



复盘 2019 展望 2020：估值与盈利能力趋于匹配，板块配置正当其时

军工行业专题报告 | 2020.1.6

中信证券研究部



李建伟

军工分析师

S1010519060003



联系人：陈卓

核心观点

2019 年军工核心标的上涨 23%，其中上游元器件及新材料三季报业绩增速较大，全年股价表现较好，估值水平与盈利能力开始趋于匹配。2020 年是军改后首次考核节点，行业景气度上行，同时叠加改革等主题催化，考虑到行业估值已消化至历史低位，军工板块正凸显配置价值。

■ **军工板块表现与大盘接近，上游标的涨幅较大。**2019 年中信证券国防军工指数上涨 22.26%，在 29 个中信一级行业中排名第 18，核心军工标的上涨 23.04%，军工板块表现与大盘基本一致。个股角度，中航高科（99.01%）、大立科技（93.58%）、钢研高纳（87.33%）等上游电子元器件及新材料标的涨幅较大。从 PB-ROE 角度看，核心军工标的当前估值水平与盈利能力开始趋于匹配。

■ **上游新材料、元器件企业业绩持续向好。**2019 年前三季度下游总装厂营收同增 8.9%，归母净利润同增 16.7%；剔除部分异常个股影响后，中游分系统企业营收同增 7.5%，归母净利润同增 15.2%；上游新材料企业收入同增 22.1%，归母净利润同增 39.8%。上游元器件收入同增 22.3%，归母净利润同增 21.0%。受军队信息化建设加速推进、军工关键领域国产替代、自主可控要求以及军工集团更多的体外资产带来额外订单增量等因素驱动，军工上游新材料、元器件企业业绩弹性更大。此外存货、预收账款+合同负债等前瞻指标预示产业链内公司订单情况向好。

■ **考核节点已至，成长与改革兑现在即。**受军改后首次节点考核、新型号密集列装及军队信息化加速等因素驱动，行业景气度正持续上行；同时叠加自主可控、国企改革、区域局势紧张等主题催化，军工行业在当前估值已消化至历史低位时，正凸显配置价值。

■ **风险因素：**军民融合政策支持低于预期，军工领域国企改革进度慢于预期等。

■ **投资策略。**综合考虑军工行业当前估值水平、中短期基本面改善和中长期成长的高确定性以及未来资产证券化、股权激励、军品定价机制改革等军工改革驱动因素，维持行业“强于大市”评级。从成长主线，关注基本面持续向好标的：上游新材料中航高科，关注中简科技等碳纤维制造企业、菲利华；军工电子/信息化火炬电子、中航光电、海格通信，关注振华科技、鸿远电子、苏试试验；中游分系统中航机电；下游主机厂内蒙一机、中航沈飞。从改革主线，关注资产证券化及股权激励预期标的：推荐中航电子、四创电子。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中航高科	11.42	0.22	0.47	0.29	52	24	39	买入
火炬电子	24.01	0.74	0.92	1.16	32	26	21	买入
中航光电	39.79	0.89	1.09	1.35	45	37	29	增持
海格通信	11.19	0.19	0.24	0.31	59	47	36	买入
中航机电	7.15	0.23	0.26	0.31	31	28	23	买入
内蒙一机	10.93	0.32	0.39	0.54	34	28	20	买入
中航沈飞	32.76	0.53	0.63	0.76	62	52	43	买入
中航电子	15.11	0.27	0.32	0.37	56	47	41	增持
四创电子	47.08	1.62	1.33	1.61	29	35	29	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 1 月 3 日收盘价

军工行业

评级 **强于大市（维持）**

目录

阶段性行情，结构性机会	1
整体涨幅与大盘一致，全年阶段性行情	1
上游标的上涨明显，中航高科、大立科技等涨幅靠前	2
估值与盈利趋于匹配，军工配置价值凸显	2
行业高景气度延续，新材料、元器件表现亮眼	3
考核节点已至，成长与改革兑现在即	6
军改后首个五年规划，行业具有“确定性”发展	6
军队信息化持续推进，电子信息化产业出现发展良机	8
军技民用，自主可控趋势下实现“弯道超车”	9
中东、中亚地区紧张加剧，区域局势或催化军工行情	12
国企改革提速，“松绑”央企股权激励及资本运作	13
投资策略	14
风险因素	14

插图目录

图 1: 29 个中信一级行业及核心军工标的 2019 年涨跌幅对比.....	1
图 2: 军工指数与沪深 300 涨跌幅对比	1
图 3: 核心军工及可比行业 PB (倍) 及 ROE (%) 水平	3
图 4: 核心军工及可比行业个股 2020 年 PE 分布 (箱型图)	3
图 5: 2019Q3 军工行业收入增长在 29 个中信一级行业排名第 24	4
图 6: 2019Q3 军工行业业绩增长在 29 个中信行业中排名第 4.....	4
图 7: 军工产业链 2019Q3 收入对比 (亿元)	4
图 8: 军工产业链 2019Q3 归母净利润对比 (亿元)	4
图 9: 我国空军建设战略目标节点	7
图 10: 全球小丝束碳纤维市场份额划分图.....	10
图 11: 全球大丝束碳纤维市场份额划分图.....	10
图 12: 我国历年芯片需求及供给对比	10
图 13: 伊拉克示威者冲击美驻伊拉克大使馆	12
图 14: 遇刺的圣城旅指挥官苏莱曼尼	12
图 15: 主要军工集团资产证券化率.....	13

表格目录

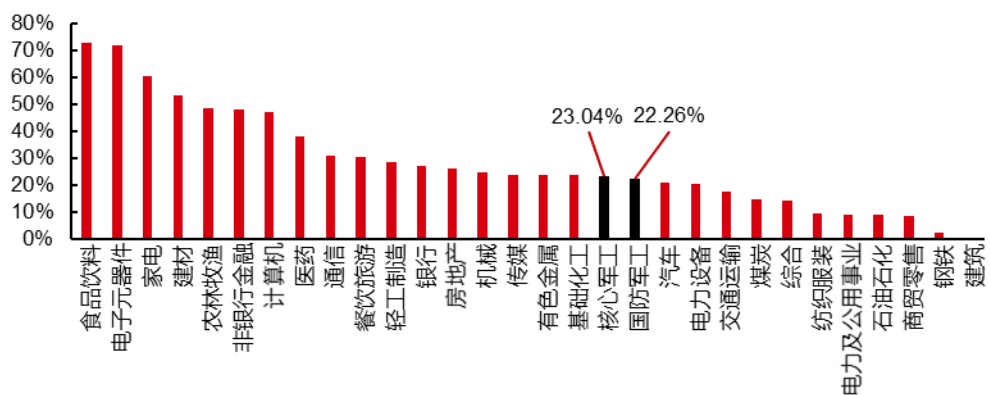
表 1: 各行业表现前 3 个股.....	2
表 2: 29 家产业链上中下游代表军工企业三季报情况	5
表 3: 产业链上中下游企业盈利能力分析	6
表 4: 产业链上中下游企业存货等前瞻指标增速情况	6
表 5: 新旧国防建设“三步走”战略对比	6
表 6: 潜在上量新型号装备	8
表 7: 《国防白皮书》中涉及军队信息化发展的指引	8
表 8: 中国核心集成电路的国产芯片占有率.....	11
表 9: 军工企业在电子元器件领域发展情况.....	11
表 10: 2019 年印巴主要军事冲突	12
表 11: 2015 年以来股权激励相关政策文件	13
表 12: 主要公司盈利预测表	14

■ 阶段性行情，结构性机会

整体涨幅与大盘一致，全年阶段性行情

军工板块表现与大盘接近。2019 年中信证券国防军工指数上涨 22.26%，在 29 个中信一级行业中排名第 18，核心军工标的上涨 23.04%，略高于中信国防军工指数。同期上证综指上涨 22.30%，深证成指上涨 44.08%，食品饮料（72.78%）、电子元器件（72.08%）等行业涨幅靠前。受中美贸易摩擦趋缓、国际资金流入等因素影响，2019 年 A 股市场表现较好，军工板块表现与大盘基本一致。

图 1：29 个中信一级行业及核心军工标的 2019 年涨跌幅对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

军工年内出现两波阶段性行情。2月1日至4月4日，受市场风险偏好上行及两船合并消息影响，军工指数上涨 39.73%，在所有行业中排名第 9，表现好于大盘；8月12日至9月14日，受市场风险偏好上行影响，叠加国产替代、阅兵等主题因素刺激，军工指数上涨 16.92%，在 29 个中信一级行业中排名第 5，表现靠前。

图 2：军工指数与沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

上游标的上涨明显，中航高科、大立科技等涨幅靠前

军工上游电子元器件及新材料标的涨幅较大。从个股角度看，电子元器件行业个股涨幅较大，前三个股涨幅均在 350%以上。机械、通信、计算机表现前 3 的个股涨幅均在 100%以上。核心军工标的涨幅排名前 3 标的分别为中航高科(99.01%)、大立科技(93.58%)、钢研高纳(87.33%)，军工排名前三个股表现略低于可比行业。

军工表现较好个股得益于军工业务放量业绩高速增长。中航高科受益于下游军机加速升级换代，2019 年复材业务增长迅速，前三季度业绩同比增长 45.66%，同时聚焦主业、剥离地产业务，成长属性凸显。大立科技军品订单恢复驱动业绩高速增长，前三季度业绩同比增长 180.62%，公司在电力等民用领域市场逐步打开，同时受同行业公司科创板成功上市影响，2019 年股价表现较好。钢研高纳军民业务全面增长，前三季度业绩同比增长 88.24%，公司持续进行产能扩张及客户拓展，有望迎来发展新机遇。

表 1：各行业表现前 3 个股

行业	个股名称	涨跌幅(%)	市值(亿元)	2020PE
机械	宝鼎科技	392.38	77.20	
	龙溪股份	191.51	61.89	
	南华仪器	185.21	34.39	13.79
通信	闻泰科技	337.77	1039.73	45.27
	武汉凡谷	206.18	109.26	48.13
	移远通信	130.64	130.11	37.47
电子元器件	卓胜微	709.63	410.37	63.11
	韦尔股份	389.56	1238.49	65.97
	圣邦股份	380.00	261.62	108.85
计算机	万集科技	486.36	92.79	16.41
	诚迈科技	477.75	100.54	227.62
	金溢科技	313.75	78.73	13.71
核心军工	中航高科	99.01	153.51	37.74
	大立科技	93.58	48.57	27.39
	钢研高纳	87.33	74.95	34.23

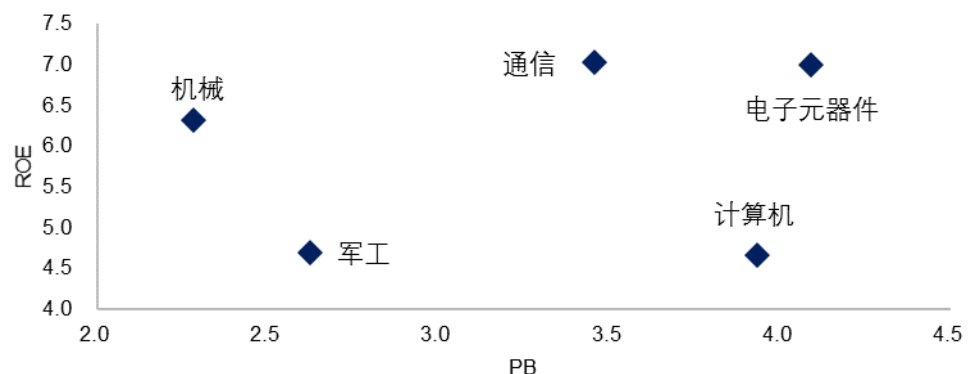
资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价采用 2019 年 12 月 31 日收盘价，2020 年净利润预测采用万德一致预期

估值与盈利趋于匹配，军工配置价值凸显

军工估值与盈利能力开始趋于匹配。截至 2019 年底核心军工企业平均 ROE 为 4.7%，和计算机（4.7%）行业接近，低于通信（7.0%）、电子元器件（7.0%）及机械（6.3%）。核心军工企业平均 PB 下降至 2.6 倍，低于电子元器件（4.1）、计算机（3.9）和通信（3.5），考虑到军工行业由于定价机制等原因导致其 ROE 低于合理水平，我们认为核心军工企业估值与盈利能力开始趋于匹配。

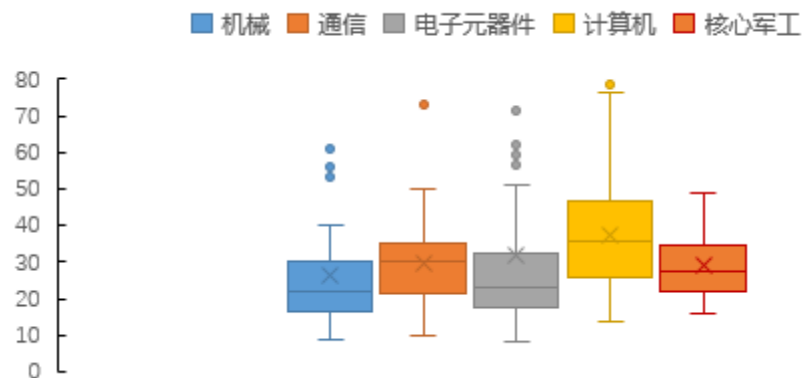
图3：核心军工及可比行业 PB（倍）及 ROE（%）水平



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价采用 2019 年 12 月 31 日收盘价

核心军工标的估值水平较为集中。在所有核心军工标的中，2020 年 PE 中位数为 27 倍，低于计算机（36 倍）和通信（30 倍），高于电子元器件（23 倍）和机械（22 倍），分布较为集中，中国卫星 2020 年 PE 约 49 倍，估值水平最高，楚江新材 2020 年 PE 约 16 倍，估值水平最低。核心军工标的估值水平分布较为集中，或显示市场对核心军工标的定价逐步趋于一致，开始回归合理水平。

图4：核心军工及可比行业个股 2020 年 PE 分布（箱型图）



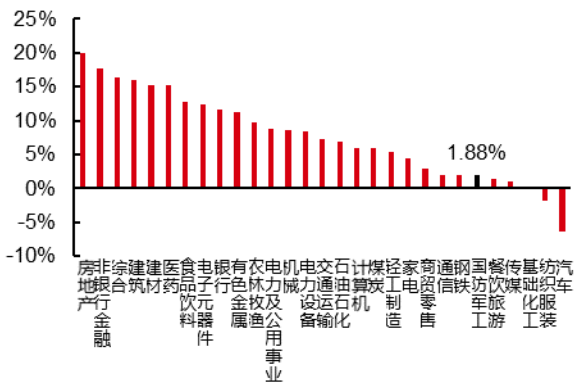
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价采用 2019 年 12 月 31 日收盘价，2020 年净利润预测采用万德一致预期

■ 行业高景气度延续，新材料、元器件表现亮眼

2019 年前三季度板块业绩增速同比加快，全行业排名上升 5 位。2019 年前三季度军工板块共计实现收入 2287 亿元，同比增长 1.88%，增速在 29 个中信一级行业中排名第 24，受部分军工集团旗下上市公司聚焦主业压缩非盈利业务影响，增速较 2018 年前三季度（同比+12.16%）有所下滑。2019 年前三季度军工板块实现归母净利合计 112 亿元，

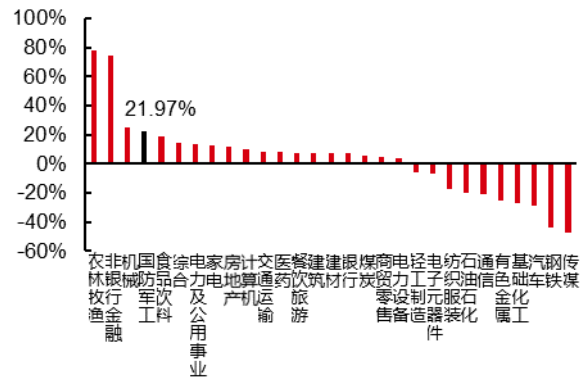
同比增长 21.97%，较 2018 年前三季度（同比+21.07%）增速加快，全行业增速排名从第 9 位上升至第 4 位。收入端军工板块受部分公司聚焦主业压缩非盈利业务影响增速有所放缓，但利润端仍维持较快增速。

图 5：2019Q3 军工行业收入增长在 29 个中信一级行业排名第 24



资料来源：Wind，中信证券研究部

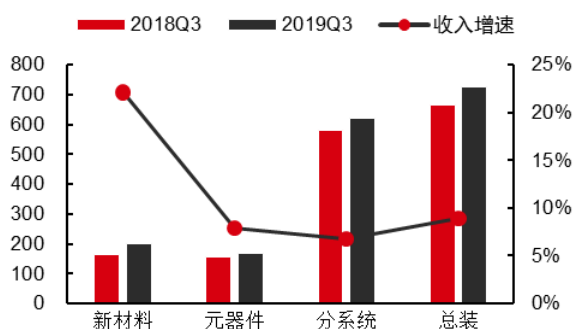
图 6：2019Q3 军工行业业绩增长在 29 个中信行业中排名第 4



资料来源：Wind，中信证券研究部

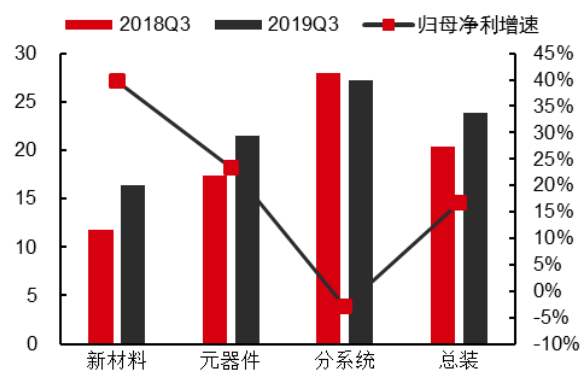
上游新材料、元器件业绩表现相对较好。从产业链角度看，我们筛选了 35 家分布于军工产业链不同环节的核心军工企业进行财报分析，2019 年前三季度下游总装厂实现营业收入 725.2 亿元，同比增长 8.9%，实现归母净利润 23.9 亿元，同比增长 16.7%；考虑到收入体量较大的中航沈飞或受到均衡生产的影响，在剔除该公司后统计收入同比增长 2.9%达 566.3 亿元，归母净利润同比增长 2.0%达 17.7 亿元。中游分系统企业实现收入 621.1 亿元，同比增长 6.8%，实现归母净利润 27.3 亿元，同比减少 2.9%；剔除受航运周期影响较大的中国动力以及压缩缺乏核心竞争力业务的四创电子的影响后，2019 年前三季度中游分系统收入同比增加 7.5%达 386.2 亿元，归母净利润同比增加 15.2%达 20.9 亿元。上游新材料收入同比增长 22.1%达 201.4 亿元，归母净利润同比增长 39.8%达 16.5 亿元。元器件企业收入同比增长 7.9%达 168.5 亿元，归母净利润同比增长 23.4%达 21.6 亿元，若剔除剥离通讯业务的振华科技影响，前三季度元器件企业收入同比增加 22.3%，归母净利润同比增加 21.0%。

图 7：军工产业链 2019Q3 收入对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：军工产业链 2019Q3 归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

军工行业景气度持续上行，上游企业弹性更大。从三季报收入、净利增速情况来看，军工行业景气度持续上行，且相对于下游总装厂及中游分系统厂商，上游新材料、元器件企业弹性更大。1) 在“十九大”提出的国防建设“三步走”战略下，军队现代化建设加速推进为军工行业带来高确定性发展机会，除下游主机厂外，军工集团更多的体外资产也将为上游企业提供额外的订单增量；2) 军队信息化建设推进将促进信息化装备加速升级换代及渗透率提升，并且进一步驱动武器装备上电子化、信息化模块、部件价值占比提升，为军工电子信息化产业带来发展契机，并有望实现军民两用技术的快速迭代；3) 自主可控要求下，军工上游企业具有更大的国产替代空间。

表 2：29 家产业链上中下游代表军工企业三季报情况

产业链上中下游代表军工企业				收入（亿元）		归母净利润（亿元）	
				2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3
上游	新材料	300034.SZ	钢研高纳	5.32	10.33	0.67	1.27
		002171.SZ	楚江新材	97.46	117.23	3.11	3.56
		300395.SZ	菲利华	5.23	5.71	1.17	1.4
		600456.SH	宝钛股份	25.77	32.06	0.97	1.7
		300699.SZ	光威复材	9.84	13.09	3.11	4.44
		600862.SH	中航高科	20.17	21.41	2.32	3.38
	元器件	002179.SZ	中航光电	57.75	68.92	6.97	8.31
		002025.SZ	航天电器	19.61	25.12	2.66	2.97
		000733.SZ	振华科技	42.97	29.98	2.11	2.98
		603678.SH	火炬电子	14.43	17.27	2.52	2.91
		300123.SZ	亚光科技	8.33	11.81	0.88	1.29
		603267.SH	鸿远电子	7.09	8.00	1.95	2.37
		002935.SZ	天奥电子	4.24	4.35	0.32	0.34
		002214.SZ	大立科技	2.97	3.95	0.33	0.92
		300114.SZ	中航电测	10.2	11.57	1.33	1.86
		中游分系统	000519.SZ	中兵红箭	30.79	33.81	2.62
000547.SZ	航天发展		15.92	23.52	2.37	3.08	
600879.SH	航天电子		90.82	92.81	3.43	3.51	
002013.SZ	中航机电		79.47	82.77	5.03	5.67	
600372.SH	中航电子		46.01	51.73	2.48	2.66	
002544.SZ	杰赛科技		33.2	35.23	0.42	0.54	
600990.SH	四创电子		20.55	15.15	-0.05	-0.72	
600482.SH	中国动力		201.45	219.77	9.95	7.06	
下游总装厂	600118.SH	中国卫星	45.34	43.93	2.69	2.65	
	600038.SH	中直股份	81.86	105.29	3.06	4.05	
	600316.SH	洪都航空	8.79	17	-0.75	-0.8	
	600967.SH	内蒙一机	71.61	75.36	3.49	4.21	
	600760.SH	中航沈飞	115.93	158.9	3.13	6.2	
	600893.SH	航发动力	138.48	127.94	6.51	4.13	

资料来源：Wind，中信证券研究部

从盈利能力角度看，新材料、总装企业净利率同比提升，元器件、分系统企业净利率小幅下滑。剔除中国海防、四创电子等个股影响后，新材料企业或由于规模效应，2019

年前三季度毛利率同比提升 1.1pcts，期间费用率基本保持稳定，净利率同比提升 1pcts 至 8.2%；元器件企业 2019 年前三季度毛利率同比小幅提升 0.12pcts，净利率小幅下降 0.2pcts 至 13.4%；分系统企业毛利率同比下滑 0.5pcts，净利率下降 0.4pcts 至 4.6%；总装企业毛利率基本保持稳定，由于持续推进聚焦主业并加强成本费用管控，净利率同比提升 0.2pcts 至 3.3%。

表 3：产业链上中下游企业盈利能力分析

	净利率		毛利率		期间费用率	
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
新材料	7.2%	8.2%	16.5%	17.6%	8.2%	8.6%
元器件	13.6%	13.4%	35.1%	35.3%	17.6%	17.7%
分系统	5.0%	4.6%	20.1%	19.6%	13.8%	14.0%
总装企业	3.1%	3.3%	10.7%	10.6%	7.0%	6.7%

资料来源：Wind，中信证券研究部

存货等前瞻指标预示行业订单向好。从存货角度看，新材料、元器件、分系统、总装企业 2019 年前三季度存货同比增速分别为 16%、22%、13%、14%；从预收账款+合同负债看，新材料、元器件、分系统、总装企业 2019 年前三季度存货同比增速分别为 70%、22%、8%、13%。此外，中下游分系统、总装企业预付款项也有明显增长。存货、预收账款+合同负债等指标增长或预示产业链内公司积极备货，订单情况向好。

表 4：产业链上中下游企业存货等前瞻指标增速情况

	存货		预收账款+合同负债		预付款项	
	相较 2018 年增速	同比增速	相较 2018 年增速	同比增速	相较 2018 年增速	同比增速
新材料	14.03%	15.97%	86.44%	69.94%	22.35%	-17.91%
元器件	20.05%	22.19%	21.99%	22.67%	110.22%	-4.28%
分系统	19.45%	13.43%	7.69%	8.05%	31.63%	14.65%
总装企业	29.71%	14.09%	-11.17%	12.77%	-22.15%	7.85%

资料来源：Wind，中信证券研究部

考核节点已至，成长与改革兑现在即

军改后首个五年规划，行业具有“确定性”发展

强军意志明确，国防军队建设战略目标提前。“十九大”报告明确提出国防军队建设目标，到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队，将 1997 年提出的国防和军队现代化建设“三步走”战略目标提前了 15 年。

表 5：新旧国防建设“三步走”战略对比

	2017 年提出的国防建设“三步走”战略	1997 年提出的国防建设“三步走”战略
第一步	确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升	从现在起到 2010 年，用十几年时间，努力实现新时期军事战略方针提出的各项要求，为国防和军队现代化打下坚实基础。
第二步	力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化	二十一世纪的第二个十年，随着国家经济实力的增

	2017年提出的 国防建设“三步走”战略	1997年提出的国防建设“三步走”战略
第三步	到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队	长和军费的相应增加，加快我军质量建设的步伐，适当加大发展高技术武器装备的力度，完善武器装备体系，全面提高部队素质，进一步优化体制编制，使国防和军队现代化建设有一个较大发展。 再经过三十年的努力，到二十一世纪中叶，实现国防和军队现代化。

资料来源：中国政府网，人民网，中信证券研究部

我军距离阶段性目标尚有一定差距，军改后第一个五年规划战略考核节点将驱动“确定性”发展。与整体建设目标相一致，我国空军第一步目标为到2020年基本跨入战略空军门槛，初步搭建起“空天一体、攻防兼备”战略空军架构，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系，不断增强基于信息系统的体系作战能力。陆军也按照机动作战、立体攻防的战略要求加速转型；海军接近海防御、远海护卫的战略要求，向远洋海军转变。目前看，我国空军离“四代装备为骨干、三代装备为主体”、陆军离“实现机械化”、海军离“远洋海军”等第一步战略目标尚有一点差距，2020年首次军队建设战略性考核节点将驱动军工行业“确定性”增长。

图9：我国空军建设战略目标节点



资料来源：中国军网，中信证券研究部

新型号密集列装，产业将迎来新一轮订单需求

代次提升获得突破，需求缺口亟待填补。从代次上看，近几年各型先进装备正陆续服役，我军目前已实现重要型号的代次突破，以航空装备为例，我军航空装备已实现由第三代向第四代、由有人向无人、由空中向陆海空全域拓展的跨越；但从数量及结构角度看，我军目前仍装备了大量的老旧装备，新型号仅初步列装，整体水平与美俄等军事强国相比仍有较大差距。随着我军现代化建设加速，我军正在国防战略转型下进行“补偿式”发展，老旧装备更新换代、新型号加速列装，进而给产业链带来发展契机，并为行业的持续增长提供需求支撑。空军装备方面，以运-20、歼-20为代表的“20”系列先进装备已开始服役并进入爬坡放量阶段；陆军装备方面，一二代老旧坦克正由99A主战坦克替换、15式轻坦也有望加速列装；海军装备方面，首艘国产航母服役在即，055、054B、075等大型战

舰也有望批量下水。

表 6：潜在上量新型号装备

装备类型	中美差距	新型号
空军装备	我军战机数量不足美国的 6 成，我国老旧一二代战机占比超 6 成，美国一二代战机基本完全退役，我国在多用途中型直升机、大中型运输机的结构占比以及教练机的配比上较美国仍有较大差距	J-20、Y-20 Z-20、L-15
陆军装备	我国约 50% 的坦克为性能较为落后的第一代坦克，美国、日本基本上已经完全淘汰了第一、二代坦克，几乎全为第三代坦克（M1A1/M1A2 等）	99 式主战坦克、15 式轻坦， VT-4 外贸主战坦克
海军装备	美国现役航母 11 艘，新一代航母“福特”级首舰（CVN-78）已于 2017 年 7 月服役，该级别航母共建 4 艘，中国现役航母 1 艘	航母、055、054B、075 等大型 战舰

资料来源：《The Military Balance》，中信证券研究部

军队信息化持续推进，电子信息化产业出现发展良机

时不我待，我军正面临机械化和信息化的双重任务。相较于美俄等世界军事大国，我国军队目前尚未完成机械化发展，武器装备信息化程度较低，指挥控制系统的发展仍处于由各个军兵种独立运行的“烟囱”模式向“一体化”作战演变过程中。从 1998 年至今，我国已发布 9 部国防白皮书，多次对我国军队信息化建设要求和发展进程进行阐释，以强调推进机械化和信息化的复合发展、跨越式发展。

表 7：《国防白皮书》中涉及军队信息化发展的指引

《国防白皮书》	涉及军队信息化发展的内容
2000 年中国的国防	中国军队武器装备现代化建设将致力于尽快实现军队武器装备由半机械化、机械化向自动化、信息化的转变，使军队掌握尽可能先进的武器装备 适应世界军事变革的趋势，努力完成机械化和信息化建设的双重历史任务，实现军队现代化的跨越式发展。
2002 年中国的国防	根据未来高技术条件下防卫作战需要，人民解放军重点发展高新技术武器装备，有选择地对现役武器装备进行现代化改装，努力实现武器装备机械化、信息化双重历史使命，初步形成了种类比较齐全、结构比较合理的具有中国特色的武器装备基本体系 人民解放军适应世界军事发展的趋势，把信息化作为现代化建设的发展方向，逐步实现由机械化半机械化向信息化的转型
2004 年中国的国防	立足国情和军情，坚持以机械化为基础，以信息化为主导，以信息化带动机械化，以机械化促进信息化
2006 年中国的国防	依据国家总体规划，国防和军队现代化建设实行三步走的发展战略，在 2010 年前打下坚实基础，2020 年前有一个较大的发展，到 21 世纪中叶基本实现建设信息化军队、打赢信息化战争的战略目标 坚持以机械化为基础，以信息化为主导，推进信息化机械化复合发展 优先发展陆军航空兵、轻型机械化部队和信息对抗部队
2008 年中国的国防	加快发展陆军航空兵、轻型机械化部队和信息对抗部队 逐步换装新型主战坦克，发展重型、两栖、轻型等机械化部队
2010 年中国的国防	着眼 2020 年基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展的目标，坚持以机械化为基础，以信息化为主导，广泛运用信息技术成果，推进机械化信息化复合发展和有机融合 深入推进机械化条件下军事训练向信息化条件下军事训练转变 (新时期中国国防的目标和任务)
中国武装力量的多样化运用	机械化战争形态向信息化战争形态加速演变，主要国家大力发展军事高新技术，抢占太空、网络空间等国际竞争战略制高点 按照机动作战、立体攻防的战略要求，陆军积极推进由区域防卫型向全域机动型转变，加快发展陆军航空兵、轻型机械化部队和特种作战部队，加强数字化部队建设，逐步实现部队编成的小型化、模块化、多能化，提高空地一体、远程机动、快速突击和特种作战能力
中国的军事战略	贯彻新形势下军事战略方针，必须紧紧围绕实现中国共产党在新形势下的强军目标，以

《国防白皮书》
涉及军队信息化发展的内容

国家核心安全需求为导向，着眼建设信息化军队、打赢信息化战争，全面深化国防和军队改革，努力构建中国特色现代军事力量体系，不断提高军队应对多种安全威胁、完成多样化军事任务的能力

陆军按照机动作战、立体攻防的战略要求，实现区域防卫型向全域机动型转变，加快小型化、多能化、模块化发展步伐

资料来源：国防部官网，中信证券研究部

军技民用，自主可控趋势下实现“弯道超车”

当前中美战略博弈已经从贸易向科技延伸，年初至今已有几十家企业或机构被美国纳入出口管制“实体清单”，中国在战略性高技术产业实现自主可控的重要性正在不断凸显。在大环境驱使和后续政策的大力支持下，军工行业作为关系国家安全的战略性产业，正有望迎来新的发展机遇：

短期完成国产替代。对军工行业而言，“自主可控”主要包括两层含义，其中“自主”是指军工行业领域的主要信息产品、设备和技术等由我国自主设计并实现开发制造，即实现“国产化”；“可控”则是指相关军用技术和武器装备要具有高可靠性、安全性和稳定性。世界军事强国均对武器装备的国产化率有严格要求，由于我国在上游核心元器件和复合材料领域发展较晚，且始终受到国外的技术封锁，使得多数高端产品的性能相比于欧美国家仍有较大差距。但是国防工业关系国家安全，为减少或者避免核心武器装备对外依赖，虽然目前部分元器件性能尚未达到最佳要求，仍可先完成“自主替换”，再通过性能提升和产业化以逐步实现“安全可控”。

长期实现军用技术商业化。先进的科学技术通常发轫于军事需求，例如第一台通用计算机 ENIAC、现代互联网的前身阿帕网（ARPANET）、无线通信技术 CDMA 等都是首先运用于军事领域，转向民用市场后又迅速催生出更多新产品和新技术。成熟产业通常都需要以下游应用为牵引，但目前我国的高新技术产品相较于美日等制造业强国，无论在技术性能还是制造成本上都有一定差距，那么要在对产品价格高度敏感的民品市场上进行国产替代已难度极大，所以就需要依靠对国产化有硬性要求、更侧重产品稳定性和安全性的军用市场，才有望得到“弯道超车”的机会。

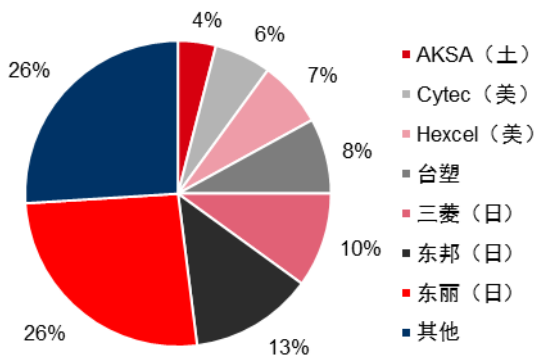
基于以上逻辑，对于跨越全产业链的军工行业，其上游领域目前市场化程度相对较高，更贴近民用市场需求，也有利于实现军民共用、军民品互动发展，有望率先受益。典型的如碳纤维等新材料、军用芯片等电子元器件产业，均可在前期以军用需求为牵引，在实现成本控制及技术升级后逐步向需求空间更大的民用市场渗透。

新材料：通过军用刚需进行降本增效

整体看，我国新材料产业起步晚、底子薄，仍处于培育发展阶段；核心技术与专用装备水平相对落后，关键材料保障能力不足，产品性能稳定性亟待提高；产业布局乱，低水平重复建设多，低端品种产能过剩。以碳纤维产业为例，相较于日美等国家，质量和价格是我国碳纤维产业发展的最大“瓶颈”，相关企业直接进入民用市场竞争就会陷入应用牵引的“死结”，即“产品质次价高→下游不采购国产碳纤维→上游企业订单有限无法提质增效→产品成本控制及质量提升困难”。

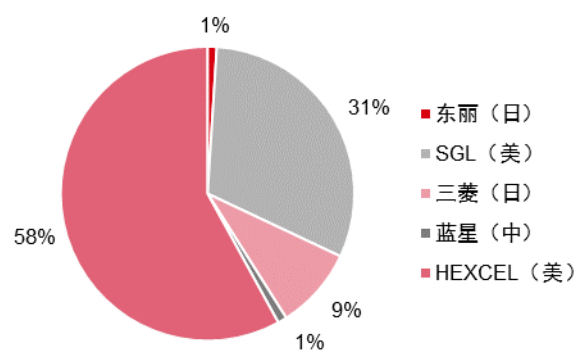
从全球碳纤维市场的份额划分看，国际碳纤维市场依然为日、美企业所垄断。其中日本作为全球最大的碳纤维生产国，其生产的碳纤维无论质量还是数量上均处于世界领先地位。目前由于起步较晚、技术研发受限，我国大多数碳纤维企业所提供产品仍以中低端碳纤维为主，而国外龙头企业依靠自身规模化、低成本化优势对国内倾销式销售低端碳纤维，同时在高端碳纤维方面对国内采取禁运或限制应用等措施，严重制约了国内碳纤维产业的发展。由于我国国防的战略转型，航空航天等军工领域对高端碳纤维需求旺盛，进而为国内碳纤维企业提供了较好的发展契机，以中简科技、中航高科等为代表的碳纤维上市公司有望借此实现技术和效能的突破。

图 10：全球小丝束碳纤维市场份额划分图



资料来源：中国化学纤维工业协会，中信证券研究部

图 11：全球大丝束碳纤维市场份额划分图

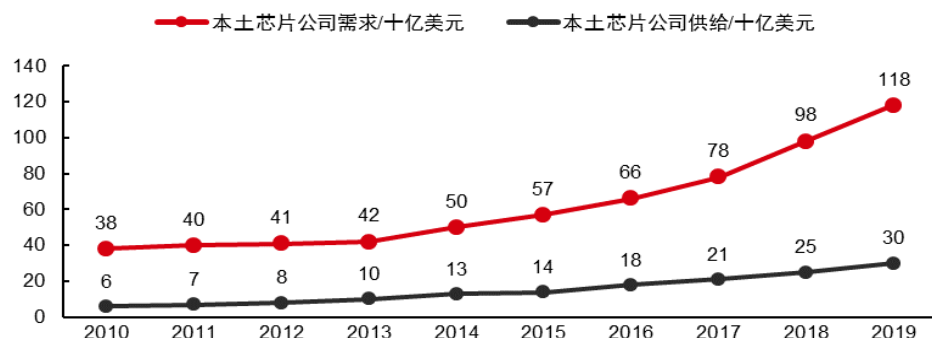


资料来源：中国化学纤维工业协会，中信证券研究部

军工电子：依托军队信息化实现技术升级

电子行业，特别是芯片行业，通常研发投入大、获利周期长，需要规模化生产才能收回成本。目前我国集成电路产业整体竞争力不强，国内产品以中低端为主，高端芯片主要依赖进口；在各类集成电路产品中，仅移动通信领域的海思、展讯能够比肩高通、联发科的国际水准，核心集成电路的国产芯片占有率较低，产业整体设计能力不足、研发投入较少，且存在结构与需求的严重失配。

图 12：我国历年芯片需求及供给对比



资料来源：《全球集成电路的市场状况概述》（石春琦），中信证券研究部

表 8：中国核心集成电路的国产芯片占有率

系统	设备	核心集成电路	国产芯片占有率
计算机系统	服务器	MPU	0%
	个人电脑	MPU	0%
	工业应用	MCU	2%
通用电子系统	可编程逻辑设备	FPGA/EPLD	0%
	数字信号处理设备	DSP	0%
通信装备	移动通信终端	Application Processor	18%
		Communication Processor	22%
		Embedded MPU	0%
		Embedded DSP	0%
	核心网络设备	NPU	15%
内存设备	半导体存储器	DRAM	0%
		NAND FLASH	0%
		NOR FLASH	5%
		Image Processor	5%
显示及视频系统	高清电视/智能电视	Display Processor	5%
		Display Driver	0%

资料来源：《2017 年中国集成电路产业现状分析》（魏少军，2017 年 4 月），中信证券研究部

类似碳纤维产业，我国集成电路的发展仅依靠政策引导就在充分竞争的市场环境下赢得市场地位极其困难。而军工市场由于受到军队信息化加速推进的影响，将为参与军品生产的电子企业提供额外的发展机会，也为其长期的研发投入及技术升级提供了资金保障，有利于相关企业通过“军技民用”实现“弯道超车”。目前我国军工领域已形成一批拥有核心芯片制造能力的企业，虽然其产品供给目前仍以军方或政府为主，但在自主可控趋势下有望逐步实现产业升级，在民用市场实现从 0 到 1 的突破。

表 9：军工企业在电子元器件领域发展情况

芯片	军工企业	代码	主要用途	相关情况
FPGA	振华科技	000733	半定制可编程芯片	中国振华在形成了电子元器件、电子材料、整机及系统、现代服务业四大业务板块的基础上，聚焦优势资源，着力打造“电子元器件、集成电路、新能源新材料”三大核心业务板块。
GPU	景嘉微	300474	图像处理芯片	JM5400 是景嘉微电子推出的国内首款具有完全自主知识产权的高性能图形处理芯片，采用全新的架构设计，于 2014 年 5 月流片成功，可以全面替代 M9、M54、M72、M96、IMX6 等国外芯片。
DSP	国睿科技（14 所）	600562	数字信号处理芯片	“华睿一号”2012 年通过验收，是首款具有国际先进水平的高端四核 DSP 芯片，填补了我国在多核 DSP 领域的空白。其目前是雷达装备应用型号最多、单台套应用数量最多和总应用数量最多的型号。
	四创电子（38 所）	600990		中电科 38 所研制的“魂芯一号”2012 年 11 月完成测试，2013 年投入使用，由中国雷达专家吴曼青团队研制。“魂芯二号 A”芯片也于 2018 年 4 月发布，在国防安全、公共安全、物联网、通讯等产业中均具有广泛应用前景，其成功应用打破了国外高端数字信号处理芯片对我国高性能计算领域的垄断。
MEMS	耐威科技	300456	传感器芯片	赛莱克斯是其于 2015 年发行股份购买并全资控股的子公司，是全球领先的 MEMS 芯片制造商，长期专注于 MEMS 工艺开发及代工业务，具备优越的技术水平和工艺开发能力。
	睿创微纳	688002		其是一家领先的、专业从事非制冷红外成像与 MEMS 传感技术开发的高新技术企业，致力于专用集成电路、红外成像传感器及 MEMS 传感器设计与制造技术开发。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

中东、中亚地区紧张加剧，区域局势或催化军工行情

美伊冲突加剧，地区局势有进一步升温可能。特朗普上台以来，围绕伊核协议存废，美伊关系持续紧张。2019 年底双方再次爆发新一轮冲突：伊拉克民兵组织多次袭击美军基地，并杀死了美军承包商；美国指责伊朗是幕后凶手，12 月 29 日空袭了该民兵组织多处据点；31 日伊拉克示威者冲击美驻伊拉克大使馆。1 月 3 日美军使用无人机空袭了伊拉克巴格达国际机场，伊朗圣城旅指挥官及伊拉克民兵武装副领导人遇刺。本次空袭是本轮冲突的延续，美伊正面冲突致使地缘政治环境骤然趋紧，未来伊朗或采用军事手段报复，地区局势仍有进一步升温可能。

图 13：伊拉克示威者冲击美驻伊拉克大使馆



资料来源：环球网

图 14：遇刺的圣城旅指挥官苏莱曼尼



资料来源：环球网

2019 年印巴多次出现军事冲突。受印度取消查谟-克什米尔自治权、印《公民身份法》排除穆斯林等时间影响，2019 年印巴关系持续紧张。据东方网转载印国防部报道，2019 年印巴两国在克什米尔实际控制线附近，一共交火了大约 3200 次，平均每天 8.8 次，单单 12 月份，印巴就交火了 329 次。印巴最近一次冲突发生于 12 月 26 日，巴基斯坦动用了从迫击炮到大口径火炮等一系列武器，向印度控制区射击，在哈吉比尔地区击毙 3 名印度士兵。印度方面称 2 名巴基斯坦士兵被打死，冲突还导致了大量平民的房屋受损。

表 10：2019 年印巴主要军事冲突

时间	地区	伤亡情况
2019 年 2 月 14 日	印控克什米尔地区	至少 40 名印度中央后备警察部队士兵身亡。
2019 年 2 月 26 日	克什米尔地区、巴基斯坦住宅区、印度查谟、蓬奇、拉贾乌里地区	300 多名穆罕默德军死亡、5 名印度士兵受伤、6 名巴基斯坦平民死亡，数人受伤
2019 年 3 月 4 日	克什米尔地区	有死伤
2019 年 7 月 31 日	克什米尔地区	巴基斯坦 2 人死亡、11 人受伤
2019 年 8 月 15 日	克什米尔实际控制线	数十人伤亡
2019 年 12 月 12 日	克什米尔地区	印度数个据点遭到袭击，已经有至少八个哨所被摧毁
2019 年 12 月 26 日	克什米尔实际控制线	3 名印度士兵、2 名巴基斯坦士兵

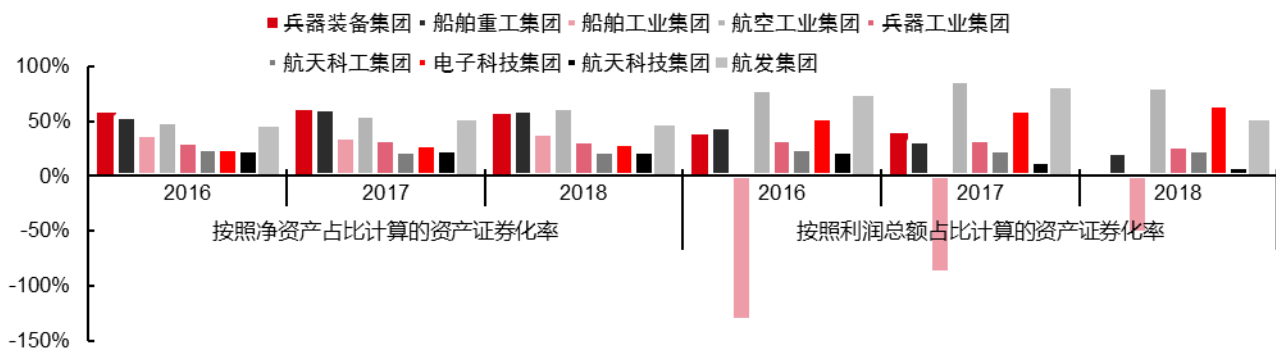
资料来源：人民网，环球网，海外网，中信证券研究部

区域局势或催化军工行情。国际地缘政治持续紧张，热点地区突发事件频发，有望提升军工板块关注度，刺激军工板块出现短期行情。在美国刺杀伊朗圣城旅指挥官后，1月3日中信国防军工指数报收5964点，上涨2.15%，日内最高上涨2.44%，涨幅居29个行业指数第一位。预计未来区域局势仍有望催化军工行情。

国企改革提速，“松绑”央企股权激励及资本运作

当前我国军工集团资产证券化率依然较低，较国外军工企业有较大提升空间。2018年从净资产口径看十一大军工集团整体资产证券化率约为42%。借助资本市场，通过资产证券化实现并购整合，是世界强国军工企业的主要发展路径，美国便通过大规模兼并重组催生了波音、洛克希德马丁、雷神、通用动力等军火巨头。相较于国外军工企业70%-80%的资产证券化率水平，我国军工集团资产证券化尚有较大提升空间。

图 15：主要军工集团资产证券化率



资料来源：Wind，中信证券研究部

央企实施股权激励获政府政策支持。2019年6月3日国务院印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，明确提出“中央企业控股上市公司股权激励计划报国资委同意后，中央企业审批分期实施方案”、“支持中央企业在符合条件的所属企业开展多种形式的股权激励，股权激励的实际收益水平，不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入本单位工资总额基数”。企业员工参与股权激励热情有望提高，军工央企国企股权激励有望提速。

表 11：2015 年以来股权激励相关政策文件

发布/实施时间	政策信息	政策意义
2015.09	国务院《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	在“鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革”中提到“探索实行混合所有制企业员工持股”。
2016.02	国务院出台《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	对实施股权激励的企业条件、激励对象、股权来源、股权激励方式、激励总额控制等进行了明确。
2016.08	国务院国资委印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	明确规定“可从中央企业所属子企业中选择 10 户企业，开展首批试点”。
2016.08	国资委发布《关于中央企业所属 10 户子企业开展员工持股试点的通知》	国资委：在央企选择 10 户子企业进行员工持股试点。
2016.11	国务院国资委发布《关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》	优先支持符合科技创新相关重点方向，创新能力较强、成果技术水平较高、市场前景较好的企业或项目实施股权和分红激励。
2017.04	国务院办公厅转发《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》	强化国资企业激励约束机制，实现业绩考核与薪酬分配联动协同。国有上市公司股权激励开始呈现“提速”迹象。
2018.09	《关于深化混合所有制改革试点若干政策的	对国有资产定价机制、员工持股、集团公司混改等方面有关内容加以明

发布/实施时间	政策信息	政策意义
	意见》	确。
2019.04	《改革国有资本授权经营体制方案》	国有资本投资、运营公司向复合条件的企业开展授权放权，授权放权内容主要包括战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等。
2019.06	《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》	中央企业控股上市公司股权激励计划报国资委同意后，中央企业审批分期实施方案。支持中央企业在符合条件的所属企业开展多种形式的股权激励，股权激励的实际收益水平，不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入本单位工资总额基数。

资料来源：政府网站，新华社，中信证券研究部

投资策略

2019年军工核心标的上涨23%，其中上游元器件及新材料三季报业绩增速较大，全年股价表现较好，估值水平与盈利能力开始趋于匹配。2020年是军改后首次考核节点，行业景气度上行，同时叠加改革等主题催化，考虑到行业估值已消化至历史低位，军工板块正凸显配置价值。

综合考虑军工行业当前估值水平、中短期基本面改善和中长期成长的高确定性以及未来资产证券化、股权激励、军品定价机制改革等军工改革驱动因素，维持行业“强于大市”评级。从成长主线，关注基本面持续向好标的：上游新材料**中航高科**，关注**中简科技**等碳纤维制造企业、**菲利华**；军工电子/信息化**火炬电子**、**中航光电**、**海格通信**，关注**振华科技**、**鸿远电子**、**苏试试验**；中游分系统**中航机电**；下游主机厂**内蒙一机**、**中航沈飞**。从改革主线，关注资产证券化及股权激励预期标的：推荐**中航电子**、**四创电子**。

表 12：主要公司盈利预测表

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中航高科	11.42	0.22	0.47	0.29	52	24	39	买入
火炬电子	24.01	0.74	0.92	1.16	32	26	21	买入
中航光电	39.79	0.89	1.09	1.35	45	37	29	增持
海格通信	11.19	0.19	0.24	0.31	59	47	36	买入
中航机电	7.15	0.23	0.26	0.31	31	28	23	买入
内蒙一机	10.93	0.32	0.39	0.54	34	28	20	买入
中航沈飞	32.76	0.53	0.63	0.76	62	52	43	买入
中航电子	15.11	0.27	0.32	0.37	56	47	41	增持
四创电子	47.08	1.62	1.33	1.61	29	35	29	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年1月3日收盘价

风险因素

军民融合政策支持低于预期，军工领域国企改革进度慢于预期等。

■ 相关研究

- 军工行业周聚焦 20191230—印巴关系持续紧张，关注外贸主机标的投资机会(2019-12-30)
- 军工行业热点聚焦—首艘国产航母入列，军工行情将获助力 (2019-12-18)
- 军工行业周聚焦 20191209—增长确定估值消化，板块配置价值凸显 (2019-12-09)
- 军工行业周聚焦 20191202—直升机资产整合加速，关注中航系混改标的投资机会
(2019-12-02)
- 军工行业周聚焦 20191111—板块关注度有望提升，关注航空复材领域投资机会
(2019-11-11)
- 军工行业周聚焦 20191104—上游企业业绩亮眼，获基金主动加仓 (2019-11-04)
- 军工行业热点聚焦—阅兵新装备亮相，关注相关标的投资机会 (2019-10-08)
- 军工行业周聚焦 20190930—阅兵展现国防机械化、信息化建设成果 (2019-09-30)
- 军工行业周聚焦 20190923—军工资产证券化进程提速，关注电科系、航天系资产注入标的
(2019-09-23)
- 军工行业周聚焦 20190919—中国无人机军贸规模有望扩大 (2019-09-19)
- 军工行业周聚焦 20190909—阅兵有望提升板块热度，关注产业链弹性品种 (2019-09-09)
- 军工行业 2019 年中报总结专题—景气度持续上行，上游企业弹性更大 (2019-09-05)
- 军工行业周聚焦 20190902—上游企业弹性更大，关注优质元器件投资机会 (2019-09-02)
- 军工行业周聚焦 20190827—地缘政治紧张提升板块热度，关注上游元器件标的的投资机会
(2019-08-27)
- 军工行业周聚焦 20190819—核动力航母进程展望 (2019-08-19)
- 军工行业周聚焦 20190812—前瞻指标预示行业景气上行，关注元器件标的的投资机会
(2019-08-12)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。