

Hengxuan Zhang
hx.zhang@htisec.com

Haofei Chen
haofei.chen@htisec.com

24Q3 军工仓位 2.96%、超配 0.17pct，全市场主动基金增配

投资要点：

- **24Q3 军工仓位如何？** 1) **总体持仓情况：** 24Q3 全部基金对海通军工股股票池的 179 只军工股的重仓持股市值为 934.03 亿元、环比上升 13.2%，全市场基金的军工重仓持仓比例 2.96%、环比下降 0.14pct，仓位水平略有下降。2) **相比历史高位：** 回溯 2015-2022 军工持仓变动情况，军工行业的历史持仓高位出现于 2015Q4、持仓比例 6.64%，目前持仓水平约为历史峰值的 44.57%。
- **持仓军工的资金结构如何变化？** 1) **持仓资金结构：** 全市场主动型基金持仓市值 502.93 亿元、占比约 53.8%，军工主题基金持仓市值 171.37 亿元、占比约 18.3%，军工指数型基金持仓市值 180.69 亿元、占比约 19.3%，全市场债基指基持仓市值 79.04 亿元、占比约 8.5%。2) **全市场主动型基金增配军工，24Q3 全市场主动型基金持仓军工市值环比上升 13%。** 24Q1/24Q2/24Q3 全市场主动型基金的军工持仓市值占比分别为 51%/54%/54%。从全市场主动型基金的军工持仓市值规模变化来看，24Q1/24Q2/24Q3 分别为 413.58 亿元/445.66 亿元/502.93 亿元，分别环比-25%、8%、13%，24Q3 海通军工池市值环比上升 13.6%，并且全市场主动基金增配军工。3) **目前全市场主动型基金的军工仓位为 2.74%：** 自 2015 年以来，全市场主动型基金对军工行业的持仓峰值水平出现在 2022Q3，22Q3 军工仓位高达 4.89%。而 24Q2 的仓位水平为 2.67%，于峰值仓位下降明显，但与 24Q2 相比，持仓水平上升。
- **不同类型基金都在加减仓哪些军工股？** 1) **航天板块减仓明显、船舶板块增仓：** 24Q3 全基金对各子板块仓位水平分别为：航空 1.98%、航天 0.19%、信息化 0.44%、船舶 0.79%、兵器 0.03%，超配比例：航空 0.76pct、航天-0.20pct、信息化-0.29pct、船舶 0.23pct、兵器-0.13pct。而从环比变化来看，24Q3 全基金对各子板块有不同程度的调仓，所有板块持仓市值均有不同程度上升。其中兵器、航空及航天板块增幅明显，持仓市值环比分别上升 28.59%、18.34%、14.04%；船舶及信息化板块持仓市值也分别上升 7.41%、1.98%。2) **全部基金对军工行业的持股集中度有所上升：** 截至 24Q3 全基金对军工行业前十大重仓持股市值占比 62.86%，持仓集中度环比上升 1.49pct。3) **全市场主动型基金的军工重仓持股相对更集中于航空、船舶板块：** 细分板块看，24Q3 持仓市值前十大军工股中为：航空（6 家）、船舶（3 家）、航天（1 家）。相较于 24Q2，中国重机跌出全市场主动型基金前十大持仓市值股，而中国动力进入前十大持仓市值股。4) **24Q3，全基金获加仓较多的军工股分布于航空、船舶等板块，而获减仓较多的军工股集中于航空、信息化板块。** 从全部基金的重仓持股市值变化来看，24Q3 全基金持仓市值增长明显的军工股为：菲利华、中国动力、中航光电、睿创微纳、光威复材、中航沈飞、光启技术，而持仓市值减少明显的军工股为：中国船舶、抚顺特钢、七一二、应流股份、中科星图、中船防务等。
- **投资建议：** 持续看好行业。投资主线方面，1) 高景气赛道关注价值成长股；2) 关注存在改革空间的品种。建议关注：受益军工装备高景气的上游原材料配套：西部材料、中航高科、华泰科技；海洋装备：湘电股份、中国海防；新概念领域：长光华芯、锐科激光。
- **风险提示：** 军费支出规模或装备列装进度不及预期；军工改革力度不及预期；国际贸易关系或地缘政治不确定性等。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 基金持仓分析样本及方法说明.....	5
2. 24Q3 基金的军工仓位.....	5
2.1 全部基金的军工持仓下降至 2.96%，超配 0.17pct.....	5
2.2 目前军工仓位水平约为历史峰值的 44.57%.....	5
3. 全市场主动型基金 24Q3 增配军工.....	6
3.1 全市场主动型基金 24Q3 增配军工，持仓市值环比上升 13%.....	6
3.2 目前全市场主动型基金的军工仓位 2.74%，有所上升.....	7
4. 不同类型的基金在加减仓什么军工股？.....	8
4.1 航天板块大幅减仓、船舶板块大幅增仓.....	8
4.2 不同类型的基金主要都持有哪些军工股？.....	9
4.3 不同类型基金在加减仓哪些军工股？.....	11
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图目录

图 1	11Q3-24Q3 全部基金对军工行业重仓持股市值及占比	5
图 2	2024Q3 全部基金对军工行业超配 0.17pct.....	5
图 3	2024Q3 不同类型基金的军工重仓持股市值结构	6
图 4	2015Q3-2024Q3 不同类型基金对军工行业的重仓持股市值结构变化情况	6
图 5	2015Q3-2024Q3 全市场主动型基金的军工重仓持股市值及期间中信军工指数收益率	7
图 6	2023Q3-2024Q3 不同类型基金的军工重仓持股市值规模及增长情况	7
图 7	2015Q3-2024Q3 全市场主动型基金的重仓持股市值及军工仓位变化情况	8
图 8	24Q3 军工行业各子板块市值占比	8
图 9	24Q3 全基金对军工行业各子板块持股市值占比	8
图 10	2023Q3-2024Q3 全市场基金对军工行业各子板块持仓市值及环比变化	9

表目录

表 1	24Q3 全部基金的持仓市值前十大军工股、持仓基金数量前十军工股	10
表 2	24Q3 全市场主动型基金的持仓市值/持仓基金数量前十军工股.....	10
表 3	24Q3 军工主题型基金的持仓市值前十大军工股	11
表 4	24Q3 全部基金的持仓市值增/减的前十大军工股.....	12
表 5	24Q3 全市场主动型基金的持仓市值增/减的前十大军工股.....	12
表 6	重点公司盈利预测与估值.....	13

1. 基金持仓分析样本及方法说明

截至 2024 年 10 月 28 日，基金三季报已披露完毕，我们以海通军工股票池 179 只军工股作为分析样本，统计基金持股及变动情况。同时，需要说明的是，由于基金季报仅披露重仓持股信息，因此本篇报告讨论的持仓分析仅针对基金重仓持股情况进行分析，如：行业仓位=全部基金对行业股票池企业的重仓持股市值/全部基金的重仓持股总市值。

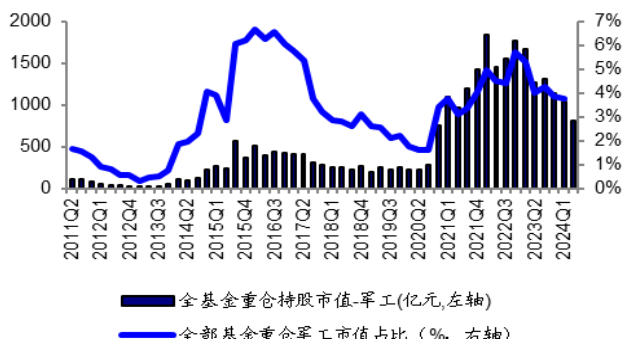
2. 24Q3 基金的军工仓位

2.1 全部基金的军工持仓下降至 2.96%，超配 0.17pct

24Q3 全部基金的军工仓位由 24Q2 的 3.11% 下降至 2.96%。截至 2024Q3 末，全部基金的重仓持股总市值为 31544.22 亿元、环比 24Q2 上升 18.7%，其中，对海通军工股票池的 179 只军工股的重仓持股市值合计 934.03 亿元、环比上升 13.2%，对应全市场基金的军工重仓持股比例为 2.96%、环比下降 0.14pct，仓位水平略有下降。

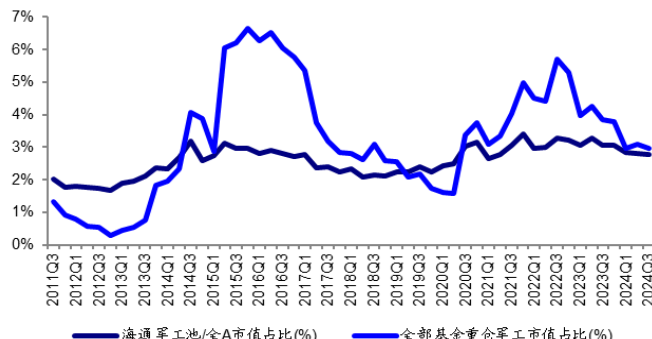
24Q3 全部基金的军工仓位回至小幅超配，超配比例达 0.17pct。截至 2024Q3 末，军工板块的总市值 27021.72 亿元，环比上升 13.6%，相比于万得全 A 总市值 968720.87 亿元，军工板块的标准配置比例为 2.79%。相比于标准配置比例，2024Q3 军工仓位 2.96%，超配 0.17pct（超配比例环比下降 0.13pct）。在 22Q3、22Q4 对军工行业连续两个季度超过 2pct 的大幅超配后，23Q1-24Q3 逐渐回归小幅超配水平，并且 24Q3 相较于 24Q2 超配水平又进一步小幅下降。

图1 11Q3-24Q3 全部基金对军工行业重仓持股市值及占比



资料来源：wind, HTI

图2 2024Q3 全部基金对军工行业超配 0.17pct



资料来源：wind, HTI

2.2 目前军工仓位水平约为历史峰值的 44.57%

军工行业的历史峰值仓位水平约 6.64%。我们统计了 2015-2022 年期间跨度 8 年的军工持仓变动情况，数据显示，全部基金对军工行业的持仓比例在 2015Q4 创下历史高点，高达 6.64%，彼时军工行业的标准配置比例为 2.96%，大幅超配 3.68pct。此后，市场资金基本以逐季下降的趋势逐步降低军工仓位，直至 20Q2 降至低点 1.59%。而自 20Q3 起，军工持仓迅速回暖，持仓比例回归上升趋势，22Q3 持仓比例已达 5.71%，而 22Q4 及 23Q1 军工仓位持续下降，23Q2 军工仓位有所回升，此后 23Q3，23Q4，24Q1 连续三个季度呈现下降，24Q2 军工仓位有所回升，24Q3 呈现下降。

截至 24Q3 末，全部基金的军工仓位 2.96%，相比于 2015Q4 的历史峰值仓位水平，目前仓位水平约达到高峰期的 44.57%，仓位水平自 22Q3 的相对高点有所回落，环比 24Q2 下降 2.17pct。

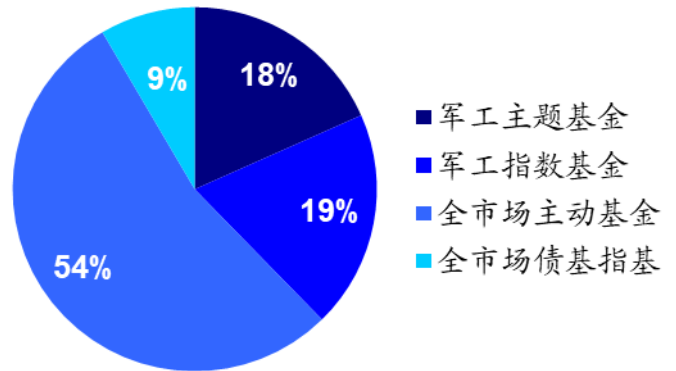
3. 全市场主动型基金 24Q3 增配军工

3.1 全市场主动型基金 24Q3 增配军工，持仓市值环比上升 13%

考虑资金的属性，我们将全部基金划分为 4 种不同类型：军工主题基金（主动型）、全市场主动型基金、军工指数基金（被动型）、全市场债基指基，以更清晰地呈现目前市场上不同类型的资金对军工行业的持仓动向。

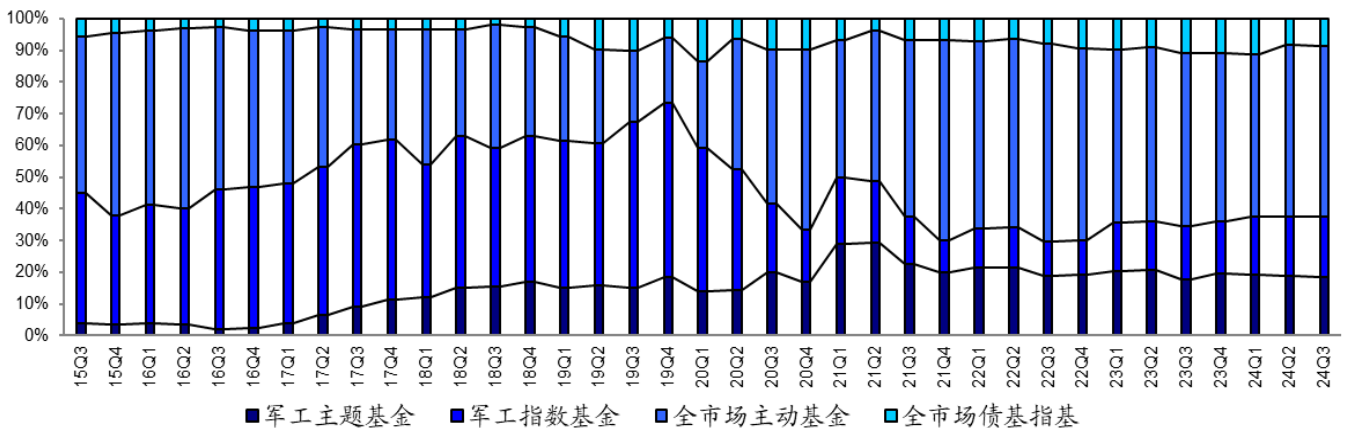
截至 24Q3，军工主题基金和军工指数基金的持仓市值合计约 352.06 亿元、占比约 37.7%，占比环比上升 0.02pct。截至 24Q3，全部基金对军工行业的重仓持股市值合计 934.03 亿元，环比上升 13.21%，其中：全市场主动型基金持仓市值 502.93 亿元、占比约 53.8%，军工主题基金持仓市值 171.37 亿元、占比约 18.3%，军工指数型基金持仓市值 180.69 亿元、占比约 19.3%，全市场债基指基持仓市值 79.04 亿元、占比约 8.5%。

图3 2024Q3 不同类型基金的军工重仓持股市值结构



资料来源：wind, HTI

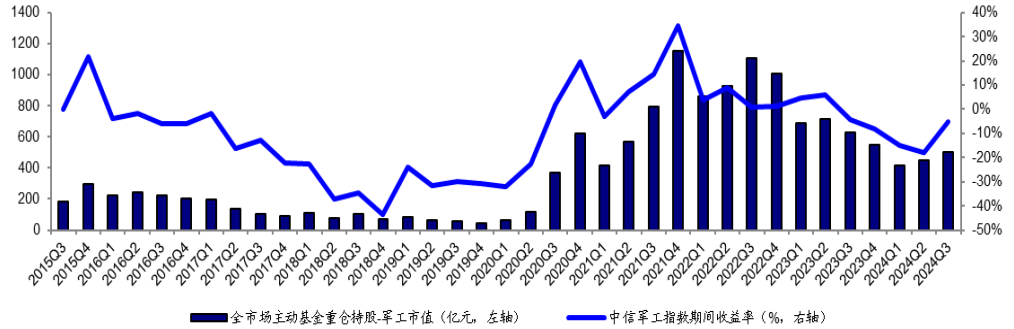
图4 2015Q3-2024Q3 不同类型基金对军工行业的重仓持股市值结构变化情况



资料来源：wind, HTI

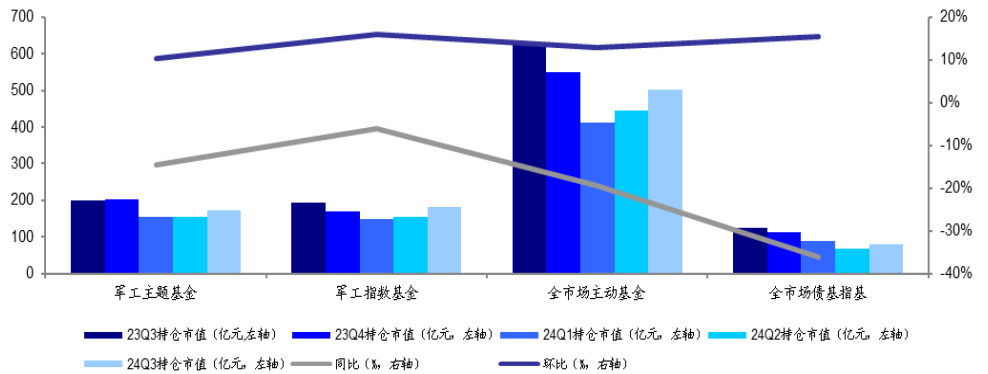
24Q3 全市场主动型基金增配军工。从全市场主动型基金的军工持仓市值规模变化来看，22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1/24Q2/24Q3 分别为 860.94 亿元/926.59 亿元/1106.17 亿元/1009.44 亿元/689.76 亿元/716.87 亿元/624.90 亿元/551.02 亿元/413.58 亿元/445.66 亿元/502.93 亿元，24Q3 军工板块市值相较 24Q2 有所上升，全市场主动型基金增配军工行业明显，环比上升 13%。同期，万得全 A 的总市值环比上升 14.0%，海通军工池总市值环比上升 13.6%。

图5 2015Q3-2024Q3 全市场主动型基金的军工重仓持股市值及期间中信军工指数收益率



资料来源：wind, HTI

图6 2023Q3-2024Q3 不同类型基金的军工重仓持股市值规模及增长情况

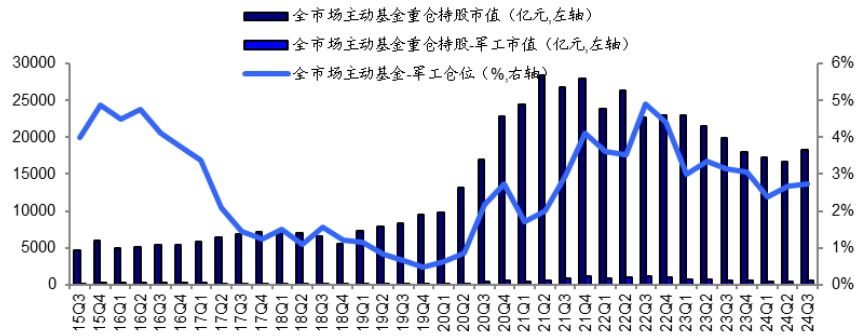


资料来源：wind, HTI

3.2 目前全市场主动型基金的军工仓位 2.74%，有所上升

截至 24Q3，全市场主动型基金的重仓持股总市值约 18339.57 亿元，其中对军工行业的重仓持股市值约 502.93 亿元，即全市场主动型基金的军工仓位为 2.74%，较 24Q2 环比上升 0.07pct。2022Q3 全市场主动基金军工仓位为 4.89%，创下 2015 年以来历史峰值水平。22Q4、23Q1 军工持仓水平于峰值持续下降，23Q2 军工持仓水平略有回升后，23Q3、23Q4、24Q1 军工持仓水平又迎来下降，24Q1、24Q2 军工持仓水平迎来上升。

图7 2015Q3-2024Q3 全市场主动型基金的重仓持股市值及军工仓位变化情况



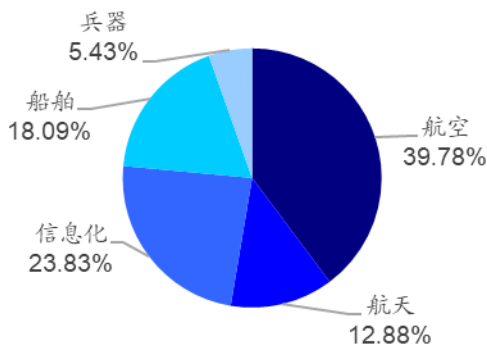
资料来源：wind, HTI

4. 不同类型的基金在加减仓什么军工股？

4.1 航天板块大幅减仓、船舶板块大幅增仓

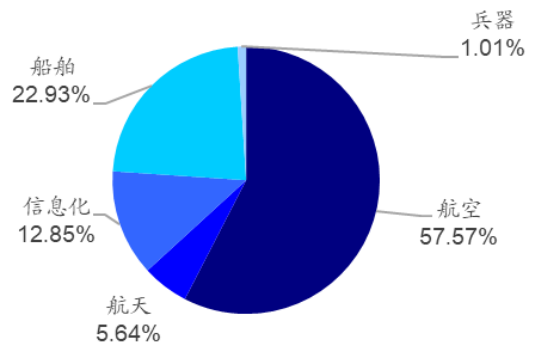
分子板块来看，24Q3 全基金对各子板块仓位水平分别为：航空 1.98%、航天 0.19%、信息化 0.44%、船舶 0.79%、兵器 0.03%，考虑各子板块市值占全 A 市值比例：航空 1.22%、航天 0.40%、信息化 0.73%、船舶 0.56%、兵器 0.17%，则各子板块仓位超配比例：航空 0.76pct、航天-0.20pct、信息化-0.29pct、船舶 0.23pct、兵器-0.13pct。航空领域仍明显超配，体现军工板块资金的主要关注领域，而航天、信息化及兵器领域则低配明显。

图8 24Q3 军工行业各子板块市值占比



资料来源：wind, HTI

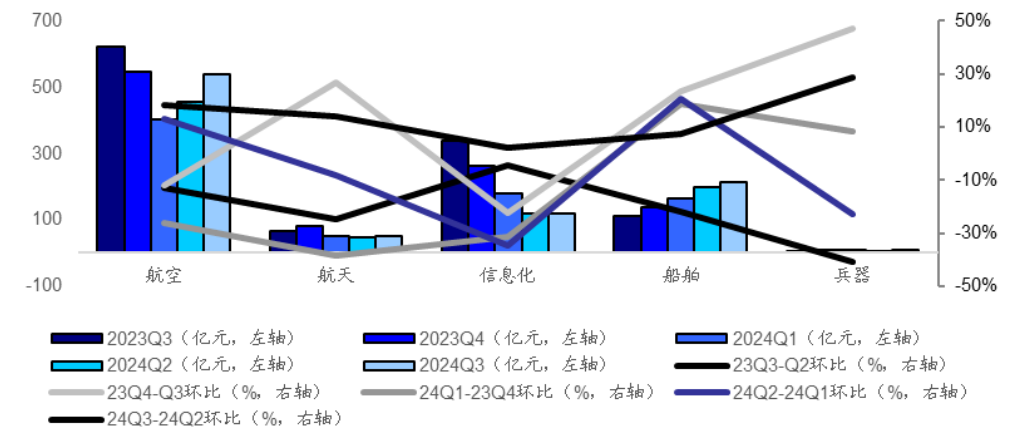
图9 24Q3 全基金对军工行业各子板块持股市值占比



资料来源：wind, HTI

从各子板块持仓环比变化来看，24Q3 全基金对各子板块有不同程度的调仓，所有板块持仓市值均有不同程度上升。其中兵器、航空及航天板块增幅明显，持仓市值环比分别上升 28.59%、18.34%、14.04%；船舶及信息化板块持仓市值也分别上升 7.41%、1.98%。

图10 2023Q3-2024Q3 全市场基金对军工行业各子板块持仓市值及环比变化



资料来源：wind, HTI

4.2 不同类型的基金主要都持有哪些军工股？

24Q3 全部基金对军工行业的持股集中度有所上升。24Q3/24Q2，全部基金重仓持有的军工股分别为 105 只/111 只。相较 24Q2 的持股范围，24Q3 新增加的军工股有：佳缘科技、欧比特、华如科技、旋极信息、纵横股份、航天南湖、迈信林、海兰信、四创电子。24Q3 全基金对军工行业前十大重仓持股市值占比 62.86%，持仓集中度环比上升 1.49pct。

24Q3，全部基金的军工重仓持股的细分板块覆盖面仍较为集中，持仓市值前十大军工股中，仅覆盖航空（5 家）、船舶（3 家）、军工信息化（1 家）、航天（1 家），而从产业链角度来看则相对更集中于行业下游，包括：主机厂及航空发动机（5 家）、分系统（1 家）、元器件（3 家）、原材料（1 家）。

- ◆ **截至 24Q3 末，全部基金的重仓持股市值前十大军工股为：**中国船舶（121.83 亿元）、中航光电（100.21 亿元）、中航沈飞（77.97 亿元）、航发动力（62.28 亿元）、中航西飞（45.68 亿元）、菲利华（40.81 亿元）、中国动力（38.63 亿元）、中国重工（36.19 亿元）、航天电器（34.74 亿元）、紫光国微（28.79 亿元）。
- ◆ **截至 24Q3 末，重仓持有基金数量前十的军工股为：**中国船舶（376 只）、中航光电（182 只）、中航沈飞（149 只）、中国动力（130 只）、中国西飞（106 只）、中航重机（103 只）、航发动力（95 只）、菲利华（95 只）、航天电器（82 只）、中航重机（79 只）。

表 1 24Q3 全部基金的持仓市值前十大军工股、持仓基金数量前十军工股

全部基金的持仓市值前十大军工股					持仓基金数量前十军工股				
股票简称	24Q3 持仓基金数量 (只)	24Q3 持股总市值 (亿元)	子行业	产业链环节	股票简称	24Q3 持仓基金数量 (只)	24Q3 持股总市值 (亿元)	子行业	产业链环节
中国船舶	376	121.83	船舶	主机厂	中国船舶	376	121.83	船舶	主机厂
中航光电	182	100.21	航空	元器件	中航光电	182	100.21	航空	元器件
中航沈飞	149	77.97	航空	主机厂	中航沈飞	149	77.97	航空	主机厂
航发动力	95	62.28	航空	发动机	中国动力	130	38.63	船舶	分系统
中航西飞	106	45.68	航空	主机厂	中航西飞	106	45.68	航空	主机厂
菲利华	95	40.18	航空	原材料	中国重工	103	36.19	船舶	主机厂
中国动力	130	38.63	船舶	分系统	航发动力	95	62.28	航空	发动机
中国重工	103	36.19	船舶	主机厂	菲利华	95	40.81	航空	原材料
航天电器	83	34.74	航天	元器件	航天电器	82	34.74	航天	元器件
紫光国微	37	28.79	军工信息化	元器件	中航重机	79	26.86	航天	中游制造

资料来源: wind, HTI

24Q3, 全市场主动型基金的军工重仓持股相对更集中于航空、船舶板块。细分板块看, 24Q3 持仓市值前十大军工股中为: 航空 (6 家)、船舶 (3 家)、航天 (1 家); 分产业链来看, 持仓市值前十大军工股为: 上游元器件/原材料 (4 家)、下游分系统/发动机及主机厂 (6 家)。

- ◆ **截至 24Q3 末, 全市场主动型基金重仓持股市值前十大军工股为:** 中国船舶 (90.92 亿元)、中航光电 (63.37 亿元)、中国沈飞 (51.05 亿元)、航发动力 (34.94 亿元)、航天电器 (33.96 亿元)、菲利华 (33.09 亿元)、中国动力 (32.95 亿元)、中航西飞 (26.95 亿元)、中国重工 (22.93 亿元)、中航高科 (21.26 亿元)。
- ◆ 相较于 24Q2, 中国重机跌出全市场主动型基金前十大持仓市值股, 而中国动力进入前十大持仓市值股。
- ◆ **截至 24Q3 末, 全市场主动型基金重仓持有基金数量前十的军工股为:** 中国船舶 (285 只)、中航光电 (126 只)、中国动力 (109 只)、中航沈飞 (105 只)、中国重工 (80 只)、中航西飞 (77 只)、菲利华 (72 只)、航天电器 (72 只)、航发动力 (69 只)、中航重机 (53 只)。

表 2 24Q3 全市场主动型基金的持仓市值/持仓基金数量前十军工股

全市场主动型基金的持仓市值前十大军工股					全市场主动型基金持仓基金数量前十军工股				
股票简称	24Q3 持仓基金数量 (只)	24Q3 持股总市值 (亿元)	子行业	产业链环节	股票简称	24Q3 持仓基金数量 (只)	24Q3 持股总市值 (亿元)	子行业	产业链环节
中国船舶	285	90.92	船舶	主机厂	中国船舶	285	90.92	船舶	主机厂
中航光电	126	63.37	航空	元器件	中航光电	126	63.37	船舶	元器件
中航沈飞	105	51.05	航空	主机厂	中国动力	109	32.95	航空	分系统
航发动力	69	34.94	航空	航空发动机	中航沈飞	105	51.05	船舶	主机厂
航天电器	72	33.96	航天	元器件	中国重工	80	22.93	航空	主机厂
菲利华	72	33.09	航空	原材料	中航西飞	77	26.95	航空	主机厂
中国动力	109	32.95	船舶	分系统	菲利华	72	33.09	航空	原材料
中航西飞	77	26.95	航空	主机厂	航天电器	72	33.96	航空	元器件
中国重工	80	22.93	船舶	主机厂	航发动力	69	34.94	航空	发动机
中航高科	37	21.26	航空	原材料	中航重机	53	19.32	航空	中游制造

资料来源: wind, HTI

24Q3，军工主题型基金重仓持股集中于航空及船舶板块，同时产业链覆盖面相对集中于核心主机及上游龙头厂商。截至 24Q3 末，军工主题型基金的前十大重仓军工股为：中航沈飞（22.82 亿元）、航天电器（17.32 亿元）、中航光电（16.20 亿元）、中航高科（14.53 亿元）、航发动力（11.77 亿元）、中国动力（8.90 亿元）、中航西飞（8.48 亿元）、中国船舶（8.04 亿元）、中直股份（7.90 亿元）、菲利华（7.05 亿元）。

相较 24Q2，中航重机、航发控制、中科星图跌出军工主题基金前十大持仓市值股，中国动力、中国船舶，菲利华进入军工主题基金前十大持仓市值股。

表 3 24Q3 军工主题型基金的持仓市值前十大军工股

股票简称	24Q3 持仓基金数量 (只)	24Q3 持股总市值 (亿元)	子行业	产业链环节
中航沈飞	6	22.82	航空	主机厂
航天电器	5	17.32	航天	元器件
中航光电	4	16.20	航空	元器件
中航高科	4	14.53	航空	原材料
航发动力	4	11.77	航空	航空发动机
中国动力	4	8.90	船舶	分系统
中航西飞	4	8.48	航空	主机厂
中国船舶	3	8.04	船舶	主机厂
中直股份	4	7.90	航空	主机厂
菲利华	3	7.05	航空	原材料

资料来源：wind，HTI

4.3 不同类型基金在加减仓哪些军工股？

从全部基金的重仓持股市值变化来看，**24Q3 机构对军工股的调仓分化仍十分明显**，按细分板块来看，获加仓较多的军工股分布于航空、船舶等板块，而获减仓较多的军工股集中于航空、信息化板块。

- ◆ **24Q3，全部基金重仓持股市值增加的前十大军工股为：菲利华（+23.50 亿元）、中国动力（+22.68 亿元）、中航光电（14.74 亿元）、睿创微纳（+14.64 亿元）、光威复材（+12.94 亿元）、中航沈飞（+12.16 亿元）、光启技术（+12.01 亿元）、洪都航空（+10.10 亿元）、中航西飞（+9.06 亿元）、航天电器（+8.16 亿元）。**包括航空（7 家）、航天（2 家）、信息化（1 家）。
- ◆ **24Q3，全部基金重仓持股市值减少的前十大军工股为：中国船舶（-9.82 亿元）、抚顺特钢（-7.00 亿元）、七一二（-5.61 亿元）、应流股份（-5.42 亿元）、中科星图（-5.10 亿元）、中船防务（-4.96 亿元）、三角防务（-2.87 亿元）、海格通信（-2.83 亿元）、航天彩虹（-2.69 亿元）、复旦微电（-2.65 亿元）。**包括航空（4 家）、信息化（3 家）、船舶（2 家）、航天（1 家）。

表 4 24Q3 全部基金的持仓市值增/减的前十大军工股

24Q3 全部基金的重仓持股市值增加前十大军工股					24Q3 全部基金的重仓持股市值减少前十大军工股				
股票简称	24Q3 持股总市值(亿元)	24Q2 持股总市值(亿元)	24Q3-24Q2 持股市值变化(亿元)	子行业/产业链环节	股票简称	24Q3 持股总市值(亿元)	24Q2 持股总市值(亿元)	24Q3-24Q2 持股市值变化(亿元)	子行业/产业链环节
菲利华	40.81	17.31	+23.50	航空/原材料	中国船舶	121.83	131.66	-9.82	航空/主机厂
中国动力	38.63	15.95	+22.68	船舶/分系统	抚顺特钢	1.23	8.23	-7.00	航空/原材料
中航光电	100.21	85.47	+14.74	航空/元器件	七一二	2.88	8.49	-5.61	信息化/零部件
睿创微纳	24.35	9.71	+14.64	信息化/零部件	应流股份	0.11	5.54	-5.42	航空/中游制造
光威复材	22.20	9.26	+12.94	航空/原材料	中科星图	4.89	10.00	-5.10	信息化/分系统
中航沈飞	77.97	65.81	+12.16	航空/主机厂	中船防务	11.36	16.31	-4.96	船舶/主机厂
光启技术	17.18	5.17	+12.01	航空/原材料	三角防务	4.06	6.94	-2.87	航空/中游制造
洪都航空	10.48	0.39	+10.10	航空/主机厂	海格通信	3.19	6.02	-2.83	航天/元器件
中航西飞	45.68	36.63	+9.06	航空/主机厂	航天彩虹	0.97	3.66	-2.69	航空/主机厂
航天电器	34.74	26.25	+8.49	航空/元器件	复旦微电	0.18	2.83	-2.65	信息化/元器件

资料来源: wind, HTI

从全市场主动型基金持仓变化情况来看:

24Q3, 全市场主动基金的持仓市值环比上升的前十大军工股为: 中国动力 (+21.39 亿元)、菲利华 (+16.25 亿元)、光威复材 (+10.18 亿元)、洪都航空 (+10.09 亿元)、航天电器 (+9.10 亿元)、睿创微纳 (+8.79 亿元)、中航沈飞 (+8.43 亿元)、振华科技 (+7.54 亿元)、中航光电 (+6.91 亿元)、中航西飞 (6.72 亿元)。

24Q3, 全市场主动型基金的持仓市值环比减少的前十大军工股为: 中国船舶 (-7.52 亿元)、抚顺特钢 (-7.14 亿元)、七一二 (-5.52 亿元)、应流股份 (-5.40 亿元)、中科星图 (-5.19 亿元)、三角防务 (-2.84 亿元)、复旦微电 (-2.65 亿元)、航天彩虹 (-2.61 亿元)、西部材料 (-2.23 亿元)、中船防务 (-1.95 亿元)。

表 5 24Q3 全市场主动型基金的持仓市值增/减的前十大军工股

24Q3 全市场主动型基金的重仓持股市值增加前十大军工股				24Q3 全市场主动型基金的重仓持股市值减少前十大军工股			
股票简称	24Q3 持股总市值(亿元)	24Q2 持股总市值(亿元)	24Q3-24Q2 持股市值变化(亿元)	股票简称	24Q3 持股总市值(亿元)	24Q2 持股总市值(亿元)	24Q3-24Q2 持股市值变化(亿元)
中国动力	32.95	11.56	+21.39	中国船舶	90.92	98.44	-7.52
菲利华	33.09	16.85	+16.25	抚顺特钢	0.45	7.59	-7.14
光威复材	18.33	8.15	+10.18	七一二	2.88	8.39	-5.52
洪都航空	10.48	0.39	+10.09	应流股份	0.10	5.50	-5.40
航天电器	33.96	24.87	+9.10	中科星图	4.80	9.99	-5.19
睿创微纳	18.36	9.58	+8.79	三角防务	3.90	6.75	-2.84
中航沈飞	51.05	42.62	+8.43	复旦微电	0.18	2.83	-2.65
振华科技	18.53	10.98	+7.54	航天彩虹	0.62	3.23	-2.61
中航光电	63.37	56.46	+6.91	西部材料	3.04	5.26	-2.23
中航西飞	26.95	20.22	+6.72	中船防务	10.78	12.73	-1.95

资料来源: wind, HTI

5. 投资建议

我们认为，目前地缘政治格局复杂，未来我国军费支出仍将保持稳定增长态势，军工行业高景气度仍将持续，持续看好行业。

投资主线方面，1) 高景气赛道关注价值成长股；2) 关注存在改革空间的品种。建议关注：

- ◆ 受益军工装备高景气的上游原材料配套：西部材料、中航高科、华秦科技
- ◆ 海洋装备：湘电股份、中国海防
- ◆ 火工自动化：佰奥智能
- ◆ 新概念领域：长光华芯、锐科激光

表 6 重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)				PE (倍)			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中航高科	0.74	0.82	0.98	1.16	33.0	29.6	24.9	21.0
西部材料	0.40	0.48	0.67	0.86	42.2	35.5	25.2	19.7
铂力特	1.72	2.59	3.36	4.34	57.1	38.0	29.2	22.6
中国船舶	-0.21	0.87	1.36	2.09	-220.0	53.5	34.4	22.3
佰奥智能	0.43	0.48	0.64	0.84	75.3	68.0	50.8	38.8
中国动力	0.23	0.23	0.32	0.47	62.3	61.8	44.6	30.1
中国海防	-0.52	-0.24	0.17	0.34	-88.2	-193.5	270.1	134.1
湘电股份	0.38	0.47	0.65	0.88	55.2	44.7	32.8	24.0

资料来源：wind 一致预期，HTI (PE 以 2024 年 10 月 31 日收盘价计算)

6. 风险提示

- 1) 军费支出规模或装备列装进度不及预期；
- 2) 军工改革力度不及预期；
- 3) 国际贸易关系或地缘政治不确定性等。

附录

表 7 海通军工样本股票池

代码	名称	24Q3 涨跌幅(%)	代码	名称	24Q3 涨跌幅(%)
300324.SZ	旋极信息	65.61	688070.SH	纵横股份	13.73
300177.SZ	中海达	63.43	603131.SH	上海沪工	13.58
600151.SH	航天机电	59.29	002297.SZ	博云新材	13.33
688685.SH	迈信林	53.95	600893.SH	航发动力	12.97
600316.SH	洪都航空	50.27	600118.SH	中国卫星	12.91
600501.SH	航天晨光	50.24	600775.SH	南京熊猫	12.75
002829.SZ	星网宇达	48.62	688385.SH	复旦微电	12.68
600698.SH	湖南天雁	47.20	601890.SH	亚星锚链	12.62
002625.SZ	光启技术	43.98	002544.SZ	普天科技	12.60
688002.SH	睿创微纳	41.60	300719.SZ	安达维尔	12.51
300395.SZ	菲利华	39.61	600399.SH	抚顺特钢	11.90
600148.SH	长春一东	38.75	300922.SZ	天秦装备	11.78
002189.SZ	中光学	37.80	601989.SH	中国重工	11.76
300252.SZ	金信诺	37.28	688281.SH	华秦科技	11.47
002383.SZ	合众思壮	36.43	688283.SH	坤恒顺维	11.24
300726.SZ	宏达电子	35.83	603267.SH	鸿远电子	11.14
300699.SZ	光威复材	35.19	002560.SZ	通达股份	10.91
300053.SZ	欧比特	34.58	688282.SH	*ST 导航	10.77
300065.SZ	海兰信	34.34	688522.SH	纳睿雷达	10.41
000547.SZ	航天发展	33.28	300397.SZ	天和防务	10.33
300600.SZ	国瑞科技	31.05	688543.SH	国科军工	10.28
301117.SZ	佳缘科技	31.05	003009.SZ	中天火箭	10.10
002520.SZ	日发精机	30.34	300447.SZ	全信股份	10.10
300527.SZ	中船应急	29.83	000738.SZ	航发控制	9.37
000901.SZ	航天科技	29.68	300629.SZ	新劲刚	9.29
688151.SH	华强科技	29.27	300034.SZ	钢研高纳	9.13
300777.SZ	中简科技	29.02	002023.SZ	海特高新	8.96
600764.SH	中国海防	28.88	600879.SH	航天电子	8.84
002935.SZ	天奥电子	27.32	688636.SH	智明达	8.77
300722.SZ	新余国科	27.18	300455.SZ	康拓红外	8.35
002933.SZ	新兴装备	27.05	002651.SZ	利君股份	8.32
300095.SZ	华伍股份	27.04	603809.SH	豪能股份	8.29
600435.SH	北方导航	26.57	600372.SH	中航电子	8.27
600343.SH	航天动力	26.29	002149.SZ	西部材料	8.02
600523.SH	贵航股份	26.16	688333.SH	铂力特	7.76
300123.SZ	亚光科技	25.00	600855.SH	航天长峰	7.72
002414.SZ	高德红外	24.62	002519.SZ	银河电子	7.54
600482.SH	中国动力	24.36	600072.SH	中船科技	7.53
688311.SH	盟升电子	24.06	688143.SH	长盈通	7.38
000561.SZ	烽火电子	24.02	002402.SZ	和而泰	6.54
600456.SH	宝钛股份	23.69	688270.SH	臻镭科技	5.90
688122.SH	西部超导	23.44	002111.SZ	威海广泰	5.74
002246.SZ	北化股份	23.01	688586.SH	江航装备	5.48
002389.SZ	航天彩虹	22.97	688290.SH	景业智能	5.39
300516.SZ	久之洋	22.78	688239.SH	航宇科技	5.17

600877.SH	声光电科	22.76	000733.SZ	振华科技	5.15
601698.SH	中国卫通	22.64	688231.SH	隆达股份	4.95
300045.SZ	华力创通	22.32	301302.SZ	华如科技	4.93
688788.SH	科思科技	21.29	002171.SZ	楚江新材	4.70
300593.SZ	新雷能	21.23	603261.SH	立航科技	4.70
300424.SZ	航新科技	21.18	688237.SH	超卓航科	4.64
002683.SZ	广东宏大	20.89	002253.SZ	川大智胜	4.59
300474.SZ	景嘉微	20.88	688272.SH	富吉瑞	4.49
002025.SZ	航天电器	20.57	688552.SH	航天南湖	4.01
301050.SZ	雷电微力	20.19	600363.SH	联创光电	4.00
300581.SZ	晨曦航空	20.08	002977.SZ	天箭科技	3.73
600416.SH	湘电股份	19.72	000801.SZ	四川九洲	3.60
002413.SZ	雷科防务	19.55	600150.SH	中国船舶	3.14
600590.SH	泰豪科技	19.42	688011.SH	新光光电	2.71
300101.SZ	振芯科技	19.16	603678.SH	火炬电子	2.55
600391.SH	航发科技	18.69	002465.SZ	海格通信	2.51
002049.SZ	紫光国微	18.57	300762.SZ	上海瀚讯	2.46
300354.SZ	东华测试	17.84	688066.SH	航天宏图	2.08
002446.SZ	盛路通信	17.70	002985.SZ	北摩高科	1.69
688568.SH	中科星图	17.51	688084.SH	晶品特装	1.58
002190.SZ	成飞集成	17.49	600038.SH	中直股份	1.48
300114.SZ	中航电测	17.08	300416.SZ	苏试试验	1.48
000697.SZ	炼石航空	17.06	603712.SH	七一二	1.43
600990.SH	四创电子	16.58	603308.SH	应流股份	1.27
600760.SH	中航沈飞	16.48	688375.SH	国博电子	1.20
600184.SH	光电股份	16.33	003031.SZ	中瓷电子	0.63
600262.SH	北方股份	16.32	605123.SH	派克新材	0.59
688305.SH	科德数控	15.40	000519.SZ	中兵红箭	0.34
002151.SZ	北斗星通	15.38	300855.SZ	图南股份	0.23
688523.SH	航天环宇	15.36	301306.SZ	西测测试	0.00
688297.SH	中无人机	15.05	600765.SH	中航重机	-0.83
688682.SH	霍莱沃	15.02	600480.SH	凌云股份	-0.85
000534.SZ	万泽股份	14.96	600685.SH	中船防务	-3.05
000768.SZ	中航西飞	14.86	001270.SZ	铖昌科技	-3.16
002214.SZ	大立科技	14.72	300696.SZ	爱乐达	-3.44
300620.SZ	光库科技	14.63	002338.SZ	奥普光电	-4.00
002179.SZ	中航光电	14.43	688132.SH	邦彦技术	-4.50
000576.SZ	甘化科工	14.33	688776.SH	国光电气	-4.91
600862.SH	中航高科	14.32	301357.SZ	北方长龙	-4.96
300965.SZ	恒宇信通	14.17	688053.SH	思科瑞	-5.34
601606.SH	长城军工	14.04	300775.SZ	三角防务	-6.30
600562.SH	国睿科技	14.02	688510.SH	航亚科技	-7.98
300008.SZ	天海防务	13.96	688439.SH	振华风光	-9.26
600967.SH	内蒙一机	13.79	000818.SZ	航锦科技	-11.01
			300799.SZ	左江退	-84.44

资料来源：Wind、HTI（注：统计时间：2024年6月30日收盘~2024年9月30日收盘）

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，张恒，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hengxuan Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈昊飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Haofei Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and/or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002149.CH, 002446.CH 及 688682.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002149.CH, 002446.CH and 688682.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX，韩国 - KOSPI，台湾 - TAIEX，印度 - Nifty100，美国 - SP500；其他所有中国概念股 - MSCI China。

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its

评级分布 Rating Distribution

entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

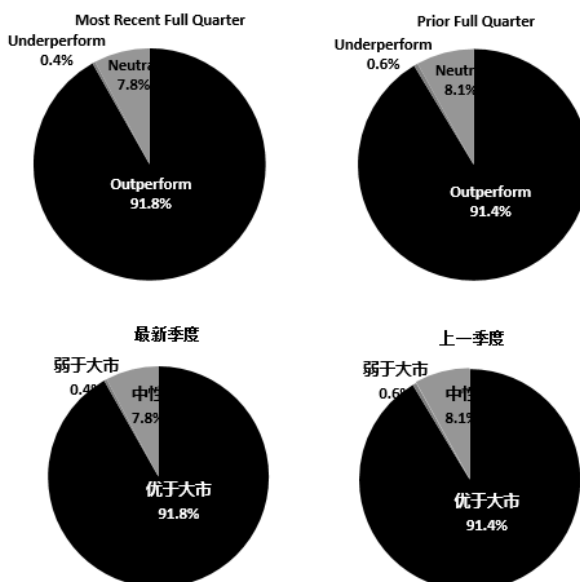
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX，韩国 – KOSPI，台湾 – TAIEX，印度 – Nifty100；其他所有中国概念股 – MSCI China。

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 ("HTISCL") 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称 "SFO") 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的 "专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年 "美国证券交易法" 第 15a-6 条规定的豁免注册的 "美国主要机构投资者" ("Major U.S. Institutional Investor") 和 "机构投资者" ("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露

和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话：(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第61(1)条,第17-11(1)条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第2016/396号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India ("SEBI")监管的Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL")所发布,包括制作及发布涵盖BSE Limited ("BSE")和National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」)研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
