

广发军工系列专题报告之九

军工行业国企改革有三大方向，2019年改革步伐有望加速

分析师：赵炳楠

分析师：刘芷君



SAC 执证号：S0260516070004



SAC 执证号：S0260514030001



010-59136613



021-60750802



zhaobingnan@gf.com.cn



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，赵炳楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 军工企业改革步伐有望加快，改革有三大方向

在改革深化、国防体系改革加快的大背景下，军工国企改革的步伐有望加快。我们梳理了近年来军工体系改革的相关政策，认为军工企业改革有三大方向：1、行业内进行企业战略性重组；2、自上而下的深入改革，提升经营效率；3、军工资产证券化。

● 船舶领域企业战略重组成为国资委工作重点，关注两船集团资产整合动态

2019年1月和3月，国资委主任肖亚庆先后两次表示，“加大结构调整力度，积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组”。造船领域的战略性重组符合国企改革方向和产业发展需求，有利于提升国内造船企业的综合实力，提升国际竞争力。关注中船重工集团和中船工业集团相关造船资产的战略性重组进展。

● 在采购和定价体制、资本运营、混改、科研院所转制等领域自上而下深入改革

采购和定价体制改革的正式落地，有望改善龙头企业的盈利能力；中航工业集团成为投资试点单位，意味着进一步简政放权，有利于资本运作和员工激励的落地；军工企业混改，企业融资方式和渠道多样化，股权激励有望加速推广；首批科研院所转制试点工作已启动，为后续军工科研院所转制全面推广和相关资产的资本运作奠定基础。

● 军工集团资产证券化率持续提升，有望进入加速阶段

从资产和利润口径来看，军工集团资产证券化率持续提升，但仍低于央企平均水平。2018年军工集团资产证券化项目数量出现拐点，考虑到目前估值、股价、市场预期均处于底部区间，市场条件适合做资产证券化，预计军工集团资产证券化步伐有望延续2018年加快的趋势。

● 投资建议

军工国企改革持续推进，资产证券化率逐步提升，通过战略性重组、资本运作、股权激励等多种改革方式有望提升军工企业的经营效率，改善军工企业的盈利能力，各军工集团下属上市公司有望充分受益。建议关注两条投资主线：1、通过改革有望持续改善盈利能力的公司，建议关注中直股份、内蒙一机、航发动力、中航沈飞、中航飞机；2、受益于集团战略性重组或相关领域资产整合的公司，建议关注中船防务、*ST船舶、中国海防、国睿科技、四创电子、中航电子、中航机电、航发控制。

● 风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

相关研究：

广发军工系列专题报告之八：部分公司存在商誉减值风险，综合看待并购对行业的影响

2019-02-15

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：李炼 021-60750604 gflilian@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中直股份	600038.SH	买入	人民币	44.85	-	0.89	1.05	50.39	42.55	22.62	19.43	6.79	7.40
内蒙一机	600967.SH	买入	人民币	11.41	-	0.39	0.46	29.26	24.80	35.13	22.13	7.67	8.45
航发动力	600893.SH	买入	人民币	25.56	-	0.50	0.58	51.43	43.77	15.75	13.64	4.13	4.63
中航机电	002013.SZ	买入	人民币	7.20	8.40	0.23	0.26	31.30	27.69	13.74	18.30	9.10	9.43
国睿科技	600562.SH	买入	人民币	16.92	-	0.17	0.23	99.53	73.57	104.86	69.12	5.45	7.07
中航沈飞	600760.SH	买入	人民币	31.90	38.43	0.53	0.61	60.19	52.30	22.14	23.43	9.45	9.77

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

军工企业改革的三大方向.....	5
国企改革持续推进，央企经营创历史最好水平.....	5
国企改革深化，军工企业改革有三大方向.....	6
方向一：行业层面进行企业间战略性重组.....	7
央企战略重组常态化，是国企改革重要趋势之一.....	7
军工集团的形成历经多轮战略性重组.....	8
造船领域战略性重组顺应国企改革方向和产业发展需求.....	9
关注两船集团相关动态.....	11
方向二：针对企业层面降本增效的改革.....	12
军品采购和价格改革落地，有望打开企业盈利空间.....	12
混合所有制改革：融资和股权激励有望全面推广.....	15
科研院所转制：军工科研院所转制有望提速.....	16
国有资本投资、运营公司拓展至军工领域.....	17
方向三：资产证券化.....	18
军工集团资产证券化率低于央企平均水平.....	18
军工集团资产证券化进程有望加速.....	20
军工集团资产证券化展现出新特点.....	22
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表索引

图 1: 中央企业营业收入及增速	6
图 2: 中央企业总利润及同比	6
图 3: 军工集团改革重组历程	8
图 4: 现代重工营收及净利润	9
图 5: 大宇造船营收及净利润	9
图 6: 中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况	10
图 7: 中船重工集团营收及同比	11
图 8: 中船重工集团净利润及同比	11
图 9: 中船工业集团营收及同比	12
图 10: 中船工业集团净利润及同比	12
图 11: 改革前装备采购职权集中	13
图 12: 改革前的价格体系军品价格测算方法	13
图 13: 改革后的采购体系方法展望	14
图 14: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望	14
图 15: 各集团资产证券化率（资产口径）	18
图 16: 各集团资产证券化率（利润口径）	19
图 17: 军工综合资产证券化率变化（A股市场）	19
图 18: 军工综合资产证券化率变化（全市场：A+H+海外）	19
图 19: 1993 年以来军工资产证券化项目数（个）	21
图 20: 中证军工 PE（静态）	21
图 21: 中证军工 PE（动态）	21
表 1: 国企改革“1+N”文件体系部分文件	5
表 2: 部分央企合并重组情况梳理	7
表 3: 军民融合相关政策整理	15
表 4: 已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司	16
表 5: 近三年军工科研院所改制相关政策	16
表 6: 国有资本投资公司运行模式	17
表 7: 国有资本投资公司相关配套政策	18
表 8: 各大军工集团关于推进资产证券化出台的相关媒体报道	20
表 9: 2018 年以来军工集团资产证券化动作	20

军工企业改革的三大方向

国企改革持续推进，央企经营创历史最好水平

国企改革“1+N”文件体系要求完备，目前处于深入推进贯彻落实阶段。国企改革是做强做大国有企业方针的重大战略步骤，有利于资本保值增值，有利于提高国有经济竞争力，有利于放大国有资本功能。国企改革已形成“1+N”文件体系，在国有资产监督、国企治理结构、混合所有制改革、薪酬体系等方面做出规定，目前正处于政策的深入贯彻执行阶段。

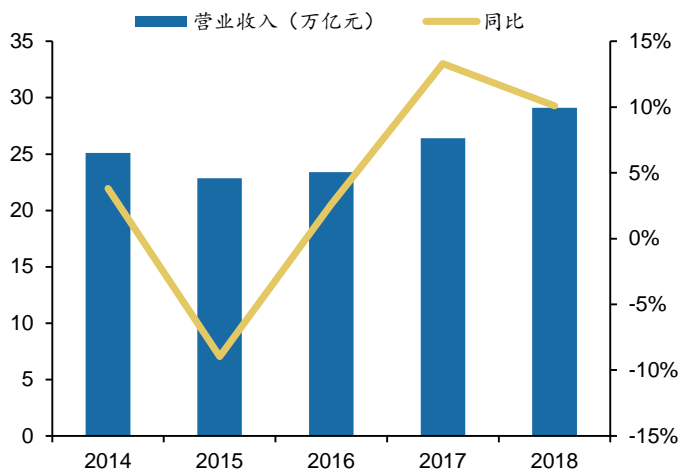
表 1：国企改革“1+N”文件体系部分文件

文件类型	文件名称	发布机构	发布时间
总体要求	《关于深化国有企业改革的指导意见》	中共中央、国务院	2015年8月
分类推进国有企业改革	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	国资委、财政部、发改委	2015年12月
	《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	国资委、财政部	2016年8月
完善现代企业制度	《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	国务院	2017年5月
	《关于开展市场化选聘和管理国有企业经营管理者试点工作的意见》	国资委	2016年12月
	《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》	中共中央、国务院	2014年8月
完善国有资产管理体制	《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》	中共中央	2014年9月
	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	国务院	2015年10月
发展混合所有制经济	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	国务院	2016年7月
	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	国务院	2015年9月
	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	发改委、财政部、人力资源社会保障部、国资委	2015年10月
强化监督防止国有资产流失	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	国资委、财政部、证监会	2016年8月
	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	国务院	2015年10月
	《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》	国务院	2016年8月
	《企业国有资产交易监督管理办法》	国资委、财政部	2016年6月
加强和改进党对国有企业的领导	《上市公司国有股权监督管理办法》	国资委、财政部	2018年5月
	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	中共中央	2015年9月
为国有企业改革创良好环境	《关于支持国有企业改革政策措施的梳理及相关意见》	发改委	2015年12月
	《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》	国务院	2016年3月

数据来源：国务院、国资委、发改委等部委官网，广发证券发展研究中心

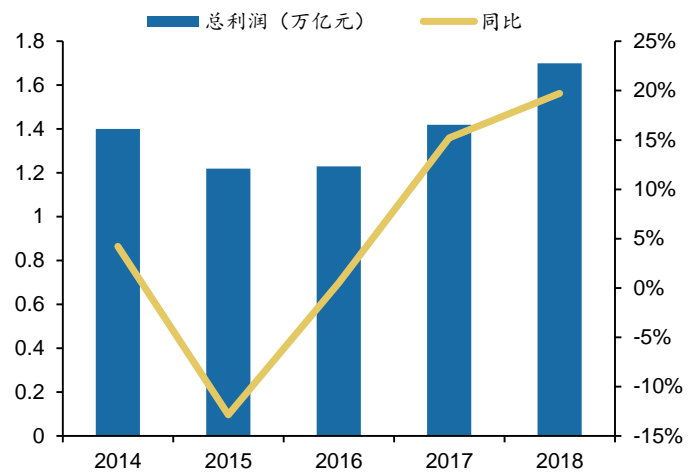
国企改革初显成效，中央企业经营创历史最好水平。2015年以来，随着国企改革持续推进，央企的经营结果得到改善。2018年，在宏观经济环境复杂、经济下行压力大的情况下，中央企业逆势增长，实现营收29.1万亿元、实现总利润1.7万亿元，创历史最好水平。

图 1：中央企业营业收入及增速



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图 2：中央企业总利润及同比



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

央企公司制改制全面完成，结构调整成效显著。央企积极推动改革，在公司制改革、结构调整、混改等方面取得显著成效：

- **公司制改革**：83家中央企业建立了规范的董事会，15035户中央企业所属的二、三级单位都建立了规范的董事会。
- **结构调整**：2018年完成了中核集团和中核建集团、武汉邮科院和电信科研院四家两对中央企业的重组，中央企业压减法人数量12829户，压减的比例达24.6%。
- **混改**：2018年，央企和地方企业新增了2880户混合所有制改革的企业。

国企改革深化，军工企业改革有三大方向

步入国企改革攻坚年，改革将持续深化。国务院国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会上表示，2019年是国企改革的攻坚年，重点有五大方面：

- 一是着力改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变。要出台2019年的监管清单，主要是明晰边界，理顺关系，下放权力。
- 二是着力推动国有资本投资运营公司的试点。
- 三是着力推进混合所有制改革和股权多元化。
- 四是着力推进董事会建设和经理层任期制的契约化。
- 五是着力多措并举，强化正向激励。

军工企业改革有三大方向。由于军工行业涉及国家安全，有较为严格的保密要求，在以往的数次国企改革浪潮中，军工企业多采用相对保守的改革方案改革进程相对

较慢。在深化国企改革、深化国防和军队改革的大背景下，军工企业改革的步伐有望加快。我们梳理了近年来军工体系改革的相关政策，认为军工企业改革有三大方向：

- 行业内进行企业战略性重组
- 自上而下的深入改革，提升经营效率
- 持续推进资本运作，提升资产证券化水平

方向一：行业层面进行企业间战略性重组

央企战略重组常态化，是国企改革重要趋势之一

央企战略重组常态化。自启动国企改革以来，中央企业重组已形成常态化，中央企业先后完成了20组38家集团的重组，中央企业数量从116家调整至96家。央企重组涉及粮油、航运、能源、装备制造、通信等多个领域，是国企改革的重要趋势之一。

表 2：部分央企合并重组情况梳理

合并或公告合并时间	合并之前	合并之后
2014年12月30日	中国北车、中国南车	新轨交装备集团
2015年5月29日	中国电力投资集团公司、国家核电技术有限公司	国家电力投资集团公司
2015年12月8日	中国冶金科工集团有限公司、中国五矿集团公司	中国五矿集团公司
2015年12月11日	中国远洋运输（集团）公司、中国海运（集团）总公司	中国远洋海运集团有限公司
2015年12月29日	中国外运长航集团、招商局集团	招商局集团
2016年1月25日	中国建筑材料集团公司、中国中材集团有限公司	中国建材集团有限公司
2016年6月26日	宝钢集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司	宝武集团
2016年7月11日	中国港中旅集团公司、中国国旅集团有限公司	中国港中旅集团公司
2016年7月15日	中粮集团有限公司、中国中纺集团有限公司	中粮集团有限公司
2016年11月23日	中储粮总公司、中储棉总公司	中储粮总公司
2017年3月20日	中国保利集团公司、中国轻工业品进出口总公司	中国保利集团
2017年6月29日	中国机械工业集团公司、中国恒天集团有限公司	中国机械工业集团
2017年8月28日	国家电力投资集团公司、神华集团	国家能源投资集团有限责任公司
2018年1月24日	中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司	中国核工业集团公司
2018年7月20日	武汉邮电科学研究院有限公司、电信科学技术研究院有限公司	中国信息通信科技集团

数据来源：以上集团官网、国资委网站，广发证券发展研究中心

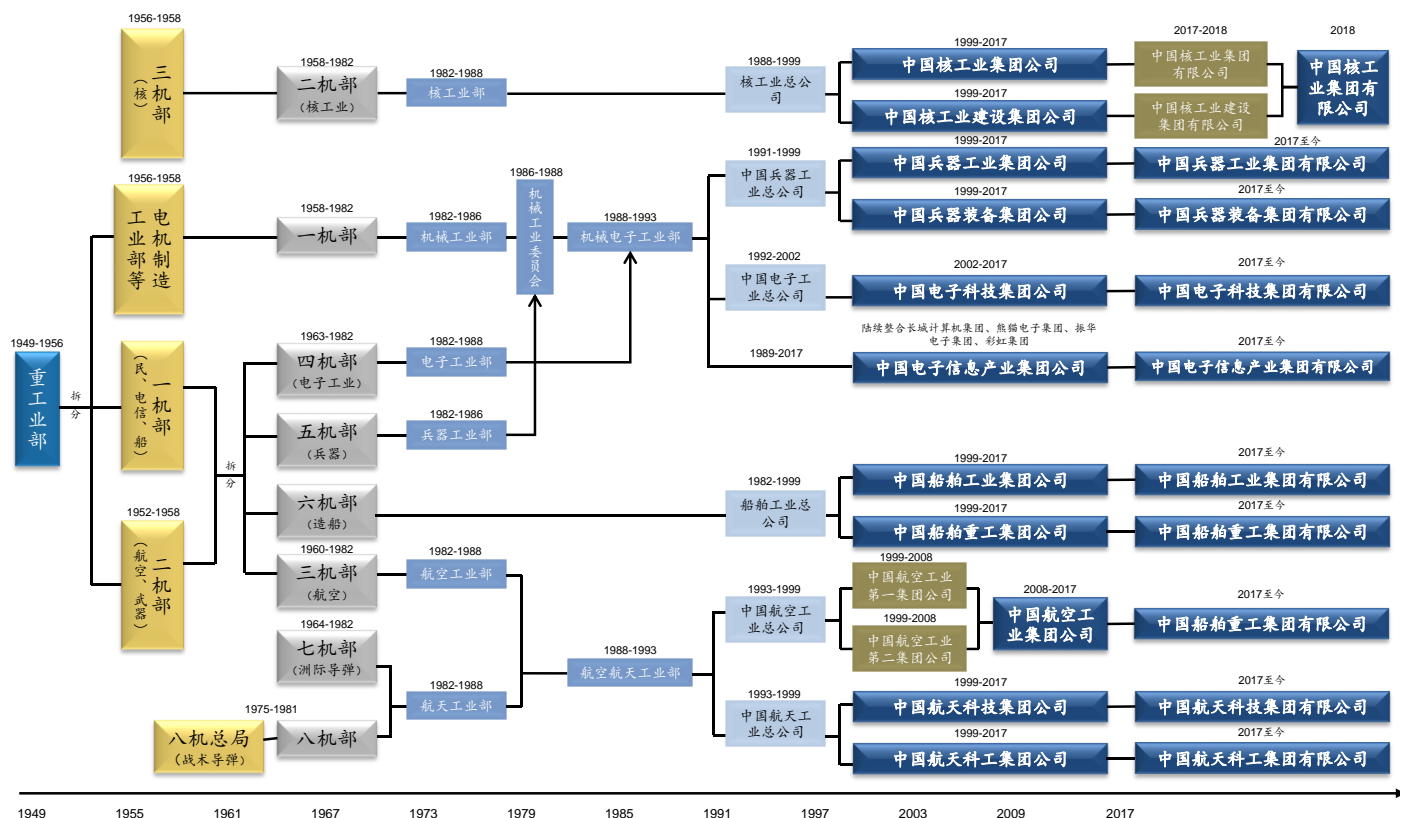
国企改革持续深入，加大专项整合，进一步推动央企战略性重组及融合。根据国新办网站消息，1月17日，国新办举行落实中央经济工作会议精神新闻发布会。国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示，将在三个重点方面继续深入推进国企改革：

- **加大专项整合：**对很多中央企业在主业发展的同时派生出具有战略性、前瞻性的产业将加大专业化整合，集中资源，做强做优。
- **进一步推进中央企业的战略性重组：**将央企战略性重组的经验推广。
- **加强重组整合后的融合：**更好地配置资源，实现重组整合优化产业的进一步发展，包括企业文化建设等，使其充分融合，真正实现“1+1>2”的效果。

军工集团的形成历经多轮战略性重组

军工集团的发展历程中经历多次战略性重组。军工集团是我国国防工业发展的阶段性成果之一，其形成可分为三个阶段，历经多次战略重组。

图 3：军工集团改革重组历程



数据来源：以上集团官网、天眼查，广发证券发展研究中心

第一阶段：军工科研生产单位实施企业化改革，成立六大总公司。军工科研生产单位开始进行企业化改革，将原来的航空航天工业部、机械电子工业部等部委改组成了六大军工总公司。这个阶段的军工总公司具有“政企不分”的特性，表现出极强的行政职能。

第二阶段：军工总公司改组为十二大集团公司。1999年7月，国务院、中央军委决定对军工五大总公司进行改组，逐步改组成为现在的十二大军工集团。十二大军工集团完全按企业方式运作，每个集团公司都成为自主经营、自负盈亏的经济实体，实现了政企分离。除电子工业总公司外，其他5家总公司均改组成两家同一领域的集团公司，随后中航工业第一集团和第二集团重组成为中航工业集团，中国电子集团陆续整合长城计算机集团、熊猫电子集团、振华电子集团、彩虹集团。

第三阶段：军工集团由全民所有制企业改制国有独资公司，开始新一轮战略性重组。2017年，国有企业改革逐步深化，十二大军工集团进行公司制改革，由全民所有制企业改制为国有独资企业。十二大军工集团中，有5对在业务上具备战略重组的基础，2019年2月12日，中核集团和中核建集团签订《中国核工业集团有限公司与中国核工业建设集团有限公司之吸收合并协议》，央企战略性重组正式步入军工领域。

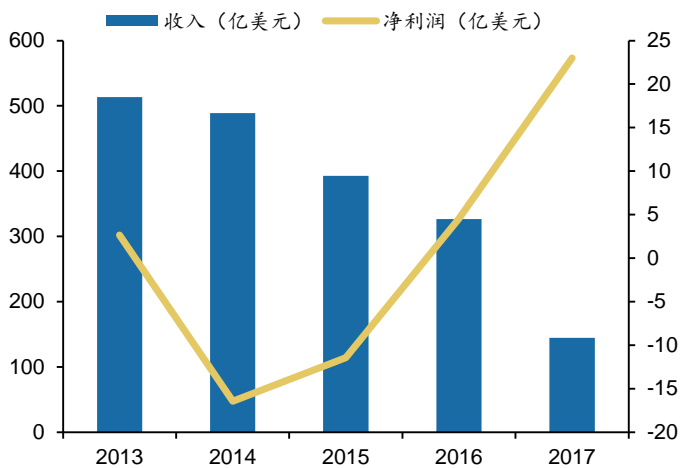
造船领域战略性重组顺应国企改革方向和产业发展需求

国内造船业面临国外竞争压力加大和国内产能依然过剩的双重挑战。

国外竞争压力加大：

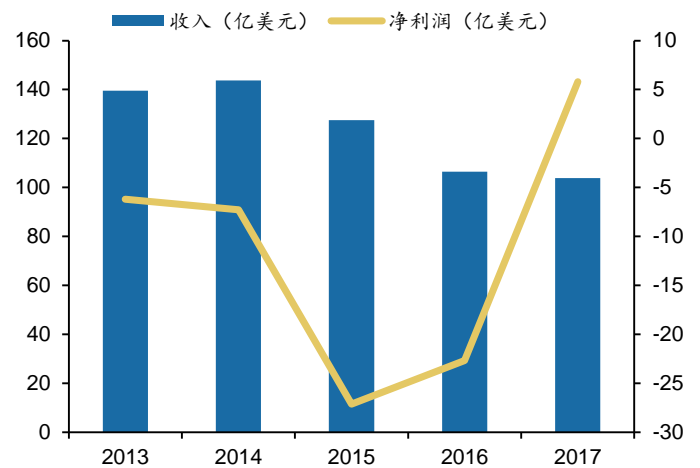
现代重工正式收购大宇造船。3月8日，现代重工与韩国产业银行签署了正式的收购协议，现代重工以17.8亿美元收购韩国产业银行所持大宇造船55.7%的股份。收购完成后，现代重工的母公司现代重工控股将持有新实体28%的股份，而韩国产业银行将持有18%的股份。

图 4：现代重工营收及净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：大宇造船营收及净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 现代重工：**全球著名造船企业，船舶业务主要包括造船、海工装备。造船方面，公司主要产品有集装箱船、钻探船、液化天然气船、军舰等；海工装备方面，主要有FPSO、半潜式海洋平台等。现代重工拥有10个干船坞，有9台移动式大型起重机
- 大宇造船：**主要产品有商船、特种船舶、海洋结构物三类。商船主要有散货船、油轮、集装箱船、天然气船、滚装船等；特种船舶主要包括潜艇、驱逐舰、救援船、AUV及其他特种船舶；海洋结构物有钻井平台、FPSO、FPU、FSO等海上结构物和海水处理厂、发电厂等海岸基础设备。其中LNG船在技术品质上处于世界领先地位，年产销量占整个世界1/3以上，排名世界第一位。

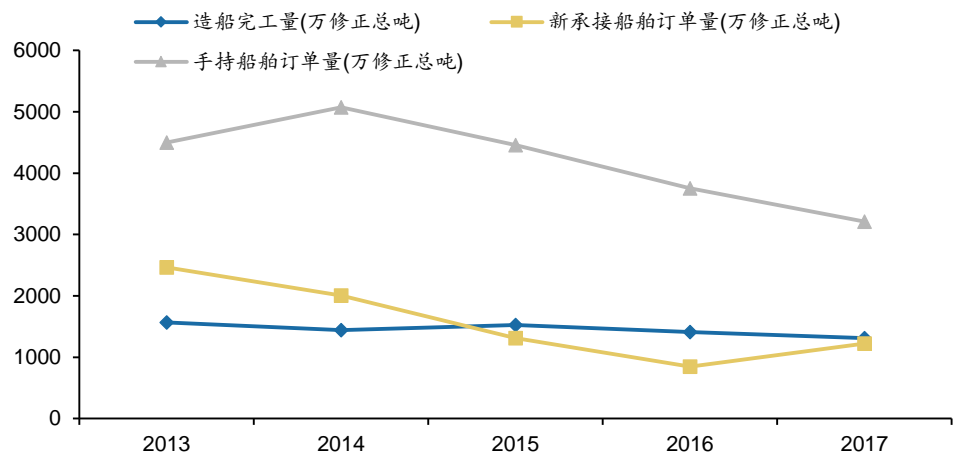
韩国造船新集团市场份额高达21.2%，将给中国造船业带来较大竞争压力。根据国际船舶网数据，在合并以后，两家船厂总体手持订单量将达到365艘、1700万CGT，占全球总手持订单量的五分之一以上，市场份额高达21.2%。合并后手持订

单量远远高于手持订单量排名全球第二的今治造船（166艘、525万CGT）。新集团技术实力强、市场占有率高，将给中国造船业带来较大竞争压力。

国内造船产能仍然过剩：

在手订单持续下滑，中国造船业压力仍然较大。新接订单自2013年开始持续下滑，2017年有所回暖；手持订单量自2014年起持续下滑；造船完工量保持稳定。从造船业的三大指标来看，中国造船业仍然面临较大压力。

图 6：中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况



数据来源：《军品价格管理办法》（1996年），广发证券发展研究中心

国内造船业持续整合，造船产能依然过剩。在运力过剩、造船业竞争加剧的国际背景下，中国造船业积极推进兼并重组，淘汰落后产能，造船产能向中船重工集团、中船工业集团、扬子江造船集团等央企及大型民企集中。虽然我国造船业去产能已经取得

表1：2013-2016中国部分造船产业兼并重组动向

披露时间	事件
2013年	中船工业集团旗下黄埔船厂、文冲船厂合并，成为黄埔文冲船厂
2013年	中船工业集团旗下广船国际（现中船防务）收购龙穴造船 100%股权
2014年	中船工业集团旗下广船国际（现中船防务）收购黄埔文冲 100%股权、扬州科进相关造船资产
2015年	泰州口岸船舶收购泰州中航船舶重工 45%股权，共计持有其 100%股权
2015年	中船工业集团关闭上海船厂船舶有限公司的部分修船业务
2015年	中国外运长航集团压缩青山船厂产能、整合江东船厂、退出宜昌船厂船舶制造业务
2016年	中船重工集团旗下武船重工的青岛海西湾基地资产将划入北船重工，而北船重工资产划归武船重工，新武船重工重点建设武汉双柳和青岛海西湾基地
2016年	中远海运集团旗下 13 家造船厂及 20 多家配套服务公司注入中远海运重工有限公司成为其子公司，使中远海运重工成为集团造船海工业务的重要板块

数据来源：上市公司收购公告，中国船舶工业行业协会，公司官网，广发证券发展研究中心

国企改革积极推进，船舶行业有望迎来新一轮整合。国资委主任肖亚庆在十三届全

国人大二次会议3月9日的记者会以及国资委2019年1月的工作会议中表示，“加大结构调整力度，积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组，持续推动电力、有色、钢铁、海工设备、环保等领域的专业化整合”。在国外竞争压力加大和国内造船产能依然过剩的大背景下，造船领域战略性重组顺应国企改革方向和产业发展需求，可有效提升我国造船业的国际竞争力。

关注两船集团相关动态

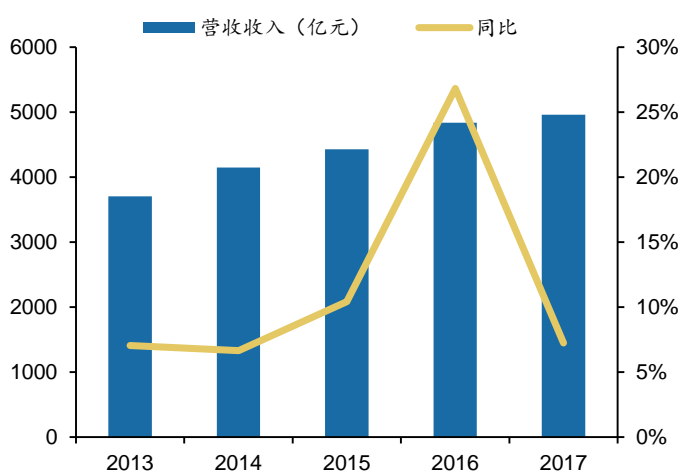
两船集团董事长实现会面。根据中船工业集团报道，3月14日，中船工业集团党组书记、董事长雷凡培，党组副书记、总经理杨金成在中船工业集团总部会见了来访的中船重工集团党组书记、董事长胡问鸣，党组副书记、总经理吴永杰一行。双方围绕共同服务国家战略，就进一步加强交流沟通、扩大合作范围、促进优势互补，携手推动我国船舶工业实现高质量发展进行了深入交流并达成广泛共识。

两船集团业务重合度高，存在重复建设情况。中船重工集团和中船工业集团均在原中国船舶工业总公司基础上组建而来，以军工为主线，打造船舶产业链，业务重合度较高。两船集团在国际市场上会面临与当年“南北车”相同的竞争格局——两船集团内部竞争；在船舶产品、造船产能上，也都存在重复建设的情况。

- **中船重工集团：**主营业务主要包括船舶制造、船舶修理、船舶装备、科研设计、技术服务等。
- **中船工业集团：**业务贯穿船舶造修、海洋工程、动力装备、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业等六大板块。

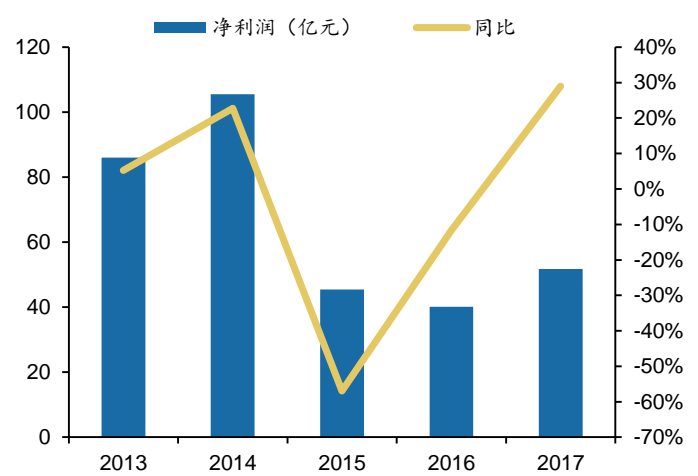
经营层面，两船集团呈现出同周期性。由于业务重合度较高，中船重工集团和中船工业集团的营收和净利润表现出相同的周期性，且两大集团经营情况受民船周期影响较为显著。

图 7：中船重工集团营收及同比



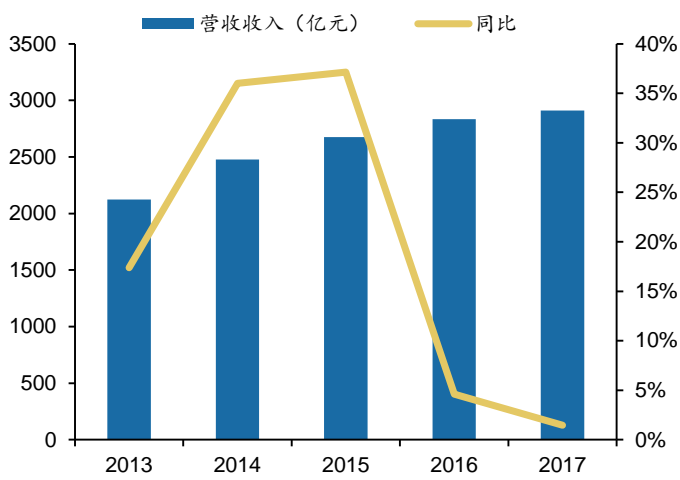
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：中船重工集团净利润及同比



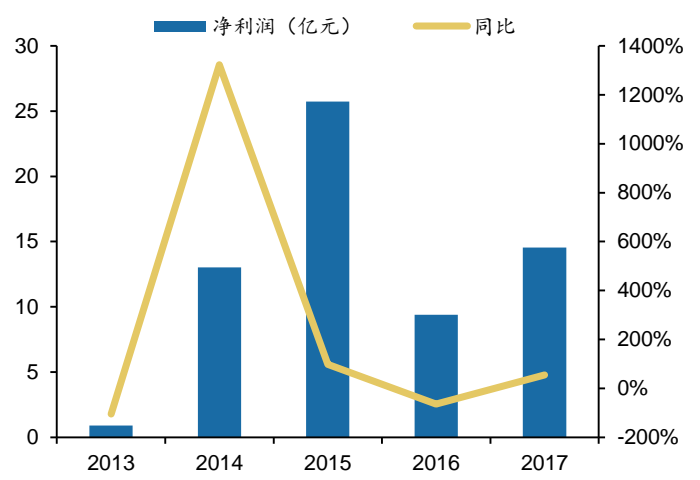
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9: 中船工业集团营收及同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 中船工业集团净利润及同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 两船集团上市公司情况

所属集团	公司名称	集团持股比例	2017 年营收 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	主要业务
中船重工集团	中国重工	63.24%	387.76	8.38	军民用船舶生产制造 主要业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、民用核动力、柴油机动力、热气机动力七大动力板块
	中国动力	63.98%	231.47	12.02	水声信息传输装备
	中国海防	65.82%	3.63	0.82	应急交通装备
	中国应急	66.71%	22.04	1.93	红外热像仪整机、机芯组件
	久之洋	58.25%	3.11	0.45	民用船舶生产制造
中船工业集团	*ST 船舶	52.99%	166.91	-23.00	军民用船舶生产制造
	中船防务	59.97%	223.13	0.88	工程咨询、工程设计、勘察、工程项目总承包
	中船科技	41.28%	42.64	0.30	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

关注两船集团相关动态。从发展历程来看, 中船重工集团和中船工业集团出自同门; 从业务结构来看, 中船重工集团和中船工业集团业务结构相近, 重合度较高。在积极推动船舶领域企业战略重组的大背景下, 关注两船集团的相关动态。

方向二: 针对企业层面降本增效的改革

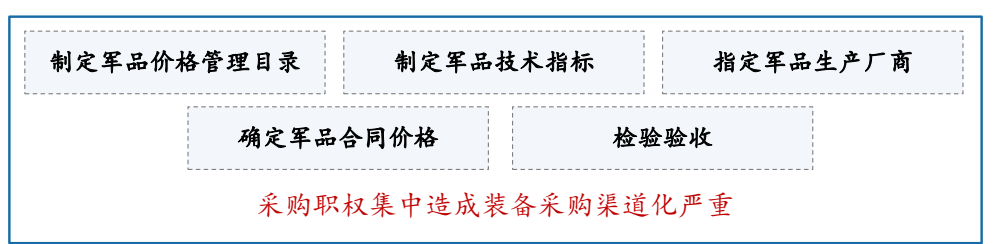
军品采购和价格改革落地, 有望打开企业盈利空间

装备采购制度、军品定价机制改革正式落地。随着军改的不断推进, 武器装备采购制度、军品定价机制改革已正式落地。

改革前, 装备采购职权集中, 渠道化现行较为严重。改革前, 军品采购由军方装备主管部门全权负责, 涉及“确定装备构成、制定技术指标、选定生产厂商、商定装

备价格、把控装备质量”五大环节。由于权力集中，装备采购渠道化现象严重，使得产业链的竞争力变弱。

图 11：改革前装备采购职权集中

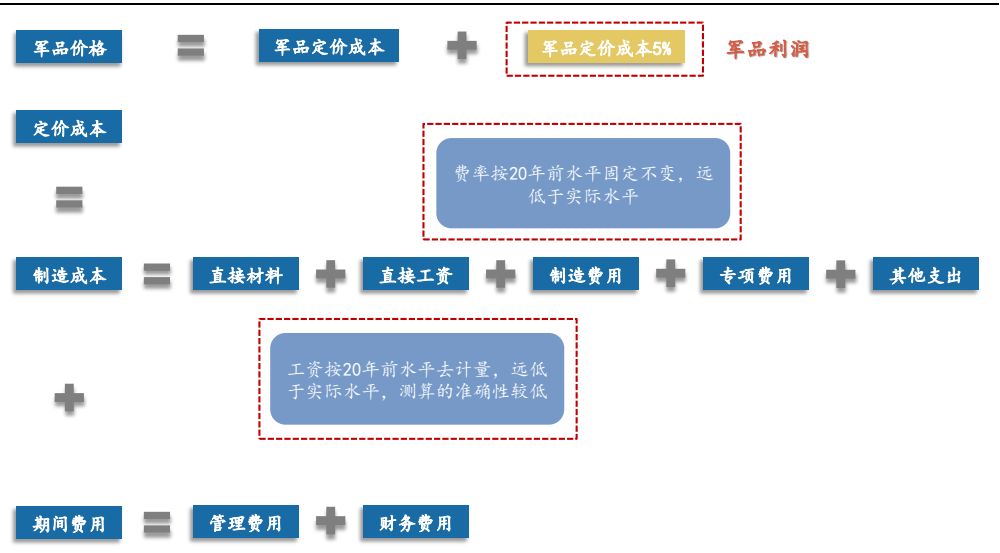


数据来源：《军品价格管理办法》（1996年），广发证券发展研究中心

改革前的军品采购原则是“保本微利”，定价方法脱离市场规律。改革前的定价方法采用的是1996年出台的《军品价格管理办法》，以“保本微利”为原则，单纯采用“成本加成”模式。在此模式下，材料、制造费用、期间费用可全部列入定价成本，并沿用1996年的计价标准，严重脱离市场规律。

改革前军品成本测算方式粗略化、教条化，企业缺乏动力进行技术升级和降本增效。军品的价格由生产单位和军代表室及军方主管部门确定，缺乏监管，企业可以通过做高定价成本，得到全成本补偿，实现真实的高额利润。较高的真实利润水平使得企业失去了通过改善生产工艺及技术水平来降低成本、费用的动力，一定程度上抑制了技术创新与工艺升级，造成装备的价格涨幅超过了性能的提升程度。

图 12：改革前的价格体系军品价格测算方法



数据来源：《军品价格管理办法》（1996年），广发证券发展研究中心

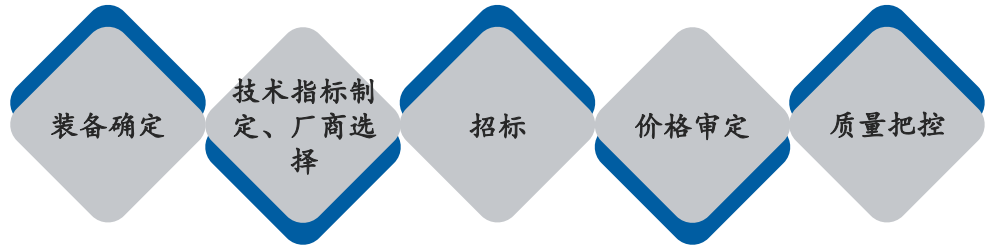
军品采购法规体系、装备采购体系、军品定价方法全面改革，军品采购转向市场化：

军品采购法规体系更加完善。建立基于市场化经济的军品采购法规体系，明确定型装备、科研试制、软件、知识产权的定价方法，法规体系更加完善，定价体系更加

科学。

采购职权明确，权利实现分立。改革后，有望将装备采购种类、装备技术参数确定、装备供应商确定、装备招标、装备审价、装备质量审核与监督等职权划分到无从属关系的不同部门，各部门职责明确，加强采购规范化运作。过去以渠道为主的供货方式将被取代，竞争力强的企业有望受益。

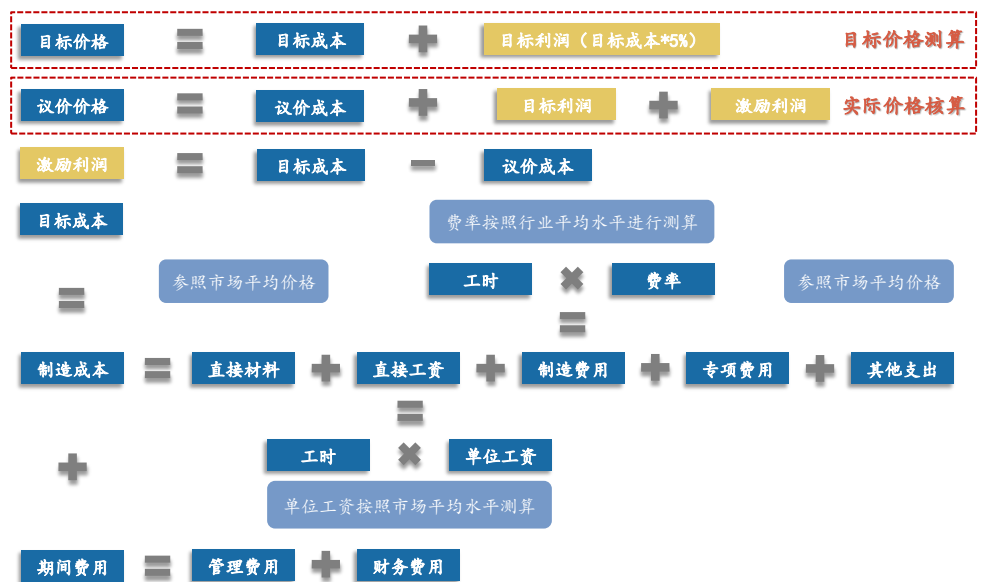
图 13: 改革后的采购体系方法展望



数据来源：广发证券发展研究中心

定价方式更加丰富，市场化程度逐步提升。改革后，有望采用定价与议价两种形式，使得不同类型的军品定价更加合理。有望改变“成本加成”的模式，引入“约束激励议价”模式，企业通过降本增效可以获得更多的利润。成本将采用市场化的测算方法，更加精准，定价方法更加符合市场规律。民参军企业的准入门槛有望降低，加强竞争，鼓励创新优质产品进入军品市场。

图 14: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望



数据来源：根据《军品价格管理办法》（1996年）推测，广发证券发展研究中心

军品定价改革打开企业的利润空间，有望大幅提高军工企业整体效益和研制生产积极性。军品定价机制改革后，军品定价的指导思想由“保本微利”转变为“鼓励企业降本增效、加强盈利”，打破了原来严格设定的净利率上限，打开了企业的利润空间。改革后从装备立项、到最后批量采购，每一个环节都涉及到成本的管控与价

格的审议，使得军工企业难以虚增成本，盈利需通过降本增效来完成，未来军工企业将更加注重生产效率，并更有热情和动力进行创新技术的研发。

混合所有制改革：融资和股权激励有望全面推广

军工是混改重要领域之一，资本是助推军工企业发展的重要力量。2015年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，其中提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域开展混改试点示范。随着武器装备采购体系、军品定价机制向市场化转变，资本将是推动军工企业发展的重要力量。军工企业有望通过股份制改造、债转股、战略投资、二级市场等多种渠道、多种方式进行混改并获得资金，从而推动企业发展。

第四批混改试点即将启动，民营企业参与度有望提升。国家发改委会同相关部门已推出三批共50家混改试点示范项目，3月6日，国家发改委副主任连维良答记者问时表示，今年将推出第四批100家以上的混改试点。同时，2018年11月4日，工信部部长苗圩表示将放宽民间资本在电信、军工等领域市场准入，国务院也鼓励积极引入社会资本参与军工企业股份制改造。我们认为，在第四批混改试点中，民营企业有望在军工企业改革中有更强参与感，发展空间将会更大。

表 3：军民融合相关政策整理

时间	分类	政策
2014 年	实施办法	《促进军民融合式发展的指导意见》
	实施办法	《关于加快吸纳优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域的措施意见》
2015 年	顶层文件	《国防科技工业“十三五”规划总体思路》
	实施办法	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》
2016 年	实施办法	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》
		《“十三五”科技军民融合发展专项规划》
2017 年	实施办法	《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》
		《中央军民融合发展委员会工作规则》
		《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》
		《中央军民融合发展委员会近期工作要点》
		《省(区、市)军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》
		《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》
		《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》
		《共同推进军事设施建设军民融合战略合作协议》
		《关于推进军民融合深度发展若干财政政策的意见》
		《深化军民融合发展推进陆军军事设施转型建设战略合作协议》
2018 年	实施办法	

数据来源：国务院，国防科工局，新华社，广发证券发展研究中心

中航沈飞混改具有示范效应，股权激励有望在各军工上市公司中全面推广。2018年11月，中航沈飞股权激励计划正式实施，首期授予限制性股票317.1万股；12月，振华科技、利达光电股权激励计划相继发布。此前中航机电、中国动力等系统级军工上市公司分别通过员工持股、股权激励等方式实现混改，中航光电等零部件配套企业也有过股权激励案例。我们认为，作为整体上市的核心武器装备生产商，中航沈飞此次股权激励将在行业内具有更强的示范效应；以股权激励为代表的混合

所有制改革有望在军工集团上市公司中全面推广。

表 4：已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司

公司	最新公告日	实施进度	激励方式	激励总数 (万股/万份)	占当时总股本比例	股票授予价格/期权 行权价格 (元/股, 元/份)
利达光电	2019-2-15	实施	限制性股票	176.70	0.75%	5.65
中航电测	2018-12-25	终止	限制性股票	1,602.00	2.71%	7.28
振华科技	2018-12-01	董事会预案	股票期权	938.00	2.00%	11.92
中航沈飞	2018-11-03	实施	限制性股票	317.10	0.23%	22.53
宝胜股份	2018-04-16	实施	持股计划	79.63	0.07%	4.34
中国长城	2018-01-17	实施	股票期权	4,410.00	1.50%	8.27
凌云股份	2017-10-18	实施	限制性股票	413.68	0.92%	10.44
中国动力	2017-03-11	实施	股票期权	1,724.10	0.99%	32.40
中航光电	2017-03-22	实施	限制性股票	595.72	0.99%	28.19
贵航股份	2015-03-24	实施	股票期权	273.00	0.95%	12.20

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

科研院所转制：军工科研院所转制有望提速

军工科研院所转制开始实施，2019年有望加速推进，“十三五”期间有望全面推广。2018年5月7日，兵器装备自动化研究所转制获批，成为首家转制获批的军工科研院所，标志着军工科研院所转制进入实施阶段。首家科研院所转制获批具有示范效应，其经验可在其他科研院所推广，我们预计2019年科研院所改制有望加速推进。科研院所是军工集团旗下的优质资产，大部分军工科研院所盈利能力强于企业公司。军工科研院所改制是相关资产证券化的前提，转制完成后军工资产证券化有望加速。

表 5：近三年军工科研院所改制相关政策

时间	政策文件	发布单位	意义	内容描述
2016年3月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》	国防科工局	规范涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作行为。	在涉军企事业单位改制重组军工事项审查申报材料，涉军企事业单位上市及上市后资本运作军工事项审查申报材料等多方面做出规范。
2017年5月	《关于从事生产经营活动事业单位改革中国有资产管理若干规定》	财政部	明确经营类事业单位应将全部资产纳入资产清查。	经营类事业单位应当在明晰产权关系的基础上，根据单位实际情况，改革的途径、方式和步骤，分别依据相应的资产管理制度，切实做好国有资产清查、处置、运营和监管工作。
2017年7月	《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局	标志着军工科研院所转制工作正式启动，军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。	会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作，研究部署了相关工作。
2018年1月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工	国防科工局	指导涉军企事业单位在改制、重组、上市	就涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作军工事项审查申报中的重点问题，制定详细指南文件。

	事项审查申报指南（2018年版）》		及上市后资本运作过程中规范操作	
2018年3月	《关于继续支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》	财政部	事业单位改制的财政支出。	在企业改制、事业单位改制、公司合并、公司分立等多种企业、事业单位改制重组涉及的契税政策进行规定。
2018年5月	《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	国务院	改革工资制度，收入与效益挂钩	在工资总额决定机制、工资总额管理方式、企业内部工资分配管理、工资分配监管体制机制四个方面进行改革。

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

国有资本投资、运营公司拓展至军工领域

中航工业集团成为首家军工类国有资本投资公司，工作重心向资本运营转换。转型国有资本投资公司后，中航工业集团的工作重心将从“企业运营”向“资本运营”转换，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。

国有资本投资公司市场化运作，完善监督体系，实施绩效评价。国有资本投资公司采用市场化的管理模式，相较于原来更加重视经营效率，实施绩效评价，考察国有资本的运营效率、保值增值、财务效益。由于国有资本投资公司具有更大的自主权，在监督体系上也会更加严格，按照“事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责”的原则，对党组织、董事会、经理层进行监督。

表 6: 国有资本投资公司运行模式

类别	要求
组织架构	结合职能定位具体负责战略规划、制度建设、资源配置、资本运营、财务监管、风险管控、绩效评价等事项。
履职行权	通过股东大会表决、委派董事和监事等方式行使股东权利，形成以资本为纽带的投资与被投资关系，协调和引导所持股企业发展，实现有关战略意图。
选人用人机制	建立派出董事、监事候选人员库，由董事会下设的提名委员会根据拟任职公司情况提出差额适任人选，报董事会审议、任命；同时，要加强对派出董事、监事的业务培训、管理和考核评价。
财务监管	加强公司财务管理，防范财务风险；督促所持股企业加强财务管理，落实风险管控责任，提高运营效率。
收益管理	以出资人身份，按照有关法律法规和公司章程，对所持股企业的利润分配进行审议表决，及时收取分红，并依规上交国有资本收益和使用管理留存收益。
考核机制	建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，对所持股企业考核侧重于执行公司战略和资本回报状况。
监督体系	按照事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责的原则，加强对国有资本投资、运营公司的统筹监督。纪检监察机构加强对国有资本投资、运营公司党组织、董事会、经理层的监督，强化对国有资本投资、运营公司领导人员廉洁从业、行使权力等的监督。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

进一步简政放权，有利于资本运作和员工激励的落地。对于国有资本投资公司，开放国有产权流转决策的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权，对于符合条件的公司，可以优先支持开展混改、员工持股等试点。简政放权之后，国有资本投资公司及所控公司的资本运作、员工激励的决策权将交由国有资本投资公司决策，有望大幅缩短相关事项的审批进程。

表 7: 国有资本投资公司相关配套政策

类别	要求
推进简政放权	围绕落实出资人职责的定位，有序推进对国有资本投资、运营公司的放权。将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资、运营公司，相关管理要求和运行规则通过公司组建方案和公司章程予以明确。
综合改革试点	国有资本投资、运营公司所持股国有控股企业中，符合条件的可优先支持同时开展混合所有制改革、混合所有制企业员工持股、推行职业经理人制度、薪酬分配差异化改革等其他改革试点，充分发挥各项改革工作的综合效应。
完善支持政策	严格落实国有企业重组整合涉及的资产评估增值、土地变更登记和国有资产无偿划转等方面税收优惠政策。简化工商税务登记、变更程序。鼓励国有资本投资、运营公司妥善解决历史遗留问题、处置低效无效资产。制定国有资本投资、运营公司的国有资本经营预算收支管理政策。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

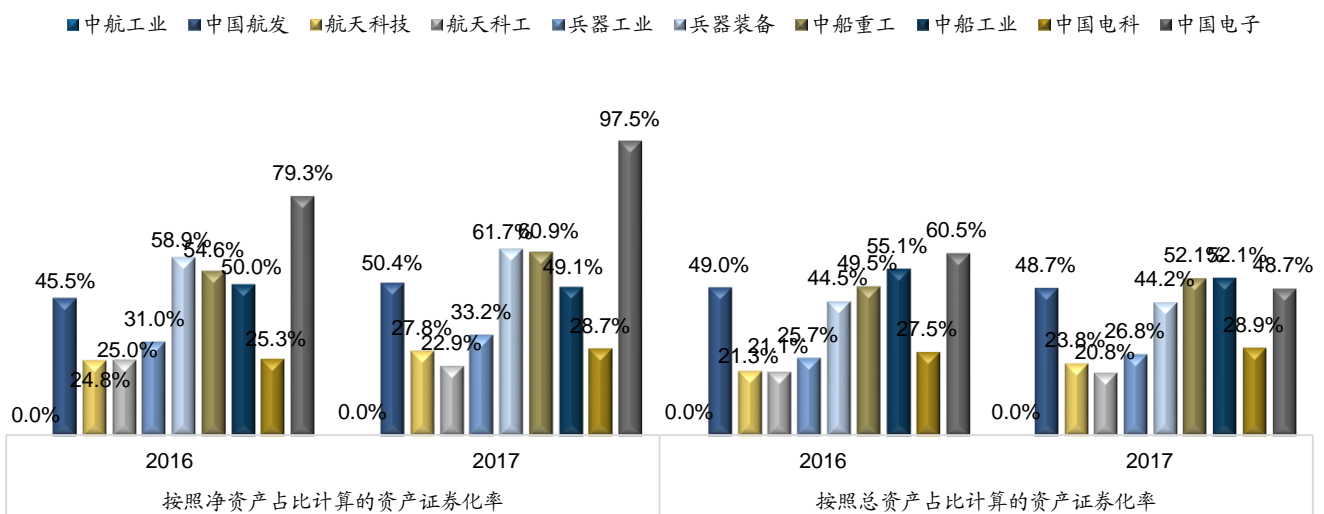
中航工业资本化转型模式有望向其他军工集团复制推广。中航工业集团入选国有资本投资公司试点，说明央企资本化转型正向关系到国家安全的领域推进。中航工业集团在军工集团中拥有的上市公司数量最多，资本运作也最为活跃，中航工业在试点中所操作的资本运作、员工激励、薪酬分配方案将会成为军工企业的样本。随着中航工业集团试点工作的不断推进，有望快速向其他军工集团推广。

方向三：资产证券化

军工集团资产证券化率低于央企平均水平

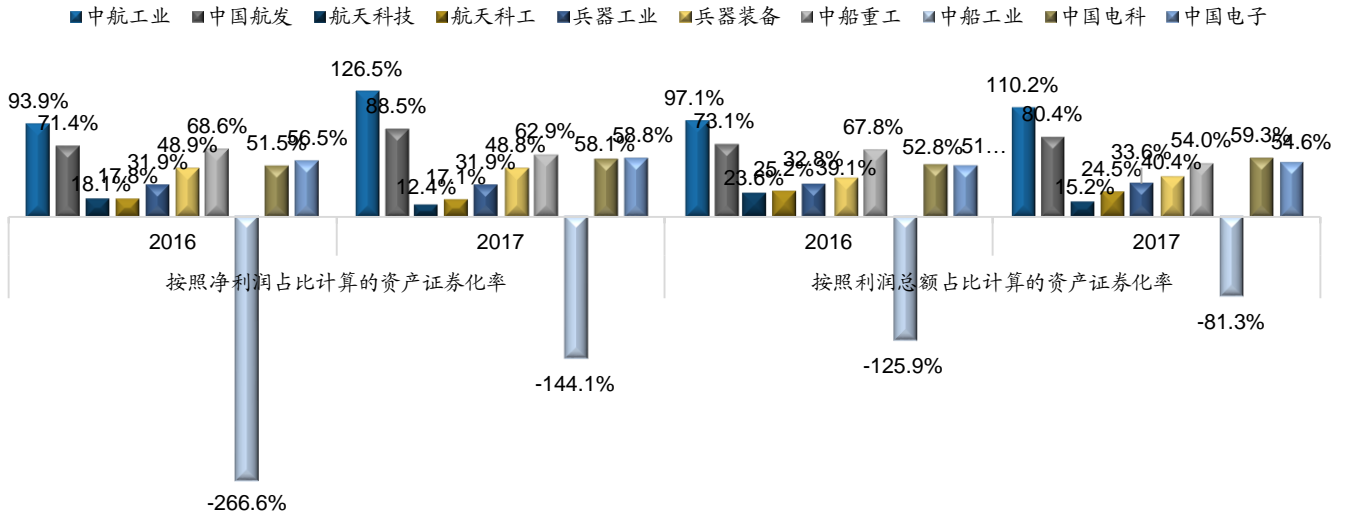
军工集团整体资产证券化率稳步提升，仍远低于央企平均水平。国务院国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会上表示，2018年，中央企业资产的65%、营业收入的61%、利润总额来源的88%都在上市公司。从资产口径来看，军工集团2017年资产证券化率为49.5%；从净利润口径看，军工集团2017年资产证券化率为46.1%；在考虑2018年军工集团资本运作行为后，预计军工集团的资产证券化率仍低于央企平均水平。

图 15: 各集团资产证券化率（资产口径）



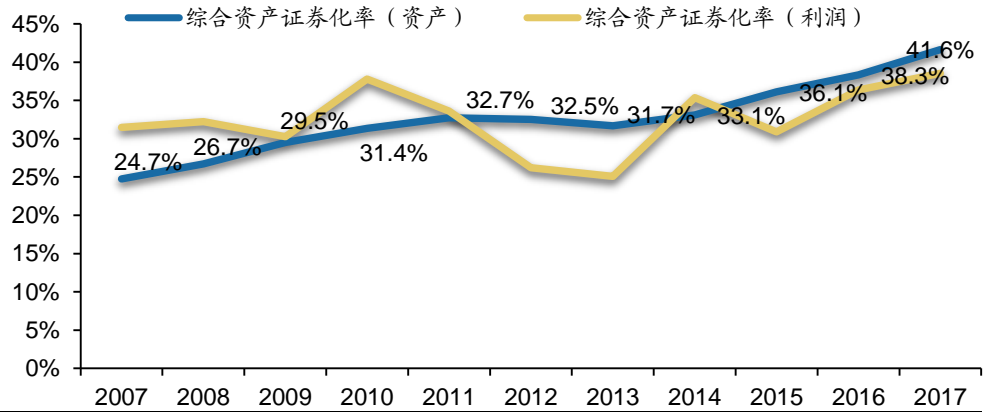
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 16: 各集团资产证券化率 (利润口径)



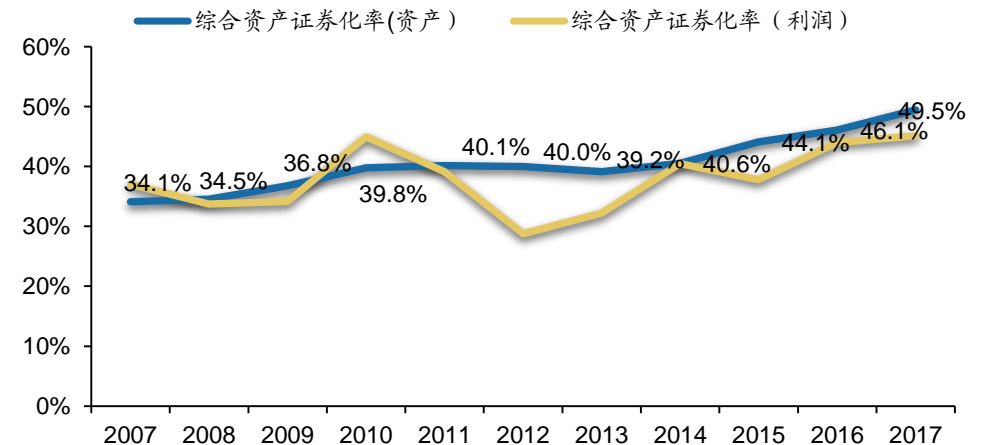
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 军工综合资产证券化率变化 (A股市场)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 军工综合资产证券化率变化 (全市场: A+H+海外)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工集团资产证券化进程有望加速

预计2019-2020年，军工集团资产证券化将恢复到一个小高峰。2018年以来，军工集团资产证券化动作逐渐频繁，尤其是资产证券化率较低的“电科系”、“航天系”，提速明显。进入“十三五”后两年，军工集团资产证券化有望恢复到一个小高峰。

表 8: 各大军工集团关于推进资产证券化出台的相关媒体报道

军工集团	时间	报道媒体	关于集团资产证券化的相关媒体报道
中国兵器工业集团	2017年1月	《中国证券报》	在2016年提出“通过资产重组上市和新三板挂牌上市加快推进混合所有制经济改革”，并设定了集团公司资产证券化率目标。
中国兵器装备集团	2017年1月	《中国证券报》	正积极研究编制军工改革方案，制订了军工企业混合所有制改革试点初步方案，确定了4家试点单位，并在上市公司长安汽车中推行中高管持股试点。
中国船舶重工集团	2017年10月	《中国证券报》	到“十三五”末集团资产证券化率由目前的 46%提升至70% 。
中国航空工业集团	2018年5月	《中国证券报》	计划到2020年实现三个“70%”：军民融合产业收入占比达到70%，军品一般制造能力社会化配套率达到70%，集团公司资产证券化率达到70%。
中国航天科技集团	2016年3月	《上海证券报》	集团计划在“十三五”期间，将资产证券化率从现有 15%提升至45% 。
中国航天科工集团	2016年6月	《中国航天报》	资产运营工作在“十三五”期间主要任务是：着力优化构建集团公司管控体系， 提升集团公司资产证券化水平 ，加强对外收购，推进亏损和低效公司治理，促进国有企业体制机制转变。
中国船舶工业集团	2016年6月	《中国证券报》	集团资产证券化率在“十三五”期间将从目前的 30%提升至70% 。
中国电子科技集团	2017年11月	《中国证券报》	全面深化改革总体方案，全面推进事业单位企业化改革”，要让“ 资产证券化率达到35% ”。

数据来源：中国证券报，每日经济新闻，上海证券报，中国证券报，广发证券发展研究中心

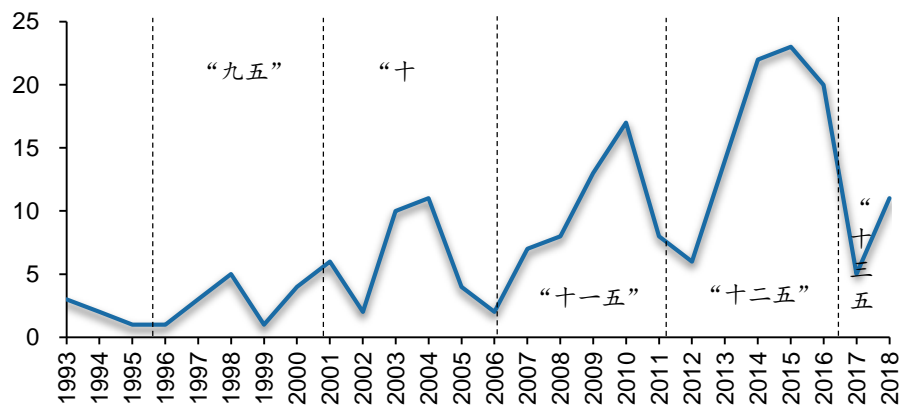
表 9: 2018年以来军工集团资产证券化动作

上市公司	最新公告时间	事项
中船科技	2019年3月6日	发行股份及支付现金购买海鹰集团100%股权、中诚装备80%股权并募集配套资金。
康拓红外	2019年2月2日	拟发行股份及支付现金以9.68亿元收购航天五院502所持有的轩宇空间100%股权和轩宇智能100%股权，并募集配套资金不超过7.94亿元，获得国务院国资委批复。
ST嘉陵	2019年2月2日	1、兵装集团拟向中电科集团全资子公司中电力神无偿划转其持有中国嘉陵22.34%的股份。 2、公司拟以1元向兵装集团出售截至2018年1月31日的全部资产及负债。 3、拟向中电力神发行股份购买其持有的空间电源100%股权、力神特电85%股权，空间电源100%股权作价6.05亿元，力神特电85%股权作价1.48亿元。
航天发展	2019年1月26日	发行股份以9.54亿元购买锐安科技43.34%的股权、以2.70亿元购买壹进制100%的股权、以2.26亿元购买航天开元100%的股权，并募集配套资金3亿元。

利达光电	2019年1月3日	发行股份以5.18亿元收购兵器装备集团持有的中光学100%股权，并拟募集配套资金不超过3.51亿元。
长春一东	2018年12月21日	拟发行股份及支付现金以9.28亿元购买大华机械100%股权和蓬翔汽车100%股权，并募集配套资金不超过5.82亿元，获得国务院国资委批复。
国睿科技	2018年11月24日	拟发行股份以61.97亿元购买国睿防务100%的股权、发行股份及支付现金购买国睿信维95%股权（作价5.33亿元）和国睿安泰信59%股权（作价1.26亿元），并募集配套资金不超过6亿元
洪都航空	2018年11月15日	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。
中航科工	2018年10月12日	拟以股份及现金形式收购中航直升机100%股权。
天奥电子	2018年9月3日	IPO

数据来源：发行股份购买资产公告、收购意向书公告、重大资产重组停牌公告等，广发证券发展研究中心

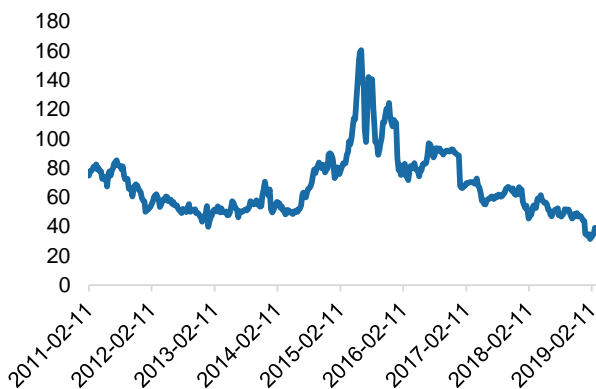
图 19: 1993年以来军工资产证券化项目数（个）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目前估值、股价、市场预期均处于底部区间，市场条件适合做资产证券化。从周期上来看，2012-2013年是军工集团资产证券化的低谷期，2014-2016年是高峰期。当前的市场环境于2012-2013年极为相似，板块估值、个股价格、市场预期均处于底部区间，市场条件适合做资产证券化。

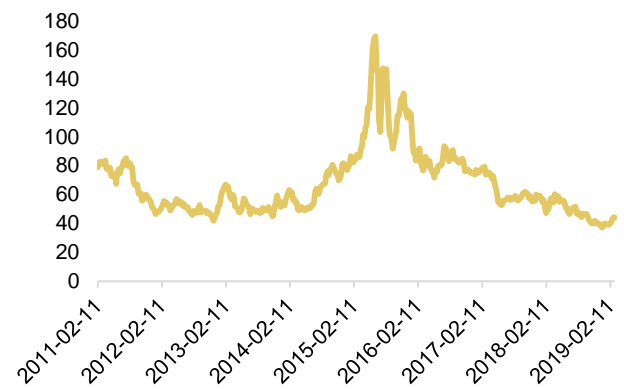
图 20: 中证军工PE（静态）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：剔除掉造船行业和以壳价值为主的尚未有军工业务的成分股

图 21: 中证军工PE（动态）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：剔除掉造船行业和以壳价值为主的尚未有军工业务的成分股

军工集团资产证券化展现出新特点

军工集团资产证券化过程展现出新特点。从国睿科技、洪都航空、中航科工的公告中我们可以看到军工集团资产证券化过程有**核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、事业单位资产证券化方式扩充、方式多样化**等特点：

- **核心资产整体上市：**中航科工公告拟收购中航直升机100%股权，洪都航空公告拟通过资产置换将导弹资产注入上市公司，资产证券化率高的集团正不断推进核心资产整体上市。
- **不停牌：**国睿科技、洪都航空预案发布前后均处于正常交易状态，改变了以往启动资产证券化方案制定，尤其是重大资产重组方案制定需要三个月甚至半年以上停牌无法交易的情况，保证了标的的流动性，也减少了方案制定失败对股价的重大冲击。
- **配套融资比例降低：**国睿科技交易资产作价68.56亿元，配套融资规模6亿元，配套融资比例不到10%；配套融资基本用于补充上市公司流动资金，体现了在股价较低区间上市公司的资产证券化更多的表现为资产注入行为，而非融资行为。
- **事业单位资产的证券化方式的扩充：**国睿科技拟收购的国睿防务公司，是控股股东中电科14所于2018年9月通过资产划转等方式新成立的企业；我们认为本次方案将改变市场原有对事业单位资产无法资产证券化的预期，有望对控股股东为事业单位的上市公司资产证券化预期进行一次较大调整。
- **方式多样化：**资产证券化的形式丰富多样，可通过发行股份、资产置换、IPO、债转股等多种形式完成。

重点关注国睿科技案例中事业单位资产证券化的新方式，也许未来2年还有其他事业单位资产通过这种方式实现资产证券化。

从长周期来看，**2019-2020年是资产证券化小高峰，“十四五”以后，将迎来事业单位资产证券化浪潮。**过去十年是军工厂资产证券化的十年，主要特征表现为将公司制的成熟资产注入上市公司；2019-2020年可能是军工集团资产证券化动作的一个小高峰，部分未上市的军工厂资产和部分事业单位资产划转成企业后上市；十四五以后，随着军工科研院所转制结束，军工资产注入将拉开新的一幕，迎来事业单位资产证券化浪潮。

投资建议

军工国企改革持续推进，资产证券化率逐步提升，通过战略性重组、资本运作、股权激励等多种改革方式有望提升军工企业的经营效率，改善军工企业的盈利能力，各军工集团下属上市公司有望充分受益。。建议关注两条投资主线：1、通过改革有望持续改善盈利能力的公司，建议关注中直股份、内蒙一机、航发动力、中航沈飞、中航飞机；2、受益于集团战略性重组或相关领域资产整合的公司，建议关注中船防务、*ST船舶、中国海防、国睿科技、四创电子、中航电子、中航机电、航发控制。

风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

广发军工行业研究小组

- 赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。