

机械行业2023年中期策略：周期反转、安全创新

——浙商机械国防团队

行业评级：看好

2023年6月12日

分析师	邱世梁	分析师	王华君	分析师	张杨	分析师	李思扬	分析师	林子尧
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghuajun@stocke.com.cn	证书编号	S1230522050001	证书编号	S1230522020001	证书编号	S1230522080004
电话	18516256639	电话	18610723118	分析师	王洁若	分析师	刘村阳		
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230522110002	证书编号	S1230522100001		
研究助理	何家恺	胡飘	张菁	王一帆	陈姝姝	姬新悦	周艺轩	周向昉	陈晨



浙商机械国防团队

承第一品质 做深度研究

周期成长交替起舞：周期反转、自主可控、效率改善、创新迭代

- 1、周期触底反转：工程机械、船舶行业、工业气体、铁路装备
- 2、安全与自主可控：半导体设备、军工、科学仪器、核电
- 3、中国优势与国际化：新能源产业链细分环节（储能、光伏铜电镀、新能源运营商）、风电设备
- 4、效率改善、转型升级：央企
- 5、创新与产业趋势：AGI设备、光伏铜电镀、人形机器人、固态电池
- 6、稳定增长：检测检验、消费设备

重点推荐：工程机械、船舶、半导体设备、工业气体、检测检验、光模块设备、视觉检测设备

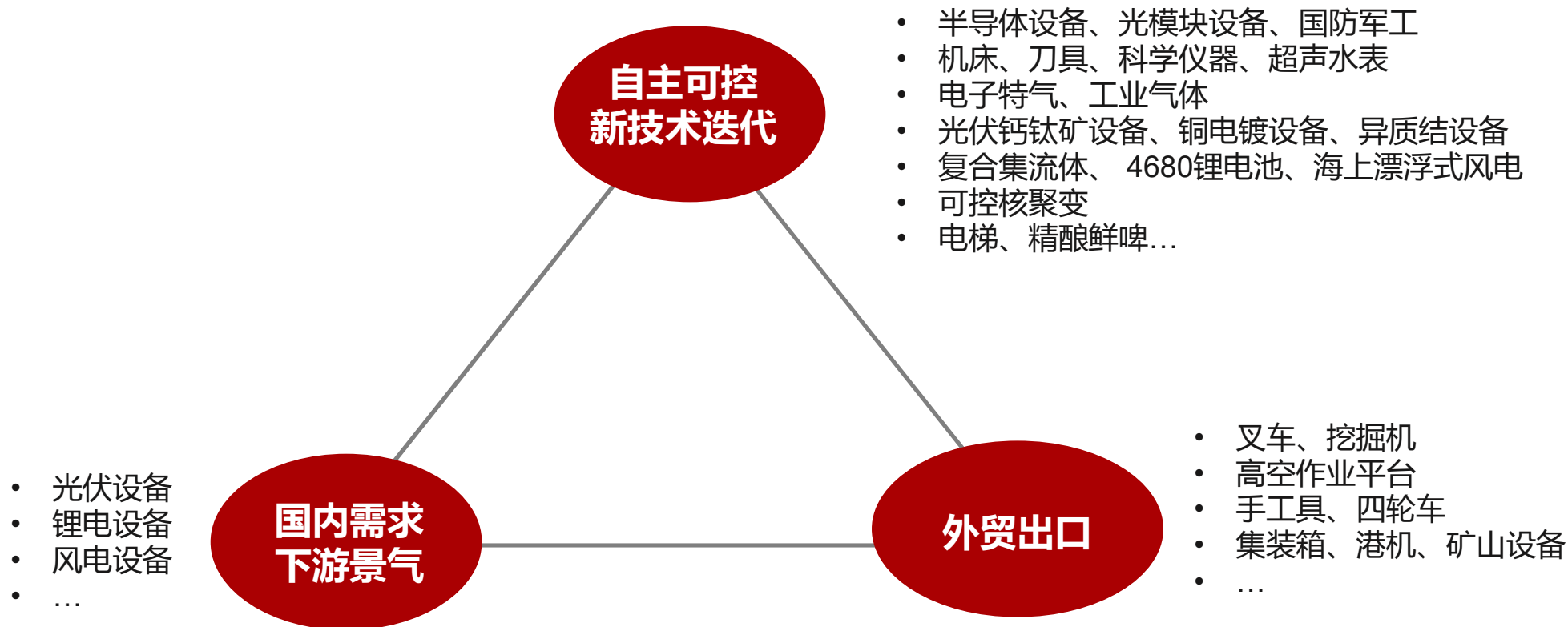
大盘蓝筹：三一重工、中国船舶、杭氧股份、晶盛机电、北方华创、微导纳米、华测检测、精测电子

小而美：罗博特科、侨源股份、荣旗科技、乐惠国际、大丰实业、上海沿浦、华培动力、华依科技、精工科技。

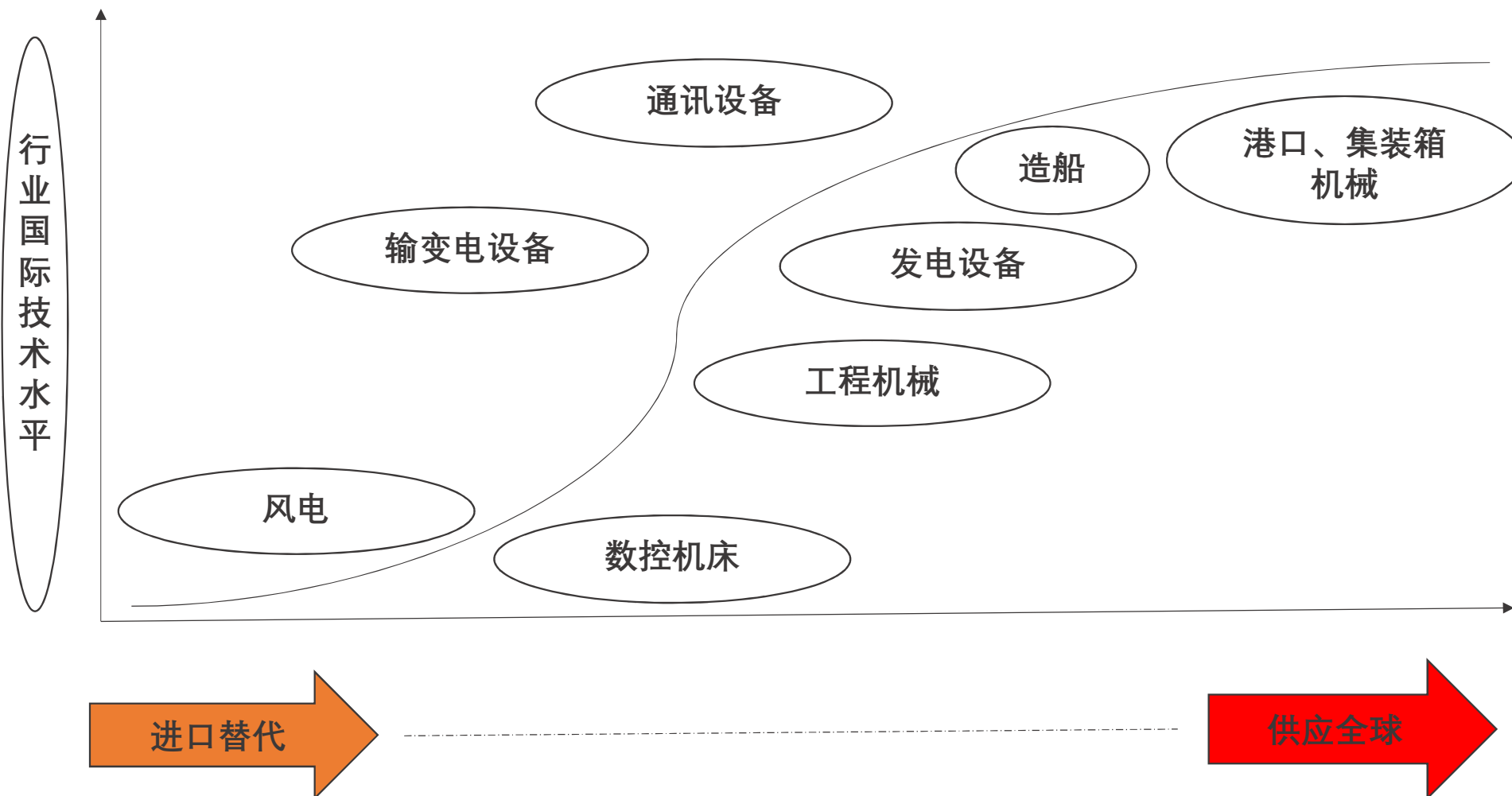
风险提示：疫情影响超预期、中美贸易摩擦超预期、技术更新放缓竞争格局恶化风险等

成长：中国优势；自主可控、创新迭代

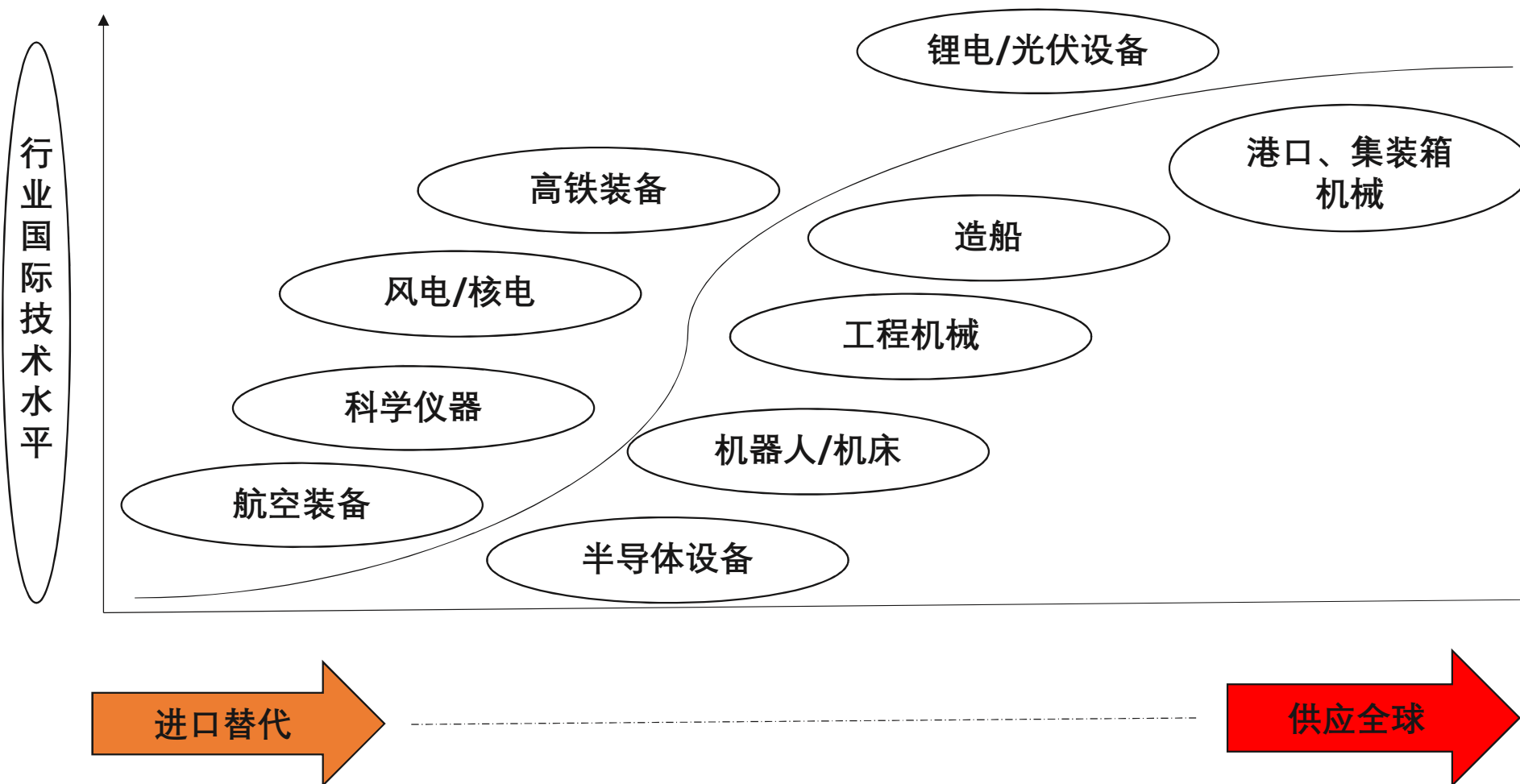
- 1、**自主可控**：半导体设备、大飞机产业链、机床刀具、电子特气；
- 2、**技术迭代**：CPO、复合集流体、光伏铜电镀、光伏异质结、4680电池、海上漂浮式风电、可控核聚变等新技术。
- **关键指标**：国产化率、新技术渗透率



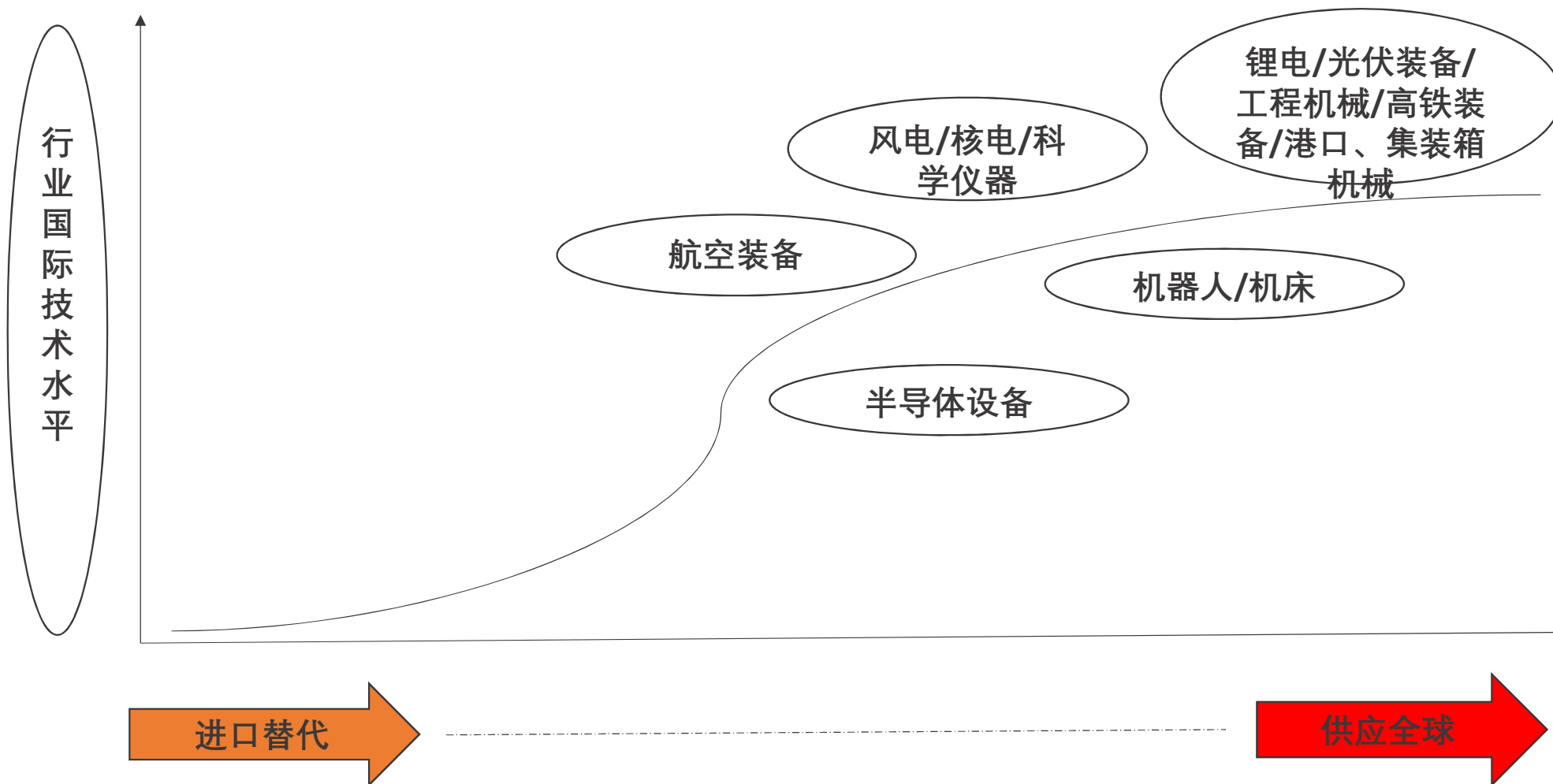
复盘：2010年前，中国制造业大部分处于中低端水平



中国制造：中国高端装备制造从进口替代到供应全球



展望未来：中国高端装备将在各细分领域崛起



我国多环节实现突破，关注国产化率低、市场空间大的环节

■ 推荐国产化率、市场空间大的细分行业

- **国产化率**：2022年我国ALD、光刻、量测检测、离子注入等环节国产化率极低，均低于5%。涂胶显影、CVD、刻蚀、PVD等环节国产化率较低，位于10%至30%之间。清洗（34%）、热处理（40%）、去胶（90%）国产化率较高。
- **市场空间**：2022年刻蚀、薄膜沉积（包括CVD、PVD、ALD）、光刻、量测检测市场空间居前四，分别约418、399、323、228亿元人民币。量测检测市场空间大，当前国产化率不足5%，国产替代空间广阔。

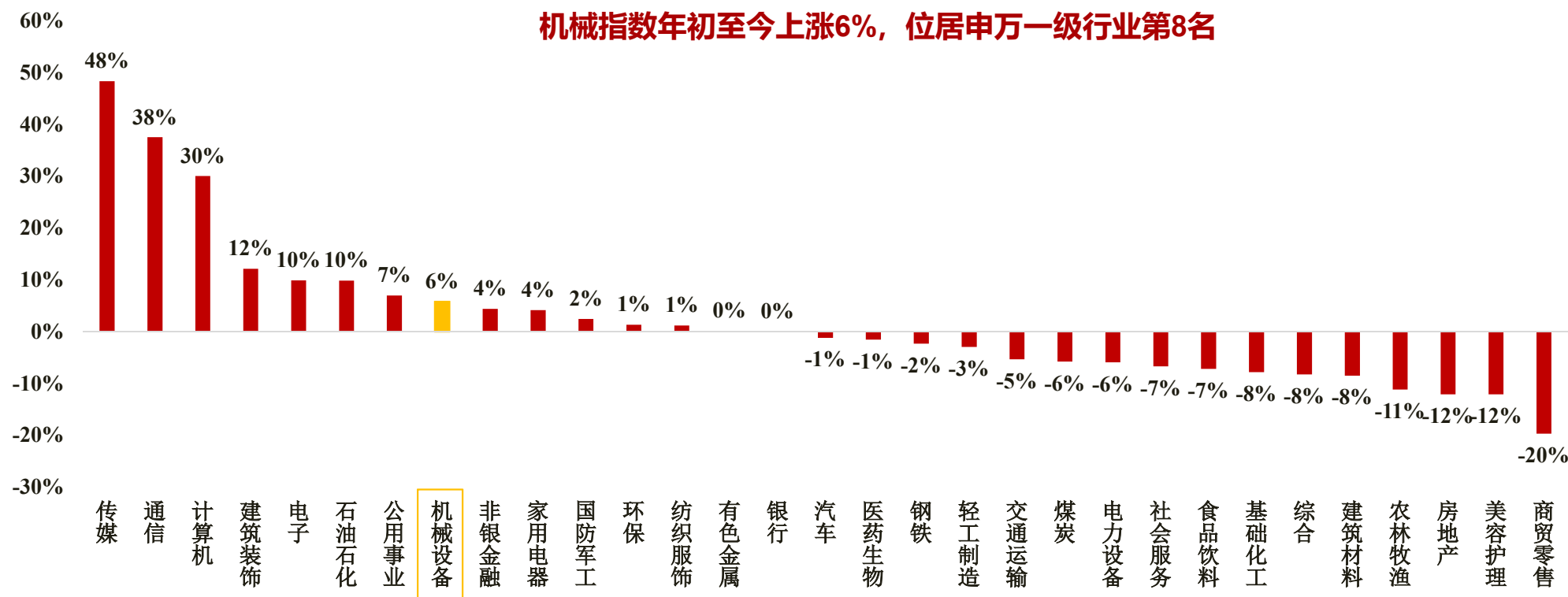


资料来源：Gartner, wind, 浙商证券研究所

机械行业指数：2023年初至今，上涨6%

- 截至2023/06/02，机械指数上涨6%，上证指数上涨5%，创业板指下跌5%；年初至今机械指数跑赢上证综指1pct，跑赢创业板指11pct。
- 从行业比较来看，机械指数全年表现在31个申万一级行业中排第8名。

机械指数年初至今上涨6%，位居申万一级行业第8名

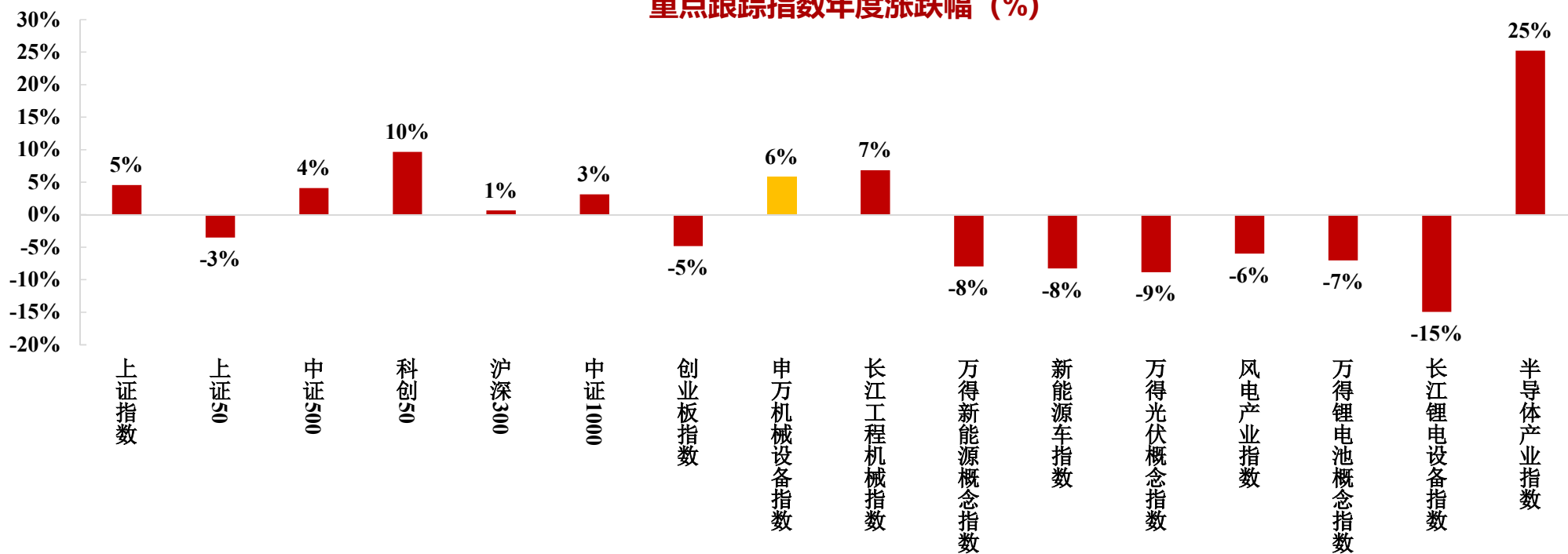


资料来源：Wind（申万指数）、浙商证券研究所整理，统计时间区间：2023.1.1-2023.06.02

2023年半导体产业指数涨幅最高达25%，工程机械指数7%

- 截至2023/06/02，重点跟踪指数中，**涨幅前五**为：半导体产业指数（25%）、科创50（10%）、长江工程机械指数（7%）、申万机械设备指数（6%）、上证指数（5%）。
- **跌幅前五**为：长江锂电设备指数（-15%）、光伏概念指数（-9%）、万得新能源概念指数（-8%）、新能源车指数（-8%）、锂电池概念指数（-7%）。

重点跟踪指数年度涨跌幅（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所整理，统计时间区间：2023.01.03-2023.06.03

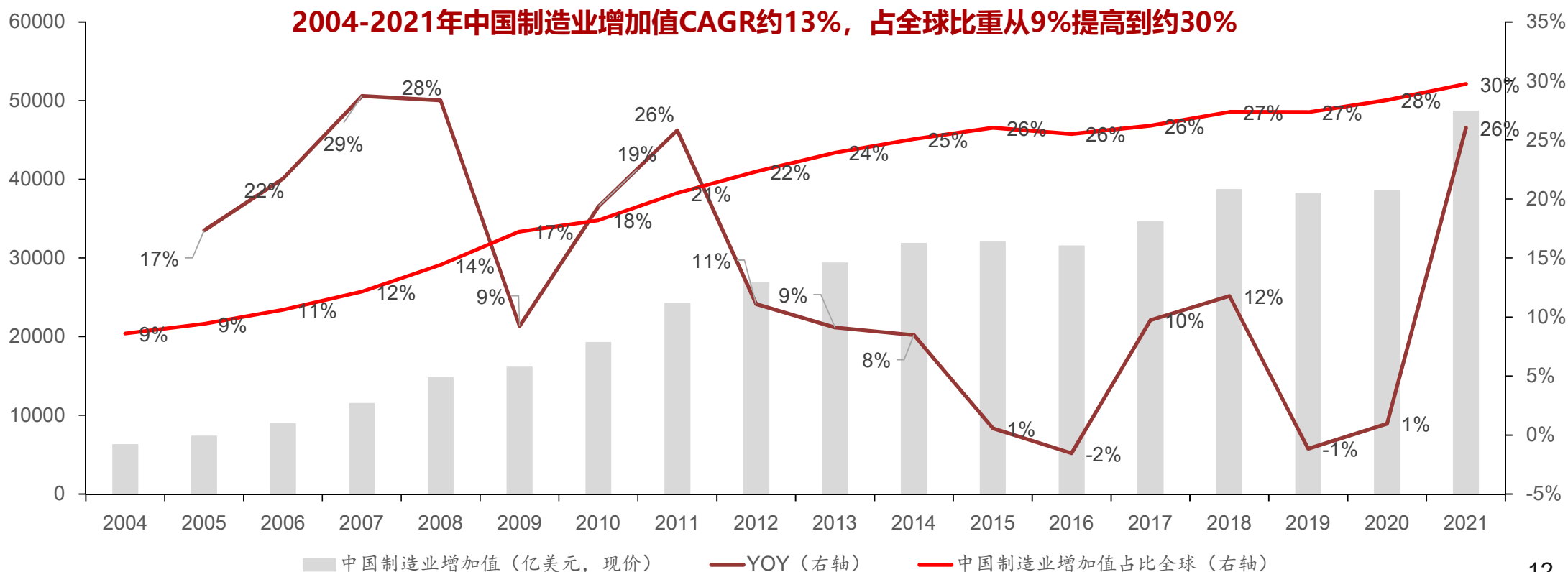
【重点子行业估值】锂电设备2023年平均估值与工程机械相当

子行业名称	2022年平均PE	2023年平均PE	2024年平均PE	PB (平均)	PS (平均)
风电设备	34	21	15	4.5	5.1
锂电设备	30	18	12	6.8	7.5
光伏设备	74	28	18	8.5	10.3
工程机械	24	18	13	2.6	2.9
船舶	203	36	22	2.5	3.8
半导体设备	113	72	42	7.9	13.5
检测检验	43	27	20	4.8	4.8
消费升级	79	24	21	4.2	5.1
基础件	33	20	20	3.3	4.8
智能装备	97	45	39	5.1	9.2

资料来源：Wind，数据截止2023/06/02，浙商证券研究所整理

2021年中国制造业居全球第一，增加值全球占比约30%，

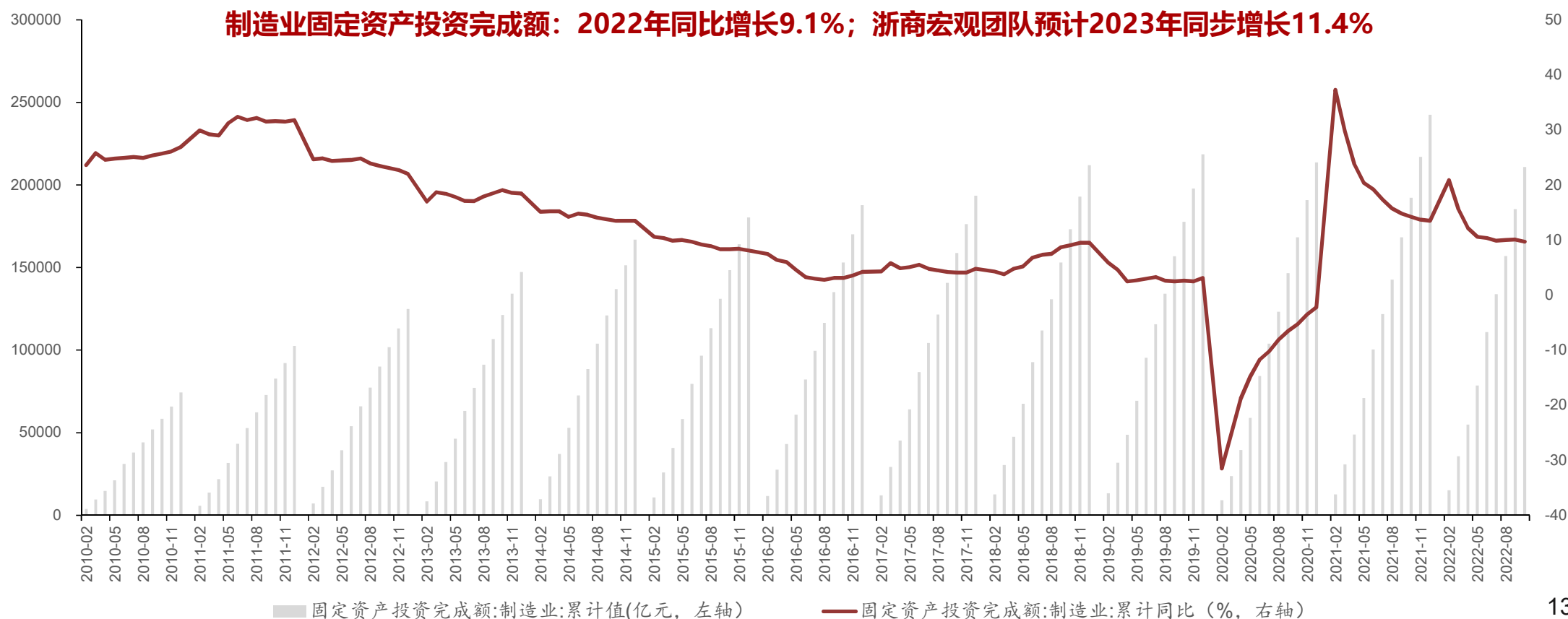
- 我国制造业增加值占比世界比重不断提升，保持世界第一制造大国地位。我国制造业增加值从2004年的6252亿美元增加到2021年的4.87万亿美元，2004-2021年制造业增加值CAGR约13%，占全球比重从9%提高到约30%。同期全球制造业增加值从7.27万亿美元提升至16.35万亿美元，2004-2021年全球制造业增加值CAGR约为5%。



制造业投资：2022年增长9.1%；预计2023年增速超11%

- **制造业固定资产投资完成额保持较快增速。**根据国家统计局，2022年制造业固定资产投资完成额同比增长9.1%，增速快于全国固定资产投资4个百分点。

制造业固定资产投资完成额：2022年同比增长9.1%；浙商宏观团队预计2023年同步增长11.4%



资料来源：wind，浙商证券研究所

全球高端装备龙头：工程机械、农业机械拥有较多大市值公司

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	22EPS (E)	23EPS (E)	24EPS (E)	22PE	23PE	24PE	PB
工程机械	CAT.US	卡特彼勒	8319	94.80	125.64	127.69	17	13	13	6.44
	6301.T	小松制作所	1739	13.61	17.74	17.34	12	9	10	1.3
	6305.T	日立建机	409	18.29	17.26	19.38	9	9	10	1.2
	042670.KS	斗山	122	5.92	6.29	7.81	7	9	7	1.29
	DE.N	约翰迪尔	7744	151.23	225.20	226.17	17	12	12	4.91
	VOLVB.ST	沃尔沃	2832	12.99	14.84	12.98	12	9	11	2.45
	SAND.ST	山特维克	1692	7.03	8.50	9.10	18	16	15	3.01
	TEX.N	特雷克斯	251	29.13	42.42	42.10	10	9	9	2.7

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所（采用Bloomberg一致预期，市值、EPS单位为人民币，市值截至2023/6/2）

全球高端装备龙头：半导体设备、工业气体、液压件具大市值公司

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	22EPS (E)	23EPS (E)	24EPS (E)	22PE	23PE	24PE	PB
半导体设备	AMAT.O	应用材料	8047	49.04	52.47	49.80	12	18	19	0.71
	LRCX.O	拉姆研究	5869	211.43	243.08	182.44	14	19	24	9.8
	6857.T	爱德万	1781	25.79	35.17	25.80	22	17	36	9.16
	TER.O	泰瑞达	1139	28.72	19.66	32.74	20	37	22	6.55
	ASML.O	阿斯麦	20659	100.55	142.68	170.98	36	36	30	27.74
工业气体	LIN.N	林德	12583	82.83	97.52	105.86	27	26	24	4.42
	APD.N	空气化工产品	4445	67.34	80.72	89.04	23	25	22	4.44
	0NWF.L	液化空气集团	6352	43.09	49.69	54.30	25	24	22	
液压件	PH.N	派克汉尼汾	3112	108.48	147.90	156.62	15	16	15	4.47
	7012.T	川崎重工	276	6.95	17.83	15.32	17	9	11	0.94
	ETN.N	伊顿公司	5292	44.01	59.80	65.90	24	22	20	4.26

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所（采用Bloomberg一致预期，市值、EPS单位为人民币，市值截至2023/6/2）

全球高端装备龙头：机器人、自动化、检测、国防具大市值公司

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	22EPS (E)	23EPS (E)	24EPS (E)	22PE	23PE	24PE	PB
激光器	IPGP.O	IPG	379	20.60	35.66	40.80	31	22	20	2.28
机器人	6954.T	发那科	2559	9.33	9.18	8.65	27	27	29	2.97
	6506.T	安川电机公司	866	8.58	9.55	9.61	31	27	34	4.81
	ABB.N.SW	AB	5233	11.87	13.50	13.91	23	20	19	5.70
自动化	6645.T	欧姆龙	940	17.82	19.42	16.90	27	21	27	2.42
	6861.T	基恩士	8873	71.80	75.78	80.63	44	40	45	7
	SIE.F	西门子	9695	46.94	79.72	82.52	21	15	15	2.96
检测检验	SGSN.SIX	SGS	1221	24.51	29.81	31.86	27	22	20	22.53
	BVI.FP	BV	842	8.35	9.34	10.32	24	20	18	5.94
国防装备	BA.N	波音 (BOEING)	9133	-73.60	-6.25	41.07	/	/	37	/
	LMT.N	洛克希德马丁	8191	180.18	192.40	197.88	18	17	16	11.97
	NOC.N	诺斯洛普-格鲁门	4797	169.90	160.37	175.29	22	20	18	4.46

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所（采用Bloomberg一致预期，市值、EPS单位为人民币，市值截至2023/6/2）

推荐：三一重工、中国船舶、杭氧股份、晶盛机电、北方华创等

大盘价值：三一重工、中国船舶、杭氧股份、晶盛机电、北方华创、微导纳米、华测检测、精测电子

小而美：罗博特科、侨源股份、荣旗科技、乐惠国际、大丰实业、上海沿浦、华培动力、华依科技、精工科技。

公司	市值 (亿元)	2023EPS (E)	2024EPS (E)	2025EPS (E)	2023PE	2024PE	2025PE	PB	ROE (2022)
三一重工	1333	0.80	1.05	1.33	20	15	12	2.0	7%
中国船舶	1241	0.61	1.44	2.05	46	19	14	2.8	0.4%
杭氧股份	337	1.58	1.95	2.23	22	18	15	4.4	16%
晶盛机电	856	3.41	4.24	5.11	19	15	13	8.0	33%
北方华创	1673	6.17	8.32	10.76	51	38	29	7.7	13%
微导纳米	226	0.28	0.56	0.83	176	88	60	11.8	4%
华测检测	310	0.65	0.81	0.97	28	23	19	5.7	18%
精测电子	258	1.27	1.75	2.33	73	53	40	8.6	8%
罗博特科	88	1.01	1.70	2.06	79	47	38	7.9	3%
侨源股份	112	0.71	1.14	1.70	39	24	16	7.3	10%
荣旗科技	47	1.69	2.58	3.84	52	34	23	5.4	33%
乐惠国际	52	0.77	1.35	2.10	56	32	21	4.1	2%
大丰实业	69	1.19	1.52	1.84	14	11	9	2.5	10%
上海沿浦	34	1.87	3.28	4.63	23	13	9	2.8	4%
华培动力	28	0.09	0.19	0.00	91	43	-	2.5	-1%
华依科技	42	1.46	2.35	3.43	34	21	14	4.0	8%
精工科技	93	0.97	1.29	1.52	21	16	14	7.1	24%

资料来源：Wind，数据截止2023/06/12，浙商证券研究所整理

工程机械：行业触底，龙头业绩拐点向上

1、工程机械：2023年行业渐行触底，龙头公司盈利有望拐点向上

需求边际改善：房地产预期改善，基建投资力度加大，出口维持较高增长；国内更换需求触底，龙头公司业绩有望拐点向上。

- 1) 挖掘机：国内新增需求放缓，更新需求占据主导，预计2023年逐步触底。出口市场持续高增长，对挖机销量贡献由2021年的20%提升至2022年的42%，随着产品结构优化、出口占比继续提升，盈利能力上行，龙头公司业绩有望拐点向上。
- 2) 起重机销量与挖机销量强相关性，随着出口比重提升，更新需求凸显，预计2023年销量见底。
- 3) 泵车与搅拌车周期性相近，2021年为更新需求高点，随着出口需求提升，预计2022年为泵车销量低点，2023年逐渐回升。
- 4) 行业逐步筑底，长期看好行业国际化、电动化、数字化发展。持续推荐龙头三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压。

2、叉车：国内需求改善+电动化+出口带来持续驱动力

国内随着疫情缓解，复工复产提速，制造业、物流业需求边际改善；海外需求持续旺盛，2023年有望维持较快增长；电动叉车替代内燃叉车逻辑性强，趋势较确定，有望显著增厚行业收入与业绩。预计叉车需求量2022-2025年CAGR为10%，2025年规模约687亿。国内双寡头竞争格局，持续推荐杭叉集团、安徽合力。

3、高机：集中度有望进一步提升，租赁服务商>制造商

2022-2025年国内制造商销量CAGR25%，租赁收入规模CAGR26%；对标欧美国家，国内保有量空间大，经济性与安全性优势推动高机板块长期成长；国内租赁服务商竞争环境好于制造商，租赁服务商推荐华铁应急，制造商推荐浙江鼎力。

4、三一重工等公司有望凭借国际化、数字化、电动化从中国龙头走向全球龙头

工程机械为中国当下优势产业，中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营效率优势取得全球龙头地位。三一重工等行业龙头将在完成国内的进口替代后凭借国际化、数字化、电动化取得相当的市场份额，从中国龙头走向全球龙头。

5、投资建议：持续聚焦强阿尔法龙头。重点推荐三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团、安徽合力；持续看好华铁应急、浙江鼎力、中铁工业。

6、风险提示：基建、地产投资不及预期；制造业、物流业恢复不及预期，海外出口增速不及预期

船舶行业：受益行业景气上行、一带一路、中特估

1、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15-20年寿命估算，2023-2026年将迎来新一轮新船订单高峰。箱船订单开启，后续油轮、干散、气体船等需求向上；供求紧张，驱动船价进入上行周期。

2、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

需求持续上行：1) **产业链传导模式：**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；同理，**油轮因**航线拉长、环保降速促油轮需求提升，导致运价上涨，船东盈利后加速下单；后期干散货船作为存量最大的一种主力船型，受制于产能船位有限，存在抢占产能而提前加速下单的预期，行业指数有望持续上涨。

供给现状：1) **供给收缩：**与上一轮周期相比，供给端大幅出清，**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；**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) **扩产周期长，新增供给难度大，**龙头公司2023-2027年业绩确定性强。

3、打造“中国特色估值体系”，船舶央企受益一带一路、中特估

中国船舶集团与法国达飞海运集团协议金额达210多亿元，创下了中国造船业一次性签约集装箱船最大金额的新纪录；市场持续打造“中国特色估值体系”，船舶制造央企随着盈利能力正逐渐进入上升区间，率先受益于“一带一路”、“中特估”。

4、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

内需：我国海军由近海防御向远洋护卫持续转型，打造先进舰队是建设强大海军的基础保障。公司作为我国军用船舶最重要制造基地之一，有望持续受益于海军现代化建设；**外贸：**海军舰船出口预期乐观，看好军贸长期发展空间。

5、板块标的：中国船舶、中国海防、亚星锚链、中国重工、中船防务、中国动力、中船科技、中船应急、海兰信等

6、风险提示：全球船舶需求波动、原材料价格波动风险

半导体设备：聚焦低国产化率、先进制程突破

1、核心观点：半导体设备四大核心驱动——自主可控需求、先进制程突破、资本开支持续、政策支持加强

美日荷先进设备封锁，自主可控推动国产化率快速提升。全球前十大半导体设备公司（以营收排名）中三家美国、四家日本、两家荷兰、一家韩国公司。去年10月美国封锁国内先进制程，日本对六类23项先进设备禁止出口，荷兰亦跟进先进光刻机制裁，在此外部制裁背景下，自主可控势在必行，国内头部逻辑、3D NAND龙头及二线晶圆厂积极推进设备国产化，国产成熟设备加速补短板增长板，国产化率提升有望快速提升。

先进制程突破有望提速，部分环节已实现工艺突破。国内半导体设备厂商持续加大研发，除光刻机外，其他重点环节均实现28nm制程突破，去胶、部分刻蚀和清洗已经达到先进制程节点。外部制裁下国内晶圆厂积极向设备厂商开放各个工艺环节验证机会，设备验证、调试机会大大增多，推动性能指标、稳定性逐步提升，我国半导体设备从成熟迈向先进制程的节奏有望提速。

23年资本开支持续高位，芯片国产化率低设备长期需求大。23年国内晶圆厂逆周期扩产，中芯预计23年投资额与去年持平，头部存储有序扩产，叠加国内地方晶圆厂扩产加速，今年半导体资本开支有望维持去年高水平。且上半年招投标主要集中在中小厂商，预计下半年头部晶圆厂资本开支相较上半年提速。远期来看，当前芯片国产化率低2021年中国大陆芯片自给率16.7%（国产线占6.6%），低国产化率、自主可控是晶圆厂长期扩产动力，设备长期需求无虞。

国内政策支持预期升温，“举国体制”扶持力度不断增强。今年以来国家层面不断加大对集成电路产业的扶持力度：重组科技部、组建中央科技委员会；国资委要求央企加大对集成电路领域的科技投入，加强“卡脖子”核心技术攻关，举国体制推动行业加速发展。

2、核心数据：

2022年中国大陆半导体设备销售额约1900亿人民币，占全球26%，连续三年成为全球最大市场。

关注国产化率低、市场空间大的环节。当前我国ALD、光刻、量测检测、离子注入等环节国产化率极低，均低于5%。涂胶显影、CVD、刻蚀、PVD等环节国产化率较低，位于10%至30%之间。清洗（34%）、热处理（40%）、去胶（90%）国产化率较高。刻蚀、薄膜沉积（包括CVD、PVD、ALD）、光刻、量测检测市场空间居前四，分别约418、399、323、228亿元人民币。量测检测市场空间大，当前国产化率低，国产替代空间广阔。

业绩回顾：22年板块业绩高增长，新签订单数据亮眼。22年半导体设备板块营收同比+50%，归母净利润同比+72%，毛利率45.7%（同比+2.6pct），净利率18.6%（同比+2.3pct），营收利润高增长，盈利能力持续提升。合同负债、存货、新签订单等前瞻指标高增长。23Q1末，半导体设备板块合同负债预收款项167.6亿元，同比+68.7%，存货368.2亿元，同比+68.0%。22年中微公司、拓荆、至纯新签订单同比+53%、95%、61%，华海清科新签订单创历史新高，微导纳米23年前四月新签订单近去年全年水平。

3、投资建议：自主可控逻辑继续强化，关注低国产化率的环节和具备先进制程突破能力的公司。推荐北方华创、中微公司、晶盛机电、微导纳米、拓荆科技、芯源微、盛美上海、华海清科、华峰测控、精测电子、赛腾股份、罗博特科，关注中科飞测、至纯科技、万业企业、长川科技。

4、风险提示：国产化进程低于预期风险、美国半导体管制加剧风险、零部件供应风险。

通用设备：持续看好国产替代、制造业复苏

核心观点：2023年上半年通用设备行业需求不及预期，伴随经济逐渐复苏，我们认为通用设备行业景气度有望回升。推荐两条主线：1) 政策支持、国家安全等背景下的自主可控；2) AI+细分领域的制造业升级。推荐关注通用设备四大重点领域，聚焦自主可控、国产替代。

1、2023年下半年制造业有望迎来复苏，需求提升：3月份制造业企业营业收入利润率约3.8%，环比2月回升约0.3个百分点，4月PPI降幅低于PPIRM（工业生产者购进价格指数），企业盈利空间初显。去库存周期或接近尾声，下半年随着需求修复，制造业有望进入补库存阶段，拉动制造业投资上行。

2、投资建议

1) 核心零部件：聚焦AI的下一个浪潮“具身智能”，人形机器人商业化提速有望使需求提升，推荐**双环传动、绿的谐波**，看好**汇川技术、鸣志科技、禾川科技、国茂股份**等。

2) 刀具：产能优势凸显，集中度持续提升，推荐**欧科亿、华锐精密**，看好**中钨高新、沃尔德**等；

3) 机器人：工业机器人国产替代持续，推荐**埃斯顿**（运动控制自主可控），看好**拓斯达、凯尔达、机器人、埃夫特、新时达**等；

4) 机床：国产替代+政策扶持，推荐**海天精工**，看好**科德数控**（五轴机床）、**纽威数控**、**国盛智科**、**华中数控**（数控系统）、**创世纪**等；

5) 叉车（详见工程机械）：海外出口超预期，内需逐步改善，重点推荐**杭叉集团、安徽合力**。

6) 工业气体（详见工业气体）：受益制造业复苏、电子特气自主可控，推荐**杭氧股份、侨源股份、凯美特气、华特气体**。

3、风险提示：通用设备行业需求低于预期，国际环境变化带来供应链风险，行业空间测算偏差风险

工业气体：行业整合大幕开启，关注特气景气复苏

1、空分气体：价格逐步恢复至正常水平，中国工业气体行业整合有望加速

市场空间大，有望诞生大市值公司：中国工业气体约2000亿元市场，增速有望快于GDP增速。（路径：1）行业自然增长、2）外包比例提升、3）龙头公司市占率提升、4）零售业务占比提升、5）向高盈利特种气体延伸）

国产替代提速，龙头份额提升。在已经投入运营的第三方现场制气项目中，2021年外资企业（林德气体、法液空、空气化工、气体动力）的市场份额合计达70%，内资占30%。在2021年第三方现场制气项目新增订单中，外资企业的份额降低至25%，而内资企业占比提升至75%。

根据卓创资讯相关数据显示，2023年空分气体（氧氮氩）价格同比逐步回升，有望恢复至相对正常水平。

工业气体行业整合大幕开启：杭氧股份间接控股股东杭州资本拟并购浙江盈德，并承诺将推动与上市公司的重组。

2、电子特气：集成电路景气有望复苏，持续受益国产替代、技术迭代

重要的半导体耗材：电子特气为第二大半导体材料（仅次于硅片），价值量占比14%-18%。

市场空间较大、增速较快：预计2022年我国电子特气市场200亿元，预计未来3年复合增速15%。

国产替代持续推进，但仍有较大空间：国内电子特气市场以外资为主导，本土企业收入占比不足25%。

重点关注新技术应用所带来新材料机会：看好乙硅烷、溴化氢、六氟丁二烯、光刻气体等，关注稀有气体价格风险。

3、投资建议：强者愈强，看好龙头；看好电子特气

重点推荐：工业气体龙头**杭氧股份**、民营气体领军企业**侨源股份**、特种气体先行者**华特气体**、电子特气新星**凯美特气**、压缩空气储能**陕鼓动力**，看好**中船特气**、**昊华科技**、**金宏气体**、**雅克科技**、**南大光电**、**至纯科技**、**正帆科技**、**福斯达**、**蜀道装备**、**中泰股份**等。

4、风险提示：行业竞争风险及市场风险；产品价格波动风险

风电设备：聚焦海风、出海、国产替代

1、核心观点：2023年下半年风电设备景气度提升，聚焦海风产业链、风电出海、国产替代

景气度回升：1) 前瞻性指标招标量高增：2022年国内公开市场新增招标98.5GW，同比增长82.5%，2023年风电装机量有保证；2) 装机量快速增长：2023年1-4月份风电新增装机容量同比提升48%。2023Q2以来风场逐步开工，装机量持续提升，下半年将进入装机旺季；3) 大宗价格持续下降。

2、核心数据：“十四五”期间风电装机量有保证，风机价格下降趋势难以逆转

量：“十四五”风电年均新增装机容量为“十三五”的2倍，年均投资额为“十三五”的1.4倍

(1) 新增装机增长较快：“十四五”风电年均新增装机容量70GW，2022-2025年新增装机CAGR为22%；其中陆风、海风2022-2025年新增装机CAGR分别为16%、57%。(2) 设备投资相对平稳，海上风电是亮点：“十四五”风电累计投资超过8000亿元，年均1642亿元；其中陆风年均投资1140亿元，2022-2025年CAGR=-2%；海风年均投资502亿元，2022-2025年CAGR=29%。

价：风机价格下降趋势确定，难有大幅反弹。2023年3月份风机月度公开投标均价（含塔筒）相较于2022年12月下降11%。

成本：风机大型化，供应商的国产化持续降本带来市场空间。

3、投资建议：

产业链景气度排序：1) 海上风电>陆上风电。2022-2025年陆风、海风新增装机CAGR分别为16%、57%；陆风、海风年均投资额CAGR分别为-2%、29%。2) 核心零部件>主机厂。看好有议价权的、需求量倍增零部件厂商；主机厂是度电成本下降的主要承担者，降本压力大。

推荐环节及公司排序：聚焦海风产业链、风电出海、国产替代；风电零部件：2023-2025年平均PE 20、14、11X

(1) 零部件：1) 海上风电增量逻辑，量的增加可以抵消价格下降，有望实现长期利润增长——锚链：亚星锚链，海缆：东方电缆，管桩：海力风电/润邦股份/大金重工；2) 风电出海逻辑，量利齐升打开市场空间——塔筒，管桩，海缆，铸件，配套升降设备：中际联合；3) 技术壁垒高、国产化程度低——风电轴承：新强联、国机精工、五洲新春；3) 原材料占比较高环节，博弈原材料价格下降带来的利润弹性——日月股份、中材科技、金雷股份；

(2) 主机厂：大兆瓦、海上风电机组研发实力；海外出口业务潜力；供应链降本能力，推荐三一重能（背靠三一，降本能力强）、运达股份（业绩弹性大），建议关注明阳智能（海上风电龙头）、中车株洲所（背靠中国中车，全产业链优势显著）。

4、风险提示：大宗原材料价格上涨；竞争格局恶化。

光伏设备：聚焦新技术、新转型的光伏设备企业

1、光伏设备：拥抱新技术变革、新转型

1) 光伏行业：短期：随硅料价格下跌，组件价格下降，促进光伏设备需求提升。**中长期：**伴随未来光伏价格和成本的持续下降，光伏装机需求有望持续增长。我们测算了2030年全球新增装机需求达1189-1472GW，2022-2030年CAGR达23%-26%（约6倍空间）。

2) 新技术：“降本增效、科技创新”是光伏永恒主题，催生新技术迭代不断、使下游加速扩产。**短期：**关注N型长晶炉、HJT/TOPCon等技术迭代，预计硅片+电池+组件设备将同时受益。**中长期：**关注铜电镀、钙钛矿新方向，引领光伏行业成长空间持续打开。

3) 新转型：光伏属于泛半导体行业，光伏核心设备+零部件均具备行业延伸的潜力，**未来向泛半导体设备延伸打开中长期发展空间。**

2、投资建议：聚焦新技术、新转型

1) 新技术：（1）硅片设备——【N型长晶炉】带来潜在新需求。**重点推荐：**晶盛机电、奥特维、精工科技等。（2）电池设备——【N型电池设备】HJT/TOPCon技术变革带来量+价齐升。**重点推荐：**迈为股份、罗博特科、捷佳伟创、英杰电气、金辰股份、帝尔激光、海目星、京山轻机、汉钟精机。【钙钛矿】下一代光伏新势力。**重点推荐：**迈为股份、金辰股份、捷佳伟创、罗博特科、京山轻机、帝尔激光、亚玛顿。【铜电镀】最具降本潜力的光伏技术之一。**重点推荐：**罗博特科、东威科技、迈为股份等。（3）组件设备——迎“多主栅+N型化+薄片化+多分片”多重技术变革，**价稳+量增。**预计2025年全球串焊机市场规模达78亿元，CAGR=26%。**重点推荐：**奥特维、金辰股份、京山轻机。

2) 新转型：向【泛半导体】平台型公司延伸，**重点推荐：**晶盛机电、英杰电气、弘元绿能、迈为股份、奥特维、高测股份、捷佳伟创等。

风险提示：光伏行业产品或技术替代的风险。新冠疫情对光伏行业风险。

锂电设备：聚焦结构性机会

新能源车：2022年中、欧、美新能源车渗透率26%、16%、7%，预计2023-2025年销量复合增速24%、23%、40%

锂电池：2022-2025年全球动力电池装机复合增速29%（新增装机复合增速8%）；新增储能需求复合增速49%

锂电设备：预计2025年全球储能+动力锂电设备市场达1383亿元，2022-2025年复合增速16%

锂电设备板块估值水平：2023年、2024、2025年平均PE为24、17、14倍，2022-2025年业绩复合增速41%

锂电设备分化——聚焦结构性机会

1) 新技术：锂电池增速放缓、竞争强度提升，对生产效率提升诉求强，先进锂电生产技术、设备需求增速较快。重点关注复合集流体、动力锂电AI机器视觉、4680大圆柱锂电、X-Ray检测。推荐荣旗科技、骄成超声、东威科技、斯莱克、联赢激光等，关注日联科技。

2) 新领域：通过自主研发、资本运作等拓展到其他领域，如光伏设备、半导体设备、储能与充换电设备、3C设备等。推荐海目星、利元亨、博众精工，关注曼恩斯特、科瑞技术、华自科技等；

3) 设备出海：欧美新能源车产业追赶中国，锂电扩产后周期，中国锂电设备具备全球竞争力，推荐先导智能、杭可科技。

风险提示：新技术迭代风险、新能源汽车销量不及预期、海外市场开拓不及预期。

检测检验：穿越牛熊，兼具稳健性与成长性的黄金赛道

1、大行业：2021年全球市场规模超1.7万亿元，中国市场4090亿元，预计“十四五”期间国内检测行业增速约10%

需求刚性、成长空间大、“GDP+”属性。检测需求来源广泛，经济发展促覆盖领域增加+检测化率提升，增速约为同期GDP增速的2倍。

(1) **全球**：2021年市场规模超1.7万亿元，2018-2021年CAGR=10.2%，约为同期全球GDP年均复合增速的2倍（同期全球GDP CAGR=5.4%）；

(2) **中国**：2021年市场规模4090亿元，2018-2021年CAGR=14.5%，增速约为同期GDP增速1.8倍（同期国内GDP年均复合增速8.3%），我们预计“十四五”期间，行业增速约10%。

新兴领域占比不断提升，电子电器、汽车、医学等领域增速超20%

新兴领域增速高于传统领域。2021年，电子电器等新兴领域实现营收737.7亿元，占行业总收入比重为18%（较2018年上升1.8PCT），同比增长23.5%，增幅较2020年提高17.35PCT。传统领域比重由2016年的47.1%下降到2021年的39.3%。

商业模式优异，货币资金充足，现金流稳定，资本回报率高。检测企业虽为重资产模式，却有货币资金充足，现金流稳定，负债率较低的特点。毛利率、净利率双高，资本回报率表现优异。参考全球龙头，国内检测机构盈利能力提升空间大。

竞争格局：高度分散，行业集中度低，集约化趋势显著

全球：海外检测龙头市场占有率集中在1%-5%之间；国内：外资检测机构占比达6.3%，内资CR5占比仅3%。

海外牛股频出：复盘海外龙头SGS、Eurofins的扩张史，打造一站式、综合平台型公司为王道。

2、好公司：六大维度比较分析，核心在于扩张和管理

针对检测检验行业“碎片化”的特点，参考国际先进检测龙头企业的发展运营经验，检测检验企业始终围绕“**扩张-整合-再扩张**”的发展模式，不断扩大下游覆盖广度和深度。

短中期视角：关注高景气细分领域的龙头公司。**长期视角**：打造综合性一站式的平台公司为王道，看好综合性检测龙头，覆盖行业广泛，受个别领域短期需求波动影响小。结合核心管理人员的能力圈、管理体制、赛道选择、管理效率、盈利能力、成长潜力六大维度作比较分析。

3、投资建议

推荐**华测检测、苏试试验、华依科技**，看好**谱尼测试、广电计量、国检集团、安车检测**。

4、风险提示：行业竞争格局恶化、并购整合不及预期、新建实验室投产进度不及预期

消费设备：受益消费复苏、政策支持，聚焦国内国际双循环

核心观点：2023年下半年消费设备重点挖掘两条主线

1、国内大循环下的制造业复苏机会：1) 重点关注政策边际改善后下游人货流动及消费复苏情况。2) 关注国常会指出的关于鼓励消费类设备采购及贷款补贴的具体细则。3) 中国人均GDP突破1万美元后产生的产品升级和新兴消费需求：如精酿鲜啤、小单快反、大排量摩托车等。

2、双循环背景下出口产业链投资机会：1) 运费、汇率、供应链等成本端压制因素已大幅改善，出口企业利润显著回升。2) 重点关注欧美库存周期对出口需求的影响，以及高通胀下企业收入端的量价变化。3) 欧美消费升级：全地形车、智能餐厨设备、舞台灯光设备、电踏车/自行车、电踏车、电动医疗床等。

投资建议：1) 短期优先看好竞争格局稳定，有望直接/间接受益国内下游资本开支提升+政策扶持的消费类设备；2) 中长期持续看好具备海外竞争力，从进口替代——供应全球——渗透国内的出口链企业；3) 重点推荐具备业务拓展能力，积极开辟第二曲线转型升级成长型公司。

1) 消费类专用设备：具备成本优势和中国工程师红利的各环节隐形冠军，推荐迈拓股份、汇中股份（超声水表），看好宏华数科（数码喷印设备）、永创智能（包装设备）、弘亚数控（板式家具设备）、金卡智能（智能燃气表）、杰克股份（缝纫设备）等。

2) 消费升级（通用设备及产品）：从进口替代——供应全球——渗透国内，推荐：乐惠国际（精酿鲜啤）、春风动力（四轮车、大排量两轮车）、巨星科技（手工具），看好涛涛车业（非道路休闲车）、绿田机械（高压清洗机）、捷昌驱动（线性驱动）、八方股份（电踏车电机）、钱江摩托（摩托车）等

3) 餐饮类设备：直接受益于终端餐饮复苏带来的设备需求，看好银都股份（餐饮设备）、海容冷链（商用冷柜）等

4) 娱乐类设备：直接受益于娱乐场景复苏带来的设备需求，看好浩洋股份（舞台灯光设备）等

5) 设备转型下游：推荐乐惠国际（精酿鲜啤）、大丰实业（文创文旅）、斯莱克（电池结构件），看好金马游乐（游乐园运营）等

3、风险提示：下游消费需求复苏不及预期、政策支持力度不及预期、海外需求大幅波动风险

国防：船舶周期上行，聚焦军工主机厂

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) 新一轮国企改革行动背景下，军工央企将迎进一步发展。

2023以来国资委多次召开会议，提出加大国防军工等重点安全领域布局、国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行。国资委将2023年央企主要经营指标调整为“一利五率”，提出“一增一稳四提升”年度经营目标，推动央企提高核心竞争力。

(3) 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。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、船舶、陆军装备、无人机等，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：聚焦下游主机厂，盈利能力将逐步提升

(2) 船舶：量价齐升，行业进入中期景气上升期

(3) 陆装：俄乌冲突凸显重要性，外贸将成新增长点；聚焦远程火箭弹

(4) 无人机：“内需+外贸”逻辑加强，受益“一带一路”

(5) 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

(6) 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：中国船舶、中航西飞、航发动力、内蒙一机、中航沈飞、中兵红箭、理工导航、振华科技、中航光电、航发控制

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

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年归母净利润为 61 亿、79 亿、101 亿元，同比增长42%、31%、27%，对应 PE 为 22、16、13 倍。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 稳增长基建投资力度加强，形成实物工作量，房地产调控边际改善；2) 海外需求旺盛，三一重工海外市场份额持续提升；3) 电动化产品逐步推向市场，市场份额持续领先

3、我们与市场不同观点

市场认为：1) 对2023年挖机行业拐点存在疑虑，原因在于：历史复盘看，挖机行业上行及下行期各约5年，目前下行约2年；2) 对国内需求复苏确定性及公司海外收入高增长信心不足，原因在于：房地产需求预期不足，同时担心基建支持政策阶段性退出，海外预期衰退对出口高增长形成压力。

我们认为：1) 基于挖机8年更新高峰期，2023年国内挖机更新需求见底，且以更新需求为主，叠加海外较高增速，挖机行业销量见底；2) 国内开工率修复初见端倪，且有逐渐上行趋势，随着国家稳增长预期增强，加快形成实物工作量，叠加去年同期低基数，我们对国内行业需求逐渐上行更加乐观。公司海外挖机市占率总体偏低。2023年在前期大力布局的基础上，具备海外实现高增长的条件。

4、股价催化剂：1) 挖机国内、出口销量超预期；2) 国内房地产、基建投资，新开工向上，政策利好；3) 挖机开工景气度持续上行；4) 公司成本费用管控见成效；5) 电动化产品快速渗透

5、风险提示：1) 地产基建投资不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 电动化进程低于预期

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

公司是全球造船龙头之一，在手订单饱满，业绩确定性强。预计公司2023-2025年归母净利润26.3、69.2、90.6亿，同比增长1429%、163%、31%，PE49、19、14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、我们与市场观点的差异

(1) 市场认为航运周期尚未见底，新增船舶需求不足。我们认为：

全球航运周期已见底，多重利好推进造船业快速增长：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。

(2) 市场认为军工业务会显著拖累公司业绩增长，长期没有弹性。我们认为：

中国海军是中国海洋战略力量的关键，面对日益复杂的安全环境，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。公司作为我国军用船舶最重要制造基地之一，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资产整合。

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。

杭氧股份：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2023-2025年公司归母净利润分别为14.3、17.0、20.2亿元，同比增速分别为18%、19%、19%，三年复合增速19%，对应PE分别为25、21、18倍。维持“买入”评级。

2、核心逻辑

持续国产替代：工业气体龙头，基于空分设备打造全产业链优势。管道气业务加速，存量运营市占率近10%，新签气体运营市场份额近50%（数据来源：P22页行业主要公司存量运营市场与新增市场市占率）。预计2025年底运营气体规模超300万方，2022-2025年气体业务收入复合增速23%，2025年气体业务收入占比超过75%。

产品结构升级：零售气体、电子特气高附加值业务打造公司第二成长曲线。电子大宗气国产替代空间广阔，青岛芯恩项目二期有望于2022年下半年投入运营，此外斯达半导体电子气项目落地标志项目加速。特气市场，公司以稀有气体切入，有望快速抢占市场份额。

公司治理改善：股权激励授予完成、新选任董事长、高管团队年轻化，杭州优质国企焕发活力。

整合预期展现：控股股东杭州资本拟并购盈德气体，并承诺交易完成后推动与上市公司重组。

3、与市场观点的差异

市场认为：1) 钢铁化工行业需求周期性；2) 零售气价波动大

我们认为：1) 下游需求结构优化，锂电、半导体、精细化工等新领域占比提升，对标海外气体市场空间仍非常广阔；2) 零售气价波动不是投资的主要逻辑，当前气价处在历史偏低水平，公司通过长协价降低波动性

4、催化剂：新签气体项目公布；空分设备订单公布；与盈德气体重组推进

5、风险提示：行业竞争风险及市场风险；产品价格波动风险

杭氧股份成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升

■ 成长路径：需求增长（自然需求+第三方外包比例提升）、份额提升、盈利提升（气体、零售气体、电子特气占比提升）等

杭氧股份成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升（该表摘自杭氧股份点评报告）

驱动因素	指标类型	核心指标	2021年	2022年E	2025年E
行业需求增长	工业气体市场总需求	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2352
		中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
		中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的比例	30%-40%	30%-40%	40%
	第三方外包市场比例	中国第三方外包市场比例	41%	42%	45%
		海外第三方外包市场比例	80%	80%	80%
市场份额提升	杭氧股份市场份额	杭氧股份第三方存量市场占有率	9%	11%	17%
		杭氧股份第三方增量市场占有率	45%	40%-50%	40%-50%
盈利能力提升	气体业务收入占比	公司空分设备收入占比	36%	32%	20%
		公司气体收入占比	56%	61%	74%
	零售气业务收入（扣除电子特气收入）占工业气体总收入的占比情况	预计公司零售气收入占比	25%	23%	26%
		海外零售气收入占比	75%	75%	75%
	电子特气收入占比	公司电子特气收入占比	2%	12%	趋势会提升

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告、点评报告
资料来源：公司公告，气体在线，国家统计局，弗若斯特沙利文，世界银行，中国产业信息网，浙商证券研究所

晶盛机电：光伏/半导体设备、碳化硅/蓝宝石接力放量

1、盈利预测、估值与目标价、评级

受益于下游光伏单晶硅行业的大规模扩产，以及公司在半导体设备、SiC碳化硅的领先布局。预计公司2023-2025年归母净利润47.5/58.3/70.3亿元，同比增长63%/23%/21%，对应PE为19/15/13倍。维持“买入”评级。

2、关键假设、驱动因素及主要预测

1) 下游单晶硅扩产加速；2) 公司半导体、SiC设备研发进展顺利；3) SiC衬底研发进展顺利。

3、我们与市场的观点差异

市场担心：光伏大硅片扩产潮将结束，公司中长期业绩增长持续性存在不确定。

我们认为：光伏设备业务将稳步发展，半导体设备、SiC碳化硅业务打开公司中长期成长空间。

1) 光伏设备：市场担心硅片扩产景气度持续性：我们认为，短期：目前硅片仍是行业盈利能力较强、竞争格局较好环节，叠加硅料+石英砂的紧缺，我们预计硅片环节高盈利持续性有望延长、催生扩产，同时公司坩埚业绩有望大幅提升。中长期：公司发布超导磁场长晶炉，催生行业技术迭代、扩产需求有望向上。

2) 半导体设备：2022年公司目标实现半导体设备及服务新签订单超30亿元（含税）。公司半导体大硅片设备领域，在晶体生长、切片、抛光、外延等环节已基本实现8英寸设备全覆盖，12英寸长晶、切片、研磨、抛光等设备也已实现批量销售，产品达国际先进水平。

3) 碳化硅：技术端：公司8英寸碳化硅衬底预计2023年Q2量产。客户端：已与客户A形成采购意向（公司公告），2022年-2025年提供合计不低于23万片。产能端：在宁夏银川建年产40万片6英寸以上导电+绝缘型碳化硅衬底产能。设备端：组建原料合成+长晶+切磨抛的中试产线，完成6-8英寸长晶热场和设备开发。

4、股价上涨的催化因素：光伏单晶硅行业扩产节奏加速；半导体设备重大订单落地；碳化硅业务获重大订单落地。

5、风险提示：新技术推进速度不达预期；光伏需求不及预期；下游扩产不及预期、硅片薄片化对长晶炉未来需求抑制。

北方华创：半导体设备平台型龙头，受益国产替代加速

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2023-2025年实现营收198、256、331亿元，同比增长35%、29%、29%，归母净利润 33、47、59 亿元，同比增长 41%、43%、26%，对应 23-25 年 PE 分别为 52、36、29 倍，维持“买入”评级。

2、驱动因素及主要预测

北方华创是国内半导体设备平台型龙头，布局半导体设备、真空设备、新能源锂电设备及精密电子元件四大业务板块。半导体领域布局刻蚀、沉积、清洗、氧化扩散等设备以及流量计、射频电源两大关键零部件，部分产品达14nm节点，下游覆盖逻辑、存储、功率、三代半、光伏、面板等多领域。公司持续受益于国产替代的浪潮，渗透率有望持续提升。2022年公司实现营业收入147亿元，同比增长52%，归母净利润23.5亿元，同比增长118%，净利率17.3%，同比增加5.0pct，规模化效应凸显，盈利水平大幅提升。

3、有别于市场的认知

市场认为：公司半导体设备布局范围较广，细分赛道龙头验证进度或快于公司。

我们认为：公司半导体设备研发能力强，多次承担国家科技部“十五”863集成电路制造装备重大项目及国家02专项，掌握刻蚀、薄膜沉积、真空热处理等领域的多项核心技术。2022年末公司研发人员2929人，较2021年末增加885人。股权激励深度绑定核心研发人员，研发团队流失率显著低于行业，为公司提供长足研发竞争力。

4、催化剂

下游设备招标催化、设备验证进度超预期

5、风险提示

半导体下游需求不及预期；半导体设备国产化不及预期；公司产品验证不及预期

微导纳米：中国ALD设备龙头，迈向半导体CVD市场空间打开

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2023-2025年公司实现营收为14.0、23.5、35.4亿元，归母净利润1.01、2.17、4.09亿元，对应PE为239、111、59倍。维持“增持”评级。

2、驱动因素及主要预测

1) 半导体设备：ALD设备覆盖品类继续扩张，多品类设备导入客户端验证，部分设备有望获得重复订单。研发CVD设备，目前正与客户试样，验证进展顺利。2023年年初至4月25日，半导体设备新签订单2.42亿元，是22年半导体设备收入的11倍，订单高速增长证明公司技术实力。

2) 光伏设备：行业扩产超预期，ALD设备维持高市占率，PE-poly设备市占率提升，钙钛矿设备继续出货等。

3、有别于市场的认知

市场认为：半导体CVD市场格局变差，拓荆、微导、华创、盛美等公司布局CVD设备。

我们认为：目前半导体设备整体国产化率低，当前处于国产化率提升阶段，除拓荆薄膜沉积设备布局较快外，各公司当前处于产品差异化竞争阶段，开发工艺多为替代外国公司设备。且薄膜设备市场空间大、国产化率低，待验证工艺多，市场空间广阔。

4、催化剂

半导体CVD设备验证、半导体新品类拓展、产品导入新客户。

5、风险提示

国内市场竞争加剧的风险、技术迭代及新产品开发风险、新产品验证进度及市场发展不及预期的风险、美国半导体管制加剧风险

华测检测：检测龙头持续提质增效，布局战略赛道“二次创业”

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计2023-2025年归母净利润为10.9、13.3、16.0 亿元，同比增长21%、22%、21%，2023-2025年归母净利润复合增速21%，对应PE为29、24、20倍，维持“买入”评级。

2、国内综合性第三方检测龙头，深耕检测行业20年，精益管理夯实发展基础

(1) 公司是国内综合性第三方检测龙头。2009年上市以后不断拓展业务范围，“多领域多地域”布局，目前已形成生命科学检测、工业品测试、贸易保障、消费品测试和医药医学服务五大业务板块。

(2) 自2018年推行精益管理以来，大幅提升了运营效率，利润增速远超营收增速，盈利能力持续提升。2018-2021年收入与归母净利润年均复合增速为17%、40%，净利率从2017年的6.5%提升至2021年17.6%，2021年ROE达18.2%，远超国内同行。

3、超预期因素：短期受益全国第三次土壤普查，布局医药医学、新能源、半导体等战略赛道培育中长期增长点

短期：第三次全国土壤普查将于2023-2024年全面铺开，预计检测环节市场空间约70亿元，公司已有25地实验室入围公示名单，15地实验室被授予农业农村部耕地质量标准化验室，有望充分受益，预计环境检测业务板块增速将高于食品检测板块。

中长期：布局战略赛道，对比海外龙头发展空间大。1) **医药医学：**公司预计将在医药医学领域进行10年以上持续投入和发展。2) **新能源汽车：**公司加大产能投资和新网点架设。车载电子产品实验室重点关注新能源电控和智能网联汽车领域，公司新能源汽车电子已获得多家知名OEM的认可和诸多头部客户订单。3) **半导体：**收购蔚思博，完善半导体检测领域布局。

4、有别于市场的认知

市场认为：公司结束“跑马圈地”，进入精耕细作阶段后，未来业绩增速放缓。

我们认为：(1) 检测行业增长确定性较高、行业天花板高。生命科学板块的环境检测业务2023-2024年有望充分受益全国第三次土壤普查，作为第一大板块对公司增长有支柱性作用；其他传统业务保持稳健增长。(2) 公司前瞻性布局医药医学、新能源和半导体领域，布局中长期增长点，未来业绩有望保持快速增长。

5、催化剂：订单增加，产能利用率提升；并购标的整合顺利；海外市场取得突破。

6、风险提示：新建实验室投产进度不及预期、下游细分领域恶性竞争加剧、规模扩大带来的管理能力挑战

精测电子：半导体前道检测设备领军企业，半导体+面板双轮驱动

1、盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司2023-2025年营收分别为30.16、38.87、49.96亿元，同比增长10.45%、28.88%、28.54%。对应EPS为1.10、1.49、1.83元，对应PE分别为91、67、55倍。公司业务处在拥有广阔市场、关系国家产业链安全的重要赛道，未来发展前景光明，维持“买入”评级。

2、驱动因素及主要预测

1) 半导体前道检测量测国产化率不足5%，未来国产替代将持续加速，公司作为行业领军企业，产品覆盖度持续提升，在手订单饱满，未来成长确定性较强；

2) 面板市场创新不断，大尺寸oled、新型显示技术AR/VR、microLED等层出不穷。公司作为面板检测设备国产龙头，有望受益于面板检测技术创新带来的增量需求，从而实现业绩持续增长。

3、有别于市场的认知

市场认为：平板显示检测市场趋于饱和，公司该业务占比较高，未来业绩增长空间有限。

我们认为：平板显示行业仍处在持续更新发展的阶段，一方面大尺寸OLED的占比仍在提升；另一方面，AR/VR等新型技术显示产品即将迎来放量增长，新产品对于检测技术提出新的要求，也为市场带来新的发展机会。我们预期公司平板显示检测业务营收仍将维持较高的增长速度；

4、催化剂：下游设备招标催化、设备验证进度超预期

5、风险提示：半导体下游需求不及预期；半导体设备国产化不及预期；公司产品验证不及预期

罗博特科：高端自动化设备龙头，受益光伏、半导体双驱动

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.0/1.7/2.1亿元，2023-2025年同比增长291%/69%/19%，对应PE 69/41/35倍。公司作为高端自动化设备龙头，未来新能源、泛半导体有望双轮驱动业绩增长，维持“买入”评级。

2、关键假设、驱动因素及主要预测

1) **新能源（光伏）**：“横向+纵向”拓展，增长空间不断打开。横向——由自动化设备延伸主工艺设备，每GW设备价值量提升，对应市场空间数量级增长；纵向——从电池片自动化技术延伸至硅片自动化领域，从0到1的创新，光伏自动化成长空间打开。

2) **泛半导体**：“光电子+半导体设备”，技术处全球领先地位，国产化改善盈利能力。光电子——拟收购德国资产ficonTEC为全球光电子半导体自动化设备龙头——和英伟达等均有深入合作；半导体设备——公司子公司罗博特科（欧洲）具备成熟涂胶显影、清洗设备技术，有望转移至国内生产，为公司打开新市场空间。

3、有别于市场的认知：光伏自动化产品升级+主工艺设备技术突破+泛半导体业务发展提升盈利能力与估值上行空间

市场认为：公司自动化业务竞争激烈，盈利能力低，增速慢。

我们认为：未来光伏设备厂商自动化、智能化、数字化需求会显著提升，自动化需求将显著提升，龙头公司盈利能力将明显提升。此外公司纵向拓展电池片自动化领域延伸至硅片自动化领域，横向拓展光伏电池片自动化设备进入光伏电池主工艺设备，后续重启收购斐控泰克公司股权，切入光电半导体组装与测试设备，欧洲子公司成熟半导体设备技术转移至国内生产，都将为公司带来新的盈利增长点，市场空间，估值均有上行空间。

4、催化剂：下游光伏行业新的资本开支年度新增装机量超预期；光伏工艺设备获订单；ficonTec 订单

5、风险提示：1) 光伏需求不及预期；2) 海外疫情影响贸易；3) 半导体、电池片工艺设备发展不及预期

侨源股份：工业气体“西南王”，受益光伏锂电新能源产业崛起

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2022-2024年的归母净利润分别1.5/3.0/5.0亿元，对应PE分别为65/33/20倍。

2、投资要点：

公司是我国西南区域最大的纯液态空分气体供应商：1、公司产能主要集中在川渝（收入占比65%）、福建（收入占比25%）。2、民营企业，实控人持股比例近90%。3、2012-2021年净利润复合增速18%，近三年业绩变化主要受疫情反复、宏观经济波动，下游需求及产品价格波动影响。

行业分析：1、2021年中国工业气体市场近2000亿元，近年来复合增速近10%。2、管道气市场以外资为主导，零售气市场国内主导、竞争激烈、亟待整合。3、行业壁垒集中在四个方面：生产、充装、分析检测、储运。

公司优势：1、核心竞争优势体现在西南区位优势、规模优势、电力成本优势；主业扩产、品类延展，发展进入快车道。2、客户优势：通威股份、宁德时代等光伏、锂电池产业龙头。未来收入占比新能源领域客户有望获得快速提升，未来几年成长性好。

业绩驱动力：1、现有空分产能爬坡及新项目投产。公司现有生产基地三个：汶川、福州、都江堰基地（备用），2021年液态气体产能合计约76万吨（不含备用产能10万吨）、管道气产能5亿立方米。根据招股书，公司募投项目将新建76万吨液态气、3.6亿立方米管道气，较2021年产能分别同比增长100%、72%，预计募投项目将于2023/2024年陆续达产。2、品类拓展，着重发力特种气体。根据招股书，公司将着力拓展高纯空分气体等特气市场。在产品品类方面，逐步着手布局新材料产业、半导体产业等所需特种气体，如高纯液氧等。

3、催化剂：新建项目投产开始确认收入；零售气体销售价格回升。

4、风险提示：下游行业景气变化风险、新兴市场开发不力风险、实际控制人不当控制风险。

荣旗科技：AI智能检测隐形冠军，动力锂电领域有望爆发

1、盈利预测、估值与目标价、评级

- 预计公司2023-2025年的归母净利润分别为0.9、1.4、2.3亿元，对应PE分别为55、36、22倍，维持“买入”评级。

2、核心逻辑

- **中国智能检测隐形冠军，AI+机器视觉，应用在3C、新能源等新兴成长行业，驱动业绩快速成长。**
- **“机器换人”驱动智能检测行业快速成长。**随着我国劳动力成本持续提升、产业结构转型升级、制造业自动化及智能化进程加速，智能检测行业需求快速增长。动力锂电将成为继3C电子后下一个爆发领域。
- **公司：AI智能检测技术业内领先；全球新能源锂电、3C电子一流客户。**（1）以AI检测技术为代表的技术、研发实力业内领先。（2）产品力已获得全球新能源锂电、消费电子等行业一流客户认可。

3、与市场观点的差异

- 市场低估了公司的成长性、竞争实力。
- 我们认为：**成长性：**（1）在3C智能检测领域，AI质检是针对传统2D、3D尺寸检的升级替代。受益于AI质检渗透率的提升以及VCM尺寸检的放量，3C智能检测装备有望快速增长。（2）在动力锂电领域，公司已实现一定的订单，未来AI质检工艺的渗透率有望持续提升。**竞争实力：**公司与腾讯合作，实现AI在3C、新能源质检领域的应用与实践，已打造“光、机、电、软、算”五位一体的工业AI质检端到端解决方案。公司产品在一致性、相关性、稳定性和效率等方面具有性能优势。

4、催化剂

- 宁德时代扩产规划发布、新签AI智能检测设备订单发布、苹果新机型发布等。

5、风险提示

- 对苹果产业链依赖的风险、下游应用行业较为集中的风险、市场竞争风险、测算偏差风险。

乐惠国际：啤酒设备龙头转型精酿鲜啤，鲜啤业务运营加速

1、盈利预测：参考美国波士顿啤酒、百润股份、妙可蓝多的成长之路，公司市值具较大提升空间

对标百润股份和妙可蓝多的成功经验，我们认为公司在赛道选择+入场时机+产品定位+供应链建设等方面已具备成功基础，期待公司鲜啤品类出圈+行业渗透率快速提升，渠道开拓+深度营销+品类扩张，获得“井喷式”发展。

预计2023~2025年归母净利润分别为1.1、2.0、3.2亿元，增速为420%、78%、60%，2023-2025年三年复合增速145%，PE 47、26、16倍。看好公司装备业务迈上新台阶，鲜啤业务从“1-N”大规模复制加速，维持“买入”评级。

2、精酿啤酒渗透率提升+公司鲜啤业务加速成长，成长路径有望复制百润股份/妙可蓝多

行业：消费升级，中国精酿啤酒渗透率将快速提升，2021-2025年行业CAGR为22%：2021年中国精酿啤酒渗透率为2.2%，美国渗透率13.1%、价值量（零售端）占比26.8%。预计中国精酿啤酒渗透率2025年提升至4.9%，价值量占比提升至21.1%（含即饮和零售），2025年市场空间1700亿元。

公司：十年“百城百厂”，鲜啤业务有望“井喷”式发展：鲜啤业务品牌、渠道、产能等运营加速。预计到2025年，公司啤酒业务净利润有望接近甚至超过设备业务。

3、超预期因素：“从0到1”已经验证成功，即将“从1到N”大规模复制——公司渠道拓展、鲜啤销售有望超市场预期

战略规划：十年“百城百厂”，现有：上海、宁波、沈阳、长沙工厂运营；规划：武汉、南京、杭州、南通、昆明、西安、厦门等。

渠道拓展：经销商、餐饮连锁、大型超商系统、小酒馆/打酒站、电商等渠道进展顺利，相继进入麦德龙、大润发、盒马、丰茂烤串等连锁终端。

鲜啤销售：麦德龙联名款德式小麦、盒马独家供货果啤等日常位居系统内啤酒热销榜前列；白桃艾尔口味一上市就位居天猫平台果酒排行榜前列。

4、有别于市场的认知：转型C端已渐入佳境，供应链垂直一体化整合优势构建长期护城河

竞争格局：1) 现阶段精酿啤酒行业“竞合”关系大于“竞争”，有助于行业渗透率快速提升；2) 公司作为上市公司，和主要精酿玩家相比，具备资金优势和资源禀赋，能够快速实现异地扩张。3) 消费者在精酿领域对传统品牌接受度较低，头部啤酒品牌主要矛盾仍为传统领域市场份额竞争。

竞争优势：依托母公司设备和技术竞争力，实现供应链垂直一体化整合（快速建厂+无菌冷灌技术+Cutebrew），实现鲜啤低成本储存、配送和销售。

5、催化剂：重要渠道突破、重要工厂投产、重要爆品推出、销量大幅提升

6、风险提示：1) 疫情影响需求及业务拓展；2) 自主品牌鲜啤销售、推广及渠道开拓不及预期；3) 商业模式扩散及竞争加剧风险

大丰实业：舞台机械龙头，切入文创+运营打造文体旅平台公司

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2023-2025年营收为35.3、43.2、53.0亿元，同比增长24%、22%、23%；归母净利润为4.8、6.1、8.0亿元，同比增长69%、27、30%，对应PE为14、11、8倍。公司传统业务结构升级，文创及运营业务将提升服务性收入，增厚利润空间。预计公司2023-2025年业绩加速增长，维持“买入”评级。

2、核心逻辑

下游景气度回升：我们预计受益消费复苏及政策支持，2023年国内文化中心、大剧院、体育中心、主题乐园等文体旅场馆建设及招标有望回暖加速，公司下游文旅体产业景气度将大幅回升（业绩及ROE修复）。

转型运营打开成长空间：公司通过文体旅设备+文体旅赋能服务双轮驱动，逐步向文体旅赋能延伸，服务性收入占比持续提升。大丰文体旅新商业战略发布：成立文体旅科技赋能产业研究院，转型文创、场馆运营及文旅演艺（估值提升），业绩估值提升空间广阔。

3、与市场观点的差异

市场认知：1) 市场担心公司主业舞台机械增长放缓。2) 市场对公司数艺科技及运营业务存在低估。

我们认为：1) 公司管理能力优异，收入、利润稳定增长，政策端支持推动下游需求增长，海外业务有望带来增量业绩。2) 我们认为公司已由单一的文体旅装备提供商，发展为“文体旅装备”和“文体旅运营服务”双轮驱动的综合方案解决商，数艺科技和文体场馆运营、文旅演艺两块业务的估值存在很大的提升空间。

4、催化剂

1) 下游文体旅等场馆招标数量大幅回升；2) 公司国内外重要合同签订；3) 场馆运营及文旅演出业务收入、利润提升；4) 文旅出行人数快速修复

5、风险提示：1) 文化及体育场馆新增建设和不及预期；2) 文旅服务业务开拓不及预期；3) 消费及旅游出行复苏不及预期

上海沿浦：品类延伸、客户延伸，单车价值量和市占率双提升

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年公司营收18、24、32 亿元，YOY 分别为56%、39%、32%，归母净利分别为1.4、1.9、2.7 亿元，YOY 分别为 201%、39%、38%，对应 PE 分别为 23、17、12倍，维持“买入”评级。

2、投资要点：

座椅骨架龙头，品类横向延伸

- 1) 座椅骨架转型至全套座椅，绑定比亚迪定点持续好于预期
- 2) 公司产品价格基本保持稳定，价格及利润率好于市场预期。
- 3) 凭借着模具能力，产品持续拓张，单价有望数倍与骨架。

行业：汽车行业向好、国产替代加速

- 1) 渗透率：预计未来3年新能源汽车中国及全球汽车销量复合增速30%在以上，行业比较仍然有优势。
- 2) 价格战：合资价格战逐渐熄火，零部件板块利润修复
- 3) 政策端：6月2日，国务院召开常务会议，研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施。延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系。悲观预期逐步缓解。

3、风险提示：全球缺芯、疫情等反复影响汽车行业景气度；公司乘用车座椅骨架订单获客进度不及预期；新能源车销量不及预期；原材料价格大幅上涨。

华培动力：涡轮增压零部件龙头，汽车传感器打开成长空间

1、盈利预测、估值与目标价、评级

- 预计公司2022-2024年的归母净利润分别为-0.10、0.31、0.65亿元，2023年、2024年的PE分别为91、43倍，给予“增持”评级。

2、核心逻辑

- 涡轮增压放气阀组件龙头企业，汽车传感器打造新增长极。
- 节能减排驱动涡轮增压器渗透率持续提升，公司放气阀组件市占率持续提升。我们预测由于公司市场竞争力较强，2021年放气阀组件全球市占率36%，较2016年提升25pct。
- 汽车传感器市场空间广阔，公司有望复制森萨塔科技成长之路。1) 汽车传感器市场规模广阔，成长性较好。2) 参考全球汽车传感器行业龙头森萨塔科技（ST.N），持续外延并购是森萨塔成为全球汽车传感器龙头公司的必要手段。3) 公司核心竞争优势：研发实力强劲、全产业链布局。

3、与市场观点的差异

- 市场认为发动机及其相关配套零部件销量有望持续下滑。
- 我们认为：根据《节能与新能源汽车技术路线图2.0》：至2035年，节能汽车与新能源汽车年销量各占50%。除纯电动新能源汽车之外，混动汽车、燃油车等均有装配涡轮增压器的需求。霍尼韦尔统计2016年中国涡轮增压器配置率32%，预测2021年48%，渗透率持续提升。我们预测2023年-2025年我国车用涡轮增压器的销量增速分别为1%、5%、4%。

4、催化剂：汽车传感器市占率的提升；乘用车及新能源传感器的品类突破；上游核心芯片领域的自主替代；外延并购取得进展。

5、风险提示：新能源汽车技术发展带来的风险、商誉减值风险、传感器业务市场开拓不利、测算偏差风险。

华依科技：国产冷试龙头，布局车载惯导技术，打开成长天花板

1、盈利预测、估值与目标价、评级

华依科技设备向服务转型顺利，IMU 惯导放量在即，预计2023-2024归母净利润为1.5、2.4亿元，分别同比增长293%、67%，对应PE为28、18倍，维持“买入”评级。

2、国产冷试测试龙头，新能源测试设备向海外拓展

华依科技是动力总成测试领域龙头，测试服务占比持续提升，21年提升至27%。参照国际龙头奥地利AVL的发展历程，公司从设备生产向测试服务转变，同时布局IMU惯性导航，未来 2-3 年有望步入高增赛道。

顺应产业趋势，电动智能双击：1) **测试设备：**利用电动化窗口期，实现国内新能源检测技术的扩张及向海外输出；2) **测试服务：**新能源车产品迭代，开发周期缩短，测试需求提升 3) **IMU：**智能化渗透加速，IMU逐步量产，公司估值有望提升。

3、超预期逻辑

- 1) 从检测设备向检测服务发展，市场空间从几十亿规模向百亿规模扩张；
- 2) 惯导业务逐渐实现从“1”到“10”突破，新客户定点加速，2023年IMU放量在即。

4、有别于市场认知

市场认为：测试服务业务被国有6家检测机构垄断

我们认为：新能源化为公司带来机遇，公司是首家获得强检认证的民企，在非强检业务方面，随着对汽车安全要求提升，车企主动检测需求提升，同时公司测试服务具备强技术壁垒，凭借技术优势深入全球 Tier1 龙头，与法雷奥、西门子签订长期框架协议，将在非强检业务中提升市场份额；同时因为获得新能源强检资质，公司的新能源检测服务业务利润率有望提升。

5、催化剂：1) IMU惯导和测试服务业务的新订单；2) 测试服务加速扩产

6、风险提示：汽车行业景气度不及预期；新能源车销量不及预期；IMU渗透不及预期

精工科技：碳纤维设备龙头；受益国产替代

1、盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司2023-2025年归母净利润4.1/5.7/6.8亿元，同比增长39%/39%/20%，对应PE为25/18/15倍。维持“买入”评级。

2、关键假设、驱动因素及主要预测

1) 下游碳纤维厂家扩产景气度向上。2) 公司碳纤维整线设备研发、销售顺利。3) 下游光伏单晶硅厂家扩产景气度稳定、公司单晶设备客户开拓顺利。

3、我们与市场不同的观点

市场担心市场担心公司未来成长性存在不确定。

我们认为：公司在碳纤维设备布局领先、打开成长空间，光伏设备向单晶转型、拐点将至。

1) **碳纤维设备**：公司作为国内碳纤维整线设备龙头，受益新能源行业需求增长+国产替代需求提升。同时公司在客户端加速开拓，设备受吉林系、宝武系客户充分验证，并加速布局海外市场、打开成长空间。

2) **光伏设备**：公司在多晶硅片时代已证明自身竞争力，处于龙头地位、市占率40%以上。过去几年随着行业向单晶转移，公司发力布局光伏单晶设备，已逐步形成批量生产和销售，期待拐点将至。

4、**催化剂**：碳纤维行业扩产节奏加速；光伏单晶硅行业扩产节奏加速；公司碳纤维设备、光伏设备重大订单落地。

5、**风险提示**：碳纤扩产不及预期；光伏硅片扩产不及预期；市场规模测算偏差。

【参考资料】

- 【浙商机械】2023年工程机械中期策略：行业筑底，龙头业绩拐点向上
- 【浙商机械】2023年船舶行业中期策略：受益行业景气上行、一带一路、中特估
- 【浙商机械】2023年通用设备中期策略：持续看好国产替代、制造业复苏
- 【浙商机械】2023年光伏设备中期策略：聚焦N型趋势下的新技术、新转型
- 【浙商机械】2023年锂电设备中期策略：聚焦结构性机会
- 【浙商机械】2023年风电设备中期策略：聚焦海风、出海、国产替代
- 【浙商机械】2023年半导体设备中期策略：自主可控逻辑继续强化，聚焦低国产化率、先进制程突破
- 【浙商机械】2023年工业气体中期策略：行业整合大幕开启，关注特气景气复苏
- 【浙商机械】2023年检测检验中期策略：百年检测穿越牛熊，兼具稳健性与成长性
- 【浙商机械】2023年消费设备中期策略：期待消费复苏，政策支持

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

股票的投资评级

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。

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。

联系方式

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>