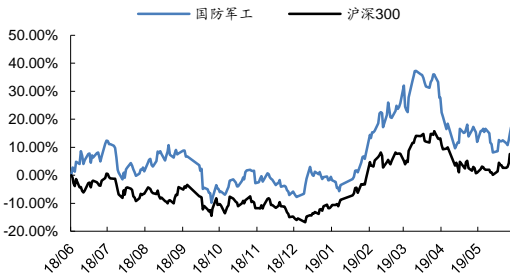


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 苏立赞 S0350117080021
联系人: 邹刚 S0350117090025
zoug@ghzq.com.cn

复杂形势凸显行业特质, 国企改革自主可控加速 行业发展

——国防军工行业中期策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
国防军工	0.7	-6.8	16.8
沪深300	5.1	0.0	6.2

相关报告

- 《国防军工行业周报: 美伊对峙升温, 伊朗战云密布》——2019-06-16
- 《国防军工行业周报: 授权清单印发, 国企改革深化》——2019-06-09
- 《国防军工行业周报: 和平稳定之保障, 自主可控加速器》——2019-06-02
- 《国防军工行业周报: 市场风险偏好处于低位, 关注自主可控和长线布局》——2019-05-27
- 《国防军工行业周报: 美国封锁华为市场大幅调整, 关注自主可控和长线布局》——2019-05-19

投资要点:

- 行情回顾:** 年初以来, 在市场整体大幅波动的背景下, 国防军工板块弹性凸显, 申万国防军工指数最大涨幅达到 47.05%。行业内部, 在两船合并预期提升和中船集团资产重组落地的催化下, 船舶板块大幅上涨, 领跑军工行业。基金持仓方面, 截至一季度末, 军工重仓持股占比为 1.25%, 低配 0.44%; 在持仓下滑的同时, 持股也趋于分散, 基本面明显改善的个股受到基金的青睐。
- 复杂形势下, 军工发展加速优势凸显。经济发展承压, 军工稳健增长优势凸显:** 一方面, 国外环境复杂、国内经济动能尚未完成转换, 经济增长压力明显; 另一方面, 国防军费投入持续高增长, 行业景气度不断提升; 对比之下, 国防军工行业稳健增长优势凸显。**美国加大技术封锁, 自主可控带来新机遇:** 华为被禁, 美国打击我国高科技企业意图显露, 在自主可控扩大至民用领域的背景下, 军转民企业市场份额有望进一步提升, 成为自主可控重要力量; **国企改革持续深化, 政策红利不断释放:** 2019年作为国企改革的攻坚之年, 改革沿着广度和深度加速推进, 授权放权清单的印发, 凸显改革进入具体落地阶段, 改革效果有望逐渐显现。
- 重点看好装备建设、信息化以及资产证券化:** 1、装备建设: 国防建设持续性投入趋势明确, 补短板领域景气度有望进一步提升, 在估值处于低位、国企改革成果逐渐显现的背景下, 看好相关总装和配套龙头; 2、信息化: 信息化是国防建设的重点投入方向, 具有较好的成长性, 在当前自主可控重要性升级的背景下, 军用信息化技术在民用市场的渗透有望加速, 成为企业发展的重要驱动; 3、资产证券化: 资产证券化是大势所趋, 在证券化率目标明确、国企改革大力支持的背景下, 军工资产证券化有望进入加速落地阶段。
- 行业评级:** 在中美关系复杂多变、国内经济下行压力尚未缓解的背景下, 随着国防建设进入装备采购高峰期, 军工行业景气度不断提升, 复杂环境下持续稳定增长的优势将进一步凸显; 国企改革方面, 改革向着更大的范围和更深的层次加速推进, 并逐渐进入落地阶段, 改革的政策红利有望逐渐释放; 华为事件影响下, 自主可控重要性升级, 军工企业有望迎来国产化替代良机。我们看好军工板块市场

机会，给予推荐评级。

- **投资策略及重点推荐个股：**1、装备建设主线上，重点关注装备缺口大、成长空间广阔、股价处于低位、有望受益国企改革的总装和配套龙头，推荐中直股份、中航飞机、航发动力等；2、信息化方向上，关注民品市场竞争力较强，市场份额有望快速提升的振华科技、航天电器、中航光电、亚光科技、瑞特股份；3、资产证券化方向，关注体外资产质优量大，估值合理的中航电子、四创电子、中国海防、久之洋等。
- **风险提示：**1) 装备采购不及预期；2) 国企改革不及预期；3) 进口替代不及预期；4) 推荐标的盈利不及预期；5) 系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-23 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000733.SZ	振华科技	15.99	0.5	0.62	0.76	31.79	25.94	20.92	未评级
000768.SZ	中航飞机	15.74	0.2	0.24	0.27	78.7	65.58	58.3	增持
002025.SZ	航天电器	24.95	0.9	1.07	1.31	27.72	23.32	19.05	增持
002179.SZ	中航光电	33.1	1.21	1.41	1.66	27.36	23.48	19.94	增持
300123.SZ	亚光科技	8.45	0.13	0.28	0.37	65.0	30.45	23.11	未评级
300516.SZ	久之洋	24.67	0.38	0.75	0.99	64.92	32.89	24.92	买入
300600.SZ	瑞特股份	20.23	0.64	0.74	0.94	31.61	27.34	21.52	买入
600038.SH	中直股份	40.68	0.87	1.11	1.32	46.76	36.65	30.82	买入
600372.SH	中航电子	15.0	0.35	0.4	0.46	42.86	37.5	32.61	增持
600764.SH	中国海防	27.02	0.23	0.27	0.29	117.48	100.07	93.17	买入
600893.SH	航发动力	22.64	0.58	0.7	0.82	39.03	32.34	27.61	增持
600990.SH	四创电子	45.4	1.62	1.89	2.21	28.02	24.02	20.54	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（“未评级”盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 行情回顾	5
2、 复杂形势下，军工发展加速优势凸显	7
2.1、 经济发展承压，军工稳健增长优势凸显	7
2.2、 美国加大技术封锁，自主可控带来新机遇	9
2.3、 国企改革持续深化，政策红利不断释放	10
3、 重点看好装备建设、信息化以及资产证券化	13
3.1、 成长前景明确叠加改革助力，关注估值低位的总装与配套龙头	13
3.2、 重点投入叠加自主可控，看好信息化方向发展	14
3.3、 资产证券化大势所趋，关注平台型标的	16
4、 行业评级	17
5、 重点推荐个股	17
6、 风险提示	25

图表目录

图 1: 上证综指和申万国防军工涨跌幅	5
图 2: 年初至今各行业涨跌幅排名	5
图 3: 军工行业市值占比及基金配置比例	6
图 4: 超低配情况	6
图 5: 我国 GDP 增速	7
图 6: 国防预算及增速	7
图 7: 我国军费的 GDP 占比	7
图 8: 军工板块 2019Q1 营收及增速	8
图 9: 军工板块 2019Q1 归母净利润及增速	8
图 10: 申万一级行业营业收入增速 (%)	8
图 11: 申万一级行业归母净利润增速 (%)	8
图 12: 填补国内空白的多核 DSP 芯片	9
图 13: 华为备胎计划	10
图 14: 培育具有全球竞争力的世界一流企业的相关举措	12
图 15: 国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单 (2019 年版)》	12
图 16: 中美各型军机数量对比 (架)	13
图 17: 估值对比 (PE-TTM, 剔除负值)	13
图 18: 信息化战争	14
图 19: F-35 的电子信息设备	15
图 20: F-35 体系化作战	15
图 21: 高德红外推出千元级的手机外接夜视仪	15
图 22: 中电科 14 所的 5G MIMO 天线	15
图 23: 中国船舶年初至 4 月 22 日的股价走势	16
图 24: 军工集团资产证券化率-总资产口径 (2017)	17
图 25: 军工集团资产证券化率-净资产口径 (2017)	17
表 1: 年初至今涨跌幅排名	5
表 2: 基金持仓前十标的	6
表 3: 2019Q1 加仓前十标的 (按股份数量)	6
表 4: 美国近年来对华高科技企业封锁	9
表 5: 入选国企改革“双百行动”的军工企业	11

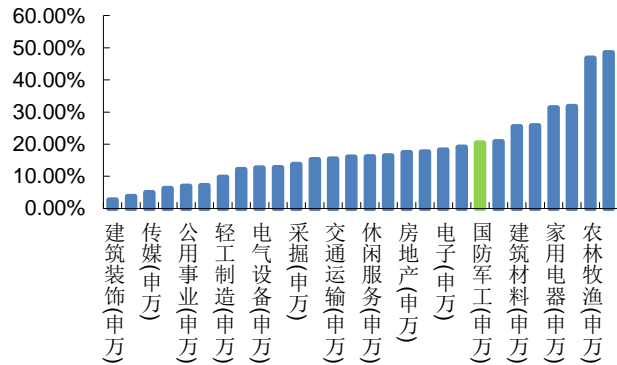
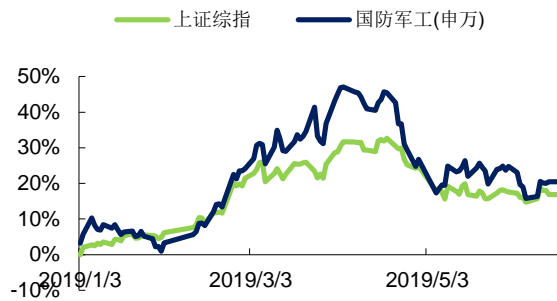
1、行情回顾

年初至今，A股经历了过山车式的行情，在年初海外央行转鸽、中美贸易谈判预期向好、权益市场重要性提升以及科创板推进等利好的推动下，股市大幅上涨，最大涨幅达到32.67%；随后市场逐渐进入调整阶段，并且在贸易谈判恶化的情况下，大幅下跌，截至6月14日，累计涨幅为16.90%，年初以来涨幅回吐近半。

在A股整体大幅度起伏的背景下，在两船合并预期和船舶板块资产注入落地的催化下，国防军工板块弹性凸显，申万国防军工指数最大涨幅达到47.05%。

图 1：上证综指和申万国防军工涨跌幅

图 2：年初至今各行业涨跌幅排名



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

个股方面，涨幅靠前的标的主要集中在船舶板块和国防信息板块，包括中国应急、中国船舶、亚星锚链、亚光科技、大立科技、航天长峰等，主要驱动逻辑为资产重组和业绩增速较高；以中航沈飞、内蒙一机以及航发动力为代表的部分主机标的涨幅靠后。

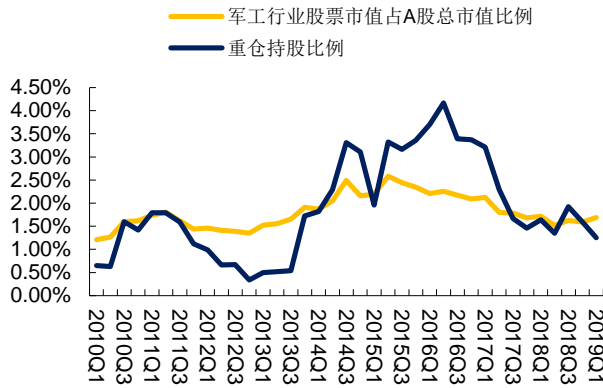
表 1：年初至今涨跌幅排名

涨幅前十			跌幅前十		
证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
300397.SZ	天和防务	111.98	000697.SZ	炼石航空	-7.59
600677.SH	航天通信	79.62	600760.SH	中航沈飞	-0.40
601890.SH	亚星锚链	70.17	300252.SZ	金信诺	-0.18
300527.SZ	中国应急	69.24	000687.SZ	华讯方舟	0.56
300123.SZ	亚光科技	68.69	600482.SH	中国动力	2.47
300034.SZ	钢研高纳	62.21	600893.SH	航发动力	2.87
600862.SH	中航高科	59.82	600967.SH	内蒙一机	3.75
600150.SH	中国船舶	51.94	002013.SZ	中航机电	4.28
002214.SZ	大立科技	50.27	300424.SZ	航新科技	4.38
600855.SH	航天长峰	46.62	600038.SH	中直股份	4.39

资料来源：Wind、国海证券研究所

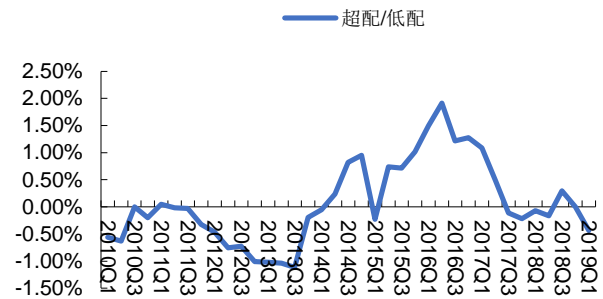
基金持仓方面，以普通股票型、混合型和灵活配置型基金为基础，对军工板块基金配置进行分析。2019年一季度末，基金对军工标的的重仓持股占比为1.25%，低配0.44%，相对于2018年四季度的标配，配置比例有所下滑。

图3: 军工行业市值占比及基金配置比例



资料来源: Wind、国海证券研究所

图4: 超配/低配情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

个股方面，中航光电、中直股份、中航沈飞、航天电器、内蒙一机是持仓前五的标的，相对稳定；持仓变化方面，获得加仓前五的标的是航天发展、中国重工、钢研高纳、大立科技以及航天长峰。

总体来看，一方面，基金对军工的持仓下降，可能是提前兑现收益；另一方面，基金持股趋于分散，基本面获得明显改善的个股也受到基金的青睐。

表2: 基金持仓前十标的

证券代码	证券简称	市值(万元)	持仓变化(万股)	2018Q4 排名
002179.SZ	中航光电	166726.08	-858.83	1
600038.SH	中直股份	142224.41	-537.40	2
600760.SH	中航沈飞	93663.15	-564.98	3
002025.SZ	航天电器	65796.79	-1637.01	4
600967.SH	内蒙一机	59533.44	-1198.96	6
002013.SZ	中航机电	53446.27	-4530.74	5
000547.SZ	航天发展	39687.68	2635.49	14
600562.SH	国睿科技	39553.24	40.17	11
600990.SH	四创电子	39504.08	-181.91	8
600372.SH	中航电子	32633.29	-244.59	10

资料来源: Wind、国海证券研究所

表3: 2019Q1 加仓前十标的(按股份数量)

证券代码	证券简称	持仓市值(万元)	持仓变化(万股)
000547.SZ	航天发展	39687.68	2635.49
601989.SH	中国重工	15096.00	1371.45

300034.SZ	钢研高纳	14177.91	1050.22
002214.SZ	大立科技	4316.20	511.40
600855.SH	航天长峰	7286.96	418.31
300114.SZ	中航电测	8954.91	327.04
300065.SZ	海兰信	20338.80	308.82
600118.SH	中国卫星	7274.69	154.07
300159.SZ	新研股份	1216.58	121.85
300581.SZ	晨曦航空	1586.57	96.33

资料来源: Wind、国海证券研究所

2、复杂形势下，军工发展加速优势凸显

2.1、经济发展承压，军工稳健增长优势凸显

受传统经济增长减速、新兴经济体量尚小以及中美贸易摩擦等因素影响，当前阶段我国经济增长承受一定压力。2019 年第一季度，我国 GDP 同比增长 6.4%，增速处于近年来的最低水平。在今年的政府工作报告中，提出 2019 年 GDP 增长预期目标为 6%-6.5%，经济下行趋势短期难以扭转。

图 5: 我国 GDP 增速

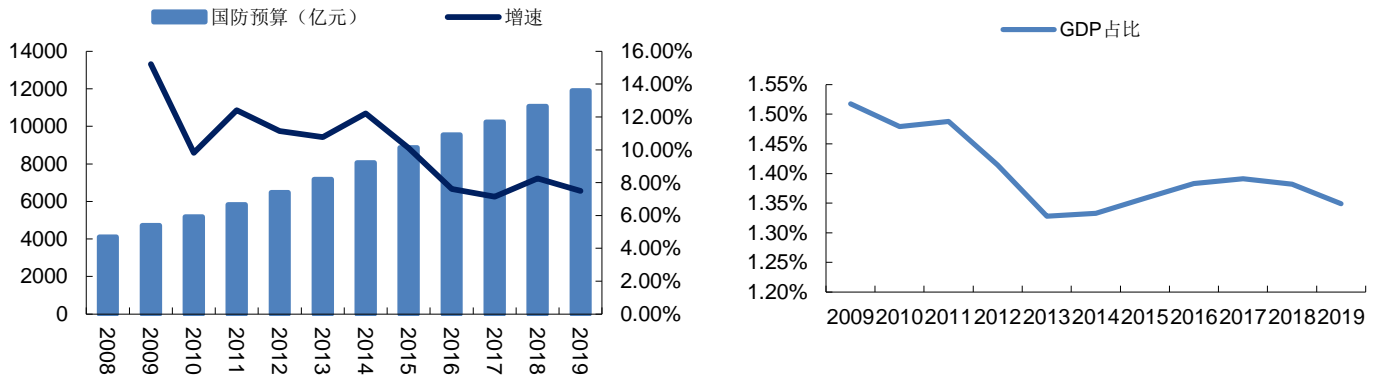


资料来源: Wind、国海证券研究所

另一方面，受益于军队建设的补偿式发展，我国国防军费投入持续高增长，2019 年我国国防预算同比增长 7.5%，达到 11900 亿元。与此同时，相对于世界平均的 3% 的占比，我国仍处于低位。

图 6: 国防预算及增速

图 7: 我国军费的 GDP 占比



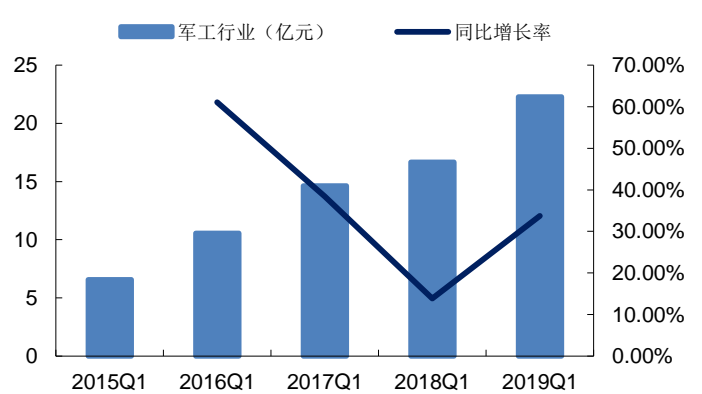
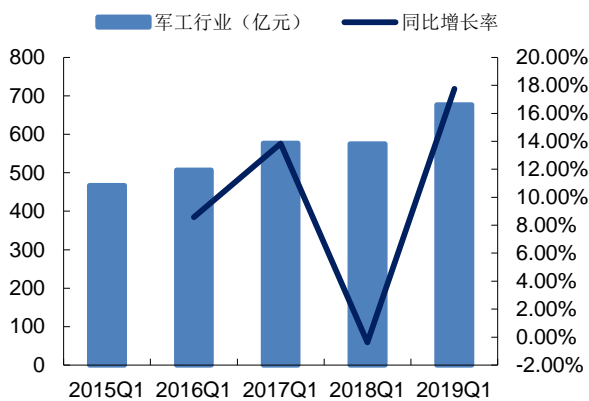
资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

此外，随着军改影响的消除和武器装备采购进入高峰期，国防军工行业景气度不断提升，2019年一季度，军工板块整体实现营业收入676.81亿元，同比增长17.74%；实现归母净利润22.27亿元，同比增长33.70%。并且同比增速呈现不断提升的态势。

图 8：军工板块 2019Q1 营收及增速

图 9：军工板块 2019Q1 归母净利润及增速



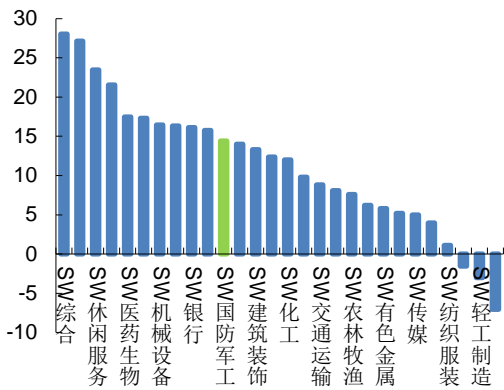
资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

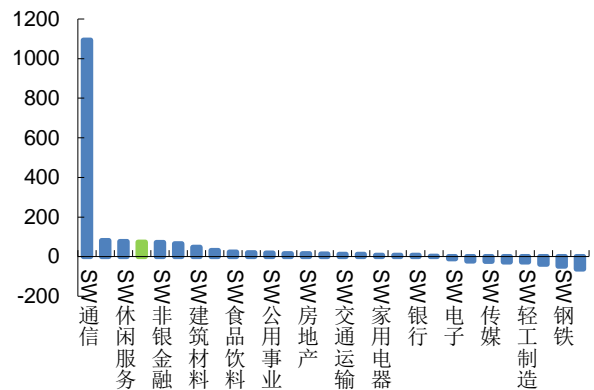
在国内经济增长承压以及军工景气提升的背景下，国防军工行业增速高、持续增长确定性强，比较优势进一步凸显，以2019年一季度业绩为参考，收入端军工行业收入增速排名第十一位；利润端军工行业归母净利润增速排名第4位。

图 10：申万一级行业营业收入增速 (%)

图 11：申万一级行业归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2、美国加大技术封锁，自主可控带来新机遇

随着特朗普的上台，美国对华遏制和封锁力度日益增强。除通过施加关税来打击中国经济外，美国还直接对中国高科技企业进行封锁，以精确打击我国高科技产业的发展。2019年5月16日，美国商务部正式将华为列入“实体清单”，禁止美企向华为出售相关技术和产品，直接公开化遏制我国高科技产业发展的意图。

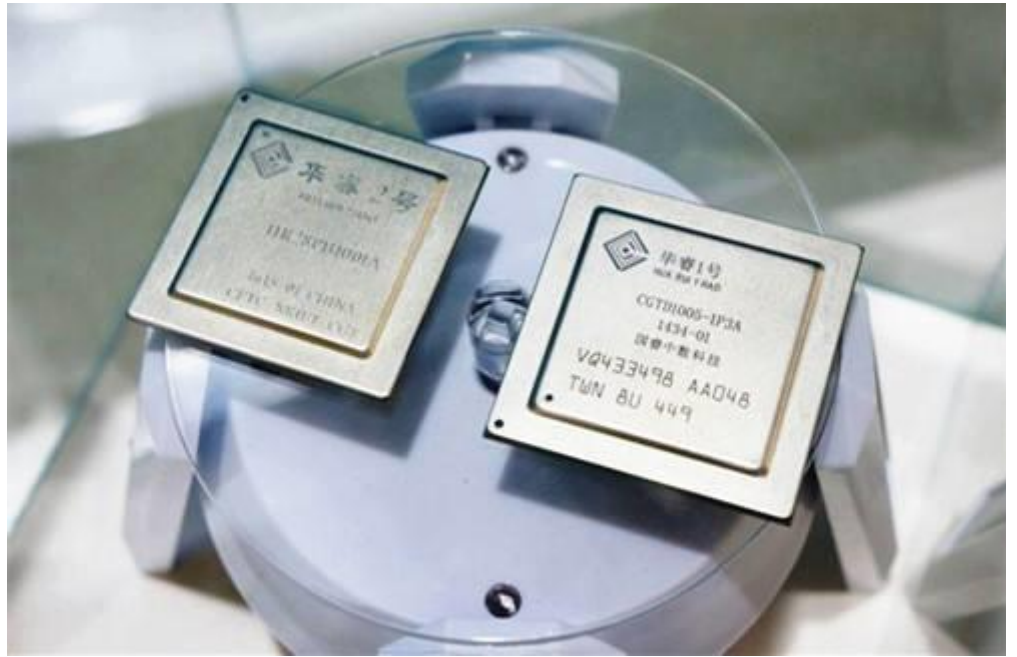
表 4: 美国近年来对华高科技企业封锁

2018年4月	美国商务部宣布在未来七年里将禁止美国公司向中兴销售零部件或提供软件支持
2018年8月	美国商务部将 44 家中国军工企业列入出口控制清单
2018年10月	对中国存储芯片制造商福建晋华集成电路有限公司实施禁售
2019年4月	将 37 家中国大陆企业和学校列入美国企业应谨慎对待的“未经核实”实体的危险名单
2019年5月	美国商务部宣布，将把华为及其子公司列入出口管制的“实体名单”

资料来源: 环球视野、国海证券研究所

基于国外封锁和安全性需要，我国国防工业高度重视自主可控，在装备研制中对国产化率有明确要求。在长期投入和自力更生下，我国国防科技水平，尤其是国防信息化水平，已经步入国际先进行列，拥有完整的国防工业体系的同时，对于核心元器件和零部件也基本实现自给自足，不存在卡脖子的情况。

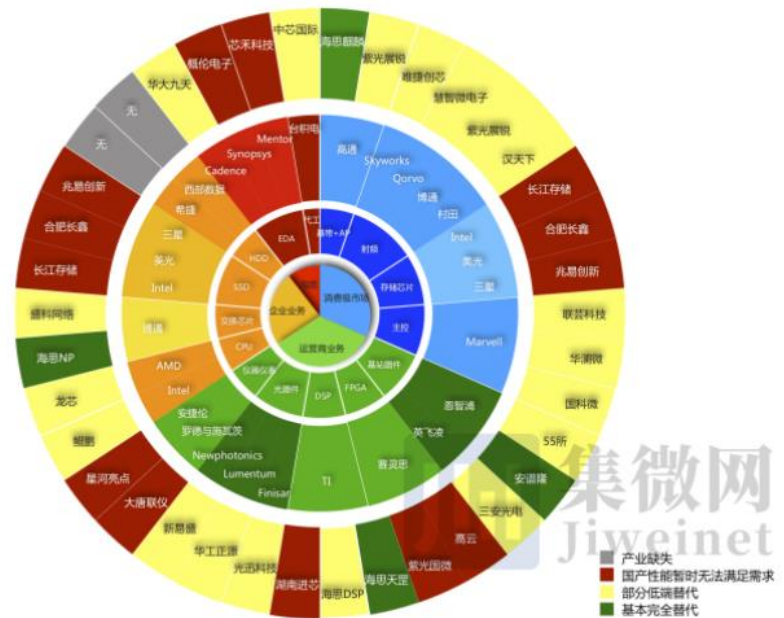
图 12: 填补国内空白的多核 DSP 芯片



资料来源：百度图片、国海证券研究所

在美国对我国封锁从军工扩大至通信等其他民用领域的背景下，一方面，政府有望加大对自主可控和高科技企业的扶持力度，加速行业发展；另一方面，各领域对供应链安全可控的意识将大幅提升，本土供应商获得的支持力度有望加大，市场份额有望提升。

图 13: 华为备胎计划



资料来源：集微网、国海证券研究所

2.3、国企改革持续深化，政策红利不断释放

随着我国经济发展迈入新阶段，完善国有资产监管体制、增强国有经济活力、做强做优做大国有企业成为我国经济转型发展中的重要课题。在国企改革的持续推进下，改革力度也不断加大，改革朝着更广的范围和更深的层次加速推进。2018年，国企改革双百行动正式启动，将改革从小范围试点扩大至近 400 家央地企业，实现了由点至面的全面铺开。

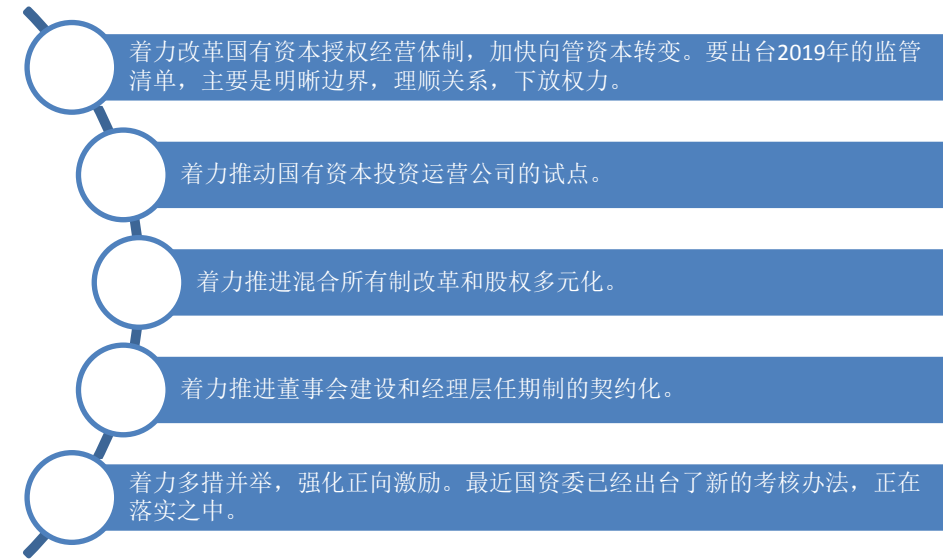
表 5: 入选国企改革“双百行动”的军工企业

所属集团	具体单位	相关 A 股上市公司
中国航空工业集团有限公司	中航通用飞机有限责任公司	中航重机、中航三鑫、中航电测
	中国航空技术国际控股有限公司	天虹股份、深南电路、深天马 A、飞亚达 A、中航善达、
	中航机电系统有限公司	中航机电
中国航空发动机集团有限公司	中国航发商用发动机有限责任公司	
	中国航发湖南南方宇航工业有限公司	
中国商用飞机有限责任公司	上海航空工业（集团有限公司）	
	上海翔运国际货运有限公司	
中国核工业集团有限公司	中核第四研究设计工程有限公司	
	中核控制系统工程有限公司	
	中国核工业华兴建设有限公司	
	中国核工业二三建设有限公司	
中国航天科技集团有限公司	北京神舟航天软件技术有限公司	
	上海航天设备制造总厂有限公司	
	航天时代电子技术股份有限公司	航天电子
中国航天科工集团有限公司	湖南航天有限责任公司	
	航天云网科技发展有限责任公司	
中国船舶工业集团有限公司	中国船舶（香港）航运租赁有限公司	
	九江精达检测技术有限公司	
中国船舶重工集团有限公司	重庆前卫科技集团有限公司	
	中船重工（邮鄂）派瑞特种气体有限公司	
中国兵器工业集团有限公司	山西汾西重工有限责任公司	
	武汉重型机床集团有限公司	
	内蒙古北方重工业集团有限公司	北方股份
中国兵器装备集团有限公司	万友汽车投资有限公司	
	四川华川工业有限公司	
中国电子科技集团有限公司	中国电子科技网络信息安全有限公司	卫士通
	中电力神有限公司	
中国电子信息产业集团有限公司	中电科电子装备集团有限公司	
	中国长城科技集团股份有限公司	中国长城
	华大半导体有限公司	上海贝岭
中国钢研科技集团有限公司	中国电子系统技术有限公司	
	北京钢研高纳科技股份有限公司	钢研高纳
	中科钢研节能科技有限公司	
	安徽长城军工股份有限公司	长城军工
	湖南湘电动力有限公司	湘电股份

资料来源：搜狐网、国海证券研究所

2019年，国资委主任肖亚庆明确表示将是国企改革的攻坚年，要从五方面着手加快培育有全球竞争力的世界一流企业，包括：改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变；推动国有资本投资运营公司的试点；推进混合所有制改革和股权多元化；推进董事会建设和经理层任期制的契约化；多措并举，强化正向激励。

图 14：培育具有全球竞争力的世界一流企业的相关举措



资料来源：中国证券报、国海证券研究所

2019年6月3日，国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，从分类开展授权放权、加强行权能力建设、完善监督管理体系、建立动态调整机制等方面对授权放权进行了明确。具体而言，清单对子公司资本运作、混合所有制改革、职业经理人制度建设、中长期激励机制建设等方面进行了松绑，并明确要求做到层层传递，全面激发各层级企业活力。

图 15：国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》



资料来源：搜狐网、国海证券研究所

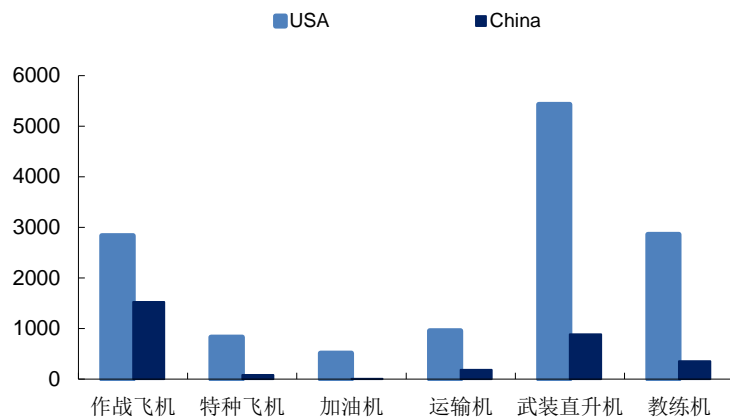
我们认为，国企改革正从点到面，从顶层设计到具体政策，沿着横向扩大和纵向深入两个方向，不断深化，改革的进度有望加速。中央企业和国有企业是国防军工行业的主体，承担武器装备研发、设计、生产、维护的重任，但相对民企而言，也存在体制僵化、审批决策链条长、资源利用率低、经营效率偏低等问题。国企改革的不断深化，尤其是在资本运作和股权激励等方面的松绑，有望从提升企业经营自主权、优化业务布局、加速军工资产证券化、推广股权激励、提升员工积极性等方面加速军工企业的发展。

3、重点看好装备建设、信息化以及资产证券化

3.1、成长前景明确叠加改革助力，关注估值低位的总装与配套龙头

当前我国国防建设已取得较大进展，一大批新型装备的列装使得我国装备研制和生产水平达跨入世界先进行列，但部队转型发展对新一代装备列装和老旧装备升级依然存在十分明确的需求。作为我国国防建设体系核心支撑的主战装备龙头和核心配套成长前景依旧明确，尤其是在我国存在明显装备缺口的细分领域，成长空间广阔。

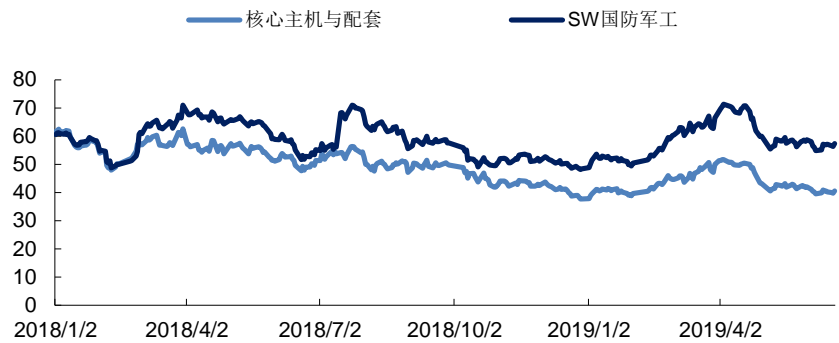
图 16：中美各型军机数量对比（架）



资料来源：World air forces 2018、国海证券研究所

另一方面，以中航沈飞、航发动力、中直股份为代表的主机厂和以中航机电为代表的核心配套，上半年涨幅相对靠后，随着市场的调整，估值已经进入底部区间，已具备一定的安全边际。

图 17：估值对比（PE-TTM，剔除负值）



资料来源：Wind、国海证券研究所

此外，在国企改革的推进力度不断加大、政策不断下沉、改革措施不断细化的背景下，市场化经营机制的建设、管理权限的松绑以及激励机制的建设有望带来公司基本面由内而外的提升，进而加速公司业绩的释放。

具体标的上，我们推荐投资者关注长期成长空间广阔、细分领域景气度不断提升、当前估值处于低位，有望受益国企改革的中直股份、中航飞机、航发动力、中航机电等。

3.2、重点投入叠加自主可控，看好信息化方向发展

信息化战争是指以信息为基础、以信息化武器装备为战争工具的战争。技术的快速发展和广泛应用使得武器装备的发展和作战方式发生演变，信息化战争将取代机械化战争，成为未来战争的基本形态。

图 18: 信息化战争

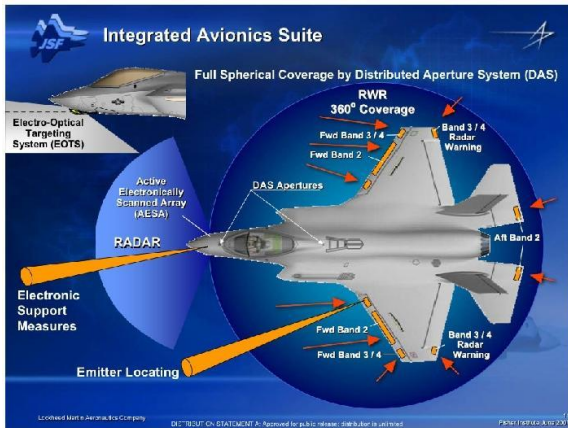


资料来源：Wind、国海证券研究所

国防信息化的建设,一方面体现为战场环境、指挥控制系统等基础设施的信息化,另一方面也体现为武器装备的信息化,直接体现则为通信、雷达、电子战以及其他各种传感器的重要性和价值占比不断提升。美国新型战斗机 F-35 装备有相控阵雷达、EODAS (光电分布孔径系统) 等大量先进的电子信息化设备,不仅自身在信息获取、处理、管理以及通信等方面具备强大的能力,还可以作为一个网络节点,与其他单位共享信息并指挥其他单位发起进攻。

图 19: F-35 的电子信息化设备

图 20: F-35 体系化作战



资料来源: 必应图片、国海证券研究所

资料来源: 百度新闻、国海证券研究所

重要性的提升使得信息化成为国防建设的重点投入方向,习主席明确提出,2020 年我国要基本实现机械化、信息化取得重大进展。信息化的大力发展使得指挥、控制、雷达、通信、电子战、光电传感器以及基础的电子元器件等产品需求不断向好,将成为装备建设的高景气细分方向。

随着军民技术发展的融合,军用技术的民用转化和军民双轮驱动成为产业发展的重要趋势。红外产业方向上,晶圆级封装技术的应用使得探测器成本大幅降低,高德红外推出千元级的手机外接探头夜视仪,推动红外技术的消费化应用;微波产业方向上,中电科在 MIMO 天线、微波器件方面技术优势突出,军工电子企业有望成为 5G 发展的重要力量。

图 21: 高德红外推出千元级的手机外接夜视仪

图 22: 中电科 14 所的 5G MIMO 天线



资料来源：京东、国海证券研究所

资料来源：搜狐网、国海证券研究所

自主可控加速民用领域渗透。在中兴和华为事件影响下，供应链的安全性和自主可控已经成为影响企业发展的重要因素，军工企业的民用产品获得下游客户的支持力度有望加大，有望实现市场份额的快速提升。

我们看好信息化方向的投资机会：1、信息化是国防建设的重点投入方向，成长性更为突出；2、军民融合发展是信息化产业发展的大趋势和成长壮大的必要条件；3、华为事件使得供应链安全重要性提升，国产化产品有望获得更大支持，市占率有望提升，成长有望加速。当前，我们重点看好下游产业增长趋势明确、市场空间大、公司市场竞争力强、业绩弹性大的国防信息化标的，重点关注振华科技、航天电器、中航光电、亚光科技、瑞特股份等。

3.3、资产证券化大势所趋，关注平台型标的

对于军工集团而言，通过资产证券化，可以丰富融资渠道和增加激励手段，可以实现加速发展；对于上市平台而言，通过承接控股股东的资产注入，可以实现实力的大幅升级，实现跨越式发展。

2019 年上半年，中船工业集团开启旗下资产整合和资产证券化大幕：中船科技注入海鹰集团相关资产；中国船舶和中船防务与集团进行资产置换，并将江南造船注入中国船舶。资产注入完成后，中国船舶将成为我国军民船舶总装的龙头之一；中船防务将成为船用柴油机龙头，中船科技将增加高科技水声业务。在上述资产证券化运作的影响下，相关标的也成为这一轮行情中的领头羊。

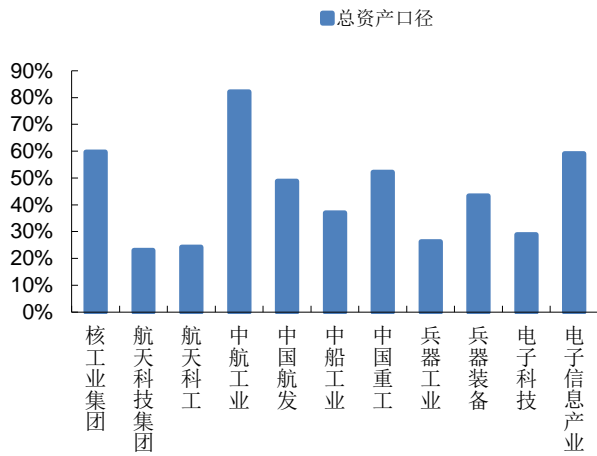
图 23：中国船舶年初至 4 月 22 日的股价走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

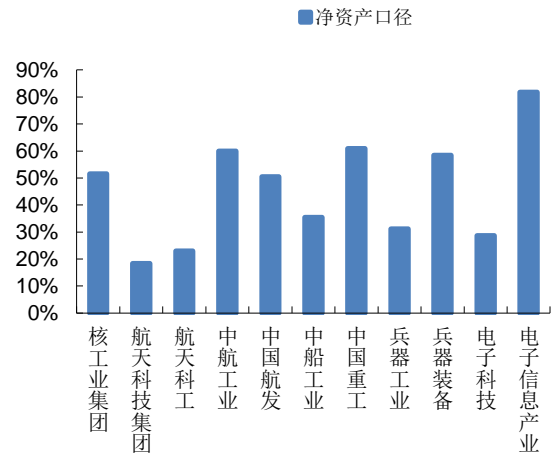
在 2020 年时间节点临近，各军工集团设定了明确的资产证券化目标，以及国企改革鼓励资产证券化的背景下，军工资产证券化有望进入加速落地阶段。从投资角度来说，一方面，资产注入的落地将显著提升对应标的实力；另一方面，也将强化资产证券化加速落地的预期，带动其他平台型标的的上涨。

图 24: 军工集团资产证券化率-总资产口径 (2017)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 25: 军工集团资产证券化率-净资产口径 (2017)



资料来源: Wind、国海证券研究所

考虑到当前市场对待军工资产证券化已较为理性,以及部分标的估值较高、资产注入存在不及预期的可能,我们推荐投资者重点关注体外资产质优量大、当前估值相对合理、弹性空间大的标的,推荐中航电子、四创电子、中国海防以及久之洋。

4、行业评级

在中美关系复杂多变、国内经济下行压力尚未缓解的背景下,随着国防建设进入装备采购高峰期,军工行业景气度不断提升,复杂环境下持续稳定增长的优势将进一步凸显;国企改革方面,改革向着更大的范围和更深的层次加速推进,并逐渐进入落地阶段,改革的政策红利有望逐渐释放;华为事件影响下,自主可控重要性升级,军工企业有望迎来国产化替代良机。我们看好军工板块市场机会,给予推荐评级。

5、重点推荐个股

装备建设主线上,重点关注装备缺口大、成长空间广阔、股价处于低位、有望受益国企改革的总装和配套龙头,推荐中直股份、中航飞机、航发动力等; 2、信息化方向上,关注民品市场竞争力较强,市场份额有望快速提升的振华科技、航天电器、中航光电、亚光科技、瑞特股份; 3、资产证券化方向,关注体外资产质优量大,估值合理的中航电子、四创电子、中国海防、久之洋等。

1) 中直股份:

我国直升机龙头,业绩稳步增长。公司是我国直升机龙头,在军民领域市场地位稳固。随着新型号、新产品的研制推进,公司产品谱系进一步丰富,2018年公

司实现一机首飞、一机论证和两机取证。在竞争实力不断提升的同时，公司 2018 年业绩稳步增长，营业收入同比增长 8.44%，归母净利润同比增长 12.07%。

空中突击骨干装备，陆军建设需求释放。当前我国陆军正加速由区域防卫向全域机动转型，以陆军航空兵为代表的空中突击力量成为当前的建设重点。在陆航部队规模扩大的同时，随着新型通用型直升机直-20 的定型，陆航部队对直升机的需求有望加速释放。公司 2018 年底合同负债为 58 亿元，相较于期初余额大幅增长 26%，彰显需求向好。

低空空域有序开放，民用直升机前景广阔。通用航空具有机动灵活、快速高效等特点，广泛服务于工业、交通、娱乐、农业等多个领域，具有广阔的发展前景。受制于低空空域的管制，我国当前通用航空发展水平仍然较低，相较于十三五的发展规划目标仍有较大差距。但随着四川省低空开放试点的落地，我国低空空域开放整体进程有望加快，成为通用航空发展的催化剂。公司作为我国直升机龙头，民用产品谱系不断丰富，有望充分受益我国通用航空的发展。

风险提示：1) 军品需求不及预期；2) 低空空域开放不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

2) 中航飞机:

交付上升驱动收入增长，多因素综合影响利润大幅增长。收入方面，公司产品交付增加，驱动营收增长 21.42%，彰显公司产品需求的旺盛；成本方面，公司毛利率略有下降，营业成本同比增长 22.56%；三费方面，受益于管理提升和沈飞民机出表，三费均有所减少；此外，公允价值变动收益和资产处置收益大幅增加，综合影响下归母净利润同比增长 46.13%。

民机子公司管理变化，负担减轻发展加速。沈飞民机主要从事机体结构部件制造业务，2018 年收入为 10.77 亿元，净利润为-0.77 亿元。公司不再对沈飞民机行使管理权，一方面有助于缩短管理链条节约管理成本，另一方面，也有利于沈飞民机实现区域协同，加速业务发展。此前，公司已对西飞民机引入战略投资者进行增资，西飞民机资本实力明显增资。当前我国民机产业仍处于成长阶段，整体盈利能力较弱，公司通过对两家民机子公司的运作，在减轻公司负担的同时，进一步加速民机业务的发展。

军队转型支撑装备，军机需求持续增长。军品方面，公司是我国运输机和轰炸机的唯一生产商。运输机作为战略空军的象征，一方面，承担远程军力的投送；另一方面，也是加油机、预警机等特种机型的发展平台。在我国军队加快转型，作战模式向体系化、信息化发展的背景下，我国运输机和特种飞机等装备数量明显不足。在我国高度重视国防建设以及军方需求迫切的背景下，公司产品需求有望持续增长。

风险提示：1) 军品采购不及预期；2) 民机发展不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

3) 航发动力:

减轻包袱控制成本，航发龙头轻装前装。公司子公司黎阳动力拟将涉及的三供一业及办社会职能资产协议转让，作为国企改革的重要举措，根据国资委规划，中央企业 2018 年底基本完成“三供一业”分离移交工作。移交完成后，企业包袱减轻，资产质量、经营效率和盈利能力有望进一步提升。此外，在航发集团的大力推进下，成本工程扎实开展，成本优化的效果有望逐渐显现。

采购增长存量提升，公司业绩有望加速增长。一方面，随着军机采购力度的加大，发动机需求相应增长；另一方面，随着军机规模的提升，存量发动机的增多使得维修保障需求快速增长；最后，目前我国部分军机发动机仍依赖进口，随着新机型的推进，有望逐渐实现进口替代。在上述三个方面的驱动下，公司有望从新增和存量两个方面受益，业绩有望呈现加速增长的态势。

国家转型产业升级，航空装备担当大任。一方面，我国经济发展进入新常态，亟需寻找新的增长动力；另一方面，中美关系发展存在长期的不确定性，掌握高端装备研发制造、降低对外依赖需求迫切。航空发动机作为军民两用的高端装备，技术含量高、经济拉动能力强，在我国航空装备市场需求持续增长的背景下，产业自身发展动力和国家战略需求都有望加速我国航空发动机发展。

风险提示：1) 三供一业移交及效果不及预期；2) 产品需求不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

4) 振华科技

公司隶属于振华集团，是我国领先的军工电子元器件供应商，产品覆盖电容、电阻、电感、半导体分立器件、厚膜混合集成电路等。一方面，国防信息化建设重点投入下，军工电子元器件需求有望持续增长；另一方面，公司不断加大研发投入，持续推动产业向高端迈进。

剥离振华通信，资产质量提升。振华通信主要从事手机代工业务，2018 年实现收入 47.94 亿元，实现归母净利润 0.23 亿元，盈利能力较差；上海与德对振华通信增加投资完成后，公司对振华通信持股比例降为 49%，不再纳入本公司合并报表范围，公司整体资产质量提升。

振华集团上市平台，有望获得资产注入。中国振华是 55 家首批国家试点大型企业集团之一，拥有国家级技术中心、博士后工作站和国家 863 成果转化基地。振华集团旗下拥有天津飞腾、振华风光、成都华微等优质的军工电子资产，后续有望注入。

风险提示：1) 产品需求不及预期；2) 资产注入不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

5) 航天电器

智能制造加速推进，成效有望逐渐显现。针对公司连接器产品多品种、小批量的特点以及人工装配效率偏低的问题，公司加大对智能制造的投入，在推进示范项目建设的同时，加快对产线的智能化改造。自动化升级后，公司麻花针产线人员

减少 53%，产量提升 240%，智能制造应用效果明显。此外，公司成功获得国际市场用户的智能制造订单，彰显公司在智能制造领域的快速发展。随着后续智能制造应用的推广，公司整体产能和良率有望同时实现大幅提升，实现收入和盈利的加速增长。

核心电子元器件，需求增长确定性高。连接器属于核心基础元器件，在各型号装备上广泛应用。当前我国处于国防建设的加速投入阶段，装备建设呈现较高的景气度，2018 年下水神盾舰达到创历史新高的 6 艘，航天发射次数也达到世界第一的 37 次。公司产品 70% 应用于国防领域，充分受益国产建设的高景气。

民品具备较大发展潜力，平台定位受益资产注入。民品领域，公司产品广泛应用于光通信和新能源汽车等具备较大发展潜力的领域，业务发展具备较大弹性。此外，公司作为航天科工十院上市平台，在国企混改持续深化的背景下，有望获得优质资产注入。

风险提示：1) 公司订单和盈利不及预期；2) 自动化生产效果不及预期；3) 市场拓展不及预期；4) 资产注入的不确定性；5) 系统性风险。

6) 中航光电

收入快速增长，毛利率略有下滑。报告期内，公司营业收入同比增长 22.86%，继续保持快速增长。细分来看，光器件和光电设备、线缆组件及集成产品处于高速增长状态，增速分别达到 33.69% 和 37.80%。公司总体毛利率略有下滑，减少 2.47 个百分点，主要是受线缆组件及集成产品的成本增加影响。

增收增长前景明确，受益下游产业高景气。公司下游主要包括国防军工、新能源汽车以及通信等领域。国防军工方面，进入十三五规划后期，装备采购加速；新能源汽车方面，在 2018 年新能源汽车销量增长 61.7% 的基础上，中汽协预测 2019 年销售增速为 27.4%，继续保持快速增长；通信领域，5G 建设逐渐加速，三大运营商 2019 年 5G 投资有望达到 342 亿元。

加大拓展力度，覆盖市场不断扩大。军用领域，公司在巩固航空领域市场优势的同时，进一步加大宇航市场的拓展力度，扩大市场影响力。民用领域，在优化存量市场的基础上，加大国际市场开发，成效显著，公司 2018 年在实现石油、医疗等领域收入翻番的同时，成功进入国际一流车企和国际通信龙头供应链。

风险提示：1) 公司产品需求不及预期；2) 公司盈利不及预期；3) 系统性风险。

7) 亚光科技

核心微波器件供应商，整体实力突出。公司是国内排名前三的军用微波器件供应商，产品包括半导体元器件和微波电路，广泛应用于雷达、导引头和通信等领域。作为我国第一批研制生产微波电路及器件的骨干企，公司产品门类齐全，实现了频道、产品以及应用平台的全覆盖，并在 MEMS（微机电系统）等前沿技术领域取得阶段性成果，整体实力突出。

受益国防信息化，军工电子前景广阔。随着技术的进步，信息在战争中的作用越来越突出，日益成为战争局势的核心影响因素。信息化建设也成为国防建设的重点方向，雷达、通信、电子对抗等设备投入力度不断加大，各主战装备的信息化水平也不断提升。微波电路作为雷达、电子对抗以及通信系统的重要元器件，有望充分受益国防信息化建设投入的增长，发展前景广阔。成都亚光 2019 年计划实现净利超过 3.2 亿元，相较于 2018 年增速达到 33.89%。

风险提示：1) 公司产品需求不及预期；2) 产品研发及民品拓展不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

8) 瑞特股份

船舶核心配套，壁垒高空间大。电气系统承担全船的配电、输电，保障用电设备的正常工作；自动化系统是利用自动化装置代替人工操纵和管理船舶，提升安全性的同时减轻人员工作强度。作为船舶的重要组成部分，电气系统和自动化系统具有高技术壁垒高附加值的特点，在船舶总价中的占比分别达到 4%和 7%。作为世界第一造船大国，仅民用领域我国船舶电气和自动化市场空间就达到 350 亿元。

军船景气支撑稳健发展，民船需求潜力尚未释放。公司当前产品主要用于军船和公务船舶领域，军船方面，2018 年下水主力舰船 21 艘，神盾舰达到创新高的 6 艘，在海军装备仍有明显差距的背景下，舰船建设有望持续高景气，成为公司发展的稳定支撑；民船领域，一方面，当前处于周期底部，造船完工量处于低位；另一方面，市场仍以国外品牌为主，自主产品占比较低，随着民船的逐渐复苏以及自主产品渗透率的提升，民船市场需求有望成为公司未来成长的重要驱动。

智能船舶加速发展，机舱自动化加速增长。智能船舶融合了现代信息技术和人工智能，是未来船舶发展的重点方向，工信部 2018 年 12 月印发了《智能船舶发展行动计划（2019-2021 年）》，进一步增添了智能船舶发展的动力。机舱自动化系统作为智能船舶的重要组成部分，随着智能船舶的发展，需求有望快速增长。公司的智能机舱产品已成功应用于“雪龙 2”号科考船上，未来有望进一步推广，业绩实现加速增长。

风险提示：1) 军船建设不及预期；2) 民船复苏和设备国产化不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

9) 四创电子

收入结构调整业务毛利变化，公司整体毛利率略有提升。公共安全是公司的主要业务之一，2018 年收入占比为 26.90%，在公司更加注重项目质量和项目盈利的背景下，公共安全业务收入占比下降但毛利率提升 4.27 个百分点。与此同时，公司雷达业务收入占比提升，达到 39.84%，但毛利率下滑 4.29 个百分点。两大业务结构和毛利率变化的影响下，公司整体毛利率提升 1.34 个百分点，受益于土地处置收益，公司归母净利润同比增长 27.82%。

新品研发+转型系统供应商，雷达业务收入快速增长。一方面，公司持续加大新

技术和新产品的研发，软件化雷达等多项产品取得突破收获订单；另一方面，公司加快由设备供应商向系统供应商转型，多源数据一体化气象应用示范平台、ATM 应用示范系统等多款产品完成应用和试用。多措并举下，公司雷达业务快速增长，2018 年收入同比增长 27.23%。在公司推行科研项目跟投机制鼓励创新，空管雷达市场转好的背景下，公司雷达业务有望进一步增长。

博微子集团上市平台，有望受益资产注入。一方面，随着博微子集团的实体化经营，管理层经营思路的贯彻和各研究所之间业务协同有望逐渐加强；另一方面，我国对科技创新重视程度不断提升，国企改革持续深化，资本成为军工企业高质量发展的重要推力。此外，考虑到军工集团资产证券化方向明确，证券监管机构鼓励军工企业高质量发展，博微子集团资产证券化的脚步有望加快，公司作为上市平台，有望承接资产注入，实现跨越式发展。

风险提示：12) 公司盈利不及预期；3) 资产注入不及预期；4) 系统性风险。

10) 中国海防

反潜作战核心支撑，水声系统打造水下盾牌。潜艇及其发射的鱼雷是远洋航行舰艇面临的主要威胁。水声系统包括水声探测、作战指挥以及水声对抗等功能，承担反潜和反鱼雷的重任，是远洋航行的水下安全支撑。目前水声系统已成为大型舰艇的重要组成部分，典型装备包括拖曳声呐、舰首声呐、直升机吊放声呐、以及多种对抗系统。伴随着舰船发展水平的提升，我国水下作战系统快速发展，目前已具备立体的综合反潜能力，迈入先进水平行列。

研究所核心资产注入，水声专业龙头诞生。公司 2017 年通过资产重组注入长城电子，主营业务变为水声信息传输。当前公司正在实施进一步重组，注入中船重工七一五、七一六以及七二六研究所下属优质水声资产，业务扩展至水声探测、水声信息获取、水声对抗等领域，实现水声专业的全覆盖。资产注入完成后，公司将成为我国海军水声系统龙头，市场地位大幅提升的同时，盈利能力也将显著增长，注入资产 2019、2020、2021 年承诺业绩分别达到 5.5 亿、6.6 亿以及 7.5 亿。

远洋海军建设，加速水声系统需求释放。当前我国海军舰船总排水量不到美国 1/4，各主力船型在数量和结构方面还存在明显差距。在远洋海军建设方向明确的背景下，以航母为代表的大型舰船建设有望进一步强化。此外，海军走向远洋则意味着远离岸基体系的支撑，舰艇需要更加强大的反潜作战能力。随着远洋海军建设的推进，水下作战系统需求有望大幅增长。

电子信息上市平台，有望承接资产注入。公司控股股东中船重工集团是我国海军装备科研生产的主体力量，拥有着完整的海军装备产业。在舰船电子信息产业领域，中船重工集团拥有通信导航、探测与对抗、作战指挥控制等优质资产，产品广泛装备于各型舰船。在公司作为集团电子信息上市平台定位明确以及集团资产证券化目标明确的背景下，公司有望承接集团优质电子信息资产注入，规模和实力进一步提升。

风险提示：1) 海军装备建设不及预期；2) 资产重组实施的不确定性；3) 公司

产品需求不及预期；4）资产注入不及预期；5）系统性风险。

11) 久之洋:

红外为基多种光电融合，高端应用领域优势突出。公司是以红外、激光等光电技术为核心的高新技术企业，是我国光电领域的核心供应商。在红外、激光的高端应用领域，公司实力突出，一方面，公司长期参与红外探测、红外警戒等高端系统级产品的配套，紧跟前沿需求的同时，在高端领域占据较大份额；另一方面，公司参与的舰载等应用领域环境复杂，图像的后期处理水平成为光电系统应用的重要影响因素，公司在图像校正、红外滤波、图像增强以及小目标跟踪等方面积累了丰富的技术经验，掌握着复杂环境下应用的核心技术。

背靠华中光电所，业务协同资产注入。在国防信息化建设不断加强的背景下，红外等光电技术在探测、跟踪、告警以及火控等方面应用不多增多，行业发展前景广阔。公司控股股东华中光电所隶属于中船重工集团，是海军舰船光电专业的牵头单位。一方面，华中光电所拥有侦察监视、警戒探测、跟踪火控、光电对抗、光电通信、光电导航等覆盖全面的光学专业布局，技术实力浓厚，公司在获得技术支撑的同时，有望成为研究所新技术、新应用的产业化平台；另一方面，华中光电所年产值达到 25 亿、利润达 4 亿，优质资产多、盈利能力强，在军工资产证券化不断深化的背景下，公司作为研究所唯一上市平台，有望获得资产注入，实现跨越式发展。

军改影响消除装备采购提速，产业迎拐点公司迎增长。随着军改影响的消除以及进入五年规划后期，军品采购不断加速，红外等光电产品需求迎来高速增长，公司一季度实现收入 1.06 亿元，同比增长 22.75%。盈利能力方面，公司通过加强与供应商合作，优化采购成本，毛利率有望有所回升；此外，公司收购的天文导航业务发展态势良好，2019 年承诺净利润达到 2200 万。在需求增长、成本管控以及天文导航并表的综合影响下，公司 2019 年业绩有望大幅增长。

风险提示：1）产品需求及业务发展不及预期；2）产品价格继续下滑的风险；3）资产注入的不确定性；4）收购资产业绩低于预期；5）系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-23		EPS			PE			投资 评级
		股价	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
000733.SZ	振华科技	15.99	0.5	0.62	0.76	31.79	25.94	20.92	未评级	
000768.SZ	中航飞机	15.74	0.2	0.24	0.27	78.7	65.58	58.3	增持	
002025.SZ	航天电器	24.95	0.9	1.07	1.31	27.72	23.32	19.05	增持	
002179.SZ	中航光电	33.1	1.21	1.41	1.66	27.36	23.48	19.94	增持	
300123.SZ	亚光科技	8.45	0.13	0.28	0.37	65.0	30.45	23.11	未评级	
300516.SZ	久之洋	24.67	0.38	0.75	0.99	64.92	32.89	24.92	买入	
300600.SZ	瑞特股份	20.23	0.64	0.74	0.94	31.61	27.34	21.52	买入	
600038.SH	中直股份	40.68	0.87	1.11	1.32	46.76	36.65	30.82	买入	
600372.SH	中航电子	15.0	0.35	0.4	0.46	42.86	37.5	32.61	增持	
600764.SH	中国海防	27.02	0.23	0.27	0.29	117.48	100.07	93.17	买入	

重点公司	股票	2019-06-23		EPS		PE		投资	
600893.SH	航发动力	22.64	0.58	0.7	0.82	39.03	32.34	27.61	增持
600990.SH	四创电子	45.4	1.62	1.89	2.21	28.02	24.02	20.54	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (“未评级” 盈利预测取自万得一致预期)

6、风险提示

- 1) 装备采购不及预期;
- 2) 国企改革不及预期;
- 3) 进口替代不及预期;
- 4) 推荐标的盈利不及预期;
- 5) 系统性风险。

【军工组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，3年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究

邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。