

## 国防军工

### 航天产业月报：春风十里，星途渐明，商业航天市场持续扩容

#### 报告摘要

##### 一、航天行业行情回顾：

1-3月，上证综指(+2.23%)，深证成指(-1.30%)，创业板指(-3.87%)，国防军工(申万)指数(-6.29%)，中航证券航天产业相关指数走势如下：

① 中航证券航天行业指数(-10.99%)，跑输军工(申万)行业4.70个百分点；

② 中航证券航天防务行业指数(-12.36%)，跑输军工(申万)行业6.06个百分点；

③ 中航证券商业航天行业指数(-9.34%)，跑输军工(申万)行业3.04个百分点。

**涨跌幅前三：**大立科技(+37.75%)、中科星图(+12.92%)、中简科技(+3.86%)；

**涨跌幅后三：**\*ST红相(-42.54%)、盟升电子(-41.76%)、佳缘科技(-39.74%)。

##### 二、本月主要观点：

航天板块在2024Q1的走势显著落后于军工板块整体走势，原因包括：

① 年初航天板块超跌，年初至2月5日的跌幅接近30%，高于国防军工(申万)的23%；

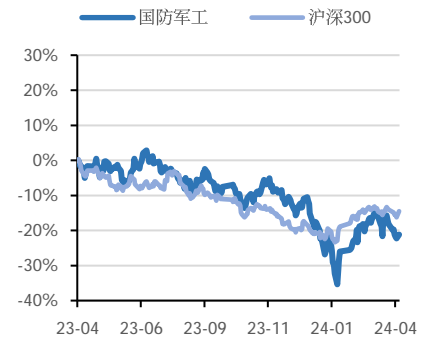
② 2月以来低空经济维持高热度，而之前备受关注的卫星互联网关注度有所下降；

投资评级

增持

维持评级

#### 行业走势图



#### 作者

王宏涛 分析师  
SAC执业证书: S0640520110001  
联系电话: 010-59562525  
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

严慧 研究助理  
SAC执业证书: S0640123080006  
联系电话: 010-59562539  
邮箱: yanhui@avicsec.com

#### 相关研究报告

军工行业周报：军事信息化和智能化浪潮来临 —2024-04-14

军工材料月报：新赛道带来新动力 —2024-04-14

军工行业周报：低空经济与民机，大空间新赛道 —2024-04-07

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

③ “弱现实，更弱预期”。伴随 2023 年年报披露，航天板块上市公司收入与净利润同比增速均创下“十四五”以来新低，市场对 2024 年航天板块的复苏强度与复苏时点不明确。

站在当前时点，我们对航天板块各细分领域投资有如下结论和判断：

① 航天防务板块，2023 年年报业绩预告及年报陆续披露，业绩利空有所落地，多数上市公司仍在积极备货扩产，静待行业拐点；

② 商业航天板块，《中国航天科技活动蓝皮书》披露，2024 年中国航天全年预计实施 100 次左右（同比增速接近 50%），多个卫星星座将加速组网建设，彰显全年行业增长确定性；

③ 多个航天央企下属“链长”单位在 2024 年工作会议上的发言，反映出航天产业的下游需求仍然保持在较高水平，相关产业链中上游企业收入业绩有望在下半年逐步改善；

④ 低空经济主题反复进入高位，部分卫星应用上市公司业务涉及低空经济相关配套，短期关注度有望提升；

⑤ 航天板块估值已处于 2018 年以来的 6%分位之下，历史来看，航天板块在军工板块中的波动性相对更大，有望在未来军工板块估值修复下表现更优；

⑥ 加沙冲突外溢，伊朗对以色列发动无人机（巡飞弹）以及导弹袭击，二者的地缘冲突或将动用大量航天防务装备，或将进一步提升市场对航天板块的关注度。

### 三、2024 年航天各细分领域投资机会展望

2024 年，我国已进入“十四五”时期后期，伴随“航天强国”已经进入到建设落地阶段，我国有望落地更多支持航天产业发展的政策，向航天产业倾斜相对更多的资源。其中，以导弹与智能弹药为代表的国防安全建设重要组成、火箭与卫星为代表的空间基础设施及应用有望成为“航天强国”下的重要发展领域。各子行业的投资逻辑和投资逻辑可总结为：

① **航天防务**：短期内导弹与智能弹药行业有望迎来恢复性快速增长，中长期看行业高景气周期有望维持到 2027 年。建议低成本化优势、数量规模与总产值规模优势、批产型号配套与研发型号配套以及高价值分系统四个维度去挖掘投资机会。

② **航天发射**：随着卫星发射需求的空前增加，“液体+可复用”火箭或将成为下一阶段我国航天发射的市场焦点，建议关注已实现规模化发射、参与核心环节配套、以及测运控领域中的企业。

③ **卫星制造**：产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，关注具有批产能力，低成本及产业化能力，以及在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业。

④ **卫星通信**：卫星互联网应用有望成为产业发展新动能，整体市场增速有望迎来历史提速拐点，关注低轨卫星互联网正式建设时间节奏、航空与海洋卫星互联网应用、手机直连卫星应用、6G 建设等方向。

⑤ **卫星导航**：关注产业链上游的龙头企业、中游的传统龙头企业和拓展新兴领域（如自动驾驶）的企业，以及下游布局高精度导航市场和“卫星导航+”的企业。

⑥ **卫星遥感**：整体短期仍将处于朝阳高速发展阶段，高景气下的业绩持续性意义凸显，关注客户多元化、收入结构均衡具有稀缺属性的遥感数据源的企业。

#### 四、建议关注的领域及个股：

**短期关注**：中科星图

**航天防务**：航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）

**商业航天**：航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（卫星通导终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

#### 五、风险提示

- ① 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；
- ② 部分航天装备研发定型进度可能存在不确定性，进而影响全产业链市场增速；

- 
- ③ 原材料价格波动，导致成本升高；
  - ④ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
  - ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

## 正文目录

航天产业月度行情表现 .....	7
重要事件及公告 .....	8
一、“链长”2023 年工作总结会凸显行业底层稳增长 .....	11
二、航天央企上市公司关联交易情况 .....	11
三、2024 年全球商业航天有望迎来大发展 .....	12
(一) 多国卫星互联网发展提速, Space-X 火箭发射取得新进展 .....	12
(二) 2024 年中国商业航天发展确定性强 .....	13
四、航天产业各细分板块发展现状及投资建议 .....	13
(一) 航天防务: 仍处高景气周期, 或重启恢复增长 .....	13
(二) 商业航天: 航天强国下, 产业发展提速蓄势待发 .....	15
1、航天发射: 拐点已至, 未来可期 .....	15
2、卫星制造: 阶段性波动下, 卫星发射数量彰显行业发展后劲十足 .....	17
3、卫星通信: 空间广阔, 提速在即 .....	19
4、卫星导航: 行业发展有所提速, 应用领域拓展仍是发展重点 .....	21
5、卫星遥感: 有望持续高景气发展, 市场拓展节奏或将加速 .....	22
五、航天产业上市公司 2023 年年报业绩情况 .....	24
六、航天产业估值已处于近五年历史低点附近 .....	24
七、建议关注 .....	25
八、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1 中航证券航天行业指数走势情况 .....	7
图 2 中航证券航天防务行业指数走势情况 .....	7
图 3 中航证券商业航天行业指数走势情况 .....	8
图 4 部分军工央企下属上市公司 2024 年预计关联交易情况 .....	12
图 5 导弹/智能弹药产业链及各部分代表性上市公司 .....	14
图 6 我国航天发射产业链图谱 .....	16
图 7 宇宙神 5 火箭硬件成本组成 .....	17
图 8 卫星制造产业链及各部分代表上市公司 .....	18
图 9 各类卫星分系统价值量分布 .....	19
图 10 我国卫星通信产业链及相关上市公司分布 .....	20
图 11 卫星导航产业链及各部分代表性上市公司 .....	22
图 12 卫星遥感产业链及各部分代表上市公司 .....	23
图 13 “十四五” 航天业务上市公司净利润增速变化情况 .....	24
图 14 中航证券航天行业指数市盈率 (TTM) 走势 .....	24
表 1 航天科技集团及航天科工集团部分下属单位 2024 年年度工作会议 .....	11
表 2 全球主要卫星互联网卫星星座发射情况 (更新日期: 2024 年 4 月 12 日) ..	12
表 3 2024 年航天科技集团航天活动展望 .....	13

## 航天产业月度行情表现

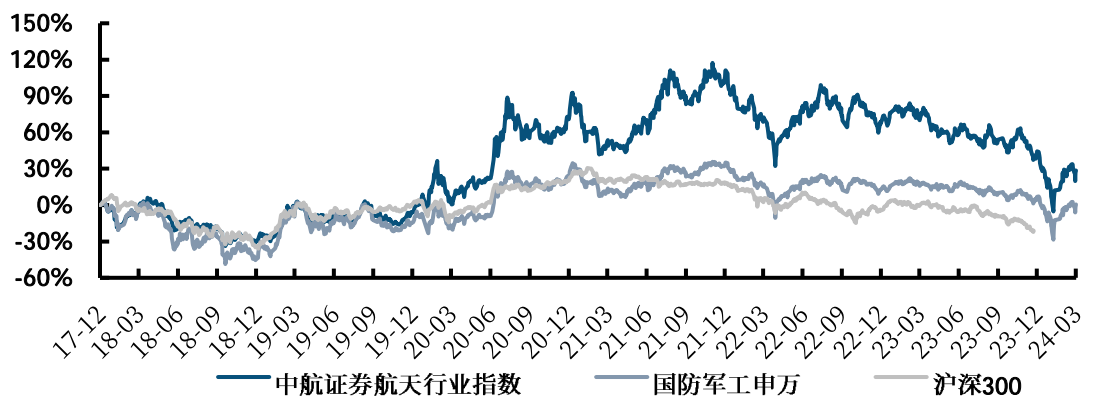
1-3月，上证综指（+2.23%），深证成指（-1.30%），创业板指（-3.87%），国防军工（申万）指数（-6.29%），中航证券航天产业相关指数走势如下：

- ① 中航证券航天行业指数（-10.99%），跑输军工（申万）行业 4.70 个百分点；
- ② 中航证券航天防务行业指数（-12.36%），跑输军工（申万）行业 6.06 个百分点；
- ③ 中航证券商业航天行业指数（-9.34%），跑输军工（申万）行业 3.04 个百分点。

涨跌幅前三：大立科技(+37.75%)、中科星图(+12.92%)、中简科技(+3.86%)；

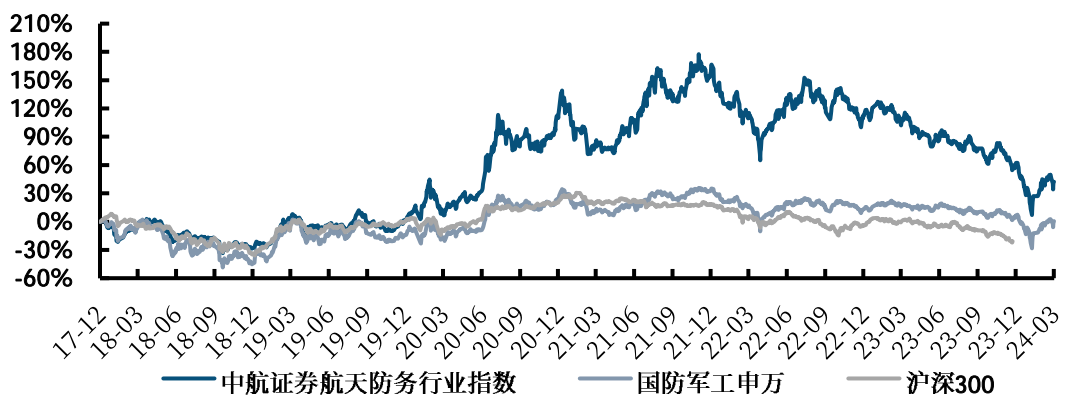
涨跌幅后三：\*ST红相(-42.54%)、盟升电子(-41.76%)、佳缘科技(-39.74%)。

图1 中航证券航天行业指数走势情况

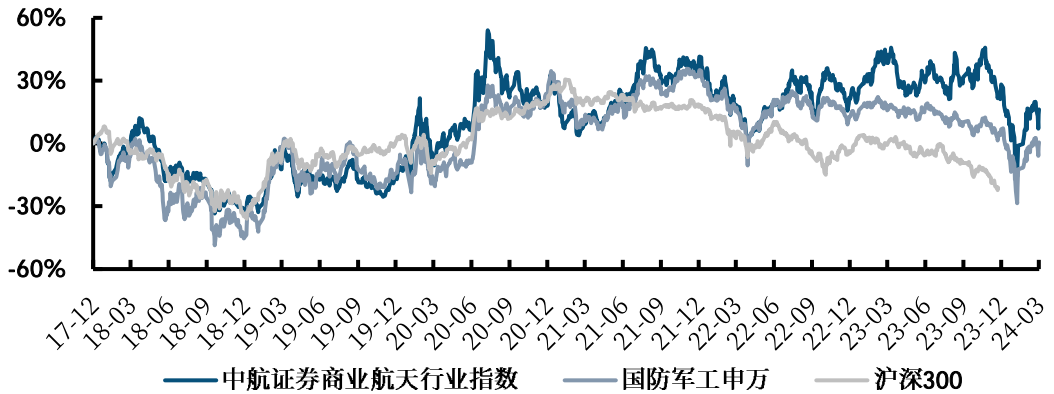


资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 中航证券航天防务行业指数走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

**图3 中航证券商业航天行业指数走势情况**


资料来源：Wind，中航证券研究所

## 重要事件及公告

1月3日，**国科军工**公告，其全资子公司宜春先锋与某单位签署某型号主用弹药2024年年度订货合同，金额为3.16亿元。

1月5日，命名为“快舟·湖北交广号”的快舟一号甲固体运载火箭在酒泉卫星发射中心点火升空，成功将天目一号掩星探测星座15~18星送入预定轨道。

1月9日，**智明达**公告，拟向不特定对象发行不超过4.01亿元（含本数）面值100元的可转换公司债券，用于嵌入式计算机扩能补充投资建设项目研发中心升级建设项目及补充流动资金。

1月9日，**合众思壮**公告，将以公开挂牌形式对持有位置服务47.67%的股权及北京博阳持有位置服务1.67%的股权进行转让，转让价格为3275.95万元。

1月9日，长征二号丙运载火箭在西昌卫星发射中心点火起飞，将爱因斯坦探针卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

1月11日，**国科军工**公告，其控股子公司江西新明拟与某企业签订某导弹（火箭）发动机安全与控制模块产品的销售合同，预计关联交易额度为3520万元。

1月11日，引力一号遥一商业运载火箭在太原卫星发射中心发射升空，将云遥一号18~20星共三颗卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

1月12日，**北方导航**公告，将以公开挂牌形式对总额为309.33万股的定向发行新增股份进行转让。

1月12日，**佳缘科技**公告，将解除限售股92.3万股，约占发行后公司总股本的1%。



1月13日，**复旦微电**公告，拟发行不超过20亿元面值为100元的可转换为公司A股股票的可转换公司债券，用于公司开发及产业化项目。

1月13日，紫光国微全资子公司同芯微电子将其持有的紫光青藤35%股权转让给紫光新才和天津同启君芯，股权交易价格为1.02亿元，同时受让紫光芯能65%股权，股权交易价格437.47万元，受让紫光安芯65%股权，股权交易价格329.45万元。

1月13日，**火炬电子**公告，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份42.86万股-71.43万股（占总股本0.09%-0.16%），回购价格不超过35元/股，回购资金总额为1500万元-2500万元，回购股份将用于维护公司价值及股东权益-出售。

1月17日，**奥普光电**公告，将其控股子公司长光宇航全部股权（400万元注册资本）无偿划转长光集团，划转完成后，奥普光电对长光宇航控股地位及股权占比不变，长光集团持有长光宇航11.11%股权。

1月17日，长征七号运载火箭成功发射天舟七号货运飞船。

1月23日，中科宇航力箭一号遥三运载火箭·欢乐春节号在酒泉卫星发射中心成功发射，顺利将泰景一号03星、泰景二号02星、泰景二号04星、泰景三号02星、泰景四号03星送入预定轨道。

1月23日，国家航天局在京举办高光谱综合观测卫星投入使用仪式。国家航天局总工程师李国平出席仪式。生态环境部、自然资源部、中国气象局、中国航天科技集团有限公司等单位代表出席仪式并共同签署了高光谱综合观测卫星投入使用证书。

1月26日，北京市政府发布《商业航天创新发展行动方案（2024-2028年）》，计划至2028年提升商业航天创新能力，实现可重复使用火箭入轨回收复飞，培育高新技术企业和独角兽企业，建成千亿级产业集群。

2月3日，长征二号丙运载火箭在西昌卫星发射中心点火起飞，以“一箭十一星”的方式发射吉利星座02组卫星，成功将卫星送入预定轨道。

2月3日，捷龙三号运载火箭在广东阳江附近海域点火升空，顺利将烟台二号卫星等9颗卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

2月3日，北京亦庄在北京商业航天产业高质量发展大会上，正式启动商业航天“参天计划”，首次对外发布“商业航天十八条”。

2月8日，**航锦科技**公告，公司拟通过集中竞价方式回购公司股份789.47万股-1052.63万股，约占总股本1.16%-1.55%，回购价格不超过38元/股，回购资金总额为3亿元-4亿元。回购的股份将用于股权激励或员工持股计划。

2月9日，**国科军工**公告，公司拟通过集中竞价方式回购公司股份120.69万股-224.14万股，约占总股本0.82%-1.53%，回购价格不超过58元/股，回购资金总额为0.7亿

元-1.3 亿元。回购的股份将用于股权激励或员工持股计划。

2 月 20 日, **福光股份**公告, 公司拟通过集中竞价方式回购公司股份 100 万股-200 万股, 约占总股本 0.62%-1.25%, 回购价格不超过 30 元/股, 回购资金总额为 3000 万元-6000 万元。回购的股份将用于维护公司价值及股东权益。

2 月 23 日, **广东宏大**公告, 公司拟通过集中竞价方式回购公司股份 426.36 万股-852.71 万股, 约占总股本 0.56%-1.12%, 回购价格不超过 25.80 元/股, 回购资金总额为 1.1 亿元-2.2 亿元。回购的股份将用于股权激励或员工持股计划。

2 月 23 日, 长征五号运载火箭在文昌航天发射场成功将通信技术试验卫星十一号送入预定轨道, 发射任务取得圆满成功, 中国航天迎来甲辰龙年首飞。

2 月 29 日, 长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心点火起飞, 随后成功将卫星互联网高轨卫星 01 星送入预定轨道。

3 月 2 日, 神舟十七号航天员汤洪波、唐胜杰、江新林完成全部既定任务, 出舱活动取得圆满成功。。

3 月 5 日上午, 十四届全国人大二次会议在人民大会堂开幕, 习近平等党和国家领导人出席开幕会, 国务院总理李强向大会作政府工作报告。报告中提到“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。

3 月 19 日, **理工导航**公告, 将回购股份资金总额由“不低于人民币 5,000.00 万元, 不超过人民币 10,000.00 万元”调整为“不低于人民币 10,000.00 万元, 不超过人民币 15,000.00 万元”。

3 月 19 日, **高德红外**公告, 公司与某 J 贸公司签订完整装备系统总体外贸产品国内采购合同, 合同金额为 3.34 亿元, 占公司 2022 年审计营业收入的 13.22%。

3 月 20 日, 天都一号、二号通导技术试验星由长征八号遥三运载火箭在中国文昌航天发射场成功发射升空。

3 月 21 日, 长征二号丁运载火箭/远征三号上面级在酒泉卫星发射中心起飞, 随后将云海二号 02 组卫星送入预定轨道, 发射任务取得圆满成功。

3 月 27 日, 长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心点火起飞, 随后将云海三号 02 星送入预定轨道, 发射任务取得圆满成功。

## 一、“链长”2023 年工作总结会凸显行业底层稳增长

2024 年初，航天科技集团和航天科工集团的多家下属单位召开了 2023 年工作总结会，从各总结会中涉及任务完成的相关内容中，可以看出，多家单位在 2023 年全年任务完成较为圆满，2024 年进入建设新阶段。我们认为，这些航天产业链“链长”单位的表述，反映出航天产业的下游需求仍然保持在较高水平，相关产业链中上游企业收入业绩环比增速有望逐步改善。

表1 航天科技集团及航天科工集团部分下属单位 2024 年年度工作会议

单位名称	所属一级单位	2023 年年度工作总结以及 2024 年发展方向相关表述
中国运载火箭技术研究院（航天科技一院）	航天科技集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年较好完成各项发展目标任务，向高质量发展迈出坚实步伐</li> <li>● 2024 年强化战略引领，深化改革调整，科学规范经营管理，加速产业发展壮大，为火箭院高质量发展开辟新赛道</li> </ul>
航空气间技术研究院（航天科技五院）	航天科技集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年圆满完成了全年各项工作，三大攻坚战取得重大成果；</li> <li>● 2024 年是全力实现“十四五规划目标任务的关键一年，要集中精力突破空间领域关键技术、实现高水平科技自立自强</li> </ul>
上海航天技术研究院（航天科技八院）	航天科技集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年圆满完成了全年各项任务，改革发展迈入了新阶段。</li> <li>● 2024 年挑战和机遇并存，压力和动力同在，要增强核心功能，优化发展导向</li> </ul>
中国航天科工二院	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年圆满完成年度任务，进入建设新阶段</li> <li>● 2024 坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，聚焦主责主业，突出强军首责，增强核心功能，提高核心竞争力</li> </ul>
中国航天科工三院	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年面对严峻复杂形势和艰巨繁重的科研生产经营发展任务攻坚克难，航天事业高质量发展迈出坚实步伐</li> <li>● 高质量履行强军首负责任艰巨，高水平科技自立自强任重道远，高质量发展要求更加鲜明，现代化产业体系建设前景广阔，以深化改革破解深层次问题刻不容缓。</li> </ul>
中国航天三江集团有限公司	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2023 年历经考验，交出一份难中求成的答卷</li> <li>● 分析当前面临的形势任务和存在问题，以及重要机遇和多重压力，需要在 2024 年加以克服</li> </ul>
航天江南集团有限公司	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 较好完成各项任务，经济运行总体平稳，利润总额规模达 10 亿元以上，主要经济指标处于良好水平</li> </ul>

资料来源：航天科技、航天科工集团各下属企业官网及公众号，中航证券研究所整理

## 二、航天央企上市公司关联交易情况

航天央企下属上市公司公告关联交易时常作为业绩预测指标，预计关联交易的增速如果与预期出现偏差，也将影响股价表现。根据我们统计的多个航天央企下属上市公司的关联采购以及关联销售数据来看，2024 年，多家航天企业对其相关领域下游需求信心仍足。

图4 部分军工央企下属上市公司 2024 年预计关联交易情况

公司简称	关联方	项目	2024 年预计金额(亿元)	2024 年预告与 2023 年实际同比增速 (%)
航天彩虹	航天科技及其所属单位	关联采购	5.00	107.47%
		关联销售	31.00	84.30%
航天电器	航天科工及其所属企业	采购原料	2.20	94.69%
		销售商品	23.00	118.22%
航天南湖	航天科工及其所属企业	关联采购	0.63	36.96%
		关联销售	4.26	100.94%

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

### 三、2024 年全球商业航天有望迎来大发展

#### (一) 多国卫星互联网发展提速，Space-X 火箭发射取得新进展

目前，国内外几大卫星互联网宽带卫星星座发射情况如下表所示，其中，海外企业中的 SpaceX 与 OneWeb 公司的低轨卫星互联网星座计划的规模较大，且进度较快，已经进入到应用组网阶段，特别是 SpaceX 的 Starlink，已累计发射超过 6000 颗。

表2 全球主要卫星互联网卫星星座发射情况（更新日期：2024 年 4 月 12 日）

卫星互联网星座	相关企业	计划卫星数量	工作频段	计划及当前进展
Starlink	SpaceX (美国)	第一代：申报 1.2 万颗，4408 颗获批 (LEO) 第二代：申报 3 万颗，7500 颗获批 (LEO)	Ku/Ka	累计发射数量：6166 颗； 累计发射次数：153 次； 直连手机卫星数量：12 颗
OneWeb	OneWeb 公司 (英国)	约 48000 颗 (LEO)	Ku/Ka	累计发射数量：618 颗 (第一代组网完成)
柯伊伯	亚马逊 (美国)	3236 颗 (LEO)	Ka	累计发射数量：2 颗 (原型卫星)
Sphere	(俄罗斯)	13 颗 (GEO) 12 颗 (MEO) 352 颗 (LEO)		累计发射数量：1 颗
银河	银河航天(北京)科技有限公司	>1000 颗(LEO)	Q/V/Ka (首颗星)	累计发射数量：8 颗
吉利未来出行星座	浙江时空道宇科技有限公司	168 颗 (LEO)		累计发射数量：20 颗

资料来源：《中国电子科学研究院学报》、深科技、新华网、《卫星与网络》、Techweb、北京商报、澎湃新闻、中航证券研究所整理

## (二) 2024 年中国商业航天发展确定性强

航天科技集团在 2 月 26 日发布了《中国航天科技活动蓝皮书（2023 年）》，《蓝皮书》指出，2023 年，中国实施 67 次发射任务，位列世界第二，研制发射 221 个航天器，发射次数及航天器数量刷新中国最高纪录。

同时《蓝皮书》也展望 2024 年，2024 年是全力实现“十四五”规划目标任务、加快建设航天强国的关键之年，中国航天全年预计实施 **100 次左右（同比增速接近 50%）** 发射任务，有望创造新的纪录，我国首个商业航天发射场将迎来首次发射任务，多个卫星星座将加速组网建设。

从蓝皮书中我们可以发现，我国**航天发射与卫星产业仍处于快速发展周期**，同时，**航天下游应用服务也越来越丰富**，比如通信卫星向全国超过 1.5 亿偏远地区用户传送 200 余套直播卫星广播电视节目，为 1500 个基站和近 200 台应急通信车提供通信保障；天通一号卫星实现手机直连卫星通话；基于北斗高精度的车道级导航功能，目前已在 8 个城市成功试点；资源三号、高分七号卫星有效覆盖约 97% 的中国陆域面积，风云四号卫星获取的高时效、高精度观测数据，有力支撑自然资源调查监测、基础测绘、执法督察等。**伴随 2024 年航天发射任务的快速增长，卫星空间基础设施建设有望进一步完善，下游应用不断得到拓展。**

表3 2024 年航天科技集团航天活动展望

细分领域	2024 年展望相关表述
火箭发射	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 实施长征六号丙、长征十二号、天龙三号、引力一号等新型运载火箭首飞；</li> <li>● 首个商业航天发射场迎来首次发射任务，多个卫星星座将加速组网建设</li> </ul>
卫星通信领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 发射鹊桥二号中继星，为月背与地球间提供中继通信</li> </ul>
卫星遥感领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 发射海洋盐度探测卫星，使中国具备高分辨率、高精度的海洋盐度探测能力</li> </ul>
重大工程及其他卫星应用领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 空间站进入常态化运营模式，年内完成 2 次货运飞船、2 次载人飞船发射任务和 2 次返回任务；</li> <li>● 发射嫦娥六号，实现世界首次月球背面南极采样返回</li> </ul>

资料来源：《中国航天科技活动蓝皮书（2023 年）》，航天科技集团官网，中航证券研究所整理

同时，在卫星互联网建设方面，继去年 4 次成功发射卫星互联网技术试验卫星后，今年 2 月 29 日长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射成功将卫星互联网高轨卫星 01 星送入预定轨道，**我国卫星互联网正式建设进程有望迎来提速。**

## 四、航天产业各细分板块发展现状及投资建议

### (一) 航天防务：仍处高景气周期，或重启恢复增长

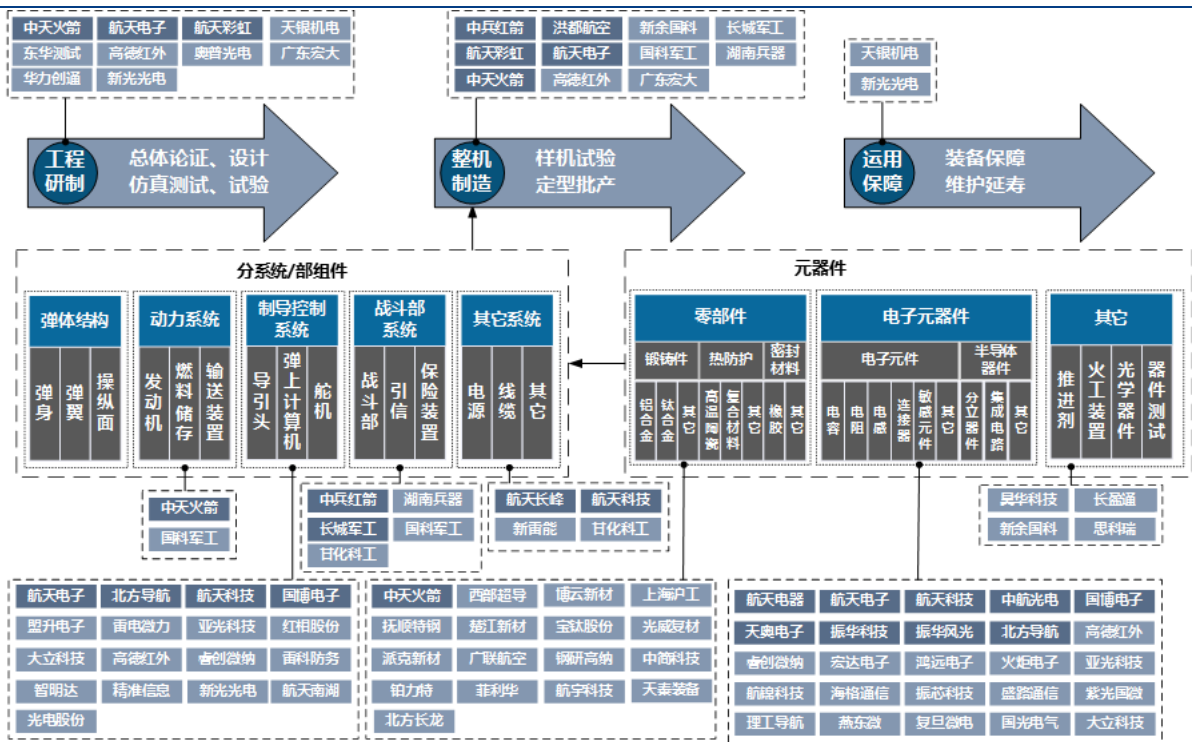
短期来看，2024 年，导弹与智能弹药产业有望迎来恢复性快速增长。“十四五”以来，导弹与智能弹药产业在实战化演习消耗、新型号批产放量的背景下，产业需求整体维持高景气，但受到宏观环境等因素扰动，截至 2023 年三季度末，2022 年以来

产业的阶段性波动仍未出现好转，且各企业在收入与盈利空间上的压力在持续加大。我们判断，当前已经步入“十四五”后期阶段，临近2025年及2027年两个重要时间节点，在宏观环境等扰动因素逐步消散下，导弹与智能弹药行业有望受到2022-2023年订单后移+需求高速增长的双重驱动因素影响，在2024年迎来行业恢复性快速增长。

中长期看，导弹与智能弹药的高景气周期有望维持到2027年。无论是内需还是军贸，导弹与智能弹药需求的持续性在军工板块各细分赛道中都相对具有优势，多家导弹与智能弹药产业企业的产能提升项目有望逐步完成建设，“十四五”末及“十五五”初的产能爬坡阶段将奠定导弹产业高景气持续快速的基础。

导弹与智能弹药产业链各部分主要上市公司情况分布如下图所示，可以看出，多数上市公司集中在产业链制造部分，中上游分系统领域的制导控制系统、其他系统（电源及线缆）配套以及对应的上游元器件配套领域上市公司数量相对较多。

图5 导弹/智能弹药产业链及各部分代表性上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：图内包含部分已过会但尚未完成注册的企业）

在导弹与智能弹药产业确定的高景气中，业绩强持续性和高弹性的企业更有望持续处于较高的估值水平。因此针对于导弹与智能弹药产业的投资机会，我们建议结合导弹与智能弹药的低成本化优势、数量规模与总产值规模优势、批产型号配套与研发型号配套、以及高价值分系统四个维度去挖掘，具体观点如下：

① **关注在装备性价比上具有优势的细分赛道。** 俄乌冲突体现出持续作战行动需要消耗大量弹药，在这种情况下制造成本更低的弹药可能会更加迎合作战需求，俄乌

冲突中乌军也展示了将廉价技术与先进作战手段相结合的创新方法，在近期的巴以冲突中也大量使用了成本相对较低的火箭弹并取得了一定成果。通过数量优势弥补个体性能上差异的导弹与智能弹药细分赛道，如低成本火箭弹、灵巧弹药、巡飞弹等产业链上的相关企业，在产业化后将相对更易形成规模效应，确保一定的盈利空间，值得关注。

② **聚焦在数量规模或总产值规模上具有优势的细分赛道。**各类型精确制导武器的数量规模或总产值规模存在较大差异，而在数量规模或总产值规模方面具有不同投资价值的导弹型号相关企业，在收入及业绩变化上具有一定特点。在数量规模上具有明显优势的导弹种类，如智能弹药、空面导弹或反坦克导弹等等，关注上游产业化能力成熟的龙头企业。在总产值规模上具有明显优势的导弹种类，如面空导弹及空空导弹，市场空间较大，关注中上游的高价值领域的“少数”配套企业或受限于产能的高技术企业。

③ **聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业。**配套研发型号收入占比较高的企业，建议关注配套具有较高竞争实力下游客户，或者针对同一型号配套了多家下游客户的企业。配套批产型号收入占比较高的企业，建议关注议价能力强并兼具跟踪部分研发型号的企业。

④ **聚焦高价值分系统领域企业。**在量或价方面具有优势的各类导弹（空地导弹、面空导弹以及空空导弹）中，比如在战斗部、动力系统、制导与控制系统及弹体结构等四个分系统中，重点关注成本占比较高的制导控制系统。

## （二）商业航天：航天强国下，产业发展提速蓄势待发

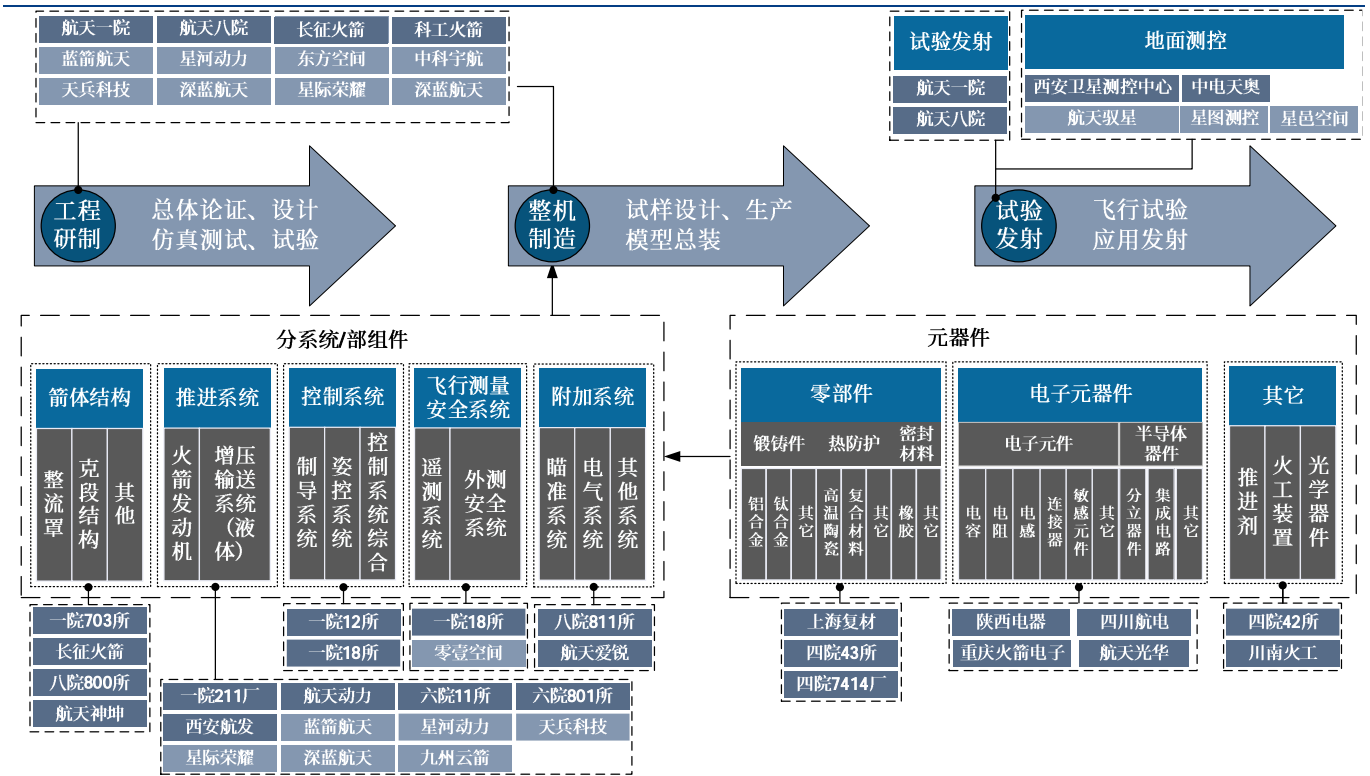
### 1、航天发射：拐点已至，未来可期

**2023年我国航天发射次数达到67次，再创历史新高。**其中，民营火箭企业累计发射12枚运载火箭，超越历年总和，开创多项纪录。随着卫星发射需求的空前增加，我国民营火箭企业集体转攻“液体+可复用”火箭，“液体+可复用”火箭或将成为下一阶段我国航天发射的市场焦点。根据各企业披露的发射计划，**我国首枚成功实现可复用的火箭有望出现在2024-2025年。**

**2024-2026年我国航天发射年均市场空间有望突破260亿元。**建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业、参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业、以及火箭发射测运控领域中具有技术或渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业。

我国航天发射产业链如下图所示。

图6 我国航天发射产业链图谱



资料来源：《航天航空智能制造技术与装备发展战略研究》，中航证券研究所整理

针对我国航天发射市场，我们建议围绕航天发射产业链的高价值量环节寻找投资机会，具体的投资建议如下：

① 建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业。

民营商业航天发射领域，星河动力依靠成熟的固体火箭技术，借助固体火箭低成本、快速响应的特点，通过连续成功发射已实现成熟的商业化发射服务；天兵科技和蓝箭航天则通过前期积累的液体火箭研发经验，凭借单体价值量更高的液体火箭，在商业航天市场已初具一定的市场竞争力。

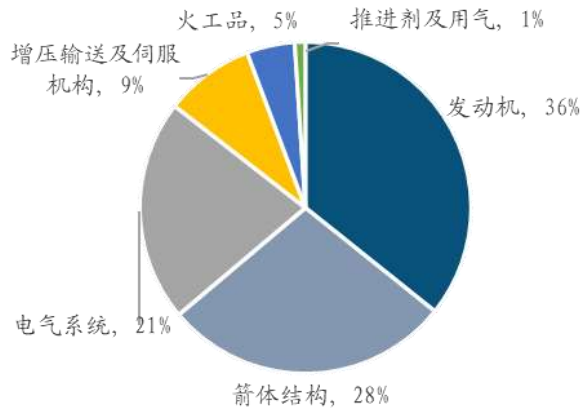
② 建议关注参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业。

根据美国 ULA 公司旗下最具竞争力的运载火箭——宇宙神 5 系列运载火箭的成本构成（如下图所示），火箭发动机成本占比达到 36%，其次为箭体结构及电气系统（此处的电气系统为广义的电气系统，包含了运载火箭控制、飞行测量安全系统中的遥测系统、附加系统中的狭义电气系统等），占比分别为 28%及 21%。可以发现，以上三大部组件合计占比达到火箭硬件总成本的 75%，是运载火箭硬件成本的主要构成。同时，推进剂贮箱是液体运载火箭的核心部件之一，占据箭体结构体积的 80%和重量的 60%以上，是火箭必需的消耗品，其成本约占整箭成本的 25%左右。火箭贮箱是一个工艺过程复杂、技术和工程门槛高、技术和人才稀缺的领域，值得重点关注。此外，3D 打印等新兴技术在火箭制造端也已开始应用，主要用于火箭发动机的管路类和涡



轮泵类零件生产。航空航天零部件的生产周期长、成本高，制造难度大，而金属 3D 打印技术在降低成本和加工周期、提高零件性能等方面颇具优势。综上所述，针对产业上游的配套厂商，建议关注参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业。

**图7 宇宙神 5 火箭硬件成本组成**



资料来源：《中国航天》，中航证券研究所整理

③ 建议关注火箭发射测运控领域中具有技术或渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业。

火箭测控市场与火箭发射相伴相生，伴随着我国运载火箭发射次数稳步提升，火箭测控市场规模有望不断增长，确定性较强，且一般火箭测控服务企业同样布局卫星测运控领域，将有望受益于商业航天发射与商业卫星测运控双重市场扩容的积极影响。建议关注火箭测控领域具有技术、渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业。

## 2、卫星制造：阶段性波动下，卫星发射数量彰显行业发展后劲十足

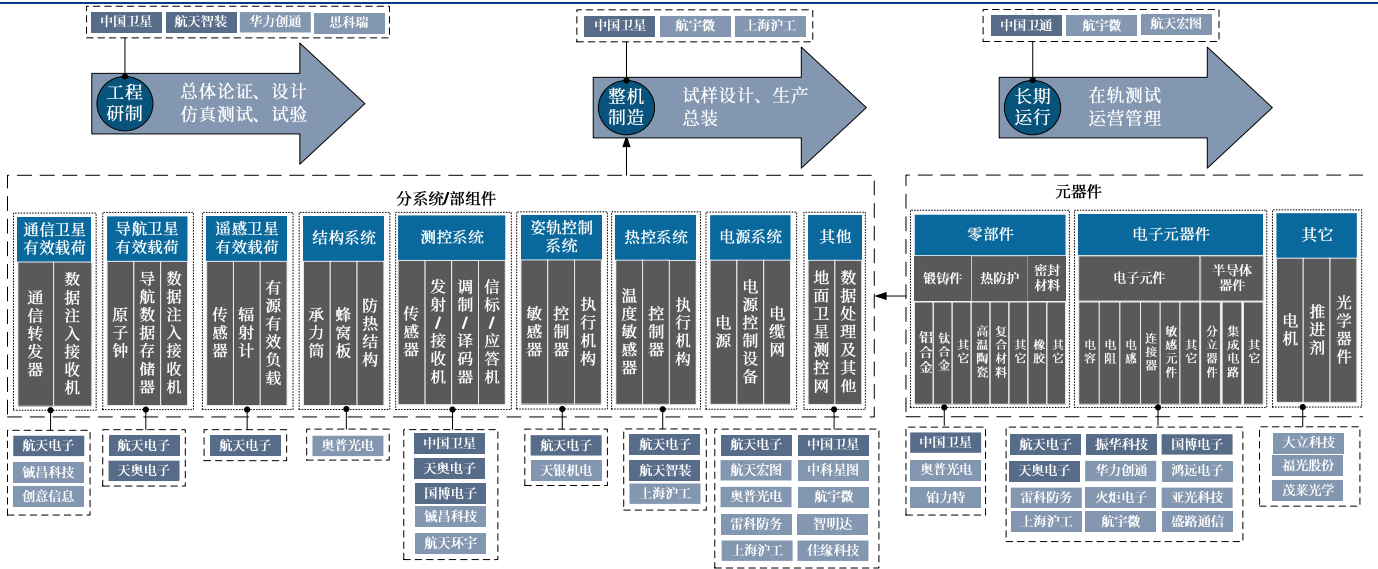
**卫星制造产业是卫星应用产业的空间基础设施上游，也是卫星应用产业拓展市场的基础。**当前卫星通信、导航及遥感等卫星应用产业的快速发展，对卫星制造的需求构成了核心驱动力。

2023 年以来，随着卫星互联网进入实质性的建设阶段，以及上海“G60 星链”、航天科工集团的超低轨通遥一体星座计划的相继提出，可以预见，未来几年，**卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2024-2026 年潜在市场空间超过 2400 亿元**，行业整体规模由稳定持平转为快速增长的确定性较强，板块“价值投资”属性将愈加凸显，各卫星制造企业相关业务收入与业绩规模有望迎来提升。

卫星制造产业链各部分上市公司情况分布如下图所示，可以看出，多数上市

公司集中在卫星产业链中上游分系统领域的地面测控网及数据处理领域，星载上游元器件配套领域上市公司数量相对较多。

图8 卫星制造产业链及各部分代表上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所

针对卫星制造产业，我们的投资建议如下：

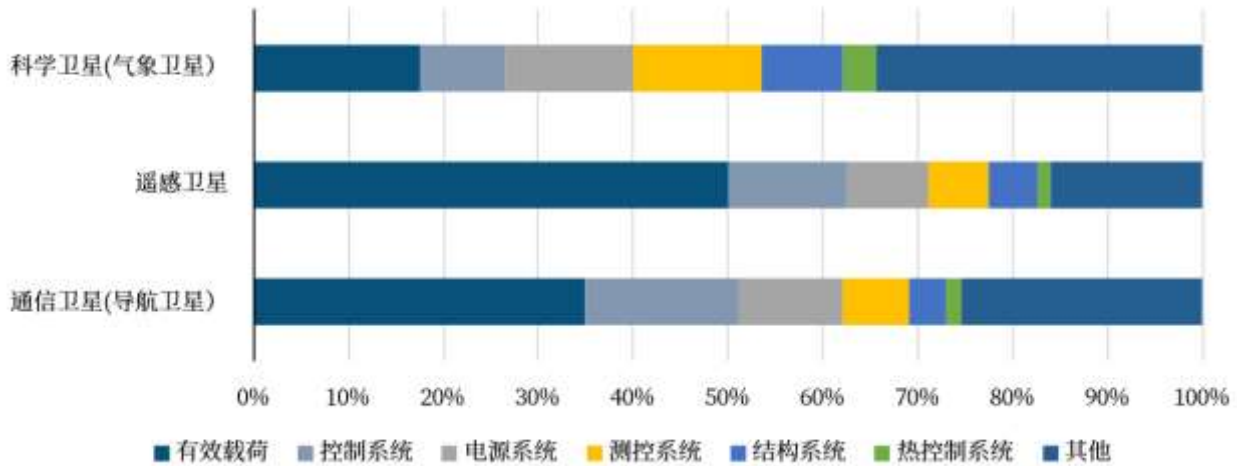
① **关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业。**

根据我们统计的 2024-2026 年卫星制造市场规模测算，通信卫星以及遥感卫星星座在需求量以及总体市场规模上都具有相对更高的优势。伴随未来几年通信及遥感小卫星发射数量增速的逐步提升，相关产业链上市公司的市场空间扩容速度将逐步驶入快车道，部分企业的商业模式有望逐步有项目制转为持续性批产。尽管部分卫星制造企业配套的盈利能力或因卫星单体价值量下降而短期承压，但伴随规模效应带来边界成本改善以及产量的提升，企业毛利率下滑带来的阵痛将逐步得到缓解。

② **关注通信及遥感小卫星在有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统环节上具有低成本及产业化能力的企业，或具有较高技术水平（毛利率较高）、正处于产业化过程中的企业。**

卫星空间系统的分系统主要由结构系统、热控制系统、电源系统、姿控系统、轨控系统及测控系统构成。如下图所示，各类卫星空间段分系统成本构成中，有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统的成本之和占比均超过 50%。在有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统等高价值量领域中，已经具有低成本及产业化能力的企业更有望在卫星制造行业提速之际具有先发优势，而具有较高技术水平（毛利率较高），正处于产业化过程中的企业有望获得相对更高的业绩弹性，消化相对较高的估值。

图9 各类卫星分系统价值量分布



资料来源：公开资料，中航证券研究所整理（注：有效载荷、控制系统、电源系统、测控系统、结构系统及热控制系统采用资料所述经费范围均值。其中，按照资料中提到的导航卫星总经费估算类似于通信卫星，气象卫星估算总经费近似于科学卫星，我们假设气象卫星各分系统成本构成占比近似于科学卫星，导航卫星各分系统成本构成近似于通信卫星）

③ **关注小卫星星座组网趋势下，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业。**目前，卫星呈现出小型化、低轨化、星座化的发展趋势，在此趋势下，星地/星间链路技术成为推动该趋势发展的重要技术支撑，如高中低卫星协同工作中激光链路、微波/毫米波链路的应用来提升星座服务性能（大容量、高速率、低时延）；在近年来太阳能电池取得突破性进展下，低功耗、高比冲、快响应、轻量化和低成本优势下的电推进技术在商业低轨卫星星座中的应用有望拓展，其中，低成本及长寿命的电推进以及集成化轻量化电推进，都是电推进面向商业化的重要趋势；卫星网络的安全防护目前是各国关注的重点问题，伴随我国低轨卫星星座建设大幕的逐步拉开，在硬件或软件层面可以增强卫星网络安全防护能力的需求将快速提升。以上包括星间链路、新兴电推进以及网络安全防护等卫星星座组网趋势下的重要技术关键领域将有望迎来低基数的需求高速增长，值得重点关注。

### 3、卫星通信：空间广阔，提速在即

2020年以来，全球卫星通信产业每年都在发生众多变化，在航天和信息技术以及商业力量的推动下，全球卫星通信行业进入了以HTS（高通量卫星）和NGSO（非静止轨道）星座为代表的卫星互联网发展阶段。

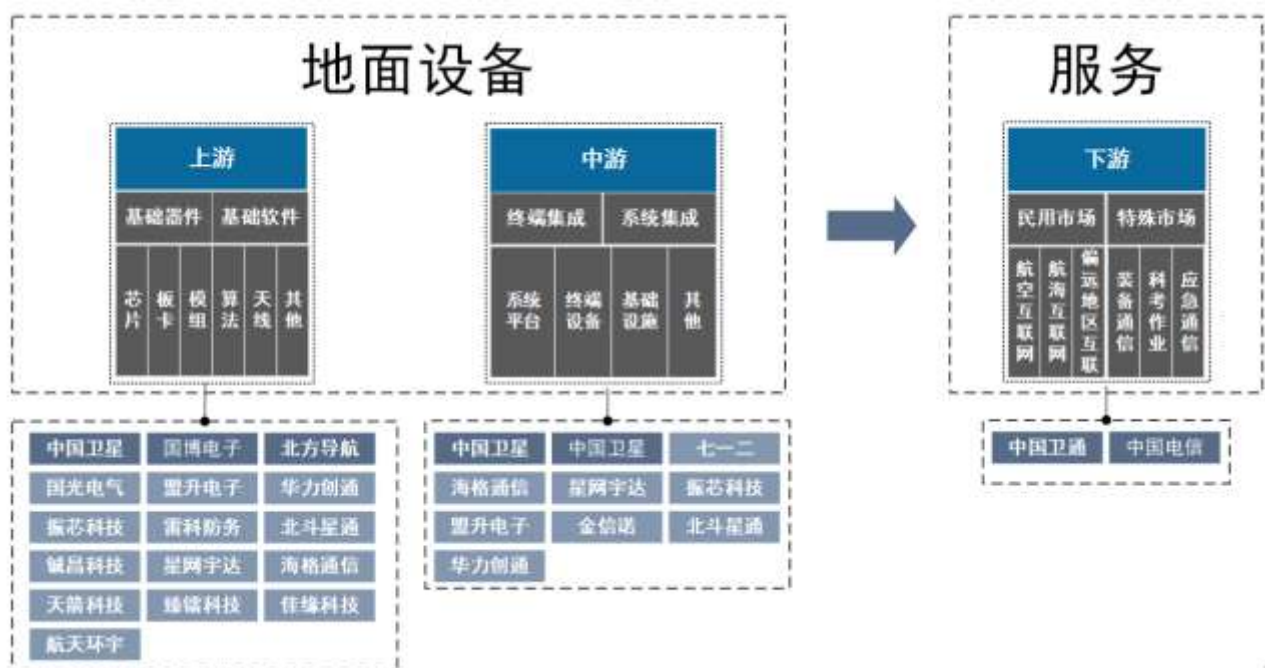
从卫星各细分产业收入增速变化情况来看，2019年-2023前三季度卫星通信上市公司收入增速是卫星通、导、遥三大应用细分领域中增速最低的。从卫星通信产业链下游企业中国卫通2023前三季度的业绩表现来看，收入端与利润端均有下降，也反映出当前卫星通信产业的应用端市场空间仍尚未迎来明显变化。

但2023年以来，卫星通信（含卫星互联网）的概念性相关事件频繁发生，都不同

程度上引起了市场对相关概念股的高度关注，行业发展也确实产生了实质性变化，我国已初步建成首张完整覆盖国土全境及“一带一路”共建国家沿线重点区域的高轨卫星互联网、低轨卫星互联网空间基础设施建设进入技术验证阶段、传统卫星通信设备与大众智能手机结合带来消费端市场增量、卫星通信有望成为 6G 的重要技术路径之一等。

卫星通信应用产业链主要为地面设备和运营商构成，相关上市公司分布情况如下图所示。

图10 我国卫星通信产业链及相关上市公司分布



资料来源：中航证券研究所

我们判断，在“十四五”中后期，“沉寂已久”的卫星通信板块将蕴含着众多价值投资机会。具体观点如下：

① 重点关注国内各低轨卫星互联网星座正式建设的时间节奏，这将是低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点。伴随着 2023 年以来我国卫星互联网技术验证星多次成功发射，参考我国卫星星座部署步骤，我国国家低轨卫星互联网星座建设的序幕已拉开，相关卫星互联网应用企业的业绩也有望逐步开始兑现。

② 伴随“十四五”未来几年我国卫星互联网产业有望迎来快速发展，高低轨卫星互联网在发展过程中也会为卫星通信产业链上众多企业带来基本面上的改善，为投资者带来更多价值投资机会。

卫星制造方面，重点关注通信小卫星制造产业链上已经具有一定批生产的配套企业或总装企业收入与利润规模的提升。在通信小卫星中有效载荷、控制系统、电源

系统以及测控系统的配套企业中，关注已经具有低成本及产业化能力的企业，或具有较高技术水平（毛利率较高），正处于产业化过程中的企业。

**地面设备企业方面，重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业、或在部分领域具有高技术壁垒，通过扩产加强产业化能力的企业。**卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业在市场拓展上将具有更多先发优势和竞争优势。在部分领域，具有高技术壁垒，通过扩产加强产业化能力的企业在业绩上有望表现出更高的弹性，以及对高估值更强的消化能力。

③ **航空及海洋互联网市场是在我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力。**由于我国“十四五”期间，空间基础设施已取得一定进展、且商业模式更为成熟的高轨卫星互联网领域市场预计将快速发展，

④ **关注手机直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用。**消费级卫星通信手机终端的推广，有望进一步拓展卫星通信在消费者端的应用。在市场对卫星通信关注度空前提高之下，重点关注天通一号网客户数量的变化情况，因为卫星通信服务市场空间的拓展进程才是决定我国传统卫星通信市场是否可以迎来提速拐点的关键，也是中长期卫星通信设备终端企业业绩增长能否持续兑现的核心。

⑤ **关注 6G 建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响。**卫星通信是 6G 时代实现空天地一体化网络的必要组成部分，即实现偏远地区、海上、空中和海外的广域立体覆盖，满足地表及立体空间的全域、全天候的泛在覆盖需求，实现用户随时随地按需接入。伴随卫星互联网加速建设进程以及 6G 时代的到来，卫星通信与地面通信产业融合可能为行业带来新市场空间。

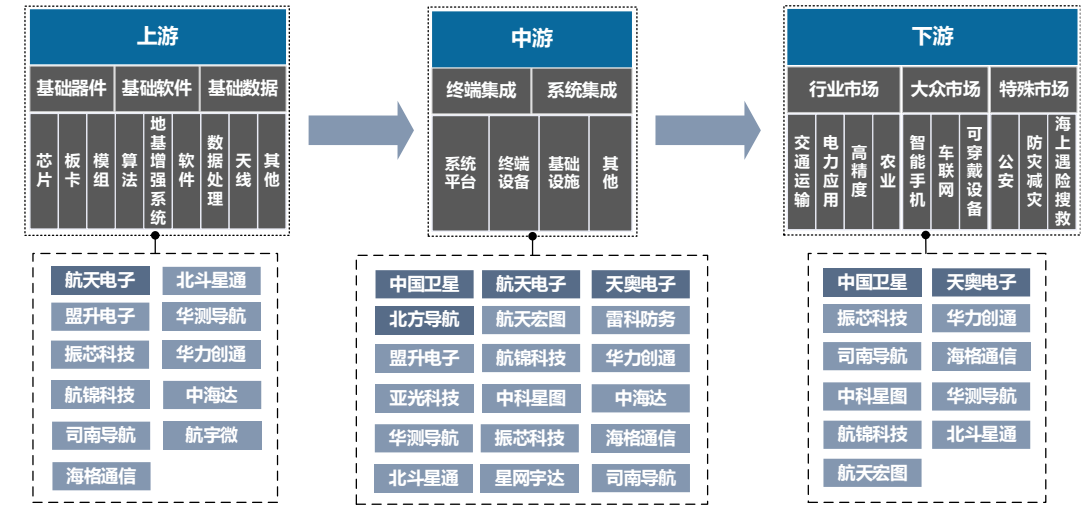
#### 4、卫星导航：行业发展有所提速，应用领域拓展仍是发展重点

**卫星导航产业是我国卫星通信、导航、遥感三大产业中发展相对更为成熟的细分板块。**从行业发展变化上来看，我们认为，当前卫星导航产业发展重点仍是拓展国内“卫星导航+”或“+卫星导航”的新应用领域拓展以及海外市场的开拓。

我们预测，**“十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合 15% 的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过 20%。**叠加海外市场需求的加速释放，卫星导航产业需求侧景气无忧。

目前我国卫星导航与位置服务产业链已形成了较为完整的内循环。上游基础部件是产业实现国产替代的关键环节，主要由基带芯片、射频芯片、板卡、天线等构成；中游是产业发展的重点，主要包括终端集成和系统集成；下游的解决方案和运维服务提供众多行业应用。具体产业链图谱如下图所示。

图11 卫星导航产业链及各部分代表性上市公司



资料来源：中航证券研究所整理

投资建议方面，我们的具体观点如下：

① **重点关注北斗应用产业链中上游领域具有明确市场布局或已经拥有较大市场占有率的企业。**由于芯片、板卡、模组、数据处理、天线等基础器件和基础软件作为各北斗应用终端的共同设备基础，需求将伴随北斗应用市场下游的拓展保持稳定的增长，由于上游基础器件对企业在中下游市场拓展（价格以及性能层面）的影响重大，从当前各中下游厂商开始向上游拓展来看，北斗上游产业链的竞争会更加激烈，建议关注具有明确下游市场布局或已经拥有较大市场占有率的上游企业；

② **传统导航应用终端集成重点关注头部企业，新兴导航应用终端集成重点关注商业模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业。**传统的北斗产业终端设备方面，“十四五”中前期有望伴随北斗三号导航系统的替代更新再迎“第二春”，但当下仍建议关注头部企业；新拓展的“+北斗”或“北斗+”融合产业应用终端方面，盈利模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业在业绩弹性上或更具有优势；

③ **重点关注“高精度北斗导航”以及在卫星导遥融合领域布局的企业。**“高精度北斗导航”与“卫星导遥”产业融合催生的更多增量市场（如车规级自动驾驶、灾害位移监测、农业等），是“十四五”未来几年卫星导航市场持续快速发展中的重要驱动力，在这些领域布局的企业业绩弹性相对表现更好，有望消化更高的估值。

## 5、卫星遥感：有望持续高景气发展，市场拓展节奏或将加速

**卫星遥感应用上市公司收入增速是近年来卫星产业四大细分市场中最高的**，2019-2022年复合增速达到50%以上，未来3年行业核心产值有望维持40%的增速。

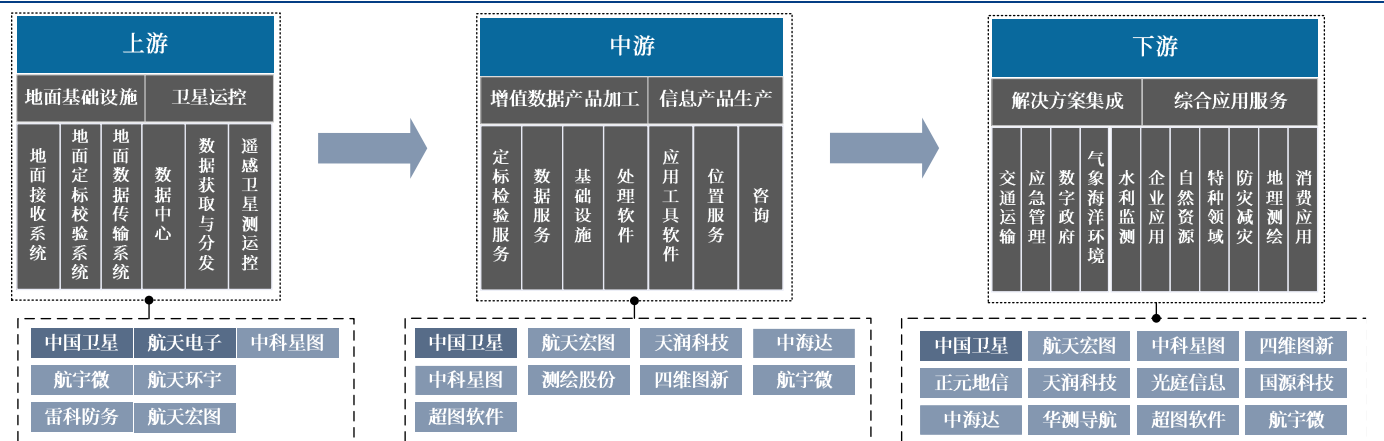
当前，遥感产业下游数字政府建设、实景三维、灾害监测等to G领域对卫星遥感

需求不减，卫星遥感行业在短期内整体仍处于朝阳高速发展阶段，下游应用市场需求有望维持在 40%增速左右，2025 年核心产值有望超过 300 亿元，是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道。

从卫星各细分产业收入增速变化情况来看，**2019-2022 年卫星遥感应用上市公司的收入增速是卫星产业四大细分市场中最高的**，复合增速达到 50%以上，表现出高成长型产业的初期特征，未来 3 年行业底层有望维持 40%的增速。**中长期看，基于云服务向 to B 及 to C 端的拓展，将有望成为支撑卫星遥感产业中长期持续快速增长的第二曲线。**结合卫星遥感产业上市公司未来募投项目的实施节奏来看，众多卫星遥感中下游企业募集资金向卫星遥感（或卫星遥感+）线上服务拓展，项目落地时间集中在“十四五”末期。

卫星遥感产业链及各部分代表上市公司见下图所示。

图12 卫星遥感产业链及各部分代表上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

投资建议方面，建议围绕卫星遥感产业链中企业的业绩持续性上寻找投资机会，具体观点如下：

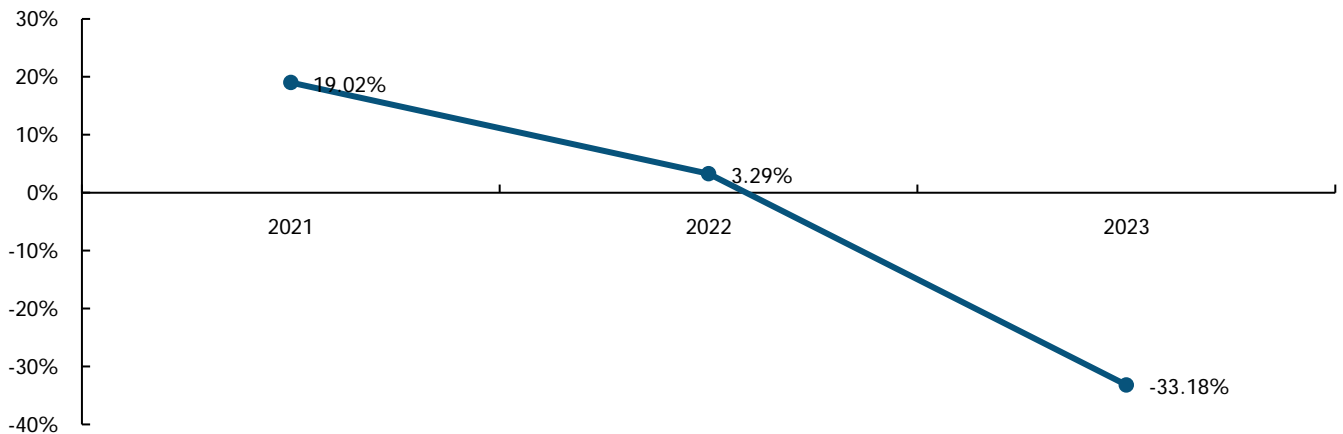
① **关注客户多元化、收入结构均衡的企业。**目前，军民客户比例均衡的企业，受到国家经济情况变化的影响相对更小，业绩增长持续性更强，另外，我国卫星遥感下游应用领域更集中在 to G 端，部分企业应收账款占比较高，可能会对企业的运营产生一定影响。

② **关注拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业。**早期我国卫星遥感应用厂商所采用的数据源主要来自国外，随着我国商业遥感卫星的持续发射和商业遥感市场的逐步完善，根据中国测绘学会的研究，我国卫星遥感影像自主保障率已达 90%以上。随着卫星遥感下游厂商陆续回溯产业上游，拥有具有稀缺属性的遥感数据将在下游市场竞争中变得愈发重要。

## 五、航天产业上市公司 2023 年年报业绩情况

截至 2024 年 4 月 14 日，已有 59 家涉航天业务上市公司披露了 2023 年报预告或正式年报，净利润增速中位数为-33.18%，较 2022 年同比增速 3.29%出现了显著下降。多家上市公司披露业绩下滑原因包括市场周期性波动、合同签订延迟、研发费用增加等多方面因素。

图13 “十四五”航天业务上市公司净利润增速变化情况

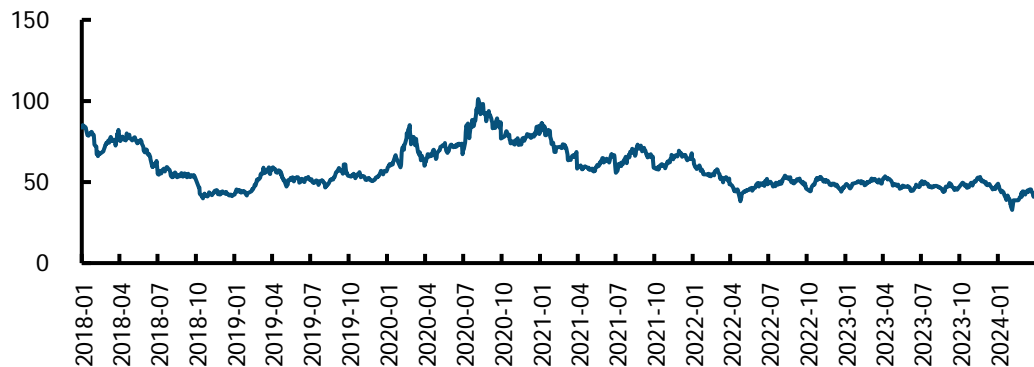


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2023 年数据为截至 2024 年 4 月 14 日披露的 59 家上市公司业绩数据）

## 六、航天产业估值已处于近五年历史低点附近

我们对中航证券航天行业指数标的进行 PE（TTM）统计，截至 2024 年 3 月末，指数市盈率为 43.47 倍，较去年 12 月底下降 4.25%，处于 2018 年以来的 **5.89%分位**。2024 年 2 月，航天产业整体估值水平下探到历史较低水平，3 月有所回升。

图14 中航证券航天行业指数市盈率（TTM）走势



资料来源：Wind，中航证券研究所（计算时剔除亏损企业）



## 七、建议关注

短期关注：中科星图

**航天防务：**航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）

**商业航天：**航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（卫星通导终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

## 八、风险提示

- ① 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；
- ② 部分航天装备研发定型进度可能存在不确定性，进而影响全产业链市场增速；
- ③ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ④ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

### 公司的投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址:** 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

**公司网址:** www.avicsec.com

**联系电话:** 010-59219558

**传 真:** 010-59562637