

朝鲜半岛风云突变，大国棋局前景朦胧

——朝鲜半岛局势分析专题报告

✉：杨云 执业证书编号：S0860510120006
 ☎：021-80108035
 ✉：yangchen2@stocke.com.cn

行业评级

国防军工

评级

报告导读

本次报告将从朝鲜半岛的历史及现状说起，对目前日趋紧张的朝鲜半岛局势进行了梳理，同时分析了相关国家的政治立场和利益诉求，最后通过归纳推演出朝鲜半岛局势对 A 股及军工板块的映射，并给出投资建议。

投资要点

□ 拥核是朝鲜的历史选择，也是目前朝鲜半岛局势紧张的核心问题

朝鲜需要核武器的原因如下：一是由于朝鲜综合国力远落后于韩国，使其需要通过先军政治和拥核来巩固政权；需要寻求非对称性优势对抗美国的强权。目前朝鲜的洲际导弹和继续进行核试验的意图，都迫使美国对朝鲜失去了“战略耐心”。

□ 朝鲜整体水平处于下风，各国博弈决定局势变化

朝鲜在军力军费上远落后于韩国，并且韩国处于美国核保护伞下。美韩已经部署“萨德”系统，并已经将“卡尔文森”号航母开赴韩国，若集结其他战斗系统，美国将具有全面打击拦截朝鲜核武器以及导弹的能力。联合国制裁作用有限，朝鲜半岛处于失控边缘，朝美中俄韩日利益诉求不一，相互博弈需要谈判降温。

□ 不排除突发小规模战争的可能性，关键在于朝美的最终选择

短期进行核试验或者战争都不是朝鲜的最优选择，目前局势尚未明朗。建议投资者密切关注朝鲜 4 月中下旬的政治举动。

□ 军工板块长期向好，短期有望持续表现，建议关注三条投资主线

通过对比前 5 次朝核危机期间 A 股及军工板块的走势，我们归纳得出：受事件性催化，军工板块持续活跃。可以关注“导弹攻防战”、“大国之翼”、“走向深蓝”三条投资主线。

相关报告

报告撰写人：杨云

数据支持人：杨晨

正文目录

1. 朝鲜半岛的现状和历史	4
1.1. 朝鲜半岛当前局势动态	4
1.2. 朝鲜半岛问题的由来	4
1.2.1. 冷战格局促成南北分治和朝鲜战争	4
1.2.2. 东北亚局势变化，朝鲜拥核先军自卫	6
1.3. 朝鲜半岛统一：朝鲜和韩国综合国力对比	8
1.3.1. 政治：朝鲜世袭，韩国更换频繁	8
1.3.2. 经济：80 年代为分水岭，朝鲜落后韩国发达	10
1.3.3. 军事：朝鲜寻求非对称性优势，韩美同盟先进	11
2. 朝鲜问题各国的政治立场和利益诉求	13
2.1 中国底线无核化，和平对话解决	14
2.1.1 六方会谈搁置	14
2.1.2 “双轨并行”“双暂停”和三个底线	14
2.2 美国维护霸权，强力压制朝鲜	15
2.2.1. 美国总统对待朝鲜半岛的基本政策	15
2.2.2 进一步部署军力，企图压服朝鲜	15
2.3 韩国盼半岛无核化，早日实现统一	18
2.4 日本寻求国家正常化，解决领土争端	18
2.5 俄罗斯陷入叙利亚问题，朝核问题逐渐边缘化	18
3. 投资建议：朝鲜半岛局势对 A 股军工板块的映射	18

图表目录

图 1：朝鲜半岛地理位置	5
图 2：朝鲜战争示意图	6
图 3：中国人名志愿军抗美援朝	6
图 4：相关国家拥核时间点	6
图 5：朝鲜发射火箭轨迹	8
图 6：朝鲜世袭政权更替图	8
图 7：金正恩清洗高层概况	8
图 8：韩国政权更替图	9
图 9：朝鲜韩国主要经济指标比较	10
图 10：朝鲜陆军兵力	11
图 11：朝鲜空军兵力	12

图 12: 朝鲜海军兵力	13
图 13: 近 4 任美国总统对朝政策	15
图 14: 中国周边“岛链”示意图	16
图 15: “萨德”系统示意图	16
图 16: “萨德”系统探测范围	16
图 17: 美国对朝鲜“斩首”行动计划图	17
图 18: 历次朝核危机时期 A 股的走势	19
表 1: 2017 年朝鲜半岛“风云录”	4
表 2: 朝鲜半岛南北分治和朝鲜战争大事记	5
表 3: 朝鲜核危机背景大事记	7
表 4: 朝鲜 5 次核试验概况	7
表 5: 朝鲜发射卫星概况	7
表 6: 朝鲜战争后韩国历年政治大事记	9
表 7: 朝鲜弹道导弹实力	11
表 8: 朝鲜发射卫星概况	13
表 9: 六方会谈进程表	14
表 10: 美国海外作战 5 艘航母舰队服役情况	16
表 11: 美国对朝鲜作战计划	17

1. 朝鲜半岛的现状和历史

1.1. 朝鲜半岛当前局势动态

虽然自 1953 年,中美朝韩共同签订了《朝鲜半岛停战协议》,但 64 年过去了,朝鲜半岛仍处于理论上停战的阶段,并未实现真正的和平。而由于中断了六方会谈这个政治对话渠道,各方的不信任感渐渐加深,朝鲜半岛问题持续升温,美朝双方互相威胁。美韩同盟频繁军演,升级战备,朝鲜缺乏安全感,一意孤行继续发展核武和导弹。美韩认为朝鲜不弃核就进一步部署萨德系统、航母战斗群,无法进一步关系正常化,朝鲜则担心弃核后无安全保障,我们认为目前局势要么继续升温恶化,最后发生冲突,要么就需要各方在合理合法的框架下,寻找重新对话的渠道。

表 1: 2017 年朝鲜半岛“风云录”

时间	事件
2 月 2 日	美国新国防部长马蒂斯出访日韩, 宣称部署驻韩美军“萨德”反导系统
2 月 27 日	乐天集团董事局不顾中国反对, 同意为萨德提供场地
3 月 6 日	萨德部分装备通过军用运输机运抵驻韩美军乌山空军基地
3 月 14 日 - 19 日	美国国务卿蒂勒森对中日韩进行访问
3 月 17 日	中方强烈反对部署萨德系统
3 月 13 日 - 24 日	韩美联合军演“关键决断”(KR)
3 月 30 日	朝鲜方面表示韩美军演将朝鲜半岛推向战争边缘
4 月 3 日	美韩日联合军演
4 月 6 日 - 7 日	中国国家主席习近平与特朗普在佛罗里达进行双边谈话
4 月 8 日	美国第三舰队卡尔文森号航母离开新加坡, 改变原定去澳大利亚的航线, 驶向朝鲜半岛的西太平洋海域, 回应朝鲜此前挑衅
4 月 9 日	美国安全委员会向特朗普 提议, 驻韩美军重新部署核武器
4 月 10 日	朝核问题六方会谈中方团长, 中国政府朝鲜半岛事务特别代表武大伟与韩方首席特使金烘均会面达成共识, 如若朝鲜进行核试验或者洲际导弹试验, 将依据安理会决议, 对朝鲜采取有利措施; 同日, 韩国国家安全处紧急检查延坪岛居民避难设施和客船安全管理情况
4 月 11 日	朝鲜再平壤召开第十三届最高人民会议第五次会议, 恢复设立外交委员会
4 月 12 日	习近平与特朗普通电话
4 月 15 日	朝鲜金日成诞辰 105 周年; 美国副总统彭斯出访日韩印尼澳
4 月 25 日	朝鲜人民军建成 85 周年, 朝鲜有核试验和发射导弹的可能性, 进一步达到对美韩震慑的作用

资料来源: 凤凰新闻, 浙商证券研究所

1.2. 朝鲜半岛问题的由来

朝鲜半岛的局势不是一日形成的, 而要想推演未来就必须了解朝鲜半岛问题的历史。曾经先后被清朝和日本统治过的朝鲜半岛一直并未在较长时期内实现真正意义上的独立。二战后, 美苏两国以北纬 38 度为界分别支持成立大韩民国和朝鲜人民共和国至今。实际上, 朝鲜半岛一直处于停战的状态, 并未实现真正意义上的和平。

1.2.1. 冷战格局促成南北分治和朝鲜战争

朝鲜半岛特殊的地理位置决定了它必然成为兵家必争之地, 前有日本后有中俄, 加上美国的全球霸权主义, 使得朝鲜半岛在近代一直处于分裂状态。第二次世界大战结束之前, 本来被承认独立地位的朝鲜被中英美苏四国划分, 而由于美国和苏联势力大且相互对立, 于是就在二战正式结束前一个月, 于北纬 38 度附近划分势力范围。美国在南边支

持有丰富美国留学经验的李承晚博士建立大韩民国，而苏联则于北部支持朝鲜劳动党首领金日成建立朝鲜民主主义共和国，南北分治开始。

图 1：朝鲜半岛地理位置



资料来源：百度地图，浙商证券研究所

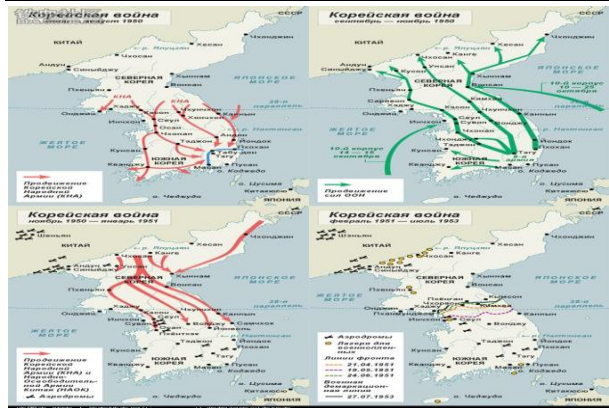
1950 年，朝鲜得到苏联的默许，突然进攻韩国，仅用 3 个月时间就占领了韩国 90% 的土地。而在美国控制下的联合国安理会则通过决议派联合国军支援韩国，在美国麦克阿瑟将军的领导下成功登陆仁川。朝鲜军队大败退至中国东北才得以保存部分兵力，并紧急向中国请求支援。朝鲜是中国的缓冲带，倘若中国不抗美援朝，将成为美苏对抗下最大的牺牲品，并面对美苏进一步的蚕食。因此，中国人民志愿军奔赴朝鲜，经过数次战役，双方僵持在 38 线附近，并试图通过谈判停战。由于双方都损失较大，中方上甘岭战役的胜利为两方停战获取了较为有利的停战条件。最终于 1953 年 7 月 27 日，中美朝共同签署《朝鲜停战协定》，朝鲜战争结束。南北停战以后，美国就与韩国签署了《美韩共同防御条约》，保留美国驻韩部队，此条约为目前美国在韩国的种种军事行动提供合理支撑。1958 年，中国人民志愿军全部撤离朝鲜。此次战争也将中国全面卷入朝鲜的各种事务至今，板门店成为南北分治的象征。自此朝鲜半岛一直处于停战而不是终战的状态中。

表 2：朝鲜半岛南北分治和朝鲜战争大事记

时间	事件
1896 年	中日甲午战争后，朝鲜结束与清朝附属关系
1910 年	朝鲜半岛实际被日本控制
1943 年	《开罗宣言》承认二战后朝鲜独立地位
1945 年 2 月	雅尔塔会议宣布朝鲜半岛由中英美苏共同托管
1945 年 8 月	美苏于北纬 38 度为分割线划分军事势力范围
1945 年 9 月	第二次世界大战结束
1948 年 7 月	李承晚在美国支持下成立大韩民国
1948 年 8 月	金日成在苏联支持下成立朝鲜民主主义共和国，南北对峙局面形成
1950 年 6 月	朝鲜战争爆发，朝鲜进攻韩国，并于 3 个月内占领大半朝鲜半岛
1950 年 9 月	美国麦克阿瑟将军指挥联合国军成功登陆仁川，朝军大败至中国东北休整
1950 年 11 月	中国 6 个兵团 30 万“志愿军”抗美援朝
1951 年 1 月	中国夺回汉城（今首尔），双方在 38 线附近争夺
1951 年 4 月	美国麦克阿瑟将军被杜鲁门总统解职
1952 年 10 月	中方上甘岭战役胜利，双方进入最终谈判阶段
1953 年 7 月	朝方金日成、中方彭德怀和美方克拉克于早上 10 时在朝鲜板门店签订《朝鲜停战协定》，同日 22 时生效，李承晚韩国方面未签署停战协定，朝鲜战争结束

1953 年 10 月 美韩签订《美韩共同防御条约》
1961 年 7 月 周恩来和金日成在北京签署《中朝友好合作互助条约》
资料来源：凤凰新闻，浙商证券研究所

图 2：朝鲜战争示意图



资料来源：铁血网，浙商证券研究所

图 3：中国人名志愿军抗美援朝



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

1.2.2. 东北亚局势变化，朝鲜拥核先军自卫

原本的冷战格局下，中苏朝是社会主义政治军事结盟，美日韩成为资本主义同盟国，在朝鲜半岛南北分治。但朝鲜战争结束以后，金日成对亲华将领被陆续解职、大批清洗。随着 1960 年中苏关系破裂的开始，中国为了在社会主义阵营中拉拢朝鲜，在 1961 年，中朝签订了《中朝友好互助条约》，并且在长时间内无条件支持朝鲜。朝鲜同时得到来自苏联和中国的经济援助。朝鲜战争时期，美国麦克阿瑟将军不止一次用核武器威胁中国和朝鲜，而当时的中朝没有任何可以对抗的武器，迫使朝鲜最高领导人金日成迫切希望拥有核武器。自 1974 年开始，朝鲜就将拥核提上了国家大事的日程，加入了国际原子能机构。

随着 1991 年开始的苏联解体、东欧剧变，冷战格局被打破，社会主义阵营面临巨大挑战，朝鲜失去了苏联的支持，在此之后近 10 年间经济呈现负增长。与此同时，中国在 1992 年与韩国正式建交，形成交叉承认的外交局面。而在 2 年前年，苏联也与韩国建交，韩国在此期间实现了经济高速发展，步入发达国家行列。因朝鲜在安全领域不再依赖于俄罗斯和中国这两个核大国，因其都未在该领域像美国对日韩那样给朝鲜一个安全承诺。美日韩同盟关系在苏联解体之后加强，内忧外患的局势使得朝鲜在国内经济、政治方面都面临巨大的统治压力。拥核先军对内是转移矛盾稳固国内的统治，对外则是为了获取对抗美韩军事同盟的非对称性优势。

图 4：相关国家拥核时间点



资料来源：浙商证券研究所

表 3：朝鲜核危机背景大事记

时间	事件
1974 年	朝鲜加入国际原子能机构（IAEA）
1985 年	朝鲜加入《不扩散核武器条约》
1988 年	美国称朝鲜在宁边反应堆已经能生产可制造 2-3 个原子弹的钚
1991 年	美国撤出驻韩部队的核武器装备；韩朝双方共同签署了《朝鲜半岛无核化宣言》
1992 年	朝鲜与国际原子能机构签署接受安全保障的协议
1993 年	朝鲜第一次宣布退出《不扩散核武器条约》
1994 年	联合国安理会对朝鲜制裁，美朝达成《朝核问题框架协议》
2002 年	美国宣布朝鲜承认铀浓缩计划
2003 年	朝鲜再一次退出《不扩散核武器条约》，中国促成六方会谈

资料来源：百度百科，浙商证券研究所

自 2006 年截至目前为止，朝鲜总共先后进行了 5 次核试验，并且速度越来越快，当量越来越大。美国总统特朗普上台后，百日新政受阻，因此在习特会期间对叙利亚发射 50 枚导弹，借以威慑朝鲜。而因为 4 月 15 日朝鲜金日成诞辰 105 周年，同时美国副总统彭斯计划出访日韩印尼澳，25 日是朝鲜人民军建成 85 周年，朝鲜面对美韩连续不断的军演和航母战斗群的集结，很有可能在 4 月 15 日 - 25 日左右进行第 6 次核试验。美朝双方相互试探底线，而中俄则希望通过和平方式重新建立对话机制。朝鲜在进行多次核试验的之前，还多次利用发射卫星研制弹道导弹的发射，目的是为了展示其远程运载能力和核能力，而这些都是联合国安理会决议限制朝鲜继续进行的试验。

表 4：朝鲜 5 次核试验概况

时间	当量（万吨）	震级
2006 年 10 月	小于 0.1	3.6
2009 年 5 月	0.2-0.4	4.5
2013 年 2 月	0.8-1	4.9
2016 年 1 月	1	4.9
2016 年 9 月	大于 1	5

注：美国 1945 年广岛原子弹当量是 1.5 万吨，长崎原子弹 2.1 万吨

资料来源：腾讯新闻，浙商证券研究所

表 5：朝鲜发射卫星概况

时间	事件	外界反应
1998 年 8 月	“光明星 1 号”发射成功	美国第一次承认朝鲜有能力发射卫星
2009 年 4 月	“银河 2 号”运载火箭成功发射“光明星 2 号”	美韩认为发射不成功
2012 年 4 月	“光明星 3 号”应用卫星发射，未进入预定轨道	联合国安理会强烈谴责
2012 年 12 月	“银河 3 号”运载火箭成功发射“光明星 3 号”	联合国安理会就朝鲜发射卫星通过制裁决议
2016 年 2 月	成功发射“光明星 4 号”	联合国安理会就朝鲜发射卫星通过制裁决议

资料来源：新浪新闻，浙商证券研究所

图 5：朝鲜发射火箭轨迹



资料来源：腾讯新闻，浙商证券研究所

1.3. 朝鲜半岛统一：朝鲜和韩国综合国力对比

自南北分治以来，朝鲜和韩国的发展道路大相径庭，综合国力也逐渐拉开差距。由于朝鲜仍然是目前为止，自前苏联解体以来，从未对其政体和封闭的经济体制有任何变动的国家，并且美国将韩国日本都纳入其核保护伞下，从理论上来说，朝方已经失去了统一韩国的实力。

1.3.1. 政治：朝鲜世袭，韩国更换频繁

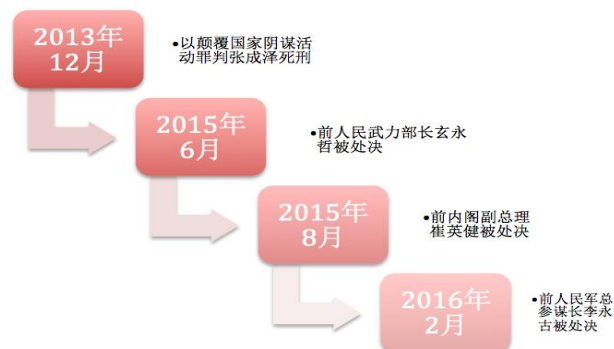
朝鲜实行世袭和封闭的政治管理体制，朝鲜劳动党一党执政，支持社会主义、先军政策。1970 年宣布社会主义工业化，1991 年和韩国一起加入了联合国，1992 年中韩建交之后，中朝关系一度落入谷底，直到 1999 年高层互访才得以恢复。1995 年开始，金正日提出先军政策转嫁国内矛盾注意力。自金正恩掌权以来，中国对朝鲜的政策影响越来越有限，中朝关系忽冷忽热。为了维护统治，金正恩先后处置了多名改革派和亲华派的领导，如在中国考察后建立自贸区的张成泽。

图 6：朝鲜世袭政权更替图



资料来源：维基百科，浙商证券研究所

图 7：金正恩清洗高层概况



资料来源：维基百科，浙商证券研究所

图 8：韩国政权更替图



资料来源：维基百科，浙商证券研究所

韩国的政局没有朝鲜那样平稳，几经更迭，才最终从专制独裁中走出，于 1987 年建立了一套现代西方的政治系统。自 1948 年建国以来，就已经先后换过 18 任总统，政权更替频繁。国父李承晚历任 4 任总统，对内专制独裁，终于爆发 4.19 学生反政府革命推翻其统治。同年，尹潽善被韩国国会任命为第二任总统，但很快就在次年被朴正熙军事政变所推翻，实行长达 18 年的执政，并带领韩国实现工业化改革和经济腾飞。其长女朴槿惠于 2012 年当选韩国首位女总统，但也因为涉嫌“闺蜜干政”被韩国国会弹劾。朴正熙在 1979 年被自己的中央情报局局长金载圭射杀，成为第一个死于任期内的韩国总统。

其后，崔圭夏担任了总统代理，出现短暂的“汉城之春”。但很快就被全斗焕发动军事政变推翻，几个月后，光州惨案发生。迫于政治压力，全斗焕在历任 2 届总统后，力推其得力助手卢泰愚当选总统。在其任期内，韩国全民投票通过了新宪法，规定韩国实行三权鼎立、依法治国的西方政治制度。总统通过选举产生，国会行使立法机构实行一院制，法院分三级，大法院大法官由总统任命，需通过国会批准。值得一提的是，全斗焕和卢泰愚都担任过朴正熙的警卫，大部分执行的还是朴正熙的遗愿，使得韩国在 80 年代到九十年代里综合国力大大提升，加入联合国，成功举办奥运会，成为亚洲四小龙之一。

之后金泳三上任，试图推行民主化改革，但由于韩国经济连续下滑加之亚洲金融危机，使得其被迫向国际货币基金组织寻求援助，被国民谴责下卸任。此时金大中上任并立志于韩国经济复苏和经济体制改革，并对北朝鲜实行“阳光政策”，促成南北双边会谈。其后卢武铉继承了这一政策，并在 2007 年，朝鲜已经拥有核武器的情况下，徒步越过 38 线，前往朝鲜与金正日谈话。在其领导下，韩国经济每年保持大于 4% 的增长率。但是在韩国检方调查泰光实业总裁朴渊次贿赂案时，发现卢武铉亲信受贿，自此下台李明博上任。在李明博之后，朴槿惠以微弱优势当选韩国第 18 届总统，但是也同时因为政治亲信受贿的丑闻被拉下政治舞台。韩国政坛跌宕起伏，目前下一任总统还未选出。

表 6：朝鲜战争后韩国历年政治大事记

时间	事件
1962-1967	第一个五年计划
1967-1971	第二个五年计划
1970 年	新村运动
1976 年	板门店血杀事件
1978 年	韩国通过新宪法
1979 年	朴正熙被射杀
1980 年	光州惨案
1983 年	仰光事件

1987 年	大韩航空 858 号航班空难
1988 年	韩国汉城奥运会
1991 年	韩国加入联合国
1997 年	亚洲金融危机
2008 年	朴渊次门
2010 年	延坪岛炮击事件
2011 年	《韩欧自由贸易协定》通过
2012 年	《韩美自由贸易协定》生效
2016 年	崔顺实闺蜜门

资料来源：百度百科，浙商证券研究所

1.3.2. 经济：80 年代为分水岭，朝鲜落后韩国发达

南北分治以后，朝鲜和韩国以 20 世纪 80 年代为分水岭。80 年代以前，朝鲜在苏联和中国的援助下领先韩国。80 年代以后，韩国在经过朴正熙 60-70 年代的一系列经济改革和工业化以后，高速增长，被称为“汉江奇迹”，之后更是跨过中等收入陷阱，步入发达国家的行列。可以说，朝鲜已经在经济上远远落后于韩国。

图 9：朝鲜韩国主要经济指标比较

朝鲜韩国主要经济指标比较														
来源：联合国统计组织 制图：北海熊														
年份	名义GDP规模(亿美元)			实际GDP增速(%)			年中人口(千人)			人均名义GDP(美元)		人均实际GDP增速(%)		
	朝鲜	韩国	朝鲜±1	朝鲜	韩国	朝鲜±1	朝鲜	韩国	朝鲜±1	朝鲜	韩国	朝鲜±1	朝鲜	韩国
1970	49.27	89.99	1.83				12,826.2	31,437.1	2.45	384	286	0.75		
1971	54.40	98.90	1.82	10.4	10.5		13,184.0	32,087.9	2.43	413	308	0.75	7.4	9.3
1972	60.06	108.42	1.81	10.4	7.2		13,542.0	32,759.4	2.42	443	331	0.75	7.5	5.3
1973	66.30	138.42	2.09	10.4	14.8		13,887.7	33,435.3	2.41	477	414	0.87	7.7	12.6
1974	73.20	194.82	2.66	10.4	9.5		14,205.5	34,091.8	2.40	515	571	1.11	7.9	7.2
1975	80.81	217.05	2.69	10.4	7.9		14,485.6	34,713.1	2.40	558	625	1.12	8.3	6.1
1976	84.12	297.79	3.54	4.1	13.1		14,720.8	35,290.7	2.40	571	844	1.48	2.4	11.3
1977	87.57	382.65	4.37	4.1	12.3		14,916.4	35,832.2	2.40	587	1,068	1.82	2.7	10.5
1978	91.16	517.01	5.67	4.1	10.8		15,089.8	36,356.2	2.41	604	1,422	2.35	2.9	9.2
1979	94.90	665.68	7.01	4.1	8.6		15,265.8	36,889.7	2.42	622	1,805	2.90	2.9	7.0
1980	98.79	649.81	6.58	4.1	-1.7		15,462.4	37,451.1	2.42	639	1,735	2.72	2.8	-3.2
1981	102.44	724.26	7.07	3.7	7.2		15,685.9	38,045.3	2.43	653	1,904	2.91	2.2	5.5
1982	128.68	777.73	6.04	3.7	8.3		15,931.5	38,666.0	2.43	808	2,011	2.49	2.1	6.7
1983	128.55	870.25	6.77	3.7	13.2		16,192.0	39,295.4	2.43	794	2,215	2.79	2.0	11.5
1984	122.51	965.98	7.88	3.7	10.4		16,455.5	39,912.9	2.43	745	2,420	3.25	2.0	9.1
1985	120.75	1,002.73	8.30	3.7	7.7		16,713.7	40,501.9	2.42	722	2,476	3.43	2.1	6.7
1986	136.54	1,155.37	8.46	1.4	11.2		16,963.7	41,059.5	2.42	805	2,814	3.50	-0.1	10.2
1987	143.91	1,461.34	10.15	1.4	12.5		17,209.0	41,588.4	2.42	836	3,514	4.20	-0.0	11.3
1988	141.93	1,969.65	13.88	1.4	11.9		18,581.0	42,085.1	2.26	764	4,680	6.13	-6.1	10.8
1989	157.71	2,435.28	15.44	1.4	7.0		19,452.0	42,546.7	2.19	811	5,724	7.06	-3.1	6.0
1990	147.02	2,793.48	19.00	-4.3	9.8		20,007.0	42,972.3	2.15	735	6,501	8.85	-7.0	8.7
1991	136.87	3,257.33	23.80	-4.4	10.4		20,656.0	43,358.7	2.10	663	7,513	11.34	-7.4	9.3
1992	124.58	3,500.51	28.10	-7.1	6.2		21,005.0	43,708.2	2.08	593	8,009	13.50	-8.6	5.1
1993	107.44	3,863.02	35.95	-4.5	6.8		21,350.0	44,031.2	2.06	503	8,773	17.43	-6.0	5.8
1994	83.07	4,556.05	54.85	-2.1	9.2		21,607.0	44,342.5	2.05	384	10,275	26.72	-3.3	8.1
1995	48.49	5,561.29	114.68	-4.4	9.6		21,819.0	44,653.0	2.05	222	12,454	56.04	-5.3	8.5
1996	105.88	5,980.97	56.49	-3.4	7.6		22,114.0	44,967.3	2.03	479	13,301	27.78	-4.6	6.6
1997	103.23	5,575.04	54.01	-6.5	5.9		22,355.0	45,283.9	2.03	462	12,311	26.66	-7.5	4.9
1998	102.73	3,742.42	36.43	-0.9	-5.5		22,554.0	45,599.6	2.02	456	8,207	18.02	-1.8	-6.1
1999	102.80	4,852.50	47.20	6.1	11.3		22,754.0	45,908.3	2.02	452	10,570	23.40	5.1	10.5
2000	106.08	5,616.34	52.94	0.4	8.9		22,963.0	46,206.3	2.01	462	12,155	26.31	-0.5	8.0
2001	110.22	5,330.50	48.36	3.8	4.5		23,149.0	46,492.3	2.01	476	11,465	24.08	2.9	3.8
2002	109.10	6,090.21	55.82	1.2	7.4		23,313.0	46,769.6	2.01	468	13,022	27.83	0.5	6.8
2003	110.51	6,805.18	61.58	1.8	2.9		23,464.0	47,043.3	2.00	471	14,466	30.71	1.2	2.4
2004	111.68	7,648.81	68.49	2.1	4.9		23,612.0	47,320.5	2.00	473	16,164	34.17	1.4	4.5
2005	130.31	8,981.37	68.92	3.8	3.9		23,785.8	47,605.9	2.00	548	18,866	34.44	3.0	3.7
2006	137.64	10,117.97	73.51	-1.0	5.2		23,942.2	47,901.6	2.00	575	21,122	36.74	-1.7	4.7
2007	143.75	11,226.79	78.10	-1.2	5.5		24,084.1	48,205.1	2.00	597	23,290	39.02	-1.8	5.0
2008	133.37	10,022.19	75.15	3.1	2.8		24,215.8	48,509.8	2.00	551	20,660	37.51	2.5	2.1
2009	120.35	9,019.35	74.94	-0.9	0.7		24,343.7	48,807.0	2.00	494	18,480	37.38	-1.4	0.2
2010	139.45	10,944.99	78.49	-0.5	6.5		24,472.2	49,090.0	2.01	570	22,296	39.13	-1.0	6.0
2011	156.89	12,024.64	76.64	0.8	3.7		24,602.9	49,356.7	2.01	638	24,363	38.20	0.3	2.9
2012	159.07	12,228.07	76.87	1.3	2.3		24,734.8	49,608.5	2.01	643	24,649	38.33	0.8	1.8
2013	165.65	13,056.05	78.82	1.1	2.9		24,867.0	49,846.8	2.00	666	26,192	39.32	0.5	2.5
2014	173.96	14,103.83	81.08	1.0	3.3		24,997.9	50,074.4	2.00	696	28,166	40.47	0.5	2.9

资料来源：铁血网，浙商证券研究所

1.3.3. 军事：朝鲜寻求非对称性优势，韩美同盟先进

根据美国国防部于 2015 年发布的朝鲜半岛军力报告，朝鲜仅在核武器、弹道导弹，以及 38 线附近可以直接对准首尔的远程火炮上具有优势。其中在 2012 年朝鲜阅兵式上展示的地面移动式导弹 KN-08 已经属于洲际导弹的范畴，可以达到美国本土。朝韩军力结构相似，都是以陆军为主，海空为辅，韩国在综合军力上具有绝对作战优势。虽然朝鲜拥有核武器，并宣称具有氢弹，但是韩国属于美国核保护伞下，朝鲜不敢轻易动用核武。而在信息化的现代战争里面，作战胜利不仅仅取决于武器军力，而还需要考虑作战指挥、军队意志和训练水平等因素。因此，美韩不断的军演是在不断提高其对朝鲜的实际作战想定和精确打击的能力。

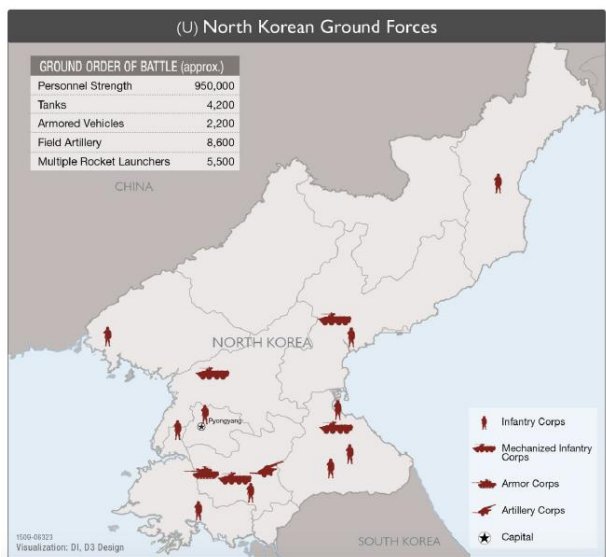
表 7：朝鲜弹道导弹实力

名称	数量（枚）	射程（km）
SCUD-B		300
SCUD-C	小于 100	500
SCUD-ER		700-1000
Toksa		120
No Dong	小于 50	1300
IRBM		3200+
TD-2	未知	5400+
SLBM	至少 1 枚	未知
KN-08	至少 6 枚	5400+

资料来源：浙商证券研究所

朝鲜陆军人数 100 万，较韩国更多。朝鲜主战坦克是在俄罗斯 T-62 坦克基础上改良的 M-2002 暴风虎坦克，属于第二代坦克，并且在 38 线附近有 1100 门 1100 远程火炮，射程达 50 公里，可以全程覆盖首尔全境。韩国则使用最新第三代的 K2 坦克，并与美国共同制定了一套用空军投射地面深钻地炸弹的综合打击作战计划，因此朝鲜对韩国在陆路上的威胁有限。

图 40：朝鲜陆军兵力



资料来源：浙商证券研究所

朝鲜空军人数 11 万，比韩国多近一倍，主要作用是防御。但是空军战斗设备落后，多为前苏联遗留下来，而由于制裁措施，设备维修情况不知。朝鲜拥有歼击机 458 架，固定翼攻击机 572 架，运输机 100 架，教练机 169 架，直升

机 202 架, 攻击型直升机 20 架。由于朝鲜飞行器技术落后, 朝鲜防空倚重地对空导弹 (SAMs) 和防空高射炮 (AAA)。2003 年, 首度公开无人驾驶机 (UAV)。而韩国虽然空军人数远少于朝鲜, 但是采用美国军用飞机及技术, 远远领先朝鲜。其拥有 406 架歼击机, 448 架固定翼攻击机, 348 架运输机, 256 架教练机, 679 架直升机, 77 架攻击型直升机。主战机型为 F-5E、F-15K 和 F-16C, 地对空导弹系统为 Crotale-NG 和 Doosan K-SAM Chunma, 防空高射炮则为自制的 K200KIFV, 都比朝鲜的更为先进。

图 51: 朝鲜空军兵力



资料来源: 浙商证券研究所

朝鲜海军没有航空母舰, 以小型舰船为主, 分为东西两支舰队。其中有 3 艘护卫舰, 2 艘巡洋舰, 70 个潜艇, 211 艘海岸护卫舰, 23 艘布雷舰。舰船总数比韩国多, 但是海军人数为韩国的一半, 总体装备落后且作战力差。2015 年, 朝鲜宣布自己拥有了具有弹道导弹发射能力的新式潜艇。但是韩国拥有 1 艘轻型航空母舰“独岛号”和 12 艘驱逐舰, 主战驱逐舰型号为 KDX-3 DDG、KDX-II DDH 和 KDX-I DDH, 导弹护卫舰 12 艘, 常规潜艇 14 艘, 轻型护卫舰 23 艘, 两栖攻击舰 1 艘, 宙斯驱逐舰 1 艘等, 都采用了先进的舰艇和作战能力。加上美军目前将第三舰队的卡尔文森号航母战斗群开至朝鲜半岛附近的海域, 并可能在从日本和美国本土调另两艘航母形成三艘航母的战斗集结, 其战斗力将远远大于朝鲜的海军空军的加总。

图 62：朝鲜海军兵力



资料来源：浙商证券研究所

除此之外，由于朝鲜经济落后，又同时实行先军政治，军费支出较大，且没有上升空间。据美国国防部测算，朝鲜军费占 GDP 的比例高达 20-30%，而与此同时经济停滞，韩国国防支出则仅占韩国 GDP 的 3%，且 GDP 具有上升空间。倘若朝鲜内部依旧闭关锁国，沿袭目前的政治经济体制，朝鲜并不具备长期与韩国抗衡的军事经济能力。

2. 朝鲜问题各国的政治立场和利益诉求

朝鲜半岛就像一个随时一点就爆的火药桶，牵扯到诸多世界大国的切身利益。联合国一直立志于通过对话解决朝核问题，虽然先后对朝鲜进行多次制裁，但是仍然没能有效的约束力。每一次朝鲜核试验或者发射卫星，联合国都以第一时间强烈谴责并制裁。但是朝鲜问题一直悬而未决，且越演越烈。

表 8：朝鲜发射卫星概况

时间	核试验	制裁措施
2006 年	朝鲜第 1 次核试验	禁止对朝鲜提供和销售坦克、战车、战绩等武器；禁止对朝鲜提供和销售奢侈品；禁止朝鲜与核、导弹计划政策的人员及家属入境等
2009 年	朝鲜第 2 次核试验	冻结 5 架朝鲜实体的资产；冻结 5 位朝鲜官员的资产并禁止其出国旅行；禁止世界各国为朝鲜提供可能会被用于制造弹道导弹的 2 种关键原材料
2013 年	朝鲜第 3 次核试验	扩大金融制裁；检查朝鲜船只、飞机，若遭拒绝，应拒绝飞机船只入港和降落；防止朝鲜外交人员滥用特权；防止向朝鲜提供赛车、珠宝等奢侈品
2016 年	朝鲜第 4 次核试验	联合国成员国必须对朝鲜的全部进出口货物进行强制检查；实行金融禁令；限制朝鲜战略物资的出口；禁止向朝鲜提供航空燃料等

资料来源：新浪军事，浙商证券研究所

2.1 中国底线无核化，和平对话解决

2.1.1 六方会谈搁置

朝鲜是中国重要的战略屏障，和平解决朝鲜问题关乎中国自身的切身安全利益。中国近来大力发展经济，并大力推行政治、经济体制改革，希望维护周边环境和平稳定。并且，中国一直以来都奉行不干预他国内政的外交政策。因此，中国一直大力推进朝核问题的六方会谈，努力找出各方对话渠道，但是最终以朝鲜一方退出而中断搁置至今。可以说，六方会谈并未给予朝鲜真正意义上的安全感。

表 9：六方会谈进程表

状态	时间	成果
第 1 轮谈判	2003 年	确认朝核问题用和平对话方式解决
第 2 轮	2004 年 2 月	发表《主席声明》
第 3 轮	2004 年 6 月	发表第二份《主席声明》，寻求和平解决朝核问题
第 4 轮	2005 年 7-9 月	发表《9.19 共同声明》，返回《核不扩散条约》
第 5 轮	2005 年 11 月；2006 年 12 月；2007 年 2 月	发表第三、四份《主席声明》，通过《落实共同声明起步行动》
第 6 轮	2007 年 3 月；9 月	重申落实《9.19 共同声明》和《落实共同声明起步行动》，通过落实《落实共同声明第二阶段行动》共同文件
结束	2009 年	朝鲜宣布退出六方会谈
终止	2013 年	朝鲜宣称《9.19 共同声明》不再存在，并不再进行朝鲜半岛无核化对话

资料来源：新华网，浙商证券研究所

2.1.2 “双轨并行”“双暂停”和三个底线

中国官方认为解决朝鲜半岛问题关键在于美朝双方，但是由于美国一直未给过朝鲜任何安全保证，双方中断了对话途径，无法相互理解，需要中国在其中不断协调。目前不断升温的朝鲜半岛局势，恰恰是会谈进程中断，政治外交对话无法进行造成的，双方都在相互威慑，上演“谁是懦夫”的游戏。中方则提出了“双轨并行”和“双暂停”两个解决方案，“双轨并行”是指半岛无核化与停核机制转换同时进行，“双暂停”是指朝鲜暂停核导试验，美韩暂停军演，这种切实可行的解决方式。并且就朝核问题提出了中方的三个底线：1. 无核，不管什么情况下，朝鲜半岛任何一方都不能有核武器，无论是自制还是引进部署；2. 不武，中国切实希望一个稳定发展的环境，不允许半岛以任何形式发生战争；3. 国家利益，无论朝鲜半岛的未来走向如何，中国都坚定维护和保障自身国家安全利益。因此，针对这三条底线，中国面对朝鲜半岛局势有三个不许：1. 不许出现核污染，危及中国东北地区；2. 不许朝鲜战后涌向中国东北大量难民；3. 朝鲜局势如若崩溃，中国军队会进驻朝鲜，在其境内划出安全隔离带，决不允许美韩军队邻近中国鸭绿江。总而言之，中国不希望看到局势继续升温恶化，导致冲突，而是主张在严格执行安理会决议进程中，找到复谈突破口，重回对话解决轨道。

- 对朝鲜进行一系列制裁措施，减缓核试验进程
- 通过不同手段，加强与韩国核美国的沟通对话，努力说服美韩不要对朝鲜开战
- 努力寻找对朝的沟通对话渠道，并提出朝鲜半岛利益共同体的和平解决半岛问题的方式
- 积极部署应对美韩战略性武器系统的破解系统，有针对性的将隐形战机、战术地对地导弹、反航母导弹、核潜艇等武器进行展示或演习，以此增加与美韩谈判筹码
- 在东北边境部署兵力和对应可能解除核污染的设施，以此防范朝鲜难民潮和可能的核武器攻击

2.2 美国维护霸权，强力压制朝鲜

2.2.1. 美国总统对待朝鲜半岛的基本政策

美国总统是美国行政部门的最高领袖及三军统帅，所以美国对待朝鲜的政策与总统的态度密切相关。朝鲜问题对于目前仅剩的唯一超级大国美国来说，具有对中国和整个亚洲的重要战略意义。美国的态度实质上是解决朝鲜问题的决定因素，而美国历来在这一问题上是以强硬对强硬的姿态。但是美国的朝核政策还是根据总统的态度出现过摇摆不定的情况。

图 13：近 4 任美国总统对朝政策



资料来源：新华网，浙商证券研究所

克林顿政府时期从原本的态度强硬到务实接触，并达成了《朝核问题框架协议》，但是到小布什政府上台后，否定了前面对朝政策，展现强硬姿态，但是后期展开了美朝直接一对一对话双边会谈。而奥巴马时期，实行亚太地区再平衡战略和“战略忍耐”政策，关闭了美朝直接对话的大门，促使朝鲜采取各种报复性措施，并加快核试验和弹道导弹研发进程。

美国拥有世界上最完善的反导系统，其国家导弹防御系统（TMD），几乎涵盖了对所有类型导弹的防御，其中包括“爱国者-3”、“宙斯盾”等著名防空系统。但美国的反导系统仍然存在漏洞，并且美国五角大楼也承认其导弹防御系统不能完全确保可以抵挡朝鲜的核弹。

新上任的美国总统特朗普百日新政挑战重重，继续一个突破口来缓解国内矛盾。因此，其对叙利亚发射来 50 枚战斧导弹，并对阿富汗投下史上最大非核弹。特朗普声称，对朝鲜已经失去了战略耐心，并认为中国在过去努力的不够。他宣称中国如果帮助解决朝鲜问题，将获得更好的贸易协定，但已经准备好在没有中国的情况下解决朝鲜问题。有美国官员称，美国现在的底线就是，朝鲜不能进行第 6 次核试验或者试验可以直接打击到美国本土的洲际弹道导弹试验，不然可能先发制人进攻朝鲜，也不排除美国像突然向叙利亚发射导弹那样，声称朝鲜拥有化学武器，对朝鲜突然发射导弹的可能性。

2.2.2 进一步部署军力，企图压服朝鲜

目前，美国拥有 10 艘航母，5 艘可以用来海外作战。其中隶属第 3 舰队的卡尔文森号已经在朝鲜半岛附近的西太平洋附近，加上在驻日美军那里的隶属于第 7 舰队的里根号加上美国本土附近海域的航母，就可以组成战备航母作战群，对朝鲜具有很大的震慑作用。

表 10：美国海外作战 5 艘航母舰队服役情况

名称	隶属	部署区域
CVN71 罗斯福号	第 3 舰队	东太平洋
CVN74 斯坦尼斯号	第 3 舰队	西太平洋
CVN75 杜鲁门号	第 6 舰队	地中海
CVN76 里根号	第 7 舰队	西太平洋
CVN77 布什号	第 5 舰队	波斯湾

资料来源：腾讯网，浙商证券研究所

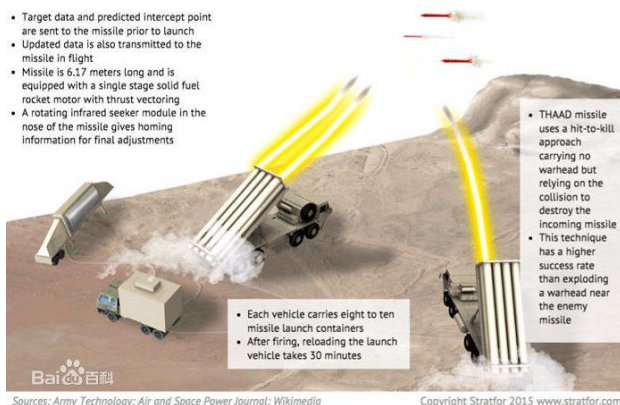
同时，美国在 2015 年与古巴和伊朗达成和解，除了中东战争以外，可以聚焦东亚。而在韩国部署萨德系统以及在韩国部署导弹防御系统，从本质上来说，都是为了对付中国和俄罗斯。在亚太再平衡战略上，美国在兵力和装备上已经达到饱和状态，其中的弱项之一就是反导系统。而基于美日韩同盟的前提下，在韩国和日本部署反导和雷达探测系统就是最好的选择，可以在第一岛链和第二岛链内将中国锁死，并由此探测到中国东北及黄海一代所有军事活动。

图 14：中国周边“岛链”示意图



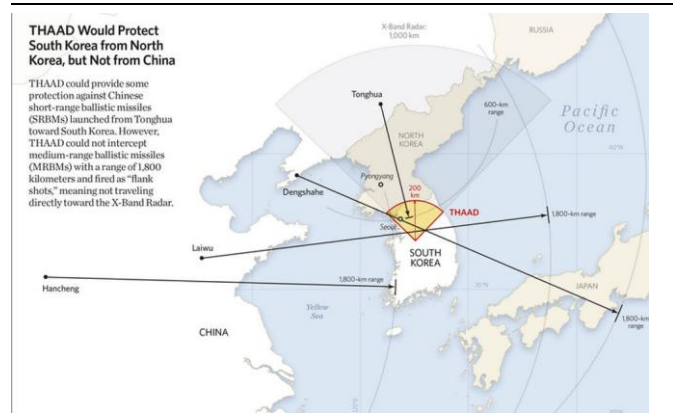
资料来源：百度百科，浙商证券研究所

图 15：“萨德”系统示意图



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

图 16：“萨德”系统探测范围



资料来源：浙商证券研究所

可以说，美国是世界上最具有战略规划能力的国家，针对朝鲜问题，美军作出了多个作战方案，并和韩日进行了多次军演来验证作战想法。甚至提出了对个特殊军事行动，比如斩首行动，突袭朝鲜核设备，精准空中打击等，但都面临不同程度上的困难。由于朝鲜地形多山隐蔽好，核设施分散，且朝鲜有很多“飞毛腿”类型的短程流动设计能力的导弹，加之朝鲜保密一直做得很好，很难进行斩首行动和其他一些突袭行动。美国对朝开战难度还是蛮大的。

表 11：美国对朝鲜作战计划

名称	内容	缺点
5026 作战计划	美韩联军主动进攻朝鲜，用隐形轰炸机直接对朝鲜核设施分散，朝鲜 80%都是山，突袭隐蔽朝鲜核设施进行外科手术式的打击	性差，从而可能在中途被朝鲜发现报复
5027 作战计划	美韩联军防守反击，打击朝鲜后勤补给，登录朝鲜主动进攻的可能性较低，首尔经济圈将承包抄等方式聚歼进攻中的朝鲜人民军主力	受巨大的战争创伤
5028 作战计划	类似于 5027 计划，但考虑到了美国在中东两较 5027 计划相比兵力的投入更为有限	线作战的情况
5029 作战计划	上世纪 90 年代应对朝鲜经济崩溃的作战计划 目前朝鲜的经济状况已得到一定幅度的改善	
5030 作战计划	通过策反朝鲜军政高层的形式，引起朝鲜政变渗透难度较大	

资料来源：网易军事，浙商证券研究所

图 77：美国对朝鲜“斩首”行动计划图



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

从根本上说，美国希望借朝鲜半岛的局势乘机介入亚洲事务，局势的动荡有利于美国在亚洲地区的战略部署以此达到遏制中俄的目的。

- 加强情报收集，制定可行的作战计划
- 加大制裁力度，使用各种手段震慑威胁，引发混乱
- 加强美日韩同盟，不断进行军演提高实际作战能力
- 利用朝鲜问题重回亚太，增加与朝鲜、中国的谈判筹码
- 利用其他国家在南海、东海与中国的冲突，引发东亚地区混乱的局面，借以扩大自身利益

2.3 韩国盼半岛无核化，早日实现统一

朝鲜半岛问题是关乎韩国存亡的大问题，其处于冲突第一线，且首尔距离 38 线只有 400 公里，人口稠密经济发达，受到朝鲜直接的军事威胁。虽然韩美签订了《美韩共同防御条约》表明无论韩美哪一方在亚太地区受到攻击，都需要相互援助，美国同时还向韩国提供核保护伞，但是假如开战，仅用常规炮弹就能对首尔造成很大的损失，不符合韩国短期内自身的切实利益。所以韩国希望通过和平对话方式，构筑统一政策的基础。但是新上任的美国总统特朗普实行“美国第一”的政策，对其军事同盟国希望补缴驻军军费，而韩国政府当局迫于美国的压力，不得不同意部署萨德系统。同时朝鲜半岛统一一直是韩国的一大政治诉求，朝核危机爆发后，韩国市场都会出现短期的事件性提振。但是从整体上看，韩国希望朝鲜可以停止核武器和弹道导弹的开发，保持朝鲜半岛和平，进一步发展经济。

- 加大对朝制裁，加强情报收集，提高内部凝聚力
- 加强美日韩军事同盟，寻求更多的安全保护，部署更多的武器装备
- 出于韩国经济上对中国的依赖，韩国同时还需要妥善处理与中国的关系

2.4 日本寻求国家正常化，解决领土争端

日本属于美韩同盟，也属于美国核保护伞下，在朝核问题上有投机成分。二战后，日本迫切希望可以解除军事限制，成为正常国家。倘若朝鲜半岛发生战争，日本可以借此机会扩大军事实力。并且在战争过程中，朝鲜有大概率会攻击日本，朝鲜已经具有直接打到日本本土的射击能力。这对于原本就处于人口老龄化，经济停滞的日本来说，会严重打击市场信心。但是与此同时，由于和中国在钓鱼岛上一有领土争端，目前的对话机制无法真正解决这一问题。日本由此会希望出现局部混乱的情况，可以让美国借此解除军事限制，进一步扩大自己在东亚的势力范围。

- 积极参与国际制裁，加强美日同盟关系
- 利用东亚问题制造机会修宪，解除军事限制
- 挑拨中韩关系，将其拉回美日韩同盟
- 挑拨南海、东海的争端问题，扩大势力范围

2.5 俄罗斯陷入叙利亚问题，朝核问题逐渐边缘化

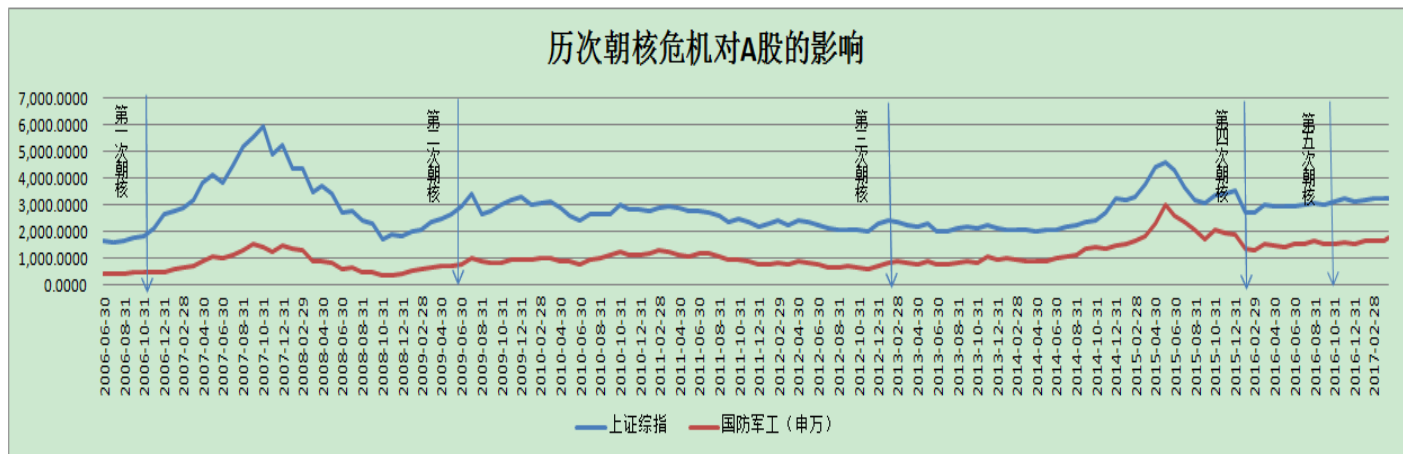
俄罗斯依然是一个以欧洲为中心的国家，近年来在朝核问题上逐渐边缘化。目前俄罗斯在叙利亚问题上与英美僵持不下，假如半岛发生战争，邻近的俄罗斯势必要接受另一波难民潮的冲击，这对俄罗斯目前严峻的经济形势无疑是雪上加霜。但是如果发生战争，中国势必会寻求俄罗斯的帮助，扩大在东亚的话语权。加上石油一直是俄罗斯经济的命脉，战争或者紧张的局势都会引起石油价格的上涨，俄罗斯必然会受益。因此，维持可控范围内的紧张局势最符合俄罗斯的利益。

- 联合国常任理事国，可以就朝鲜问题增加博弈筹码
- 希望朝鲜半岛处于由稳到乱的零界点，获取更多的利益

3. 投资建议：朝鲜半岛局势对 A 股军工板块的映射

我们通过对历史 5 次朝核危机时期的 A 股总体表现及国防军工板块表现，不难发现：朝鲜半岛局势紧张期间，A 股整体没有出现过大幅调整，而国防军工板块受到事件性催化，短期表现或强于大盘。

图 88：历次朝核危机时期 A 股的走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

长期来看，地缘政治的不稳定和中国“大国崛起”之路是影响我国军工行业的核心逻辑之一，实现路径是：国防军工行业的加速发展和军事装备的演变升级。建议关注三条投资主线：

- 1. 导弹攻防战系列：**针对美国在驻韩基地部署“萨德”系统，我们将加强电子干扰能力和导弹突防能力，相关标的：国睿科技、四创电子（国内领先的两大雷达研制单位），航天晨光、航天工程、航天科技（大股东是我国战略武器的总体单位）；
- 2. 大国之翼系列：**建设一支攻防兼备的战略空军是强国的军事标签，随着近年我国大型运输机、第四代新型战斗机、航母舰载机的陆续服役和公开亮相，空军装备有望在未来 5 年内加速升级，相关标的：中航飞机、中航黑豹、中直股份；
- 3. 走向深蓝系列：**“从陆地走向海洋”是大国崛起的必经之路。近几年，“辽宁舰”带队演练、主战军舰快速交付、新型国产航母即将下水等等，展示了我国海军已经初步完成了“近海防御”向“远洋护卫”的成功转型，伴随海军的加速建设，我国必将突破“岛链”封锁，走向深蓝。相关标的：中国重工、中船防务、中国动力。

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。本公司的资产管理部门、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

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn