

国防军工

天风问答系列 3：如何看待军工子行业的持续性与成长性

证券研究报告

2021 年 12 月 19 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李鲁靖

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519050003

lilujing@tfzq.com

刘明洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521080001

liumingyang@tfzq.com

张明磊

联系人

zhangminglei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业研究周报:航空工业:国内航运市场成全球恢复最快、运作最好的航空市场》 2021-12-13
- 2 《国防军工-行业研究周报:航空工业与中国航发召开高层对话会,加速推进飞发协同发展》 2021-12-05
- 3 《国防军工-行业研究周报:国防部:在新的起点上推动我军武器装备建设再上一个大台阶》 2021-11-28

1. 如何看待航发产业链的持续性?

我国航空发动机产业正处于以下多因素同时叠加驱动的十年以上的长周期加速成长阶段初期:

- 军机列装带动批产型号放量
- 在研型号正加速转入批生产阶段
- 保有量增长训练量加大带来替换&维修需求提升
- 商用发动机加速研制推出

2. 如何看待军工的估值和成长问题?

谈论军工的估值和成长问题,就要谈及行业的增长持续度、超预期可能、国家长期战略匹配度:

- 增长持续度/国家长期战略匹配度:军工是标准的长坡厚雪赛道
- 超预期可能:新型号逐步落地,估值中枢短/中/长期具备持续超预期可能

结合两大完成考核点、两大重要中间节点、两大预期建立节点,我们认为军工行业具备估值中枢维持或提升下的长期持续增长,是标准的长坡厚雪型赛道,因此我们认为同样兼顾增长持续度、国家长期战略匹配度、预期稳定正向扩张等特点的可比方向为同是先进制造业的新能源赛道,如锂电、光伏等方向。我们发现其 PEG 普遍在 1.5x 左右,而军工普遍在 1xPEG 左右,目前军工估值并未出现明显泡沫化,具备较大空间。

3. 国企改革在 2022 年的机会?

2021 年 1 月 17 日,为贯彻落实《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》要求,航空工业集团制定了《改革三年行动实施方案(2020-2022 年)》,明确提出了多项改革举措,其中第 13、14 条指出:

- 第 13 条:提升国有企业自主创新能力,多项思路推进上市公司做优做强
- 第 14 条:开展混合所有制企业骨干员工持股,往期员工持股成绩卓越

综上所述我们认为,我国国企改革或进入深水区,预计将对非战略武器总装以外的领域(不包括战略资源类国企),进行全面市场化机制改革,主要手段预计为二三级及以下子公司的员工持股、引入外部战略股东,建立长效经营激励机制等方式。由于本次行动将进行国资社会职能、历史遗留问题的剥离,事业单位改制预计将进入到障碍清除的实质阶段,历史复杂的国营资产将具备上市可能。因此我们认为,军工资产证券化、股权激励将有望出现提速。

4. 军工电子企业未来下游需求的持续性与变化趋势?

我们认为 20H2 军工电子厂商订单显著增长导致业绩快速提升为下游应对军方大额订单的应急补库存,由于下游目前处于存货周转稳定期,对于军工电子厂商来说订单同样处于稳定增长阶段,随着下游主机厂商及军工电子厂商自身产能逐步释放,订单或将再次显著提升,并跟随整机批产进入持续放量期。而元器件厂商在传统业务基础上持续布局新品类,或推动公司开启第二成长曲线。

5. 军工经过一年的涨幅,市场普遍看好军工明年继续上涨的逻辑?

- 2022 年增速具备强比较优势;
- 新型号密集进入批产前置阶段,产业链各环节企业均具备业绩超预期可能及中高速增长持续期的延长;
- 军工行业是经济周期的穿越类品种,具备基本面抗风险优势;

6. 价格政策变化

竞争机制执行已多年,首次大规模谈判和签约已结束,已签订单期间无法调整价格,我们认为军品价格目前稳定。长期来看技术驱动型企业或低毛利率业务类企业预计价格将持续保持稳定。

7. 2022 年订单、子行业景气度和推荐?

因“十四五”大单今年 Q2 下达,因此 2022 年作为第二年,订单处于饱满状态,微观变化分为增速扩张类型、增速稳定类型。

- 增速扩张型:航发赛道上下游、导弹产业链、大型飞机制造及民机维修、海军舰载机产业链;
- 增速稳定型:成飞产业链、被动电子元器件、直升机产业链;

风险提示:市场波动性风险,军品订单节奏风险,新装备列装不达预期等。

内容目录

1. 如何看待航发产业链的持续性?	3
2. 如何看待军工的估值和成长问题?	3
3. 国企改革在 2022 年的机会?	5
4. 军工电子企业未来下游需求的持续性和变化趋势?	6
5. 军工经过一年的涨幅, 市场普遍看好军工明年继续上涨的逻辑?	6
6. 价格政策变化	8
7. 2022 年订单、子行业景气度和推荐?	9
8. 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 短、中、长期“三确认”思维示意图.....	4
图 2: 主机厂排产规划	6
图 3: 主机厂排产规划	7
图 4: 航发动力排产规划.....	7
图 5: 航发动力排产规划.....	8
表 1: 2022 年光伏、新能源、军工 PEG 估值水平.....	4

1. 如何看待航发产业链的持续性？

我国航空发动机产业正处于**军机列装带动批产型号放量、在研型号加速转批产(产品种类增加)、保有量增长训练量加大带来替换&维修需求提升、商用发动机加速研制推出**多因素同时叠加驱动的十年以上的长周期加速成长阶段初期。

1.军机列装带动批产型号放量：随着我国近年三代半/四代战斗机列装需求的加速提升，航空发动机原有配套产能趋紧。航空发动机产业链链条长，加工工艺复杂，装配、测试调整难度较高，资金投入大，扩产周期相对长，当前为下游飞机整机交付主要瓶颈环节。为应对下游需求扩张，航发动力各子公司从 2019 年起，密集启动大批产能扩建项目，当前共有在建项目 24 项，其中有 21 个项目预计于 2023 年前完工达产；同时航发主机单位正全面推进“制造商+供应商”模式，提高外协比例，进行产能配套建设。

从近期航空发动机主要锻造供应商贵州安大发布的 11 月产值数据来看：自由锻同比+57%，模锻同比+53%，等温锻同比+103%，航发中游配套公司交付量正处于加速提升阶段，预计该景气度将逐渐传递到下游主机单位。**我们判断，2022 年或为航空发动机主力机型产能瓶颈突破的拐点年，产品交付能力有望持续提升。**

2.在研型号正加速转入批生产阶段：今年 2 月航发动力公告：贵州黎阳“三代中等推力航空发动机生产线建设项目”已通过竣工验收；今年 9 月珠海航展期间，运 20 总师唐长红表示运 20 已经有了两型“中国心”，舰载机总师孙聪表示新一代舰载机年内见。**我们判断，我国多款新型航空发动机正处于在研型号转批产加速落地期，中等推力发动机和大涵道比涡扇发动机正逐步放量，国产发动机谱系逐渐完善，多款新型号发动机具备国产替代和新品市场逻辑，低基数下或将在十四五内持续高速增长。**

3.保有量增长训练量加大带来替换&维修需求提升：受益于我国第一款自主研发的军用涡扇发动机 WS-10 进入成熟量产期，我国自主研发的三代半/四代机于“十三五”期间集中进入列装期，同时国产发动机在役列装保有量将在十四五期间完成快速积累。**我们认为，受两大驱动因素：(1)存量飞机总量的快速积累(2)飞行强度和动作难度加大导致换发、维修时间缩短的驱动，换发、维修业务的高速增长将促使航空发动机产业的业绩增速高于航空整机业绩增速，并在中长期保持更为持续稳定的增长，同时盈利能力得到不断改善。**

4.商用发动机加速研制推出：我国未来将成为民航飞机需求第一大国，根据《中国商飞公司市场预测年报(2020-2039)》，预计未来 19 年我国民航客机采购价值量约为 9.21 万亿元，平均每年 0.48 万亿。假设民航客机发动机价值占比约 27%，发动机采购价值约为 2.49 万亿元。国产民用发动机共规划了三个产品系列为中国商飞的飞机产品配套：**一是 160 座窄体客机发动机“长江”1000，配装 C919 大型客机；二是 280 座宽体客机发动机“长江”2000，配装 CR929 宽体客机；三是 110~130 座的新支线发动机“长江”500，配装 ARJ21 支线客机的改进型。**目前正在加速推进研发实验及适航取证近程，**我们认为，商用发动机有望在十四五后期交付挂载国产民机，充分享受商用飞机产业红利，为我国航空发动机产业带来中远期业绩增长带来长期高景气。**

2. 如何看待军工的估值和成长问题？

谈论军工的估值和成长问题，就要谈及行业的增长持续度、超预期可能、国家长期战略匹配度。

(1) 增长持续度/国家长期战略匹配度：军工是标准的长坡厚雪赛道

军工的行业发展特点是与国家的战略安全需要相匹配。国防部例行记者会相关公开新闻中明确指出，在对我国 2020 年的顶层文件《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中“2027 年实现建军百年奋斗目标”的解读中，要深刻体会“我国经济实力、科技实力、综合国力在“十三五”时期跃上了新的台阶，已成为世界第二大经济体，但国防实力与之相比还不匹配，与我国国际地位和安全战略需求还不相适应。”因此在看我国国防建设 2035 年远景目标可以知道，军工将出现一个长期

的发展机遇。

我们认为，目前十四五将成为我国装备快速换装追赶国际先进军事力量及前沿技术国防装备加速突破的时期。但同时，全球主要军事国家时隔 30 年再次重启了新一代装备的研发。目前我国处于本代次装备追赶换代与下一代次装备加快研制的双周期叠加阶段，因此长达 10 年以上的景气扩张期或将来临。

除此之外，民用产业也将出现大发展，目前存在数个 GDP 占比或达 0.5% 的新兴民用产业或由军工企业主导（如，大飞机、卫星互联网等），因此在军工的长期发展中，或呈现“先军后民”的特点。

（2）超预期可能：新型号逐步落地，估值中枢短/中/长期具备持续超预期可能

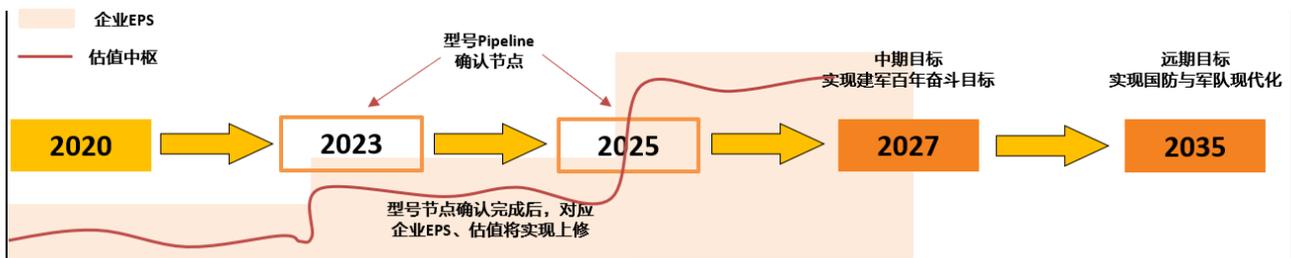
航展期间，多位总师确认了重点军机型号的研制和生产进程。歼 20 总设计师杨伟表示，歼 20 不止 15 架，在地上还有许多；运 20 总师唐长红表示，运 20 已经有了两型“中国心”；舰载机总师孙聪表示新一代舰载机年内能看见。预计伴随各类新型号装备 Pipeline 持续落地，对应企业 EPS 及估值区间预计将会实现上修。从时间维度看具备两大完成考核点（2027、2035），两大中间节点（2023、2025）及两大预期建立节点（2022、2024）：

两大完成考核点：根据十九大报告政策指引，我国将在 2035 年基本实现国防和军队现代化，我们以此为远期目标。根据十九届五中全会政策指引，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，我们以此为中期目标。

两大重要中间节点：在 2027 年作为中期节点的时间窗口下，我们判断型号 Pipeline 重大节点（研制转批产）有望出现在中间节点 2023 年及“十四五”末 2025 年

两大预期建立节点：Pipeline 重大节点年份前一年或为引导企业 EPS 与估值预期上修的预期建立阶段（2022、2024）。

图 1：短、中、长期“三确认”思维示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此军工行业具备估值中枢维持或提升下的长期持续增长，是标准的长坡厚雪型赛道，因此我们认为同样兼顾增长持续度、国家长期战略匹配度、预期稳定正向扩张等特点的可比方向为同是先进制造业的新能源赛道，如锂电、光伏等方向。

我们发现其 PEG 普遍在 1.5x 左右，而军工普遍在 1xPEG 左右，目前军工估值并未出现明显泡沫化，具备较大空间。

表 1：2022 年光伏、新能源、军工 PEG 估值水平

细分行业指数	2022 年预测 PEG
光伏设备指数	1.48
动力电池指数	1.56
军工指数	1.02

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 国企改革在 2022 年的机会?

我们认为国企改革方向是 2022 年两大重点投资方向之一。

两会政府工作报告中国资改革方面子标题为，“依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能”，提升国资国企改革成效。内容提出，“实施国企改革三年行动。完善国资监管体制，深化混合所有制改革。基本完成剥离社会职能和解决历史遗留问题。”2021 年 1 月 17 日，为贯彻落实《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》要求，航空工业集团制定了《改革三年行动实施方案（2020-2022 年）》，明确提出了多项改革举措，其中第 13、14 条指出：

第 13 条

提升国有企业自主创新能力，多项思路推进上市公司做优做强

“组建航空产业集团试点：2020 年完成将直升机业务自产整体注入中航科工”。我们认为，集团的专业整合能力或将加速，各大业务板块资产证券化亦有望持续加速、并形成对应航空各个细分产业的资本化、支撑性产业平台。”

“建立上市公司考核评价体系”。我们认为，作为国有资本投资公司试点、国有资本运营公司试点，集团引入上市公司考核评价体系是一项重大探索，将该体系列入国有资产经营考核后，预计将对集团各家上市公司的市值、经营质量等方面均产生积极、正向作用。

“打造若干市值千亿的上市公司”。我们认为，千亿上市公司预计以产业平台级公司的方式呈现，目前可见的产业平台或为歼击机平台、大型飞机平台、直升机平台、导弹防务平台、航电&机电平台等作为突破口，预计对应业务的专业化整合或将持续加速。”

第 14 条

开展混合所有制企业骨干员工持股，往期员工持股成绩卓越

我们预计，中航工业集团各上市公司的市场化激励制度有望持续推进，目前已完成股权激励、聚焦航空及其配套业务的领先企业，包括中航光电/中航沈飞/中航重机等，在相关激励授予后均实现归母净利润中高速增长，市场化激励的实施或将有效带动集团上市公司的经营质量。

综上我们认为，我国国资改革或进入深水区，预计将对非战略武器总装以外的领域（不包括战略资源类国企），进行全面市场化机制改革，主要手段预计为二三级及以下子公司的员工持股、引入外部战略股东，建立长效经营激励机制等方式。由于本次行动将进行国资社会职能、历史遗留问题的剥离，事业单位改制预计将进入到障碍清除的实质阶段，历史复杂的国营资产将具备上市可能。因此我们认为，军工资产证券化、股权激励将有望出现提速。

2022 年是三年国企改革行动的收官之年，**股权激励和集团内资产证券化是主要改革方案。**

2020 年 5 月 30 日，国资委发布了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，为央企控股的上市公司进行股权激励提供了具体的实施细则，2019 年与 2020 年共有 9 家军工央企开展股权激励工作，超过前 6 年之和。进行以股权激励为主的长效激励措施推进或成为军工央企改革的趋势。

经我们统计，36 月股价正增长样本占 90%以上：在股权激励方案实行 12 个月后，有 57.14% 的公司股价上涨，涨幅超过 50% 的公司有 33.33%；实施超过 24 个月后，公司股价上涨的比例达到 76.47%；在实施超过 36 个月后，有 93.75% 的公司股价上涨，涨幅超过 50% 的公司占 62.5%。股权激励作为一种长期激励机制，对军工企业的业绩和股价具有明显的提升效果。

重点关注年内涨幅较低，利润提速提升，现金流明显改善，有望受益于**国企改革的标的**：中航西飞、航天电器、湘电股份、中航沈飞、中航光电、中航机电、中航电子、航发控制等。资产证券化方面：关注电科系标的。

4. 军工电子企业未来下游需求的持续性和变化趋势？

下游大单已至，军工电子持续放量可期。随着武器装备信息化、智能化程度不断提升，军工电子作为核心载体，单个武器装备用量和价值量持续提升，叠加武器装备放量，军工电子需求量或呈现非线性指数级增长趋势。2020 年下半年，军工电子厂商业绩呈现快速提升趋势，表现出下游需求放量，主机厂、院所对上游开始备货。2021 年上半年主机厂陆续披露大额预收款及合同负债，军方大单采购已下达，并可推测出下游主机厂商订单超常饱满。因此我们认为 20H2 军工电子厂商订单显著增长导致业绩快速提升为下游应对军方大额订单的应急补库存，由于下游目前处于存货周转稳定期，对于军工电子厂商来说订单同样处于稳定增长阶段，随着下游主机厂商及军工电子厂商自身产能逐步释放，订单或将再次显著提升，并跟随整机批产进入持续放量期。

拓展布局新品类，第二增长曲线或进入兑现期。军工电子厂商近年来持续布局新品类，如火炬电子-陶瓷材料、鸿远电子/睿创微纳-微波器件、宏达电子-非钽业务、振华科技-平台化、中航光电/航天电器-车载高压/高速连接器等。元器件厂商在传统业务基础上持续布局新品类，或推动公司开启第二成长曲线。

5. 军工经过一年的涨幅，市场普遍看好军工明年继续上涨的逻辑？

第一、2022 年增速具备强比较优势：

军工由于 2022 年是行业整体新建产能首年释放期，收入端增速将加速，因此二阶导为正，持续处于扩张期，具备策略上讲的行业比较优势。

为应对成熟机型的扩产和在研机型的批量导入，航空主机单位于 2018 年纷纷开始产能扩建工作：

中航沈飞新机研制生产能力建设项目于 2018 年启动已经进入产能爬坡阶段，洪都航空南北区厂房建设项目预计 2022 年可全部投入生产使用，中直股份研制保障建设、航空零部件产业园等项目预计于 2021-2022 年陆续投入生产。中航西飞累计投入 5.3 亿元建设的数字化装备生产线条线建设项目，预计于 2021 年 10 月 31 日投入使用，同时 2021 年中报披露，有 10 项生产能力建设项目预计于 2021-2023 年间完工达产。

我们认为，航空主机单位的新增产能释放不仅对公司未来几年业绩增长形成较强支撑，而且会对产业链中上游的产能释放起到指导和牵引作用。

图 2：主机厂排产规划



资料来源：中直股份公司公告，中航沈飞公司公告，洪都航空公司公告，天风证券研究所

图 3：主机厂排产规划



资料来源：中航西飞公司公告，天风证券研究所

2.航发动力伴随三代中等推力航空发动机生产线建设项目、黎明公司-XX 发动机研制保障条件建设项目、黎明公司-发动机大修线及易必件制造能力建设项目等陆续进入产能爬坡阶段，公司 2019 年-2020 年营业收入复合增速>10%，出现明显增速拐点。同时，各子公司从 2019 年起，密集启动大批产能扩建项目，当前共有在建项目 24 项，其中有 21 个项目预计于 2023 年前完工达产。

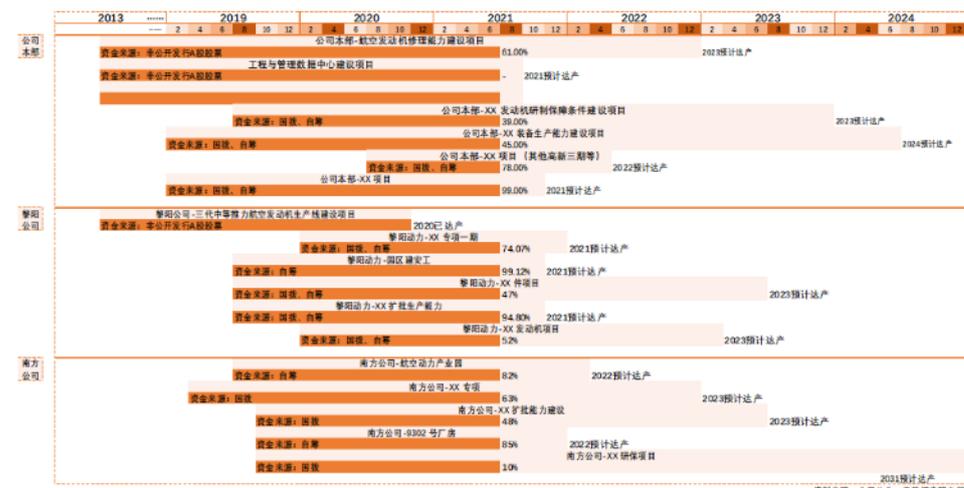
在建项目中，黎明公司中报披露的 9 个项目中的 7 项已接近完工状态，我们预计于 2021-2022 年进入达产状态。黎明公司 5 个在建项目均于 2023 年前进入达产状态。另外，公司本部累计建设十年的航空发动机修理能力建设项目、南方公司的扩大批产能力建设项目均预计于 2023 年进入完工达产状态。

图 4：航发动力排产规划



资料来源：航发动力公司公告，天风证券研究所

图 5：航发动力排产规划



资料来源：航发动力公司公告，天风证券研究所

第二、新型号密集进入批产前置阶段，产业链各环节企业均具备业绩超预期可能及中高速增长持续期的延长：

珠海航展多位总师确认了重点军机型号的研制和生产进程。歼 20 总设计师杨伟表示，歼-20 不止 15 架，在地上还有许多；运 20 总师唐长红表示，运 20 已经有了两型“中国心”；舰载机总师孙聪表示新一代舰载机年内能看见。预计伴随各类新型号装备 Pipeline 持续落地，对应企业 EPS 及估值中枢预计将会实现上修。

第三、军工行业是经济周期的穿越类品种，具备基本面抗风险优势：

军工的行业景气度是与国家的战略安全需要相匹配。从经济活动规律上来看，军工行业本身具备一个与国民经济相独立的发展供需关系，但从全社会经济活动规律来讲，在经济下行时候，军工具备逆周期的特点，美国、中国历史上都呈现这样的经济特征。国防部例行记者会相关公开新闻中明确指出，在对我国 2020 年的顶层文件《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中“2027 年实现建军百年奋斗目标”的解读中，要深刻体会“我国经济实力、科技实力、综合国力在“十三五”时期跃上了新的台阶，已成为世界第二大经济体，但国防实力与之相比还不匹配，与我国国际地位和安全战略需求还不相适应。因此在看我国国防建设 2035 年远景目标可以知道，军工将出现一个长期的发展机遇。

6. 价格政策变化

竞争机制执行已多年，首次大规模谈判和签约已结束，已签订单期间无法调整价格，我们认为军品价格目前稳定。长期来看技术驱动型企业或低毛利率业务类企业预计价格将持续保持稳定。

(1) 已获得“十四五”大额长合同的，将按照合同执行，合同覆盖型号及其供应链价格已确定，合同期内无法更改价格。

(2) 军工是先试点后规范文件执行的行业，因此文件和规定的出台并无冲击：原材料竞价采购、分系统竞争招标、阶梯价格均在本次《加快陆军装备高质量低成本发展的倡议书》出台前已全面试点，无新增冲击。

(3) 价格调整在于改进型号与新型号的定价阶段，及成熟型号的增订阶段，考虑到新型号更多运用高成本的电子化集成化信息化分系统方案、新材料、高性能武器等，因此改进型与新型号是成本上升趋势即提价；而成熟型号的增订的价格调整，或将在本次“十四五”大单结束后出现，最早或于十四五末。

(4) 集采：武器装备采购形式即为按照名录的集中采购，因此不存在采购方式出现变化。预计出现采购规则变化的，并非是武器装备，而是民用产品的军需采购，我们预计该领域

或出现集中采购计划，如电脑、管理类云软件等。

7. 2022 年订单、子行业景气度和建议关注?

因“十四五”大单今年 Q2 下达，因此 2022 年作为第二年，订单处于饱满状态，微观变化分为增速扩张类型、增速稳定类型。

增速扩张类型：产能瓶颈引出的供应格局变化结合产能拐点：存在生产能瓶颈的细分领域将出现由生产关系的变化从而解决供应链紧缺的难题，此类企业增速将处于扩张状态。

(1) 航发赛道上下游（航发整机、锻造加工、高温合金）将出现如成飞的供应链系统性机会。如主机厂-航发动力；锻造-中航重机、派克新材、航宇科技；叶盘及铸造高温合金-钢研高纳、图南股份、航亚科技；变形高温合金-抚顺特钢（与有色金属组联合覆盖）、西部超导（由有色金属组覆盖）；钛材-宝钛股份。

(2) 导弹产业初步放量，新技术带来弹性需求，如集成电路、材料、导引头模组级设计制造、被动器件、碳纤维等。如雷电微力、国光电气、紫光国微（由电子组覆盖）、睿创微纳（与电子组联合覆盖）等。

(3) 大型飞机制造及民机维修（军用大型飞机、商用大飞机）

如：中航西飞、北摩高科、宝钛股份等。

(4) 海军舰载机产业链（沈飞方向）

中航沈飞、光威复材、北摩高科等。

增速稳定类型：

(1) 成飞产业链

爱乐达、西部超导（由有色金属组覆盖）、三角防务、中简科技（与化工/新材料组联合覆盖）、智明达等。

(2) 被动电子元器件

中航光电（与电子组联合覆盖）、航天电器（与电子组联合覆盖）、火炬电子（与电子组联合覆盖）、鸿远电子、宏达电子（由电子组覆盖）等。

(3) 直升机产业链

中直股份、广联航空、光威复材等。

8. 风险提示

市场波动性风险：市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有相应影响。

军品订单节奏风险：部分产品下达和实际收入确认可能存在短期错位。

新装备研制列装不达预期：技术研发存在不确定性，若研发进度低于预期，相关企业可能受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com