

国防军工行业

看好 2019-2020 年军工改革和资产证券化加速带来的投资机会

分析师： 赵炳楠



SAC 执证号: S0260516070004

SFC CE.no: BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

核心观点:

- **2019 年资产证券化进度显著加速，预计 19-20 年将迎来一个小高峰**

2019 年策略报告《景气度继续上升，资产证券化值得期待》中，我们明确提出，资产证券化的变化有望成 2019 年军工行情最大的超预期点。3 月以来，中国船舶、中船防务、中船科技、航天长峰相继发布重组及收购资产公告，军工集团资产证券化进程显著加速。考虑到军工资产证券化在“五年规划”呈现一定的“前计划、后实施”的阶段性特点，当前军工改革的政策面逐步改善，板块估值和个股价格均处于历史底部区间的市场条件适合做资产证券化，以及军工集团资产证券化水平与 2020 年目标仍相差较大，我们认为，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。

- **政策面逐步改善，助力军工集团的国企改革和资产证券化。**

2019 年 3 月，国防军工上市公司座谈会召开，证监会及相关部门表示“将继续深化资本市场基础性制度改革，大力拓展各类融资渠道，不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度”。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”。

- **军工集团资产证券化率低于央企平均水平，提升空间大**

目前军工集团的综合资产证券化率低于央企平均水平，我们认为，在“十三五”甚至更远的时间范围内，军工集团的资产证券化的方向不会发生变化。资产证券化率较高的集团进入核心军品资产阶段，资产证券化率较低的集团，可能仍体现为民品及配套类军工资产注入。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，转制完成后军工资产证券化有望加速。

- **军工集团资产证券化展现多种新方式，关注造船行业战略性重组和事业单位资产证券化推广的积极影响。**

从中国船舶、中船防务、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呈现公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化等新特点。重点关注造船行业战略性重组对“两船集团”资本运作和相关资产证券化带来的推动作用。重点关注国睿科技案例中事业单位资产证券化的新方式，未来有望被其他事业单位借鉴或采用。

- **投资建议**

在军工国企改革的大背景下，我们认为军工资产证券化在国家政策支持下将持续推进。从长周期来看，我们认为，2019-2020 年是军工资产证券化小高峰，“十四五”以后，将迎来事业单位资产证券化浪潮。

建议关注两条投资主线。一是，造船领域战略性重组对“两船集团”资本运作带来的推动作用，相关公司包括中国船舶、中船防务、中船科技、中国应急、中国海防、中国动力等；二是，军工集团具备平台地位的公司，例如国睿科技、四创电子、中航机电、中航电子、航天电子、航发控制、内蒙一机等。

- **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，相关公司外延并购具有不确定性。

相关研究:

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

2019-03-18

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(%)	
				2019/3/29	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
内蒙一机	600967.SH	买入	人民币	11.71	-	0.39	0.46	30.03	25.46	36.78	23.32	7.67	8.45
中国应急	300527.SZ	买入	人民币	11.54		0.26	0.31	44.38	37.23	27.25	22.42	10.61	11.27
中航机电	002013.SZ	买入	人民币	7.71	8.40	0.23	0.26	33.52	29.65	13.74	19.56	9.10	9.43
国睿科技	600562.SH	买入	人民币	17.02	-	0.17	0.23	100.12	74.00	105.52	69.56	5.45	7.07
中国动力	600482.SH	买入	人民币	25.05	-	0.85	1.07	29.47	23.41	59.92	32.73	5.37	6.33

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 中航机电 2018 年 EPS 为年报数据

目录索引

2019 年资产证券化进度显著加速.....	5
军工集团资产证券化率低于央企平均水平，提升空间大.....	8
军工集团资产证券化展现出新特点.....	11
投资建议.....	12
风险提示.....	12

图表索引

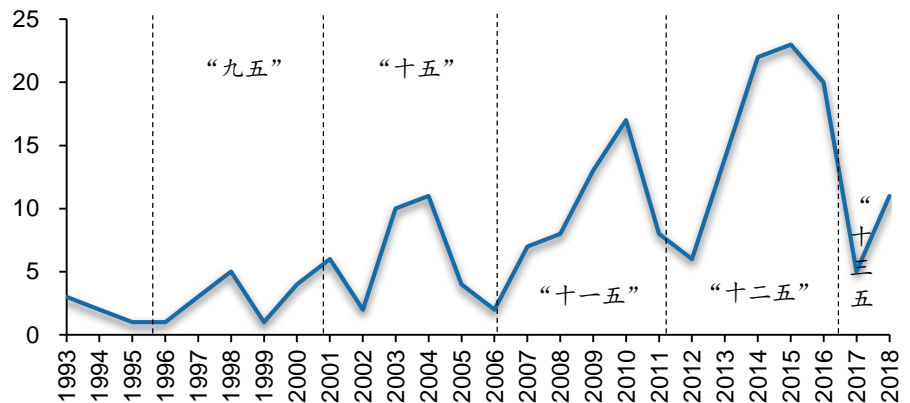
图 1: 1993 年以来军工资产证券化项目数 (个)	5
图 2: 中证军工 PE (静态)	7
图 3: 中证军工 PE (动态)	7
图 4: 军工综合资产证券化率变化 (A 股市场)	8
图 5: 军工综合资产证券化率变化 (全市场: A+H+海外)	8
图 6: 各集团资产证券化率 (资产口径)	9
图 7: 各集团资产证券化率 (利润口径)	10
表 1: 2018 年以来军工集团资产证券化动作	5
表 2: 国家层面出台的推进军工资产证券化的相关政策、文件及领导表态	6
表 3: 各大军工集团关于推进资产证券化出台的相关媒体报道	9
表 4: 近三年军工科研院所改制相关政策	10

2019 年资产证券化进度显著加速

2019年策略报告《景气度继续上升，资产证券化值得期待》中，我们提出，资产证券化的变化有望成2019年军工行情最大的超预期点。

预计2019-2020年，军工集团资产证券化将恢复到一个小高峰。由于中国“五年规划”呈现一定的“前计划、后实施”的阶段性特点，军工资产证券化作为较为典型的计划性推进工作将同样呈现五年周期的特点。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。

图 1: 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

中国船舶、中船防务、中船科技、航天长峰相继发布重组及收购资产公告，军工集团资产证券化进程加速。从军工集团资本运作数量看，2018年已迎来拐点。2019年一季度，中国船舶、中船防务、中船科技、航天长峰相继发布重组及收购资产公告，军工集团资产证券化进程有望进一步加速。

表 1: 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
中国船舶	2019年3月29日	拟置入江南造船、黄埔文冲、广船国际股权；拟置出公司所持沪东重机全部股权。
中船防务	2019年3月29日	拟置入沪东重机100%股权、中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权；拟置出公司所持广船国际、黄埔文冲的部分股权。
航天长峰	2019年3月26日	拟发行股份购买航天电源100%股权。
中船科技	2019年3月20日	拟发行股份购买海鹰集团100%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

国家加大对军工资产证券化的支持力度，为军工集团改革提供良好政策环境。近年来，各类政策相继出台，加大对军工集团改革和资产证券化的支持力度。2019年3月，国防军工上市公司座谈会召开，证监会及相关部门表示“将充分考虑军工企业的特殊性与重要性，贯彻落实国家军民融合发展战略、创新驱动发展战略，进一步完善体制机制改革，继续深化资本市场基础性制度改革，大力拓展各类融资渠道，不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度”。

表 2：国家层面出台的推进军工资产证券化的相关政策、文件及领导表态

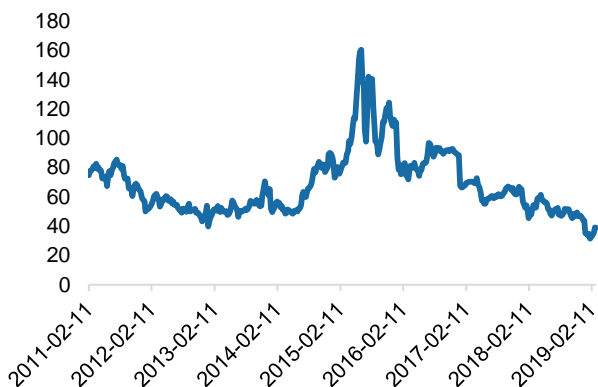
时间	政策文件	涉及部门	文件内容
2010年	《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》	国务院、中央军委	着力健全开放式发展的武器装备科研生产格局；改进军品市场准入和退出制度；完善有利于公平竞争的政策；大力发展军民结合产业和军工优势产业；促进军民结合产业与国家相关产业基地融合发展；加速军工和民用技术相互转化；促进科研条件和频谱资源的军民共享；推动国防科技工业与民用工业基础融合发展；深化军工企业改革；积极稳妥推进军工科研院所改革
2011年	《关于分类推进事业单位改革的指导意见》	国务院	科学划分事业单位类别，推进从事生产经营活动事业单位改革
2011年	《关于进一步深化事业单位人事制度改革的意见》	中央办公厅、国务院	事业单位转为企业的应当依法与在职职工签订劳动合同，做好聘用合同与劳动合同的转换工作。转企改制单位做好职工社会保险关系建立或接续工作。
2015年	《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》	国务院	实行社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度；改革基本养老金计发办法；建立基本养老金正常调整机制；加强基金管理和监督；做好养老保险关系转移接续工作；建立职业年金制度；建立健全确保养老金发放的筹资机制；逐步实行社会化管理服务；提高社会保险经办管理水平
2016年	《国防科工局2016年全国科技工作会议交流材料》	国防科工局	积极推进军工科研院所分类改革；支持优势民企参与武器装备科研生产；强化奖励的激励和引导作用；推进军民标准通用化工作；构建军民科技信息交流平台；促进军民知识产权科技成果双向转化；推动军民科技资源开放共享

2016年	《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》	国防科工局	推动军工企业改制重组和上市。积极开展和规范办理涉军单位改制重组上市军工事项审查，发展混合所有制经济，提高军工资产证券化率。鼓励军工专业化重组。
2017年	《2017年国防科工局军民融合专项行动计划》	国防科工局	深化国有军工企业投资主体多元化改革。深入推进军工企业混合所有制改革，组织3家首批试点单位实施混合所有制改革，配合发展改革委遴选第二批试点单位并组织实施；继续推进军工企业股份制改造，加快军工资产证券化进程。
2018年	《关于推进军民融合深度发展若干财政政策的意见》	中央全面深化改革委员会	各级财政部门要聚焦军民融合发展重点领域和新兴领域，处理好政府和市场、中央和地方的关系，落实资金保障，引导多元投入，优化资源配置，健全配套政策，更好发挥财政政策在推进军民融合深度发展中的作用。
2019年1、3月	国资委工作会议	国资委	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
2019年3月	国防军工上市公司座谈会	证监会、国资委	证监会及相关部门表示“将充分考虑军工企业的特殊性与重要性，贯彻落实国家军民融合发展战略、创新驱动发展战略，进一步完善体制机制改革，继续深化资本市场基础性制度改革，大力拓展各类融资渠道，不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度”。 国资委表示将“引导军工集团将优质军工资产注入上市公司，以混改促进融合，更加融入‘民’的机制，激发内生动力和活力，充分发挥上市公司平台作用”。

数据来源：政府相关网站，广发证券发展研究中心

目前军工板块估值和股价均处于历史底部区间，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。当前板块估值和个股价格均处于历史底部区间，市场条件适合做资产证券化。

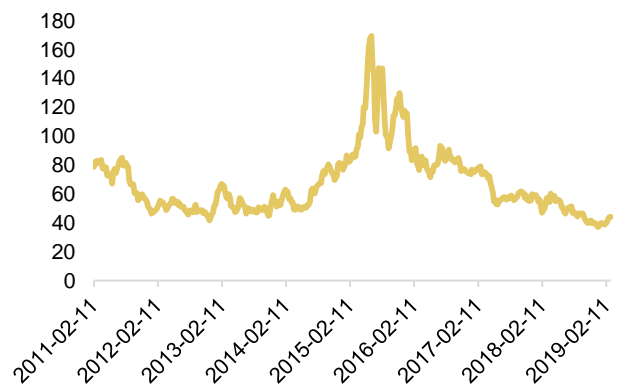
图 2：中证军工PE（静态）



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 3：中证军工PE（动态）



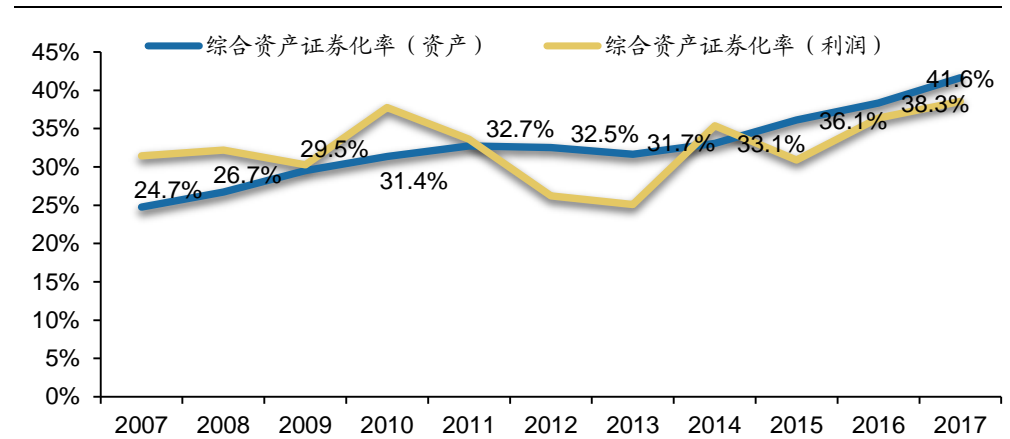
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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率低于央企平均水平，提升空间大

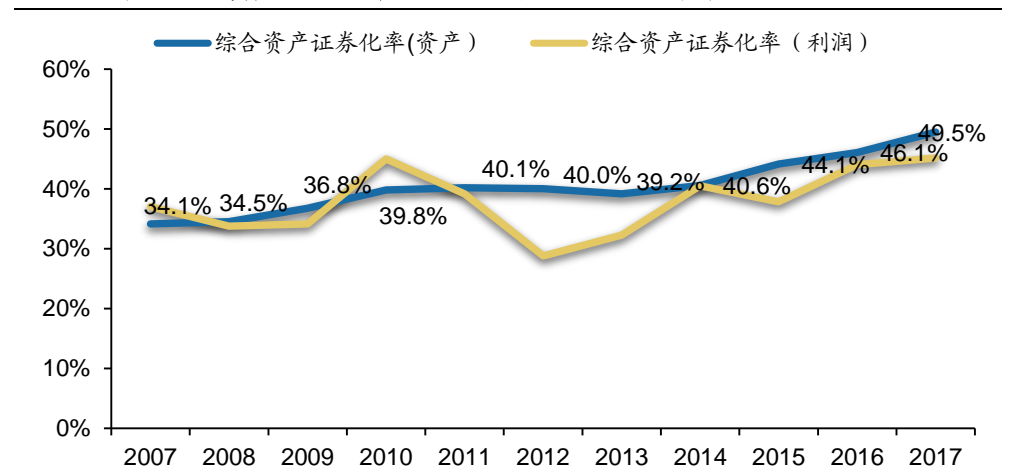
军工集团整体资产证券化率稳步提升，仍远低于央企平均水平。国务院国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会上表示，2018年，中央企业资产的65%、营业收入的61%、利润总额来源的88%都在上市公司。从资产口径来看，军工集团2017年资产证券化率为49.5%；从净利润口径看，军工集团2017年资产证券化率为46.1%；在考虑2018年军工集团资本运作行为后，预计军工集团的资产证券化率仍低于央企平均水平。

图 4：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 5：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

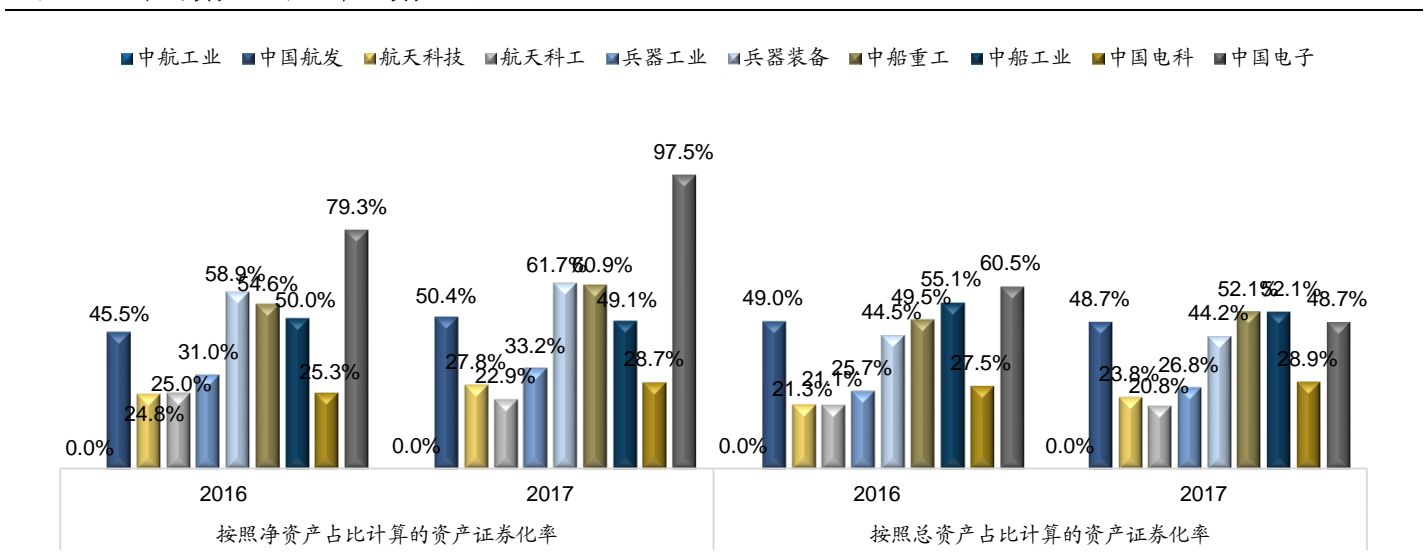
各军工集团积极推进军工资产证券化，“十三五”甚至更远期间，军工资产证券化方向不会发生变化。2014年以来，各军工集团分别通过集团文件或相关文章、报道传递积极推动军工资产证券化的决心和目标。中国航天科技集团等集团对“十三五”期间提升集团资产证券化率制定了具体的目标。考虑目前军工集团的综合资产证券化率较低，以及国家和各军工集团推动相关资产证券化的决心，我们认为，在“十三五”甚至更远的时间范围内，军工集团的资产证券化的方向不会发生变化。

表 3: 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 ，加强对外收并购，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% ”。

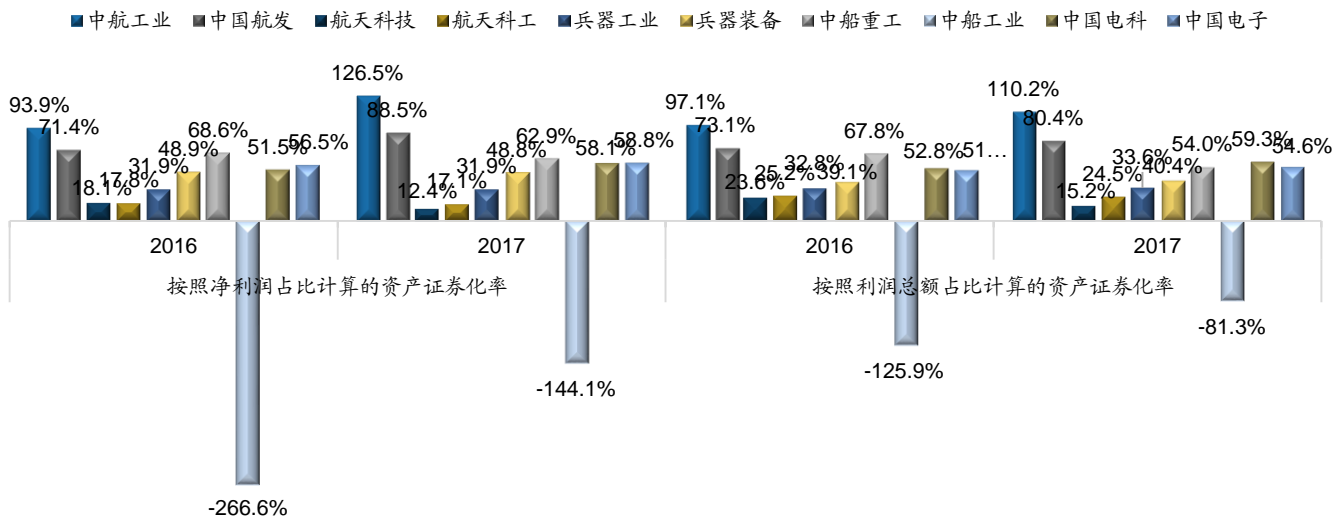
数据来源：中国证券报，每日经济新闻，上海证券报，中国证券报，广发证券发展研究中心

图 6: 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 7: 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

各军工集团资产证券化发展阶段不同，其资产证券化呈现特点也不尽相同：

- 部分军工集团进入核心军品资产阶段。部分集团资产证券化启动早，目前资产证券化率已经较高，未来集团资产证券化将向迈向深水区，例如核心军品总装资产及军工科研院所等，逐步完成业务板块的整体上市；
- 部分军工集团可能仍体现为民品及配套类军工资产注入。部分集团资产证券化率较低，未来一段时间可能体现为资产证券化初期阶段的特点，例如某业务板块内单一或部分军工企业先注入，注入资产以民品和配套类军品为主。

关注军工科研院所转制进展，有望进一步打开军工资产证券化空间。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 4: 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	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。

			入最为关键的实施阶段。	
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事项审查申报指南（2018年版）》	国防科工局	指导涉军企事业单位在改制、重组、上市及上市后资本运作过程中规范操作	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。
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

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。从中国船舶、中船防务、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**公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化**等特点：

- **公司间资产整合：**中国船舶的船舶动力资产置入中船防务，中船防务的船舶制造资产置入中国船舶，实现了同一集团下的不同上市公司间的战略性资产整合，调整并进一步明确了上市公司的平台定位。
- **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。
- **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。
- **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。

关注造船行业战略性重组对中船重工集团和中国船舶工业集团资本运作和相关资产

证券化带来的推动作用。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”。根据中船工业集团报道，3月14日，中船工业集团领导和中船重工集团领导进行会面，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。随后，中船科技、中国船舶、中船防务相继停牌进行重组，建议持续关注造船行业战略性重组对中船重工集团和中国船舶工业集团资本运作和相关资产证券化带来的推动作用。

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

投资建议

在军工国企改革的大背景下，我们认为军工资产证券化在国家政策支持下将持续推进。从长周期来看，我们认为，**2019-2020年是军工资产证券化小高峰**，“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。

建议关注两条投资主线。一是，造船领域战略性重组对“两船集团”资本运作带来的推动作用，相关公司包括**中国船舶、中船防务、中船科技、中国应急、中国海防、中国动力**等；二是，军工集团具备平台地位的公司，例如**国睿科技、四创电子、中航机电、中航电子、航天电子、航发控制、内蒙一机**等。

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，相关公司外延并购具有不确定性。

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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。