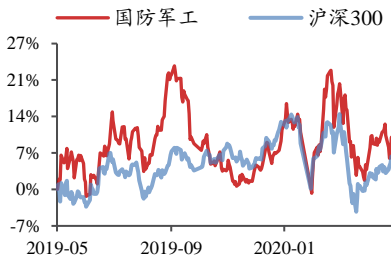


国防军工

2020年05月13日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

军工股估值体系新论：比较视野、历史眼光与现时体系

——行业投资策略

段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

● **本文梳理建立了整个军工行业的估值框架以解释不同类型军工企业的估值支撑因素，并基于估值理论、估值历史运行情况总结各类军工企业合理估值区间**
本文研究并建立包括军工国企、民参军企业在内整个军工行业的估值框架，不同类型军工企业具有差异明显的估值逻辑、合理估值区间，我们通过对其估值支撑因素解析、结合估值历史运行情况总结出了各自的合理估值区间。

● 确定性增长是军工行业估值溢价的基础来源

1) 中国武器装备与军队建设存在补缺补强的广阔空间，军贸需求也不断上升；
2) 中国已形成以军工集团为核心、地方国企及民参军企业为辅的军品供应体系，具备逐渐壮大的武器装备供应能力；
3) 基于上述两点，我们认为中国军费有望持续当前稳健增长的态势，受此拉动，军工行业成为为数不多增长较为确定的行业之一，这种确定性的增长成为支撑军工行业高估值的基础条件。
4) 我们与多行业对比分析发现，军工行业长期增长的确定性类似食品饮料与医药行业，主要龙头企业均享有行业层面带来的估值溢价。

● 军工国企估值体系细分为三种差异化估值逻辑；民参军估值受四因素影响

1) 我们将军工国企分为三类：**a、低估值品种**，考虑行业确定性增长带来的估值溢价；**b、较高估值品种**，除行业的确定性增长外，还应考虑市场已部分还原“成本加成”军品定价机制对企业实际盈利能力的限制从而产生的估值溢价；对于牛市或高风险偏好市可采用PS估值法确定合理估值区间；**c、资产注入品种**，分为军工业务占比较高、军工业务占比较低或民品业务缺乏成长性的两类：当前备考估值模型已失效，对于前者估值考虑其享有行业确定性增长或/与“隐舍平台价值”的溢价，而后者因业绩/估值波动幅度大，暂不被注重基本面的机构关注；在市场风格因子偏成长股或风险偏好高时，备考估值模型有望重启。
2) **民参军企业**，估值由以下四点决定：1) 军工行业确定性增长赋予的估值溢价；2) 自身军品与民品业务占比及所处细分赛道的成长性；3) 主题性与资金面因素；4) 制造体系定位与国家产业政策性因素。目前民参军企业业务规模普遍较小，长期来看在军/民品业务协同建设方略的持续推进和军工行业改革的大背景下，军品业务潜在市场空间广阔，长期有望出现军品业务规模较大的大型民营军工企业。

● 投资建议

“考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种”相关受益标的包括中航光电、中航电测及内蒙一机等；“较高估值品种”建议关注中航沈飞，相关受益标的还包括中直股份、中航飞机；“资产注入品种”相关受益标的包括中航机电、航天电器、中航电子、四创电子、国睿科技等；具备竞争壁垒和成长性的民参军标的包括景嘉微、光威复材、高德红外与长鹰信质等。

● **风险提示：**军费增速/上市公司业绩不及预期；市场风格因子/风险偏好摆动；测算可能存在误差，只作为研究分享不作为投资建议。

目 录

1、 确定性增长是支持军工行业高估值的前提因素	5
1.1、 国内及军贸市场为中国军工行业提供广阔需求空间	5
1.1.1、 中国武器装备将长期存在补缺补强的广阔空间	5
1.1.2、 军贸市场需求不断增长	9
1.2、 军工集团和民参军构成的军品供应体系为行业增长提供保障	10
1.3、 军费支出是武器装备补缺补强的资金保障并具备提升空间	13
1.4、 本章小结：“需求空间+供给能力+资金保障”引致军工行业估值“确定性溢价”，经济下行环境下凸显稀缺性	16
2、 行业比较视野：从四大行业增长与估值的特征说开去	17
2.1.1、 房地产：高速增长逻辑无法延续，长周期看估值中枢下移	17
2.1.2、 智能手机：市场饱和加剧存量竞争，估值难回高峰期	18
2.1.3、 食品饮料：需求韧性强叠加海外资金加大配置支撑高估值	20
2.1.4、 医药：兼具防御性与成长性，享有确定性估值溢价	22
3、 军工股估值框架的转向：回顾历史并论新估值框架的建立	23
3.1、“军工国企三因素估值框架”——根据不同估值溢价因素细分	24
3.1.1、 考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种：享有行业确定性增长/盈利失真的估值溢价	26
3.1.2、 较高估值品种：享有细分行业高景气度+盈利能力失真双重因素引致的估值溢价	28
3.1.3、 资产注入品种：由备考估值模型转向以内生增长为核心的新估值模型	33
3.2、 民参军的估值决定因素与长期的广阔成长空间	40
4、 投资建议	41
5、 风险提示	41

图表目录

图 1： 中国战斗机总量不及美国的 60%（架）	5
图 2： 中国战斗机存在大量老旧机型待替换升级	5
图 3： 中国军用直升机总量仅为美国的 17%（架）	6
图 4： 中国军用直升机缺乏国产中、大、重型机型	6
图 5： 中国军用运输机总量仅为美国的 21%（架）	6
图 6： 中国军用运输机缺乏高运载能力的大型运输机	6
图 7： 重型/中型合成旅分别装备主战坦克/轮式装甲车	7
图 8： 中国现役装甲车多为老旧型号	7
图 9： 中国坦克数量世界排名第二（辆）	7
图 10： 中国第三代坦克占比仅 52.5%	7
图 11： 中国航母/驱逐舰数量与美国差距较大	8
图 12： 中国每年新下水舰艇总吨位历史上长期低于美国	8
图 13： 中国军队信息化技术装备存在较大“时代差”	9
图 14： 中国已成为重要的军贸出口国（2010-2019 年中美俄武器出口总额，单位：亿 TIV）	10
图 15： 中国主要的出口武器包括飞行器、舰船、装甲车辆以及导弹等（2010-2019 年中国武器出口组成）	10
图 16： 中国形成以十二大军工集团为核心的军品供应体系（营业收入，单位：十亿元）	12
图 17： 中国形成以十二大军工集团为核心的军品供应体系（净利润，单位：十亿元）	12
图 18： 中国军费支出自 2015 年以来保持个位数稳健增长（亿元）	14

图 19: 中国的主要军费支出中国军费增速最快(2019 年, 百万美元)	14
图 20: 近十年美国军费增速间或为负	14
图 21: 2012-2017 中国军费占 GDP 平均比重较低	15
图 22: 2012-2017 中国军费占财政支出平均比重较低	15
图 23: 2017 年国民/军人人均军费分别排第七/第六位	15
图 24: 十九大报告提出中国军队建设三阶段目标	15
图 25: 武器装备费占军费比例有上升趋势(亿元)	15
图 26: 军费支出有一定抗周期性	16
图 27: 全球军费支出呈上升趋势(百万美元)	16
图 28: 2005 年至今房地产龙头样本 PE(TTM) 中枢显著下移	18
图 29: 2018 年智能手机产业链估值下杀	19
图 30: 全球智能手机出货量连续三年下滑(亿台)	20
图 31: 各主流手机品牌市占率呈现此消彼长的状态	20
图 32: 国内市场近三年智能手机月出货量仅个别月份同比正增长(%)	20
图 33: 食品饮料行业整体估值水平高于业绩增速	21
图 34: 调味品细分行业的估值溢价更为突出	21
图 35: 食品饮料行业不同子行业估值水平存在差异	21
图 36: 医药行业整体估值水平高于业绩增长	23
图 37: 医药行业不同子行业估值水平存在差异	23
图 38: 国防军工指数估值水平在行业中排名第一	24
图 39: 军工国企和民参军企业具备不同估值特征	24
图 40: 军工国企估值体系可分为三大类	26
图 41: 低估值品种估值水平高于业绩增速水平(TTM)	27
图 42: 低估值品种估值水平高于业绩增速水平(动态)	27
图 43: 高估值品种估值水平高于业绩增速水平(TTM)	29
图 44: 高估值品种估值水平高于业绩增速水平(动态)	29
图 45: 2010-2019 国内整机厂平均盈利水平显著低于国外整机厂	30
图 46: 中航飞机净利率显著低于中航沈飞以及中直股份	31
图 47: 波音、洛马的估值中枢分别为 1.63X、1.68X	33
图 48: 中航飞机/中航沈飞/中直股份当前 PS 估值分别为 1.45/2.00/1.70 倍	33
图 49: 中国近年来军费增速高于美国	33
图 50: 不同市场风格因子及市场风险偏好下资产注入品种估值弹性不同	35
图 51: 军工业务占比较高的资产注入品种估值水平高于业绩增速水平(TTM)	37
图 52: 国睿科技因预期增长与实际增长差距过大导致 2019 年估值高企(TTM)	37
图 53: 军工业务占比较高的资产注入品种估值动态值水平大多时期高于业绩增速水平	37
图 54: 国睿科技因预期增长与实际增长差距过大导致 2019 年估值高企(动态)	38
图 55: 备考估值模型将潜在注入资产的利润以及可能的增发比例纳入考量	38
图 56: 资产注入品种备考估值运行区间为【18,53】(25%配套融资比例)/【25,70】(50%配套融资比例)	39
表 1: C4SIR 系统是构成国防信息化体系的主体	9
表 2: 中国军工产业以十二大军工集团为核心供应商(单位: 十亿元)	10
表 3: 民参军与地方企业为军工集团提供广泛配套与补充制造	12
表 4: 地产龙头分阶段营收与归母净利润 CAGR 呈现“远近高低各不同”, 原因在于地产行业的增长逻辑迁移	17
表 5: 智能手机龙头企业估值中枢有下移趋势(2011-2019)	18
表 6: 2018 年智能手机龙头企业估值下降尤为明显	18

表 7: 食品饮料企业整体估值高于业绩增长且细分行业各有差异 (2011-2019)	20
表 8: 2011-2019 年医药行业估值水平高于业绩增速	22
表 9: 2018 年以来 PE (TTM) 及动态 PE 均表现较为平稳	26
表 10: 2018 年以来 PE (TTM) 及动态 PE 均表现较为平稳	28
表 11: 我国军品定价机制的演变大致分为五个阶段	30
表 12: 从主营业务重合度以及军品业务占比看中航飞机/中航沈飞/中直股份分别可对标波音/洛马/洛马	32
表 13: 部分军工国企有较强的资产注入预期	34
表 14: 多数军工业务占比较高的资产注入品种享有估值溢价 (国睿科技修改)	36
表 15: 国企军工企业估值体系: 较高估值品种、资产注入品种、考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种	39
表 16: 潜在民参军市场拥有万亿空间 (2019 年民参军潜在利润空间和市值估算)	41

1、确定性增长是支持军工行业高估值的前提因素

1.1、国内及军贸市场为中国军工行业提供广阔需求空间

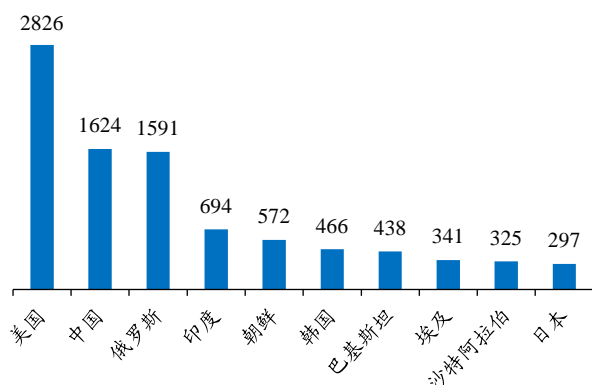
1.1.1、中国武器装备将长期存在补缺补强的广阔空间

我国武器装备建设于诸多重要领域在质量与数量层面都与以美国为首的主要军事强国存在不同程度的差距，从维护国家主权、保障发展安全、履行国际义务等刚性需求的角度来看，将长期存在补缺补强的广阔空间。我们可举例如下。

1、航空领域：

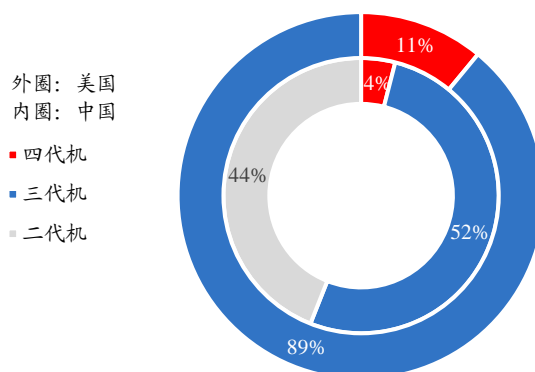
中国现役战斗机总量不足、代次落后，存在规模扩增和旧机型升级换代的需求。根据《World Air Force 2019》，2018 年美国/中国/俄罗斯分别拥有战斗机 2,826/1,624/1,591 架，中国位居世界第二，但总量不及美国的 60%，存在总量规模扩增的需求。从机型组成上来看，美国全部列装了三代/四代机（三代占比 89%），而中国战斗机以二代/三代机为主（二代占比 46%），机型次代明显落后于美国。二代战机主要研制于 20 世纪 50、60 年代，虽经多次改进改型，但仍日渐难以满足现代化战争的需要，存量二代战机将逐渐被替换升级为三/四代机型。

图1：中国战斗机总量不及美国的 60%（架）



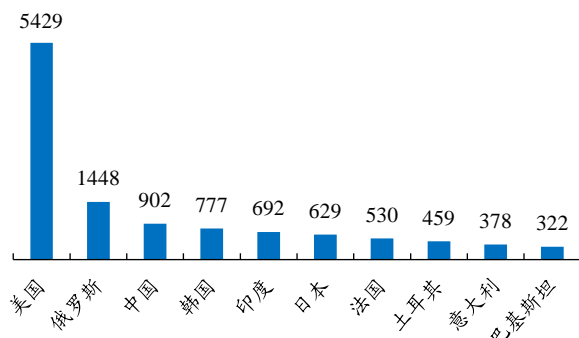
数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

图2：中国战斗机存在大量老旧机型待替换升级



数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

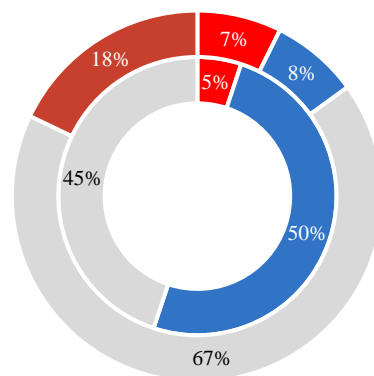
中国军用直升机总量相对较少，机型结构中缺少更具载重能力的中型、重型直升机，建设新型陆军将带来军用直升机总量提升和机型结构调整的可见需求。根据《World Air Force 2019》，2018 年美国/俄罗斯/中国分别拥有军用直升机 5,429/1,448/902 架，中国位居世界第三，但总量仅为美国的 17%，俄罗斯的 62%，差距悬殊。从机型组成上来看，中国国产机型集中在轻型种类；中大型直升机的发动机或整机依赖进口，国产中型直升机直-8、直-18 合计仅占全部中型直升机约 30%，新列装的中型通用机型直-20 填补了国产空白领域，将成为主力机型；重型直升机只有在研机型，列装上仍是空白。《新时代的中国国防》指出，陆军应“按照机动作战、立体攻防的战略要求，加快实现区域防卫型向全域作战型转变”，军用直升机是陆军加速迈进立体化作战时代最重要的武器装备，未来建设空间较大。

图3：中国军用直升机总量仅为美国的 17%（架）


数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

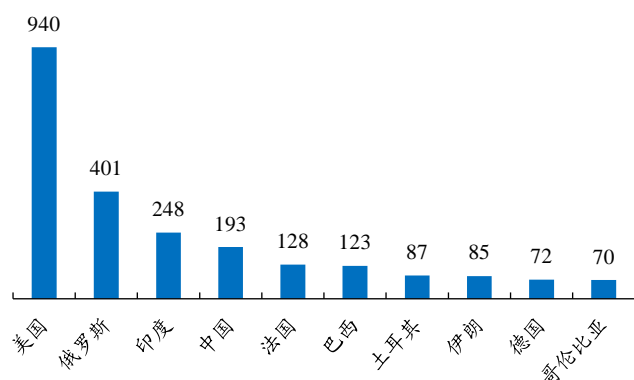
图4：中国军用直升机缺乏国产中、大、重型机型

 外圈：美国
内圈：中国
按最大起飞重量划分

 ■ 4吨及以下
■ 4-10吨
■ 10-15吨
■ 20吨以上


数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

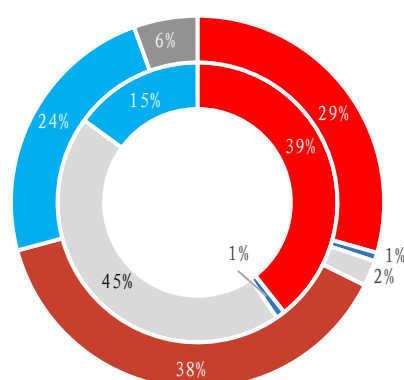
中国军用运输机总量与国际先进水平差距显著，且缺少大型战略运输机，“攻防兼备”型空军将对运载能力建设提出更高需求。根据《World Air Force 2019》，2018年，美国/俄罗斯/印度/中国运输机保有量依次为 940/401/248/193 架，中国仅为美国的 21%，俄罗斯的 48%，且排在印度后方位居第四。从机型组成上来看，中国军用运输机以中型机为主，主力机型运-7、运-8 分别有 67 架、75 架，合计占比超过 70%；战略运输力量由苏联时期研制的伊尔 76 和新服役的运-20 组成，分别有 22 架、7 架，合计占比仅 15%，相比美国 C-5M/C-17 战略运输机占比 29% 较低。

图5：中国军用运输机总量仅为美国的 21%（架）


数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

图6：中国军用运输机缺乏高运载能力的大型运输机

 外圈：美国
内圈：中国
按有效载荷划分

 ■ 5吨及以下
■ 10吨左右
■ 20吨左右
■ 30-40吨
■ 50-80吨
■ 80吨以上


数据来源：《World Air Force 2019》、开源证券研究所

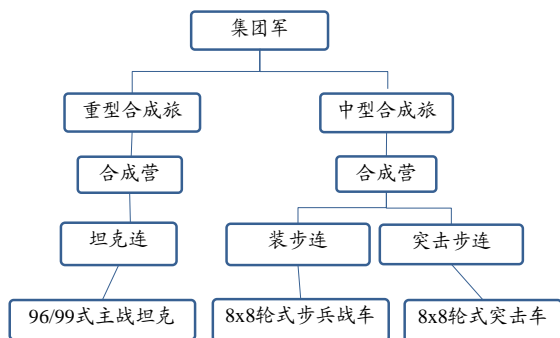
2、陆装领域：

中国履带/轮式装甲车型号老旧，机械化目标下，新型装甲车需求缺口大。根据 Global Fire Power 统计，美国装甲车达 39,253 辆，全球排名第一位，中国装甲车数量 33,000 辆，排名第二。但中国装甲车仅有 21% 是 21 世纪服役的新型装备，更多的仍是 ZSL-92、ZSL-93、ZBD-86、ZSD-89、ZSD-63 等上世纪研制的老旧装备，服役时间过长，升级任务紧迫。

2017 年党的十九大报告明确提出：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。在军队机械化目标下，以及在新的作战形式对陆军机动性的要求下，我国陆军对先进的轮式装甲车的需求缺口大。8×8 轮式装甲车因其承载和机动性能优异，拥有更强的通用性和变型能力，被认作最理想的作战平台。目前我国陆军的新型主力装备是于 2009 年首次在建国 60 周年阅兵式上亮相的

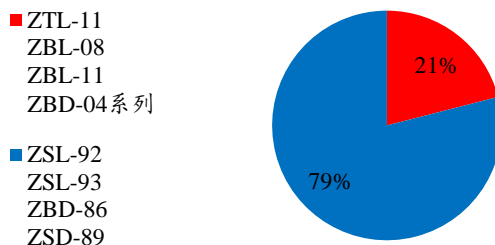
ZBL-08 8×8 轮式步兵战车。我国新式 8×8 轮式步兵战车占比低，旧型号亟需更新换代，满足机械化建设目标。

图7：重型/中型合成旅分别装备主战坦克/轮式装甲车



资料来源：新浪网、开源证券研究所

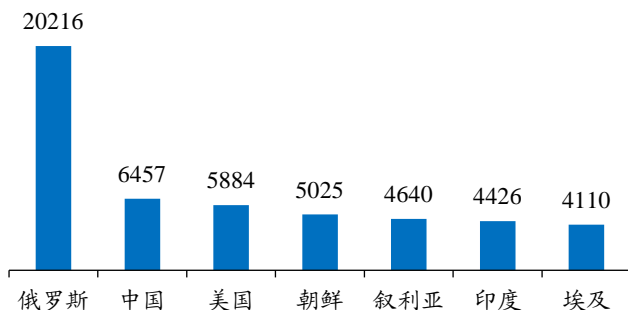
图8：中国现役装甲车多为老旧型号



数据来源：The Military Balance、开源证券研究所

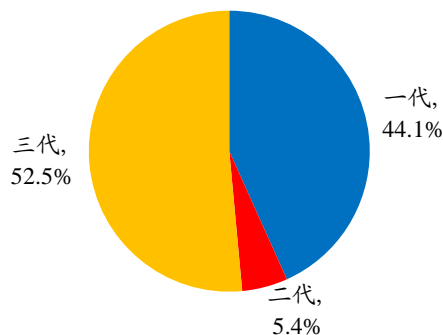
我国坦克数量较多，但以老旧装备为主，升级替代需求大。根据 Global Fire Power 统计，俄罗斯拥有 20,216 辆坦克稳居世界第一，中国拥有 6457 辆坦克排名第二，美国坦克数量达 5,884 辆排名第三。美国第三代坦克占比超过 90%，库存的 M1 系列主战坦克数量大约在 5,000 辆左右，俄罗斯仅 T-72 主战坦克库存数量就超过 7,000 辆，而在中国约 6,457 辆坦克中，第一代坦克数量占比 44.1%，第二代坦克数量占比 5.4%，第三代坦克数量占比 52.5%。早期 59/79/88 等型号居多，未来 99 式等主战坦克的升级替代空间较大。

图9：中国坦克数量世界排名第二（辆）



数据来源：Global Fire Power、开源证券研究所

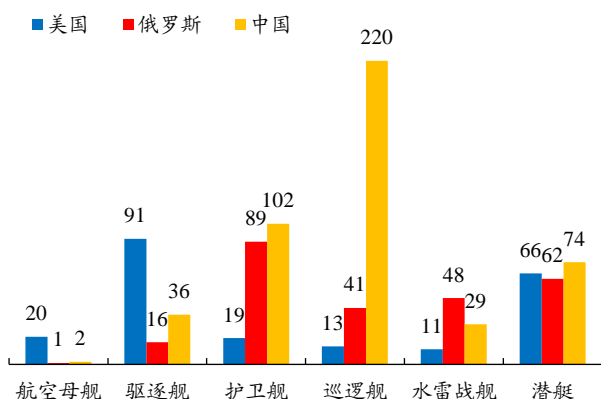
图10：中国第三代坦克占比仅 52.5%



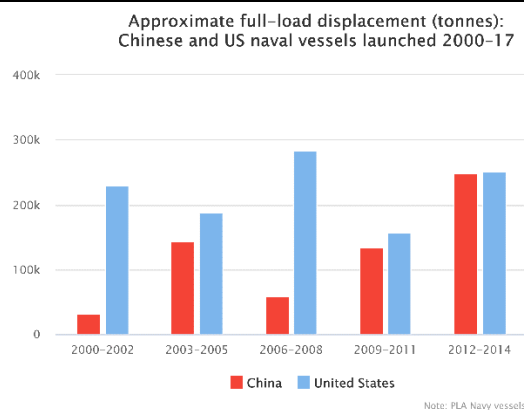
数据来源：《参考消息》、开源证券研究所

3、军用船舶领域：

中国海军舰艇数量较多，但总吨位与先进国家差距悬殊，缺少航母、驱逐舰等大型舰艇。根据 Global Fire Power 网站数据，中国拥有各式舰艇 463 艘，高于美国舰艇总量 220 艘，但中国海军舰艇的总吨位不及美国海军，据 2017 年国际战略研究所（IISS）统计，美国海军舰艇总吨位高达 360 万吨，而中国海军仅为 100 万吨左右，并且在 2000-2017 年期间，中国仅有 2015-2017 年的新下水舰艇总吨位首次超过美国，可以推测到目前为止中美海军舰艇的总吨位差距仍然较大。从结构上看，中国数量占优的舰种主要是小型护卫舰、巡逻舰、水雷战舰艇，而在航母、驱逐舰数量上与美国差距较大，目前美国拥有 20 艘航母（包括直升机航母）、91 艘驱逐舰，中国仅有 2 艘航母、36 艘驱逐舰。

图11：中国航母/驱逐舰数量与美国差距较大


数据来源：Global Fire Power、开源证券研究所

图12：中国每年新下水舰艇总吨位历史上长期低于美国


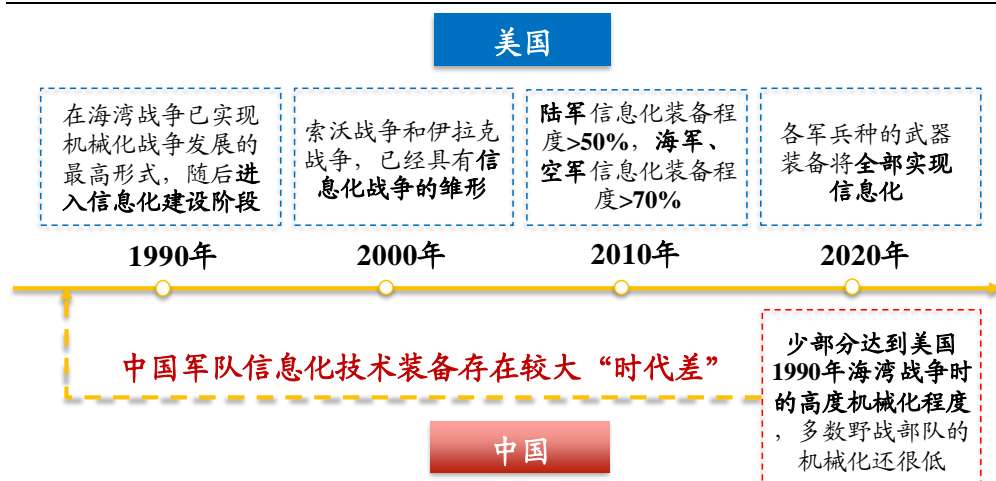
数据来源：IISS

美海军制定 21 世纪最大扩军计划，俄海军开足马力进行更新换代，中国仍需全力追赶。2016 年 12 月，美海军发布“兵力结构评估”，要求实现并维持一支由 335 艘特定类型和数量舰艇组成的舰队；2017 年 12 月，美国总统特朗普签署《2018 财年国防授权法案》，将实现“355 舰队”的目标定为美国国策；2019 年 3 月，美海军发布 2020 财年 30 年造舰计划，进一步明确了“335 舰队”的造舰目标。根据美国 2020 财年 30 年造舰计划中可以推测，未来美国将新增 304 艘舰船，或以每年 10 艘的速度进行扩充，达到 355 艘后，美军舰船将会保持一种动态的稳定，通过舰船的更新换代逐步提升其海上实力。俄罗斯海军也正在以新理念大规模造舰，根据其《2018-2027 国家军备计划》的部署，将于 2027 年之前接收多达 180 艘新型舰艇。美、俄等军事强国同样将海军建设列为重点发展方向，中国海军近年虽加速发展，但短期内差距难以缩小，仍需国家大量投入保持海上军事力量平衡。

4、信息化领域：

中美军队信息化技术装备落后美国，未来发展空间大。根据 UCS 的统计数据，截至 2019 年 9 月 30 日，美国/中国军用卫星数量分别为 159 颗/84 颗。2010 年，美国陆军装备的信息化装备程度已经达到 50% 以上，美国海军、空军的信息化装备程度已经达到 70% 以上，初步建成了信息时代的信息化武器装备体系。美军称，到 2020 年前后，美军各军兵种的武器装备将全部实现信息化。2017 年党的十九大报告明确提出：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，同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，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。目前我国信息化发展水平仍远远落后于美国，通信设备、卫星导航、雷达、集成电路等细分领域均亟待突破。C4SIR（一体化指挥控制系统）是构成国防信息化体系的主体，是涵盖通信、计算机、情报、监视、侦查等全维度军事信息系统，我国 C4SIR 系统尚处于初始阶段。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，美国 1999 年 C4ISR 支出达到 109.5 亿美元，到 2012 年，美国 C4ISR 支出达到 755.3 亿美元，CAGR 达 16.02%，当年 C4ISR 支出约占美国国防支出的 11.1%。中国的 C4SIR 系统起步晚，与美国相比差距大，对标美国信息化建设进程及投入比例，预计 2019 年我国 C4SIR 市场规模占国防开支比例约在 11% 左右，结合我国国防开支预算，总体市场规模约为 1,300 亿元。

图13: 中国军队信息化技术装备存在较大“时代差”



资料来源: 新浪网、开源证券研究所

表1: C4ISR 系统是构成国防信息化体系的主体

C4ISR 子系统	主要功能	技术设备
指挥系统	综合运用现代科学和军事理论, 实现作战信息收集、传递、处理的自动化和决策方法的科学化、以保障对部队的高效指挥	处理平台、通信设备、应用软件和数据库等
控制系统	搜集与显示情报、资料, 提供作战指挥用的直观图形、图像	显示设备、控制按钮、通信器材及其他附属设备等
通讯系统	各系统间的信息传输与交互	有专门电子计算机控制的若干自动化交换中心、有线通讯、无线通讯、卫星通讯、自组网通讯
计算机系统	构成指挥自动化系统的技术基础; 指挥系统中各自设备的核心子系统	容量大、功能多、速度快的计算机所组成的计算机网络
情报系统	情报搜集、处理、传递和显示	
监视和侦察系统	全面了解战区的地理环境、地形特点、气象情况, 实时掌握敌友兵力部署及武器装备配置及动向	光学、电子、红外侦察器材、侦察飞机、侦察卫星以及雷达等

资料来源: 中国国防报、开源证券研究所

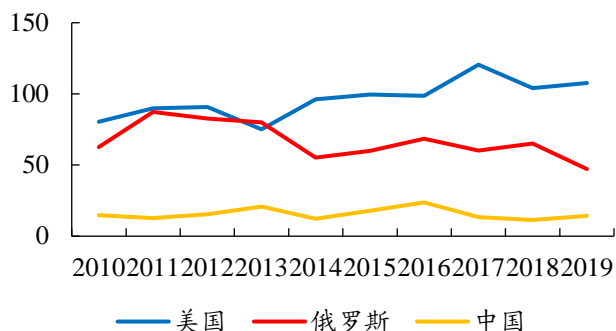
除上述领域外, 中国在一些核心配套系统、关键零部件、材料以及芯片等方面也与世界军事强国存在很大差距。并且, 我们观察到每隔数十年由于战争形态的转变与军事科技的进步, 武器装备产业链每隔数十年将会整体更新换代, 从而又需要军费的不断支出以支撑武器装备的研发与采购需求。

1.1.2、军贸市场需求不断增长

随着我国在武器装备领域研发制造的持续投入, 我国军工装备在国际军贸市场上的竞争力持续增强, 中国军贸全球市占率有望持续提升。根据 SIPRI 统计, 2015-2019 年国际军贸市场总规模为 1,458 亿 TIV, 前五名出口国家分别为美国、俄罗斯、法国、德国以及中国, 出口总额分别为 530、301、115、85 以及 81 亿 TIV, 对应市场份额依次为 36.4%、20.6%、7.9%、5.8%以及 5.5%。中国在 2015-2019 年出口武器总额相较 2010-2014 年增加了 6.3%。中国军贸对象大多为第三世界国家, 主要集中

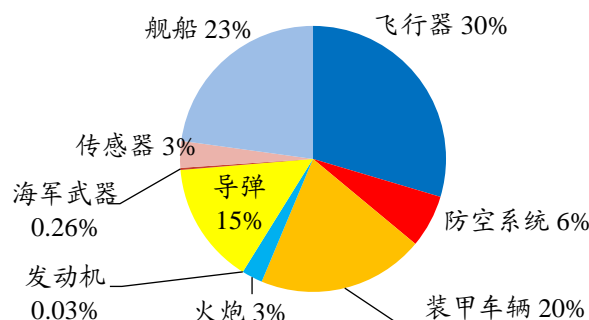
在亚洲、非洲和拉丁美洲，2010-2019 年，中国销往巴基斯坦、孟加拉国以及缅甸的武器分别占出口总额的 38%、17%以及 8%；出口武器的种类主要为飞行器、舰船、装甲车辆以及导弹，分别占出口总额的 30%、23%、20%以及 15%。中国的武器装备凭借产品性能过硬与高性价比获得了国际市场的青睐。在当下地缘形势紧张常态化的背景下，中国的军贸全球市占率有望不断提升。（TIV: Trend Indicator Value, 趋势指示值, SIPRI 开发的用于衡量主要常规武器贸易规模的总体趋势的指标。由于国际军贸市场交易价格不透明等原因, SIPRI 将从公开渠道获得真实价格信息的“核心武器”作为估价基准, 采用类比分析法对不同类型武器系统的价格进行估算从而得出该指标, 其数值只能用于描述趋势, 不代表武器装备的销售金额。）

图14: 中国已成为重要的军贸出口国(2010-2019 年中美俄武器出口总额, 单位: 亿 TIV)



数据来源: SIPRI、开源证券研究所

图15: 中国主要的出口武器包括飞行器、舰船、装甲车辆以及导弹等(2010-2019 年中国武器出口组成)



数据来源: SIPRI、开源证券研究所

1.2、军工集团和民参军构成的军品供应体系为行业增长提供保障

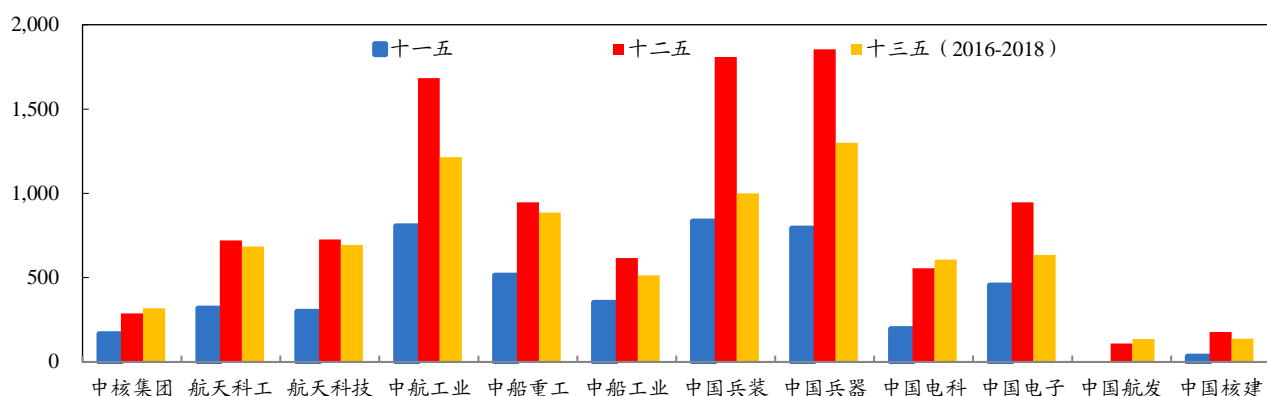
从供给侧来看, 以十二大国有军工集团为核心的中国武器装备制造厂商, 与能够向整机厂和系统级武器厂商提供广泛配套及补充制造的优秀民参军企业, 使得中国整体具备较强的武器装备供应能力。十二大军工集团分别为: 中核集团、中国核建、航天科工、航天科技、中航工业、中国航发、中船重工、中船工业、中国兵装、中国兵器、中国电科和中国电子, 业务涵盖航空工业、航天工业、船舶工业、兵器工业和电子信息工业以及核工业六大领域, 其中“两船”已于 2019 年 11 月正式合并为中国船舶集团有限公司, 中核集团与中国核建的重组也正在推进中。2018 年, 十二大军工集团总资产额达 47,887 亿元, 实现总营收 27,255 亿元, 同比增长 0.64%, 实现净利润 1,090 亿元, 同比下降 2.32%。除十二大军工集团外, 军工行业内还涌现出一大批民参军企业, 为军工集团武器装备研制提供广泛配套与补充制造, 两者相得益彰。在取得武器装备科研生产许可证的企业中, 民参军企业占到总数的 2/3 以上, 所经营的业务中 68%涉及信息化领域, 24%参与装备制造, 8%涉及新材料领域。2019 年, 军品参与度高的上市民参军企业总资产额达 2,574 亿元, 实现总营收 1,187.95 亿元, 同比增长 13.59%, 实现净利润 37.67 亿元, 同比增长 10.2%。

表2: 中国军工产业以十二大军工集团为核心供应商 (单位: 十亿元)

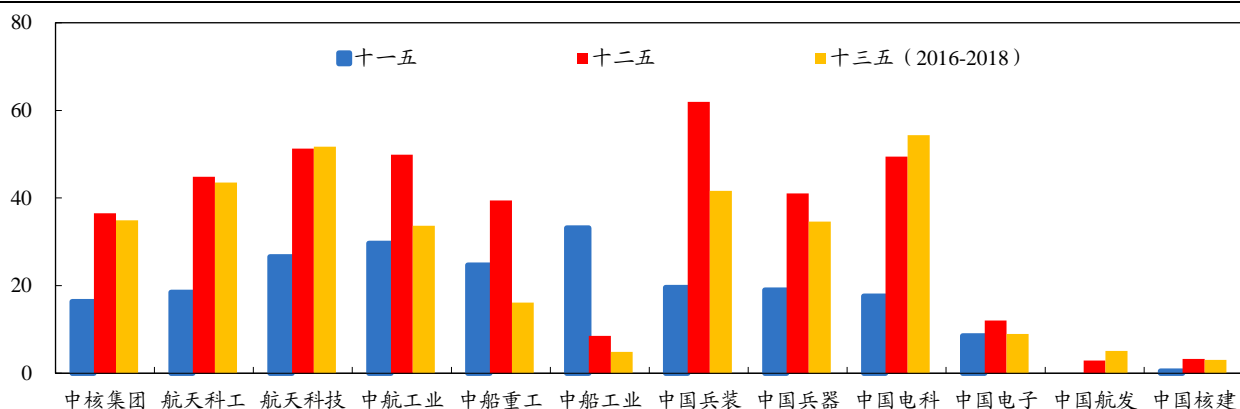
军工集团	主营业务	总资产规模	营收	净利润	下属上市公司
中核集团	核军工、核电、核燃料、核应用技术等领域	948.0	152.5	12.5	中核科技、中国核电、中核国际(港股)、中国同辐(港股)、原子高科(新三板)
航天科工	以航天防务、信息技术、装备制造	679.7	250.5	16.4	航天晨光、航天通信、航天发展、航天科技、航天长峰、航天信息、航天电器、锐科激光、宏华集团(港股)

军工集团	主营业务	总资产规模	营收	净利润	下属上市公司
航天科技	运载火箭、应用卫星、载人飞船、空间站、深空探测飞行器、宇航产品及全部战略导弹和部分战术导弹等武器系统的研制	503.8	249.6	18.5	中国卫星、航天动力、航天电子、乐凯胶片、航天工程、乐凯新材、康拓红外、航天机电、航天彩虹、中国航天万源（港股）、航天控股（港股）、亚太卫星（港股）
中航工业	航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、汽车等	436.0	438.8	13.2	飞亚达 A、中航善达、深天马 A、天虹股份、深南电路、中航机电、*ST 集成、中航三鑫、中航重机、中航飞机、中航电测、中航光电、洪都航空、中航资本、中航电子、贵航股份、中航股份、中航沈飞、宝胜股份、中航高科、富士达（新三板）、中航科工（港股）、中航国际控股（港股）、幸福控股（港股）、耐世特（港股）、飞亚达 B、中航国际船舶控股有限公司（新加坡）、德国洪堡（德国）、奥地利 FACC
中船重工	航空母舰及其舰载机和舰群、各类军、民用水面舰船、水下舰艇	396.0	305.0	6.9	中国重工、中国海防、中国动力、中国应急、久之洋
中船工业	军工船舶、民用船舶、海洋工程装备及船舶配套产品	354.8	114.4	2.5	中国船舶、中船科技、中船防务、中船防务（港股）
中国兵装	轻武器、装甲车辆、特种车辆等	332.7	224.2	0.7	西仪股份、利达光电、*ST 嘉陵、长安汽车、东安动力、*ST 天雁、石晶光电（新三板）、长安 B、天雁 B、建车 B、长安民生物流（港股）
中国兵器	坦克装甲车辆、炮弹、枪弹、炸弹、航空炸弹、民用枪支弹药	332.0	454.9	12.6	保变电气、华锦股份、北方国际、北化股份、长春一东、光电股份、北方股份、北方导航、凌云股份、晋西车轴、北方创业、中兵红箭、中兵通信（新三板）
中国电科	军民用大型电子信息系统的工程建设、重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产	301.4	220.4	19.4	凤凰光学、杰赛科技、海康威视、太极股份、华东电脑、四创电子、卫士通、国睿科技、天奥电子、中电微通（新三板）、金陵电机（新三板）
中国核建	核武器、核燃料生产设施、核电站核岛等领域	142.1	44.9	2.1	中国核建
中国航发	军民用飞行器动力装置、第二动力装置、燃气轮机、航空发动机	94.5	51.5	1.1	航发动力、航发控制、航发科技、中航新材（新三板）
中国电子	军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产	276.9	218.7	3.0	上海贝岭、深科技、深桑达 A、中国长城、华东科技、振华科技、长城信息、中国软件、南京熊猫、确实科技（新三板）、协多利（新三板）、振华新城（新三板）、南京熊猫电子股份（港股）、中电光谷（港股）、中电华大科技（港股）、冠捷科技（港股）、彩虹新能源（港股）

资料来源：Wind、开源证券研究所

图16: 中国形成以十二大军工集团为核心的军品供应体系（营业收入，单位：十亿元）


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 中国形成以十二大军工集团为核心的军品供应体系（净利润，单位：十亿元）


数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 民参军与地方企业为军工集团提供广泛配套与补充制造

证券代码	证券简称	主营业务	所属行业	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	PE（2019LYR）
603678.SH	火炬电子	电子元器件	通用信息化	25.7	3.8	30
002683.SZ	宏大爆破	爆破、防务装备	通用装备配套	59.0	3.1	79
002414.SZ	高德红外	红外、导弹	通用信息化	16.4	2.2	190
300424.SZ	航新科技	飞参、ATE	航空电子	14.9	0.7	51
002023.SZ	海特高新	航空电调	航空电子	8.1	0.8	148
002151.SZ	北斗星通	北斗	通用信息化	29.9	-6.5	-23
002413.SZ	雷科防务	雷达通信	通用信息化	11.2	1.4	67
300065.SZ	海兰信	舰船电子	舰船配套	8.1	1.0	37
300123.SZ	亚光科技	微波电路	通用信息化	22.1	2.8	43
300159.SZ	新研股份	零部件制造	航空制造	12.5	-19.8	-3
300397.SZ	天和防务	雷达	通用信息化	8.7	0.9	130
300456.SZ	耐威科技	惯导、显控等	航空电子	7.2	1.2	130
300474.SZ	景嘉微	图像显控等	航空电子	5.3	1.8	101
300581.SZ	晨曦航空	惯导、显控等	航空电子	2.4	0.5	54
300719.SZ	安达维尔	机载设备	航空制造	5.5	0.7	34
300762.SZ	上海瀚讯	宽带移动设备	通用信息化	5.5	1.2	59

证券代码	证券简称	主营业务	所属行业	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	PE（2019LYR）
300810.SZ	中科海讯	声纳装备	舰船配套	2.4	0.8	47
688011.SH	新光光电	光学制导	通用信息化	1.9	0.6	54
002111.SZ	威海广泰	地面车辆	航空制造	25.5	3.3	17
002214.SZ	大立科技	红外	通用信息化	5.3	1.4	76
300447.SZ	全信股份	线缆	通用信息化	6.3	1.4	22
002171.SZ	楚江新材	热工装备	通用装备配套	170.5	4.6	24
002366.SZ	台海核电	核装备	通用装备配套	5.1	-6.4	-6
300099.SZ	精准信息	电子元器件	通用信息化	4.7	0.6	58
600590.SH	泰豪科技	电源车通信车	通用装备配套	53.0	1.4	34
300593.SZ	新雷能	模块电源	通用信息化	7.7	0.6	40
300699.SZ	光威复材	碳纤维材料	航空制造	17.1	5.2	55
300416.SZ	苏试试验	振动试验设备	通用装备配套	7.9	0.9	52
000534.SZ	万泽股份	高温合金	航空制造	5.5	0.7	64
300777.SZ	中简科技	碳纤维材料	航空制造	2.3	1.4	92
002560.SZ	通达股份	零部件制造	航空制造	17.8	1.0	43
002520.SZ	日发精机	装配线及零部件	航空制造	21.6	1.8	30
603131.SH	上海沪工	零部件制造	航空制造	9.1	1.0	59
002664.SZ	长鹰信质	无人机	航空制造	29.7	3.1	17
002253.SZ	川大智胜	空管设备等	通用信息化	3.4	0.5	56
688002.SH	睿创微纳	红外	通用信息化	6.8	2.0	105
300324.SZ	旋极信息	测试仿真等	通用信息化	33.3	2.6	43
002446.SZ	盛路通信	微波电路	通用信息化	13.3	-7.6	-9
300427.SZ	红相股份	微波电路	通用信息化	13.4	2.3	29
603267.SH	鸿远电子	电子元器件	通用信息化	10.5	2.8	31
300265.SZ	通光线缆	线缆	通用信息化	14.8	0.3	155
000697.SZ	炼石航空	高温合金、零部件制造	航空制造	19.8	-15.5	-4

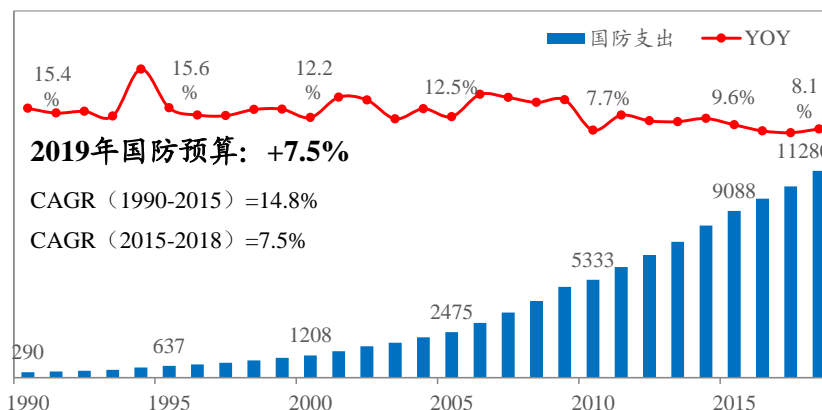
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：PE 数据时间为 2020.5.11

1.3、军费支出是武器装备补缺补强的资金保障并具备提升空间

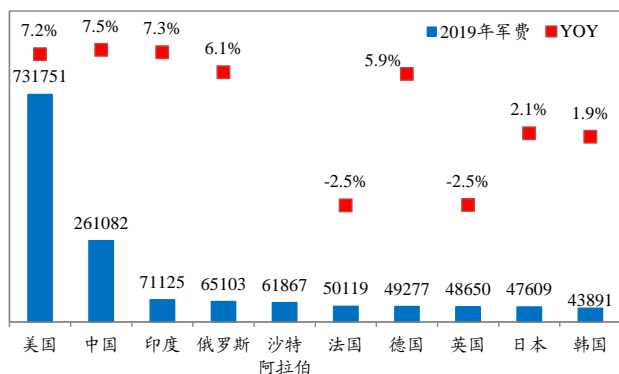
近几年我国军费增速维持在 7%-8%左右的水平，与全球主要国家相比，我国军费规模仍名列第二，增速长期排名第一。2018 年中国军费支出 11,280 亿元，较 2017 年支出同比增长 8.1%；2019 年军费预算 11,899 亿元，较 2018 年预算同比增长约 7.5%。中国军费支出 CAGR 自 1990-2015 年的 14.8%下降至 2015-2018 年的 7.5%，已从补偿性的高速增长阶段逐渐过渡到稳健增长阶段。美国军费支出常年霸榜全球第一，中国仅次于美国位居第二位，增速长期排名第一。

图18: 中国军费支出自 2015 年以来保持个位数稳健增长 (亿元)



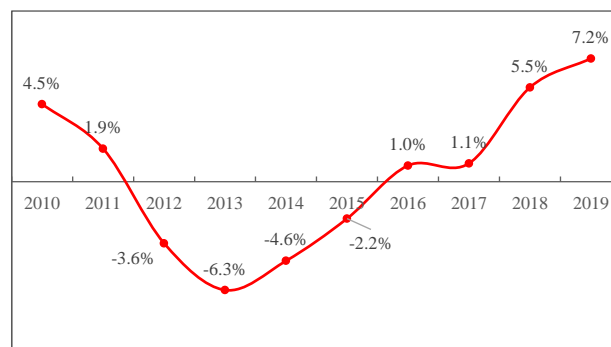
数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

图19: 中国在主要军费支出国中军费增速最快(2019 年, 图20: 近十年美国军费增速间或为负
百万美元)



数据来源: SIPRI、开源证券研究所

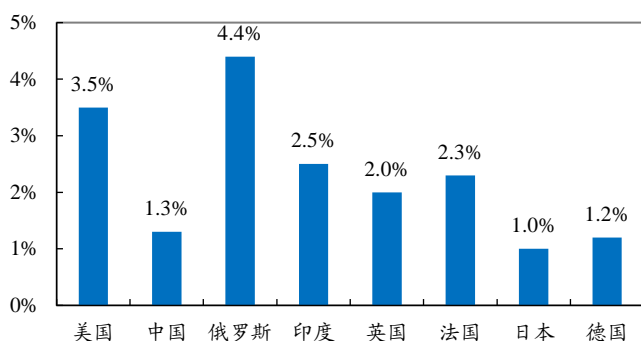
注: 中国军费 YOY 调整为
为财政部国防预算增速。



数据来源: SIPRI、开源证券研究所

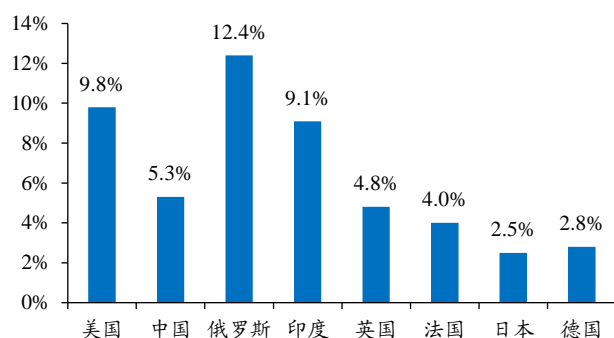
从军费相关的相对指标来看, 与世界主要国家相比, 我国军费占 GDP/财政支出的比重以及人均军费均偏低, 存在较大提升空间。2019 年《新时代的中国国防》白皮书明确指出: 1) 从军费占 GDP 比重看, 2012-2017 年中国军费占 GDP 平均比重约 1.3%, 在军费位居世界前列的国家中排名第六, 是五大常任理事国中最低的; 2) 从占财政支出比重看, 2012-2017 年中国军费占财政支出平均比重约 5.3%, 排名第四; 3) 从人均军费水平看, 2017 年中国国民人均军费为 750 元 (约美国的 5%), 排名第七; 中国军人人均军费 52 万元 (约美国的 15%), 排名第六。从国防部发布的这份白皮书我们可以看出, 我国军费相关的相对指标存在较大提升空间。

图21: 2012-2017 中国军费占 GDP 平均比重较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2012-2017 中国军费占财政支出平均比重较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2017 年国民/军人人均军费分别排第七/第六位



数据来源: 《新时代的中国国防》、开源证券研究所

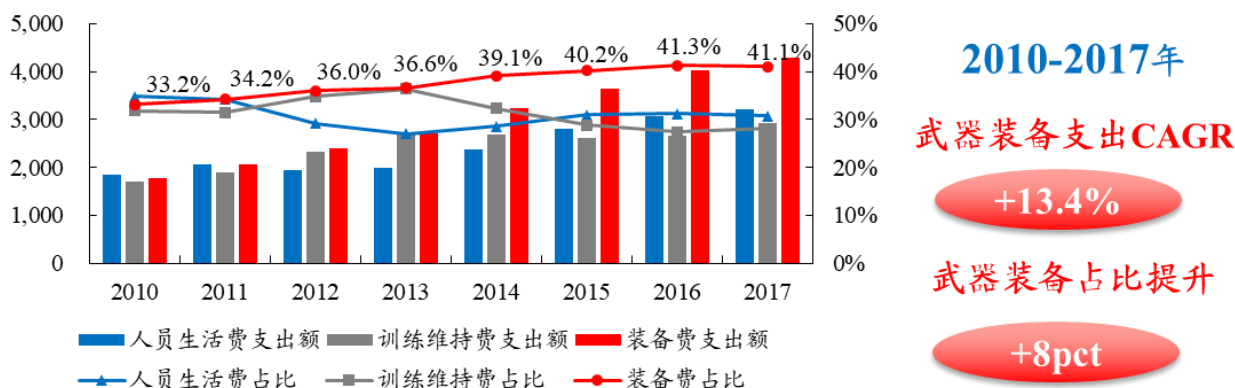
图24: 十九大报告提出中国军队建设三阶段目标



资料来源: 十九大报告、开源证券研究所

军费支出中武器装备支出占比不断提高。中国军费支出中武器装备支出从2010年的1,774亿元上升至2017年的4,288亿元,复合增长率为13.4%,占军费支出比例由33%上升至41%,这表明国家军费用途在武器装备采购层面愈发倾斜。我们认为,伴随我军各军种武器装备的替代升级,这一比例有望继续维持与提升,武器装备支出增速将持续高于军费增速,有望维持年化15%左右增速。

图25: 武器装备费占军费比例有上升趋势 (亿元)

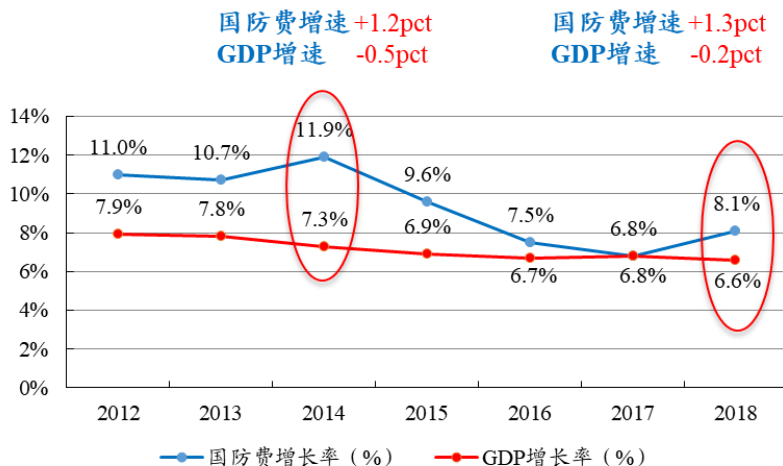


数据来源: 《新时代的中国国防》、开源证券研究所

军费开支具有一定抗周期性,在资金层面保障军工行业的确定性增长。军费支出是政府财政支出的重要部分,与国家宏观经济密切相关,但又体现出一定的抗周期性。2018年,中国GDP同比增长6.6%,增速相比2017年下降0.2pct;军费支出同比增长8.1%,增速相比2017年上升1.3pct。可见军工行业增长具备一定抗周期性,本质原因在于考虑军费支出时应同时考虑其战略性行业的特点及与国际的差距,因

此可适当与 GDP 增长“脱钩”，从而在资金层面保障军工行业的确定性增长。

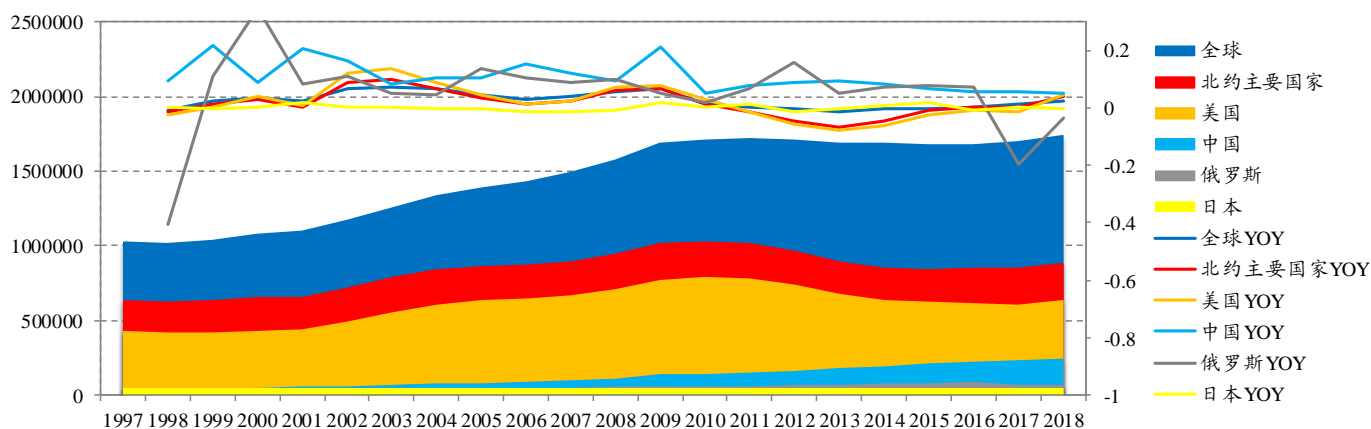
图26：军费支出的增长趋势与 GDP 的增长趋势有时表现出“脱钩”



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

此外，在国际与区域地缘局势方面，围绕东西方国际政经利益日益激烈博弈而衍生出的：地缘政治形势、经济与科技竞赛形势、反领土分裂形势当前十分紧张。全球不同阵营国家纷纷增加军费支出以采购武器装备提升军事实力，这将对我国军费较高速增长持续构成竞争压力下的支撑。

图27：全球军费支出呈上升趋势（百万美元）



数据来源：SIPRI、开源证券研究所

注：北约主要国家数据来自 2018 年全球军费支出 Top20 的北约成员国加总

1.4、本章小结：“需求空间+供给能力+资金保障”引致军工行业估值“确定性溢价”，经济下行环境下凸显稀缺性

综上所述：1、从需求空间层面来看，在保障国家主权、安全、发展利益等需求以及地缘政治紧张的态势下，与以美国为首的军事强国相比，中国的武器装备与军队建设存在补缺补强的广阔空间，为军费支出的增长提供了充足动力；此外，随着我国在武器装备领域研发制造的持续投入，我国军工装备在国际军贸市场上的竞争力持续增强，中国军贸全球市占率有望持续提升，外贸出口逐渐成为国内武器装备需求的重要组成部分；2、从供给能力层面看，中国已形成了以军工集团为核心、地方国企及民参军企业为配套与补充制造的军品供应体系，具备逐渐壮大的武器装备供应能力；3、从资金保障层面来看，财政拨付的军费支出是国家武器装备采购的主要

资金来源，这是刚性需求与供给动力互相匹配的根本因素。我们又知道，军工作为战略行业与国防的差距引致的投入是刚性的，可适当与 GDP 增长“脱钩”，从而在资金层面保障军工行业的确定性增长。同时，我们观察到由于战争形态的转变与军事科技的进步，武器装备产业链每隔数十年将会整体更新换代，从而又需要军费的不断支出以支撑供给能力的不断升级与持续不断的采购需求，这使得军工行业具有确定性增长的特点。以上因素引致的军工行业确定性增长正是引致军工行业估值“确定性溢价”的前提原因。而在当前经济下行压力凸显的大环境下，具有确定性增长的军工板块凸显稀缺性。

2、行业比较视野：从四大行业增长与估值的特征说开去

为研究“确定性增长对行业估值溢价的贡献”，我们对房地产、智能手机、食品饮料以及医药四个子行业进行增长与估值特征层面的比较分析，具体方法是选取各子行业细分子行业的龙头公司作为代表性样本进行研究。总体而言，房地产与智能手机行业因增长逻辑发生改变，主要龙头企业从高估值的成长阶段暂时走向估值中枢下移的成熟阶段（智能手机行业刨去当前 5G 预期提升的因素）；食品饮料与医药行业因长期增长的确定性较强，主要龙头企业被赋予了较高估值。军工行业长期增长的确定性更加类似食品饮料与医药行业，主要龙头企业均享受到行业层面带来的估值溢价。

2.1.1、房地产：高速增长逻辑无法延续，长周期看估值中枢下移

房地产行业样本选取：以万科 A、保利地产、华侨城 A、金地集团及陆家嘴五家房地产龙头企业作为样本。

表4：地产龙头分阶段营收与归母净利润 CAGR 呈现“远近高低各不同”，原因在于地产行业的增长逻辑迁移

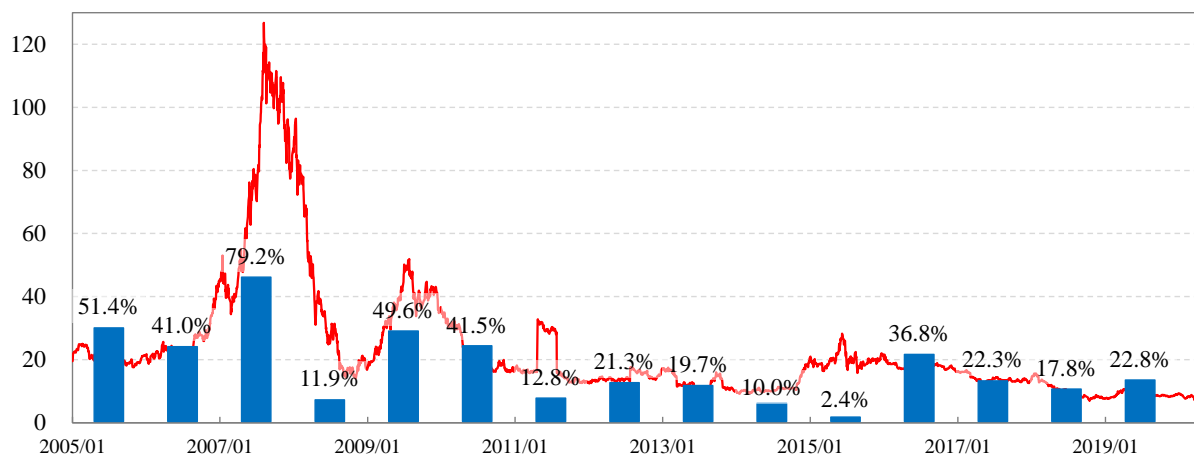
标的	统计区间（2005-2009）				统计区间（2010-2019）			
	收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值 区间	估值 中枢	收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值 区间	估值 中枢
万科 A	44.8%	43.4%	【9,100】	30	22.4%	22.0%	【5,25】	11
保利地产	71.3%	79.5%	【12,232】	53	26.2%	23.0%	【4,28】	10
华侨城 A	81.0%	38.4%	【18,168】	51	18.5%	21.9%	【5,53】	12
金地集团	30.7%	48.5%	【8,105】	29	18.0%	19.0%	【4,27】	11
陆家嘴	10.6%	16.1%	【1,92】	42	15.5%	12.5%	【11,107】	31
均值	47.7%	45.2%	-	41	20.1%	19.7%	-	15

数据来源：Wind、开源证券研究所

房地产行业高速增长逻辑无法延续，龙头估值中枢表现为“长周期下移+中周期波动”的趋势。2005-2009 年，样本平均估值及归母净利润 CAGR 分别为 41X 和 45.2%，估值水平与业绩增速呈现明显的成长性特征；2010-2019 年，样本平均估值水平及归母净利润 CAGR 分别为 15X 和 19.7%，估值水平与业绩增速均有较为明显的下降；2019 年以来，样本估值水平已下降至个位数，业绩增速仍有 22.8%，估值水平明显低于当下业绩增速。这主要原因在于：长周期来看，过去十几年，房地产行业受益于城镇化进程和高杠杆等因素，实现了高速发展，但随着城镇化率达到较高水平，行业的长期增长逻辑发生变化，且与很多消费或制造行业不同，这种变化短期不可逆，高速增长“黄金时代”难以延续，导致长期看行业的估值中枢下移。中周期来看，地产股估值的催化因素主要取决于政策环境。整体来看，在城镇化率水平已

经达到一定高度的情况下，房地产行业难再出现此前的高速增长，叠加政策调控增大行业持续增长的不确定性，使得近年来地产行业估值处于低位运行。

图28：2005 年至今房地产龙头样本 PE（TTM）中枢显著下移



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、智能手机：市场饱和加剧存量竞争，估值难回高峰期

智能手机行业系电子行业的子行业，我们筛选苹果手机产业链中的龙头企业，使得样本企业为：立讯精密、鹏鼎控股、歌尔股份、蓝思科技、大族激光、信维通信、环旭电子、东山精密以及欣旺达九家企业。

表5：智能手机龙头企业估值中枢有下移趋势（2011-2019）

公司	统计区间（2011-2015）					统计区间（2016-2019）				
	收入 CAGR	归母 净利润 CAGR	估值 区间	估值 中枢	剔除估值 计算区间	收入 CAGR	归母 净利润 CAGR	估值 区间	估值 中枢	剔除估值 计算区间
立讯精密	58.6%	56.3%	【30,104】	53	-	57.6%	44.6%	【24,56】	40	-
鹏鼎控股	-	-	-	-	-	11.7%	17.7%	【15,42】	26	-
歌尔股份	38.9%	35.3%	【20,89】	42	-	26.7%	0.6%	【12,73】	31	-
蓝思科技	-	-	【19,75】	45	-	15.1%	12.5%	【10,92】	46	2019/09~2019/10
大族激光	12.4%	14.7%	【8,65】	27	-	14.4%	-3.7%	【16,65】	32	-
信维通信	56.1%	35.7%	【23,264】	83	2013/02~2014/10	41.0%	46.5%	【18,111】	49	-
环旭电子	9.2%	5.1%	【17,84】	39	-	14.9%	16.3%	【15,43】	27	-
东山精密	35.3%	-19.2%	【34,118】	69	2013/03~2015/12	55.8%	117.0%	【18,99】	41	2016/01~2017/10
欣旺达	52.8%	39.0%	【30,112】	61	-	40.5%	23.3%	【17,58】	33	-
均值	37.6%	23.8%	-	52	-	30.9%	30.5%	-	36	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为确保统计区间估值数据有可参考性，剔除因业绩波动过大或为负导致的估值骤变区间。

表6：2018 年智能手机龙头企业估值下降尤为明显

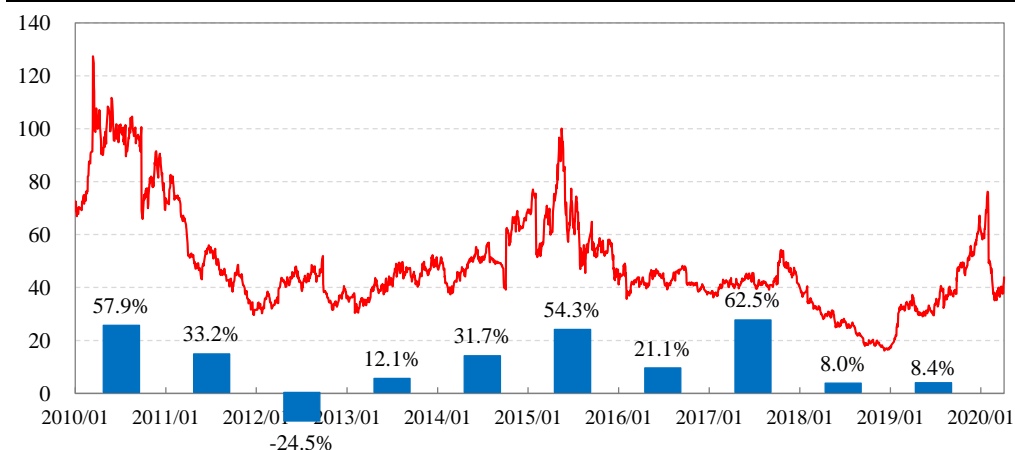
公司	营业收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值区间	估值中枢
立讯精密	57.1%	61.0%	【24,52】	40
鹏鼎控股	8.1%	51.7%	【16,35】	20
歌尔股份	-7.0%	-59.4%	【12,29】	18

公司	营业收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值区间	估值中枢
蓝思科技	16.9%	-68.9%	【12,63】	28
大族激光	-4.6%	3.2%	【18,38】	28
信维通信	37.0%	11.1%	【20,57】	35
环旭电子	12.9%	-10.2%	【15,30】	19
东山精密	28.8%	54.1%	【21,92】	43
欣旺达	44.8%	29.0%	【17,32】	25
均值	21.6%	8.0%	-	28

数据来源：Wind、开源证券研究所

智能手机行业样本公司曾多年享有大幅高于业绩增速的估值水平，但在 2018 年出现十年来估值最低点，直接导火索是 iPhone 手机预期销量下滑。1) 整体来看，2011-2019 年，智能手机产业链样本平均估值水平及净利润 CAGR 分别为 53X 以及 33.1%，估值水平较大幅度高于业绩增速；2) 分阶段来看，2011-2015 年，样本估值中枢及净利润 CAGR 分别为 52X 以及 23.8%，2016-2019 年，样本估值中枢及净利润 CAGR 分别为 36X 以及 30.5%，表明市场给予智能手机产业链的估值溢价有所下降；3) 2018 年是智能手机估值下杀最突出表现的一年，受 iPhone 预期销量下滑的刺激，A 股智能手机产业链遭受戴维斯双杀，样本估值水平一度下杀至 17X 左右（十年来最低），年末相较年初大幅下降 56%。2018FYQ4，苹果官方停止披露销量数据，市场认为暗示了其智能产品销量存在进一步下滑的风险，股价自 11 月至年末降幅超过 30%。实际自 2017 年 iPhone X 发布之后，苹果手机销量便迎来拐点，主要原因是：1) 智能手机市场趋于饱和，竞争加剧；2) 苹果手机创新周期迎来低点；3) iPhone 售价透支品牌价值，量/价齐升难以维持等。2019 年以来，智能手机产业链估值趋于回升，主因是由于 5G 预期逐渐提升引起的偏概念性投资，真正的 5G 智能手机尚未占据主流销售市场。

图29：2018 年智能手机产业链估值下杀



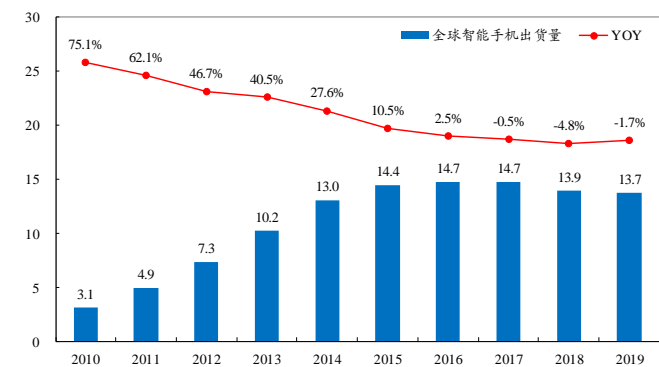
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1) 估值扣除区间与表 5 一致；2) 样本个别年份数据剔除，扣除年份为估值扣除区间对应年份。

行业层面来看，全球及中国智能手机出货量连续下滑，总量市场出现饱和态势，是影响智能手机产业链估值中枢下调的本质因素。全球市场方面，2019 年智能手机出货量 13.4 亿部，同比下降 1.7%，是继 2017 年后的第三次下滑；TOP5 品牌市场份额 70%左右，集中度较高；未来主流手机品牌的增量主要来自于市场集中度的持续提升以及更新换代需求。中国市场方面，2019 年智能手机出货量 3.7 亿部（略低于

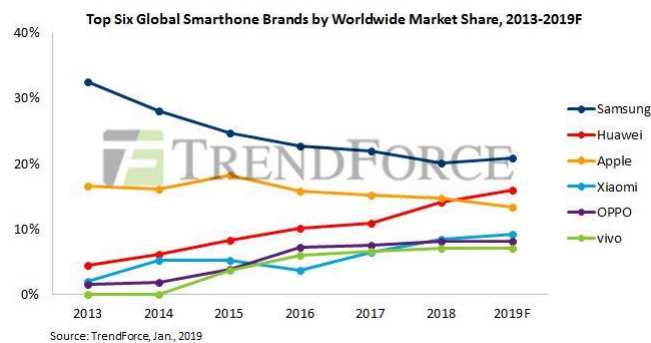
2014 年)，同比下降 4.6%，连续三年下滑，2017 年以来仅个别月份出货量实现同比正增长，大部分时间均为负；随着二三线厂商退出，中国智能手机市场进入寡头竞争时代，各主流品牌市占率呈现此消彼长的状态，难以通过吞噬中小品牌实现出货量的普遍增长，未来增量主要来自于智能手机的更新换代需求。

图30：全球智能手机出货量连续三年下滑（亿台）



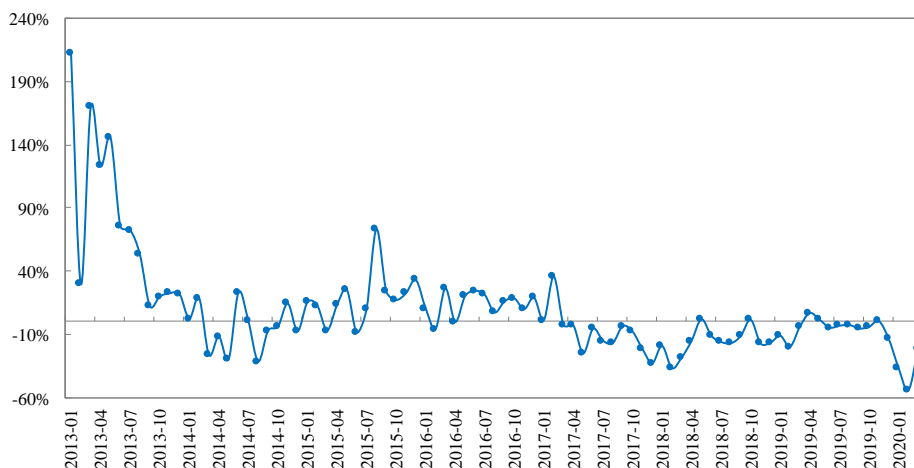
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：各主流手机品牌市占率呈现此消彼长的状态



数据来源：TrendForce（2019/01）

图32：国内市场近三年智能手机月出货量仅个别月份同比正增长（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，全球及中国智能手机市场在历经多年高速增长后，增速已经放缓甚至下滑，总量市场出现饱和态势，智能手机行业整体的高速增长难以持续，导致智能手机产业链公司估值中枢下移。目前估值的回升主要是受 5G 预期逐渐提升的影响，5G 智能手机尚未占据大部分的销售市场。

2.1.3、食品饮料：需求韧性强叠加海外资金加大配置支撑高估值

食品饮料行业样本选取：白酒板块的贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖等，调味品板块的海天味业以及中炬高新，乳制品板块的伊利股份以及其他一些细分板块龙头企业。

表7：食品饮料企业整体估值高于业绩增长且细分行业各有差异（2011-2019）

细分行业	营业收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值区间	估值中枢
调味品	15.4%	25.5%	【23,76】	42
白酒	16.0%	16.4%	【7,39】	22
乳制品	13.1%	27.5%	【14,47】	25

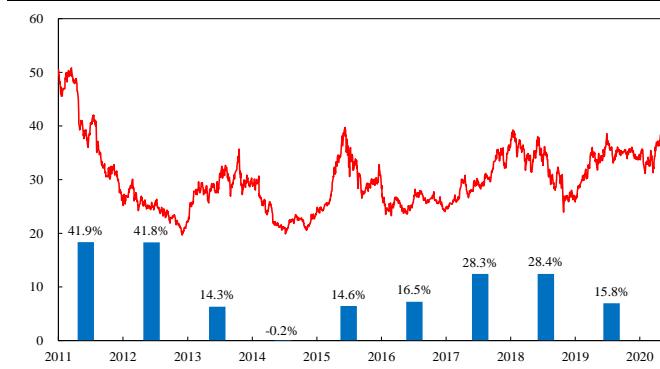
细分行业	营业收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值区间	估值中枢
其他（啤酒、肉制品等）	12.3%	19.9%	【22,53】	30
均值	14.2%	22.3%	-	30

数据来源：Wind、开源证券研究所

食品饮料行业需求韧性强，叠加消费升级和集中度提升的趋势，龙头公司的增长确定性较高；受益于全球开放的资本制度安排，海外资金具有长期提高配置的趋势。食品饮料行业尤其是龙头公司因享有确定性溢价，估值较高。1）整体来看：食品饮料行业整体存在估值溢价，2011-2019 年，样本平均归母净利润 CAGR 为 22.3%，期间估值水平为 30X；2）分细分行业看：调味品估值溢价最高，白酒其次，乳制品的增速与估值水平接近，调味品、白酒、乳制品的归母净利润 CAGR、估值区间以及对应区间的估值中枢依次为 25.5%/【23,76】/42X、16.4%/【7,39】/22X 以及 27.5%/【14,47】/25X。

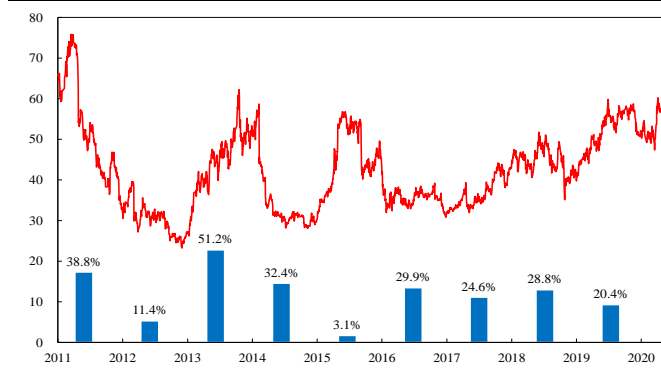
调味品因持续增长的确定性最高被赋予更高的估值溢价。主要原因在于：1）调味品行业处于稳健成长期，且市场空间广阔；2）调味品属于刚性消费需求，为家庭、餐饮业必备的产品，受经济波动的影响小，体现出很强的“防守”性能；3）调味品行业存在“偏好溢价”，愿意为口味习惯支付更多的溢价，同时其占食品的开支不大，消费者对价格不敏感，因此也获得了相对较高的利润水平。

图33：食品饮料行业整体估值水平高于业绩增速



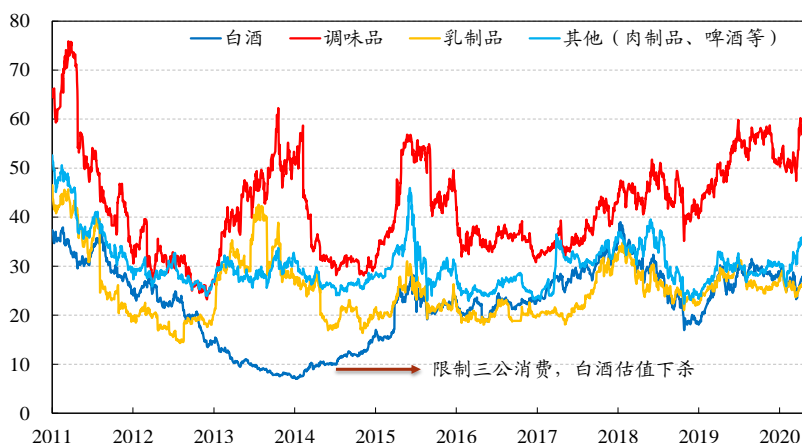
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：调味品细分行业的估值溢价更为突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：食品饮料行业不同子行业估值水平存在差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.4、医药：兼具防御性与成长性，享有确定性估值溢价

医药行业样本选取：化学制药板块恒瑞医药、新和成以及华东医药等标的，中药板块的云南白药、片仔癀以及白云山等标的，生物制品板块的长春高新、复星医药以及康泰生物等标的，医药商业板块的上海医药、益丰药房以及大参林，医疗器械板块的迈瑞医疗、乐普医疗以及安图生物，医疗服务板块的药明康德、爱尔眼科以及美年健康等标的。

表8：2011-2019 年医药行业估值水平高于业绩增速

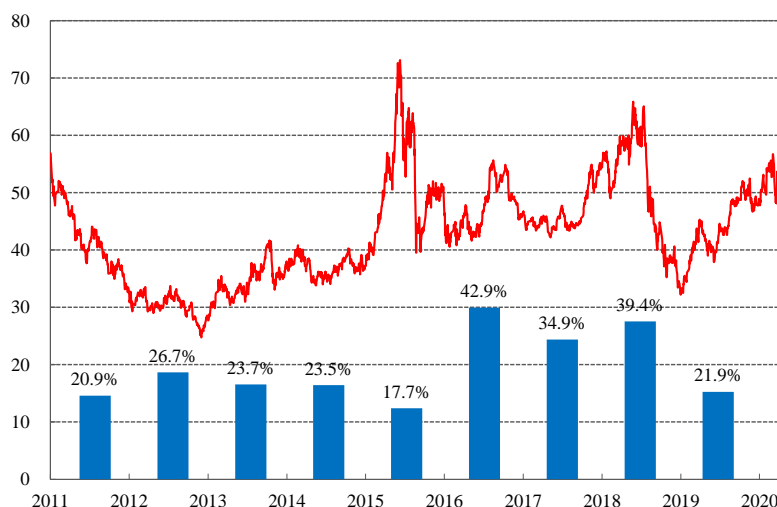
细分行业	营业收入 CAGR	归母净利润 CAGR	估值区间	估值中枢	剔除估值计算区间
化学制药	16.1%	20.0%	【23,49】	34	-
中药	21.0%	21.8%	【25,56】	36	白云山：2013/08 此前数据（2013/08 借壳上市）
生物制品	25.5%	35.4%	【28,83】	41	泰康生物：上市至 2017/10
医药商业	22.9%	23.3%	【13,77】	30	-
医疗器械	27.6%	27.6%	【14,99】	45	-
医疗服务	33.3%	36.6%	【34,122】	71	美年健康： 2016/07 此前数据（2015/08 借壳上市）以及 2020/04 至今
均值	24.4%	27.5%	-	43	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为确保统计区间估值数据有可参考性，剔除因业绩波动过大或为负导致的估值骤变区间。

与食品饮料行业情况相似，在当前经济不确定性凸显的大环境下，市场给予需求增长相对确定的医药行业更高的估值溢价；同时 MSCI 等外资增量资金对医药白马股亦更加青睐，也为医药行业提供了估值支撑。1）整体来看：医药行业整体存在估值溢价，2011-2019 年，样本平均归母净利润 CAGR 为 27.5%，期间估值水平为 43X；2）细分来看：医药各细分板块也均存在估值溢价，估值水平医疗服务>生物制品>医疗器械>其他（以图 37 中 2019 年以来估值表现为依据），2011-2019 年，医疗服务、生物制品、医疗器械、化学制药、医药商业以及中药细分行业样本平均归母净利润 CAGR、估值区间、估值中枢依次为 36.6%/【34,122】/71X、35.4%/【28,83】/41X、27.6%/【14,99】/45X、20.0%/【23,49】/34X、23.3%/【13,77】/30X 以及 21.8%/【25,56】/36X。

医药行业的确定性表现为兼具防御属性与成长属性。1）防御性：健康需求是典型的刚性需求，医药行业具有刚性需求属性，与宏观经济周期相关性弱，业绩波动相对更小；2）成长性：一方面，医药行业具有科技属性，新技术产品的投入使用会显著拉动创新药需求产生，创造大量的新增市场，是医药行业的边际驱动因素；另一方面，在人口老龄化程度不断加深的背景下，老年病的发病率上升，并成为人口疾病谱中的主要病种，医药行业的整体需求呈现不断上升的态势。

图36: 医药行业整体估值水平高于业绩增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 医药行业不同子行业估值水平存在差异


数据来源: Wind、开源证券研究所

军工行业具有同食品饮料、医药行业相似的逻辑属性，即具有长期确定性的增长。中国军费支出每年以 7-8% 的速度增长，军工国企业绩受军队武器装备采购拉动，年化增速可达 15% 以上。长期确定性的业绩增长应赋予军工行业相应的估值溢价；与此同时，军工行业龙头企业增速中枢要逊于两者，叠加主题投资较多，导致股价表现更具波段特征。

我们接下来要阐述的是军工股整体的估值体系，目的在于把握主要军工企业的估值特征与估值区间。

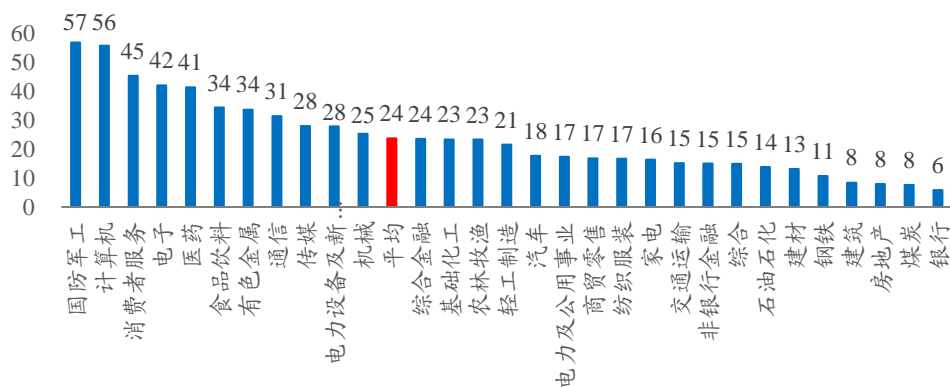
3、军工股估值框架的转向：回顾历史并论新估值框架的建立

我们观察市场部分投资者对军工股研究与投资方法论存在显著误区，在于：1) 部分投资者认为军工股偏主题投资，急涨急跌，虽股价波段价值含量较高，但交易层面难于把握；2) 部分投资者认为军工股投资重在微观信息，对军工股估值的合理区间缺乏重视；3) 对军工股估值存在刻板印象，认为军工股就是高估值板块，“永远是贵”，不清楚估值区间的定量方法；等等。而我们认为：军工行业与其他行业的

股价催化因素从基本面角度而言并无不同，只是该行业存在更多的主题催化剂；而军工股一旦急速上涨，迅速引发市场关注度的提升，过度重视微观信息导致极易“买在高点”；军工指数的高估值≠军工股的估值都很高，其实军工指数的估值存在显著的结构性，不同类型军工股的估值特征显著不同。一言以蔽之，我们认为对于军工股的投资，深刻理解并定量研究估值特征与合理估值区间是十分必要的。

我们判断：除了确定性增长赋予整个军工行业的估值溢价外，不同类型的公司也有自身的估值逻辑。下文将对军工国企、民参军两大类企业的估值逻辑分别进行阐述。虽然国防军工指数当前的估值水平约 57X，在 30 个行业中排名第一，然而指数成分股内部呈现显著的分化结构。细分来看，当前军工国企、民参军企业估值分别为 54X、63X；而多数国企军工白马品种的当前估值水平更低，呈现出较高的估值吸引力；指数估值较高系因民参军企业更高的估值水平支撑所致。这意味着军工股在当下不等同于部分投资者眼里的高估值“刻板印象”，也因此有必要对不同类型的军工企业估值特征进行区分和把握。

图38：国防军工指数估值水平在行业中排名第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：军工国企和民参军企业具备不同估值特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

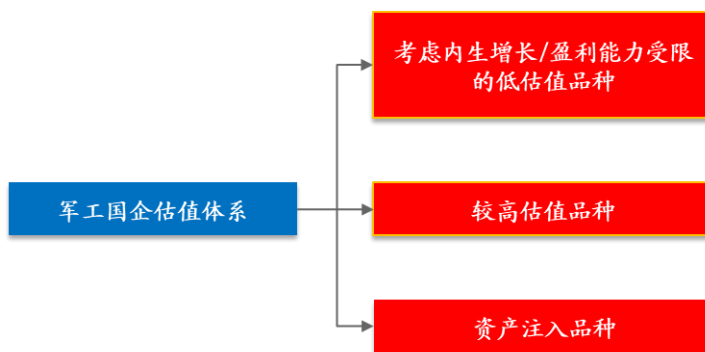
3.1、“军工国企三因素估值框架”——根据不同估值溢价因素细分

根据不同估值溢价因素进行细分，可将军工国企分为考虑内生增长的低估值品

种、较高估值品种、资产注入品种三大类，谓之“军工国企三因素估值框架”：

- **考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种：**该类品种自身军工业务占比较高，盈利性接近民品或海外同类品种，估值特点以其预期年化增速为基础，享受行业性溢价为主，例如中航光电、中航电测等。值得指出的是，内蒙一机处于陆军武器装备制造领域，相比海空天等其他领域增长潜力略低；但由于其盈利能力受限于“成本加成”机制，市场部分 price in 此差距，也应当给予一定的估值溢价；故总体而言，虽作为整机厂，但市场给予其与下述“较高估值品种”的航空类整机厂更低的估值区间。
- **较高估值品种：**1、即三大航空类整机厂：中航沈飞、中直股份以及中航飞机。该三大品种享受较高估值的原因在于：a、航空装备未来长期享有高景气度；b、受限于“成本加成”定价机制，导致整机厂盈利能力被低估，但市场已部分 price in 此差距，表现为在报表数据的基础上给予整机厂一定的市盈率估值溢价。这两大原因共同导致“较高估值品种”的合理估值区间底部/顶部均高于“考虑内生增长的低估值品种”的合理估值区间底部/顶部；2、我们认为：过往对航空类整机厂的 PS 估值方法在平衡市或低风险偏好市下，可作为估值参考看待；在市场风格因子与风险偏好偏向牛市时，PS 估值方法有望再被运用。
- **资产注入品种：**1、资产注入品种分为估值体系已经全然不同的两类：a、自身军工业务占比较高（多数年份超过 50%）且背靠较大利润体量军工科研院所的标的，例如中航机电、中航电子、四创电子、国睿科技、航天电器、航天发展等；b、自身军工业务占比趋近于 0 或民品业务缺乏成长驱动逻辑且背靠较大利润体量军工科研院所的标的，例如航天长峰、航天科技、航天机电、航天动力等；2、我们认为：以往的备考估值模型在当下的市场风格与风险偏好的条件下暂时失效，即备考资产的利润体量不再被市场纳入估值测算。资产注入品种估值体系切换为以内生增长为核心的估值模型为主，并兼顾其是军工集团下属上市平台因素对估值的溢价影响【即隐含军工集团平台价值所带来的业务资源优势与潜在注入期权价值（下称“隐含平台价值”；潜在注入期权仅是一种未来注入权利，并不是在当期估值测算时纳入备考资产利润），这种隐含因素导致其估值体系与低军工业务占比且无备考资产的国企与民参军企业存在显著不同】。具体来看：对于第一类资产注入品种，其受益于行业确定性增长或/与军工集团平台价值，享有行业确定性增长或/与“隐含平台价值”的估值溢价；对于第二类资产注入品种，在备考估值体系暂时失效的市场环境（且不考虑主题投资与壳价值）下，虽然“隐含平台价值”估值溢价存在，但由于自身军工业务占比几乎为 0 且其民品业务缺乏成长驱动逻辑而大幅波动，后者权重压倒性地超越前者，导致此类品种暂时性地不被注重基本面逻辑的机构关注；3、需要强调的是，由于行业层面的军工资产注入逻辑并未完全兑现并消失，故而备考估值框架并非能断言永久失效，在市场风格因子与风险偏好偏向牛市时，有望再度兴起。

图40: 军工国企估值体系可分为三大类



资料来源: 开源证券研究所

3.1.1、考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种: 享有行业确定性增长/盈利失真的估值溢价

考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种是指具备较高军工业务占比的非航空类整机厂且不具有潜在资产注入预期的国企军工上市公司, 以中航光电、中航电测、内蒙一机等为代表。军工国企低估值品种的估值溢价主要来源于军工行业的确定性增长或盈利能力限制因素。

我们统计了中航光电、中航电测以及内蒙一机自 2016 年至 2019 年的历史估值以归母净利润增长情况。鉴于: 1) 中航电测 2016 年动态归母净利润增速高达 61.3%, 远超当年实际增速 2.7%, 二者差距甚大, 市场因大幅高估导致当年及此后一年的估值一路下杀, 直至 2018 年才恢复较为平稳状态; 2) 内蒙一机于 2017 实现重组上市, 数据缺乏且市场表现存在波动; 3) 2018 至今, PE (TTM) 以及动态估值等数据均显示较为平稳的表现, 为更清晰地阐述低估值品种的估值逻辑, 我们以 2018 至今作为待考察的历史区间。

对比估值与增速的匹配性可发现, 三家公司均存在估值溢价。2018 至今, 中航光电、中航电测以及内蒙一机的 PE (TTM) 变动区间依次为【29, 43】、【26, 55】以及【20, 46】, 动态 PE 变动区间依次为【26, 39】、【22, 49】以及【21, 47】, 估值中枢依次为 37X、37X 以及 31X, 相应历史区间的归母净利润增速均值依次为 13.8%、28.4% 以及 4.5%。可以看出, 三家公司的估值中枢均高于实际盈利表现, 且对于中航光电以及内蒙一机, 其估值底部仍高于实际盈利水平, 表明以上标的均存在一定的估值溢价。基于我们低估值品种的估值逻辑: 1) 对于中航光电及中航电测, 这种溢价主要来源于军工行业受军费拉动产生的确定性增长; 2) 对于内蒙一机, 这种溢价主要源于整机厂因“成本加成”机制造成盈利能力的失真, 市场部分 price in 此差距。

我们给出低估值品种的合理估值区间【20-25, 30-40】倍。对于低估值品种合理估值区间的界定, 中长期看我们预期行业的潜在年化增速可达 15% 左右, 因享受行业确定性增长的估值溢价, 低估值品种的估值底部应在 15X 以上; 而估值顶部则取决于催化剂的种类与当时的实际催化强度。通过对历史 PE (TTM) 以及动态 PE 区间的统计, 我们给出低估值品种的合理估值区间【20-25, 30-40】倍。

表9: 2018 年以来 PE (TTM) 及动态 PE 均表现较为平稳

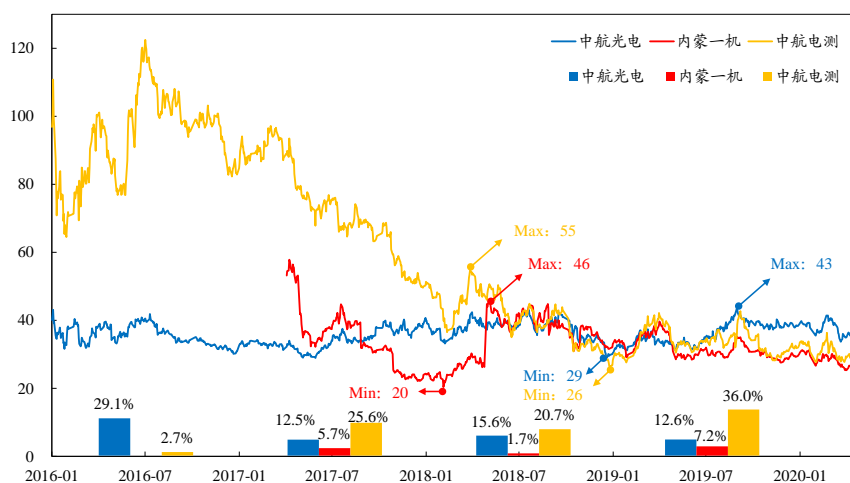
证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020 至今
中航光电	归母净利润	29.1%	12.5%	15.6%	12.6%	-

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020 至今
内蒙一机	增速		5.7%	1.7%	7.2%	-
中航电测	(TTM)	2.7%	25.6%	20.7%	36.0%	-
中航光电	年度内	【30,43】	【29,40】	【29,43】	【30,43】	【34,41】
内蒙一机	PE BAND		【22,58】	【20,46】	【28,40】	【25,31】
中航电测	(TTM)	【64,122】	【50,97】	【26,55】	【27,43】	【28,36】
中航光电	归母净利润	34.9%	27.6%	24.5%	21.7%	19.9%
内蒙一机	增速		24.3%	25.4%	21.3%	31.5%
中航电测	(当年动态)	53.2%	30.1%	27.3%	24.0%	20.8%
中航光电	年度内	【22,35】	【23,37】	【27,38】	【26,39】	【26,38】
内蒙一机	PE BAND		【32,46】	【27,47】	【25,34】	【21,30】
中航电测	(当年动态)	【35,83】	【47,74】	【25,49】	【26,41】	【22,37】

数据来源：Wind、开源证券研究所

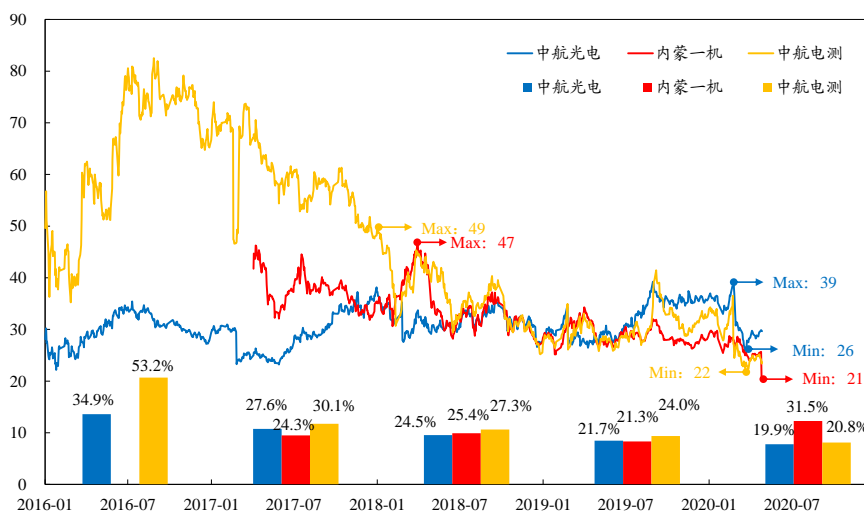
注：内蒙一机 2017 年实现重组上市，缺乏 2016 年相关数据。

图41：低估值品种估值水平高于业绩增速水平（TTM）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：低估值品种估值水平高于业绩增速水平（动态）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、较高估值品种：享有细分行业高景气度+盈利能力失真双重因素引致的估值溢价

我们将三家航空类整机厂，即中航飞机、中航沈飞、中直股份划分为较高估值品种。较高估值品种采用的估值体系为：平衡市场与低风险偏好市场下的 PE 估值体系以及牛市环境下的 PS 估值方法。

1. 平衡市场与低风险偏好市场下的 PE 估值逻辑

我们统计了中航飞机、中航沈飞以及中直股份自 2016 年至今的历史估值以及归母净利润增长情况。鉴于：1) 中航飞机 2016 年年中因南海问题的刺激导致股价出现急涨，又在 2017 年上半年因市场大跌带动公司股价急跌，两时点间估值波动幅度较大；2) 中航沈飞于 2017 年底实现重组上市，此前缺乏中航沈飞数据；3) 2018 年以来，PE (TTM) 以及动态估值均表现较为平稳，为更清晰地阐述较高估值品种的估值逻辑，我们将 2018 年至今的时间段作为考察区间。

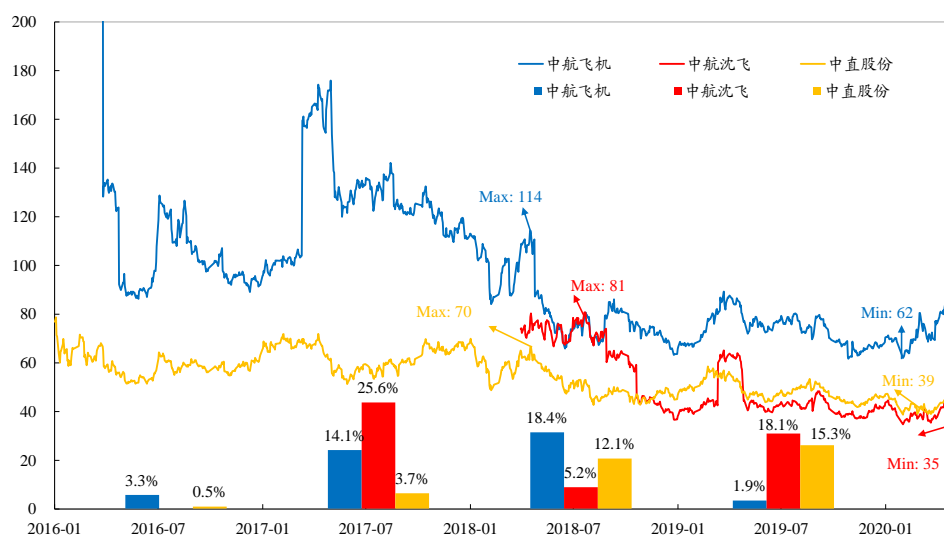
三家航空类整机厂享有较高估值溢价。2018 年至今，中航飞机、中航沈飞以及中直股份的 PE (TTM) 变动区间依次为【62, 114】、【35, 81】以及【39, 70】，动态 PE 变动区间依次为【53, 92】、【35, 72】以及【31, 60】，估值中枢依次为 78X、50X 以及 49X，相应历史区间的归母净利润增速均值依次为 10.2%、11.7% 以及 13.7%。可以看出，三家公司的估值中枢、估值底部均显著高于实际盈利表现，表明以上标的均存在较高的估值溢价。

表10: 2018 年以来 PE (TTM) 及动态 PE 均表现较为平稳

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
中航飞机	归母净利润	3.3%	14.1%	18.4%	1.9%	
中航沈飞	增速		25.6%	5.2%	18.1%	
中直股份	(TTM)	0.5%	3.7%	12.1%	15.3%	
中航飞机	年度内	【86,364】	【96,176】	【63, 114】	【62,89】	【62, 85】
中航沈飞	PE Band			【37,81】	【37,65】	【35, 45】
中直股份	(TTM)	【51,79】	【51,72】	【43,70】	【42,59】	【39, 47】
中航飞机	归母净利润	54.1%	79.5%	17.5%	18.0%	34.6%
中航沈飞	增速			16.0%	17.8%	23.0%
中直股份	(当年动态)	27.3%	20.4%	23.1%	22.2%	25.0%
中航飞机	年度内	【61,112】	【62, 105】	【57, 92】	【62,82】	【53,80】
中航沈飞	PE Band			【46,72】	【43,58】	【35,52】
中直股份	(当年动态)	【40, 55】	【44,62】	【34,60】	【36,54】	【31,45】

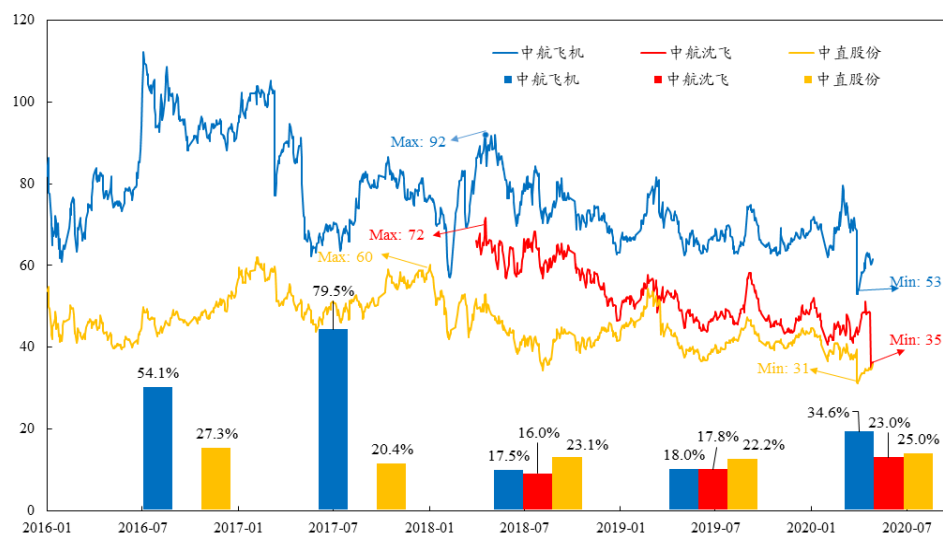
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：1) 中航沈飞 2017 年底重组上市，缺乏 2016、2017 年相关数据；
2) 中航沈飞 2020 年归母净利润增速（当年动态）采用开源预测值。

图43: 高估值品种估值水平高于业绩增速水平 (TTM)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 高估值品种估值水平高于业绩增速水平 (动态)



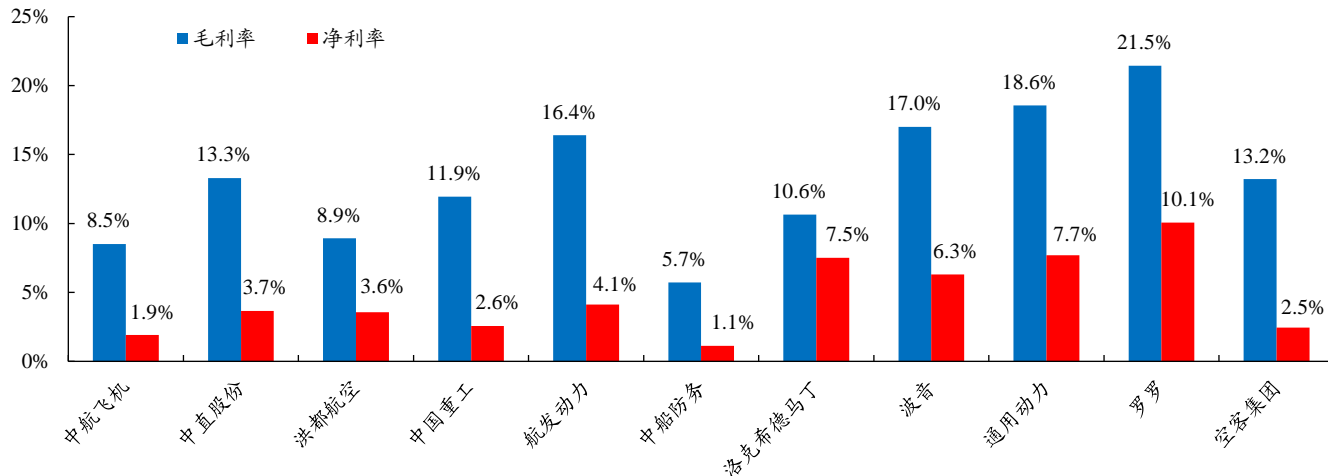
数据来源: Wind、开源证券研究所

我们认为较高估值品种的估值溢价可以如下被解释:

- 由于细分行业军用航空装备具备中长期确定性高景气度的原因, 三大军用航空类整机厂享有行业确定性增长带来的估值溢价;
- 1、在“成本加成”的定价机制下, 国内整机厂的净利率被严格限制在5%以内, 多数报表净利率仅有2%-3%, 显著低于国际水平; 随着总装企业军品定价机制改革、装备采购机制与混合所有制改革稳步推进, 总装企业盈利能力将有望释放 (研究结论参见段小虎研究报告《超越市场认识: 军品定价机制将破局》, 该研究结论可从中航沈飞等军工企业股权激励做完之后的盈利表现得到清晰的实证); 2、市场已经 price in 总装企业报表盈利能力与真实盈利能力之间的实际差距, 因此给予了总装企业一定的估值溢价;

- 由于细分行业高景气度叠加盈利能力失真的双重原因，三大航空类整机厂因此具有了比“考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种”更高的合理估值区间。

图45: 2010-2019 国内整机厂平均盈利水平显著低于国外整机厂



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 波音公司数据剔除 2019 年负值, 罗罗公司近年受腐败案和英国脱欧影响较大, 采用 2010-2013 年数据。

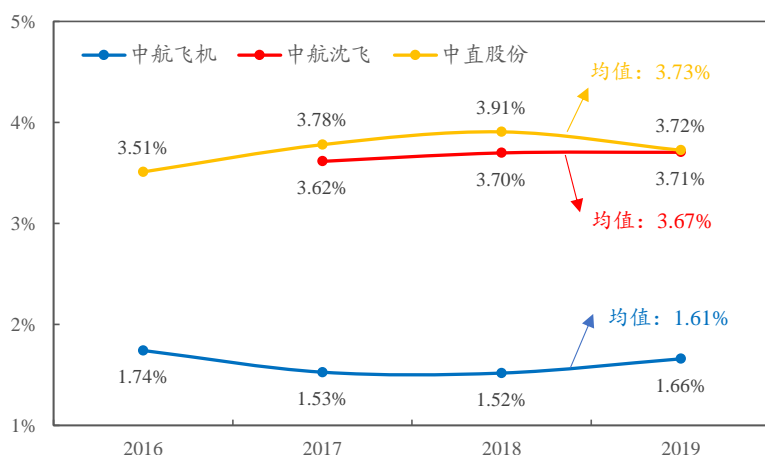
表11: 我国军品定价机制的演变大致分为五个阶段

时间阶段	定价模式	价格制定方法
1949~1953 年	无价格供给	国家统收统支, 无偿调拨
1953~1956 年	实际成本加成	实际成本* (1+5%利润率)
1956~1978 年	计划成本加成	计划成本* (1+5%利润率)
1978~2013 年	多种定价方式并存	定价成本* (1+5%利润率), 竞标定价&询价定价
2013~至今	装备购置目标价格管理	定价成本+5% × 目标价格+激励利润,

资料来源:《装备采购方式与程序管理规定》、开源证券研究所

定量研究三家航空类整机厂各自的估值溢价, 应有中航飞机>中航沈飞~中直股份的规律, 主要因为: 三家公司 2016-2019 年 (中航沈飞不包含 2016 年数据) 平均净利率依次递增, 分别为 1.61%、3.67%以及 3.73%, 我们认为净利率越高, 报表盈利能力与整机厂实际盈利能力则越接近, 市场因整机厂盈利能力被低估而给出的估值溢价则越低。

中航飞机净利率明显低于中航沈飞以及中直股份, 主要原因在于: 公司目前仍需通过航空工业西飞与航空工业陕飞承接军、民用整机研制的生产任务, 并将国内军机订货合同的 1%以及进出口贷款的 0.4%-1.4%作为代理服务费与其分成, 较大程度上压缩了公司利润空间。根据公告, 中航飞机 2019 年因向包括航空工业西飞与航空工业陕飞在内的关联方销售商品, 合计发生关联交易约 310 亿元, 占当期营收比例 90.2%。也正是由此原因, 中航飞机当前报表净利润水平相较其实际盈利能力失真程度更大, 市场还原这部分差距后表现为给予其更高的估值溢价。同时, 中航飞机于 2019 年 11 月发布公告称筹划通过重大资产置换置入航空工业西飞、航空工业陕飞 100%股权等资产, 若资产置换顺利完成, 将很大程度上消除关联交易从而提升中航飞机的盈利水平。

图46：中航飞机净利率显著低于中航沈飞以及中直股份


数据来源：Wind、开源证券研究所

较高估值品种的合理估值区间：

1) 我们预计军工国企高估值品种业绩年化增速约 15%-20%，考虑上述估值溢价因素，较高估值品种估值底部应当远高于“考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种”，这也从三家整机厂的历史 PE (TTM) 及动态 PE 区间得以验证；2) 整体估值水平，应有中航飞机>中航沈飞≈中直股份的规律；3) 我们给出较高估值品种的整体估值区间【30，90】。

2. 牛市环境下的 PS 估值逻辑

由于整机厂受限于军品定价机制以及关联交易占收入比重较高等问题，盈利能力受到低估，因此也可通过 PS 估值法对整机厂的估值水平进行判定。值得注意的是：1、PS 估值更多适用于牛市环境，在平衡市与低风险偏好市，PS 估值方法更多的意义在于参考；2、在界定合理 PS 估值区间时，其对标标的的估值情况作为估值锚也在波动，需要将对标标的与研究标的当时的基本面情况、市场情况以及历史波动区间等因素综合起来判断。

我们认为，考虑主营业务的重合度以及军品业务的占比，可将中航飞机与波音进行对标，将中航沈飞、中直股份与洛马进行对标：

- 中航飞机与波音公司的主营业务方向有多处重合，例如民航客机、运输机、轰炸机以及预警机等，同时考虑其作为航空工业集团下属上市公司，成为民机资产整合平台的概率最大，因此我们认为可将其对标波音公司进行 PS 估值；
- 中航沈飞以战斗机的生产制造为主营业务，业务方向相对单一且军品占比很高，因此我们将其对标同样以战斗机为主营业务之一且军品占比很高的洛马公司；
- 中直股份情况类似，以军、民用直升机以及固定翼飞机为主营业务方向，军品业务占比超过 90%，我们同样将其对标以直升机为主要产品之一且军品占比很高的洛马公司。

表12: 从主营业务重合度以及军品业务占比看中航飞机/中航沈飞/中直股份分别可对标波音/洛马/洛马

标题	军品业务收入占比	产品类型	代表产品及型号
中航飞机	80%左右	运输机	Y-8、Y-20
		轰炸机	飞豹、H-6
		民航客机	MA600、MA60
中航沈飞	98%左右	战斗机	J-11、J-15、J-16、FC31（在研）
中直股份	90%以上	直升机	Z-8、Z-9、Z-11、AC311、AC312、AC313
		固定翼飞机	Y-12、Y12F
波音公司	30%左右	民航客机	波音 737、波音 747
		运输机	C-17 “环球霸王 III”
		轰炸机	B-52 “同温层堡垒”
		战斗机	F-15 “鹰”
		预警机	E-3 “望楼”
		直升机	AH-64 “阿帕奇”、CH-47 “支奴干”
		反潜机	P-8 “波塞冬”
		旋翼机	V-22 “鱼鹰”
		其他	卫星、“鱼叉”反舰导弹
洛克希德·马丁公司	90%左右	战斗机	F-16 “战隼”、F-22 “猛禽”、F-35 “闪电 II”
		运输机	运输机
		轰炸机	F-117 “夜鹰”
		直升机	UH-60 “黑鹰”、S-76 “精神”
		航空母舰	CVN-77 “布什”、CVN-78 “福特” 电子系统
		潜艇	“维吉尼亚” 级核潜艇电子系统
		其他	卫星、“标枪”反坦克导弹、“大力神 2 式”洲际导弹

资料来源：公司公告、开源证券研究所

在牛市环境下，对于三家公司具体 PS 估值的判断：

为排除 2020 年新冠疫情的影响，我们对 PS 历史区间的统计采用 2016 年初至 2019 年底的数据。

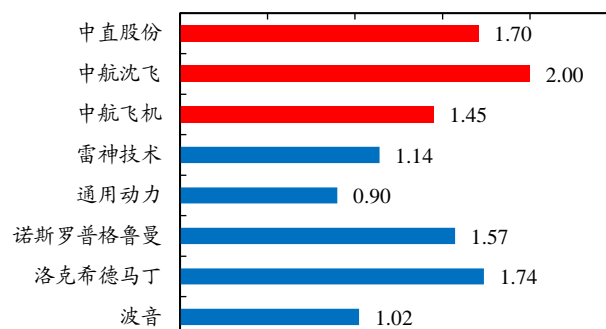
1) 在统计时间内，对标公司波音 PS 估值区间为【0.75, 2.46】，PS 估值中枢为 1.63X，洛马 PS 估值区间为【1.28, 2.01】，PS 估值中枢为 1.68X；2) 2016-2019 年，美国、中国国防支出预算的复合增长率分别为 4.6%、7.5%，考虑中国军费基数远低于美国，长期来看增速有望持续高于美国；考虑到国内军工企业的国企改革与定价机制改革不断推进，市场部分 price in 改革因素，并且从长期来看国内相关军工企业的潜在业绩增速在军费增长的推动下也应当并有望快于美国军工企业，因此我们认为三家较高估值品种公司的估值底部应当显著高于美股可对标企业的估值中枢；3) 故我们认为，在牛市环境下，中航飞机、中航沈飞以及中直股份的 PS 估值应显著高于 1.63X、1.68X、1.68X（分别对标波音、洛马、洛马），我们考虑给予较高估值品种 1.8X~2X 的 PS 估值乘数。

图47: 波音、洛马的估值中枢分别为 1.63X、1.68X



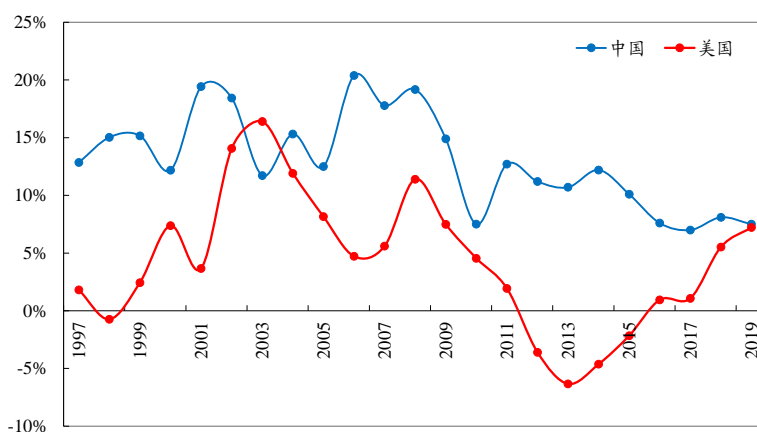
数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 中航飞机/中航沈飞/中直股份当前 PS 估值分别为 1.45/2.00/1.70 倍



数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 中国近年来军费增速高于美国



数据来源: Wind、SIPRI、开源证券研究所

3.1.3、资产注入品种: 由备考估值模型转向以内生增长为核心的新估值模型

1. 市场风格因子偏价值股/市场风险偏好低的情况下采用以内生增长为核心的新估值模型

(1) 备考估值模型在当前市场风格与风险偏好下暂时失效

我们认为, 对于资产注入品种, 在前的市场风格与风险偏好下, 以往的备考估值模型暂时失效, 即进行估值测算时不再将潜在注入资产的利润体量纳入考量。资产证券化是近十年军工板块的投资主线之一, 是对多数军工集团下属上市公司估值影响最大的原因, 市场在 2012~2016 上半年间曾给予具有潜在资产注入预期的上市公司很高的估值。对于这类具有资产注入预期的上市公司, 例如中航机电、中航电子、四创电子、国睿科技、航天长峰、航天科技等, 以往适用的备考估值模型, 我们认为, 在当下的市场风格与风险偏好的条件下暂时失效, 资产注入品种估值体系切换为以内生增长为核心的估值模型为主, 兼顾作为军工集团下属上市平台的“隐含平台价值” (解释见本报告第 25 页)。

表13: 部分军工国企有存在资产注入预期

证券代码	证券简称	2019 年归母净利润增速/净利润	PE(TTM)
002013.SZ	中航机电	12.4%	31
600372.SH	中航电子	16.0%	36
000738.SZ	航发控制	8.5%	49
600855.SH	航天长峰	-58.0%	230
000901.SZ	航天科技	2.3%	68
002025.SZ	航天电器	12.1%	29
600118.SH	中国卫星	-19.6%	122
600879.SH	航天电子	0.3%	43
603698.SH	航天工程	-31.5%	60
600343.SH	航天动力	归母净利润-0.82 亿元	-51
600151.SH	航天机电	归母净利润-7.52 亿元	-9
600501.SH	航天晨光	归母净利润 0.35 亿元（2018 年-1.65 亿元）	126
600990.SH	四创电子	-56.8%	56
600562.SH	国睿科技	10.0%	427
600184.SH	光电股份	6.9%	121
600072.SH	中船科技	110.5%	139
600764.SH	中国海防	36.3%	31
000801.SZ	四川九洲	-69.4%	197

数据来源：Wind、开源证券研究所

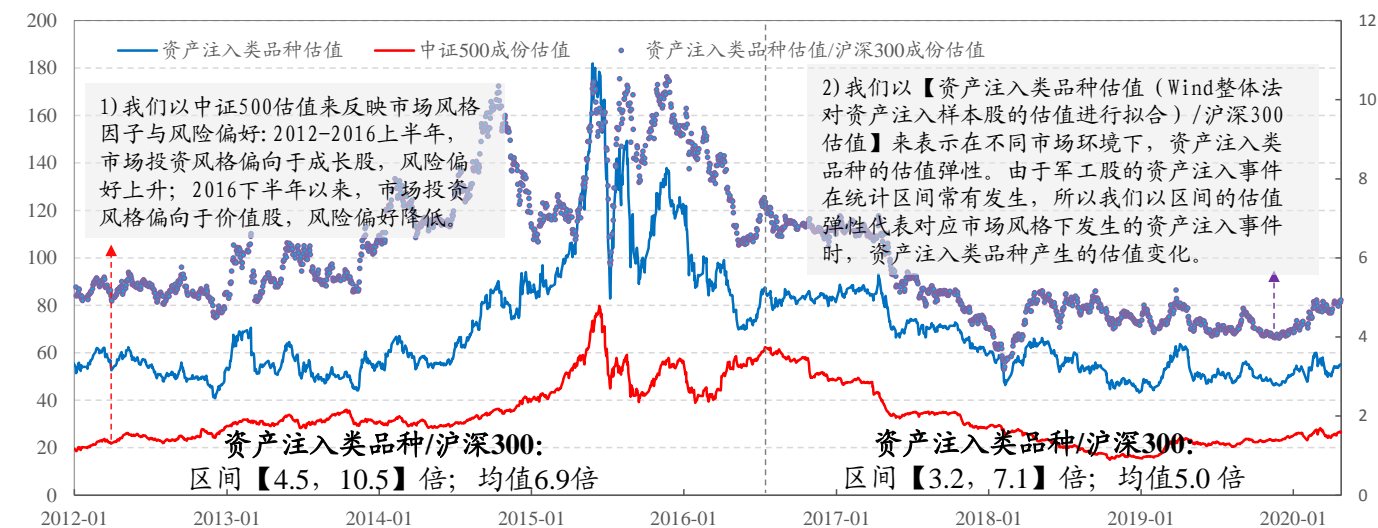
（2）备考估值模型失效的原因是市场风格因子与市场风险偏好发生改变

市场风格因子与市场风险偏好是影响备考估值是否适用的决定性因素。当市场风格因子偏向成长股投资且市场风险偏好较高时，市场对资产注入预期/事件的反应更大（或者称市场愿意给予资产注入预期/事件更高的估值），从而产生更大的股价弹性，此时备考估值体系发挥作用；当市场风格因子偏向价值股投资且市场风险偏好较低时，市场对资产注入预期/事件的反应小（或者称市场不愿意给予资产注入预期/事件更高的估值乃至不再承认备考资产对上市平台的估值价值），从而股价波动幅度较小，备考估值体系暂时失效。

我们认为：以 2017 年为分界线，市场风格因子与风险偏好明显转变，此后军工资产注入品种的备考估值体系暂时失效。历经 2014~2015 年牛市与股灾之后，实际自 2016 年下半年起，市场风格因子与风险偏好已经发生漂移；2017 年在价值投资风格受到阶段性更高力度推崇之后，市场风格因子及风险偏好的转变则更加明显：1）我们以中证 500 估值水平来反映市场风格因子与风险偏好：2012-2016 上半年，市场投资风格偏向于成长股，风险偏好上升；2016 年下半年以来，市场投资风格偏向于价值股，风险偏好降低；2）我们以“资产注入品种估值/沪深 300 估值”的比值来表示在不同市场环境下，资产注入品种的估值弹性：a、由于军工股的资产注入预期/事件在统计区间内或发生，所以我们以二者比值区间代表对应市场风格因子与风险偏好下发生资产注入预期/事件时，资产注入品种的估值弹性变化；b、2012-2016 上半年，“资产注入品种估值/沪深 300 估值”的比值区间为【4.5，10.5】倍，均值为 6.9 倍；2016 年下半年至今，“资产注入品种估值/沪深 300 估值”的比值区间为【3.2，7.1】倍，均值为 5.0 倍；c、因此我们得出结论，自 2016 年下半年以来，随着市场风格因子偏向价值股投资，风险偏好显著降低，市场对资产注入事件/预期的反应明显减小；事

实上，逐渐地，自此以后机构投资者对军工股投资所采用的估值体系也不再将备考资产的利润纳入测算。然而，军品业务占比较大的资产注入品种确实还存在一定的估值溢价，具体可参考下文我们提到的“资产注入品种”的“以内生增长为主、兼顾‘隐性平台价值’的新估值体系”。

图50：不同市场风格因子及市场风险偏好下资产注入品种估值弹性不同



数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 以内生增长为主的新估值体系将资产注入品种分为估值体系全然不同的两类:

- 自身军工业务占比较高 (多数年份超过 50%) 且背靠较大利润体量军工科研院所的标的, 例如中航机电、中航电子、四创电子、国睿科技、航天电器等。对于这类资产注入品种, 其受益于行业确定性增长或/与军工集团平台价值, 享有行业确定性增长或/与“隐含平台价值”的估值溢价;
- 自身军工业务占比趋近于 0 或民品业务缺乏成长驱动逻辑且背靠较大利润体量军工科研院所的标的, 例如航天长峰、航天科技、航天机电、航天动力等。对于这类资产注入品种, 在备考估值体系暂时失效的市场环境下, 虽然“隐含平台价值”的估值溢价存在, 但由于自身军工业务占比几乎为 0 且其民品业务增长特征缺乏成长驱动逻辑而大幅波动, 后者权重压倒性地超越前者, 导致此类品种暂时性地不被注重基本面逻辑的机构关注。

对于第一类资产注入品种, 我们统计了中航机电、中航电子、航天电器、四创电子以及国睿科技自 2016 年至今的历史估值以及归母净利润增长情况。2018 年以来 PE (TTM) 以及动态估值均表现较为平稳, 为更清晰地阐述较高估值品种的估值逻辑, 我们将 2018 年至今的时间段作为考察区间。

多数军工业务占比较高的资产注入品种享有估值溢价。1) 对于中航机电、中航电子、航天电器、四创电子, 估值水平明显高于业绩增速, 我们认为, 主要是由于这类标的享有行业确定性增长或/与“隐含平台价值”的估值溢价。2018 年至今, 中航机电、中航电子、航天电器、四创电子的 PE (TTM) 变动区间依次为【25, 55】、【35, 64】、【25, 39】以及【26, 67】, 动态 PE 变动区间依次为【22, 38】、【32, 84】、【20, 34】以及【21, 40】, PE (TTM) 估值中枢依次为

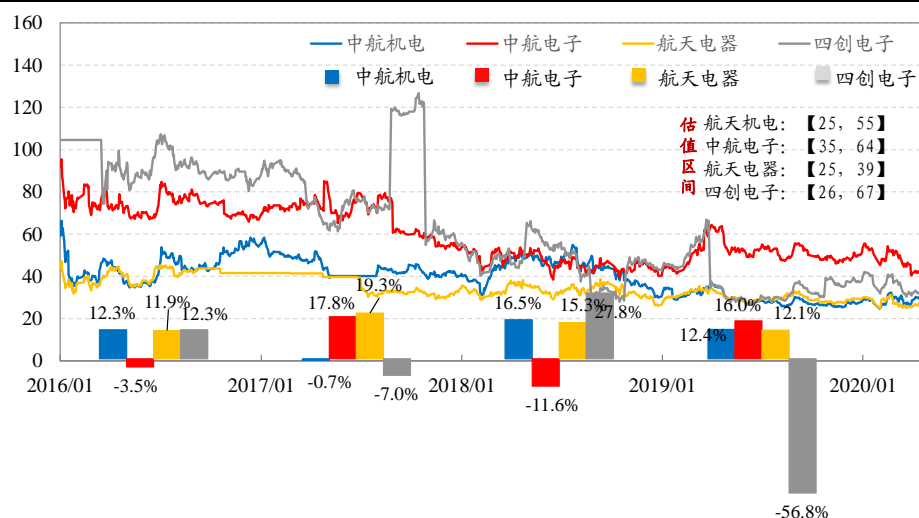
35X、49X、31X 以及 41X，相应历史区间的归母净利润增速均值依次为 14.0%、2.2%、18.2%以及-14.5%；2）对于国睿科技：2019 年估值显著高于其他公司，主要原因在于市场给予了公司很高的增长预期（动态归母净利润增长 350%），而实际增长与预期差距过大（实际归母净利润增长 10%）引发了估值高企。国睿科技 2018 年至今的 PE（TTM）变动区间为【35，427】，动态 PE 变动区间为【29，162】，PE（TTM）估值中枢为 169X，相应历史区间归母净利润增速-33.9%。此外，国睿科技于 2018 年 11 月公告拟向中国电科十四所等发行股份及支付现金购买资产，并于 2020 年 1 月获得了中国证监会的核准批复，若将 14 所资产纳入考量，当前股价对应 2020 年备考 PE 43X（归母净利润：Wind 一致预期内生业绩+募集报告书标的财务预测，合计 4.5 亿元；股份支付+募集配套资金增发共 7.04 亿股，其中募集资金增发股份数量按最高即发行前股本总额 20%计算，与公司当前股本合计 13.26 亿股）。

表14：多数军工业务占比较高的资产注入品种享有估值溢价（国睿科技修改）

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
中航机电		12.3%	-0.7%	16.5%	12.4%	-
中航电子	归母净利润	-3.5%	17.8%	-11.6%	16.0%	-
航天电器	增速	11.9%	19.3%	15.3%	12.1%	-
四创电子	(TTM)	12.3%	-7.0%	27.8%	-56.8%	-
国睿科技		22.3%	-25.8%	-77.7%	10.0%	-
中航机电		【35,66】	【39,58】	【30,55】	【25,37】	【25,32】
中航电子	年度内	【66,95】	【52,85】	【38,55】	【40,64】	【35,55】
航天电器	PE Band	【32,47】	【29,42】	【26,39】	【27,35】	【25,31】
四创电子	(TTM)	【74,107】	【54,127】	【28,66】	【26,67】	【30,56】
国睿科技		【65,111】	【51,77】	【35,137】	【113,317】	【212,427】
中航机电		31.0%	26.1%	52.2%	16.1%	15.4%
中航电子	归母净利润	32.3%	20.0%	12.4%	22.6%	14.6%
航天电器	增速	18.3%	17.4%	20.6%	22.0%	19.0%
四创电子	(当年动态)	61.6%	64.4%	26.6%	7.6%	57.2%
国睿科技		31.2%	25.5%	37.3%	350.2%	192.5%
中航机电		【28,53】	【34,53】	【26,38】	【22,31】	【23,30】
中航电子	年度内	【34,63】	【44,64】	【32,84】	【39,53】	【34,49】
航天电器	PE BAND	【26,40】	【27,40】	【24,34】	【23,32】	【20,29】
四创电子	(当年动态)	【48,70】	【39,71】	【21,40】	【23,36】	【24,35】
国睿科技		【46,76】	【39,65】	【29,66】	【40,95】	【72,162】

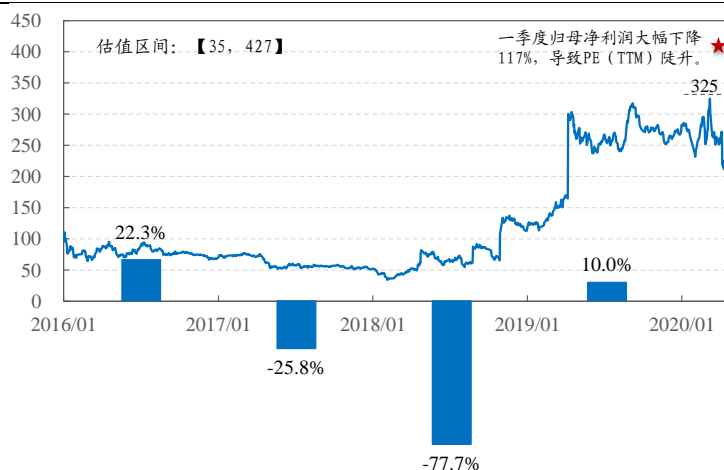
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51: 军工业务占比较高的资产注入品种估值水平高于业绩增速水平 (TTM)



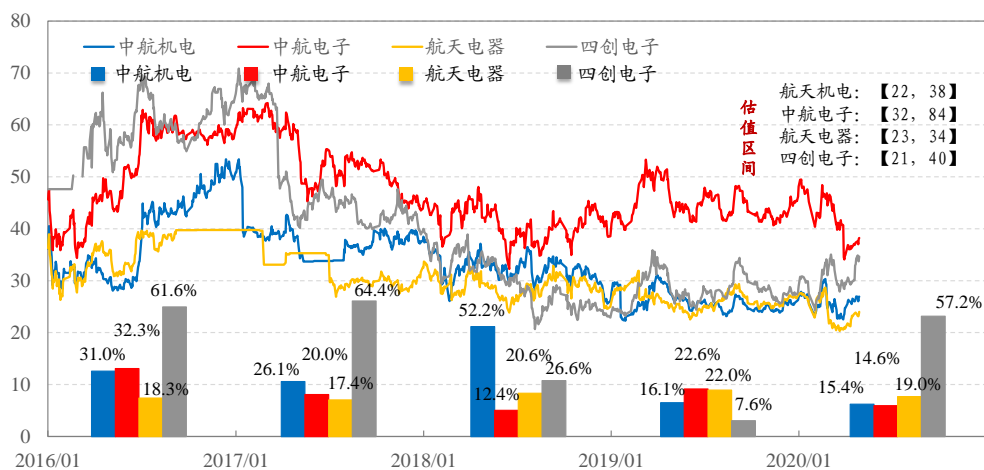
数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 国睿科技因预期增长与实际增长差距过大导致 2019 年估值高企 (TTM)



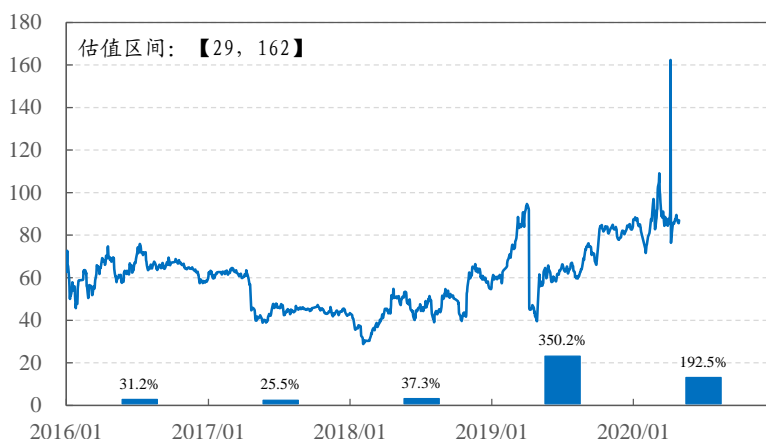
数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 军工业务占比较高的资产注入品种估值动态值水平大多时期高于业绩增速水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图54：国睿科技因预期增长与实际增长差距过大导致 2019 年估值高企（动态）



数据来源：Wind、开源证券研究所

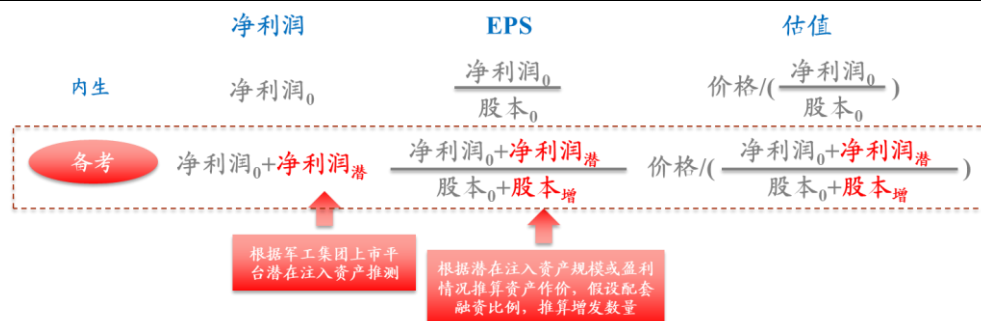
我们给出军品业务占比较大的资产注入品种的合理估值区间为【20~25, 30~50】倍。对于资产注入品种合理估值区间的界定：中长期看，我们预期此类品种的潜在年化增速可达 15%左右；由于享受行业确定性增长或/与“隐含平台价值”的估值溢价，资产注入品种的估值底部应在 15X 以上；而估值顶部则取决于催化剂的种类与当时的实际催化强度。通过对历史 PE（TTM）以及动态 PE 区间的统计，我们给出军品业务占比较大的资产注入品种的合理估值区间为【20~25, 30~50】倍。

2. 市场风格因子偏成长股/市场风险偏好高的情况下，备考估值模型有望再度兴起

需要强调的是，由于行业层面的军工资产注入逻辑并未完全兑现并消失，故而备考估值框架并非能断言永久失效，在市场风格因子与风险偏好偏向牛市时，有望再度兴起。

我们选择 25%与 50%两个配套融资方案考察备考 PE。以上述资产注入类标的为计算样本，若按 25%的配套融资比例，2013 年以来估值的运行区间在【18, 53】，估值中枢为 37X；若按 50%的配套融资比例，估值的运行区间在【25, 70】，估值中枢为 28X。当前样品估值分别为 23X（25%配套融资）以及 30X（50%配套融资）。

图55：备考估值模型将潜在注入资产的利润以及可能的增发比例纳入考量



资料来源：开源证券研究所

图56: 资产注入品种备考估值运行区间为【18,53】(25%配套融资比例) / 【25,70】(50%配套融资比例)



数据来源: Wind、开源证券研究所

(1) 备考估值的底部

对于确定备考 PE 估值的底部,我们需考虑若在当前时间点已完成资产注入,基于公司的内生增长应给予多少倍的估值。对比美国主要军工企业 PE 估值,其在冷战之后的军费增长阶段(1991-2005 年)的 PE 估值约 20X~30X,对应时间段的美国军费 CAGR 约 4.3%;与美国该阶段对比,中国军费投入的增速更高,由前文所述,我们认为中国军费有望保持在 7%~8%的增速,军工行业有 15%左右的潜在增长预期,综合美国主要军工企业的估值水平以及中国更高的军费增速,我们认为,20X 备考估值可作为合理估值区间的底部,这也可以从备考估值的历史运行区间得到验证。

(2) 备考估值的顶部

在非常乐观的市场情绪下,部分公司可能会提前达到未来一段时间的合理市值。2019 年中国军费预算 1.2 亿元人民币,美国军费支出 5.1 万亿美元,若 15 年后中国军费接近或达到美国当前水平,即中国军费达到当前的约 4.3 倍。由于中国军工企业潜在利润增速(15%左右)高于军费增速(7%~8%),则 15 年后主要军工企业的盈利规模相当于当前备考估值的 5 倍左右。若 15 年以后军工股给予 10 倍 PE,则对应当前 50 倍备考 PE;若给予 15 年以后 15 倍 PE,则对应当前 75 倍备考 PE。考虑到时间价值以及资产注入的不确定性,我们认为 50X 的备考估值已经可以充分反映军工行业未来中长期的发展预期,可将其作为在市场情绪非常乐观时,合理备考估值区间的顶部。

综上所述,我们认为,在市场风格因子偏成长股/市场风险偏好高的情况下,资产注入品种的备考估值模型有望再度兴起,且合理备考估值区间在【20,50】左右。

表15: 国企军工企业估值体系: 较高估值品种、资产注入品种、考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种

估值品种划分	标的列举	适用市场环境	估值定价逻辑	年化增速	估值区间
考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种	内蒙一机	全部	①受军费采购拉动,具有确定性增长特点; ②也受限于军品定价机制,但考虑未来军队建设重点将放在海空天一体化作战,陆	15%	【20~25, 30~40】

估值品种 划分	标的列举	适用市场环境	估值定价逻辑	年化增速	估值区间
			军装备长期景气逻辑有缺陷，因此将其归为低估值品种。		
	中航光电 航天发展 中航电测等		受军费采购拉动，具有确定性增长特点。		
较高估值 品种	中航飞机 中航沈飞 中直股份	平衡市与低风险偏好的市场	①受军费采购拉动，具有确定性增长特点； ②受限于军品定价机制，报表净利率数据显著低于整机厂实际盈利能力，市场已 price in 此差距，在报表数据基础上给予一定估值溢价，导致航空类整机厂估值底部远高于低估值品种。	15%-20%	整体估值水平应有中航飞机>中航沈飞≈中直股份的规律 整体估值区间【30,90】
		牛市与高风险偏好的市场	PS 法确定合理估值区间：对标国际可比公司估值情况，考虑中国军费增速高于美国，PS 估值水平应略高于国际可比公司；	-	三家整机厂估值区间： PS 1.8~2
资产注入 品种	中航机电 中航电子 航天电器 四创电子 国睿科技等	市场风格因子偏价值股投资	军工业务占比较高且背靠较大利润体量军工科研院所的标的：受益于行业确定性增长或/与军工集团平台价值，享有行业确定性增长或/与“隐含平台价值”的估值溢价。	15%	【20~25,30~50】
	航天长峰 航天科技 航天机电 航天动力等	且风险偏好低	军工业务趋近于 0 或民品业务缺乏成长性且背靠较大利润体量的军工科研院所的标的：虽有“隐含平台价值”估值溢价，但业绩/估值波动幅度大，且后者权重压倒性超越前者，暂不被注重基本面的机构关注。	-	-
	上述所有资产注入品种	市场风格因子偏成长股投资且风险偏好高	将潜在注入资产的利润体量以及增发股本纳入考量	-	【20,50】

资料来源：开源证券研究所

3.2、民参军的估值决定因素与长期的广阔成长空间

我们认为民参军企业估值基本由以下四点因素决定：1、军工行业确定性增长赋予民参军企业的估值溢价；2、自身军品与民品的营收与净利润占比及军品与民品所处细分赛道的成长性；3、主题性因素与资金面原因；4、民参军企业的制造体系定位与国家产业政策性因素等等。整体来看，当前民参军企业相对军工国企的估值水平更高，依据单个上市公司的具体特征，基本可从以上四点因素中找到解释。

目前来看，民参军企业当前业务规模普遍较小；但长期而言，在军品与民品业务协同建设方略的持续推进和军工行业改革的大背景下，我们判断，民参军企业军品业务潜在市场空间广阔，长期来看有望出现军品业务规模较大的大型民营军工企业。我们推测 2019 年我国国防预算中用于武器装备采购的费用超过 4,879 亿元，若民营企业承担其中 1/3 的份额，考虑其更加市场化的盈利能力，我们假设净利率水平可达 20%以上（参考美国可比公司的盈利水平），对应潜在净利润规模或超过 325 亿元。这一潜在规模在未来 5-10 年有望随着国防开支的稳定增长而持续增加，假设给

予 40 倍 PE 估值，则对应民参军企业军品业务的总市值将达到 13000 亿元，这意味着长期来看有望出现军品业务规模较大的大型民营军工企业。

我们认为具备竞争壁垒和成长性的民参军标的有：**景嘉微、光威复材、高德红外与长鹰信质等**。

表16：潜在民参军市场拥有万亿空间（2019 年民参军潜在利润空间和市值估算）

项目	假设与测算结果	
2019 年国防预算（亿元）	11899	
假设：国防预算中武器装备采购费用占比与 2017 年相同	41%	
2019 年武器装备采购费用（亿元）	4879	
假设：民营企业承担其中 1/3 的份额对应的军品总收入（亿元）	1626	
净利率假设	20%	30%
净利润合计（亿元）	325	488
估值（PE，倍）（考虑到国防开支的增长和未来民营份额的进一步提升）	40	50
对应民参军企业军品业务的总市值（2019，亿元）	13000	24400

数据来源：国防部网站、开源证券研究所

4、投资建议

按照本报告估值体系理论的划分逻辑，“考虑内生增长/盈利能力受限的低估值品种”相关受益标的包括**中航光电、中航电测及内蒙一机等**；“较高估值品种”建议关注**中航沈飞**，相关受益标的还包括**中直股份、中航飞机**；“资产注入品种”相关受益标的包括**中航机电、航天电器、中航电子、四创电子、国睿科技等**；具备竞争壁垒和成长性的民参军标的包括**景嘉微、光威复材、高德红外与长鹰信质等**。

5、风险提示

军费增速与上市公司业绩不及预期；市场风格因子与市场风险偏好的摆动；测算可能存在误差，只作为研究分享不作为投资建议。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835