



国防军工

【联讯军工】军工行业 2019 年中报业绩良好，军工景气延伸到上游新材料和零部件

2019 年 09 月 10 日

投资要点

增持(维持)

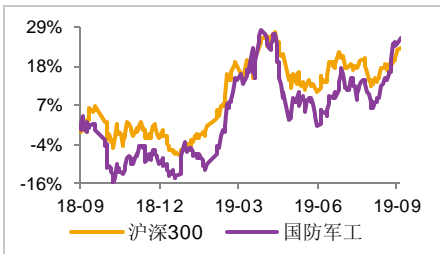
分析师：刘智

执业编号：S0300519060001

电话：021-51782232

邮箱：liuzhi_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯军工行业点评】：中国船舶成为南船新宠儿，军工央企资产证券化加速》

2019-03-29

《【联讯军工】2018 年及 2019Q1 财报分析：军工业绩增长稳健，航空装备、新材料板块表现抢眼》 2019-05-28

《【联讯军工】2019 年中期策略：聚焦军工核心装备、军工资产证券化、军工自主可控三条主线》 2019-06-21

一、军工行业 2019 年中报业绩增长良好、新材料、航空装备、军工电子表现抢眼

2019 年整个军工行业中报实现营业收入 2286.45 亿，同比增长 6.5%，实现归母净利润 101.25 亿，同比增长 18.71%，综合毛利率 17.34%，同比去年提高了 0.5pct，综合净利率 4.43%，同比去年提高 0.46pct。

从细分行业看，2019 年中报，新材料、航空装备等子行业表现良好。2019 年中报，营业收入增长较快的子行业有航空装备 (+20%)、新材料 (+16.22%)；归母净利润增长较快的子行业有新材料 (+138.76%)、航空装备 (35.43%)、军工电子 (+21.62%)、船舶制造 (+20.23%)。

从三项费用率看，2019H1 军工行业整体三费率为 12.57%，较去年同期提高了 0.53pct，大部分子行业三费率都有所提高，其中军工子 2019H1 三费率较去年同期增加了 3.06pct，航天装备、民参军子行业也增加了近 2pct。航空装备、新材料等子行业三费率降低明显，对比去年同期，新材料三费率下降了 1.22pct，航空装备子行业三费率下降率 0.85pct。

从经营活动现金净流入额来看，军工行业 2019 年经营现金流大部分子行业明显变差，经营现金净流入额为正的仅有民参军、新材料等两个子行业，其他子行业均为负值，对比去年同期，仅民参军、新材料等两个子行业经营现金流净额出现大幅改善，其他子行业都出现恶化。

从预收账款情况看，2019H1 军工各子行业预收账款普遍出现大幅减少。2019H1 军工行业整体预收账款同比下滑 25.45%，其中仅地面兵装、新材料相对保持与去年基本持平，其他子行业都出现大幅下滑，其中航空装备预收账款下降 58.7%，其他子行业预收账款情况也出现了 10-20%的下滑。

从资产端的预收账款和存货情况看，2019H1 军工行业预收账款增长较快，军工行业整体应收账款增长 14.58%，所有子行业应收账款都出现明显的增长，其中地面兵装预收账款增长 22.31%、航空装备应收账款增长 20.31%，应收账款增长最少的民参军子行业也有 6.63%增速。

存货上，各子行业开始有分化，船舶制造继续去库存，存货继续之前大幅下降的趋势，2019H1 存货同比下降 24%，军工电子基本持平 (-0.58%)，地面兵装存货大幅增加 21.63%，其他子行业普遍有 6-10%的增幅。

二、从企业属性来看，军工央企、地方国企经营状况明显好于民参军企业

从典型军工企业的不同企业属性分类来看，我们把军工上市公司分为中央企业、地方国企、民营企业。针对三类不同的军工企业，我们研究了 2019H1 中报的情况。



从营业收入上看，军工地方国企、民企营业收入都有不同程度的增长，军工央企营业收入增速相对较慢，对比去年同期增速也出现下滑。

但从净利润上看，军工央企、地方国企归母净利润增速却明显上行，盈利能力对比去年大幅变好，民企盈利能力略有下滑。反映出军工企业国有企业盈利能力改善，民营企业盈利能力变差。

从毛利率、净利率的角度看，地方国企、央企毛利率、净利率对比去年同期小幅上升，民企则出现下滑。

✧ 三、从产业上下游看，新材料、总装级军工企业经营情况明显好于系统级、零部件级军工企业

从营业收入上看，新材料、民参军等子行业营业收入增长保持了稳定且快速的态势，总装企业因为均衡生产的因素前高后低，全年整体增速弹性不及上游。零部件级上市公司近几个财报营业收入增速呈明显上升态势。单季度营业收入看，民参军新材料零部件等军工产业链上游企业从 2018 年开始明显需求回暖，营业收入保持较高的增长。

从归母净利润看，2019H1 新材料和总装企业归母净利润增长较快，零部件企业盈利能力改善明显，归母净利润增速不断上升。

从毛利率、净利率看，新材料、零部件、民参军等上游行业明显上行，总装级和系统级上市公司毛利率相对持平保持稳中有升，充分反映了军工需求旺盛，上游需求大幅增长导致行业景气度明显上行。

✧ 四、投资建议：坚定持有军工产业链的两头：总装白马和新材料、零部件龙头

从财务报表分析，我们可以看出随着十三五的逼近，军品订单交付呈明显的加速趋势，军工需求的提振延伸到了上游新材料、零部件等企业，给上游产品供应链带来更大的弹性。综合考虑，我们认为在本轮军工景气周期，应该持有的策略是坚定持有军工产业链的两头：总装白马（军工白马，代表了军工行业的大趋势及核心资产）、上游新材料、零部件龙头企业（弹性品种，代表了军工行业最有增长潜力、增速最快的品种）。

总装企业：总装白马今年相对比军工板块滞涨明显，一轮军工景气周期不可能漏掉总装企业的行情，当前时点宜积极布局总装白马，等候补涨。我们持续推荐航空装备总装三巨头中航沈飞、中直股份、中航飞机

零部件企业：我们持续推荐中航光电、振华科技、火炬电子

新材料：重点推荐国产军用碳纤维复材龙头企业光威复材、国产钛合金供应龙头宝钛股份、国产高温合金供应商钢研高纳。

✧ 五、风险提示

- 1、国防预算开支增速低于预期；
- 2、军品订单交付不及预期；
- 3、军工价格体系改革带来上游产品价格的不确定性。



目 录

一、军工行业 2019 年中报业绩增长良好、新材料、航空装备、军工电子表现抢眼	5
(一) 军工 2019 年中报整体表现良好，对比去年盈利能力变好	5
(二) 按细分行业看，新材料、航空装备板块 2019 年中报增长较快	6
(三) 单季度来看，新材料、航空装备、船舶等子行业仍保持了较快增速	7
(三) 从三项费用率看，军工整体三费率略有提升，航空装备、新材料三费率降低明显	8
(四) 从经营现金流看，民参军、新材料等子行业现金流大幅改善，其他子行业现金流明显变差	9
(五) 从资产负债端看，各子行业预收账款普遍大幅减少，预收账款大幅增加，存货略有增加	10
二、从企业属性来看，军工央企、地方国企经营状况明显好于民参军企业	13
三、从产业上下游看，新材料、总装级军工企业经营情况明显好于系统级、零部件级军工企业	16
四、投资建议：坚定持有军工产业链的两头：总装白马和新材料、零部件龙头	20
五、风险提示	20



图表目录

图表 1: 军工行业近几个财报营业收入情况.....	5
图表 2: 军工行业近几个财报归母净利润情况.....	5
图表 3: 军工行业近几个财报毛利率、净利率.....	6
图表 4: 2019 年中报各子行业营业收入情况.....	6
图表 5: 2019 年中报各子行业归母净利润情况.....	7
图表 6: 2019 年中报各子行业毛利率、净利率.....	7
图表 7: 军工各子行业单季度营收增长情况.....	8
图表 8: 军工各子行业单季度净利润增长情况.....	8
图表 9: 军工各子行业三项费用率情况.....	9
图表 10: 军工各子行业研发费用率情况.....	9
图表 11: 军工各子行业经营现金流净额（万元）.....	10
图表 12: 军工各子行业经营现金流净额同比（%）.....	10
图表 13: 军工各子行业预收账款（万元）.....	11
图表 14: 军工各子行业预收账款同比（%）.....	11
图表 15: 军工各子行业应收账款（万元）.....	12
图表 16: 军工各子行业应收账款同比（%）.....	12
图表 17: 军工各子行业存货（万元）.....	13
图表 18: 军工各子行业存货同比（%）.....	13
图表 19: 军工行业不同企业属性营业收入.....	14
图表 20: 军工行业不同企业属性营业收入同比.....	14
图表 21: 军工行业不同企业属性归母净利润（万元）.....	15
图表 22: 军工行业不同企业属性归母净利润同比.....	15
图表 23: 军工行业不同企业属性毛利率.....	15
图表 24: 军工行业不同企业属性净利率.....	16
图表 25: 军工行业不同企业属性三项费用率.....	16
图表 26: 军工产业链分类及典型企业.....	16
图表 27: 军工各产业链营业收入.....	17
图表 28: 军工各产业链营业收入同比.....	18
图表 29: 军工各产业链归母净利润.....	18
图表 30: 军工各产业链归母净利润同比.....	18
图表 31: 军工各产业链单季度营业收入同比.....	19
图表 32: 军工各产业链单季度归母净利润同比.....	19
图表 33: 军工各产业链毛利率情况.....	19
图表 34: 军工各产业链净利率情况.....	20

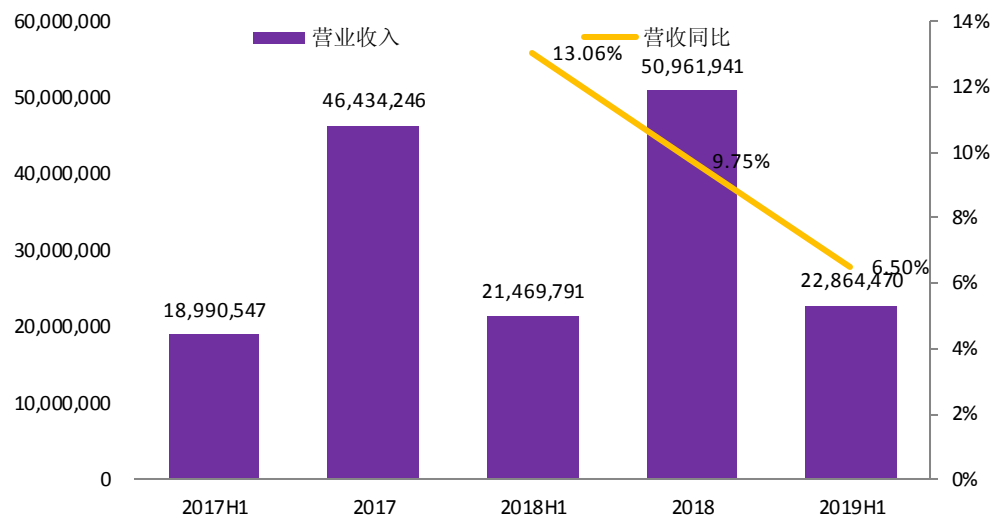


一、军工行业 2019 年中报业绩增长良好、新材料、航空装备、军工电子表现抢眼

（一）军工 2019 年中报整体表现良好，对比去年盈利能力变好

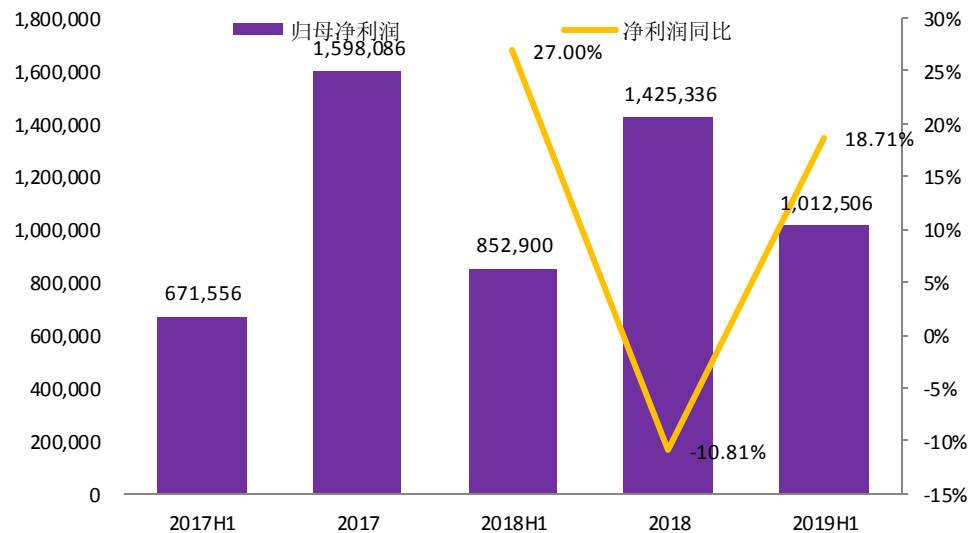
我们按照实际主营业务归类，统计了 110 多家军工上市公司，2019 年整个军工行业中报实现营业收入 2286.45 亿，同比增长 6.5%，实现归母净利润 101.25 亿，同比增长 18.71%，综合毛利率 17.34%，同比去年提高了 0.5pct，综合净利率 4.43%，同比去年提高 0.46pct。

图表1： 军工行业近几个财报营业收入情况



资料来源：联讯证券，wind

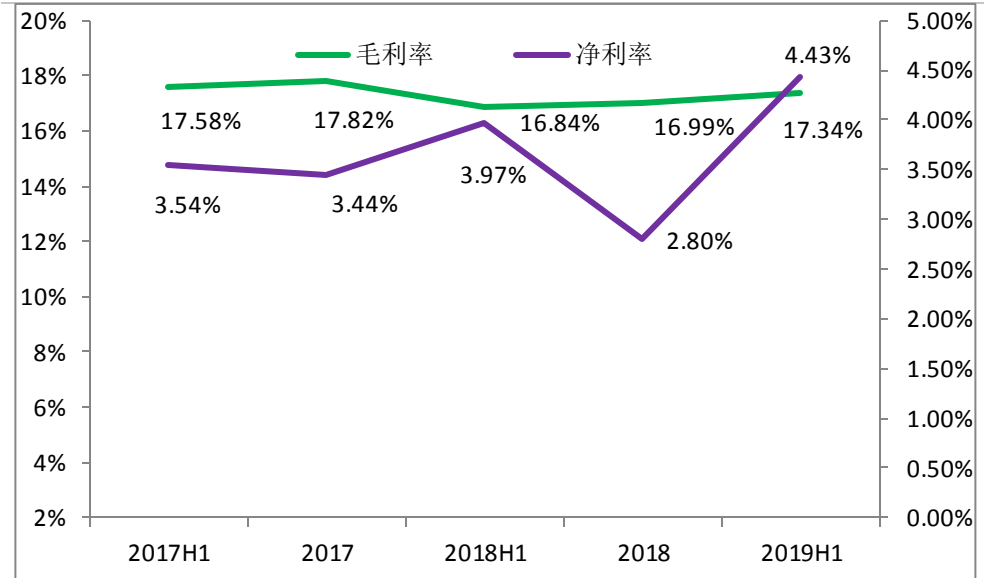
图表2： 军工行业近几个财报归母净利润情况



资料来源：联讯证券，wind



图表3： 军工行业近几个财报毛利率、净利率

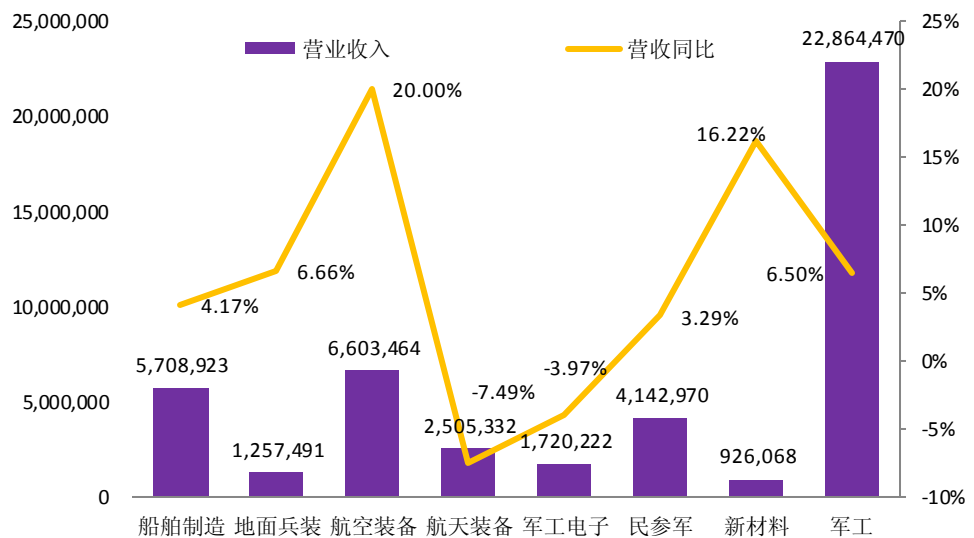


资料来源：联讯证券，wind

(二) 按细分行业看，新材料、航空装备板块 2019 年中报增长较快

从细分行业看，2019 年中报，新材料、航空装备等子行业表现良好。2019 年中报，营业收入增长较快的子行业有航空装备 (+20%)、新材料 (+16.22%)；归母净利润增长较快的子行业有新材料 (+138.76%)、航空装备 (35.43%)、军工电子 (+21.62%)、船舶制造 (+20.23%)。新材料、航空装备板块无论是营业收入还是归母净利润增速都排在所有子行业前列，军工电子净利润增长 21.62%，快于营业收入，反映出行业盈利能力出现明显的改善。

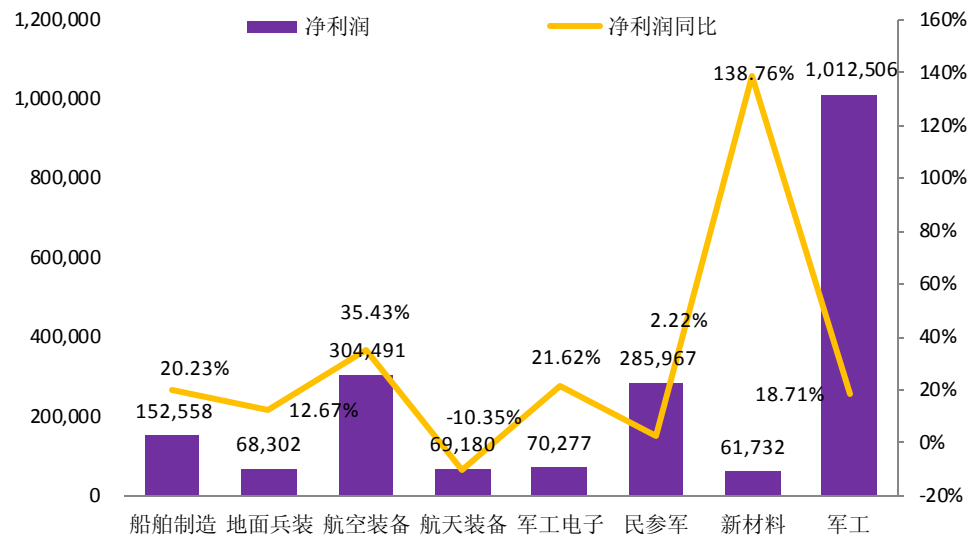
图表4： 2019 年中报各子行业营业收入情况



资料来源：联讯证券，wind

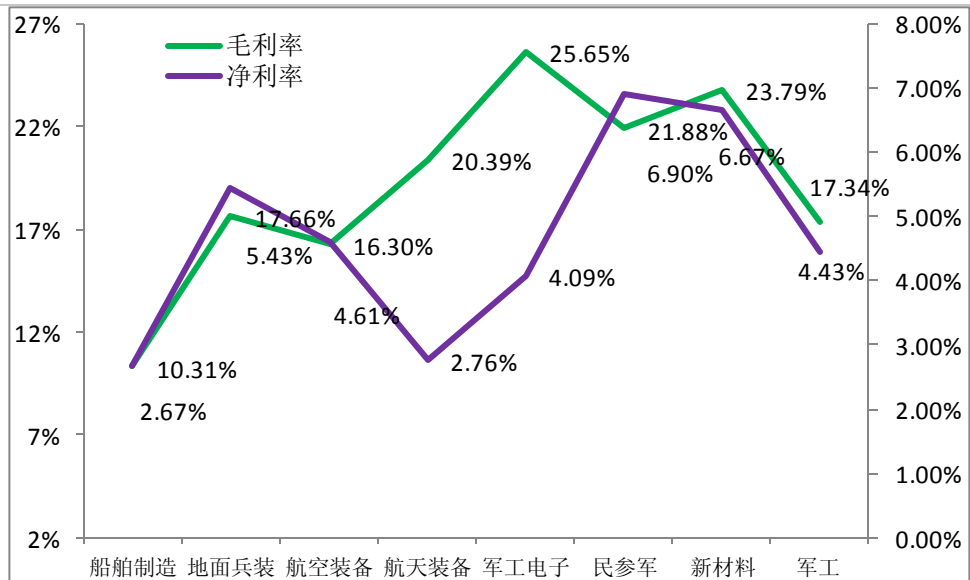


图表5： 2019 年中报各子行业归母净利润情况



资料来源：联讯证券，wind

图表6： 2019 年中报各子行业毛利率、净利率



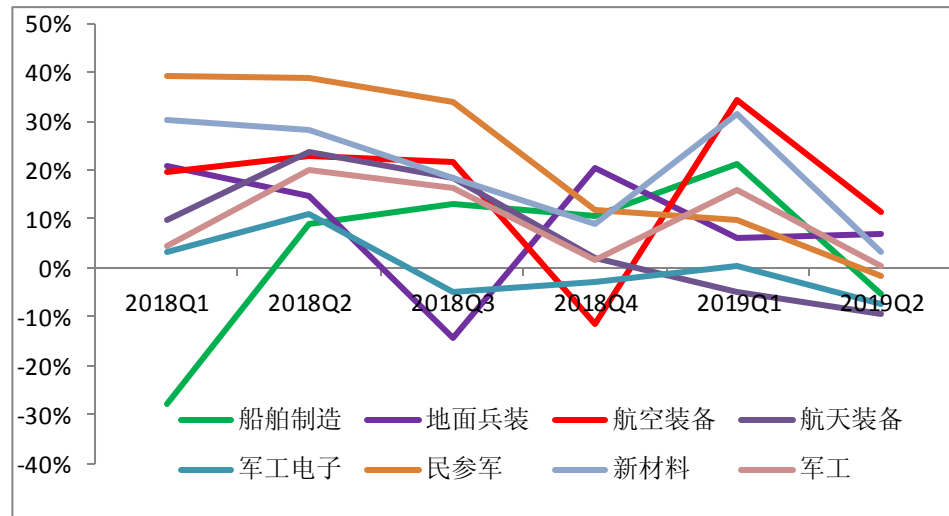
资料来源：联讯证券，wind

（三）单季度来看，新材料、航空装备、船舶等子行业仍保持了较快增速

从各子行业单季度营业收入和归母净利润的角度看，2019 年 Q1、Q2 营收保持较快增长的子行业依次是新材料、航空装备、船舶制造，2019 年 Q1、Q2 归母净利润增长较快的子行业是新材料、航空装备、船舶制造。综合来看，2019 年前 2 个季度，新材料、航空装备、船舶制造等三个子行业表现明显好于其他子行业。

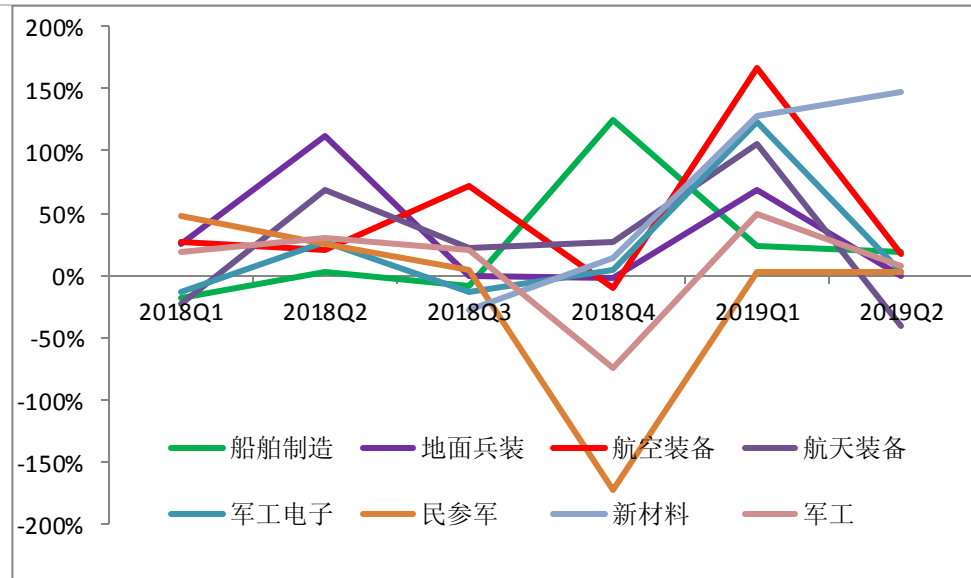


图表7： 军工各子行业单季度营收增长情况



资料来源：联讯证券，wind

图表8： 军工各子行业单季度净利润增长情况



资料来源：联讯证券，wind

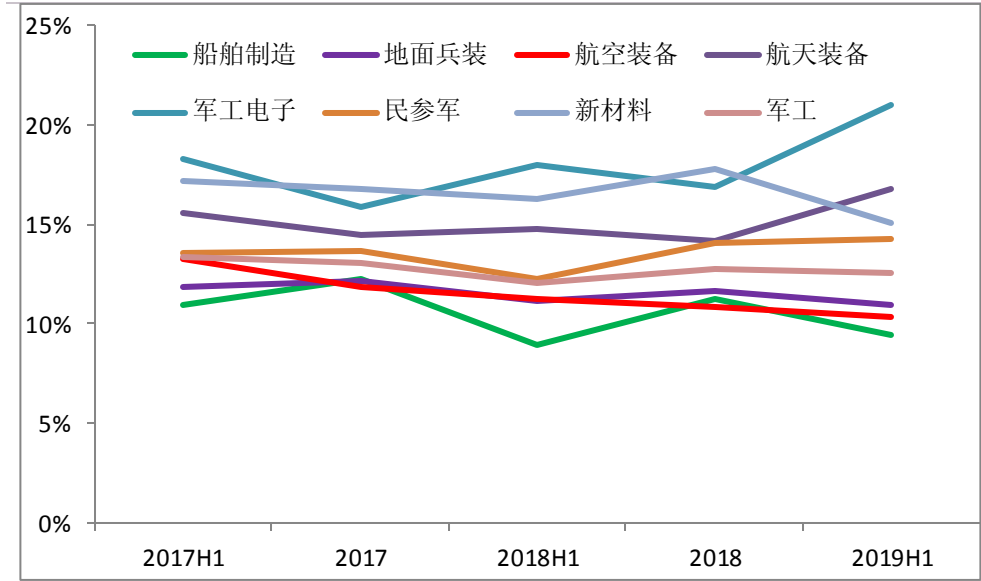
（三）从三项费用率看，军工整体三费率略有提升，航空装备、新材料三费率降低明显

从三项费用率看，2019H1 军工行业整体三费率为 12.57%，较去年同期提高了 0.53pct，其中各子行业三费率差异较大，大部分子行业三费率都有所提高，其中军工子 2019H1 三费率较去年同期增加了 3.06pct，航天装备、民参军子行业也增加了近 2pct。航空装备、新材料等子行业三费率降低明显，对比去年同期，新材料三费率下降了 1.22pct，航空装备子行业三费率下降率 0.85pct。

新的会计准则要求研发费用从管理费用上单独列出，但目前为止累计时间较短，数据相对比较缺乏，我们对比了 2018 年报和 2019H1 中报各子行业的研发费用率的情况，整体基本与 2018 年报持平，其中军工电子行业研发费用率提高较大 (+0.59pct)、新材料、船舶制造研发费用率略有下降。

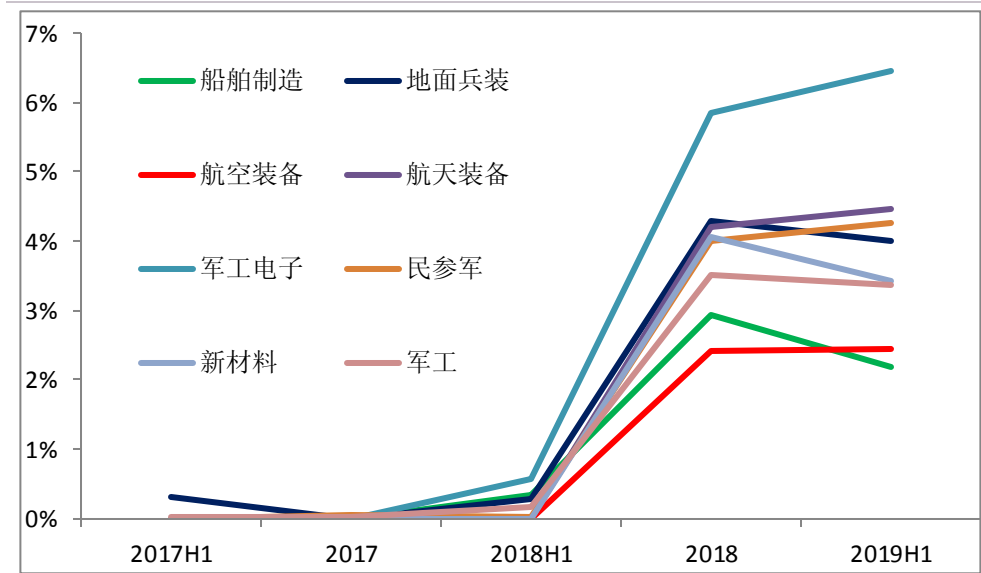


图表9： 军工各子行业三项费用率情况



资料来源：联讯证券，wind

图表10： 军工各子行业研发费用率情况



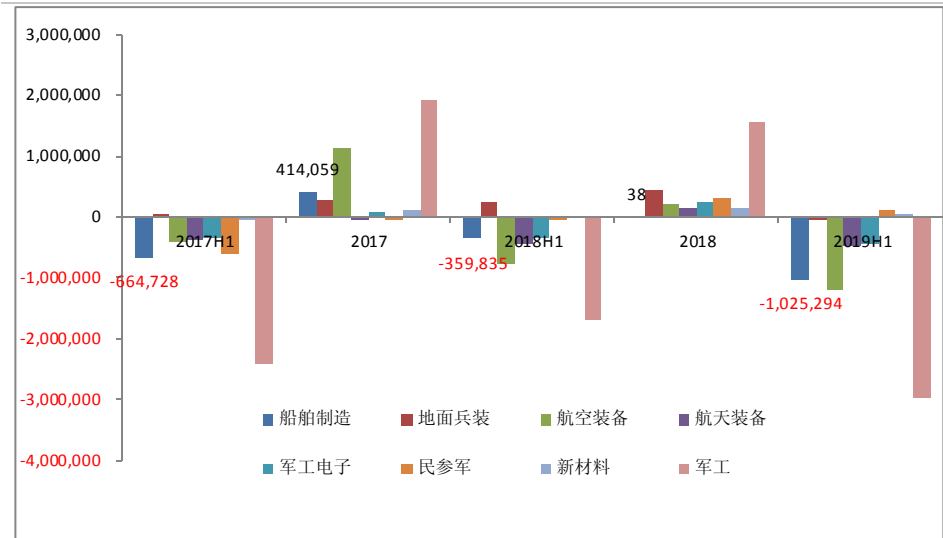
资料来源：联讯证券，wind

（四）从经营现金流看，民参军、新材料等子行业现金流大幅改善，其他子行业现金流明显变差

从经营活动现金净流入额来看，军工行业 2019 年经营现金流大部分子行业明显变差，经营现金净流入额为正的仅有民参军、新材料等两个子行业，其他子行业均为负值，对比去年同期，仅民参军、新材料等两个子行业经营现金流净额出现大幅改善，其他子行业都出现恶化。

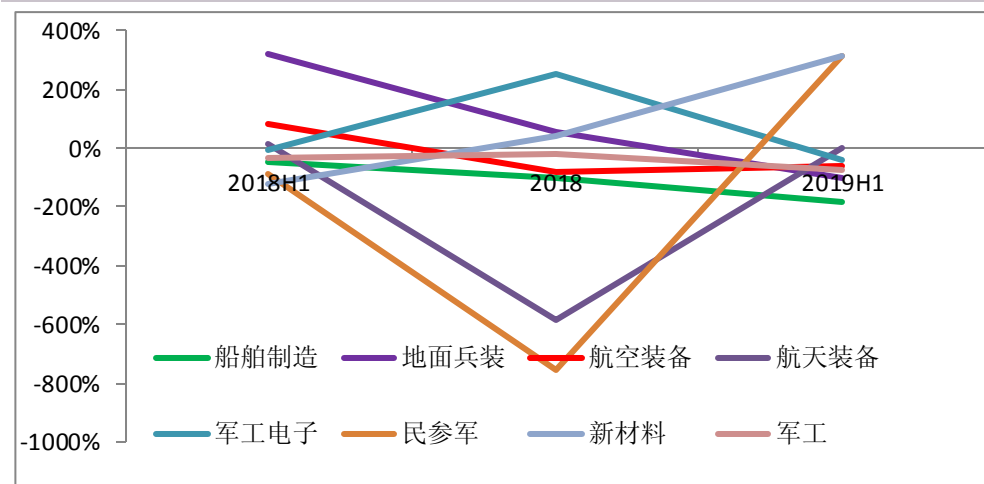


图表11： 军工各子行业经营现金流净额（万元）



资料来源：联讯证券，wind

图表12： 军工各子行业经营现金流净额同比（%）



资料来源：联讯证券，wind

（五）从资产负债端看，各子行业预收账款普遍大幅减少，预收账款大幅增加，存货略有增加

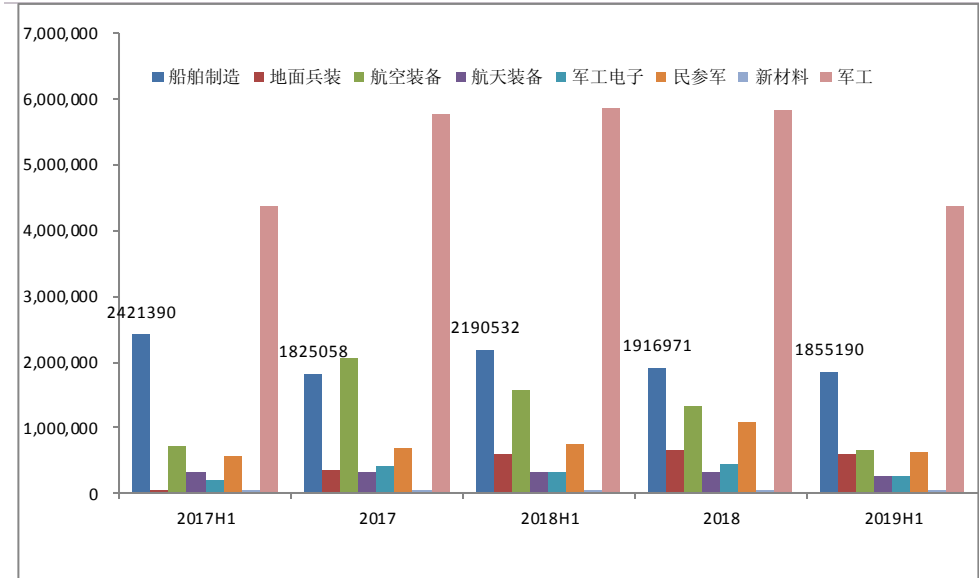
从预收账款情况看，2019H1 军工各子行业预收账款普遍出现大幅减少。2019H1 军工行业整体预收账款同比下滑 25.45%，其中仅地面兵装、新材料相对保持与去年基本持平，其他子行业都出现大幅下滑，其中航空装备预收账款下降 58.7%，其他子行业预收账款情况也出现了 10-20%的下滑。

从资产端的预收账款和存货情况看，2019H1 军工行业预收账款增长较快，军工行业整体应收账款增长 14.58%，所有子行业应收账款都出现明显的增长，其中地面兵装预收账款增长 22.31%、航空装备应收账款增长 20.31%，应收账款增长最少的民参军子行业也有 6.63%增速。

存货上，各子行业开始有分化，船舶制造继续去库存，存货继续之前大幅下降的趋势，2019H1 存货同比下降 24%，军工电子基本持平 (-0.58%)，地面兵装存货大幅增加 21.63%，其他子行业普遍有 6-10%的增幅。

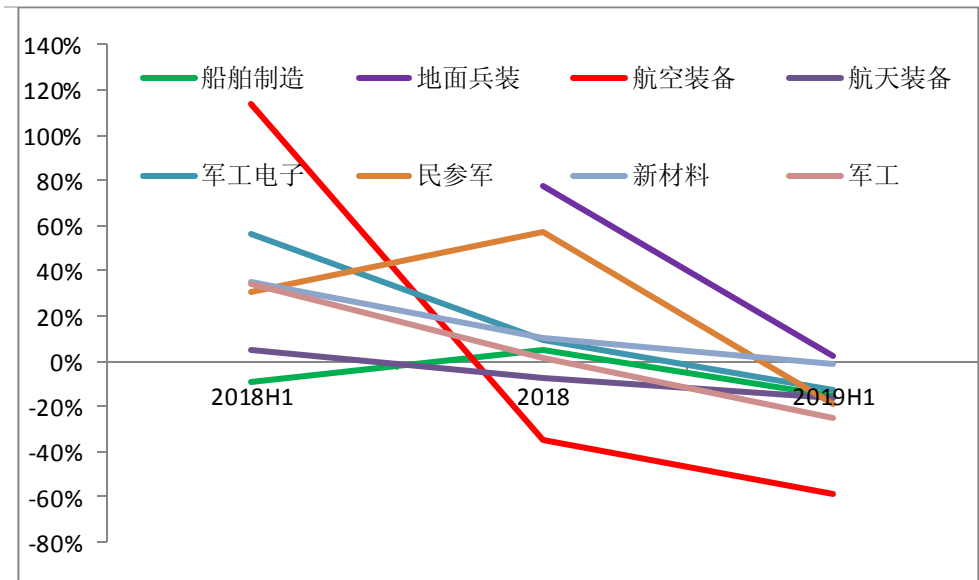


图表13: 军工各子行业预收账款(万元)



资料来源: 联讯证券, wind

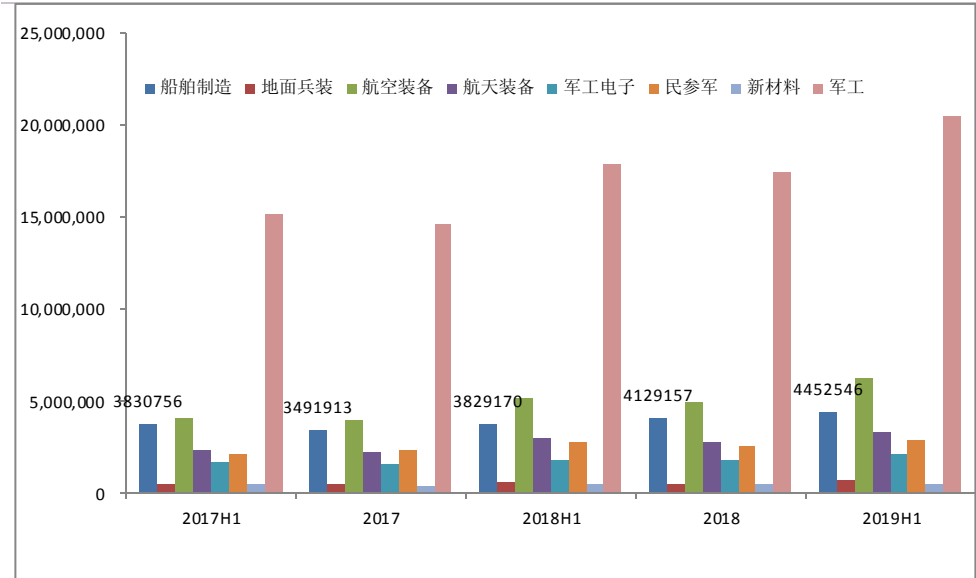
图表14: 军工各子行业预收账款同比(%)



资料来源: 联讯证券, wind

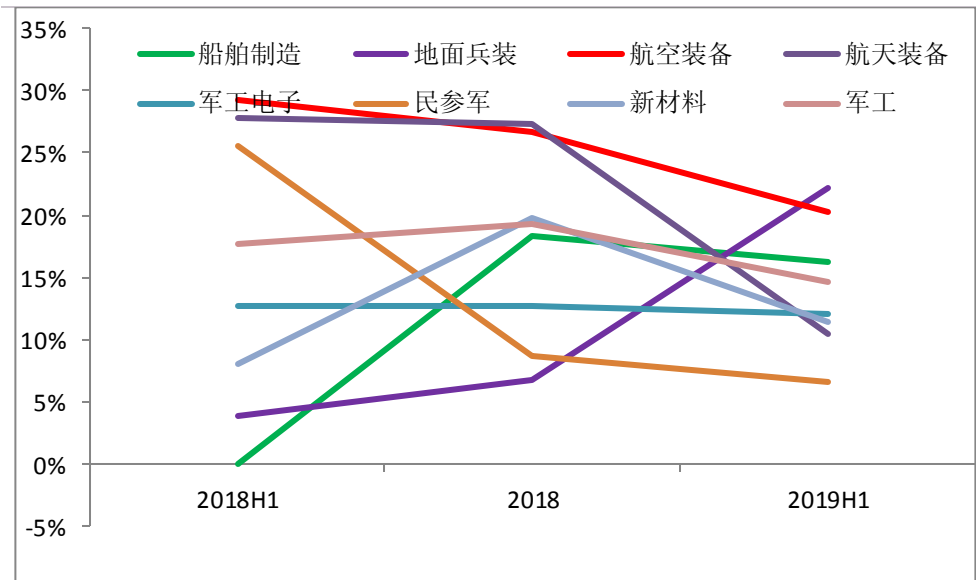


图表15: 军工各子行业应收账款(万元)



资料来源: 联讯证券, wind

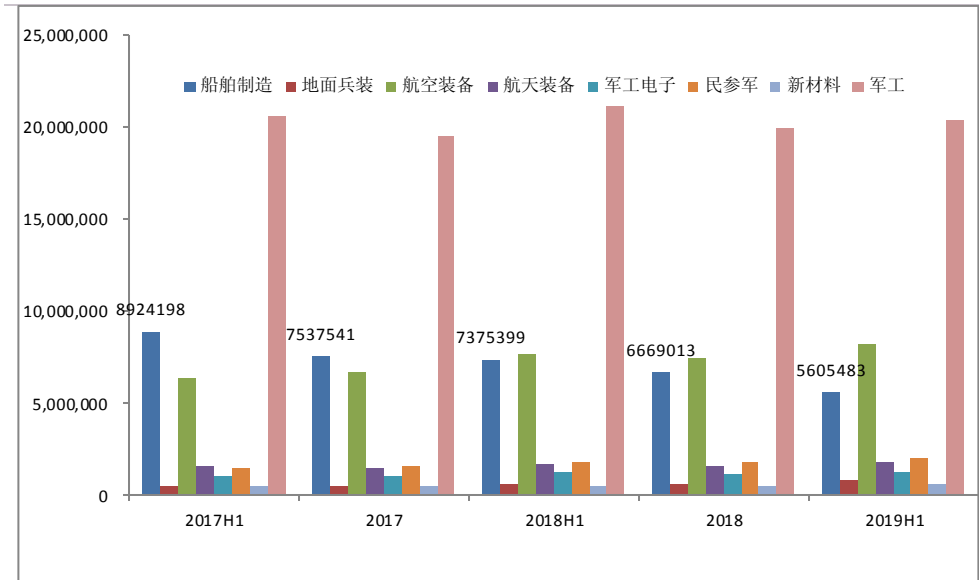
图表16: 军工各子行业应收账款同比(%)



资料来源: 联讯证券, wind

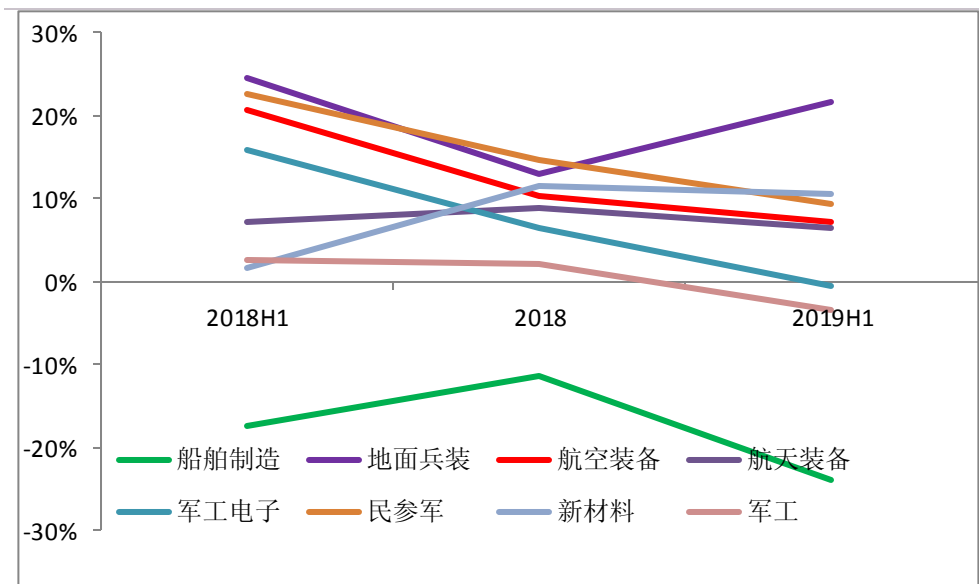


图表17: 军工各子行业存货 (万元)



资料来源: 联讯证券, wind

图表18: 军工各子行业存货同比 (%)



资料来源: 联讯证券, wind

二、从企业属性来看, 军工央企、地方国企经营状况明显好于民参军企业

从典型军工企业的不同企业属性分类来看, 我们把军工上市公司分为中央企业、地方国企、民营企业。针对三类不同的军工企业, 我们研究了 2019H1 中报的情况。

从营业收入上看, 军工地方国企、民企营业收入都有不同程度的增长, 军工央企营业收入增速相对较慢, 对比去年同期增速也出现下滑。

但从净利润上看, 军工央企、地方国企归母净利润增速却明显上行, 盈利能力对比去年大幅变好, 民企盈利能力略有下滑。反映出军工国资企业盈利能力改善, 民营企业盈利能力变差。

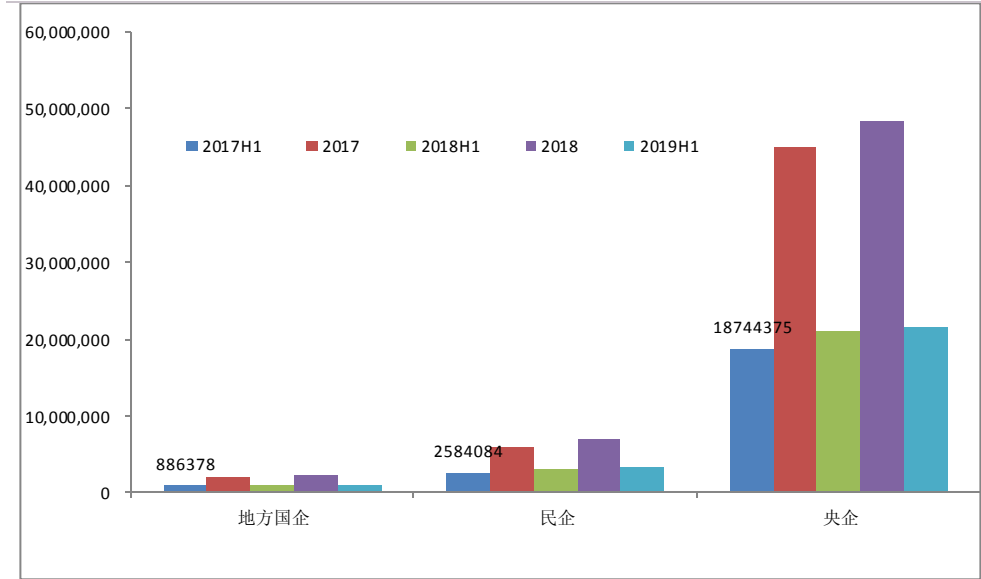
从毛利率、净利率的角度看, 地方国企、央企毛利率、净利率对比去年同期小幅上



升，民企则出现下滑。

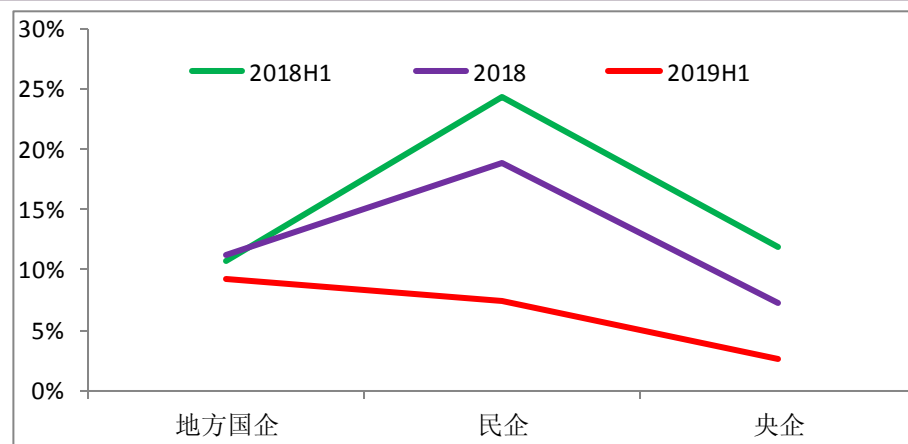
从三项费用率看，央企三费率对比过去小幅上升，地方国企三费率则连续出现明显下降，民企的三费用继续呈上升态势。

图表19： 军工行业不同企业属性营业收入



资料来源：联讯证券，wind

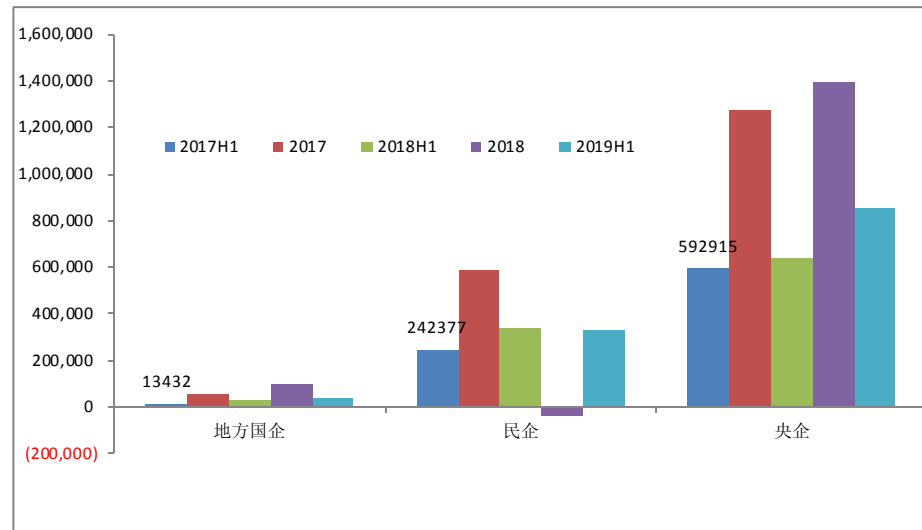
图表20： 军工行业不同企业属性营业收入同比



资料来源：联讯证券，wind

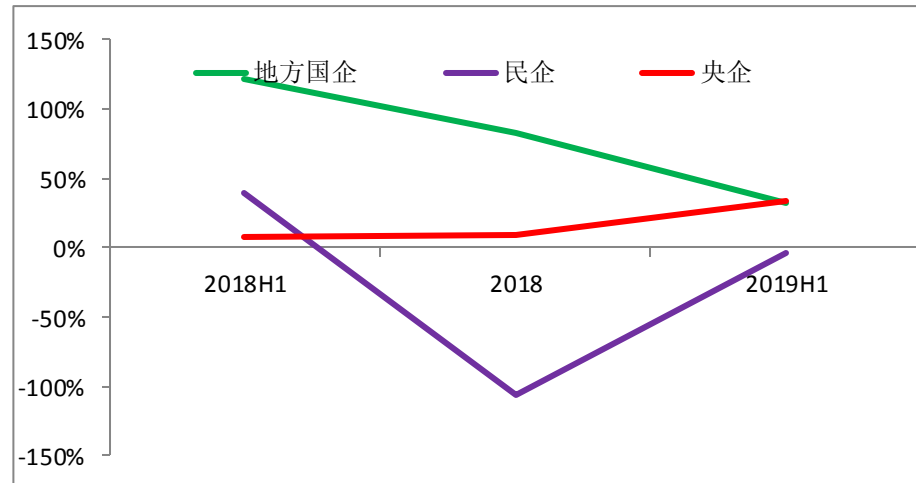


图表21: 军工行业不同企业属性归母净利润(万元)



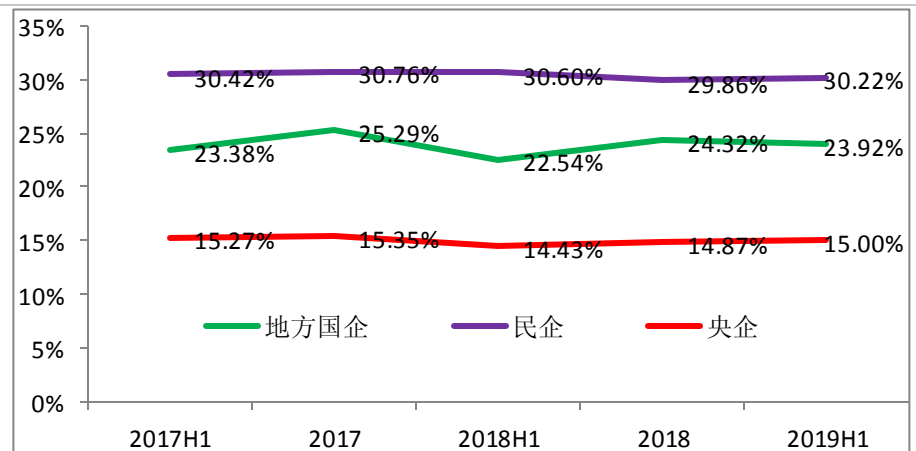
资料来源: 联讯证券, wind

图表22: 军工行业不同企业属性归母净利润同比



资料来源: 联讯证券, wind

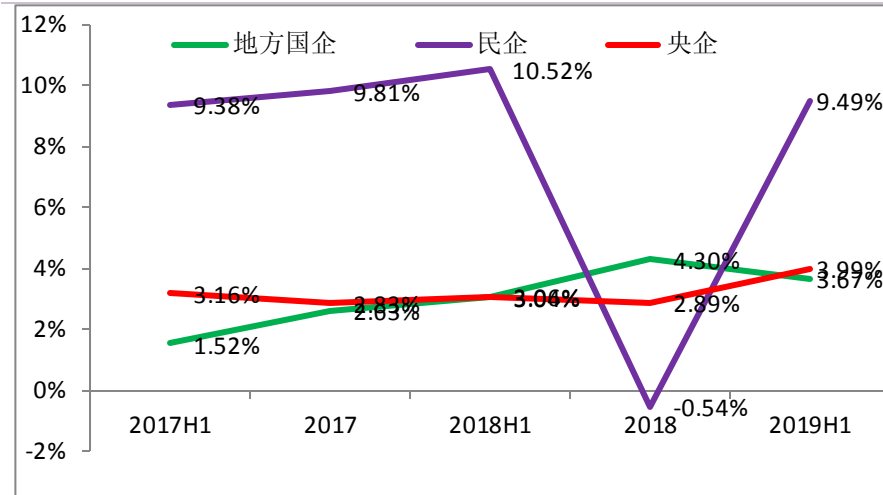
图表23: 军工行业不同企业属性毛利率



资料来源: 联讯证券, wind

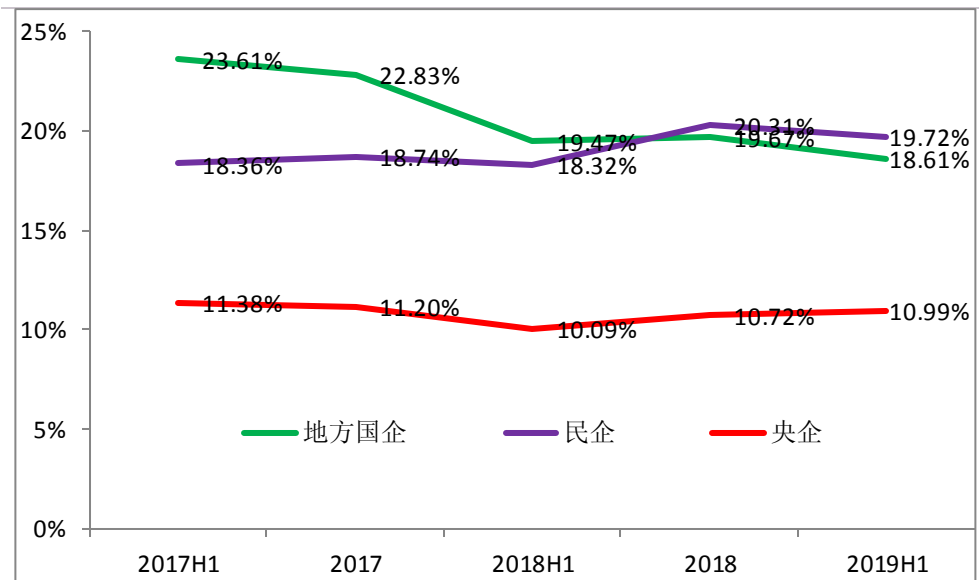


图表24： 军工行业不同企业属性净利率



资料来源：联讯证券，wind

图表25： 军工行业不同企业属性三项费用率



资料来源：联讯证券，wind

三、从产业上下游看，新材料、总装级军工企业经营情况明显好于系统级、零部件级军工企业

从产业上下游来分，我们把军工企业分为总装级、系统级、零部件级、民参军、新材料等五大类。在此基础上，我们分析了 2019H1 各产业链的财报。

图表26： 军工产业链分类及典型企业

证券代码	证券名称	所属产业链	证券代码	证券名称	所属产业链
600038.SH	中直股份	总装级	600391.SH	航发科技	零部件级
600760.SH	中航沈飞	总装级	600765.SH	中航重机	零部件级
000768.SZ	中航飞机	总装级	000738.SZ	航发控制	零部件级
600118.SH	中国卫星	总装级	002179.SZ	中航光电	零部件级
600893.SH	航发动力	系统级	300114.SZ	中航电测	零部件级
002013.SZ	中航机电	系统级	002025.SZ	航天电器	零部件级



600372.SH	中航电子	系统级	000547.SZ	航天发展	零部件级
600879.SH	航天电子	系统级	000733.SZ	振华科技	零部件级
600990.SH	四创电子	系统级	603678.SH	火炬电子	民参军
600562.SH	国睿科技	系统级	300123.SZ	亚光科技	民参军
600456.SH	宝钛股份	新材料	300726.SZ	宏达电子	民参军
300699.SZ	光威复材	新材料	600260.SH	凯乐科技	民参军
300034.SZ	钢研高纳	新材料	002214.SZ	大立科技	民参军
002297.SZ	博云新材	新材料	002414.SZ	高德红外	民参军
300397.SZ	天和防务	民参军	300474.SZ	景嘉微	民参军

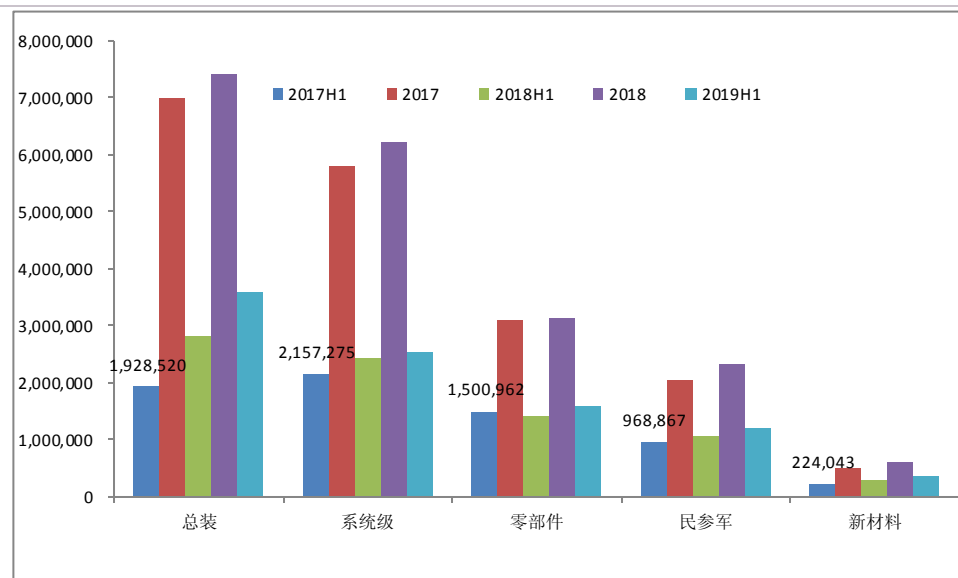
资料来源：联讯证券、wind

从营业收入上看，新材料、民参军等子行业营业收入增长保持了稳定且快速的态势，总装企业因为均衡生产的因素前高后低，全年整体增速弹性不及上游。零部件级上市公司近几个财报营业收入增速呈明显上升态势。单季度营业收入看，民参军新材料零部件等军工产业链上游企业从 2018 年开始明显需求回暖，营业收入保持较高的增长。

从归母净利润看，2019H1 新材料和总装企业归母净利润增长较快，零部件企业盈利能力改善明显，归母净利润增速不断上升。

从毛利率、净利率看，新材料、零部件、民参军等上游行业明显上行，总装级和系统级上市公司毛利率相对持平保持稳中有升。整体上军工行业近几个财报期毛利率都在稳步上行阶段，上游行业毛利率上行更为敏感，充分反映了军工需求旺盛，上游需求大幅增长导致行业景气度明显上行。

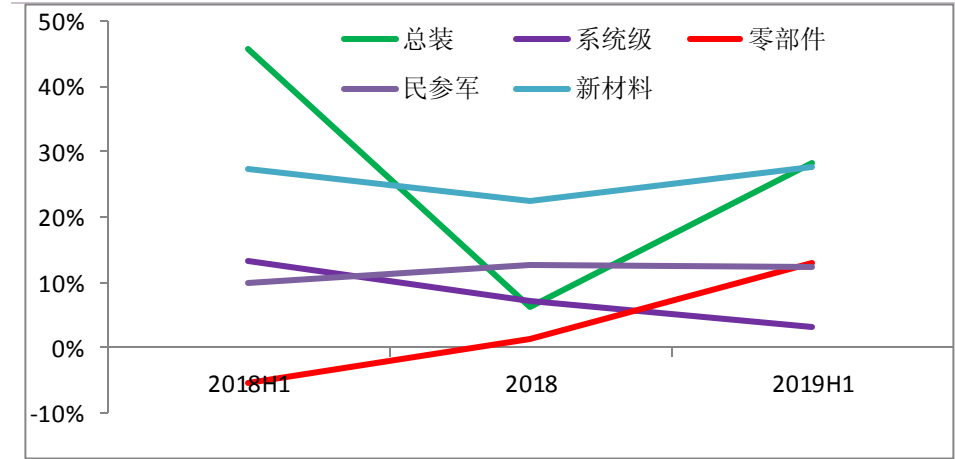
图表27： 军工各产业链营业收入



资料来源：联讯证券，wind

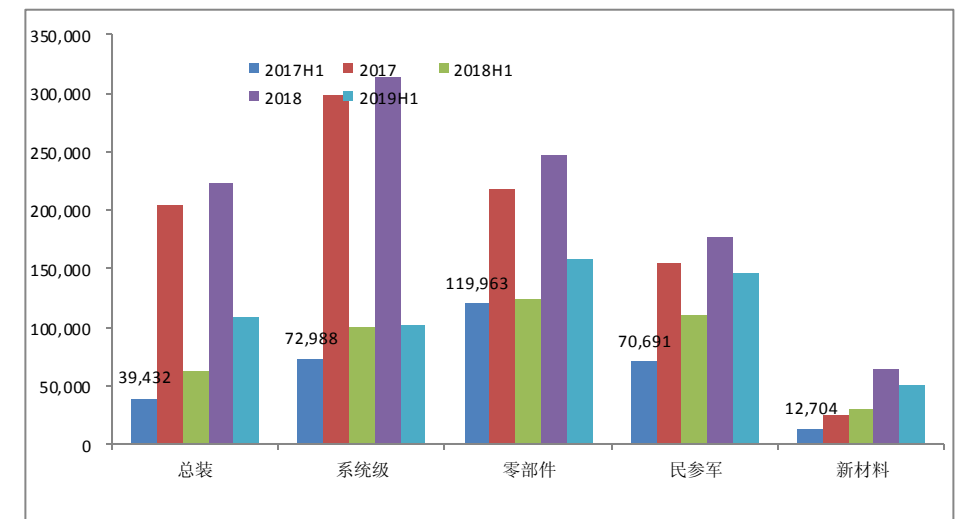


图表28: 军工各产业链营业收入同比



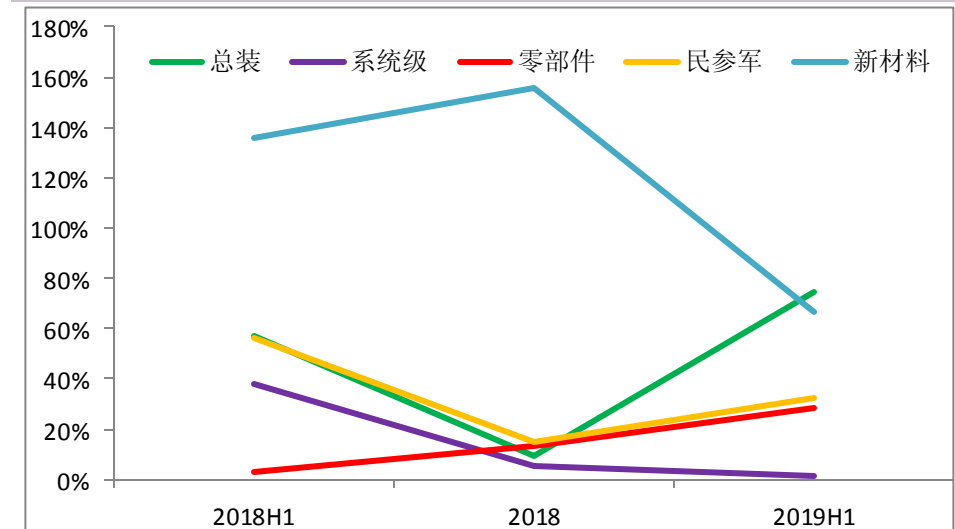
资料来源: 联讯证券, wind

图表29: 军工各产业链归母净利润



资料来源: 联讯证券, wind

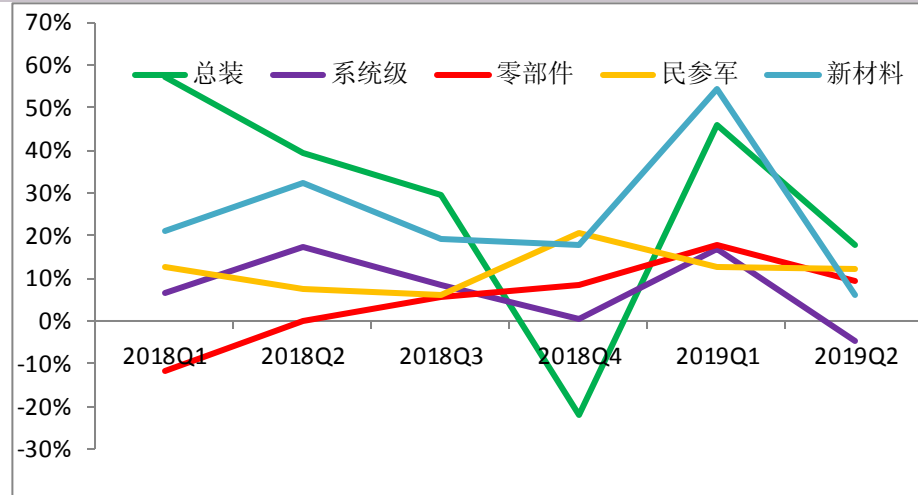
图表30: 军工各产业链归母净利润同比



资料来源: 联讯证券, wind

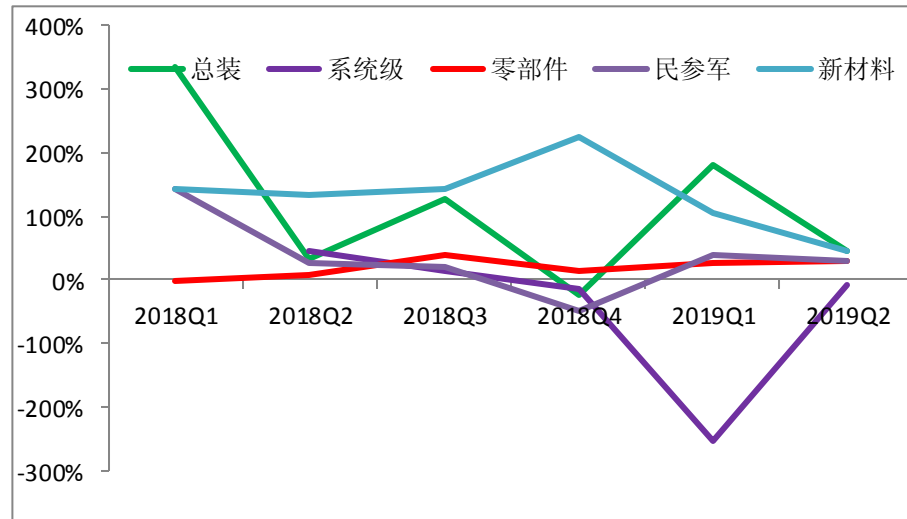


图表31: 军工各产业链单季度营业收入同比



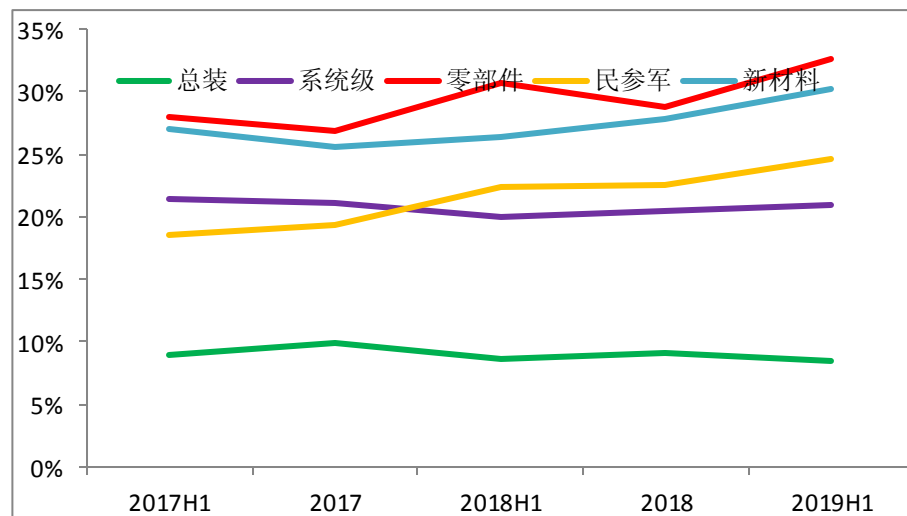
资料来源: 联讯证券, wind

图表32: 军工各产业链单季度归母净利润同比



资料来源: 联讯证券, wind

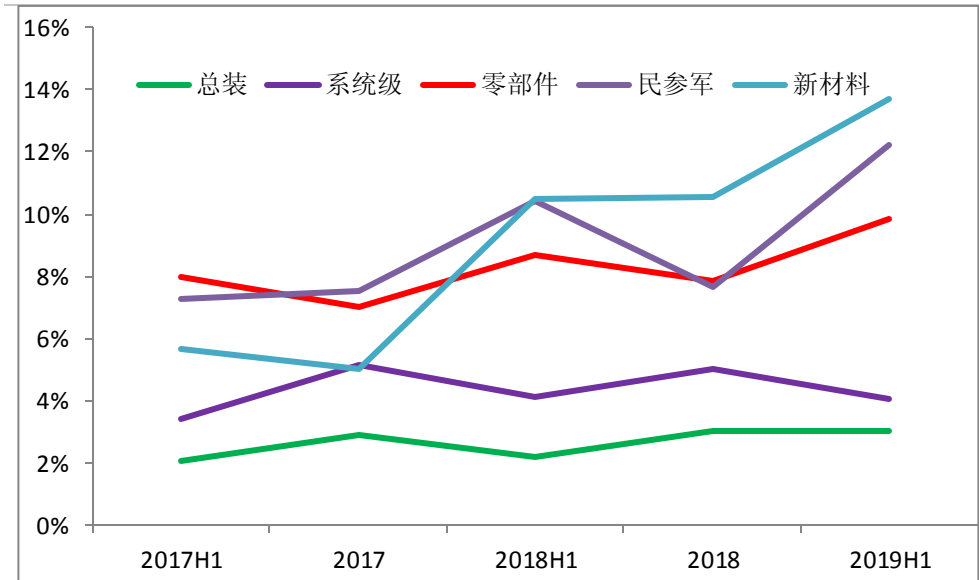
图表33: 军工各产业链毛利率情况



资料来源: 联讯证券, wind



图表34： 军工各产业链净利率情况



资料来源：联讯证券，wind

四、投资建议：坚定持有军工产业链的两头：总装白马和新材料、零部件龙头

从财务报表分析，我们可以看出随着十三五的逼近，军品订单交付呈明显的加速趋势，军工行业景气度持续上行，军工需求的提振延伸到了上游新材料、零部件等企业，给上游产品供应链带来更大的弹性。综合考虑，我们认为在本轮军工景气周期，应该持有的策略是坚定持有军工产业链的两头：总装白马（军工白马，代表了军工行业的大趋势及核心资产）、上游新材料、零部件龙头企业（弹性品种，代表了军工行业最有增长潜力、增速最快的品种）。

总装企业：总装白马今年相对比军工板块滞涨明显，我们认为一轮军工景气周期不可能漏掉总装企业，当前时点也是积极布局总装白马，等候补涨的大好良机。我们持续推荐中航沈飞、中直股份、中航飞机

零部件企业：我们持续推荐中航光电、振华科技、火炬电子

新材料：重点推荐国产军用碳纤维复材龙头企业光威复材、国产钛合金供应龙头宝钛股份、国产高温合金供应商钢研高纳。

五、风险提示

- 1、国防预算开支增速低于预期；
- 2、军品订单交付不及预期；
- 3、军工价格体系改革带来上游产品价格的不确定性。



分析师简介

刘智，哈尔滨工业大学机械电子工程硕士。2017年5月加入联讯证券，现任研究院机械军工行业分析师，证书编号：S0300519060001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com