

国防军工行业：军工迎来配置时点，建议重视行业比较优势

2019年07月14日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

投资摘要：

我们认为军工股将逐步迎来配置时点，建议重视军工行业比较优势，主要逻辑有以下三点：

第一，估值有望改善。军工行业长期存在的估值问题与企业自身增长的确定性和市场风险偏好密切相关，未来几年军工行业业绩增长较为确定，业绩增长将消化行业本身的较高估值。此外，短期估值来看，贸易战缓和和科创板开闸有利于风险偏好改善，而军工股在这难得的窗口期有望取得较好的超额收益。

第二，业绩增长确定性较好。上周有数家公司发布半年报业绩快报，我们重点推荐的钢研高纳、光威复材和中光学上半年业绩均实现高增长，显示产业链上游的原材料、电子元器件企业订单和业绩在逐步释放，而下半年随着军品交付节奏的结块，全年业绩或取得更快速增长。此外，包括中直股份、中航沈飞和内蒙一机等主机厂在手订单饱满，且随着重点型号的交付，很多收入会在2019年确认，今年主机厂业绩可能会出现惊喜。

第三，军工存在比较优势，预期差、确定性和对冲宏观经济波动。首先，其他行业预期较高，容易低于预期，而市场对于军工行业预期已经到达冰点，军工行业容易产生预期差；第二，基本面向上的确定性。由于每个五年计划军品生产采购周期的影响，与其他行业相比军工行业未来两年的确定性最好，基本面向上；第三，对冲宏观经济下滑的防御品种。下半年的宏观经济存在一定的不确定性，而军工行业和TMT、必选消费行业，作为少有的不受经济波动影响的行业，可作为对冲宏观经济波动的优质品种。

本周航发动力债转股助力公司降杠杆，利好航空产业链。2018年公司资产负债率为43%，财务费用4.21亿，而利息费用高达4.58亿元。公司通过市场化债转股对黎明公司、黎阳动力和南方公司三家子公司进行增资，完成后有利于公司降低财务费用和资产负债率，提高公司资产质量，提高持续盈利能力。债转股通过“现金增资偿还债务”会改善公司现金流，有助于公司扩大外包，利好上游配套协作公司，如钢研高纳。

重点推荐：主题方面，推荐中国重工，中船科技，中国海防，中国船舶等标的，它们具备较强的注入预期。价值方面，钢研高纳，光威复材，中航沈飞，中光学等公司中报或将大幅报喜，中国长城和卫士通赛道优秀。

本周市场回顾：本周中信军工指数下跌3.86%，同期沪深300指数下跌2.17%，军工板块跑输大盘1.69个百分点，在中信29个一级行业中排名第23位。

本周主要报告：本周我们继续对光威复材进行了深入研究，通过对标全球碳纤维龙头企业美国赫氏，发现两者的定位相似，而差异主要体现在从业务规模上。本周我们发布了钢研高纳系列报告的第三篇，从航空发动机领域剖析高温合金的广阔市场空间，同时借鉴美国航空发动机的研制经验得出新的启示。我们对光威复材半年业绩预告进行了点评，上半年业绩符合预期，全年高增长可期，公司自中信减持以来股价已恢复，印证了小非减持不减长期配置价值。

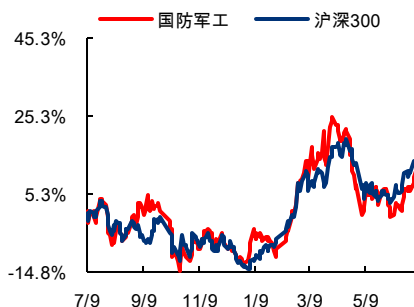
风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

行业基本资料

占比%

股票家数	63	1.74%
重点公司家数	-	-
行业市值	8837.4亿元	1.49%
流通市值	7028.77亿元	1.61%
行业平均市盈率	59.78	/
市场平均市盈率	16.92	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517080001

分析师：王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

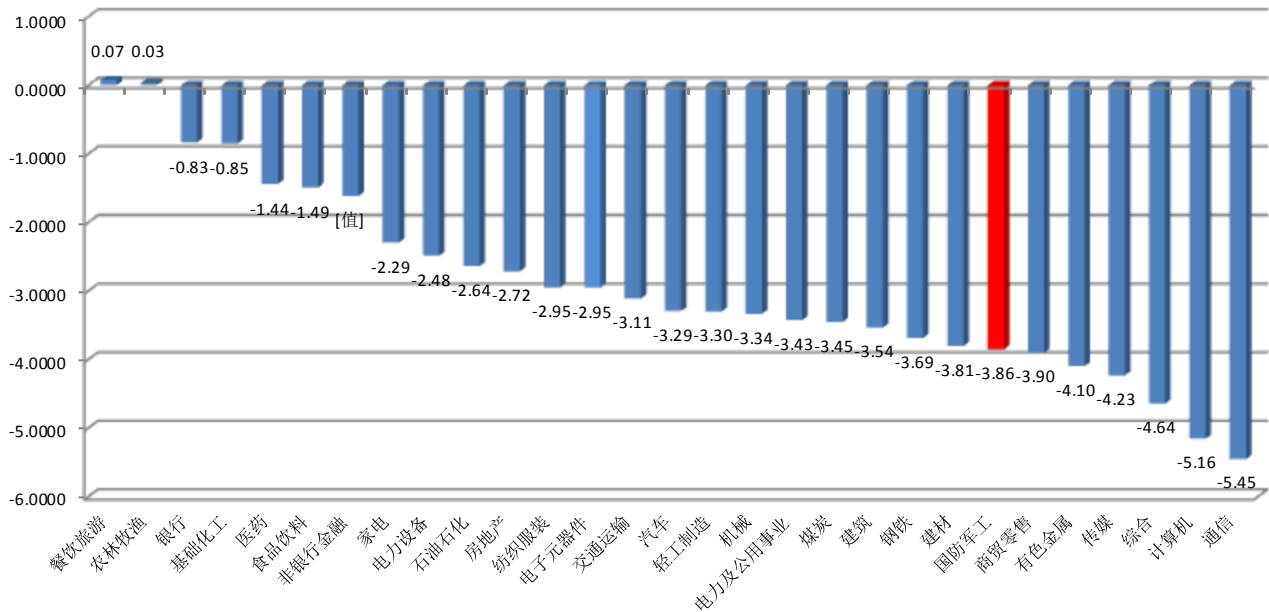
执业证书编号：S1480117080010

1. 市场回顾

1.1. 板块指数

本周中信军工指数下跌 3.86%，同期沪深 300 指数下跌 2.17%，军工板块跑输大盘 1.69 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 23 位，军工行业跌幅处于行业中上游水平。本周军工板块除周五单日上涨 0.03% 外，周一至周四有三天出现下跌。

图 1:本周中信一级行业涨幅排名



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2. 个股表现

本周军工板块跌幅处于行业中上游水平，本周中信军工周五单日涨幅 0.03%。

表 1:东兴军工股票池周涨跌幅排名

周涨幅前十名			周跌幅前十名		
证券代码	证券名称	本周涨幅(%)	证券代码	证券名称	本周跌幅(%)
600391.SH	航发科技	7.78%	002167.SZ	东方锆业	-20.33%
600877.SH	*ST 嘉陵	5.07%	300516.SZ	久之洋	-18.98%
300424.SZ	航新科技	3.90%	300600.SZ	瑞特股份	-17.97%
600592.SH	龙溪股份	3.23%	002149.SZ	西部材料	-16.33%
000043.SZ	中航善达	2.83%	300008.SZ	天海防务	-14.40%
300696.SZ	爱乐达	2.03%	002366.SZ	台海核电	-14.19%
300123.SZ	亚光科技	1.97%	300777.SZ	中简科技	-13.95%
300726.SZ	宏达电子	1.48%	000070.SZ	特发信息	-12.77%
600698.SH	*ST 天雁	1.40%	002405.SZ	四维图新	-12.23%

002246.SZ 北化股份 0.92% 300527.SZ 中国应急 -11.82%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 本周主要报告和观点

本周我们继续对光威复材进行了深入研究，通过对标全球碳纤维龙头企业美国赫氏，发现两者的定位极其相似，而差异主要体现在从业务规模上。光威复材 2018 年营收占赫氏的 9%，净利润占赫氏的 20%。未来营收和利润增长空间较大；市场方面，从军品的市场空间来看，美国军机的数量和高端材料占比已较高，光威复材未来更容易受益于先进军机的批产和复合材料占比提升所带来的业绩提升；从民品上来看，光威复材和赫氏，前者在民机领域的业务体量十分有限，在整个民用航空产业链中所占的份额十分有限，而后者则深度参与到了民用航空的多项业务中，不仅为飞机机身提供多种材料和部件，并且也为飞机发动机提供蜂窝等工程材料，未来光威复材在民机领域将大有可为。

本周我们发布了钢研高纳系列报告的第三篇，从航空发动机领域剖析高温合金的广阔市场空间，同时借鉴美国航空发动机的研制经验得出新的启示。结论显示先进发动机高温合金重量占比或达到 70%，航空装备进入快速列装期，航发新增和替代市场空间巨大，同时中国航发外购比例持续提升，公司有望承接主机厂部分生产环节溢出，并且我们观察到即使没有正式装备部队，用作试验用途的发动机及相关零部件需求也众多。

本周我们对光威复材半年业绩预告进行了点评，公司发布 2019 年半年报业绩预告，实现归母净利润 2.89-3.11 亿元，同比增长 35%-45%，可以说业绩符合预期，全年高增长可期。同时公司军品订单饱满，增速有望超过 20%。；民品方面，碳梁业务继续扩产，仍有望保持高速增长。同时公司非经常性损益数额大，涉及增值税退税和研发项目经费，具有“经常性”，全年其他收益有望亿元以上；另外可以看到公司自中信减持以来股价已恢复，印证了小非减持不减长期配置价值。

2.1 光威复材：对标美国赫氏，优质赛道的龙头白马

报告摘要：

赫氏公司近年来业绩保持稳健增长，得益于其前期清晰的战略发展思路和高速增长碳纤维市场。赫氏在上世纪 60 年代通过并购和战略调整构建齐目前的业务体系，并在 2000 后确定了聚焦复材主业的发展方向，最终成就了现在的航空航天和国防复材巨头。光威复材业务格局如同成熟期的赫氏公司，占据优质赛道的同时下游行业不断拓展，可享受到碳纤维市场增长带来的发展红利。

赫氏公司具备行业龙头属性，具有一定定价权、确定性最好且可伴随行业同步成长。一方面，赫氏公司行业龙头的地位确保了公司具备一定定价权和业绩可持续发展的确定性。2010 年以来，公司营收年均复合增速为 8.59%，净利润复合增速为 17.48%，利润增速快于营收增速一倍，业绩持续增长消化高估值；另一方面，公司积极应对全球碳纤维及其他高端材料需业绩增长稳健，通过新设工厂和外延并购的方式扩大产量，伴随着碳纤维行业的爆发业绩稳定增长。赫氏公司股价在 2002 年后显著跑赢指数，也远超其下游客户洛克希德·马丁和波音公司，涨幅高达 25 倍，显示市场对于优质赛道的龙头白马股的认可。

对标赫氏公司，光威复材军民品爆发可期。我们详细对比两家公司，从业务规模上光威复材与赫氏公司相比有较大差距，光威复材 2018 年营收占赫氏的 9%，净利润占赫氏的 20%。未来营收和利润增长空间较大；从军品的市场空间来看，美国军机的数量和高端材料占比已较高，光威复材未来更容易受益于先进军机的批产和复合材料占比提升所带来的业绩提升；从民品上来看，光威复材和赫氏，前者在民机领域的业务体量十分有限，在整个民用航空产业链中所占的份额十分有限，而后者则深度参与到了民用航

空的多项业务中，不仅为飞机机身提供多种材料和部件，并且也为飞机发动机提供蜂窝等工程材料，未来光威复材在民机领域将大有可为。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 17.57、21.02 和 24.05 亿元，净利润分别为 5.06、6.11 和 7.38 亿元，同比增长 34%，21%，21%，对应 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.42 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：军品订单完成和交付不及预期，民品碳梁上游碳纤维资源不足。

2.2 钢研高纳系列报告之三：从航空发动机角度看高温合金下游井喷

报告摘要：

钢研高纳是我们团队重点覆盖标的，我们 6 月底以来陆续发布多篇报告，指出公司下游产品从十三五后期开始已经进入高景气周期。公司 7 月 9 日晚间发布中报业绩预告，2019 年上半年归属于上市公司股东净利润为 8000 万（+72.62%）至 9000 万（+94.19%），业绩高速增长预期得到验证。

我们系列报告之三将从航空发动机领域剖析高温合金的广阔市场空间，同时借鉴美国航空发动机的研制经验得出新的启示。

航空发动机是高温合金重要应用领域：先进发动机高温合金重量占比或达到 70%。高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，需求占比约为 55%，其次为电力和机械，需求占比分别为 20%、10%，另外工业领域占比 7%，汽车、石油和其他领域占比分别为 3%、3%和 2%。在先进的航空发动机中，50-70%重量来自于高温合金，越先进发动机高温合金占比越高。发动机越落后变形高温合金的比重越大，发动机越先进铸造高温合金的比重越大，铸造高温合金的成本高、设计更复杂。

航空装备进入快速列装期，航发新增和替代市场空间巨大。上世中国各类机型方面与美国相比还有大幅度的差距。战斗机方面未来二代机将逐步退出历史舞台，三代机、四代机占比将逐步提升。运输机方面未来运-20 的市场需求量或达数百架。直升机方面我们认为我军最新研制的 10 吨级中型通用直升机直-20 也将和黑鹰直升机所取得成绩一样成为我军陆、海军的主力机型参与各种军事行动。我们假设未来 15 年几款战斗机、运输机和直升机完成全部列装，航空发动机领域新增合计市场空间约为 1730 亿元，每年新增的航空发动机市场约为 115 亿元人民币。我们预测的每年维护和替代市场空间约为 24 亿元人民币。我们假设高温合金价值量占发动机价值量比重为 20%，则每年高温合金在航发领域的市场空间约为 28 亿元人民币。

中国航发外购比例持续提升，公司有望承接主机厂部分生产环节溢出。我们认为，钢研高纳有望承接主机厂部分生产环节溢出，产品附加值存在大幅提升空间。根据中国航发今年 5 月召开的供应商大会，2018 年，中国航发外购比例持续提升，零部件外包业务持续增长，供应商管理按计划全面完成。

国外航发研发启示：即使没有正式装备部队，用作试验用途的发动机及相关零部件需求也众多。产品装备部队前用作试验的发动机台数众多，以美国第三代发动机 F100 发动机为例，100-200 台发动机在装备部队前将会被用作做试验。比如美国军机要飞行 2000 小时，试验时间都会在 2-3 万小时左右定型，而民机都是几十万小时的试验时间，有些零件在试验阶段就会有大量需求。此外，由于高空试车台是航空发动机设计定型和改进改型的研制过程中十分重要和必须的阶段，我们判断未来国内试车台数量或逐步提升。

盈利预测：我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 0.39 元、0.60 元、0.72 元，对应当前估计 PE 为 37X/24X/20X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：军品订单完成和交付不及预期，青岛新力通业绩不及预期。

2.3 光威复材：半年业绩力证全年高速增长，小非减持不减长期配置价值

报告摘要：

业绩符合预期，全年高增长可期。公司发布 2019 年半年报业绩预告，实现归母净利润 2.89-3.11 亿元，同比增长 35%-45%。公告中披露的利润增速符合我们对公司的业绩预估，按照公司军品订单增速、碳梁产能布局分析，当前增速说明公司生产组织积极有效、交付及时。今年 1-6 月非经常性损益约为 2,663 万元，较 2018 年中期 6606 万元大幅降低，而公司在 4 月份曾公告收到政府补助 5919 万元，其中增值税退税 3795 万元，应全部转入当期损益（计入非经常损益），由此猜测公司上半年有较大额度非流动资产处置损益或营业外支出。

公司军品订单饱满，增速有望超过 20%。上半年公司获得军品订单总金额 9.27 亿元，2018 年公司军品 7.42 亿元，同比增长 24.93%。军用碳纤维应用比例一直在提升，叠加装备平均 20% 增长，因此公司军品增速要高于军工行业平均增速。

碳梁业务继续扩产，仍有望保持高速增长。去年碳梁订单大增，产能扩张，碳梁收入同比增长 73.81%。2018 年公司在 30 条碳梁生产线的基础上，年底新建 10 条生产线并完成投产，今年上半年 40 条线产能相比去年同期 30 条线产能，猜测碳梁业务上半年表现突出。根据调研，公司今年预计再增加 10 条碳梁产线，今年碳梁业务有望继续保持快速增长。

非经常性损益具有经常性，全年其他收益有望亿元以上。公司非经常性损益数额大，涉及增值税退税和研发项目经费，具有“经常性”。增值税退税跟随军品增长，去年递延收益大幅增长，今年转入损益也有望大幅增加，预计全年其他收益将超过 1 亿元。

股价已恢复，减持不影响公司长期配置价值。公司战略股东中信投资出于自身资金需求，计划清仓减持，公司股价短期有所波动，但基本面长期稳定向好，配置价值明显，目前股价已经恢复到减持公告前，说明减持影响有限，市场有足够的空间消化出清的股权。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.06、6.11 和 7.38 亿元，同比增长 34%、21%、21%，EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.42 元，对应 PE 为 35 倍、29 倍、24 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：军品订单完成和交付不及预期，民品碳梁上游碳纤维资源不足。

3. 热点聚焦

中方将对参与售台武器的美国企业实施制裁。新华社北京 7 月 12 日电 外交部发言人耿爽 12 日在回答记者相关提问时表示，中方将对参与售台武器的美国企业实施制裁。有记者问：美国日前宣布了价值约 22.2 亿美元的售台武器计划。有消息称中方将对相关美国企业进行制裁，你能否证实？耿爽说，美方向台湾出售武器严重违反国际法和国际关系基本准则，严重违反一个中国原则和中美三个联合公报规定，损害中国主权和国家安全。为了维护国家利益，中方将对参与此次售台武器的美国企业实施制裁，涉及其中的美国企业有通用动力、雷神等。（环球网）

土耳其宣布俄制 S-400 防空导弹系统开始交付。土耳其外长恰武什奥卢 12 日表示，土耳其从俄罗斯购买的 S-400 防空导弹系统已开始交付。土国防部同日发表声明说，该系统首批设备运抵土首都安卡拉。恰武什奥卢当天在一场记者会上表示，S-400 防空导弹系统已经开始交付，交付进程“没有任何问题”，未来会继续妥善进行。土国防部发表声明说，根据土俄两国 2017 年签订的协议，S-400 防空导弹系统的首批设备已运抵安卡拉的穆尔特德空军基地。（解放军报）

4. 投资策略

我们认为军工处在配置期，建议重视军工行业比较优势，主要逻辑有以下三点：

首先，估值有望改善。军工行业长期存在的估值问题与企业自身增长的确定性和市场风险偏好密切相关，未来几年军工行业业绩增长较为确定，业绩增长将消化行业本身的较高估值。此外，短期估值来看，贸易战缓和和科创板开闸有利于风险偏好改善，而军工股在这难得的窗口期有望取得较好的超额收益。

其次，业绩增长确定性向好。我们推荐的钢研高纳和光威复材上半年业绩均实现高增长。钢研高纳上半年实现归属于上市公司股东净利润 5000 万元（+62.84%）至 6000 万元（+95.41%），我们判断增长主要来自民品，而军品交付及结算周期一般为下半年，公司下半年净利润增速有望加速。光威复材上半年实现归母净利润 2.89-3.11 亿元，同比增长 35%-45%，我们认为公司业绩符合预期，全年高增长可期，公司股价已恢复，减持不影响公司长期配置价值。此外，包括中直股份、中航沈飞和内蒙一机等主机厂在手订单饱满，且随着重点型号的交付，很多收入会在 2019 年确认，今年主机厂业绩可能会出现惊喜。

最后，军工存在比较优势，预期差、确定性和对冲宏观经济波动。首先，其他行业预期较高，容易低于预期，而市场对于军工行业预期已经到达冰点，军工行业容易产生预期差；第二，基本面向上的确定性。由于每个五年计划军品生产采购周期的影响，与其他行业相比军工行业未来两年的确定性最好，基本面向上；第三，对冲宏观经济下滑的防御品种。下半年的宏观经济存在一定的不确定性，而军工行业和 TMT、必选消费行业，作为少有的不受经济波动影响的行业，可作为对冲宏观经济波动的优质品种。

本周航发动力债转股助力公司降杠杆，利好航空产业链。2018 年公司资产负债率为 43%，财务费用 4.21 亿，而利息费用高达 4.58 亿元。公司通过市场化债转股对黎明公司、黎阳动力和南方公司三家子公司进行增资，完成后有利于公司降低财务费用和资产负债率，提高公司资产质量，提高持续盈利能力。债转股通过“现金增资偿还债务”会改善公司现金流，有助于公司扩大外包，利好上游配套协作公司，如钢研高纳。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

5. 行业新闻

5.1. 国际安全局势

卡塔尔砸 22 亿美元购美国防空导弹 可防巡航导弹。据美国“防务新闻”网站 7 月 11 日报道，日前美国最大的武器供应商之一的雷神公司宣布和卡塔尔签订了 2 项直接的武器销售合同，以增加卡塔尔的综合空中导弹防御能力。报道称此次雷神公司和卡塔尔签订的合同总价值 22 亿美元，包括先进的地对空导弹系统、增程版的先进中程空空导弹以及没有指定数量的爱国者导弹系统的一些子系统，而这些项目都是美国和卡塔尔达成的更大项目中的一部分，而这个更大的项目总价值更是高达 30 亿美元。（环球网）

向北约“亮剑”！俄军在多地接连展开大规模演习。俄军近日在国内多地针对不同战略方向，接连展开大规模演习。演习期间，两架图-22M3 远程超音速轰炸机使用 X-22 超音速巡航导弹对假想敌的水面舰只发动攻击，太平洋舰队的两架米格-31BM 战机则从符拉迪沃斯托克近郊机场起飞，在 A-50 预警机的引导下，模拟拦截“敌方轰炸机”。同时，从 9 日起，俄东部军区开始在萨哈林岛举行反登陆海岸防御演习，超过 3000 名摩托化步兵参演，动约 700 件武器和军事技术装备。除了坦克、火箭炮等装备外，俄军还出动米-8 直升机、苏-24M2 前线轰炸机、苏-24MR 侦察机和多架无人机等空中力量。（环球网）

伊朗宣布已突破伊核协议关于 3.67%浓缩铀丰度规定限制。伊朗政府 8 日宣布，伊朗已经突破伊核协议关于 3.67%浓缩铀生产丰度的限制。伊朗原子能组织发言人贝赫鲁兹·卡迈勒万迪当天发表声明，确认伊朗已突破伊核协议关于 3.67%丰度的限制。他表示，如果伊核协议签署方无法保证伊朗在协议中的权益，伊朗将在下一步实现 20%丰度铀浓缩生产。（观察者网）

5.2. 军工科技及产业动态

造价 13 亿欧元 法最新核动力攻击潜艇正式亮相。法国最新一代核动力攻击型潜艇于当地时间 12 日正式亮相，法国总统马克龙在国防部长帕利的陪同下出席了当天的官方仪式。12 日在瑟堡海军基地亮相的法国最新一代“梭鱼”级核动力攻击型潜艇是“苏弗朗”号，潜艇艇身覆盖着法国国旗。法国海军官兵和技术人员接受了马克龙的检阅。“苏弗朗”号潜艇是第一艘建造完成的“梭鱼”级核潜艇，于 2007 年开工，上万人参与建造，原本计划于 2017 年投入使用，但建设工期有所延长。法国海军预计将在 2020 年正式接收该潜艇。“苏弗朗”号潜艇造价约为 13 亿欧元，是世界上造价最低廉的攻击型核潜艇之一。法国政府已下令海军方面建造 6 艘“梭鱼”级潜艇，除“苏弗朗”号潜艇外，目前还有两艘同级别的潜艇正在建造中。（环球网）

1 箭 4 星！俄罗斯成功发射 4 颗军用卫。据俄新社 7 月 11 日报道称，俄罗斯国防部新闻局宣布，4 颗由“联盟”-2.1B 运载火箭发射的俄罗斯军用卫星已进入预定轨道。报道称，莫斯科时间 10 日 20 时 14 分（北京时间 11 日凌晨 1 时 14 分），配有“伏尔加”推进器的“联盟”-2.1B 轻型运载火箭自位于阿尔汉格尔斯克州的普列谢茨克发射场升空，于既定时间将俄国防部卫星成功送入预定轨道。这是“联盟”-2 系列火箭今年第 2 次自该基地发射。

5.3. 军民融合专题

西安航空基地：筹建 10 亿元军民融合基金。为破解融资难融资贵，助推实体经济发展，西安航空基地设立 1 亿元航空科技创业基金，正在筹建 10 亿元军民融合基金，主要支持航空基地的军民融合产业聚集和科技创新创业。同时，出台了航空基地企业上市奖励政策，鼓励企业通过资本市场进行融资，对于企业上市中产生的成本给予补助支持。成立军民融合企业联盟、国家航空产业基地企业联合会等组织，推动民企抱团发展，实现倍增效应。（西安日报）

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	卫士通 (002268)：根服务器保障国家网络独立性，卫士通打造基于 IPv6 的安全云平台	2019-06-27
公司	中国长城 (000066)：飞腾股权归属消除不确定性，PK 体系坚定执行者	2019-06-27
公司	中航沈飞 (600760)：中报高增长可期，FC-31 有望对标 F-35	2019-06-28
公司	钢研高纳 (300034) 系列报告之二：收购新力通，打造军民协同产业链	2019-06-28
行业	大安全半月谈第三期：美国对伊朗实施网络战，禁运认证申威自主 CPU 实力	2019-06-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，主要研究军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。