

国防军工行业 18 年报&19 一季报综述

一季度行业景气度显著提升，将向上游公司传导

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-06

核心观点:

● 板块营收、业绩稳定增长，一季度增速提升显著

剔除资本运作影响后，18 年军工主业公司营收增速为 9%，同比下降 3pct；归母净利润增速为 15%，同比提高 0.46pct。19Q1 军工主业公司营收增速为 24%，同比提升 11pct；归母净利润增速为 59%，同比提高 18pct。一季度营收、归母净利润增速提升显著。

● 总装受产品交付节奏变化影响，系统级公司营收增速持续提升

剔除资本运作影响后，总装公司 18 年营收增速为 6%，同比下降 1pct，净利润增速为 13%，同比提升 5pct；19Q1 营收同比增长 32%，同比提升 11pct；我们认为总装公司营收变化主要受产品交付节奏变化影响。系统级公司 18 年营收增速为 12%，同比提升 2pct，归母净利润增速为 13%，同比提升 4pct；19Q1 营收增速为 14%，同比提升 6pct；营收增速持续提升。

● 预收账款/合同负债、预付账款保持较高水平，景气度向上游传导

19Q1 军工主业公司预收账款/合同负债同比增长 5%，环比下降 8%，保持较高水平，我们认为板块在手订单较为充足。预付账款同比增长 28%，环比下降 2%；总装公司预付账款增幅保持稳定，系统级公司预付账款连续两个季度大幅增长，我们认为订单正逐步由总装、系统级公司逐步下达到设备及零部件公司，相应公司景气度有望提升。

● 公募基金军工股持仓比例出现历史新低

公募基金 19Q1 军工股持仓比例为 1.49%，创 13Q4 以来新低。军工集团上市公司在持仓中的占比下滑至 77.6%，仍然保持高位。持仓市值前十大个股市值占军工股持仓市值的 87%，有所提升。

● 投资建议

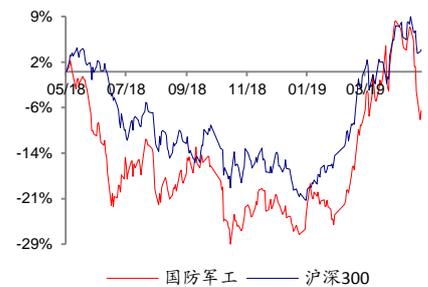
从基本面看，18 年行业业绩、订单、资产证券化、改革进度均出现边际改善，19Q1 行业营收、业绩增速提升，进一步验证行业景气度提升的逻辑，从预收账款、预付账款等先导指标来看，订单正沿产业链逐级下达，景气度正从总装、系统级公司向设备及零部件公司传导。从公募基金持仓情况来看，19Q1 持仓仍集中于龙头公司，但持仓比例创新低。19-20 年是“十三五”后两年，订单下达、资产证券化、改革进度有望加速，而目前行业估值、公募基金持仓比例处于底部区间，具备投资价值。

关注四类公司：船舶板块—中国船舶、中船防务、中船科技、中国动力；国企改革板块—国睿科技、四创电子、中航机电、航发控制；军工核心资产板块—中直股份、内蒙一机、航发动力、中航沈飞；军民融合板块—凯乐科技、火炬电子。

● 风险提示

相关政策出台时间低于预期，资产证券化存在较大不确定性，国际局势变化具有不可预知性。

相对市场表现



分析师:

赵炳楠



SAC 执证号: S0260516070004



SFC CE No. BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究:

国防军工行业 18 年三季报综 2018-11-01

述:行业保持高景气, 配套公司业绩显著改善

国防军工行业 18 年中报综 2018-09-03

述:上半年净利润稳定增长, 总装公司景气度显著提升

联系人: 袁晓宣 010-59136613

yuanxiaoxuan@gf.com.cn

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中直股份	600038.SH	人民币	42.53	2019/4/26	买入	55.12	1.04	1.30	40.89	32.72	20.05	16.26	7.4	8.4
内蒙一机	600967.SH	人民币	11.18	2019/4/30	买入	13.53	0.38	0.45	29.42	24.84	9.64	7.60	7.1	7.8
航发动力	600893.SH	人民币	24.31	2018/10/30	买入	-	0.58	0.72	41.63	34.00	12.98	11.31	4.6	5.4
国睿科技	600562.SH	人民币	15.75	2018/11/14	买入	-	0.23	0.33	68.48	47.73	64.07	43.26	7.1	9.1
中国动力	600482.SH	人民币	23.80	2019/4/18	买入	31.85	0.91	1.07	26.15	22.24	12.09	10.19	5.7	6.3
中航机电	002013.SZ	人民币	7.43	2019/4/26	买入	8.40	0.26	0.30	28.58	24.77	18.87	16.45	9.4	9.9
中航沈飞	600760.SH	人民币	30.70	2019/4/28	买入	40.32	0.64	0.77	47.97	39.87	21.48	17.71	9.8	10.2
凯乐科技	600260.SH	人民币	20.94	2019/4/28	买入	41.76	1.74	2.26	12.03	9.27	7.76	5.26	18.4	19.2
火炬电子	603678.SH	人民币	19.75	2019/4/26	买入	29.1	0.97	1.27	20.36	15.55	13.85	10.74	13.8	15.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

样本与研究方法	6
2018 年军工行业基本面回顾	8
内生业务稳健增长，行业出现边际改善	8
军工集团经营效率有所提升，民参军公司盈利能力有所恢复	10
子行业：航空装备板块景气度相对较高	12
产业链：总装公司营收或受交付节奏变化影响，配套公司景气度有所提升	13
2019 年一季度军工行业基本面回顾	14
营收、归母净利润增速同比提升显著	14
军工集团营收、归母净利润增速显著提升，民参军公司两极分化	15
子行业：航空装备板块保持高景气，舰船、电子、材料板块营收有所恢复	17
产业链：总装公司营收或受交付节奏变化影响，配套公司景气度有所提升	18
行业景气度正向上游传导	18
预收账款/合同负债：保持较高水平	18
预付账款：总装公司增长稳定，系统级公司大幅增长	19
2019Q1 公募基金军工股持仓情况分析	20
一季度公募基金继续减仓军工股，持仓比例创新低	20
公募基金持仓个股情况汇总	21
公募基金军工股持仓资金量情况汇总	23
投资建议	23
风险提示	24

图表索引

图 1: 军工行业历年收入情况	8
图 2: 军工行业历年归母净利润情况	8
图 3: 军工主业公司历年收入情况	9
图 4: 军工主业公司历年归母净利润情况	9
图 5: 军工主业公司毛利率和净利率情况	9
图 6: 军工主业公司期间费用率情况	9
图 7: 2018 年军工主业公司收入分布增速	10
图 8: 2018 年军工主业公司净利润增速分布	10
图 9: 军工集团军工主业公司历年收入情况	10
图 10: 军工集团军工主业公司历年归母净利润情况	10
图 11: 民参军军工主业公司历年收入情况	11
图 12: 民参军军工主业公司历年归母净利润情况	11
图 13: 军工集团军工主业公司毛利率和净利率情况	11
图 14: 军工集团军工主业公司期间费用率情况	11
图 15: 民参军军工主业公司毛利率和净利率情况	12
图 16: 民参军军工主业公司期间费用率情况	12
图 17: 子行业军工主业公司收入增速	12
图 18: 子行业军工主业公司剔除资本运作收入增速	12
图 19: 子行业军工主业公司净利润增速	13
图 20: 子行业军工主业公司剔除资本运作净利润增速	13
图 21: 产业链军工主业公司营收增速	14
图 22: 产业链军工主业公司剔除资本运作营收增速	14
图 23: 产业链军工主业公司净利润增速	14
图 24: 产业链军工主业公司剔除资本运作净利润增速	14
图 25: 军工行业历年一季度收入情况	15
图 26: 军工行业历年一季度归母净利润情况	15
图 27: 军工主业公司历年一季度收入情况	15
图 28: 军工主业公司历年一季度归母净利润情况	15
图 29: 军工集团军工主业公司历年一季度收入情况	16
图 30: 军工集团军工主业公司历年一季度归母净利润情况	16
图 31: 民参军军工主业公司历年一季度收入情况	16
图 32: 民参军军工主业公司历年一季度归母净利润情况	16
图 33: 子行业军工主业公司一季度收入增速	17
图 34: 子行业军工主业公司剔除资本运作一季度收入增速	17
图 35: 子行业军工主业公司一季度净利润增速	17
图 36: 子行业军工主业公司剔除资本运作一季度净利润增速	17
图 37: 产业链军工主业公司一季度营收增速	18
图 38: 产业链军工主业公司剔除资本运作一季度营收增速	18
图 39: 公募基金军工股持仓市值及比例情况	20

图 40: 公募基金军工股加仓情况..... 20
图 41: 公募基金军工股持仓超配情况 21
图 42: 军工集团上市公司在公募基金中的持仓情况..... 21

表 1: 样本选择与分类 6
表 2: 军工主业类公司预收账款/合同负债变化..... 19
表 3: 军工主业类公司预付账款变化 19
表 4: 公募基金持仓总市值前十 22
表 5: 公募基金持仓基金数量前十 22
表 6: 公募基金持仓加仓股份数量前十 22
表 7: 公募基金持仓资金变化情况 23

样本与研究方法

样本选择: 本报告以56家军品业务占比较大且业务在军工产业链中较为核心的公司作为样本进行研究；不包含军工业务尚未产生大规模收入或对公司整体业务影响较小公司。

- **业务结构:** 为了使统计数据更具备说服力，我们将公司主营业务中军工业务占比较大或对利润影响较大的公司归类为军工主业型公司；公司主营业务中包含军工业务，但其他非军工主营业务对公司业绩也有重大影响的多主业上市公司归类为军工混业公司（例如舰船装备总装类企业军工业务规模大，但非军工业务对业绩影响巨大，统计中列为军工混业类）；此外在我们覆盖跟踪池中还有部分具有军工业务，但当期财报中军工业务对公司整体业绩贡献较小的上市公司，以及出现一次性大额亏损的公司，这些公司未体现在我们的统计口径中。样本中军工主业类公司43家，包含军工混业类公司13家。
- **股东结构:** 军工集团上市公司30家，民参军公司26家。
- **子行业结构:** 航天装备公司6家，航空装备公司12家，兵器装备公司6家，舰船装备公司4家，电子信息设备公司21家，材料及加工公司7家。
- **产业链结构:** 总装公司11家，系统公司10家，设备及零部件公司26家，材料及加工公司7家，后市场公司2家；部分公司同时纳入多个产业机构统计。

研究方法:

- **整体法:** 采用整体法进行统计计算，即将样本上市公司财务数据加总，再进行营业收入、归母净利润（后文所有净利润均指归母净利润）、ROE等财务分析数据计算。
- **纳入统计时间:** 公司报表中首次包含军工业务的财年起纳入统计口径（剔除借壳、资产注入或转型收购前数据）。
- **以军工主业公司为主进行分析:** 军工主业公司为样本的统计数据更具代表性，本报告更多对军工主业为样本的上市公司数据进行分析。
- **剔除资本运作影响:** 当年因借壳、IPO等方式首次获取军工业务，以及通过并购方式扩大军工业务的，我们通过在总量中去掉该公司在当年以及前一年的全部财务数据方式获取剔除资本运作影响的增长数据。

表 1: 样本选择与分类

代码	简称	集团	分类	分类	主业分布
600038.SH	中直股份	中航工业	总装	航空装备	军工主业
600760.SH	中航沈飞	中航工业	总装	航空装备	军工主业
000768.SZ	中航飞机	中航工业	总装	航空装备	军工主业
600316.SH	洪都航空	中航工业	总装	航空装备	军工主业
002013.SZ	中航机电	中航工业	系统	航空装备	军工主业
600372.SH	中航电子	中航工业	系统	航空装备	军工主业
002179.SZ	中航光电	中航工业	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600862.SH	中航高科	中航工业	材料及加工	材料及加工	军工主业

600893.SH	航发动力	中国航发	总装	航空装备	军工主业
000738.SZ	航发控制	中国航发	设备及零部件	航空装备	军工主业
600118.SH	中国卫星	航天科技	总装	航天装备	军工主业
002389.SZ	航天彩虹	航天科技	总装	航空装备	军工主业
600879.SH	航天电子	航天科技	系统	航天装备	军工主业
002025.SZ	航天电器	航天科工	设备及零部件	航天装备	军工主业
600990.SH	四创电子	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600562.SH	国睿科技	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
002935.SZ	天奥电子	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600764.SH	中国海防	中船重工	系统	舰船装备	军工主业
600482.SH	中国动力	中船重工	系统	舰船装备	军工主业
300516.SZ	久之洋	中船重工	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300527.SZ	中国应急	中船重工	设备及零部件	兵器装备	军工主业
600184.SH	光电股份	兵器工业	总装、设备零部件	兵器装备	军工主业
600967.SH	内蒙一机	兵器工业	总装	兵器装备	军工主业
600435.SH	北方导航	兵器工业	总装	兵器装备	军工主业
600260.SH	凯乐科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300101.SZ	振芯科技	民参军	设备及零部件	航天装备	军工主业
300123.SZ	亚光科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300600.SZ	瑞特股份	民参军	设备及零部件	舰船装备	军工主业
002413.SZ	雷科防务	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
002414.SZ	高德红外	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300581.SZ	晨曦航空	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300719.SZ	安达维尔	民参军	设备及零部件	航空装备	军工主业
002933.SZ	新兴装备	民参军	设备及零部件	航空装备	军工主业
300416.SZ	苏试试验	民参军	后市场	电子信息设备	军工主业
300699.SZ	光威复材	民参军	材料及加工	材料及加工	军工主业
300696.SZ	爱乐达	民参军	材料及加工	材料及加工	军工主业
603712.SH	七一二	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
002465.SZ	海格通信	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
000561.SZ	烽火电子	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
601606.SH	长城军工	国有涉军	系统	兵器装备	军工主业
300034.SZ	钢研高纳	国有涉军	材料及加工	材料及加工	军工主业
300114.SZ	中航电测	中航工业	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
600765.SH	中航重机	中航工业	材料及加工	材料及加工	军工混业
000547.SZ	航天发展	航天科工	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
000519.SZ	中兵红箭	兵器工业	系统	兵器装备	军工混业
000733.SZ	振华科技	中国电子	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
601989.SH	中国重工	中船重工	总装	舰船装备	军工混业
002023.SZ	海特高新	民参军	设备零部件、后市场	电子信息设备	军工混业
300053.SZ	欧比特	民参军	设备及零部件	航天装备	军工混业

300252.SZ	金信诺	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
300427.SZ	红相股份	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
002214.SZ	大立科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
002151.SZ	北斗星通	民参军	设备及零部件	航天装备	军工混业
603678.SH	火炬电子	民参军	材料及加工、设备零部件	材料及加工	军工混业

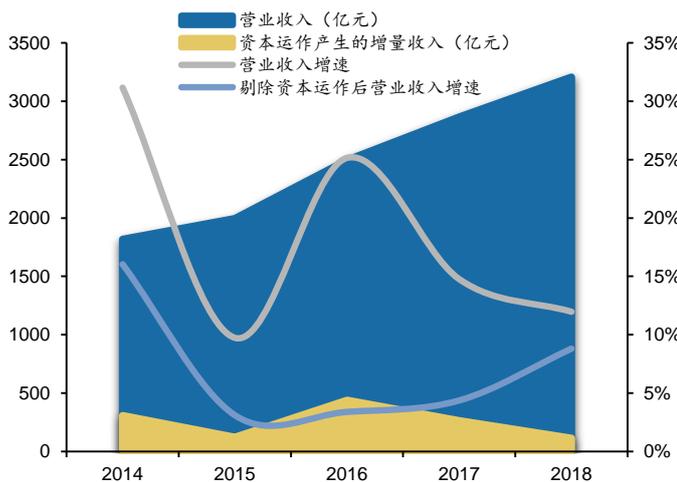
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2018年军工行业基本面回顾

内生业务稳健增长，行业出现边际改善

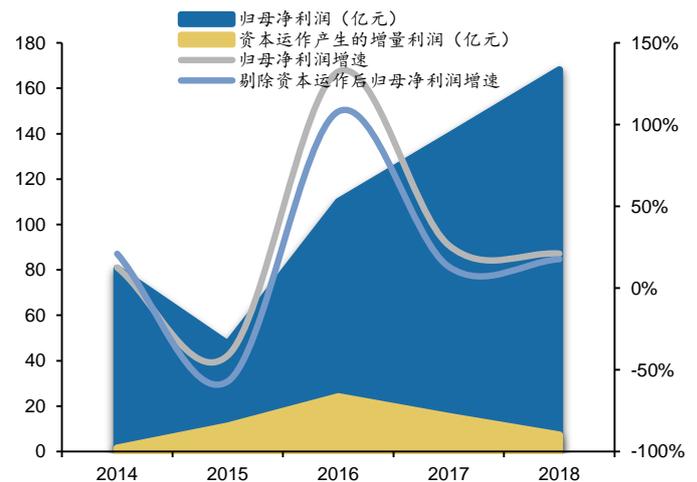
2018年军工板块营业收入增长12%，归母净利润增长21%。依据我们的样本统计口径，2018年军工行业营收共计3207亿元，同比增长12%，增速同比下降3pct；归母净利润共计168亿元，同比增长21%，增速同比下降5pct。

图 1: 军工行业历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 军工行业历年归母净利润情况

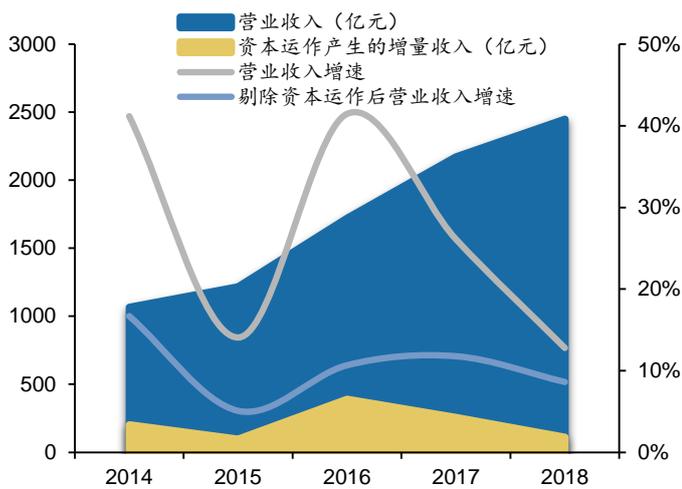


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

主业军工板块营业收入增长13%，归母净利润增长33%。2018年军工主业公司营收总计2448亿元，同比增长13%，增速同比下降13pct；归母净利润总计136亿元，同比增长19%，增速同比下降10pct。

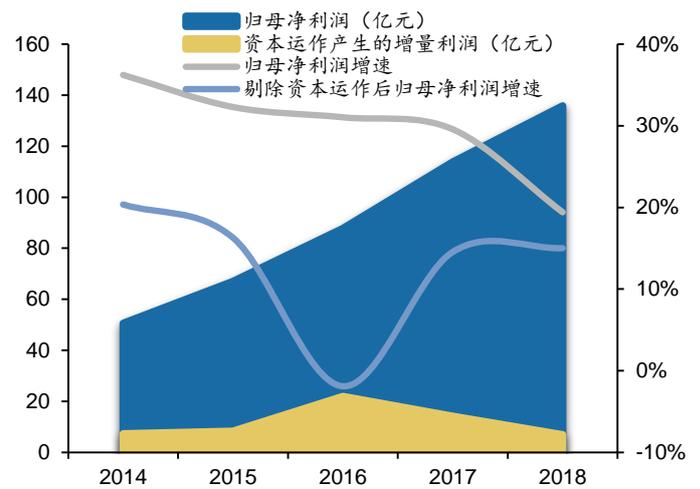
剔除资本运作影响，军工主业公司营收增速为9%，归母净利润增速为15%，营收增速下滑，净利润增速同比略有提升。资产注入和IPO导致的统计口径变动是业绩总量增长的主要因素。主要系新增中航沈飞、航天彩虹、七一二等公司通过借壳、并购或IPO新增进入统计口径导致。剔除资本运作并表影响，军工主业公司营收增速为9%，同比下降3pct；归母净利润增速为15%，同比提高0.46pct。军工板块营收增速为9%，同比提升4pct；归母净利润增速为18%，同比提升5pct。

图 3: 军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

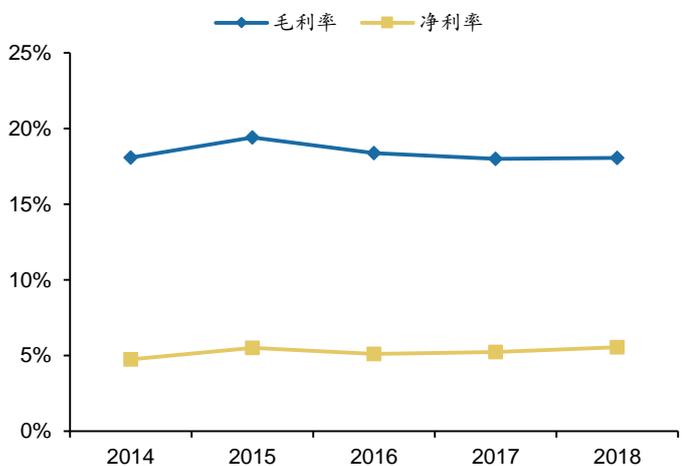
图 4: 军工主业公司历年归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

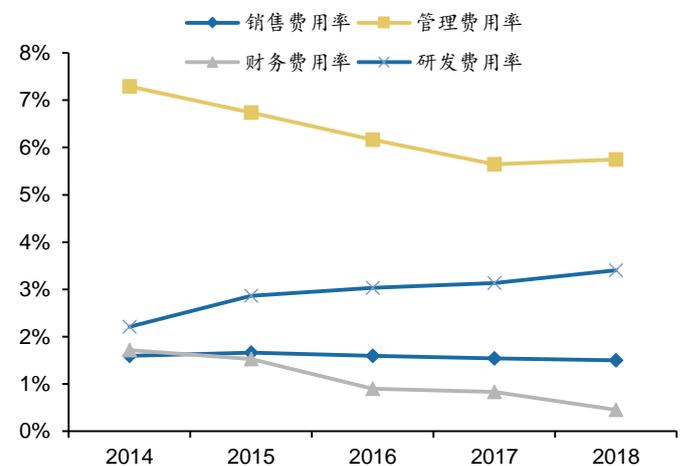
军工主业公司毛利率基本持平，净利率受期间费用率下降影响有所提升。2018年军工主业公司的毛利率为18.06%，基本持平；整体经营效率提升，期间费用率同比下降0.05pct。受期间费用下降的影响，军工主业公司的净利率同比提升0.31pct，达到5.55%，已连续三年提升。期间费用的下降是军工主业公司净利润提升的重要因素。

图 5: 军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 军工主业公司期间费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2017 年管理费用已剔除研发费用

军工主业公司中，14家营收增速在20%以上，14家净利润增速在20%以上。除去2018年纳入统计范围的公司，总共对39家军工主业公司进行统计。2018年度，营收方面，14家公司增速在20%以上，航天彩虹（同比增长88%）、久之洋（同比增长50%）增速较高，其中；净利润方面，洪都航空（同比增长384%）、中航高科（同比增长264%）、高德红外（同比增长126%）增速较高。

图 7: 2018年军工主业公司收入分布增速

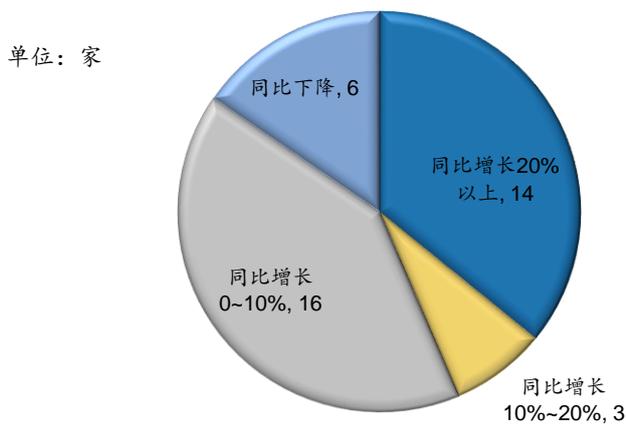
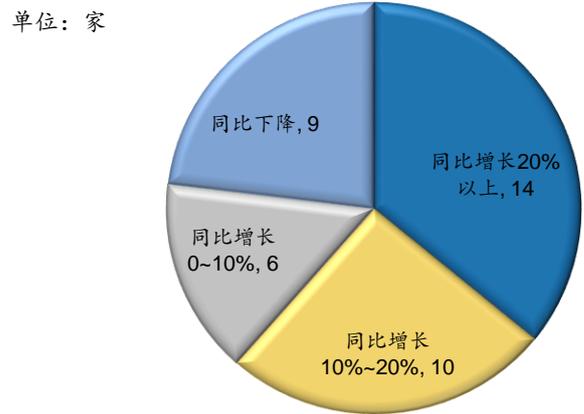


图 8: 2018年军工主业公司净利润增速分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

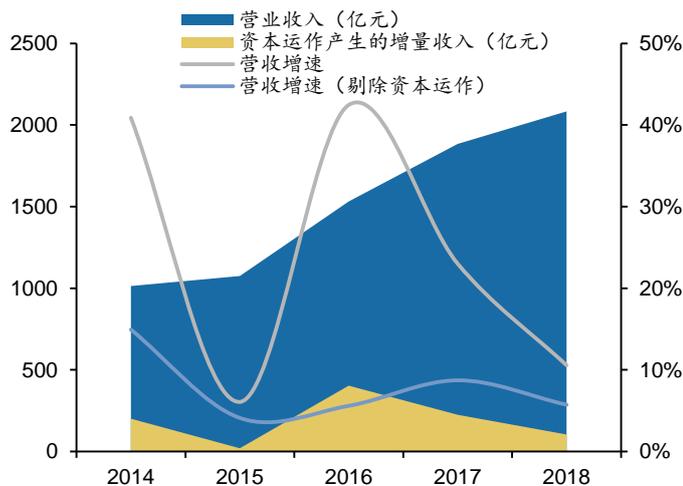
注: 2014-2017年管理费用已剔除研发费用

军工集团经营效率有所提升, 民参军公司盈利能力有所恢复

军工集团军工主业公司营业收入和归母净利润增速均同比下降。2018年军工集团军工主业公司营业收入总计2083亿元, 同比增长11%, 增速同比下降12pct; 归母净利润总计101亿元, 同比增长14%, 增速同比下降8pct。

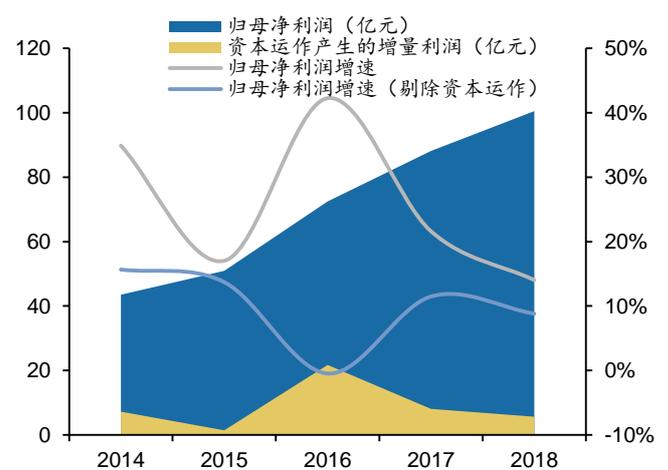
剔除资本运作影响, 军工集团军工主业公司营收、归母净利润增速降幅收窄。资产注入导致的统计口径变动是业绩总量增长的主要因素, 主要系新增中航沈飞、航天彩虹、中国动力等公司通过借壳或并购新增进入统计口径导致。剔除资本运作并表影响, 军工集团军工主业公司营收增速为9%, 同比下滑3pct; 净利润增速为9%, 同比下滑3pct; 在剔除资本运作影响后, 军工集团军工主业公司营收、净利润增速降幅均出现收窄。

图 9: 军工集团军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 军工集团军工主业公司历年归母净利润情况



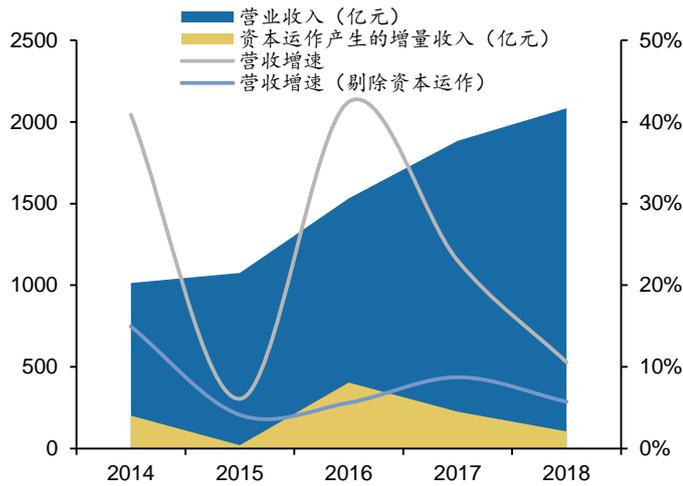
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

民参军军工主业公司营业收入增长27%, 归母净利润增长38%。2018年民参军军工

主业公司营收总计364亿元，同比增长27%，增速同比下降24pct；归母净利润总计35亿元，同比增长38%，增速同比下降29pct。

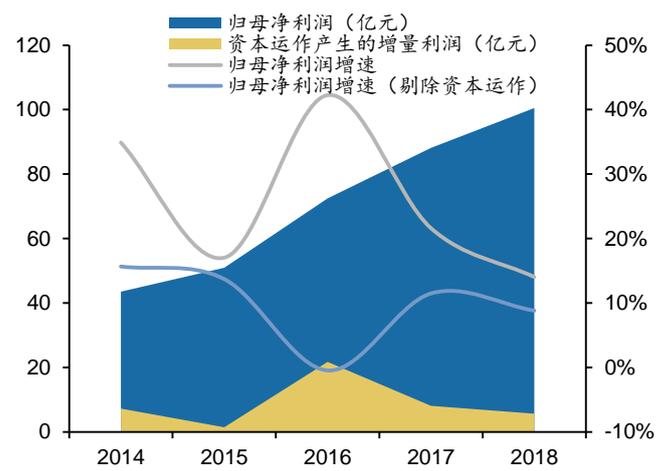
剔除资本运作影响，民参军军工主业公司营收增速为26%，归母净利润增速为34%，净利润增速提升。IPO和并购导致的统计口径变动是业绩总量增长的主要因素，主要系新增七一二等公司通过借壳、并购或IPO新增进入统计口径导致。剔除资本运作并表影响，民参军军工主业公司营收增速为26%，同比下降10pct；净利润增速为34%，同比提升6pct。

图 11: 民参军军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

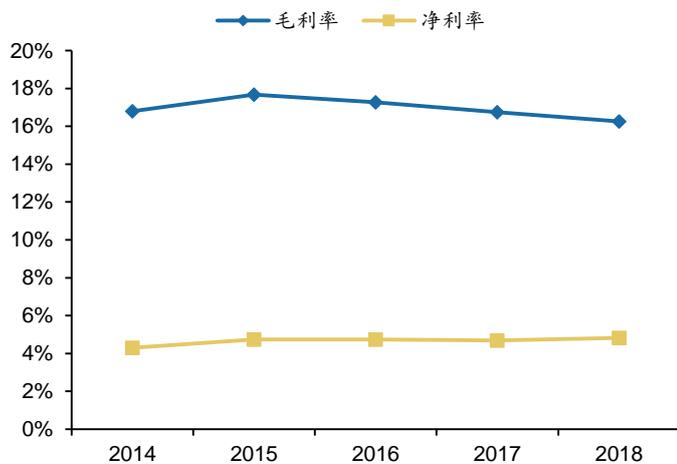
图 12: 民参军军工主业公司历年归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

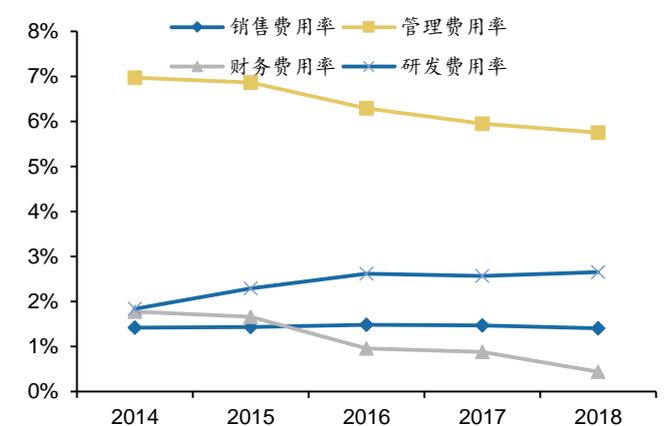
军工集团军工主业公司提升受益于期间费用率下降。军工集团军工主业公司的毛利率为16.26%，同比下滑0.49pct；净利率为4.82%，同比提升0.15pct，已连续三年提升。净利率的持续提升主要受益于16-18年期间费用率的持续下降，由15年的12.25%下降至10.25%。

图 13: 军工集团军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 军工集团军工主业公司期间费用率情况

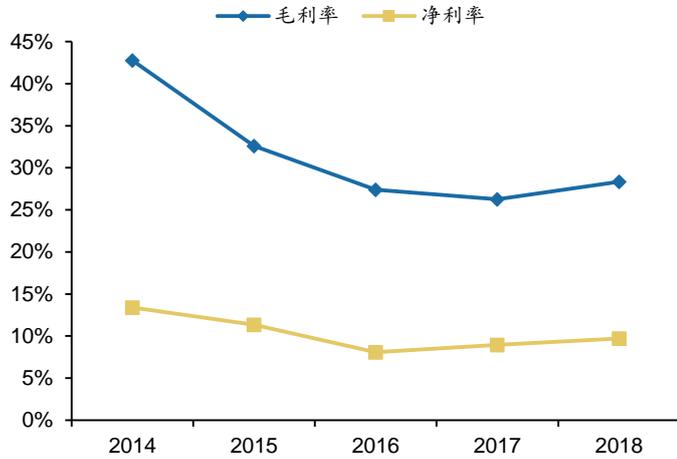


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2017年管理费用已剔除研发费用

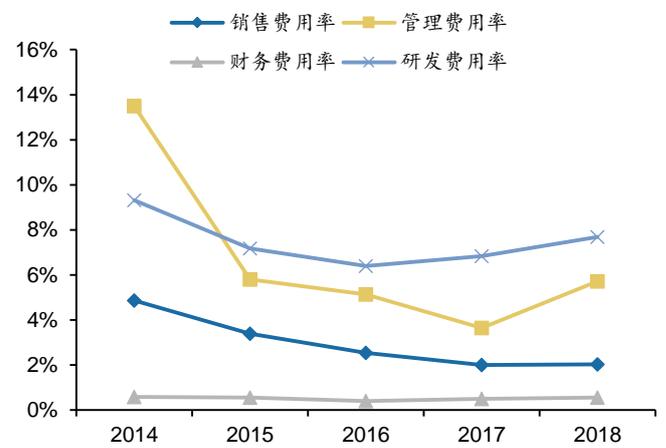
民参军军工主业公司净利率提升主要受益于毛利率的提高。民参军军工主业公司的毛利率为28.35%，同比提升2.09pct；期间费用率为15.97%，同比提升3.01pct；民参军公司的净利率提升主要受益于毛利率的提高。

图 15: 民参军军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 民参军军工主业公司期间费用率情况



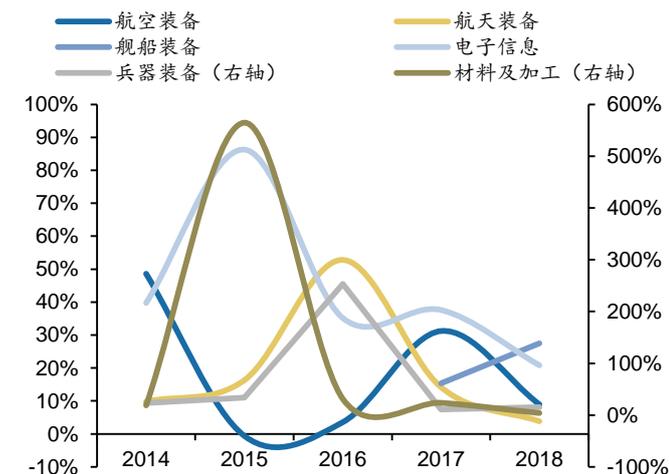
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2017 年管理费用已剔除研发费用

子行业: 航空装备板块景气度相对较高

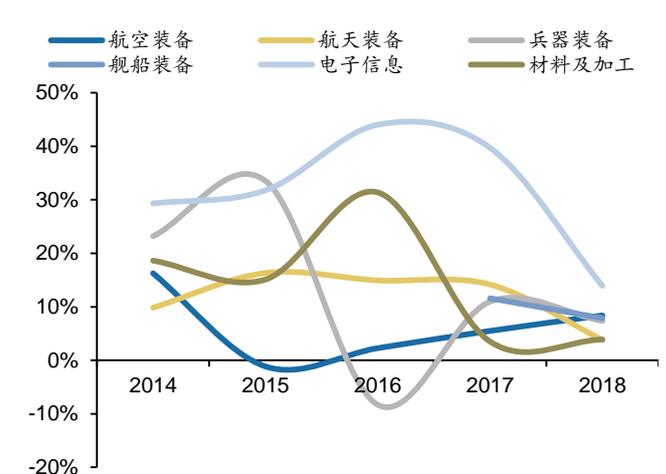
子板块营收增速出现分化, 剔除资本运作影响后, 仅航空装备板块营收增速同比提升。在剔除资本影响后, 航空装备板块营收增速同比提升3pct, 是唯一营收增速提升的板块。电子信息(考虑、剔除资本运作影响营收增速分别同比下降17、26pct)和航天装备(考虑、剔除资本运作影响营收增速均同比下降10pct)板块营收增速下降较大。

图 17: 子行业军工主业公司收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 子行业军工主业公司剔除资本运作收入增速



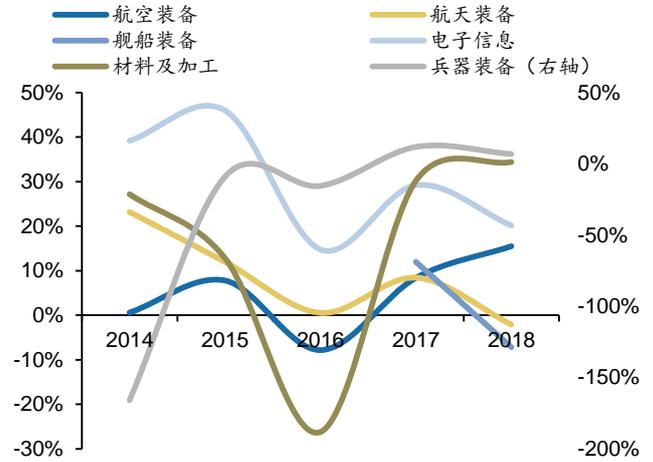
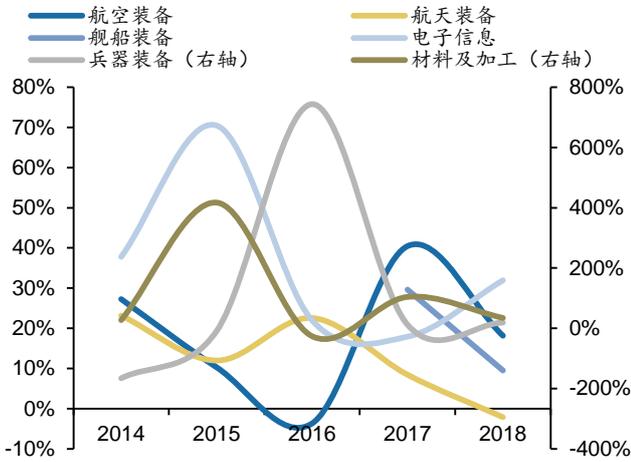
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

剔除资本运作影响后, 航空装备、材料及加工板块归母净利润增速同比分别提升7pct、4pct。在剔除资本运作影响后, 航空装备板块归母净利润同比增长15%, 增

速同比提升7pct；材料及加工板块归母净利润同比增长34%，增速同比提升4pct；其他板块归母净利润增速均有不同程度下滑。

图 19：子行业军工主业公司净利润增速

图 20：子行业军工主业公司剔除资本运作净利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

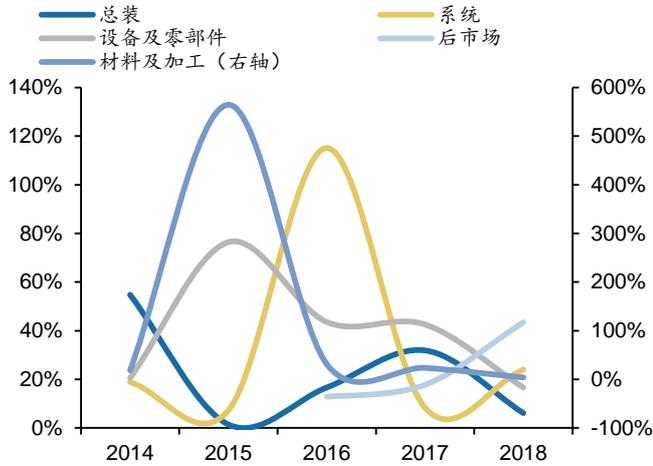
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

产业链：总装公司营收或受交付节奏变化影响，配套公司景气度有所提升。总装公司营收增速同比下降，可能受产品交付节奏变化影响。收入方面，总装公司营收增速为6%，同比下降26pct（剔除资本运作后，营收增速为6%，同比下降1pct）；净利润方面，总装公司净利润增速为13%，同比下降28pct（剔除资本运作后，净利润增速为13%，同比提升5pct）。总装公司营收增速下降，可能受产品交付节奏变化影响。

部分配套企业营收、归母净利润增速提升，订单沿产业链传导开始得到体现。剔除资本运作后，系统类、后市场公司营收、归母净利润增速同比提升，从订单传导流程来看，系统类公司最先从总装公司获得订单，故营收、业绩最先开始改善；后续有望在设备及零部件、材料及加工板块得到持续验证。

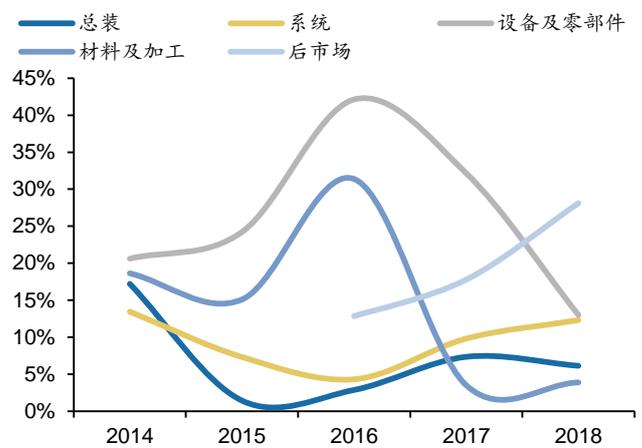
- **系统板块：**营收增速为24%，同比提升16pct（剔除资本运作后，营收增速为12%，同比提升2pct）；归母净利润增速为22%，同比提升20pct（剔除资本运作后，归母净利润增速为13%，同比提升4pct）。
- **设备及零部件板块：**营收增速为17%，同比下降26pct（剔除资本运作后，营收增速为13%，同比下降19pct）；归母净利润增速为20%，同比下降20pct（剔除资本运作后，归母净利润增速为14%，同比下降12pct）。
- **材料及加工板块：**营收增速为4%，同比下降20pct（剔除资本运作后，营收增速为4%，基本持平）；归母净利润增速为34%，同比大幅下滑（剔除资本运作后，归母净利润增速为34%，同比提升4pct）。
- **后市场板块：**营收增速为43%，同比提升26pct（剔除资本运作后，营收增速为28%，同比提升10pct）；归母净利润增速为-4%，同比下降17pct（剔除资本运作后，归母净利润增速为17%，同比提升5pct）。

图 21: 产业链军工主业公司营收增速



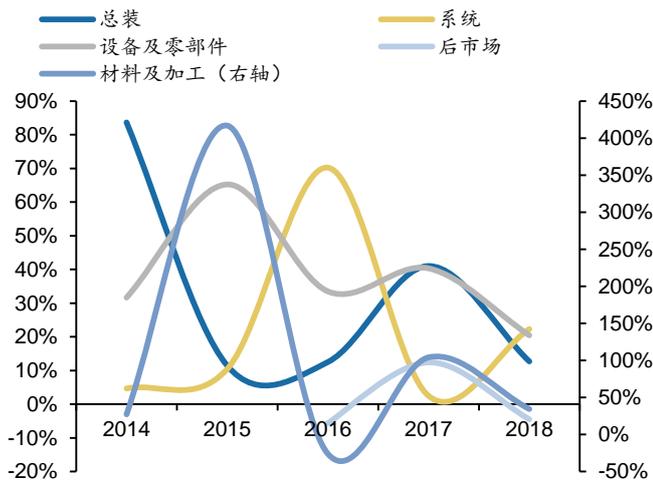
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 产业链军工主业公司剔除资本运作营收增速



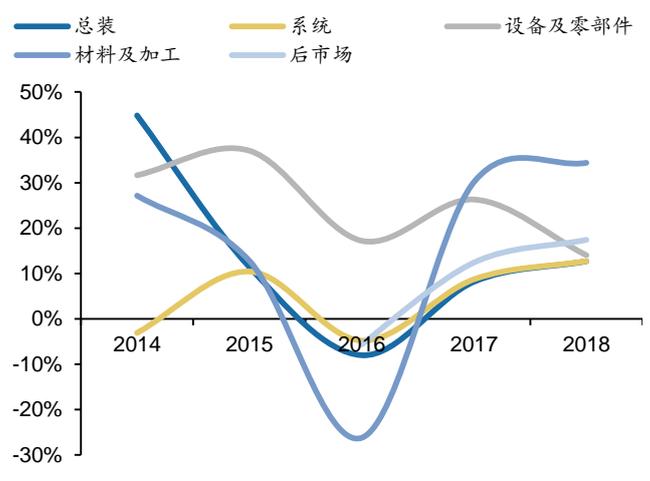
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 产业链军工主业公司净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 产业链军工主业公司剔除资本运作净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019 年一季度军工行业基本面回顾

营收、归母净利润增速同比提升显著

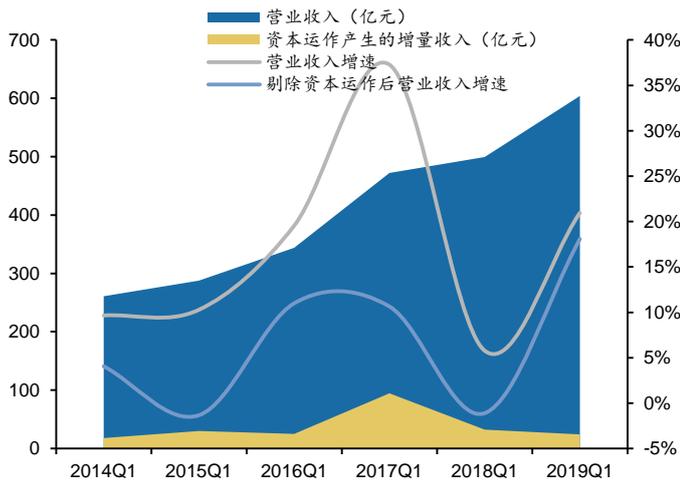
2019Q1 军工板块营业收入增长 21%，归母净利润增长 41%。依据我们的样本统计口径，2019Q1 军工行业营收共计 604 亿元，同比增长 21%，增速同比提升 15pct；归母净利润共计 29 亿元，同比增长 41%，增速同比提升 1pct。

主业军工板块营业收入增长 27%，归母净利润增长 45%。2019Q1 军工主业公司营收总计 475 亿元，同比增长 27%，增速同比提升 5pct；归母净利润总计 18 亿元，同比增长 45%，增速基本持平。

剔除资本运作影响，军工主业公司营收增速为24%，归母净利润增速为59%，营收、净利润增速同比提升显著。剔除资本运作并表影响，军工主业公司营收增速为24%，同比提升11pct；归母净利润增速为59%，同比提高18pct。军工板块营收增速为18%，同比提升19pct；归母净利润增速为49%，同比提升16pct。

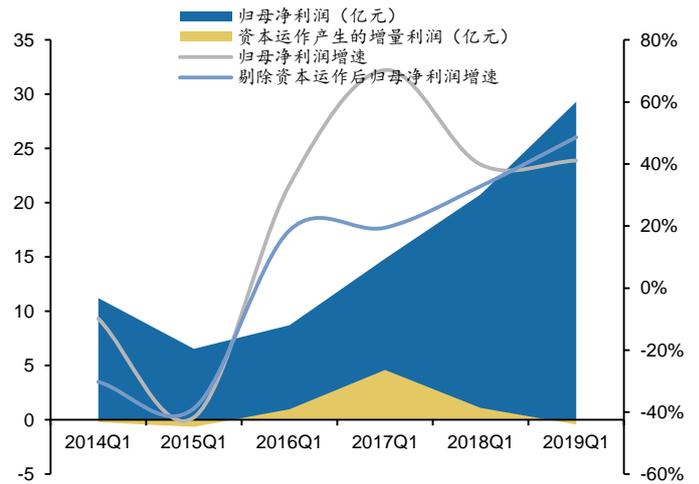
2019Q1营收增速提升验证行业景气度持续改善。部分公司在一季报中披露产品交付量同比提升显著，交付产品主要由2018Q4结转订单和2019Q1新增订单构成，交付量的提升说明行业订单的周转速度在提升，验证了行业景气度正持续改善。

图 25: 军工行业历年一季度收入情况



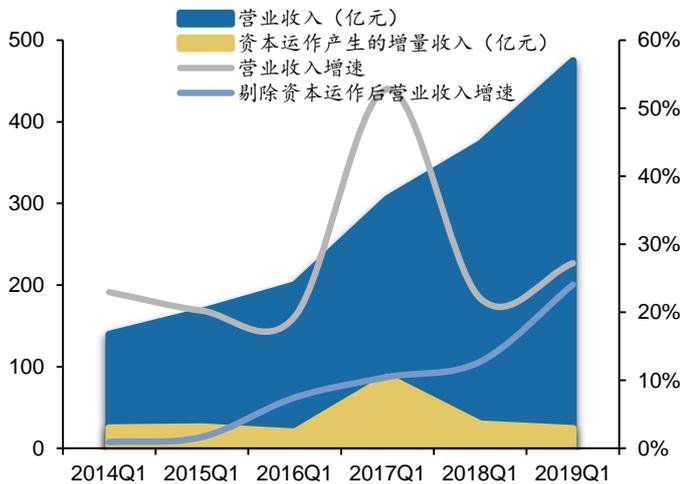
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 军工行业历年一季度归母净利润情况



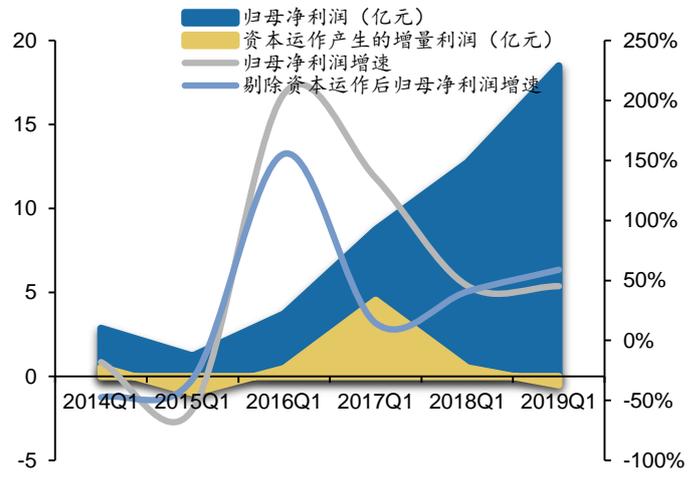
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 军工主业公司历年一季度收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 军工主业公司历年一季度归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工集团营收、归母净利润增速显著提升，民参军公司两极分化

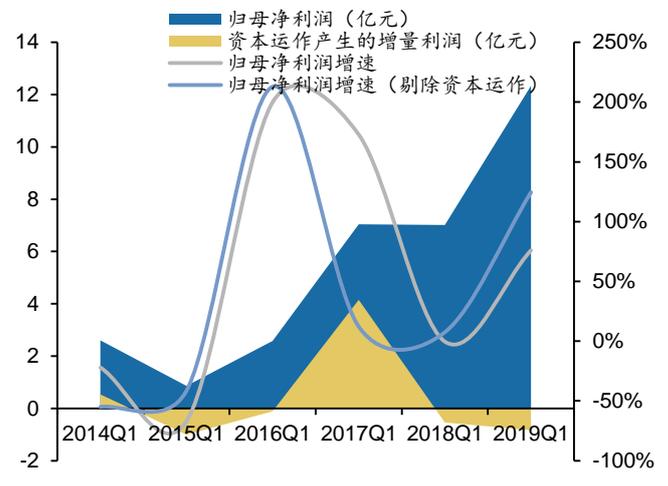
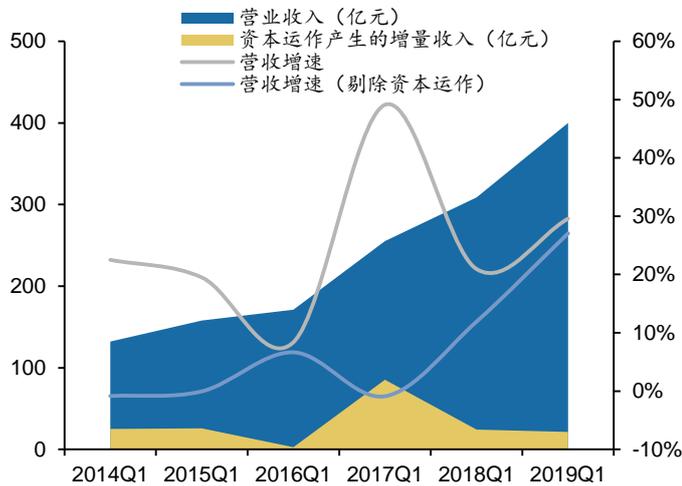
军工集团军工主业公司营业收入和归母净利润增速均显著提升。2019Q1军工集团军工主业公司营业收入总计400亿元，同比增长30%，增速同比提升9pct；归母净利润总计12亿元，同比增长76%，增速同比大幅提升。

剔除资本运作影响，军工集团军工主业公司营收、归母净利润增速增幅扩大。资产

注入导致的统计口径变动是业绩总量增长的主要因素，剔除资本运作并表影响，军工集团军工主业公司营收增速为27%，同比提升15pct；净利润增速为125%，同比提升118pct；在剔除资本运作影响后，军工集团军工主业公司营收、净利润增速增幅扩大。

图 29：军工集团军工主业公司历年一季度收入情况

图 30：军工集团军工主业公司历年一季度归母净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

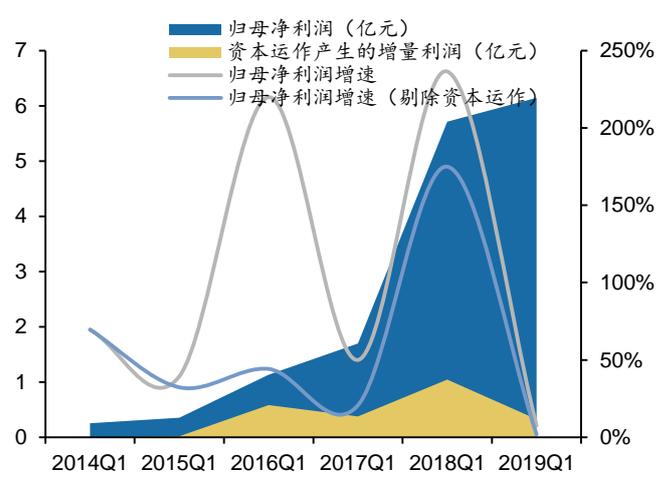
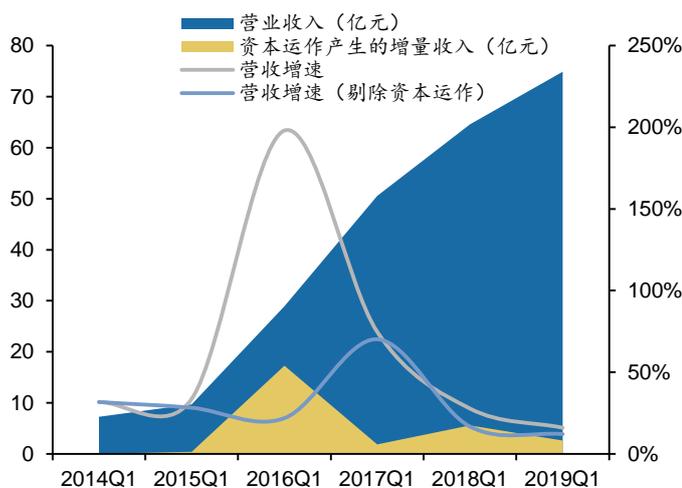
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

民参军军工主业公司营业收入、归母净利润增速均出现下滑。2018年民参军军工主业公司营收总计75亿元，同比增长16%，增速同比下降12pct；归母净利润总计6亿元，同比增长8%，增速同比大幅下滑。

剔除资本运作影响，民参军军工主业公司营收增速为12%，净利润增速为2%。剔除资本运作并表影响，民参军军工主业公司营收增速为12%，同比下降5pct；净利润增速同比大幅下滑。

图 31：民参军军工主业公司历年一季度收入情况

图 32：民参军军工主业公司历年一季度归母净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

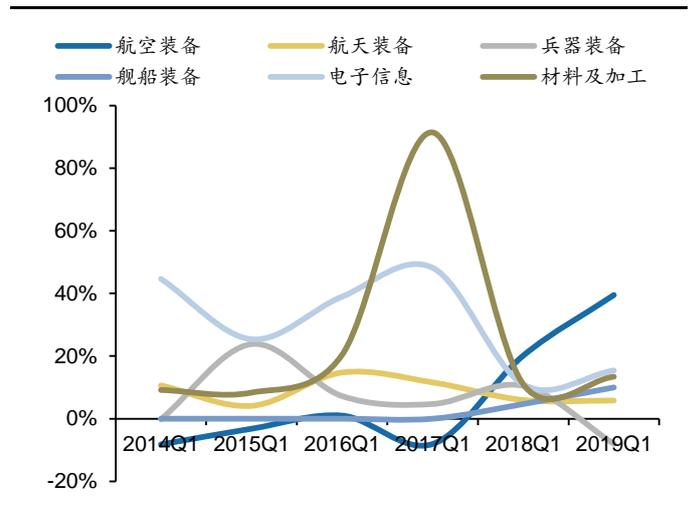
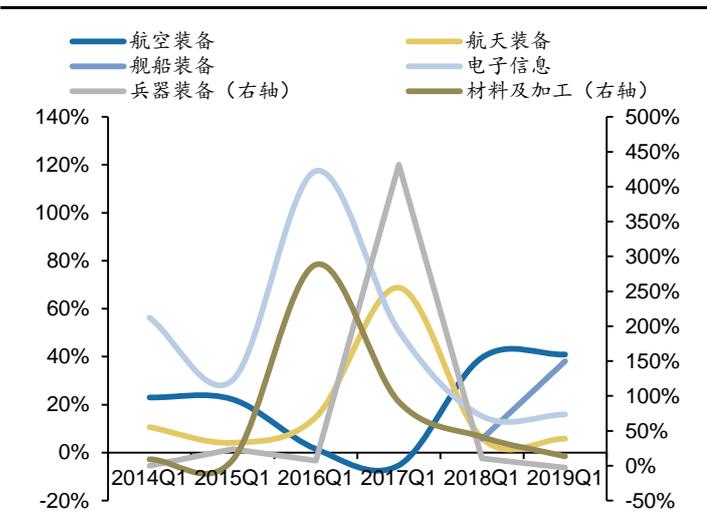
民参军公司两极分化明显，优质民参军公司营收、归母净利润增速双高。受益于订单下达、产品交付速度加快，光威复材、高德红外、大立科技、亚光科技等公司营

收、归母净利润增速较快；部分民参军公司营收、归母净利润则出现显著下滑，两极分化十分明显。

子行业：航空装备板块保持高景气，舰船、电子、材料板块营收有所恢复
航空装备板块营收增速较快，除航天、兵器装备板块外，其他板块营收增速同比提升。航空装备板块营收同比增长41%，增速同比提升1pct（剔除资本运作影响后，营收同比增长39%，增速同比提升19pct），营收增速较高，主要受交付节奏变化影响。剔除资本运作影响后，除航天装备增速持平、兵器装备板块增速下滑外，其他板块营收增速均同比提升。

图 33：子行业军工主业公司一季度收入增速

图 34：子行业军工主业公司剔除资本运作一季度收入增速



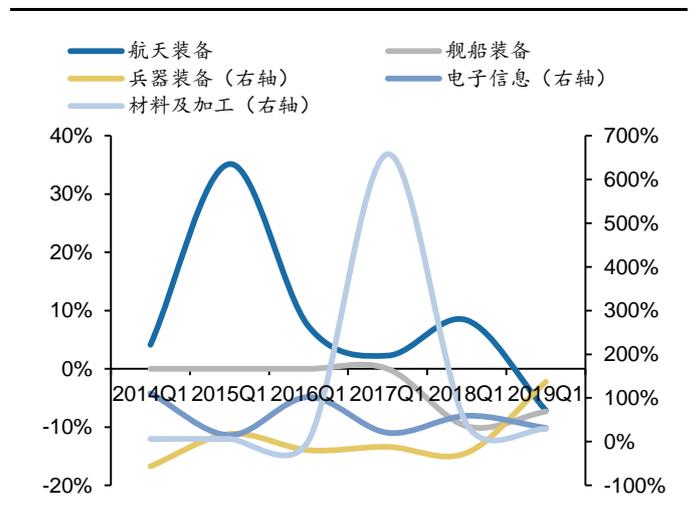
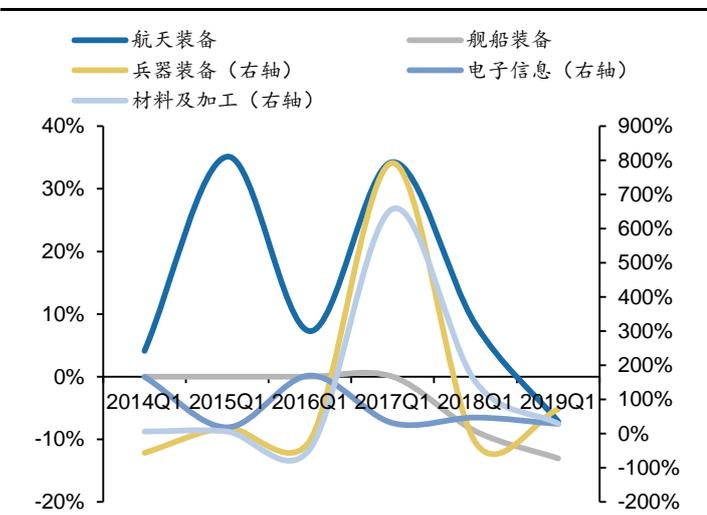
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

航空装备板块受均衡交付影响，归母净利润增速较快。在剔除资本运作影响后，除航空、兵器板块外，其他板块归母净利润增速均出现不同程度的下滑，航空装备板块由于推进均衡交付，17-19年一季报归母净利润分别为-1.18、0.16、3.93亿元，增速提升显著。

图 35：子行业军工主业公司一季度净利润增速

图 36：子行业军工主业公司剔除资本运作一季度净利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

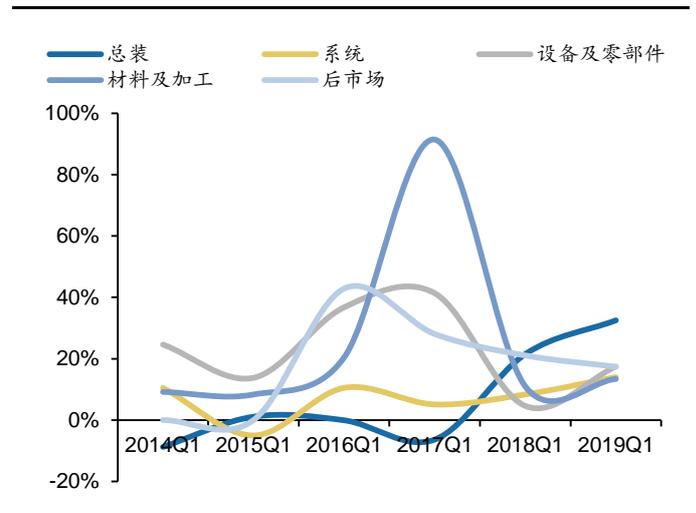
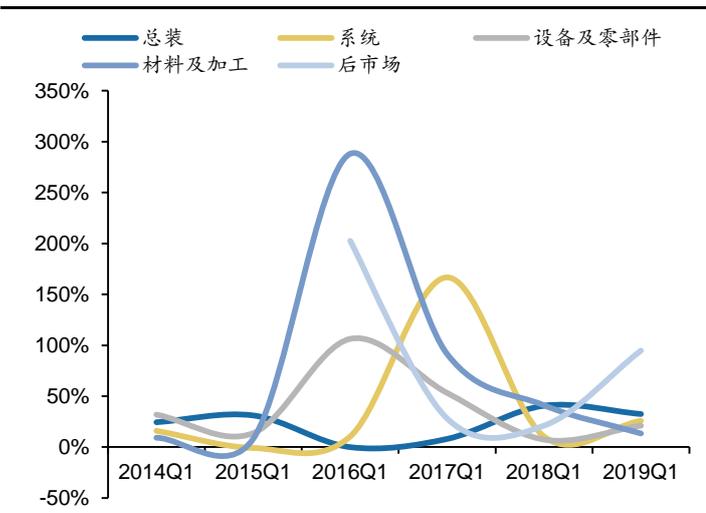
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

产业链：总装公司营收或受交付节奏变化影响，配套公司景气度有所提升
总装公司营收增速持续提升，配套类公司营收增速恢复，订单沿产业链有效传导。从产业链角度考虑，营收变化比归母净利润变化更有价值，故以研究营收变化为主。剔除资本运作影响后，总装板块营收增速已连续两年提升，配套类公司营收增速也恢复显著，除系统公司外，设备及零部件公司营收增速也开始恢复，可认为订单沿产业链有效传导。

- **总装板块：**营收增速为32%，同比下降8pct；剔除资本运作后，营收增速为32%，同比提升11pct。
- **系统板块：**营收增速为26%，同比提升15pct；剔除资本运作后，营收增速为14%，同比提升6pct。
- **设备及零部件板块：**营收增速为21%，同比提升14pct；剔除资本运作后，营收增速为17%，同比提升13pct。
- **材料及加工板块：**营收增速为13%，同比下降28pct；剔除资本运作后，营收增速为13%，同比提升2pct。
- **后市场板块：**营收增速为95%，同比提升74pct；剔除资本运作后，营收增速为17%，同比下降4pct。

图 37：产业链军工主业公司一季度营收增速

图 38：产业链军工主业公司剔除资本运作一季度营收增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业景气度正向上游传导

预收账款/合同负债：保持较高水平

预收账款/合同负债保持较高水平，我们认为板块在手订单量较为充足。19Q1军工主业公司预收账款/合同负债合计365.89亿元，同比增长5%，环比下降8%，保持较高水平，我们认为板块在手订单较为充足。考虑到19Q1军工主业公司营收增幅远高于预收账款增幅，我们推测可能是由于新增订单下达情况较为理想以及18Q4部分产品推迟到19Q1交付所致。

表 2: 军工主业类公司预收账款/合同负债变化

分类	18Q4 预收账款/			19Q1 预收账款		
	合同负债 (亿元)	18Q4 同比	18Q4 环比	/合同负债 (亿元)	19Q1 同比	19Q1 环比
总计	395.89	+23%	+26%	365.89	+5%	-8%
产业链						
总装	242.91	+10%	+26%	235.50	+2.8%	-3%
系统	52.86	+50%	+7%	53.09	+16%	+0.4%
设备及零部件	91.75	+62%	+47%	68.63	+5.8%	-25%
材料及加工	6.89	-17%	-16%	7.19	+0.12%	+4%
后市场	1.64	+13%	-20%	1.79	+17%	+9%
子板块						
航空装备	182.30	-1.4%	+31%	164.76	-4.7%	-10%
航天装备	17.45	+6.6%	+53%	16.42	+19%	-6%
兵器装备	63.71	+64%	+8%	76.24	+26%	+20%
舰船装备	24.91	+40%	-12%	24.17	-1.1%	-3%
电子信息装备	100.64	+80%	+46%	77.11	+11%	-23%
材料及加工	6.89	-17%	-16%	7.19	+0.12%	+4%
股东						
军工集团	299.29	+12%	+20%	292.52	+4.3%	-2%
民参军	96.60	+77%	+47%	73.37	+8.2%	-24%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预付账款: 总装公司增长稳定, 系统级公司大幅增长

预付账款同比显著增加, 系统级公司付款增加, 设备及零部件公司景气度有望提升。19Q1军工主业公司预付账款合计260.55亿元, 同比增长28%, 环比下降2%, 保持较高水平。总装公司预付账款增幅保持稳定, 系统级公司预付账款连续两个季度大幅增长, 我们认为订单正逐步由总装、系统级公司逐步下达到设备及零部件公司, 相应公司景气度有望提升。

表 3: 军工主业类公司预付账款变化

分类	18Q4 预付账款			19Q1 预付账款		
	(亿元)	18Q4 同比	18Q4 环比	(亿元)	19Q1 同比	19Q1 环比
总计	266.38	+30%	+17%	260.55	+25%	-2%
产业链						
总装	85.23	+25%	+33%	87.05	+28%	+2%
系统	49.45	+75%	-3%	55.58	+112%	+12%
设备及零部件	127.38	+24%	+18%	113.14	+5.6%	-11%
材料及加工	3.68	-25%	-10%	4.05	-38%	+10%
后市场	0.90	+35%	-15%	0.99	+34%	+10%
子板块						
航空装备	62.52	+18%	+10%	65.88	+33%	+5%
航天装备	31.70	+46%	+44%	31.07	+145%	-2%
兵器装备	21.63	+48%	+64%	26.75	+15%	+24%

舰船装备	20.11	+141%	-17%	22.48	+117%	+12%
电子信息装备	126.74	+25%	+18%	110.32	+4.3%	-13%
材料及加工	3.68	-25%	-10%	4.05	-38%	+10%
股东						
军工集团	137.05	+37%	+20%	147.28	+49%	+7%
民参军	129.33	+24%	+47%	113.27	+3.7%	-12%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

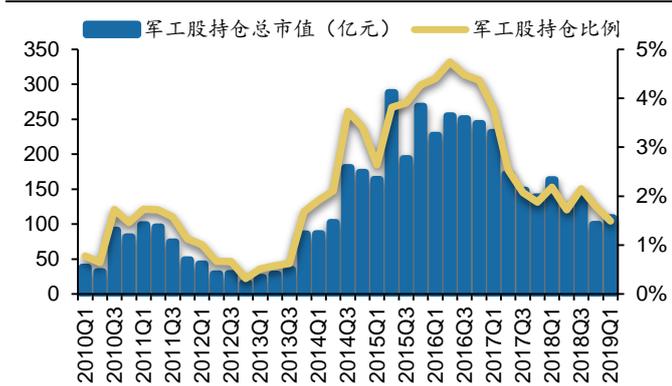
2019Q1 公募基金军工股持仓情况分析

一季度公募基金继续减仓军工股，持仓比例创新低

2019Q1公募基金继续减仓军工股，持仓比例创新低。公募基金2019Q1军工股持仓比例为1.49%，相较于2018Q4下降0.31个百分点；同期A股总市值与上期相差不大，军工股总市值增加34.11%，公募基金重仓持股总市值上升31.70%。

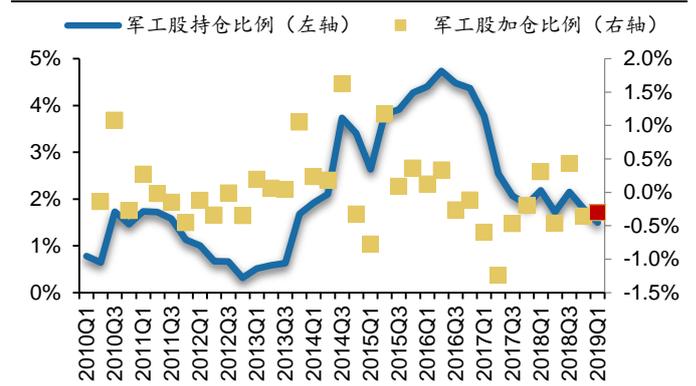
2019Q1，公募基金继续减仓军工股，已经低于2018Q2的持仓比例1.72%，从历史来看，公募基金持仓比例创2013Q4以来新低。

图 39: 公募基金军工股持仓市值及比例情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

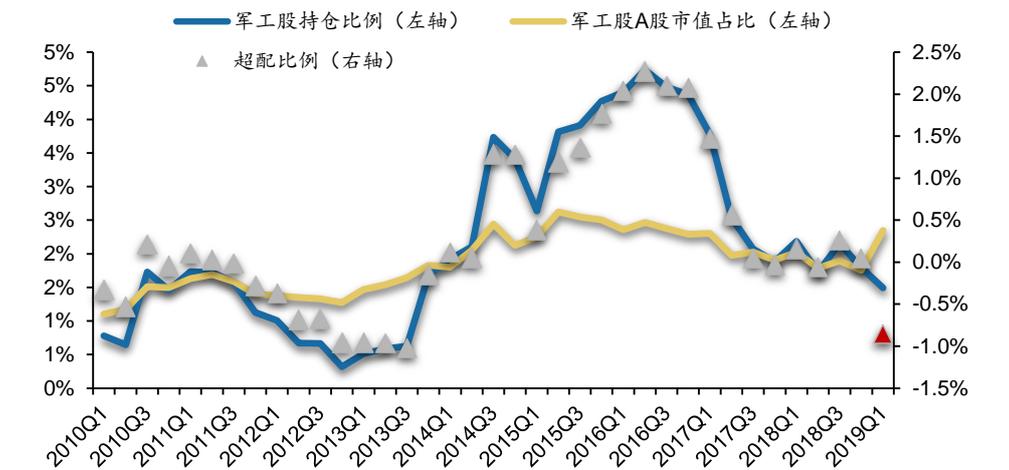
图 40: 公募基金军工股加仓情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

相对于军工股在A股中的市值占比，公募基金军工股持仓超配比例大幅收窄转至低配。相较于A股总市值中军工股占比，2019Q1公募基金军工股持仓由2018Q4的超配0.04%大幅收窄，转为低配0.86%。从2018年全年来看，仅二季度出现低配0.06%，2019Q1低配比例较2018Q2增加0.80个百分点，低配比例创近年新低。

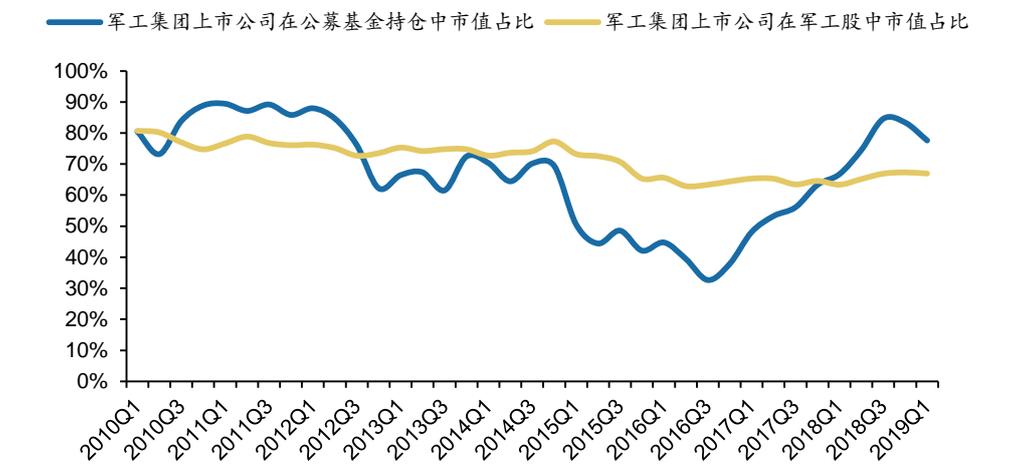
图 41: 公募基金军工股持仓超配情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工集团上市公司在持仓中的占比下滑至77.6%，仍然保持高位。2019Q1，军工集团上市公司在公募基金持仓中的市值占比由2018Q4的83.4%下降至77.6%，同期军工集团上市公司在军工股中的市值占比下降0.38个百分点，仍然高于2018Q3水平。本期军工集团上市公司持仓占比与军工集团上市公司在军工股中的市值占比同向变化。

图 42: 军工集团上市公司在公募基金中的持仓情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公募基金持仓个股情况汇总

公募基金持仓市值前十大个股市值占军工股持仓市值的87%，持仓集中度维持高位。2018Q2、Q3、Q4，2019Q1持仓市值前十大个股占军工持仓市值的比例分别为66%、77%、76%和87%，持仓集中度上一季度略有下降，本季度提升程度较大，总体仍然维持高位。

持仓市值排名前十个股名单变化不大，普遍被公募基金减仓。2019Q1，中航飞机、航发动力、海兰信持仓市值滑出前十，航天发展、国睿科技、台海核电进入前十。受到大盘整体下跌的影响，2019Q1公募基金军工股持仓总市值从2018Q4的99.44亿元下降至84.48亿元，除新进入前十的三个个股外，其他个股均被公募基金

减仓。

表 4: 公募基金持仓总市值前十

排序	公司	持股总市值 (亿元)	持仓占公司总 股本比例	持仓基 金数量	持股数量 (万股)	持股股份变动 (万股)	股价变动
1	中航光电	16.67	5.19%	38	4103	-859	21%
2	中直股份	14.22	5.16%	50	3042	-535	25%
3	中航沈飞	9.37	2.04%	26	2859	-566	18%
4	航天电器	6.58	5.53%	14	2372	-1637	29%
5	内蒙一机	5.95	2.92%	21	4936	-1222	16%
6	中航机电	5.34	1.85%	14	6664	-4517	23%
7	航天发展	3.97	2.26%	15	3624	2635	45%
8	国睿科技	3.96	3.49%	17	2174	40	41%
9	四创电子	3.95	4.73%	15	753	-182	53%
10	台海核电	3.81	3.36%	8	2914	464	39%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从持仓市值和持仓基金产品数量来看, 公募基金持仓重点仍集中于军工集团下属上市公司。军工集团下属龙头企业业绩确定性强, 仍然是公募基金的持仓重点, 从持仓市值和持仓基金产品数量来看, 仅台海核电为民参军公司, 其他均为军工集团下属企业。

表 5: 公募基金持仓基金数量前十

排序	公司	持股总市值 (亿元)	持仓占公司总 股本比例	持仓基 金数量	持股数量 (万股)	持股股份变动 (万股)	股价变动
1	中直股份	14.22	5.16%	50	3042	-535	25%
2	中航光电	16.67	5.19%	38	4103	-859	21%
3	中航沈飞	9.37	2.04%	26	2859	-566	18%
4	内蒙一机	5.95	2.92%	21	4936	-1222	16%
5	国睿科技	3.96	3.49%	17	2174	40	41%
6	航天发展	3.97	2.26%	15	3624	2635	45%
7	四创电子	3.95	4.73%	15	753	-182	53%
8	中航电子	3.26	1.12%	15	1963	-245	28%
9	航天电器	6.58	5.53%	14	2372	-1637	29%
10	中航机电	5.34	1.85%	14	6664	-4517	23%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从加仓情况来看, 公募基金对民参军公司的关注度提高。2019Q1, 公募基金加仓股份数量前十的个股中有5家为民参军公司, 发生变化的原因是部分民参军公司经历了长时间下跌后估值已处于较低区间, 具备投资价值。

表 6: 公募基金持仓加仓股份数量前十

排序	公司	持股总市值 (亿元)	持仓占公司总 股本比例	持仓基 金数量	持股数量 (万股)	持股股份变动 (万股)	股价变动
1	航天发展	3.97	2.26%	15	3624	2635	45%
2	中国重工	1.51	0.11%	8	2585	1371	37%
3	振华科技	1.96	2.48%	7	1276	1276	41%

4	钢研高纳	1.42	2.34%	7	1050	1050	57%
5	大立科技	0.43	1.11%	2	511	511	54%
6	台海核电	3.81	3.36%	8	2914	464	39%
7	光威复材	2.19	1.03%	9	382	357	60%
8	中航电测	0.90	1.47%	5	869	327	45%
9	火炬电子	3.44	3.71%	12	1681	230	30%
10	中国卫星	0.73	0.24%	6	289	154	45%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公募基金军工股持仓资金量情况汇总

对于公募基金, 易方达军工股持仓市值和加仓市值最多, 南方基金减仓市值最多。

- **持仓市值最高的机构:** 易方达基金、国投瑞银、富国基金、交银施罗德、嘉实基金。
- **加仓市值最高的机构:** 诺安基金、博时基金、华商基金、前海开源、国投瑞银。
- **减仓市值最高的机构:** 农银汇理、交银施德洛、东吴基金、长城基金、圆信永丰。

表 7: 公募基金持仓资金变化情况

持仓规模		加仓情况		减仓情况	
机构名称	持仓规模 (亿元)	机构名称	加仓市值 (亿元)	机构名称	减仓市值 (亿元)
易方达	27.84	诺安基金	2.30	农银汇理	-3.05
国投瑞银	11.22	博时基金	2.16	交银施罗德	-0.68
富国基金	10.86	华商基金	1.85	东吴基金	-0.60
交银施罗德	5.44	前海开源	1.68	长城基金	-0.53
嘉实基金	4.84	国投瑞银	1.44	圆信永丰	-0.52
博时基金	4.60	易方达	1.43	富国基金	-0.45
中邮创业	4.42	华夏基金	1.27	新华基金	-0.45
万家基金	4.14	南方基金	1.05	中欧基金	-0.45
南方基金	3.17	中邮创业	1.02	财通基金	-0.43
华夏基金	2.95	浦银安盛	0.68	华宝基金	-0.42

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议

从基本面看, 18年行业业绩、订单、资产证券化、改革进度均出现边际改善, 19Q1行业营收、业绩增速提升, 进一步验证行业景气度提升的逻辑, 从预收账款、预付账款等先导指标来看, 订单正沿产业链逐级下达, 景气度正从总装、系统级公司向设备及零部件公司传导。从公募基金持仓情况来看, 19Q1持仓仍集中于龙头公司, 但持仓比例创新低。19-20年是“十三五”后两年, 订单下达、资产证券化、改革进度有望加速, 而目前行业估值、公募基金持仓比例处于底部区间, 具备投资价值。

关注四类公司：船舶板块—中国船舶、中船防务、中船科技、中国动力；国企改革板块—国睿科技、四创电子、中航机电、航发控制；军工核心资产板块—中直股份、内蒙一机、航发动力、中航沈飞；军民融合板块—凯乐科技、火炬电子。

风险提示

相关政策出台时间低于预期，资产证券化存在较大不确定性，国际局势变化具有不可预知性。

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。