

# 国防军工：内生外延，下游渐强

## ——2023年国防军工年度策略

行业评级：看好  
2022年12月

分析师 邱世梁

证书编号 S1230520050001

分析师 王浩若

证书编号 S1230522110002

分析师 王华君

证书编号 S1230520080005

分析师 刘村阳

证书编号 S1230522100001

分析师 杨雨南

证书编号 S1230522110003

# 国防军工：内生外延，下游渐强

## 1、国防：内生外延双轮驱动；相对上游和中游，下游主机厂业绩弹性更大

(1) “二十大”再提加快世界一流军队建设。2023年为“十四五”第三年，“时间过半、任务过半”，趋势向上。

“备战、2027百年强军、建设与第二大经济体相称的强大国防”是既定方向，二十大再提强军建设、“建成世界一流军队”，首提“打造强大战略威慑力量体系、增加新域新质作战力量比重”。

(2) 国防军工核心逻辑：内生+外延、内需+外贸、军品+民品。

未来国企整合、股权激励有望加快进程。中船集团旗下公司已启动重组，十大军工集团重组预期将升温，重视中船集团、航天科技、中电科、中航工业、航天科工、兵器工业等集团的重组进程

(3) 规模效应+精细化管理，“小核心大协作”；相对上游和中游，下游主机厂业绩弹性更大

## 2、核心赛道：看好航空航天、信息化、新材料、船舶、陆军装备，推荐下游主机厂及高壁垒、竞争格局好的上中游标的

(1) 航空航天：回归自下而上，议价权向下游转移，关注细分赛道募投变化，关注无人装备新增供应商

(2) 船舶：量价齐升，行业进入中期景气上升期

(3) 陆军装备：俄乌冲突凸显重要性，外贸将成新增长点

(4) 信息化：被动元器件估值已在低位，关注航天产业链需求端变动

(5) 新材料：高温合金供给上升，增材制造、特种材料募投达产，新增赛道增多

3、重点推荐：航发动力、中航西飞、中航沈飞、中国船舶、中兵红箭、振华科技、中航光电、航发控制、图南股份

4、风险提示：上游周期品价格大幅上涨、重大事故导致交付不及预期、行业大需求不及预期等风险。

# 目录

CONTENTS

## 01 复盘2022:财报持续印证高景气, 收入利润双提升

### 国防军工: 内生外延双轮驱动, 趋势向上主机厂弹性大

## 02

二十大再提强军建设, 国企改革、股权激励有望持续增速

内生外延双轮驱动、趋势向上主机厂业绩弹性大

下游终端持续提质增效, 小核心大协作产业粘性增加

### 核心赛道: 航空航天、信息化、新材料、船舶、陆装

## 03

航空航天: 回归自下而上, 议价权向下游转移, 关注细分赛道募投变化+无人装备新增供应商

船舶: 量价齐升, 行业进入中期景气上升期

陆军装备: 俄乌冲突凸显重要性, 外贸将成新增长点

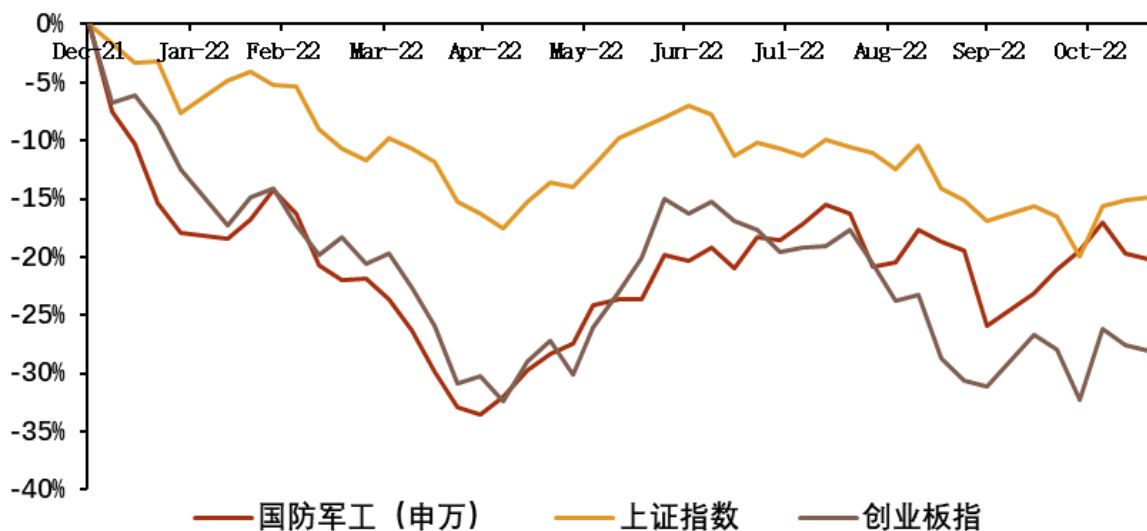
信息化: 被动元器件估值已在低位, 关注航天产业链需求端变动

新材料: 高温合金供给上升, 增材制造、特种材料赛道增多

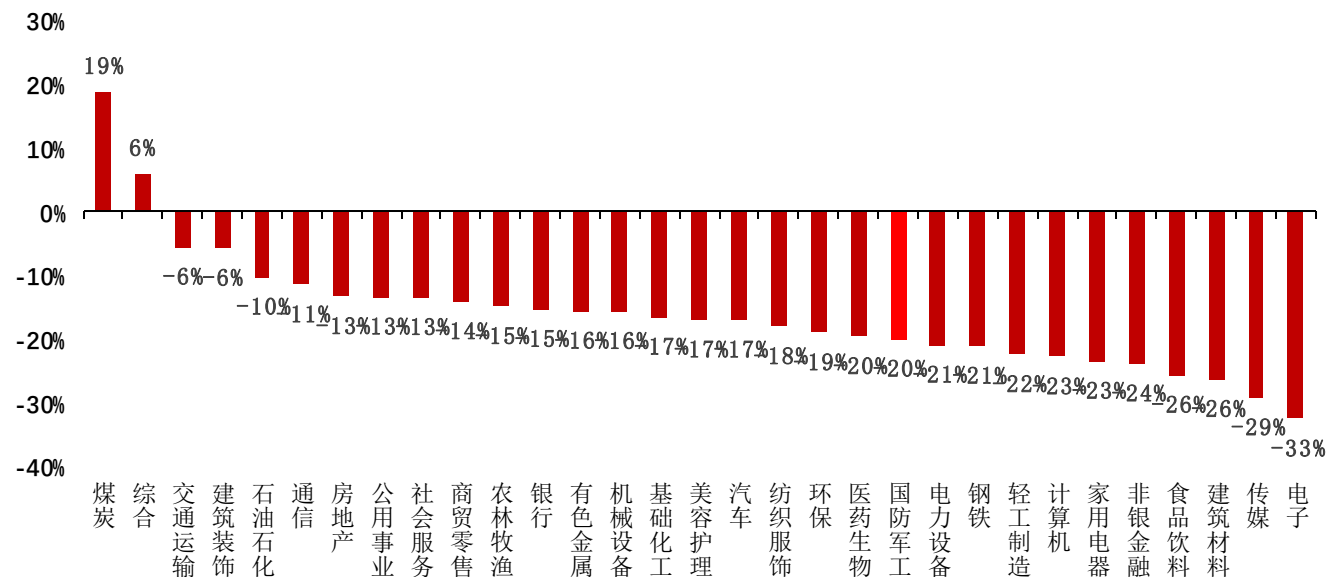
## 04 重点推荐标的

- 年初至今申万国防指数下跌20.0%，上证指数下跌14.9%，创业板指下跌29.6%；年初至今国防指数跑输上证综指5.1pct，跑赢创业板指9.6pct。
- 从行业比较来看，国防指数全年表现在31个申万一级行业中排第21名。

图：年初至今国防指数跑输上证综指5.1pct，跑赢创业板指9.6pct

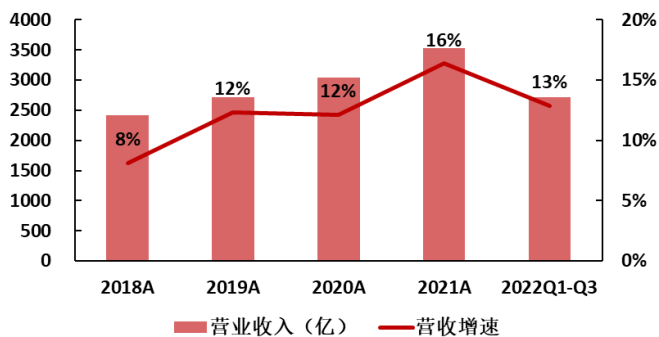


图：国防指数全年下跌20%，位居一级行业第21名

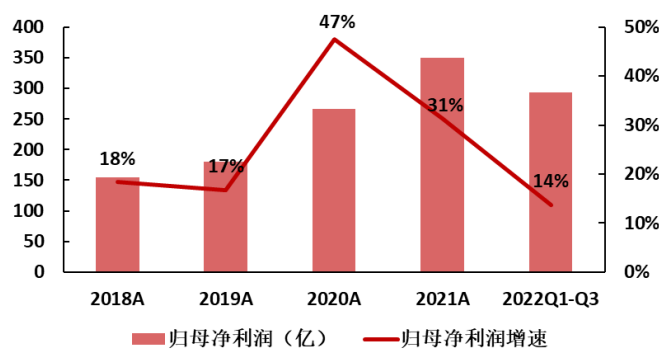


- 军工板块81家公司（剔除船舶）2021年营收同比增长16%，**净利润同比增长31%**；2022年前三季度季度营收同比增长13%，**净利润同比增长14%**。
- 军工板块近年来利润率呈不断上升趋势：从2018到2021年，整体**毛利率从21.8%提升到24%**，**净利率从6.4%提升到9.9%**。2022年前三季度板块盈利能力持续呈上升趋势。

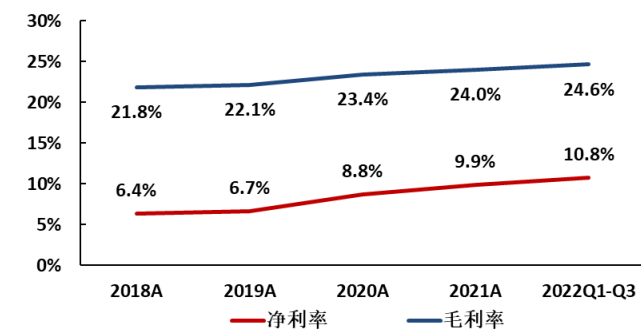
图：2022Q1-Q3军工板块营收同比增长13%（剔除船舶）



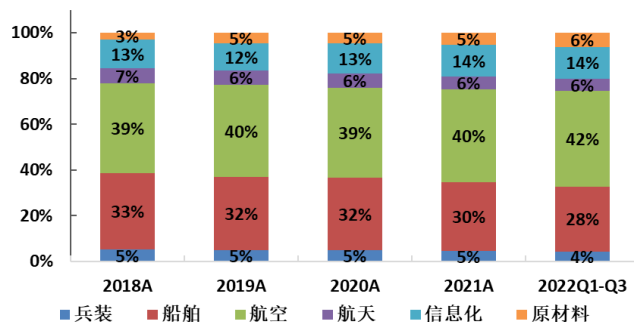
图：2022Q1-Q3军工板块归母净利润同比增长14%（剔除船舶）



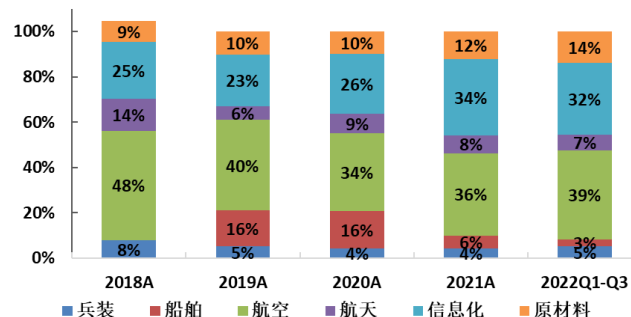
图：2022Q1-Q3军工板块整体净利率约为10.8%（剔除船舶）



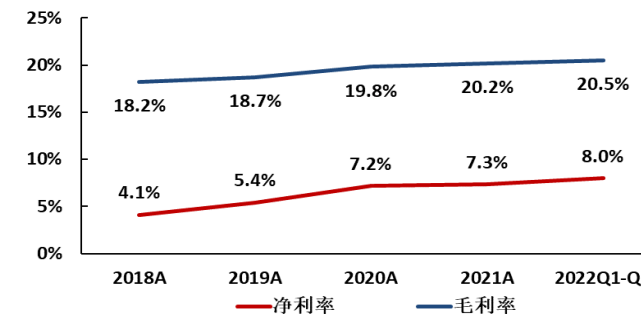
图：航空、船舶、信息化板块营收占比较高



图：航空、信息化、原材料板块净利润占比较高



图：2022Q1-Q3军工板块整体净利率约为8.0%（不剔除船舶）



# 1.3 【国防军工】估值增速匹配历史最佳

注：Wind一致预期，市值数据截至2022.11.23

子板块	归母净利润 (亿元)				CAGR	PE				PEG (2022)	ROE (摊薄)
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
军工整体	370	474	650	869	33%	60	47	34	26	1.43	6%
军工整体(剔除船舶)	350	440	591	763	30%	54	43	32	25	1.46	9%
其中：地面兵装	17	21	27	36	29%	41	33	25	19	1.05	6%
其中：船舶	21	34	59	106	73%	161	98	56	31	1.30	1%
其中：航空	134	166	223	289	29%	61	49	37	28	1.69	7%
其中：航天	29	38	48	62	29%	66	51	39	31	1.74	6%
其中：信息化	124	158	209	270	30%	44	35	26	20	1.20	13%
其中：原材料	45	58	82	106	33%	61	48	34	26	1.46	13%

**估值增速匹配历史最佳：**军工板块81家公司（剔除船舶）2021-2024年归母净利润复合增速预计将达到30%，2023年板块整体PE为32倍，估值增速基本匹配。当前申万国防指数PE-TTM为55倍，处过去十年历史12%分位。



## 【国防军工】重点推荐：中航西飞、航发动力、中国船舶等

注：Wind一致预期，市值数据截至2022.12.02

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				ROE (MRQ)	PB (MRQ)
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021PE	2022PE	2023PE	2024PE		
000768	中航西飞	737	6.53	9.68	13.36	16.90	113	76	55	44	4%	5%
600893	航发动力	1178	11.88	15.05	19.74	26.08	99	78	60	45	2%	3%
000519	中兵红箭	306	4.85	11.45	16.18	21.43	63	27	19	14	7%	3%
600760	中航沈飞	1213	16.96	22.14	28.91	37.24	72	55	42	33	14%	10%
002179	中航光电	943	19.91	27.02	33.89	42.84	47	35	28	22	16%	6%
600150	中国船舶	1056	2.14	10.13	26.69	65.57	494	104	40	16	1%	2%
300855	图南股份	139	1.81	2.40	3.29	4.33	76	58	42	32	12%	10%
688122	西部超导	453	7.41	10.79	14.55	18.73	61	42	31	24	18%	8%
000738	航发控制	354	4.88	6.76	9.01	11.91	73	52	39	30	6%	3%
000733	振华科技	591	14.91	23.41	30.15	38.53	40	25	20	15	15%	6%

# 目录

CONTENTS

## 01 复盘2022:财报持续印证高景气，收入利润双提升

### 国防军工：内生外延双轮驱动，趋势向上主机厂弹性大

## 02

二十大再提强军建设，国企改革、股权激励有望持续增速

内生外延双轮驱动、趋势向上主机厂业绩弹性大

下游终端持续提质增效，小核心大协作产业粘性增加

### 核心赛道：航空航天、信息化、新材料、船舶、陆装

航空航天：回归自下而上，议价权向下游转移，关注细分赛道募投变化+无人装备新增供应商

船舶：量价齐升，行业进入中期景气上升期

陆军装备：俄乌冲突凸显重要性，外贸将成新增长点

信息化：被动元器件估值已在低位，关注航天产业链需求端变动

新材料：高温合金供给上升，增材制造、特种材料赛道增多

## 04 重点标的公司一览



## 本轮国防军工大发展，直接需求来自于：“备战” “2027”，二十大再提强军建设

- 当前我国军事实力（主要体现在武器装备数量上）与美国差距依然巨大，备战越充分、解决外部冲突的能力越强

时间	相关文件	国防军队建设相关描述
2017年	“十九大” 报告	确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；力争到 <b>二〇三五年基本实现国防和军队现代化</b> ，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队；军队是要准备打仗的， <b>一切工作都必须坚持战斗力标准</b> ，向能打仗、打胜仗聚焦... <b>开展实战化军事训练；坚持富国和强军相统一</b> ...深化国防科技工业改革，形成军民融合深度发展格局，构建一体化的国家战略体系和能力
2021年	“十四五” 规划纲要	<b>确保2027年实现建军百年奋斗目标；加快武器装备现代化</b> ，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展， <b>加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展；促进国防实力和经济实力同步提升</b> ...加大经济建设项目贯彻国防要求力度。加快建设现代军事物流体系和资产管理体系...优化国防科技工业布局，加快标准化通用化进程。 <b>推进武器装备市场准入、空中交通管理等改革</b>
2022年	“二十大” 报告	大力度推进 <b>国防和军队现代化建设</b> ；实现建军一百年奋斗目标，开创 <b>国防和军队现代化</b> 新局面；确立党在新时代的 <b>强军目标</b> ，贯彻新时代党的 <b>强军思想</b> ，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，统筹加强各方向各领域军事斗争，大刀阔斧 <b>深化国防和军队改革</b> ，人民军队体制一新、结构一新、格局一新、面貌一新

“二十大”再提加快世界一流军队建设，首提“打造强大战略威慑力量体系、增加新域新质作战力量比重”，未来高精尖装备生产经营效率、国企改革整合、股权激励等改革举措或有望加快



## 国企改革、资产整合、股权激励有望加速

# “二十大”再提加快世界一流军队建设，国企改革、股权激励有望加速

此前，军工央企集团旗下上市公司已经先后实行了30余次股权激励，其中多个公司开展了诸如十年三期的长期激励计划、部分公司已经实施了第二期、第三期股权激励。后续其他军工央企上市公司激励也有望加快。

军工集团	上市公司	时间	军工集团	上市公司	时间
中航工业	中航光电	2017	兵器装备	长安汽车	2016
	中航光电	2019		中光学	2019
	<b>中航光电</b>	<b>2022</b>	中国电科	海康威视	2012
	中航沈飞	2018		海康威视	2014
	<b>中航沈飞</b>	<b>2022</b>		海康威视	2016
	飞亚达A	2019		海康威视	2018
	深南电路	2019		太极股份	2015
	中航重机	2020		华东电脑	2016
	<b>中航西飞</b>	<b>2022</b>		杰赛科技	2019
航天科技	四维图新	2015	卫士通	2020	
	四维图新	2018	电科数字	2021	
	航天彩虹	2021	中国电子	中国长城	2018
航天科工	航天信息	2017		振华科技	2019
	航天长峰	2020		上海贝岭	2019
中船重工	中国动力	2014	中国长城	2020	
	中国动力	2017	兵器工业	凌云股份	2017
兵器工业	北方导航	2020		内蒙一机	2020

## 策略分析

- ◆ 2023年看重产业链上游及下游侧重一头一尾：预计行业将出现由上及下、从小到大的切换，但2023年更侧重“切”而不是“换”
- ◆ 标的选择上重点关注管理力能，明年行业将从“看产能”过渡到“看管理”、考虑到募投达产进度，国企市占率预计上行
- ◆ 行情判断方面，2023-2025年，军工中周期震荡上行，战略性看多军工指数及其权重、但2023年整体弹性预期弱于经济复苏周期，23年全年行业指数可能呈现倒“V”型走势

## 标的关注

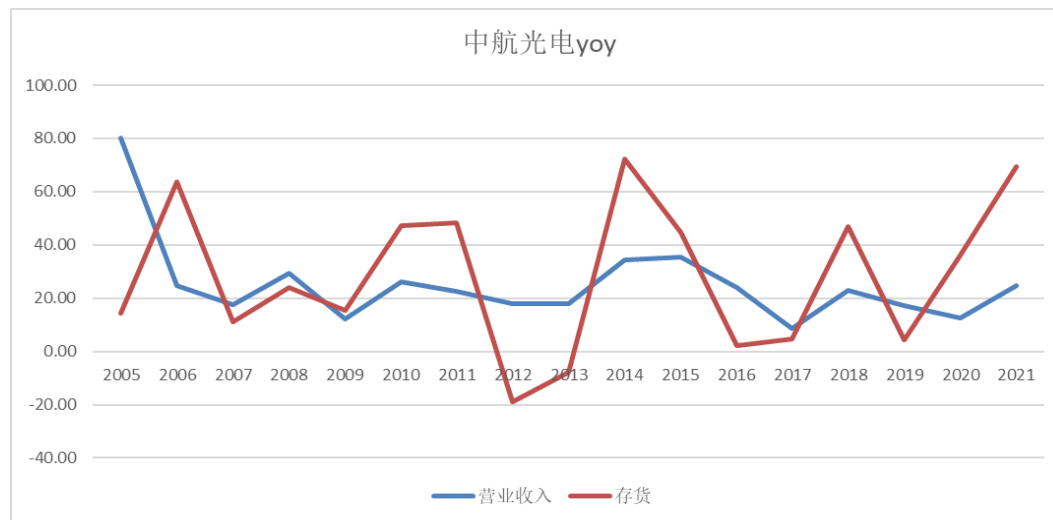
- ◆ 下游：盈利触底，周期上行，战略性看多主机厂、短期看反弹（中直股份、中航西飞）、长期看规模（航发动力）
- ◆ 中游：高景气赛道叠加、节点供求有优势（广联航空、中航高科、图南股份、航发科技、恒宇信通）
- ◆ 上游：细分赛道优先达产（西部超导、抚顺特钢、中航光电）
- ◆ 弹性：“中期调整”相关标的（振华科技、鸿远电子、中航光电、西部材料、航天电器、菲利华）

## 研究逻辑

- ◆ 2023年前看产能、2023年后看管理、2025年后看研发

每年的主导逻辑存在一定的规律性

计划工作	开启新的五年计划	人事调整	时间过半 任务过半	继承上年动作	结束这个五年 规划下个五年
对应年份	2011/2016/2021	2012/2017/2022	2013/2018	2014/2019	2015/2020
指数涨跌（申万）	-33.09%/- 18.58%/11.17%	-5.66%/-16.65%/- 20.15%	33.35%/-31.04%	53.89%/27.19%	28.50%/57.98%
振幅	50.75%/36.49%/36.79%	48.85%/37.40%/42.98%	52.65%/38.07%	82.98%/52.30%	132.82%/78.03%



年份	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
行业主线	盘活	启动	扩张	变局	跨越	未来
资本市场	资产多种处理方式	资产加速上市	核心资产上市	先抑后扬	预付款	(展望...)
代表事件	资产证券化	军工股改	证券化加速	军改	小核心大协作	外贸、军转民
代表公司	航天电子	中航西飞	航发动力	中航沈飞	图南股份	(展望...)
产业逻辑	预研	预研转小批	小批转批产	小批转批产	批产	产业拓展

### “十四五”期间：

- 行业准入壁垒下降
- 业绩释放更多集中在供应链上，下游找超跌反转
- 下游议价权先抑后扬

### “十五五”期间：

- 行业准入壁垒回升
- 目标应该是补短板+财政带来贡献
- 下游突破业绩天花板

## 2.2 中周期看方向，长周期选赛道，建议关注“两机+三代”

### 长周期选赛道

- ◆ 赛道长度- “十五五” 期间既能外贸、又能转民
- ◆ 内部细分- “十四五” 期间产能大幅释放，有降本能力
- ◆ 研发、研发、还是研发

### 建议关注

- ◆ “两机（航空发动机、燃气轮机）+三代（三代半导体）”

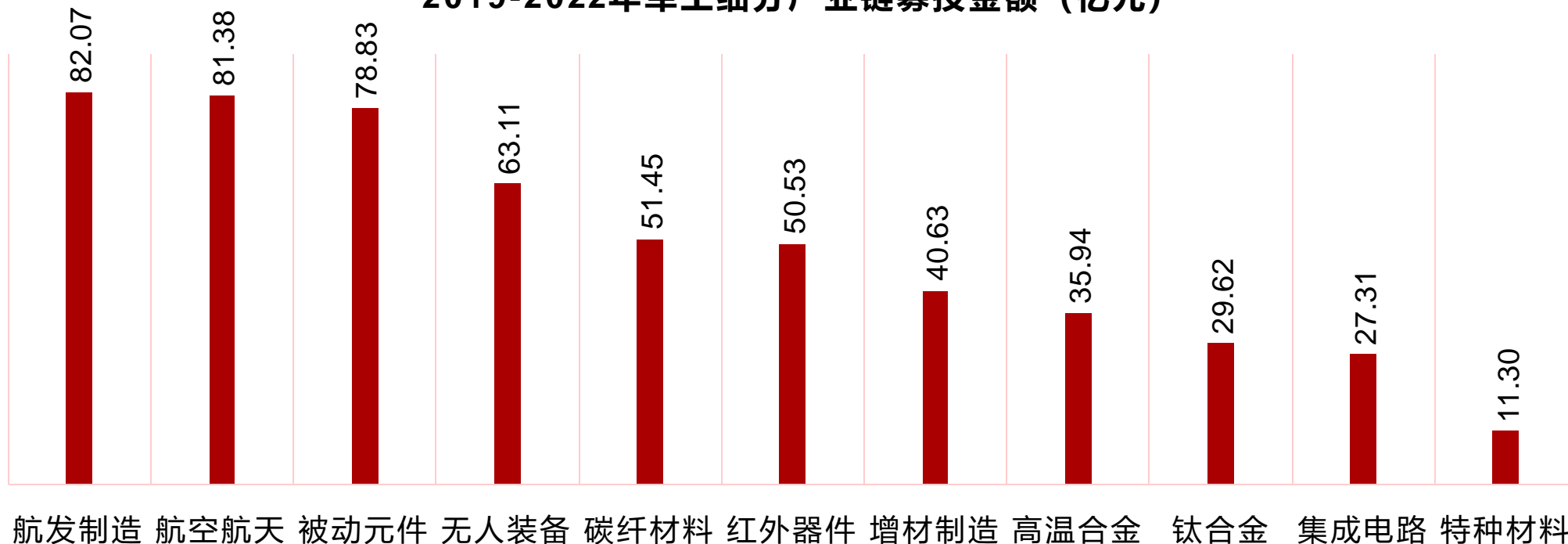
## 板块产业端投融资总述

截至2022.11.20，二级市场融资总额（含IPO已过会企业）为552亿元。

产业投融资集中于行业中上游，投融资额由高到低顺序依次为：航发制造（82亿）、航空航天（81亿）、被动元件（79亿）、无人装备（63亿）、碳纤材料（51亿）、红外器件（51亿）、增材制造（41亿）、高温合金（36亿）、钛合金（30亿）、集成电路（27亿）、特种材料（11亿）。

伴随上游募投项目逐渐达产，2023年后产业链议价权逐渐向下游转移。

2019-2022年军工细分产业链募投金额（亿元）





过往三年，航发动力、中航西飞、中航沈飞大幅度的低效资产剥离及计提减值，资产质量大幅度改善

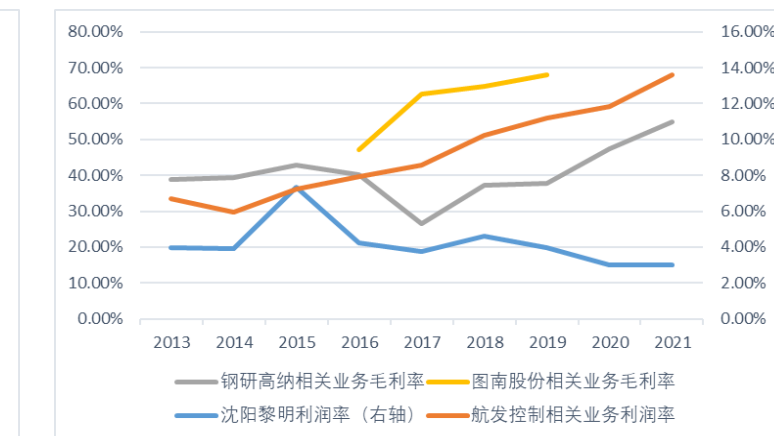
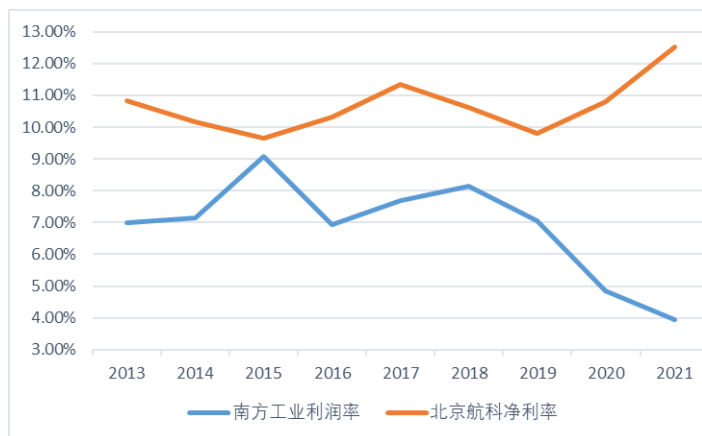
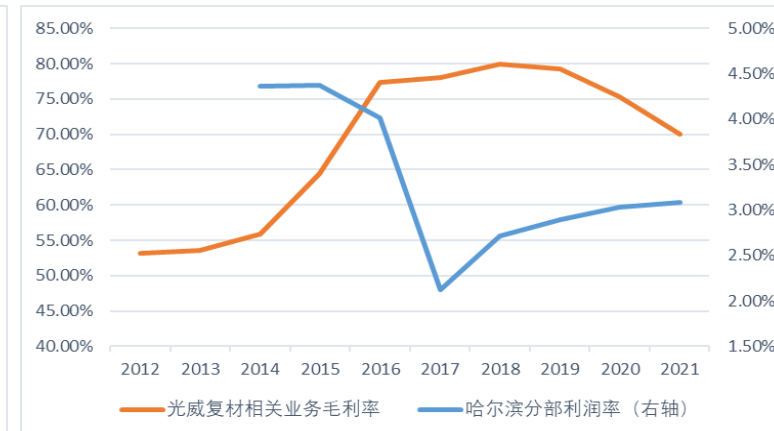
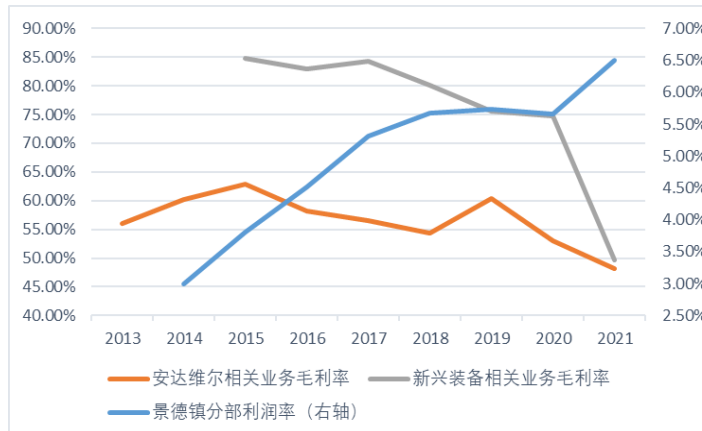
公司	金额 (亿元)	时间	概述
航发动力		2022.08	剥离中国航发山西航空发动机维修有限责任公司80%股权。
	4.71	2021.03	计提减值
	4.94	2022.04	计提减值
	2.68	2022.10	计提减值
中航西飞	3.15	2020.12	剥离沈飞民机36%股权
	0.44	2020.12	剥离西飞铝业63.56%股权
	4.32	2021.12	剥离成飞民机27.16%股权
	0.33	2021.12	剥离西安天元36%股权
	0.34	2021.12	剥离西经发展公司100%股权
	19.00	2021.12	剥离贵州新安100%股权
	1.82	2022.03	计提减值
中航沈飞	2.45	2021.01	剥离沈飞民用飞机有限责任公司32.01%股权
	5.38	2020.12	剥离除上航特66.61%股权外的全部资产及负责
	1.62	2021.12	剥离中航（沈阳）投资管理有限公司45.9%股权
	1.60	2020.10	计提减值
	2.57	2021.03	计提减值
	1.79	2021.10	计提减值

- ◆ 区分小核心与大协作，切忌“南辕北辙”
- ◆ 增加产业粘性，关注后续商业模式变化

公司	项目	投融资	金额 (亿元)	时间	建设期 (月)	预计达产 (年)
<b>航发制造</b>						
钢研高纳	抚顺新区盘轴加工车间一期	自有资金投资	0.30	2022年		2024
图南股份	沈阳图南精密部件制造有限公司	设立子公司	1.00	2021.07		2024
图南股份	参股沈阳华秦科技有限责任公司 (19%)	参股子公司	0.46	2022.08		2024
航亚科技	设立子公司贵州航亚 (同航发资产)	设立子公司	3.00	2021年		2024
华秦科技	沈阳华秦航发科技有限责任公司 (68%)	设立子公司	2.40	2022.08		2024
富创精密	参股设立子公司沈阳强航时代 (27%+19%)	设立子公司	1.98	2021年		2024
<b>航空航天</b>						
广联航空	航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目	非公开发行	3.98	2022.08	24	2024
广联航空	大型复合材料结构件轻量化智能制造项目	非公开发行	2.67	2022.08	24	2024
广联航空	航天零部件智能制造项目	非公开发行	1.02	2022.08	24	2024
爱乐达	航空零部件智能制造中心	非公开发行	4.40	2020.09	42	2024
华伍股份	航空装备和航空零部件研发制造基地	非公开发行	3.61	2022.11	18	2024
加力奇	先进复合材料数智化生产基地建设项目	IPO	6.20	2022年	24	2024
加力奇	研发技术中心建设项目	IPO	2.40	2022年	24	2024
加力奇	先进复合材料数智化制造系统建设项目	IPO	0.52	2022年	24	2024

### 军工产业“双重背离”特性：

- ◆ 财务报表端部分指标（新建产能、合同预付款等）导致的总资产上升可以看做周期左侧指标；相应的，产业链收到补价款可看成是产品交付总量见顶的标志；
- ◆ 全生产周期内，新型号产品毛利率在产业链不同上下游环节呈现一定的负相关性：原因系产品放量初期，下游因产品暂定价较低、成品率较低、员工工艺不熟、产业链配套不足等多重因素影响，导致生产成本上涨，短期利润无法有效释放；相反，上游企业因订货增长、扩产难度低，其规模效应更容易体现，实现收入+利润双提升。后期随产业链逐渐成熟，下游企业议价能力增强+规模效应毛利提升，上游企业竞争格局恶化导致毛利率降低，利润率此消彼长，由此形成“双重背离”。



### 找方向主线一：产业链自下而上

- 1、2022年尚未结束，但是已经可以大致判断出全年合同负债变化，西飞产业链确定大幅上扬，哈飞产业链可以关注
- 2、合同负债出现后一年，机会主要集中于产业链供应商
- 3、西飞产业链占比较高的供应商：航发科技（发动机）、西部超导（钛合金）、三角防务（锻件）、广联航空（复材成型、工装）
- 4、哈飞产业链占比较高的供应商：恒宇信通（显控设备）、光威复材（碳纤维）、广联航空（复材成型、工装）、新兴装备（旋翼折叠、挂架）安达维尔（座椅）

### 建议关注：

- 1、产业链重合：西部超导、光威复材、广联航空；
- 2、营收占比较高：航发科技、恒宇信通

表：下游主机厂合同负债金额及变动幅度一览（单位：亿元，%）

公司名称	20211231	20220930	合同负债变动幅度
航发动力	217.52	196.08	-9.86%
中航沈飞	365.35	132.48	-63.74%
中航西飞	65.86	252.43	283.26%
中直股份	23.38	20.64	-11.73%
洪都航空	68.48	63.92	-6.66%
中无人机	4.49	3.88	-13.62%
航天彩虹	0.10	0.22	113.21%
内蒙一机	120.06	46.17	-61.55%

### 找方向主线二——产业链募投：

**优质赛道且节点募资较少，中长期产业链议价权逐步上移**

重点关注 (1) 主机厂-航发动力、中航西飞； (2) 碳纤-预浸料-中航高科； (3) 航发-铸造-航材股份、图南股份。

细分板块优先放量： (1) 高温合金-抚顺特钢； (2) 被动元件-中航光电

2023年：国企转攻，民企迂回， 国企看份额提升、民企看节点卡位

**总结：2023年前看产能、2023年后看管理、2025年后看研发**

### 找方向主线二——周期叠加推导

**长期战略性看多军工指数，迎接2025年高峰， 2023年可能是后续三年指数收益最低的一年**

(1) 主机厂短期关注：中航西飞、中直股份、航发动力、中航沈飞、洪都航空

(2) 主机厂长期排序：航发动力、中航沈飞、中航西飞、中直股份，洪都航空预计为弹性标的

**2023年关注“中期调整”，时间过半、任务过半， 弹性关注此前系统性低于预期的产业链**

(1) 航天科工条线：鸿远电子、中航光电、西部材料、航天电器、菲利华，求稳可关注振华科技

(2) 陆军条线：中直股份、中无人机、航天彩虹、中兵红箭、北方导航、理工导航

# 目录

CONTENTS

## 01 复盘2022:财报持续印证高景气, 收入利润双提升

### 国防军工: 内生外延双轮驱动, 趋势向上主机厂弹性大

## 02

二十大再提强军建设, 国企改革、股权激励有望持续增速

内生外延双轮驱动、趋势向上主机厂业绩弹性大

下游终端持续提质增效, 小核心大协作产业粘性增加

### 核心赛道: 航空航天、信息化、新材料、船舶、陆装

航空航天: 回归自下而上, 议价权向下游转移, 关注细分赛道募投变化+无人装备新增供应商

船舶: 量价齐升, 行业进入中期景气上升期

陆军装备: 俄乌冲突凸显重要性, 外贸将成新增长点

信息化: 被动元器件估值已在低位, 关注航天产业链需求端变动

新材料: 高温合金供给上升, 增材制造、特种材料赛道增多

## 04 重点推荐标的



飞机制造产业链公司投融资情况一览：产能逐步扩充，关注管理能力

公司	项目	投融资	金额 (亿元)	时间	建设期 (月)	预计达产 (年)
<b>外购</b>						
三角防务	400MN模锻液压机生产线技改及深加工建设项目	IPO	1.34	2019.04	24	2021
三角防务	军民融合理化检测中心公共服务平台项目	IPO	1.11	2019.04	24	2021
全信股份	FC光纤总线系列产品生产项目	非公开发行	0.36	2021.03	12	2022
江航装备	产品研制与生产能力建设项目	IPO	1.66	2020.07	36	2023
江航装备	产品研制与生产能力建设项目	IPO	0.95	2020.07	36	2023
全信股份	航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目	非公开发行	1.46	2021.03	24	2023
全信股份	综合线束及光电系统集成产品生产项目	非公开发行	1.28	2021.03	24	2023
中航重机	航空精密模锻产业转型升级项目	非公开发行	8.05	2021.01	36	2024
航材股份	航空高性能弹性体材料及零件产业项目	IPO	6.47	2022年	24	2024
航材股份	航空透明件研发/中试线项目	IPO	7.06	2022年	36	2025
航材股份	大型飞机风档玻璃项目	IPO	2.69	2022年	36	2025
三角防务	航空精密模锻产业深化提升项目	非公开发行	3.25	2022.07	36	2025
三角防务	航空数字化集成中心项目	非公开发行	7.07	2022.07	36	2025
江航装备	技术与科研能力建设项目	IPO	1.82	2020.07	60	2025
湘电股份	车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设项目	非公开发行	12	2022.01	36	2025
<b>委外</b>						
广联航空	航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目	非公开发行	3.98	2022.08	24	2024
广联航空	大型复合材料结构件轻量化智能制造项目	非公开发行	2.67	2022.08	24	2024
广联航空	航天零部件智能制造项目	非公开发行	1.02	2022.08	24	2024
爱乐达	航空零部件智能制造中心	非公开发行	4.40	2020.09	42	2024
华伍股份	航空装备和航空零部件研发制造基地	非公开发行	3.61	2022.11	18	2024
加力奇	先进复合材料数智化生产基地建设项目	IPO	6.20	2022年	24	2024
加力奇	研发技术中心建设项目	IPO	2.40	2022年	24	2024
加力奇	先进复合材料数智化制造系统建设项目	IPO	0.52	2022年	24	2024

## 3.1

# 航空航天：发动机制造，铸造优于锻造，机加构建壁垒

## 发动机制造：细分格局变化及募投进展是行业发展变迁关键

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
<b>外购</b>						
派克新材	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	IPO	5.72	2020.08	24	2022
三角防务	发动机盘环件先进制造生产线建设项目	IPO	2.22	2019.04	24	2022
图南股份	年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目	IPO	2.58	2020.07	30	2023
航宇科技	航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目	IPO	6.00	2021.06	24	2023
航亚科技	航空发动机关键零部件产能扩大项目	IPO	5.78	2020.11	36	2023
中航重机	特种材料等温锻造生产线建设项目	非公开发行	<b>6.40</b>	<b>2021.01</b>	<b>36</b>	<b>2024</b>
钢研高纳	西安钢研高纳航空部件有限公司（同航发动力）	设立子公司	<b>1.10</b>	<b>2022年</b>		<b>2024</b>
航材股份	航空航天钛合金制件热处理及精密加工工艺升级项目	IPO	<b>5.47</b>	<b>2022年</b>	<b>36</b>	<b>2025</b>
派克新材	航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目	非公开发行、设立子公司	15.00	2022.04	36	2025
航宇科技	航空发动机燃气轮机用环锻件精密制造产业园项目	投资	12.00	2022年		2025
三角防务	航空发动机叶片精锻项目	非公开发行	5.26	2022.07	36	2025
<b>委外</b>						
钢研高纳	抚顺新区盘轴加工车间一期	自有资金投资	<b>0.30</b>	<b>2022年</b>		<b>2024</b>
图南股份	沈阳图南精密部件制造有限公司	设立子公司	1.00	2021.07		2024
图南股份	参股沈阳华秦科技有限责任公司（19%）	参股子公司	0.46	2022.08		2024
航亚科技	设立子公司贵州航亚（同航发资产）	设立子公司	3.00	2021年		2024
华秦科技	沈阳华秦航发科技有限责任公司（68%）	设立子公司	2.40	2022.08		2024
富创精密	参股设立子公司沈阳强航时代（27%+19%）	设立子公司	1.98	2021年		2024



## 无人装备：赛道开启，关注稳定市场开拓及核心配套商

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
航天彩虹	彩虹无人机科技有限公司年产XX枚低成本机载武器产业化项目	非公开发行	0.86	2020.11	9	2021
航天彩虹	CH-4增强型无人机科研项目	非公开发行	1.38	2020.11	24	2022
航天彩虹	无人倾转旋翼机系统研制项目	非公开发行	0.58	2020.11	24	2022
航天彩虹	低成本机载武器科研项目	非公开发行	0.74	2020.11	24	2022
航天彩虹	隐身无人机系统研制项目	非公开发行	4.69	2020.11	36	2023
航天电子	智能无人水下航行器产业化项目	非公开发行	1.35	2021.12	24	2023
航天电子	机场无人智能协同保障系统项目	非公开发行	1.00	2021.12	18	2023
航天电子	新一代卫星通信载荷及终端产品产业化项目	非公开发行	3.00	2021.12	24	2023
航天电子	石英振梁加速度计和精密电磁组件产业化项目	非公开发行	2.86	2021.12	24	2023
航天电子	宇航用集成电路关键封装部件及超精密装备批生产建设项目	非公开发行	2.85	2021.12	24	2023
航天电子	先进激光导航产品研发及产业化批产项目	非公开发行	1.85	2021.12	24	2023
航天电子	先进光纤惯性及光电信息产品研制能力建设项目建设项目	非公开发行	1.46	2021.12	24	2023
星网宇达	无人机产业化项目	非公开发行	1.63	2022.01	12	2023
航天电子	延庆无人机装备产业基地一期建设项目	非公开发行	4.00	2021.12	36	2024
航天电子	无人系统配套装备产业化项目	非公开发行	2.00	2021.12	30	2024
航天电子	智能综合电子信息系统产业化项目	非公开发行	10.00	2021.12	36	2024
航天电子	新型智能惯导系统研发与产业化能力建设项目建设项目	非公开发行	2.00	2021.12	36	2024
纵横股份	大鹏无人机制造基地项目	IPO	3.38	2021.02	36	2024
星网宇达	无人机系统研究院项目	非公开发行	2.60	2022.01	36	2025
中无人机	无人机系统研制及产业化项目	IPO	9.71	2022.06	54	2026
中无人机	技术研究与研发能力提升项目	IPO	4.69	2022.06	48	2026
宗申航发	引入第二轮战略投资者	引战增资	0.50	2021年		

### 船舶行业：处于中长期底部区域，未来进入新一轮上行周期

订单进入上行周期。上一轮周期从2003年开始，2006-2007年新船订单达到高点。按照船舶约20年寿命估算，2026-2027年将迎来新一轮新船订单高峰。箱船、油轮交替上行；供求紧张，驱动船价进入上行周期。

### 民船：箱船订单开启、油轮干散接力，置换为主、新增及环保共同驱动行业进入上行的景气周期

需求复苏显著：1) 箱船爆发。集装箱运价上涨—箱船船东大幅盈利—箱船船东资产负债表改善—上游造船业大幅下单；

2) 油轮有望接力箱船。航线拉长、环保降速促油轮需求提升；运价上涨，船东盈利改善，船东加速下单（超龄服役严重）；

3) LNG、干散、PTCC（汽车运输船）等后期有望跟进。

供给持续收缩，扩产周期长。上一轮下行周期，产能持续向中韩转移，向头部企业转移，尾部产能显著出清，集中度提升。

船价进入上行趋势：1) 高附加值船型占比上升：箱船毛利率高（20%），新接单箱船占比近半，高附加值产品未来增速快；

2) 钢材价格下行（钢价占成本约35%-40%） 3) LNG船未来有望放量，市场份额持续扩大

供给现状：1) 供给收缩：与上一轮周期相比，供给端大幅出清，中国占全球造船业份额从上一轮周期约15%提升至本轮约50%；

2) 行业不断向头部集中（近十年CR10从40%提升至70%）； 3) 新扩产难度大，龙头公司2022-2027年业绩确定性强。

### 军船：“内生”中国蓝军建设装备大发展，“外延”资产整合打开发展天花板

内生：我国海军“十四五”由近海防御向远洋护卫持续转型，船舶行业有望持续受益于海军现代化建设；

外延：南北船集团合并后，旗下船舶制造资产有望整合——涉及标的：中国船舶、中国重工、中船防务。

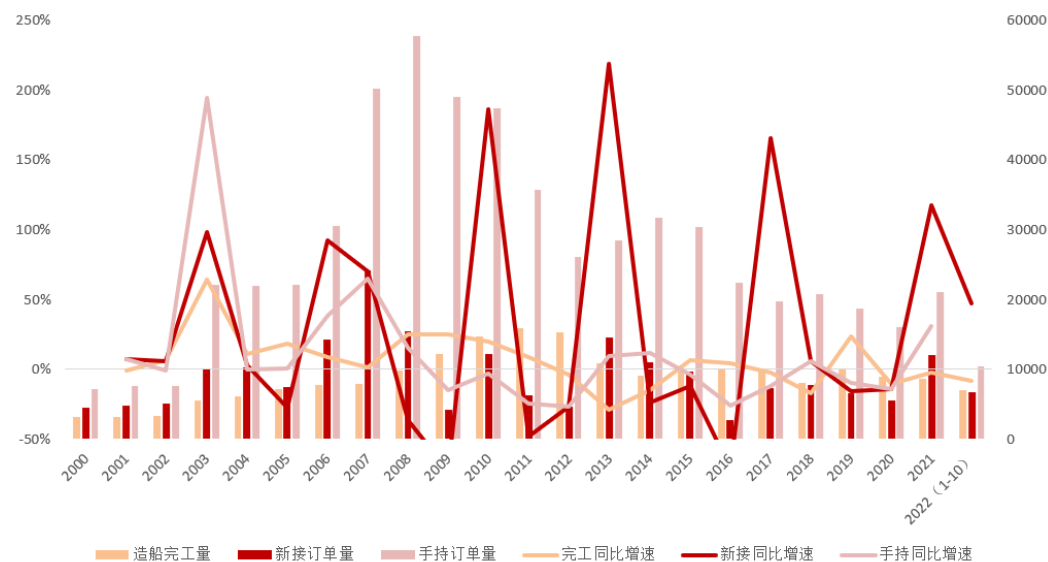
### 重点推荐：中国船舶、中国海防、亚星锚链，关注中国重工、中船防务、中国动力等

### 风险提示：全球船舶需求波动、原材料价格波动、船价上涨不及预期风险

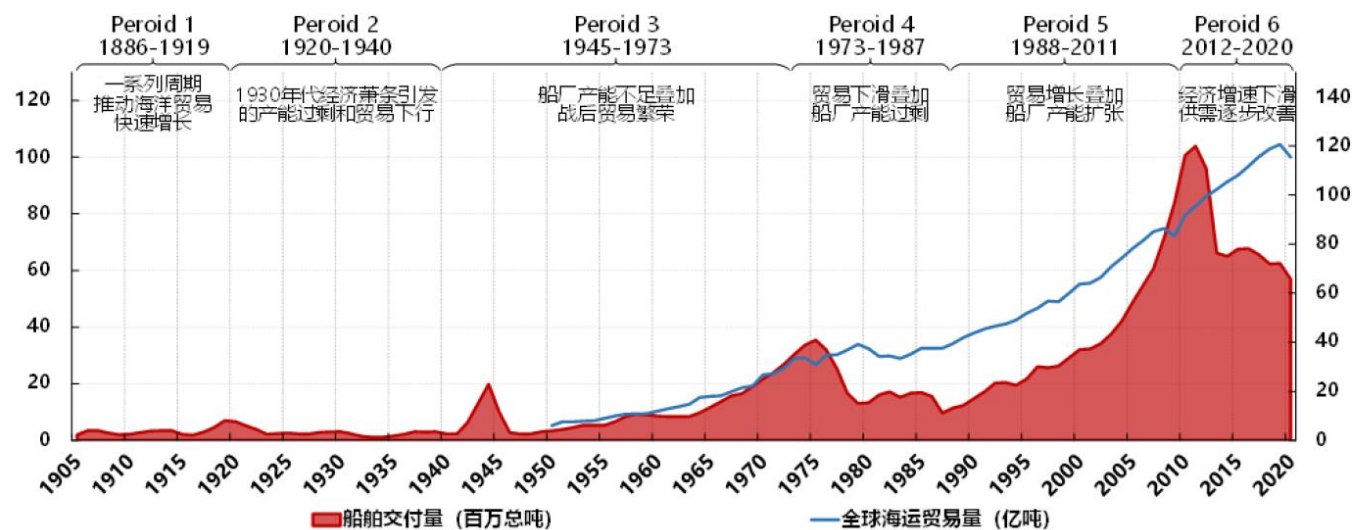
## 3.2 船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

根据深度报告《亚星锚链：全球锚链龙头，船舶海工、漂浮式海上风电、矿用链“三箭齐发”》显示，全球海运周期受宏观经济、战争、贸易等多重影响，自1886年到2020年可分为6个大周期（每个周期约20余年），其中包含多个小周期；

图：2000-2022年三大造船指标，2003-2007年周期上行新增订单持续增长



图：全球海运行业在过去一百年分为6个大周期，每个周期约20余年



**上轮周期：**2003年启动，2007年达峰值，多船型订单共同上涨，中国占全球份额约15%。

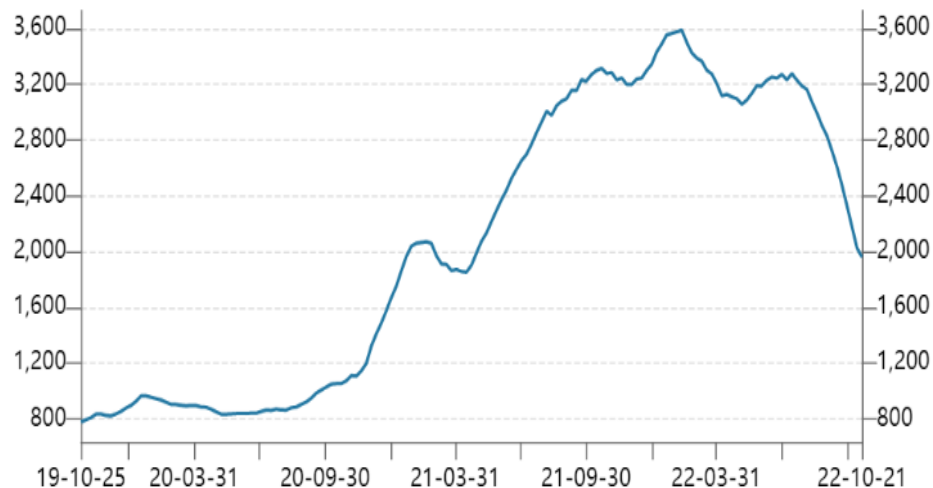
**本轮周期：**2021年全年新增订单同比大幅提升；2022年1-10月，全球新接订单短期回落，同比下降47%。

**后续：**运距拉长+环保降速+更新需求共促油轮、干散、LNG多船型订单接力增长。中国占全球约50%份额。

**集装箱船产业链发展逻辑：**运价上涨（2020.9）--中远海控股价启动（2021.6）--中远海控资债表改善（2021.9在手现金是去年同期3倍）--造船厂订单大幅上涨（中国船舶2021.12新接单同比增长91%）；

**油运有望复制集装箱行业发展趋势**（地缘战争冲突、环保降速、更换需求），龙头公司后期有望承接较多油轮订单

图：进口集装箱运价指数（CCFI），2020年9月运价开始大幅上涨，集装箱船东盈利能力显著增强



图：进口油轮运价指数（CTFI），2022年6月大幅上涨，受地缘政治冲突运距拉长，环保新规降速、老旧船舶更换、美国战略储备释放等多因素影响，油运运力持续紧张

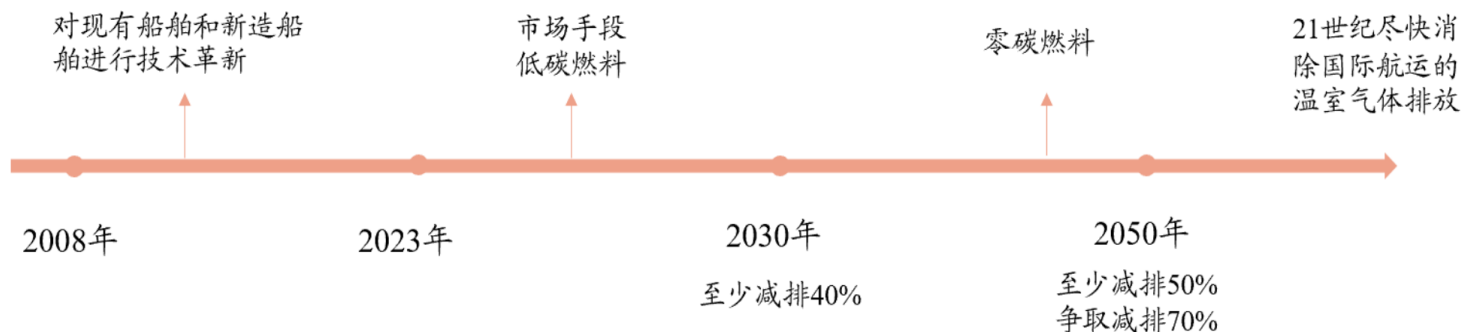


## 3.2 需求：产能出清+换船周期达峰值+环保新规+船东盈利能力提升

2021年全球总吨规模大于100吨的船舶平均船龄为21.7年，已达历史峰值。根据深度报告《中国船舶：全球造船龙头，乘行业大周期“扬帆起航”》显示，部分船舶已经超期服役，随着全球海运贸易需求上升，性能更先进的新船性价比更高，进一步推动老船替换需求增加，预计未来旧船拆解量与船舶新增订单将会进一步增长。

全球船队老龄化现象严重，船舶更换周期近在眼前

船舶类型	船龄>15年		船龄>20年	
	运力口径	数量口径	运力口径	数量口径
油船	24%	45%	6%	31%
干散	17%	51%	7%	41%
箱船	23%	34%	7%	14%
客船	42%	67%	28%	57%
LNG船	17%	26%	7%	15%
其他	52%	51%	40%	41%
合计	22%	50%	9%	39%



在减碳发展的大背景下，**减速航行带来运力损失同步拉动造船市场新需求**。IMO要求推动船舶行业减排举措及目标，至2030年减排40%，2050年争取减排70%；船舶航行速度越慢，碳排放量越低，船队运力增加才能满足日益增长的海运贸易需求和减碳要求。



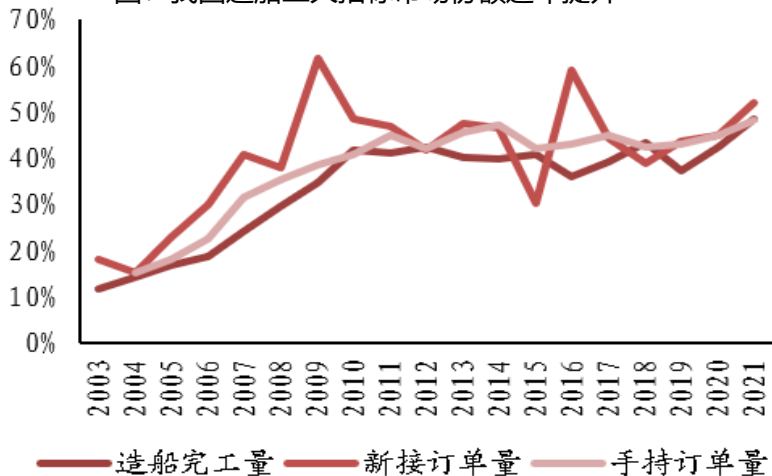
## 3.2 供给：产能出清+头部集中+扩产难，供给端大幅改善；龙头受益

### 全球：供给端产能大幅出清，中国市场份额显著提升，行业龙头引领发展

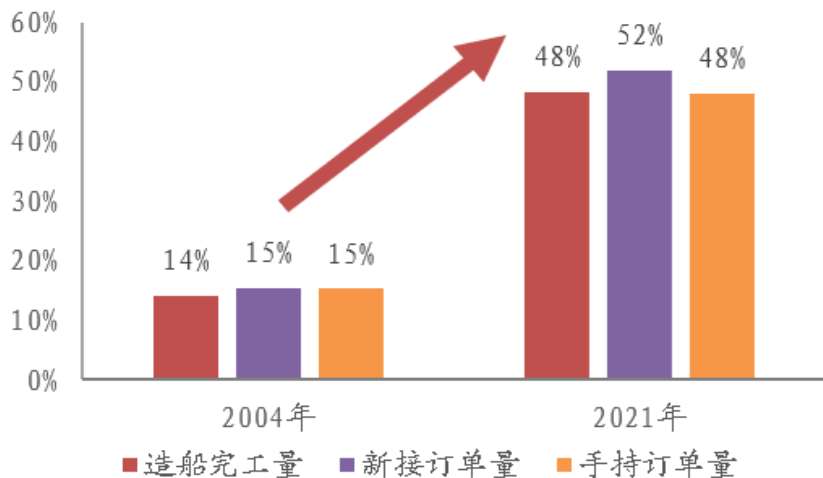
上一轮周期中，中国三大指标所占全球份额较低，约15%左右，2021年中国三大指标所占市场份额约50%左右，原西欧、日本等产能大幅出清，供给端优化明显；后期我国有望在本轮航运周期中优先承接更多全球新增订单。

中国：2022年1-10月，造船完工量前10家企业占全国总量的68%、新接船舶订单前10家企业占全国总量的70%，订单向头部企业集中趋势明显，未来龙头公司有望持续受益。

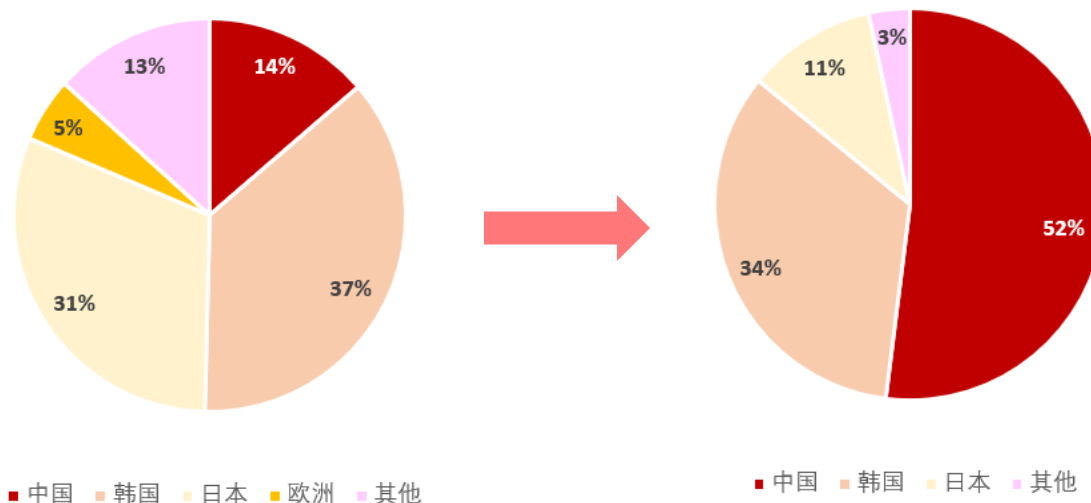
图：我国造船三大指标市场份额逐年提升



图：新一轮周期下，中国三大指标占世界份额显著增加



图：我国占全球市场份额从2003年（左）约14%提升至2021年（右）约50%，全球供给端产能大幅出清，结构优化明显



## 3.2 军船：“内生”海军建设装备大发展，“外延”旗下船舶制造资产整合

两船集团合并后，旗下船舶制造资产有望整合。2019年两船集团的历史性统一打造了我国未来军民海洋建设的新起点，后期集团整体资本运作空间较大，多家上市平台有序整合，逐步剥离不良资产，整合解决同业竞争问题，并注入优良院所和科技类资产。中国船舶、中国重工、中船防务三家涉及整船制造，船舶制造资产有望整合，运营能力、管理效率及市场竞争力持续提升。

上市公司	中国船舶	中船科技	中船防务	中国动力	中国海防				
资产注入时间	2020年	2016年	2022	2020年	2020年	2022	2017年	2019年	
注入状态	已完成	已完成	进行中	已完成	已完成	进行中	已完成	已完成	
注入标的	江南造船 100%、 外高桥造船 36%、中船澄西 22%、广船国际 51%、黄埔文冲 31%股权	海鹰集团 100% 股权	中国海装100%、 凌久电气10%、 洛阳双瑞45%、 中船风电89%、 新疆海为100% 股权	黄埔文冲 100%股权、 扬州科进 相关造船 资产	武汉船机、中 国船柴少数股 权（普通股）； 广瀚动力、长 海电推、武汉 船机、中国船 柴、河柴重工、 陕柴重工、重 齿公司少数股 权（普通股/可 转债）	中国船柴100%、 陕柴重工100%、 河柴重工100%、 中船动力集团 100%股权（向 新设子公司增 资）	长城电子100% 股权	海声科技100%、 辽海装备52%、 青岛杰瑞62%、 杰瑞控股100%、 杰瑞电子54%、 中船永志49%股 权。	
注入后主营业务	军民船舶造修、 海洋工程	舰船海洋配套 设备	风力发电设备、 风电场	船舶制造、 船用配套 设备	舰船用发动机、 海工平台	全品类舰船发 动机	海洋电子信息	水声防务装备、 水下攻防	
置入资产评估值	374亿	21亿		55亿	101亿		11亿	68亿	
总资产	注入前	453亿	105亿	90亿	216亿	572亿	618亿	12亿	15亿
	注入后	1079亿	124亿		425亿	574亿		15亿	68亿
总收入	注入前	169亿	33亿	19亿	58亿	300亿	198亿	2.7亿	3.5亿
	注入后	409亿	37亿		158亿	300亿		3.1亿	35亿
净利润	注入前	4.9亿	0.6亿	0.8亿	(2.1)亿	13亿	5亿	0.07亿	0.7亿
	注入后	2.4亿	1.7亿		0.5亿	16亿		0.4亿	5.2亿

### ➤ 船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

**周期位置：**行业处于周期底部向上阶段；

**供需格局：**需求端更新置换、新增、环保降速、运距拉长等因素促造船订单上涨，多船型轮动新增订单，未来成长空间大；供给端产能大幅出清，头部集中明显；

**结论：**供不应求致船价上涨，成长空间大，龙头企业有望显著受益。

### ➤ 重点推荐中国船舶、中国海防、亚星锚链；关注中国重工、中船防务、中国动力等

(1) 中国船舶：中国船舶集团下属产能最大、产业链最全、技术实力最强的核心军民船舶上市公司之一，后期有望随1) 全球造船行业大周期复苏，民船量价齐升，业绩持续高增长；2) 海军建设，军船稳发展；3) 南北船资产整合，共促公司业绩上涨。

(2) 中国海防：船舶海洋信息化平台，“内生+外延”双驱动。

(3) 亚星锚链：全球锚链龙头，船舶海工、漂浮式海上风电、矿用链“三箭齐发”。

(4) 关注：中国重工、中船防务、中国动力等。



## 3.3 陆军装备：俄乌冲突凸显重要性，外贸将成新增长点

### ➤ 行业核心逻辑：新式陆军重要性不断凸显，内需+外贸共驱高增长

#### 1) 大国体系化对抗下陆军重要性被低估，陆军装备有望迎来新机遇

海湾战争以来，陆军无用论开始兴起。而俄乌冲突作为近30年来区域性大国之间首次大规模、成体系、无明显装备代差的军事对抗，在双方均具备一定区域防空能力，无法获得绝对制空权的情况下，**陆军仍是实现战略战术目标、进行区域控制的重要手段。**

#### 2) 内需：现代战争对陆军提出新挑战，我国陆军装备未来具换装需求

中国作为陆权大国，接壤邻国众多、陆上边境漫长，**复杂周边局势下仍需要保持强大的陆军威慑力量。**

现代战争对陆军的防空、体系作战能力提出了新要求。以99式为代表的我国第三代主战坦克，自20世纪90年代研发至今已超过20年，这20多年无人机等新技术层出不穷，未来我国新一代装备需求有望提升。

#### 3) 外贸：俄乌冲突凸显新式陆军重要性，我国推出新型军贸合成旅，成套体系输出，军贸有望成为新增长亮点

自俄乌冲突爆发以来，新式陆军信息化、体系化、精确打击能力的重要性不断凸显，**或将推动全球主流军备进口国改变采购方针。**

根据SIPRI数据，2017-2021年俄罗斯占据全球军贸市场份额的19%，且大部分为传统装备，中国同期市场份额仅为4.6%。

针对现代陆军新需求，我国新型军贸合成旅应运而生，为客户提供整套陆军装备体系化解决方案，**未来拥有一定科技优势的我国军企有望在国际军贸市场中迎来新机遇。**

### ➤ 投资建议：重点推荐坦克装甲车基础平台、精确制导武器、无人装备三大方向

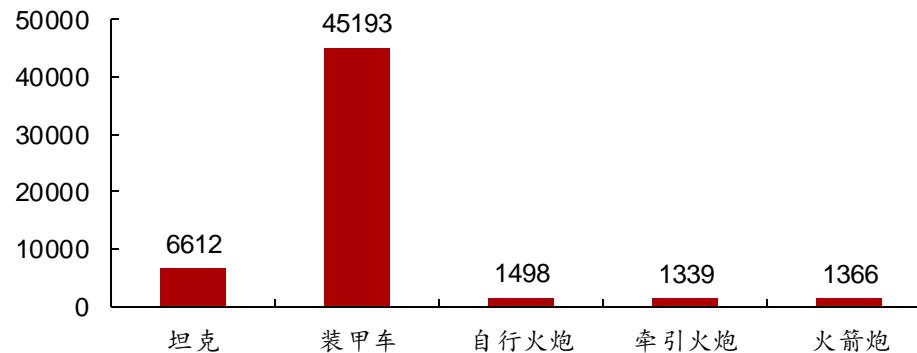
**重点推荐：内蒙一机**（我国唯一主战坦克及8x8轮式战车研发生产基地，新式陆军装备发展核心依托），**中兵红箭**（精确制导武器、火箭炮、反坦克导弹等），**联创光电**（激光装备、反无人机）。看好：北方导航、北方国际、光电股份等。

**风险提示：**1) 国内订单波动风险；2) 股权激励、资产证券化节奏低于预期；3) 重要产品交付不及预期。

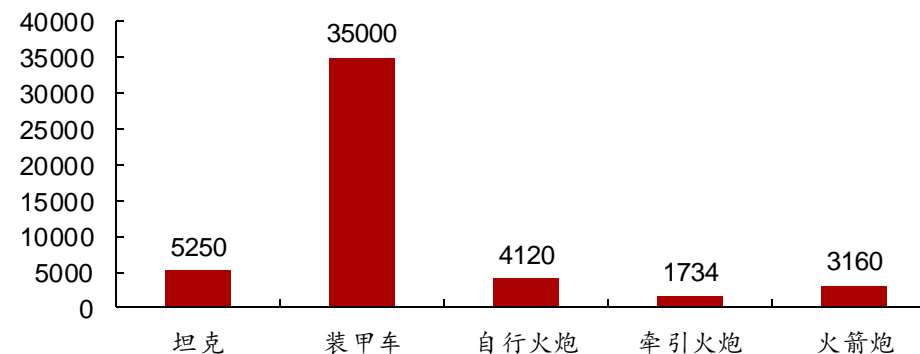
### 3.3 我国周边局势复杂，陆军装备有望迎来新机遇

- 中国作为陆权大国，接壤邻国众多、陆上边境漫长，复杂周边局势下仍需要保持强大的陆军威慑力量。近年来随我国海、空、火箭军新装备不断批产列装，其需求紧迫性已有所缓解，未来有望不断向陆军装备进行倾斜，补齐过去欠下的短板。
- 与美国相比，我国坦克装甲车的数量与质量仍有提升空间。根据Global Firepower数据，美国现役坦克、装甲车数量分别达到6612、45193辆，位居全球第二、第一；而同期我国坦克、装甲车数量约为5250、35000辆，数量与质量具有较大提升空间。随未来以第四代主战坦克等为代表的新一批武器装备定型批产，我国陆军装备具较大换装空间。

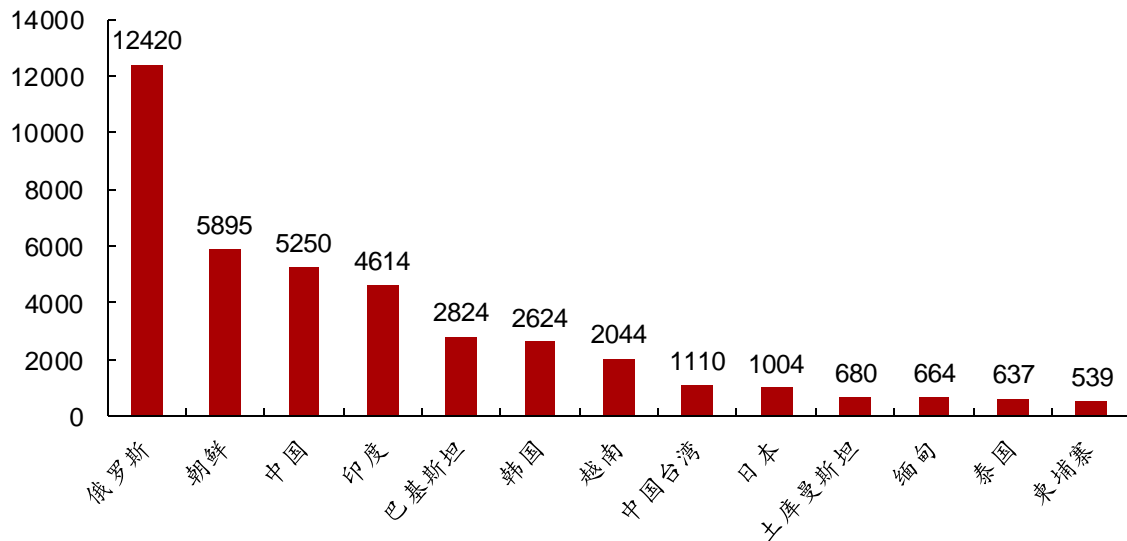
图：美国装甲车数量全球第一，主战坦克数量也较多



图：中国坦克、装甲车数量均不及美国，且仍有较大升级换代需求



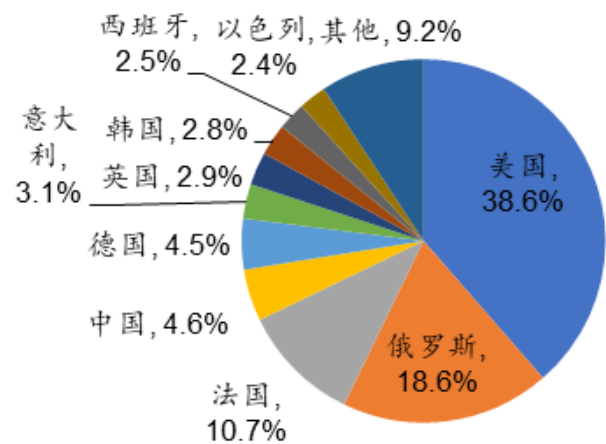
图：东亚、东南亚地区局势复杂：中国周边俄罗斯、朝鲜、印度、巴基斯坦、韩国及越南坦克装备数量较多（单位：辆）



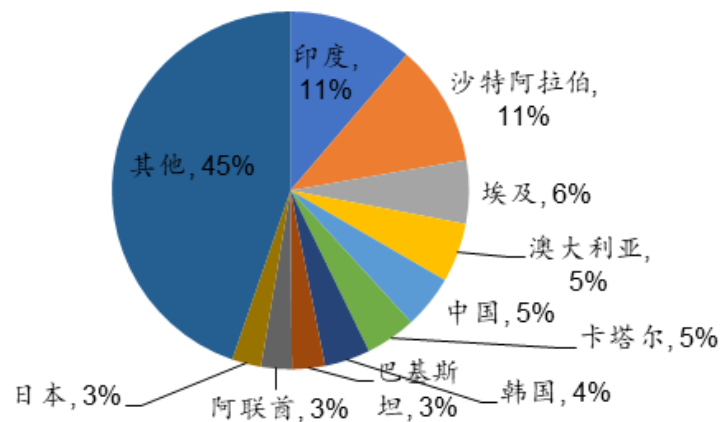
### 3.3 俄乌冲突凸显新式陆军重要性，我国军贸市场有望迎来新机遇

- 自俄乌冲突爆发以来，缺乏信息化体系支撑、精确制导能力的传统作战装备缺点逐渐暴露，以无人机、海马斯等为代表的精确远程打击方式大放异彩，或将推动全球主流军备进口国改变采购方针。
- 根据SIPRI数据，2017-2021年俄罗斯占据全球军贸市场份额的19%，且大部分为传统装备；中国同期占全球军贸市场份额仅为4.6%，但以坦克装甲车、火箭炮、无人机、精确制导武器等为代表的产品已经在国际市场崭露头角，未来拥有一定科技优势的我国军企有望在国际军贸市场中迎来新机遇。

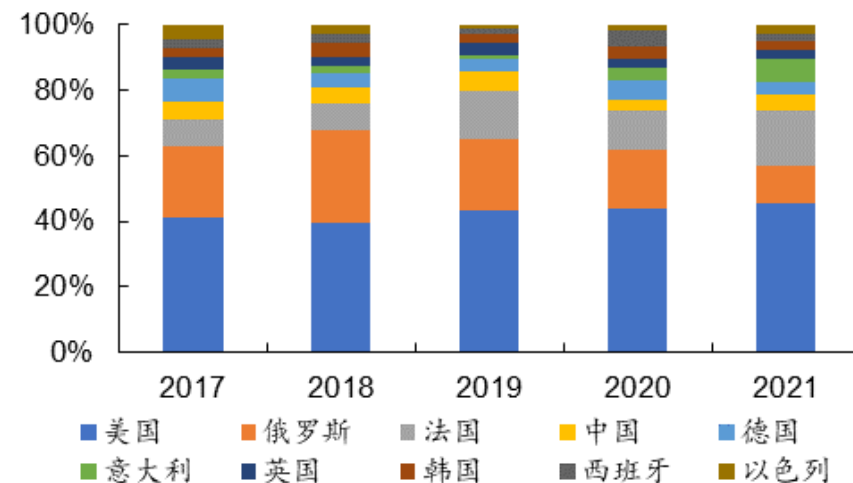
图：2017-2021年全球军贸市场主要被美俄占据



图：2017-2021年沙特与印度是最主要的武器进口国



图：近年来俄罗斯在全球军贸市场的份额呈下降趋势



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所



### 3.3 新型军贸合成旅首次亮相，有望引领我国军贸市场发展

针对现代陆军新需求，我国陆军军贸合成旅应运而生，为客户提供整套陆军装备体系化解决方案。新型军贸陆军合成旅由1个旅指挥中心以及侦察营、坦克营、机步营、炮兵营、无人机营、反坦克营、防空营、作战支援营、勤务保障营共9个常规作战模块加1个城镇作战增强模块构成，展现了新时代陆军体系化、模块化的合成作战发展方向。

- 1) **坦克装甲车基础平台**：坦克营包括VT4A1主战坦克、VT5-U轻坦、VN20履带式战车等；机步营有VN22轮式战车、ST3A 8×8轮式突击炮等。
- 2) **精确制导武器**：炮兵营包括SH15车载加榴炮、SR5以及AR3模块化火箭炮等；反坦克营主要包括红箭系列反坦克导弹；防空营包括天龙100远程防空导弹、倚天II近程防空导弹系统、OP6防空综合对抗系统以及DJS1反无人机系统等。
- 3) **无人装备**：坦克营以及机步营包括轻型轮式无人作战平台、VU-T2履带式地面无人作战平台等；无人机营包括金雕500A无人直升机等。

图：我国军贸合成旅首次亮相第十四届珠海航展



图：新型军贸合成旅基本覆盖坦克装甲车基础平台、精确制导武器、无人装备三大方向



## 3.3 投资建议：重点推荐内蒙一机、中兵红箭、联创光电等

- 从军贸合成旅看新式陆军发展方向：9个作战模块中基本覆盖坦克装甲车基础平台、精确制导武器、无人装备三大重点方向。
- 重点推荐：**内蒙一机**（我国唯一主战坦克及8x8轮式战车研发生产基地，新式陆军装备发展核心依托），**中兵红箭**（精确制导武器、火箭炮、反坦克导弹等），**联创光电**（激光装备、反无人机）。
- 看好：北方导航、北方国际、光电股份等。
- 风险提示：1) 国内订单波动风险；2) 股权激励、资产证券化节奏低于预期；3) 重要产品交付不及预期。

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (MRQ)	ROE (2021)
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
600967.SH	内蒙一机	151	7.47	8.79	10.57	12.88	20	17	14	12	1.4	7.2%
000519.SZ	中兵红箭	312	4.85	10.21	15.26	20.55	64	31	20	15	3.2	5.4%
600363.SH	联创光电	117	2.32	3.62	4.84	6.42	50	32	24	18	3.2	6.9%
600435.SH	北方导航	153	1.34	1.84	2.44	3.29	114	83	63	47	6.2	5.7%
000065.SZ	北方国际	99	6.24	8.40	10.24	12.18	16	12	10	8	1.3	10.0%
600184.SH	光电股份	61	0.62	-	-	-	98	-	-	-	2.5	2.6%

信息化：被动元器件现阶段产业统型及补价并非终局，而是新征程的开始；产业链推荐关注中航光电、宏达电子、航天电器、振华科技、中航光电。

被动元件：关注低成本及统型

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
中航光电	中航光电基础器件产业园项目（一期）	非公开发行	16.73	2021.07	30	2023
宏达电子	微波电子元器件生产基地建设项目	非公开发行	6.47	2021.12	36	2024
航天电器	特种连接器、特种继电器产业化建设项目	非公开发行	2.85	2021.05	36	2024
航天电器	年产153万只新基建用光模块项目	非公开发行	1.12	2021.05	36	2024
航天电器	年产3976.2万只新基建等领域用连接器产业化建设项目	非公开发行	3.95	2021.05	36	2024
航天电器	贵州林泉微特电机产业化建设项目	非公开发行	1.98	2021.05	36	2024
振华科技	新型阻容元件生产线建设项目	非公开发行	1.40	2022.04	24	2024
振华科技	开关及显控组件研发与产业化能力建设项目	非公开发行	2.88	2022.04	30	2024
振华科技	半导体功率器件产能提升项目	非公开发行	7.90	2022.04	36	2025
振华科技	混合集成电路柔性智能制造能力提升项目	非公开发行	7.20	2022.04	36	2025
振华科技	继电器及控制组件数智化生产线建设项目	非公开发行	3.80	2022.04	36	2025
中航光电	中航光电（广东）有限公司华南产业基地项目	非公开发行	22.55	2021.07	48	2025



关注相关公司后续航天领域市场开拓及放量进展，红外产业链关注睿创微纳、大立科技、高德红外等；集成电路产业链关注紫光国微、复旦微电、国博电子、铖昌科技、臻镭科技等

红外器件：跟踪航天装备供应商变化

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
睿创微纳	非制冷红外焦平面芯片技术改造及扩建项目	IPO	2.50	2019.07	24	2021
睿创微纳	红外热成像终端应用产品开发及产业化项目	IPO	1.20	2019.07	36	2022
大立科技	全自动红外测温仪扩建项目	非公开发行	0.94	2020.07	24	2022
大立科技	年产30万只红外温度成像传感器产业化建设项目	非公开发行	2.27	2020.07	24	2022
大立科技	光电吊舱开发及产业化项目	非公开发行	2.58	2020.07	24	2022
高德红外	新一代自主红外芯片研发及产业化项目	非公开发行	10.01	2020.09	24	2022
高德红外	晶圆级封装红外探测器芯片研发及产业化项目	非公开发行	8.75	2020.09	24	2022
高德红外	面向新基建领域的红外温度传感器扩产项目	非公开发行	2.28	2020.09	24	2022
睿创微纳	智能光电传感器研发中试平台	非公开发行	9.00	2022.02	24	2024
睿创微纳	红外热成像整机项目	非公开发行	11.00	2022.02	36	2025

集成电路：关注导弹装备后续发展

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
复旦微电	可编程片上系统芯片研发及产业化项目	IPO	3.6	2021.07	24	2023
国博电子	射频芯片和组件产业化项目	IPO	14.75	2022.07	36	2025
铖昌科技	新一代相控阵T/R芯片研发及产业化项目	IPO	4	2022.05	36	2025
铖昌科技	卫星互联网相控阵T/R芯片研发及产业化项目	IPO	1.09	2022.05	36	2025
臻镭科技	射频微系统研发及产业化项目	IPO	1.27	2022.01	36	2025
臻镭科技	可编程射频信号处理芯片研发及产业化项目	IPO	1.88	2022.01	36	2025
臻镭科技	固态电子开关研发及产业化项目	IPO	0.72	2022.01	36	2025

部分新材料、新工艺环节募资重点以IPO形式为主，代表新增赛道逐渐从“初创阶段”步入“成长阶段”，后续重点关注需求端拓展及供给端格局变化

碳纤维：军品为基、民品求存

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
吉林碳谷	碳纤维原丝及相关制品研发检测中心建设项目	非公开发行	2.50	2022.09	24	2023
中复神鹰	航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目	IPO	2.33	2022.03	21	2024
中复神鹰	碳纤维航空应用研发及制造项目	IPO	3.62	2022.03	24	2024
吉林化纤	1.2万吨碳纤维复材项目	非公开发行	9.00	2021.11	48	2025
中简科技	高性能碳纤维及织物产品项目	非公开发行	16.50	2021.08	48	2025
中复神鹰	西宁年产万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	IPO	8.00	2022.03	36	2025
吉林碳谷	年产15万吨碳纤维原丝项目	非公开发行	9.50	2022.09	48	2026

增材制造：赛道肇始，关注需求拓展

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
铂力特	金属增材制造智能工厂建设项目	IPO	6.00	2019.07	36	2022
华曙高科	增材制造设备扩产项目	IPO	3.29	2022年	24	2024
有研粉材	有研增材（60%+20%）	设立子公司	0.40	2021.12		2024
超卓航科	增材制造生产基地项目	IPO	2.19	2022.06	24	2024
超卓航科	钛合金粉末的冷喷涂工艺开发项目	IPO	0.31	2022.06	24	2024
铂力特	金属增材制造大规模智能生产基地项目	非公开发行	25.09	2022.08	36	2025
华曙高科	研发总部及产业化应用中心项目	IPO	2.84	2022年	36	2025
华曙高科	增材制造技术创新（上海）研究院建设项目	IPO	0.51	2022年	36	2025



## 3.5

## 新材料：供给上升，关注需求

金属材料部分主要募资方式以技改、非公开发行、投资扩产为主，可以预测行业即将进入马太效应阶段。

高温合金：供给上升，马太渐显

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
西部超导	发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	IPO	5.08	2019.07	24	2021
图南股份	年产1000吨超纯净高性能高温合金材料建设项目	IPO	1.83	2020.07	24	2022
抚顺特钢	均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目	投资扩产	2.80	2020.03	24	2022
抚顺特钢	高温合金、高强钢产业化技术改造项目（1期）	技改	2.60	2020.03	24	2022
抚顺特钢	提升产能及产品质量技术改造项目	技改	6.14	2021.03	24	2023
抚顺特钢	新建节能环保技术改造项目	技改	0.74	2021.03	24	2023
抚顺特钢	进一步提升军品产能技术改造项目	技改	1.50	2022.03	24	2023
抚顺特钢	连轧厂提升产能技术改造项目	技改	2.17	2022.03	24	2023
航材股份	航空发动机及燃气轮机用高性能高温母合金制品项目	IPO	4.53	2022年	24	2024
隆达股份	新增年产1万吨航空级高温合金技改项目	IPO	8.55	2022.07	36	2024

钛合金：拆分需求，格局相对稳固

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
宝钛股份	高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	非公开发行	5.12	2020.12	24	2022
宝钛股份	宇航级宽幅钛合金板材、带箔材建设项目		7.8	2020.12	24	2022
宝钛股份	检测、检验中心及科研中试平台建设项目		2.14	2020.12	24	2022
西部材料	高性能低成本钛合金生产线技术改造项目	非公开发行	4.85	2020.04		2023
西部超导	航空航天用高性能金属材料产业化项目	非公开发行	9.71	2021.07	36	2024

特种材料：高市场关注度、下游客户集中、赛道处于初期阶段、民企居多

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	建设期（月）	预计达产（年）
华秦科技	特种功能材料产业化项目	IPO	6.81	2022.02	36	2025
航安型芯	陶瓷型生产基地建设项目	IPO	4.49	2022年	60	2027

# 目录

CONTENTS

## 01 复盘2022:财报持续印证高景气, 收入利润双提升

### 国防军工: 内生外延双轮驱动, 趋势向上主机厂弹性大

## 02

二十大再提强军建设, 国企改革、股权激励有望持续增速

内生外延双轮驱动、趋势向上主机厂业绩弹性大

下游终端持续提质增效, 小核心大协作产业粘性增加

### 核心赛道: 航空航天、信息化、新材料、船舶、陆装

航空航天: 回归自下而上, 议价权向下游转移, 关注细分赛道募投变化+无人装备新增供应商

船舶: 量价齐升, 行业进入中期景气上升期

陆军装备: 俄乌冲突凸显重要性, 外贸将成新增长点

信息化: 被动元器件估值已在低位, 关注航天产业链需求端变动

新材料: 高温合金供给上升, 增材制造、特种材料赛道增多

## 04 重点推荐标的

## 1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024年公司归母净利润为14.8/19.5/26.4亿元，同比增长25%/31%/36%，PE为80/61/45倍，PS为2.8/2.2/1.8倍。考虑军用航发业务增长的确定性，作为中国航发产业绝对龙头、军用航发垄断企业的战略地位和稀缺性，持续推荐。

## 2、关键假设

“十四五”航空装备持续高增长；公司各主要型号发动机不出现重大技术问题、稳健交付

## 3、核心观点

**航发动力与其他航空主机三点显著区别决定了公司长周期的高成长属性：**（1）**航发相较于军机等具有消耗属性、换发需求：**实战化训练背景下训练加剧、换发频率增加；（2）**航发维修价值量大，未来有望带来公司成长新动力：**随着装备放量，新型先进航发保有量增加，航发维修需求将快速增加，参照国外，通用/普惠/罗罗三巨头近年来维保业务营收占比40-61%；（3）**深度参与民机配套，具有长周期的成长性：**通用/普惠/罗罗三巨头近年来商发营收占比68-82%，公司预估未来在中国商发配套中占比1/3以上。

**市场或担心公司长期出现增收不增利，**我们认为：公司代表性产品、三代小涵道比大推涡扇-10从1980年代开始研制，2005年左右批量装备飞机，飞行时间积累，可靠性提升。前后历经40余年，技术将不断趋于成熟、稳定性逐步高，当前装备我国在役几乎所有三四代歼击机，规模效应之下具备业绩释放条件。

**催化剂：**新型号研制获得突破 / 可能的股权激励等

## 4、风险提示

军品订单交付不及预期；型号研制进度不及预期

# 【中航西飞】军民用大飞机龙头、高度战略稀缺性被低估

## 1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024年公司归母净利润10.1/14.9/19.4亿元，同比增长54%/48%/31%，PE为74/50/39倍，PS为1.9/1.5/1.2倍。对标公司中航沈飞2022-2024年PS估值为2.9/2.3/1.9倍；并考虑运输机、轰炸机、特种飞机三大类军用大中型飞机的战略意义以及公司作为我国军用大中型飞机唯一制造商的高度稀缺性，持续推荐。

## 2、关键假设

“十四五”航空装备持续高增长；我国打造“空天一体/攻防兼备”的战略空军，“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”稀缺性主机厂持续高增长

## 3、核心观点

**公司及其产品的重大战略意义及高度稀缺性被低估。**我们认为：（1）**军用大飞机重要性不输战斗机、战略意义犹有过之：**空军打造“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7大战略能力，5大能力以运输机/轰炸机/特种飞机为核心平台；（2）**先进军用大飞机只能自主研制生产，公司在该领域具有完全垄断地位：**运20/各种特种飞机及未来可能的轰20等唯有自主研制生产，缺乏进口渠道，公司完整整合我国军用大飞机整机资产，与一飞院深度绑定，国内无其他竞争平台；（3）**股权激励下达，有效保障后期业绩持续兑现。**

**公司具有高的成长性：**运20/轰20/特种飞机需求量大，在国产客机参与程度深。目前约2%净利率有较大提升空间，新定价机制有待生效。

**未来不缺催化剂：**下一代战略轰炸机进展披露 / WS20发动机进展披露 / 运输机及改型特种飞机订单持续下达

## 5、风险提示

公司产品交付进度不及预期；关键型号研制进展不及预期。

## 1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024年公司归母净利润22.1/28.7/36.1亿元，同比增长30%/30%/26%，PE为54/42/33倍，PS为2.9/2.3/1.9倍，维持“买入”评级。

## 2、关键假设

“十四五”航空装备持续高增长；空军打造以“四代装备为骨干、三代装备为主体”的装备体系，公司产品歼-16占据重要位置；海军航母数量继续增长，公司产品歼-15相应列装，后续由FC-31接替。

## 3、核心观点

**市场或担心公司中长期增长的可持续性**，我们认为：（1）“十四五”公司当前产品增长有保障：中国军机总数仅为美国29%，美国已经淘汰的二代机占据半壁江山，短期弥补可能性低。公司三代半产品歼16是当前空军中流砥柱；（2）**公司下一代产品FC-31有望加速驱动成长**：当前舰载机歼-15为三代半战机，与美国及亚太部分国家装备的F-35存在代差，下一代航母舰载机需求迫切，公司产品FC-31有望加速成长；

**公司或为最早放业绩航空主机**：（1）二期股权激励下达，长期激励绑定公司核心管理层、骨干利益，持续提升运营效率；（2）“均衡生产”水平高，助力产能释放，公司当前产品成熟度高，“规模效应”有望及早显现；（3）定价机制改革，激励利润打开中长期盈利空间；（4）大额预付款下财务状况优化。

**催化剂**：新一战机进展披露 / 股权激励按计划推进 / 大额预付款经公司财务报表等验证

## 4、风险提示

军品订单需求不及预期；产品交付进度不及预期。



# 【中国船舶】全球造船龙头，乘行业大周期“扬帆起航”

## 1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024年归母净利润17.3/26.0/69.0亿，同比增长709%/50%/166%，复合增速100%，PE 63/42/16倍，维持“买入”评级。

## 2、关键假设

- 1) 2021年，疫情影响→全球运力紧张→航运公司业绩大增→新造船订单大增，船舶行业景气度复苏，后续在老船到寿、更严格的环保要求、全球宏观经济及海运贸易量增长多重因素影响下，船舶行业景气度持续上升，行业目前仍处于周期底部回升，安全边际高，向上空间大；
- 2) 中小船厂复苏困难，新增订单及高端船型订单逐步向头部集中，龙头企业有望优先受益；
- 3) 公司作为我国造船业龙头之一，后期受益于订单增长+价格上涨+高附加值船型占比提升，军民共促业绩持续高景气。

## 3、核心逻辑

**船舶行业进入中期景气上升期：**1) 2021年起因供需错配导致的航运需求旺盛，全球新接订单量创2013年以来新高，航运景气度已从集装箱船扩散至油轮、LNG等多种细分品类；2) 叠加换船周期，下游船东在手现金充足促升换船需求；3) 环保减排要求趋严，换船增速加快；4) 由于集装箱、LNG船等高附加值船型产能不断扩张，油船产能受到挤压，近百艘VLCC船龄超过20年，油船运力规模不足，后期将随疫情复苏+补库存+地缘政治冲突，油船订单有望上行，2023-2025订单预计持续增长，保障公司长期业绩。

**南北船旗下船舶制造资产有望整合：**我国海军战略由近海防御向远海攻防型转变，对海军装备更新需求增加，公司有望持续受益于海军现代化装备需求增长；同时随南北船集团合并完成，下属同业竞争上市公司有望加速整合。

## 4、股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；单船价格上涨；公司新签高附加值船舶

## 5、风险提示

- 1) 造船需求不及预期；
- 2) 原材料价格波动。



# 【中兵红箭】三箭齐飞：培育钻石、金刚石、智能弹药

## 1、盈利预测与估值：预计未来3年归母净利润复合增速42%

预计2022-2024年归母净利润分别为 10.2/15.3/20.6亿元，同比增长110%/49%/35%，CAGR=42%，对应PE为31/20/15倍，维持“买入”评级。

## 2、核心逻辑：兵器集团智能弹药龙头，培育钻石、金刚石、智能弹药三箭齐飞

**培育钻石**：低渗透高增长，2022少数“免疫型”赛道，下游需求主要在美国，至2025年需求复合增速35%，行业供不应求。

**工业金刚石**：短期光伏+产能挤压促盈利提升；未来新应用：军品+半导体。需求：短期光伏+高端制造，长期四代半导体+军工，预计至2025年复合增速18%-26%。供给：受设备增加、压机换新、工艺限制，产能受培育钻石挤压供不应求，工业金刚石价格持续上涨，盈利能力不断提升。

**智能弹药**：公司作为智能弹药A股稀缺标的，未来新增智能弹药列装+实战演练频率提升带来的消耗利好需求增长；公司技术壁垒高，赛道卡位强，资质背景雄厚，产能充分，后期有望全方位受益于兵器工业集团需求量增长与我国军队智能弹药采购。

## 3、催化剂

1) 公司管理层市场化机制获得改善；2) 培育钻石下游需求量上涨、培育钻石产能大幅提升；3) 部分军品定价调整及大额合同订单下达。

**4、风险提示** 1) 培育钻石竞争格局变化的风险；2) 销售体系发生变化的风险；3) 军品不及预期的风险。

# 【振华科技】特种电子元器件龙头，品类扩展+提质增效双驱动

## 1、盈利预测与估值：预计未来3年归母净利润复合增速36%

预计公司2022-2024年归母净利为23.5/30.0/37.3亿元，同比增长57%/28%/24%，CAGR=36%，对应PE为25/19/15倍，维持“买入”评级。

## 2、核心逻辑：特种电子元器件龙头，受益装备放量+用量提升+国产替代三重驱动

**公司主被动业务攻守兼备，预计未来3年营收复合增速25%。**被动元器件公司地位稳固，容阻感均为细分领域龙头；主动元器件公司积极布局第三代半导体功率器件、厚薄膜混合集成电路，不断实现品类扩展与产业链延伸，高附加值产品占比不断提升。2021年公司主、被动元器件营收占比约为1:2，过去三年CAGR分别为40%/23%。在军队现代化的不断推动下，未来公司的高增长有望延续。

**聚焦主业出清风险，扩产增效迎量利齐升。**公司聚焦主业成果显著，剥离手机代工业务后，毛利率、净利率分别由2019年的44%、8%提升至2021年的61%、26%。同时2020、2021年公司全额计提各项损失、应付薪酬等共计4.6亿元，历史风险基本出清。4月27日公司公告拟发行25亿定增扩产，着力发展电子元器件核心主业。在精益生产、管理增效的不断推进下，公司盈利能力有望进一步提升。

## 3、催化剂

1) 公司产品品类扩展顺利；2) 规模效应、提质增效下公司盈利能力提升超预期。

## 4、风险提示

1) 特种电子元器件需求不及预期；2) 公司管理效率提升不及预期。

# 【中航光电】特种连接器龙头，军品、民品双驱动

## 1、盈利预测与估值：预计未来3年归母净利润复合增速30%

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.1/34.7/44.0 亿元，同比增长 41%/23%/27%，CAGR=30%，对应PE为 33/27/21倍，维持“买入”评级

## 2、核心逻辑：特种连接器高景气公司龙头地位稳固，民用连接器开辟公司第二增长曲线

**军队现代化建设带来特种连接器需求，公司作为行业龙头有望充分受益。**前瞻产业研究院数据，2010-2020年我国特种连接器市场规模复合增速达11%。展望十四五，军队信息化和现代化建设的提速将进一步刺激特种连接器需求。特种连接器行业壁垒高，竞争格局稳定。公司作为行业龙头，市占率接近一半，有望充分享受下游旺盛需求。

**新能源车放量+5G通信需求，有望共同开辟公司第二增长曲线。**新能源车的崛起改变了传统车载连接器的配套格局，公司新能源车高压连接器快速打开市场并做到份额第一。5G建设加速背景下，2021-2025年我国5G连接器年均市场空间将超过80亿元。公司客户覆盖全球领先的5G设备厂家，通讯连接器订单有望持续增长。

**发布第三期股权激励计划，国企改革提质增效成果显著。**在前两期股权激励基础上，公司第三期激励向1480人授予4,192.6万股，约占激励计划公告时公司总股本的2.64%；公司作为集团内历次改革制度创新的先行者，率先进行三期股权激励，将为公司业绩的稳步增长提供坚实保障。

## 3、催化剂

1) 外贸订单超预期；2) 新一代坦克装甲车进度超预期。

## 4、风险提示

1) 出口需求及交付节奏低于预期；2) 新型坦克装甲车列装低于预期。

# 【航发控制】航空发动机控制系统龙头，盈利能力有望持续提升

## 1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2022-2024归母净利润6.6/8.5/11.8亿元，同比增长 34%/30%/38%，PE为54/42/30倍。

## 2、关键假设

- 1) “十四五” 迎来我国国防装备放量增长期，各类型主力军机持续上量，相配套的国产航空发动机持续稳定装配，公司竞争格局稳固，在行业拉动下业务规模持续快速增长；
- 2) 在“国企改革三年行动方案” 等的推动下，公司持续推进国企改革相关举措的实施，受益于改革，公司经营管理持续改善、国企经营活力进一步释放。

## 3、我们与市场观点的差异

### 1) 市场或一定程度上低估了公司未来成长的持久性。

我们认为：公司所处航空发动机行业坡长雪厚，“军机+维保+民机+通航” 将额外赋予航空发动机产业持久的增长动力。公司业务所处产业链环节格局稳固，公司将充分享受行业增长。以上将赋予公司长周期的成长性；公司立足于航空发动机控制系统产品，凭借深厚技术，向地面兵装以及民用汽车领域等进行拓展，中短期弹性大、中长期有望打开公司成长的另一广阔空间。

### 2) 市场或一定程度上低估了公司未来业绩弹性。我们认为：

公司营业成本中，人工、折旧等固定成本占比接近60%，未来随着公司业务规模的进一步增大，毛利率仍有较大提升空间，规模效应有望持续显现；公司作为航发集团核心上市平台，后期有望随国企改革、资产整合、股权激励打开公司长期发展天花板。

## 4、股价上涨的催化因素

股权激励等改革举措加速；重点航空发动机型号研制取得突破；公司向兵装、军用汽车等其他领域的业务延伸取得重大进展

## 5、风险提示

- 1) 军品订单交付不及预期；
- 2) 相关改革举措推进进展不及预期。

# 【图南股份】高温合金核心供应商，品类拓展迎接行业高景气

## 1、盈利预测与估值：预计未来3年归母净利润复合增速29%

预计公司2022-2024年归母净利2.3/3.0/3.9亿元，同比增长27%/32%/28%，CAGR=29%，PE 59/45/35倍，维持“增持”评级。

## 2、核心逻辑：高温合金领先厂商，产能扩展叠加品类延伸

**航发高景气催生高温合金旺盛需求，预计行业十四五复合增速达20%。**中美军机数量结构差异带来广阔航发市场，若以2035年为补足差距时点，我们测算2021-2035年军用航发对应年均市场空间近千亿，其中对应十四五期间市场规模约2400亿，年均复合增速20%，对应高温合金年均市场规模约为80亿元。根据中国特钢企业协会数据，预计2021年我国高温合金自给率仅为64%，其余部分依赖进口，国产替代空间广阔。

**产能扩展叠加品类延伸，预计公司未来三年营收复合增速24%。**公司“年产1000吨超纯净高性能高温合金材料建设”项目预计今年年底投产，进一步扩充公司高温合金母合金、高温合金棒材产能，有望实现新增年销售收入1.9亿元。2022年公司规划总产能达到4000吨，将为公司各项业务的发展提供有力支撑。公司立足高温合金材料，积极向下游精密铸件等零部件扩展。公司“年产3300件复杂薄壁高温合金结构件”募投项目预计今年年底投产，有望实现新增年销售收入1.3亿元；2021年7月公司组建子公司沈阳图南，预计形成年产50万件航空用中小零部件加工生产能力，业务有望进一步向下游延伸。

## 4、催化剂

1) 军机等终端产品需求超预期；2) 公司新增产能顺利释放；3) 镍等原材料成本下降。

## 5、风险提示

1) 原材料价格波动风险；2) 扩产进度不及预期。



# 风险提示

## **(1) 上游周期品价格大幅上涨的风险:**

若上游大宗商品价格大幅上涨，中上游制造业企业成本端材料费用压力上涨，由于军品定价机制的特殊性，成本涨价压力无法及时向下游传导，造成公司毛利率下降的风险。

## **(2) 重大事故导致的交付不及预期风险:**

军工装备部分环节制造难度大、生产安全保障要求高，如果发生重大安全事故，导致产业链停工，则产品交付不及预期，下游企业同步受影响导致业绩下降的风险。

## **(3) 行业大需求不及预期风险:**

若中美关系发生缓和，战争发生概率大幅降低，战略政策发生调整，则国防装备需求有所下降，行业整体采购数量下降，会造成全行业订单需求不及预期的风险。



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>