



Research and  
Development Center

# 细究军工企业历史长期收益核心逻辑

2019年06月18日

李勇鹏 行业分析师

## 细究军工企业历史长期收益核心逻辑

2019年06月18日

### 本期内容提要：

- ◆ **从不同维度看军工行业长期收益。**申万一级行业 2008 年初至 2019 年 6 月 10 日行业收益率军工行业以-30.32%，位列 28 个行业第 21 名，收益率居前的行业为家电、食品饮料、医药、电子、计算机等消费行业和新兴技术行业，军工行业明显跑输其他行业。但以另一维度，采用行业公司涨幅均值、涨幅中位数、涨幅最大值，来考察各行业 08 年以来涨跌幅情况，不论是按期初还是期末行业分类，军工行业公司在涨幅均值、涨幅中位数排名都较靠前，分别位于 29 个行业第 6、第 5 位，同时还注意到，以涨幅标准差系数所考量的行业内公司涨幅离散程度来看，军工行业离散程度较小。
- ◆ **回溯历史业绩，以平均涨幅、中位数涨幅衡量行业收益，军工行业长期来看收益率在大部分时间段都居于行业前列，且行业内公司收益率分布相对集中。**以当年行业分类逐年计算从当年年初持有至今（2019 年 6 月 10 日）军工行业内企业平均涨幅、涨幅中位数及涨幅最大值，实际上平均涨幅相当于以等权方式编制的行业指数。从收益率情况看，从 08 年初起至 2019 年 6 月 10 日区间，军工行业内公司涨幅均值、涨幅中位数在全部行业中排名只有 3 年——即 15 年至 17 年——是显著落后于其他行业，其余时间排名基本位于全部 28 个行业的前 1/4 位置，并且衡量行业内企业涨跌幅离散情况的离散系数排名也十分有优势。
- ◆ **通过对军工企业长期在二级市场表现回顾，我们可以得出这一结论：即自 2008 年来军工企业行情，长期来看是有明显相对及绝对收益的，其核心逻辑是由央企军工集团资产证券化主导的行情。**对于资产注入及整合预期推高了军工企业二级市场估值，并通过资产注入整合消化相对较高估值。期间随着军民融合政策推进，以及创业板在 14-15 年波澜壮阔的行情，民参军企业在二级市场搭上了军工企业估值溢价顺风车。资产注入带来的估值溢价变动在短期内受市场风险偏好、资金宽松程度影响更大，因此军工行业整体行情也呈现出更强波动性，但长期来看，仍然是有其可把握的核心逻辑。
- ◆ **我们认为至少在未来五年内，军工行业核心投资逻辑仍然是央企军工集团资产证券化，但基本面对上市公司在二级市场表现影响已经开始浮出水面，军工行业处于 1.0 向 2.0 换挡期，资产证券化和基本面逻辑并存。**
- ◆ **风险因素：**信用环境改善趋势不及预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

### 证券研究报告

### 行业研究——专题研究

### 军工行业

李勇鹏 军工行业分析师

执业编号：S1500517110001

联系电话：+86 10 83326846

邮箱：liyongpeng@cindasc.com

## 目录

军工投资长期不赚钱? .....	1
细究军工企业历史长期收益核心逻辑: 资产证券化.....	2
军工 1.0 向 2.0 换挡期, 资产证券化和基本面逻辑并存.....	6
风险因素.....	7

## 表目录

表 1: 军工行业公司收益率均值及中位数表现突出 .....	1
表 2: 08 年初至今涨幅均值、涨幅中位数、涨幅离散系数、最大涨幅前十排名 .....	2
表 3: 每年初至今涨幅均值、涨幅中位数、涨幅离散系数、军工行业内公司最大涨幅排名 .....	3
表 4: 08 年初至今逐年军工行业涨幅前十公司 .....	3
表 5: 每年军工行业涨幅前十公司 (标红为民参军企业) .....	4
表 6: 央企军工集团上市公司 (主业军工) 行情表现 .....	5

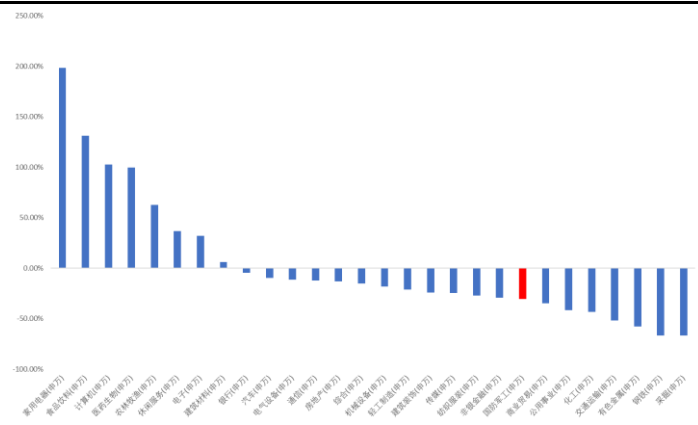
## 图目录

图 1: 申万一级行业长期收益率 .....	1
图 2: 中证军工及消费指数长期表现 .....	1
图 3: 历年涨幅前十公司出现次数.....	4
图 4: 主要央企军工集团资产口径资产证券化率水平 .....	5

## 军工投资长期不赚钱？

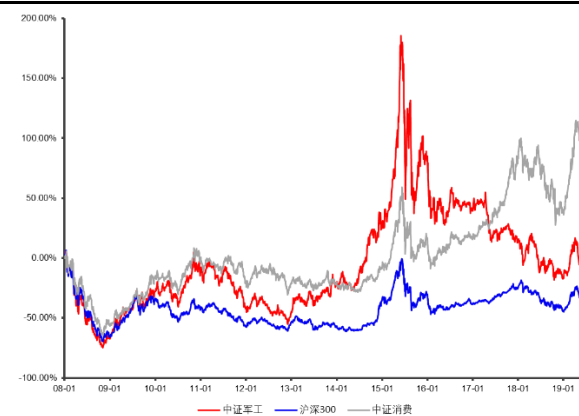
对军工行业普遍印象为难有长期超额收益，主题催化及市场风险引起市场博弈，带来的短期超额收益为军工行业投资主要特点，也因此普遍觉得军工逻辑难以把握、钱不好赚。行业横向对比长期收益率似乎也支持这一结论，申万一级行业 2008 年初至今（2019 年 6 月 10 日）行业收益率军工行业以-30.32%，收益率位列 28 个行业第 21 名，长期看收益率居前的行业为家电、食品饮料、医药、电子、计算机等消费行业和新兴技术行业。中证行业指数长期看军工也大幅跑输消费，但相对沪深 300 还是有超额收益。

图 1：申万一级行业长期收益率



资料来源：万得，信达证券研发中心，08年初至19年6月10日

图 2：中证军工及消费指数长期表现



资料来源：万得，信达证券研发中心，08年初至19年6月10日

但以另外一个维度来看军工行业长期收益率情况，又有另外一种结果，就是军工行业长期收益率在全行业表现较好且相对稳定。我们以行业公司涨幅均值、涨幅中位数、涨幅最大值，来考察各行业 08 年以来涨跌幅情况。为减少期间由于上市公司行业调整带来的影响，分别以期初、期末公司所属行业考察区间涨跌幅。从结果来看，军工行业不论是按期初还是期末行业分类，军工行业公司在涨幅均值、涨幅中位数排名都较靠前，分别位于 29 个行业第 6、第 5 位，但军工行业内公司涨幅最大排名优势相对较小。同时还注意到，以涨幅标准差系数所考量的行业内公司涨幅离散程度来看，军工行业离散程度较小。

表 1：军工行业公司收益率均值及中位数表现突出

	按期初行业分类	按最新行业分类
行业涨幅均值	92.41%	83.10%
行业涨幅中位数	30.76%	45.63%
行业涨幅最大值	444.25%	533.82%
涨幅标准差系数	1.44	1.53

行业涨幅均值排名	6	6
行业涨幅中位数排名	5	5
行业涨幅最大值排名	15	18
涨幅标准差系数排名	13	5

资料来源：万得，信达证券研发中心整理，08年初至19年6月10日

**表 2: 08 年初至今涨幅均值、涨幅中位数、涨幅离散系数、最大涨幅前十排名**

涨幅均值排名	行业（涨幅均值）	涨幅中位数排名	行业（涨幅中位数）	涨幅离散系数排名	行业（涨幅离散系数）	行业公司最大涨幅排名	行业（行业内公司最大涨幅）
1	计算机（142.16%）	1	计算机（93.35%）	1	钢铁（-）	1	电子（2659.38%）
2	医药（115.38%）	2	通信（60.51%）	2	煤炭（-）	2	房地产（2376.90%）
3	电子（103.49%）	3	电子（58.40%）	3	通信（1.39）	3	医药（2216.69%）
4	通信（93.67%）	4	医药（45.92%）	4	计算机（1.43）	4	建材（2019.16%）
5	食品饮料（86.26%）	5	国防军工（45.63%）	5	国防军工（1.53）	5	农业（1523.20%）
6	国防军工（83.10%）	6	食品饮料（29.06%）	6	食品饮料（1.92）	6	计算机（1251.32%）
7	农业（78.70%）	7	建材（18.58%）	7	医药（2.16）	7	机械（971.08%）
8	家电（66.68%）	8	轻工（17.89%）	8	轻工（2.22）	8	电力设备（968.17%）
9	建材（62.19%）	9	机械（13.38%）	9	电子（2.23）	9	家电（933.91%）
10	房地产（41.69%）	10	基础化工（12.27%）	10	家电（2.46）	10	非银（926.47%）

资料来源：万得，信达证券研发中心整理，08年初至19年6月10日

不同维度数据指出相反结果，主要原因是指数编制规则造成的：中证行业指数、申万及中信行业指数为市值或股本加权（不论是总市值还是流通市值），因此指数样本内大市值或股本公司涨跌幅对指数影响程度高，中国重工、中国船舶这类权重较高但行业近年长期处于周期底部公司对指数影响较大。而采用行业平均涨跌幅、行业涨幅中位数更能反映行业内公司平均收益情况，从这个角度看军工长期投资是赚钱的，**军工行业内公司涨幅不是最高的，但是公司涨幅比较平均，且在行业平均水平表现上能达到 28 个行业中前 1/3 的水平，并且行业内公司涨幅分别较为稳定、离散程度不高。**

## 细究军工企业历史长期收益核心逻辑：资产证券化

为避免以目前行业分类情况回溯历史业绩带来幸存者偏差，我们以当年行业分类逐年计算从当年初持有至今（2019年6月10日）军工行业内企业平均涨幅、涨幅中位数及涨幅最大值，实际上平均涨幅相当于以等权方式编制的行业指数。从收益率情况看，从08年初起至2019年6月10日区间，军工行业内公司涨幅均值、涨幅中位数在全部行业中排名只有3年——即15年至17年——是显著落后于其他行业，其余时间排名基本位于全部28个行业的前1/4位置，并且衡量行业内企业涨跌幅离散情况的离散系数排名也十分有优势。

**表 3: 每年初至今涨幅均值、涨幅中位数、涨幅离散系数、军工行业内公司最大涨幅排名**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
涨幅均值	89.3%	332.2%	69.9%	22.8%	81.1%	106.7%	52.6%	-11.2%	-44.8%	-33.3%	-16.1%	18.7%
涨幅中位数	25.4%	230.9%	50.6%	27.3%	70.2%	95.6%	24.9%	-21.7%	-52.4%	-37.7%	-16.9%	14.6%
企业涨幅最大值	443.4%	1164.6%	368.5%	156.9%	212.1%	427.3%	449.5%	201.1%	78.8%	49.2%	56.9%	92.7%
离散系数	1.52	0.79	1.34	2.09	0.74	0.96	2.01	-4.62	-0.63	-0.70	-1.21	0.99
涨幅均值排名	6	3	6	15	12	6	12	23	25	19	6	8
涨幅中位数排名	5	4	2	4	7	3	11	22	24	14	7	7
企业涨幅最大值排名	15	15	16	27	28	20	17	20	20	25	21	22
离散系数排名	14	2	9	10	3	3	15	8	20	23	13	3

资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理, 08年初至19年6月10日

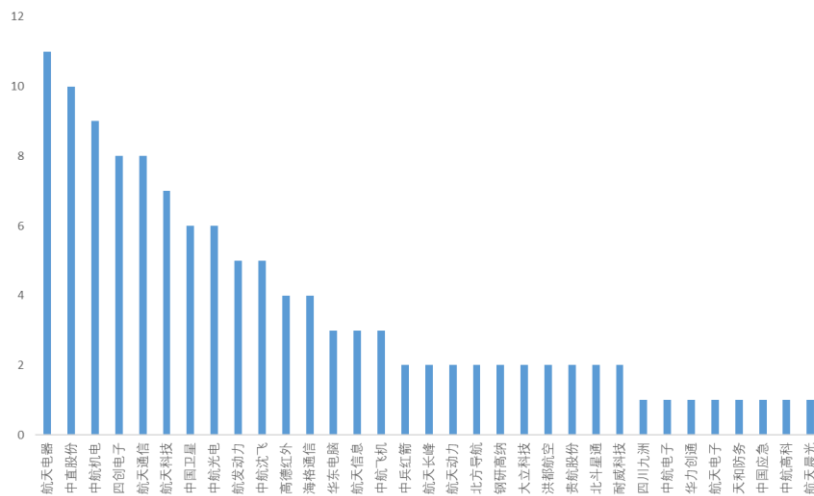
回顾这期间逐年行业内涨幅前十的军工企业, 可以发现一个明显特点, 即大部分涨幅居前公司为军工集团下属上市公司, 实际上在 2015 年前涨幅前十的公司全部为军工集团下属上市公司, 在 2015 年随着军民融合上升为国家战略对市场影响发酵, 具有一定优势 (不论是技术还是产品上) 民参军企业才开始出现在涨幅前列。

**表 4: 08 年初至今逐年军工行业涨幅前十公司**

	2008 至今	2009 至今	2010 至今	2011 至今	2012 至今	2013 至今	2014 至今	2015 至今	2016 至今	2017 至今	2018 至今	2019
1	中航机电	中航机电	中航机电	航天电器	四创电子	中航光电	中航沈飞	中航光电	中航沈飞	中航光电	高德红外	天和防务
2	四创电子	四创电子	中国卫星	航天信息	航天电器	中航沈飞	中航光电	中航沈飞	中航光电	中航沈飞	航天通信	航天通信
3	航发动力	华东电脑	航天信息	中航机电	北方导航	航天电器	航天电器	航天电器	中航机电	高德红外	航天电器	中国应急
4	华东电脑	航天电器	航天电器	航发动力	中直股份	四创电子	中航机电	高德红外	航天电器	航天通信	中航光电	中航高科
5	航天电器	航发动力	华东电脑	中直股份	航天通信	中航机电	贵航股份	贵航股份	高德红外	航天电器	钢研高纳	钢研高纳
6	航天信息	中国卫星	中直股份	航天通信	中航飞机	航天科技	中航飞机	中航机电	耐威科技	海格通信	四川九洲	大立科技
7	中国卫星	中直股份	航发动力	中国卫星	航天科技	航天通信	四创电子	华力创通	航天通信	中直股份	中航电子	航天长峰
8	航天科技	中兵红箭	四创电子	四创电子	中国卫星	中国卫星	中直股份	中直股份	中直股份	中航机电	大立科技	洪都航空
9	中直股份	航天科技	航天科技	航天科技	航天动力	北方导航	航天通信	北斗星通	四创电子	耐威科技	海格通信	航天晨光
10	中兵红箭	航天长峰	航天动力	中航飞机	航发动力	中直股份	海格通信	海格通信	北斗星通	航天电子	洪都航空	航天科技

资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理, 08年初至19年6月10日

\*注: 标红为民参军企业

**图 3: 历年涨幅前十公司出现次数**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

考察当年军工行业涨幅居前公司同样支持上述结论, 2014 年前涨幅居前公司全部为央企军工集团下属上市公司, 2015 年起民参军企业才开始出现在行业内涨幅前十列表中。追溯这种情况形成的原因, 最终结论仍然落脚在军工行业资产证券化投资逻辑上。军工真正在 A 股形成独立行业历史并不长, 军工股行情发轫以 08 年央企军工集团资产证券化为标志开启。在 2008 年至 2010 年间军工股核心投资逻辑是资产注入, 包括中航重机、航发控制以及洪都航空等军工企业资产证券化实施, 是军工行业资产证券化在 A 股市场开端, 同时也成为军工形成独立行业的基础。随着创业板推出, 军工企业在军民融合、院所改制及资产注入预期下, 与创业板共同经历了 2014 年到 2015 年牛市。在整个过程中, 军工行业投资市场最核心的逻辑是资产注入, 这又与创业板基于资产并购带来的价值重估逻辑在本源上类似。同时, 创业板被视为新技术、新经济的代表, 军工行业尤其是央企军工集团目前仍可以说是我国科技建设的主力军, 具有大量高技术含量的企业, 在这个层面军工企业也和创业板具有类似的逻辑。市场对军工行业的投资逻辑是在军工股两次大的行情中逐渐形成并不断强化的, 在此之后军工行业被贴上了与创业板共振的标签。

**表 5: 每年军工行业涨幅前十公司 (标红为民参军企业)**

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	航天信息	中航红箭	中航机电	航天电器	中航红箭	航天长峰	航天科技	华力创通	中航沈飞	中航沈飞	高德红外	天和防务
2	航发动力	四创电子	中国卫星	航发动力	四创电子	中航电子	航发科技	振芯科技	中航机电	中航光电	航天电器	航天通信
3	四创电子	华东电脑	光电股份	华东电脑	中航飞机	中国卫星	中航沈飞	金信诺	四创电子	航天电子	中航电子	中国应急
4	洪都航空	航天长峰	航天动力	中国卫星	北方导航	四创电子	四创电子	中航光电	全信股份	北斗星通	新余国科	中航高科
5	航天电器	航发动力	华东电脑	航天科技	中直股份	中航重机	中航飞机	中航电测	海兰信	景嘉微	中航机电	钢研高纳

6	中国卫星	中航机电	航天信息	航天信息	中航电子	航天科技	奥普光电	航发控制	耐威科技	中直股份	航天通信	大立科技
7	光电股份	中航飞机	中直股份	航发科技	航发科技	航天电子	北方导航	威海广泰	航天电器	北方导航	金信诺	航天长峰
8	航天科技	光电股份	洪都航空	光电股份	航天通信	北方导航	航天长峰	航天晨光	钢研高纳	航天电器	中航光电	洪都航空
9	中航机电	洪都航空	航天长峰	洪都航空	航发动力	航天通信	光电股份	航发科技	中航光电	中船防务	海格通信	航天晨光
10	华东电脑	北方导航	四创电子	航天通信	航天电器	航发动力	航天电子	四川九洲	银河电子	中航机电	航发动力	航天科技

资料来源：万得，信达证券研发中心整理，08年初至19年6月10日

\*注：标红为民参军企业

央企军工集团上市公司表现与其资产证券化率程度有很强相关性。2009年至2018年，各大军工集团资产证券化率水平都有提升，从各集团下属上市公司市场表现看，资产证券化率提升明显的中航工业集团、中国电子科技集团及中国兵器装备集团下属上市公司，市场表现相较其他央企军工集团明显较强。

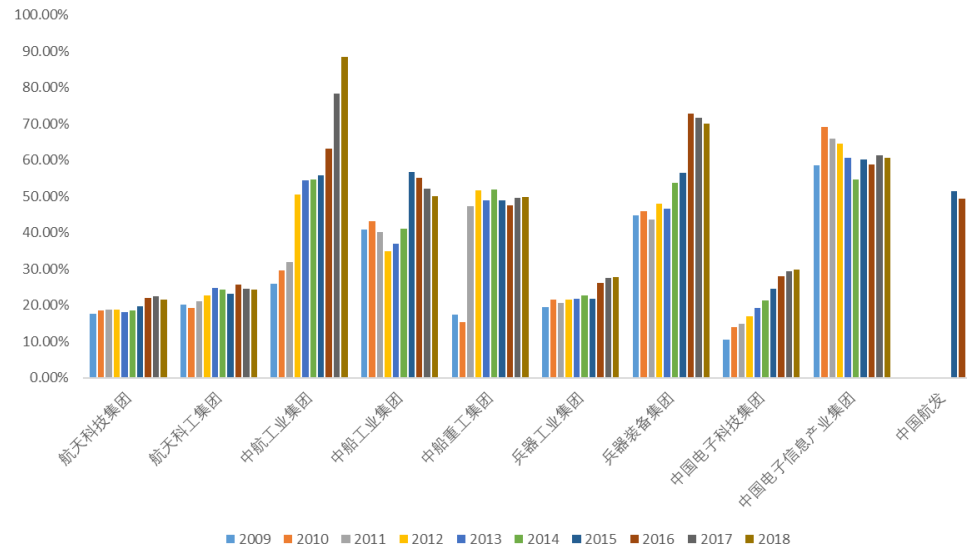
表 6：央企军工集团上市公司（主业军工）行情表现

	2008 至今	2009 至今	2010 至今	2011 至今	2012 至今	2013 至今	2014 至今	2015 至今	2016 至今	2017 至今	2018 至今	2019
中船工业集团	-76.2%	28.0%	-35.2%	-36.3%	-17.7%	-14.6%	-21.0%	-38.6%	-53.8%	-43.5%	-32.2%	40.8%
中国兵器工业集团	65.7%	248.0%	32.2%	9.7%	61.0%	52.1%	11.3%	-30.3%	-49.4%	-39.6%	-30.7%	11.1%
中国航发	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-46.4%	-20.5%	12.0%
航天科技集团	4.5%	128.6%	33.7%	-3.0%	37.6%	73.1%	18.7%	-18.0%	-46.4%	-39.3%	-29.5%	13.6%
中国核工业集团	-24.6%	121.0%	26.5%	-30.1%	31.0%	33.5%	40.4%	-52.8%	-57.5%	-40.5%	-11.0%	31.6%
中国电子信息产业集团	43.1%	254.4%	27.7%	50.9%	153.6%	152.8%	63.1%	19.9%	-34.4%	-9.2%	35.4%	50.2%
航天科工集团	52.8%	323.3%	86.0%	61.2%	125.0%	138.9%	69.8%	-14.3%	-43.2%	-29.8%	0.5%	36.0%
中国电子科技集团	357.9%	663.9%	166.4%	133.1%	234.2%	281.6%	76.6%	-16.5%	-44.2%	-22.7%	-9.1%	22.5%
中国船舶重工集团	54.9%	215.2%	86.9%	68.6%	131.3%	142.9%	88.3%	62.5%	8.7%	-31.6%	-16.5%	20.9%
中航工业	146.2%	440.8%	134.9%	43.9%	110.4%	141.7%	101.9%	12.4%	-23.7%	-16.9%	-11.5%	16.7%
中国兵器装备集团	38.9%	329.2%	131.5%	36.4%	117.5%	185.0%	164.4%	4.1%	-44.5%	-8.1%	10.8%	60.7%

资料来源：万得，信达证券研发中心整理，08年初至19年6月10日

图 4：主要央企军工集团资产口径资产证券化率水平





资料来源：万得，信达证券研发中心整理

通过对军工企业长期在二级市场表现回顾，我们可以得出这一结论：即自 2008 年来军工企业行情，长期来看是有明显相对及绝对收益的，其核心逻辑是由央企军工集团资产证券化主导的行情。对于资产注入及整合预期推高了军工企业二级市场估值，并通过资产注入整合消化相对较高估值。期间随着军民融合政策推进，以及创业板在 14-15 年波澜壮阔的行情，民参军企业在二级市场搭上了军工企业估值溢价顺风车。资产注入带来的估值溢价变动在短期内受市场风险偏好、资金宽松程度影响更大，因此军工行业整体行情也呈现出更强波动性，但长期来看，仍然是有其可把握的核心逻辑。

## 军工 1.0 向 2.0 换挡期，资产证券化和基本面逻辑并存

我们认为至少在未来五年内，军工行业核心投资逻辑仍然是央企军工集团资产证券化，但基本面对上市公司在二级市场表现影响已经开始浮出水面，军工行业处于 1.0 向 2.0 换挡期，资产证券化和基本面逻辑并存。首先，主要军工集团资产证券化率仍有进一步提升空间，各主要军工央企中，中航工业集团资产证券化率水平较高，此外兵器装备集团及电子信息产业集团资产证券化水平也领先于其他央企，但仍有航天系、兵器工业集团、中国电子科技集团等资产证券化率水平不及 30% 水平，仍然有进一步提升空间，这是军工资产证券化的基础。第二，我们回顾中航工业集团资产证券化进程，其用了 10 年左右时间将资产证券化率提升到了较高水平，由于军工资产证券化操作较为敏感，对于其他有空间提升的央企军工集团来说，这一过程也不会一蹴而就，必然要经过较为漫长过程，参考航空工业集团历程，因此我们认为军工集团资产证券化至少需要五年甚

至更长的时间去实施推进。第三，对于资产证券化率较高企业来说，资产注入预期开始退潮，股价表现将会回归军工行业基本面带来的业绩变化。基于军改落地对订单压制影响逐渐消除、重点主战装备进入列装周期等变化，去年以来市场逐渐对军工行业基本面开始有所关注，军工行业基本面变化是长周期逻辑，而市场逻辑的形成或者改变也非一蹴而就的。我们看好军工行业基本面改善的长期逻辑，在此基础上，军工行业后续投资逻辑的演绎，我们认为未来一段时期将会是“军工 1.0 向 2.0 换挡期”，资产证券化和基本面逻辑并存，但资产证券化预期带来弹性仍大于基本面因素。

## 风险因素

信用环境改善趋势不及预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

## 研究团队简介

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与C919、庞巴迪C系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015年9月至2017年8月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017年9月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。