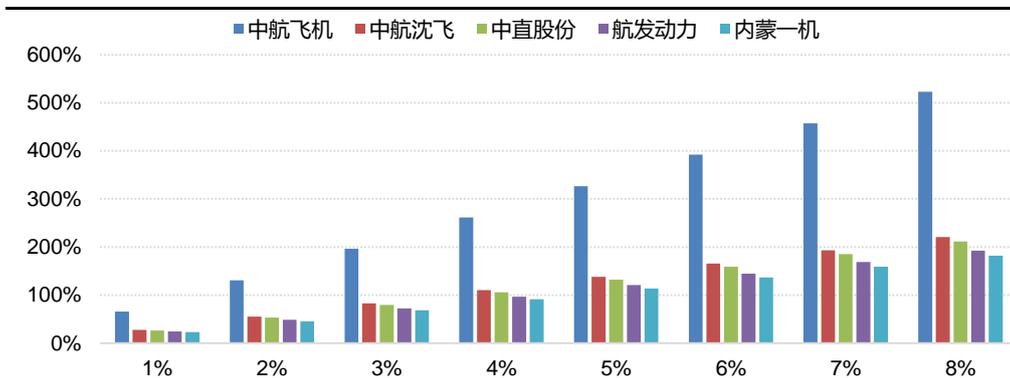


数据来源：Wind、华融证券整理

2013 年总装备部发布《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南》，对军品定价引入目标价格管理机制，通过激励约束手段鼓励军工企业控制军品成本，按照激励上限为 5% 目标成本，未来单一来源采购方式的军品理论利润率上限将提升至 10%，利好单一来源产品供应主机厂。

我们选取 5 家主机厂做净利率对 PE (18E) 估值敏感性分析，采取 Wind 一致预期 2018E 的盈利预测，假设净利率从 0%~8% 按 1% 步长增加分别计算，得到对应 2018E 市盈率 PE 估值的变化幅度。从下图计算结果来看，中航飞机的估值受净利率增加而变化的幅度最大，当净利率增加 8% 至 9.53% 时，对应 2018 年 PE 估值为 10.8 倍，与当前 PE (2018E) 存在 5.23 倍的弹性空间；而当净利率仅增加 1% 时，中航飞机对应 PE (2018E) 存在 65.36% 的弹性空间，中航沈飞、中直股份、航发动力和内蒙一机的估值则依次分别对应 27.62%、26.46%、24.10% 和 22.73% 的弹性空间，因此可以简单得到五家主机厂对净利率变化对敏感度依次为中航飞机、中航沈飞、中直股份、航发动力和内蒙一机。

图表 44：五家主机厂净利率对 2018E 市盈率估值弹性敏感性分析



数据来源：Wind、华融证券整理

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将装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革要取得突破列为2018年工作要点。预计军品定价机制改革将在2019年逐步从政策落地到取得突破性进展，装备目标价格管理是改革的方向，其中利润率较低的总装类企业最为受益。当然，也要注意，由于定价机制改革引入激励约束的前提是实施目标价格论证和过程成本监控，而这又依赖于完善的法规和武器装备定价标准体系，装备采办和价格审核系统从建立到完善需要一定时间和过程，定价机制改革的核心在于降低采购成本，提高装备采购效益和企业整体盈利水平。

2.3.3、军民融合是国家战略，稳步推进政策落地实施

军民融合是指国防军工建设与社会经济发展体系的全面融合，涉及经济、科技、教育、人才等领域，国防科技工业领域是军民融合的主战场，打破原来封闭体制，建立军民深度融合新格局是我国国防科技工业改革和发展的方向。2015年两会，将军民融合提升至国家战略，随后政策和改革措施稳步推进，已经进入实质落地阶段。

2016年7月21日，中共中央、国务院、中央军委联合印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》成为军民融合纲领性文件，标志军民融合政策启动落地实施。

2017年1月22日，中共中央政治局会议决定设立“中央军民融合发展委员会”，成为推动军民融合政策的最高领导机构。

2018年3月2日，习总书记主持召开十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议，强调“坚定实施军民融合发展战略，形成军民融合深度发展格局，构建一体化的国家战略体系和能力，开创新时代军民融合深度发展新局面”，审议通过《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。

2018年10月15日，习总书记主持召开十九届中央军民融合发展委员会第二次会议，审议通过《关于加强军民融合发展法制建设的意见》，强调“强化责任担当，狠抓贯彻落实，提高法制化水平，深化体制改革，推动科技协同创新，加快推动军民融合深度发展”，会议强调“完善法律制度，推进军民融合领域立法，尽快实现重点领域立法全覆盖”，会议指出“加快职能转变，降低准入门槛，优化付款、退税、资质办理流程，降低制度性成本，释放社会生产力。营造公平环境，推行竞争性采购，引导国有军工企业有序开放，提高民口民营企业参与竞争的比例”，强调“战略性重大工程是推动科技创新的有效途径，着力突破关键核心技术，立足最复杂、最困难的情况，以工程建设为牵引，集中优势力量协同攻关，扩大国产技术和产品规模化应用，立足国产产品开展研制，在使用中不断迭代优化，进而带动国家整体创新实力提升”。

2018年12月27日，国防科工局和装备发展部联合印发2018年新版武器

装备科研生产许可目录，再次大幅降低军品市场准入门槛，新版目录包括导弹武器与运载火箭等 7 大类共 285 项，较 2015 年版本减少了 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，大范围取消设备级、部件级项目，取消军事电子一般整机装备和电子元器件项目，取消武器装备专用机电设备类、材料及制品类和重大工程管理类的许可。大幅度降低准入门槛，鼓励民营企业参与军品竞争，推动民营企业创新创造活力，推动军民融合深度发展。军民融合政策进入落地实施实质阶段。

我们认为，军民融合是国家战略，是我国国防工业与国家科技工业实现技术升级自主可控、结构转型、快速发展的必经之路，相关政策和改革措施已经进入落地实施阶段，短期来看，拥有市场化生产经营制度和核心技术优势的军转民企业将率先受益；同时，具备自主可控核心技术优势，并且拥有持续研发和稳定配套生产能力的民参军企业也将受益于军民融合背景下准入门槛、税收等政策放松的政策红利，以及国防装备建设加快带来武器装备采购稳定增长的发展红利，随着军民融合政策深度推进，制度性成本的影响逐渐消除后，民参军企业的竞争和创新活力将得到充分释放，更长远来看，优质灵活的民参军企业将获得更多的市场机会和更快速的业务发展。

三、投资建议与标的推荐

我们认为，当前军工行业投资主要有三大主线：军工基本面向好、资产证券化加速、军工改革步入落地实施。其中，军费作为基本面向好的核心支撑变量，仍存在较大增长空间并且将实现稳定增长、军改影响消除带动军品订单加速释放是军工业绩回暖的直接原因，未来两年军工基本面持续向好；资产证券化是我国军工行业的长期发展方向，政策放松助推军工产业并购重组加速，并已经释放军工资产证券化节奏加快信号；随着顶层设计相关政策步入落地实施阶段，军工混改、定价机制改革、军民融合等军工体制改革稳步推进，基本面向好叠加主题事件不断催化或将助推军工板块结构性行情延续。

投资建议方面，中长期看好军工行业景气向上，行业基本面向好确定性较强，行业估值处于历史中低水平，迎来较好的配置机会，内外部环境共同作用相对利好军工行业，维持行业“看好”评级。板块方面，建议重点关注业绩确定性较强和估值相对合理的航空装备产业链与相关主机厂，以及订单改善明显、估值存在较大预期差的相关核心配套企业的投资机会。重点推荐中直股份（600038）、中航光电（002179）等。

3.1、中直股份（600038.SH）：下游需求旺盛，新通用机型放量将成新增长点

公司前身为哈飞股份，成立于1999年，2000年上市，2013年资产重组收购昌飞零部件100%股权、惠阳公司100%股权、天津直升机公司100%股权、昌河航空100%股权、以及哈飞集团部分资产。公司是国内直升机制造业的龙头，产品覆盖了军用与民用直升机的全谱系，核心产品包括直8/18、直9/19、直11、直10、AC311、AC312、AC313、以及Y12运输机等型号直升机及零部件。未来随着新型10吨级通用直升机与7吨级AC352民用直升机的量产，公司产品线将更加丰富，将形成13吨级直8、新型10吨级通用直升机与7吨级AC352为拳头产品，一机多型、系列发展的良好格局。公司是中航工业直升机板块唯一上市平台，集团旗下还有哈飞集团和昌飞集团军用直升机总装资产以及中航直升机研究所（602所）等核心资产未证券化，未来存在注入可能。

2018年前三季度公司实现营业收入81.86亿元，同比增长4.93%；归母净利润3.06亿元，同比增长12.84%；扣非净利润2.98亿元，同比增长9.78%；基本每股收益0.51元，同比增长10.87%；毛利率和净利率分别为12.44%和3.65%，分别同比提升0.73和0.18个百分点。

军机需求旺盛，新通用机型放量将成为业绩增长新支撑 军改调整后陆军强调立体攻防，陆航部队扩编，规模扩大；海军舰船加速下水，海军陆战队升级军级单位并且扩编，舰载直升机等军用直升机需求旺盛。横向来看，我军直升机装备数量约为美国的1/7，现役仍以直9、直8和米171为主，有较大的更新替代需求。新型10吨级通用直升机不仅可以承担突击运输、战场通信等任务，还能改装成战场支援、反潜预警、应急救援等作战任务，填补了我国在该级别型号通用及重型直升机谱系空白，并且定型在即，批产之后将成为我军海陆空通用主力直升机，新通用机型放量后将成为公司业绩增长新的支撑。

民机市场空间广阔，公司竞争优势突出 国务院《关于促进民航业发展的若干意见》，明确大力发展通用航空产业，积极支持国产民机制造，提出到2020年我国通用航空器数量将达到5000架，较2016年存在一倍增长空间，民机市场空间广阔。我国民用直升机目前仍以进口为主，中航直升机公司是中航工业旗下唯一的通用航空制造商，市占率不到两位数。公司在国产民用直升机领域竞争优势突出，覆盖民用领域广、飞机谱系完整，各吨级产品具备国产进口替代能力，AC和运12系列产品在国内外屡获订单，民机市场需求增长也将对公司业绩形成有力支撑。

预计2018-2019年EPS分别为0.90、1.10元/股，当前股价对应PE为41.56、34.10倍，我们给予公司“推荐”评级。

风险提示：1、订单释放不及预期；2、新通用机型定型不及预期；3、通航民机发展不及预期；

3.2、中航光电 (002179.SZ): 军品龙头稳定增长, 民品静待新增长

公司前身为洛阳航空电器厂 (158 厂), 成立于 1970 年, 2007 年上市, 专业从事高可靠光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务, 以及提供系统互连技术解决方案。产品应用于航空、航天、船舶、兵器等军用领域, 通讯、新能源汽车、轨道交通等民用领域, 其中防务市场份额超过 40%, 新能源汽车市场份额第一, 是华为、中兴、三星和爱立信等通信设备巨头的核心供应商。公司经营管理能力出色、业绩长期稳健, 上市以来营收增长超过 9 倍、净利润增长超过 7 倍, 复合增速分别为 26%和 24%, 连续保持正增长。

2018 年前三季度公司实现营业收入 57.75 亿元, 同比增长 28.34%; 实现归母净利润 6.97 亿元, 同比增长 10.75%; 扣非净利润 6.78 亿元, 同比增长 13.9%; 毛利率和净利率分别为 32.06%和 12.80%, 分别同比下降 4.51 和 1.96 个百分点, 系民品业务收入占比增加了 5 个百分点, 而民品盈利能力低于军品。

军用连接器龙头, 受益于军品订单加速释放 公司是军用连接器龙头, 尤其在航空等部分领域占据绝对优势, 无论在产品门类、覆盖领域、市场份额各个方面, 公司都是军用连接器龙头, 随着未来两年军品订单加速释放, 公司将充分受益带动军品业绩稳定增长。

民品通讯领域, 5G 商用推动新的增长周期 近几年由于国内 4G 建设趋于饱和, 而海外通信市场高速增长使得公司通信业务表现稳定, 随着 2019 年国内 5G 试商用、2020 年全面商用, 未来几年将是基站等网络设备投资高峰, 5G 商用带动的市场空间远高于 4G。技术储备上公司 2016 年中标强基工程 56Gpbs 高速连接器项目是高速互连系统传输率最高的元器件, 国内首家拥有 56Gpbs 高速连接器的高速互连解决方案供应商, 产品上公司拥有光有源及光电设备和高速背板连接器等利器产品。5G 商用前期是公司通信业务开启新增长周期的关键时期, 预计未来两年公司通信业务将保持稳步增长。

民品新能源汽车领域, 公司具备先发与技术优势 公司是国内最早进入新能源汽车的连接公司, 产品以高压连接器为主, 具备较强的研发能力, 与比亚迪、北汽、奇瑞、江淮、宇通、中通、东风等国内主流车企深度合作。补贴政策收紧, 高能量密度成为趋势, 公司产品则直接受益, 可转债募投项目为新能源汽车产品的产能提供支撑。预计新能源汽车行业继续保持快速增长, 高压连接器单车价值更高, 随着公司新客户顺利拓展, 订单加速释放, 预计未来公司这块业务将保持稳定增长。

预计 2018-2019 年 EPS 分别为 1.15、1.32 元/股, 当前股价对应 PE 为 29.29、25.52 倍, 我们给予公司“推荐”评级。

风险提示: 1、军品业务不及预期; 2、通信等民品业务不及预期; 3、毛利率下滑风险;

图表 45: 重点公司盈利预测与估值情况

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)				评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	TTM	
600038.SH	*中直股份	220	37.36	0.77	0.90	1.10	60.23	41.56	34.10	44.92	推荐
002179.SZ	中航光电	266	33.68	1.05	1.15	1.32	37.74	29.29	25.52	29.83	推荐

数据来源: Wind、华融证券、截至 2018 年 12 月 28 日收盘, 中直股份数据为 Wind 一致预期

四、风险提示

- 1、宏观经济下行风险;
- 2、军品订单释放不及预期;
- 3、军工改革不及预期;
- 4、军费增速不及预期。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

陈周飞，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173

网址：www.hrsec.com.cn