

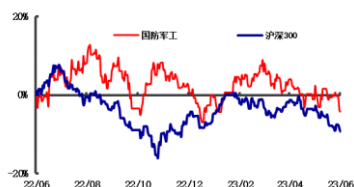
**超配（维持）**
**长周期启动，把握低位布局机会**

国防军工行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 8 日

**投资要点：**

分析师：吕子炜  
 SAC 执业证书编号：  
 S0340522040001  
 电话：0769-23320059  
 邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

**行业指数走势**


资料来源：东莞证券研究所，iFinD

**相关报告**

《国防军工行业 2022 年及 2023 年一季度业绩综述：稳中向好，船舶与航空发动机需求强劲》20230512

《船舶行业深度报告：国内新船价格与产能利用维持高位，看好船舶制造行业的发展》20230331

《国防军工行业深度报告：飞机产业链进入高景气阶段，军民两开花》20230228

《商业航天深度报告：卫星导航应用领域不断深化》20230427

■ **往年行情回顾。**进入“十四五”阶段，行业进入国防装备更新换代关键期，同时也是衔接2035年实现国防和军队现代化以及到本世纪中叶把人民军队全面建设成世界一流军队长期目标的关键时期，行业业绩逐步释放，景气度不断攀升。目前行业处于第一轮业绩兑现后的观望阶段，并伴随较为明显的估值下降；2022年下半年以来，军工企业启动了多轮股权激励计划，同时新型号产品不断推出，我们相信随着后续订单的增加行业会迎来估值的上修。我们相信业绩驱动将贯穿整个“十四五”时期。

■ **行业估值在低位。**截止6月6日，申万国防军工PE（TTM）为50.62倍，处于指数上市以来10.30%的分位水平，低于指数平均值76.52倍，行业估值已处于上市以来较低水平。展望整个“十四五”时期，在军用装备更新换代，民用需求不断放量的加持下，行业业绩将不断释放，行业估值有较大提升空间。

■ **聚焦优质细分赛道。**军工行业是典型的计划性经济行业，受益于“十四五”初期订单兑现，行业景气度不断提升；展望未来3-5年，为实现建军百年奋斗目标，行业具备军队需求确定性，预计军用领域将迎来长期高景气；民用方面，国产大飞机的商业应用不断推进，船舶长周期启动，同时，商业航天应用不断深化，商业化规模不断提升都为行业带来新的业绩增长点。2023年下半年，优先选择高景气，同时具备业绩增长持续性的飞机产业链、船舶制造、商业航天板块。

■ **投资策略。飞机制造，**目前我国军用飞机种类和数量与发达国家相比仍有较大的提升空间，军机换代需求将直接贯穿整个“十四五”时期。另一方面，民用飞机制造万亿市场值得期待，看好飞机产业链的投资机会。从国产替代出发，后续会有越来越多国产飞机换装“中国心”，国产化渗透率将逐步提升。建议关注：中航西飞（000768）、中直股份（600038）、航发动力（600893）、航发科技（600391）、中航电子（600372）。

**船舶制造，**国际航运市场逐步回暖，民用船舶新一轮船舶周期已经启动，老旧能源船只退役更换以及活跃船厂减少有助于船舶价格提升，预计后续船厂利润将逐步释放。可持续关注造船周期下，船舶更新换代情况。建议关注：中国船舶（600150）、亚星锚链（601890）。

**商业航天，**卫星产业对军事、经济、社会各方面有巨大的影响力和渗透力，卫星所提供的空间信息、时间基准信息是经济建设和社会发展必不可少的，基本覆盖到社会的各个方面，不仅有利于电信、

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

广播、交通运输和农业等传统产业结构升级，也能够加速新兴产业的发展。卫星产业已成为拉动经济增长的引擎之一。是现代信息社会的关键支撑技术，后续随着应用的不断普及，市场增量空间广阔。建议关注：中国卫星（600118）、华测导航（300627）。

- **风险提示。**研发成本过高风险；原材料涨价风险；武器装备采购低于预期。

## 目 录

1. 行情回顾 .....	5
1.1 行业投资逻辑回归基本面 .....	5
1.2 行业景气度向好没有改变 .....	6
1.3 行业估值在低位 .....	8
2. 国防建设稳步推进 .....	9
2.1 新三步走战略 .....	9
2.2 我们国家军费保持合理增长 .....	10
3. 聚焦优质细分赛道 .....	10
3.1 飞机产业链进入高景气阶段，军民两开花 .....	10
3.1.1 军用：空中实力亟需提升 .....	10
3.1.2 民用：民用航空制造业迎来蓬勃发展时机 .....	13
3.1.3 飞机产业链及相关领域公司情况 .....	16
3.2 船舶制造：新一轮造船大周期已启动 .....	18
3.2.1 全球手持订单量逐步提升，中国订单数量全球领先 .....	18
3.2.2 新一轮造船周期已启动 .....	22
3.3 商业航天：卫星应用领域不断深化 .....	28
3.3.1 卫星产业发展概况 .....	28
3.3.2 全球航天器发射数量创历史新高 .....	29
3.3.3 全球卫星产业收入情况 .....	30
3.3.4 中国商业航天规模持续增长 .....	31
4. 投资策略 .....	32
5. 风险提示 .....	32

## 插图目录

图 1：军工行业投资逻辑回归基本面 .....	5
图 2：不同阶段申万国防军工行业指数表现情况 .....	5
图 3：军工行业近五年营收及增速（亿元，%） .....	6
图 4：军工行业近五年归母净利润及增速（亿元，%） .....	6
图 5：军工行业近五年应收账款、存款、预收账款+合同负债情况（亿元） .....	7
图 6：军工行业近五年应收账款、存款、预收账款+合同负债变动（%） .....	7
图 7：申万国防军工行业上市以来市盈率情况（截至 2023 年 6 月 6 日） .....	9
图 8：国防建设新“三步走”战略以及中长期目标 .....	9
图 9：2022 年年世界主要国家军费占 GDP 比重（%）按美元计算 .....	10
图 10：我国国防支出预算及同比增速（亿元，%） .....	10
图 11：2022 年全球各国军用飞机数量情况（架） .....	11
图 12：中、美、俄三国现役军机情况（架） .....	11
图 13：中国与美国现役战斗机代次情况（架） .....	11
图 14：军用飞机各系统成本构成（%） .....	12
图 15：预测 2022-2041 年中国航空运输市场接收喷气客机情况（架） .....	13
图 16：商用飞机结构图 .....	14

图 17: 民用飞机各系统成本构成 (%)	15
图 18: 飞机制造产业链	17
图 19: 飞机制造产业链相关上市公司	17
图 20: 1950 年以来世界新造船市场订单走势 (万载重吨)	18
图 21: 中国新造船价格指数走势情况	18
图 22: 2011 至今世界造船业三大指标情况 (万载重吨)	19
图 23: 2011 至今中国造船三大指标情况 (万载重吨)	20
图 24: 2013 至今中、日、韩新船订单情况 (万修正吨)	21
图 25: 2013 至今中、日、韩新船订单占比情况 (%)	21
图 26: 近 200 年世界造船业发展演变	22
图 27: 近 6 年全球新签订单量情况 (艘)	23
图 28: 不同能源种类的碳中和路径	24
图 29: 全球活跃船厂历年变动情况 (家)	25
图 30: 2017-2022 年中国造船产能利用 (CCI) 情况	26
图 31: 国内近年造船板产量情况 (万吨)	27
图 32: 国内近期 10mm 和 20mm 船板价格走势 (元/吨)	27
图 33: 船舶产业链及相关上市公司	27
图 34: 卫星产业链应用关系	28
图 35: 2022 年全球运载火箭发射次数 (次)	29
图 36: 2022 年全球研制发射航天器质量 (吨)	29
图 37: 2016-2021 年全球卫星产业收入情况 (亿美元, %)	30
图 38: 2021 年全球卫星产业收入构成 (亿美元)	30
图 39: 2016-2024 年中国商业航天产业市场规模及增速 (亿元, %)	31

## 表格目录

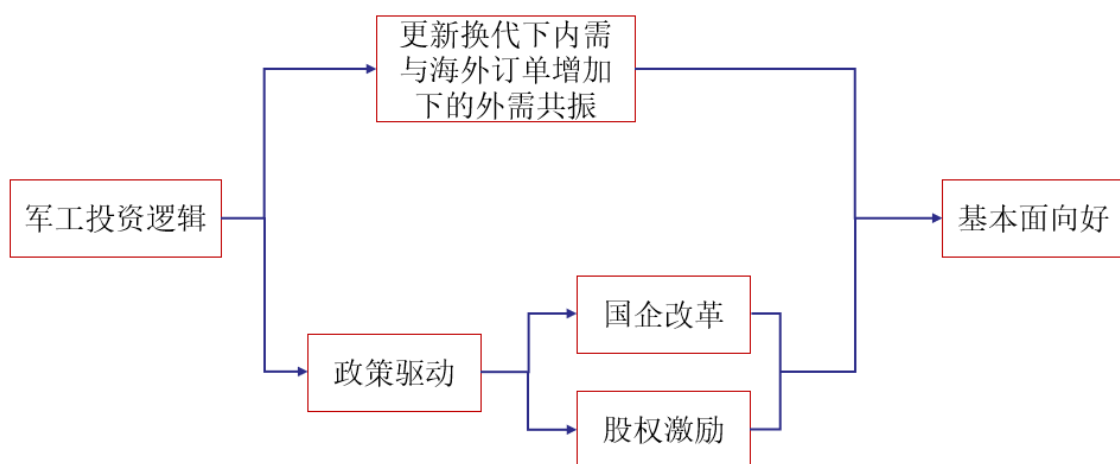
表 1: 军工行业各子板块业绩情况 (亿元, %)	8
表 2: 军工行业各子板块存货与合同负债情况 (亿元, %)	8
表 3: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测	12
表 4: 波音公司和空客公司最新发布的产品目录单价及中国商飞提供的目录单价	14
表 5: 国产商用航发型号及搭载飞机情况	16
表 6: 中老龄船舶占全球主力船型比重	24
表 7: 卫星产业连主要构成及应用	30
表 8: 重点公司估值表 (截至 2023 年 6 月 7 日)	32

## 1. 行情回顾

### 1.1 行业投资逻辑回归基本面

当前，行业的投资逻辑已由事件炒作向业绩驱动转变。

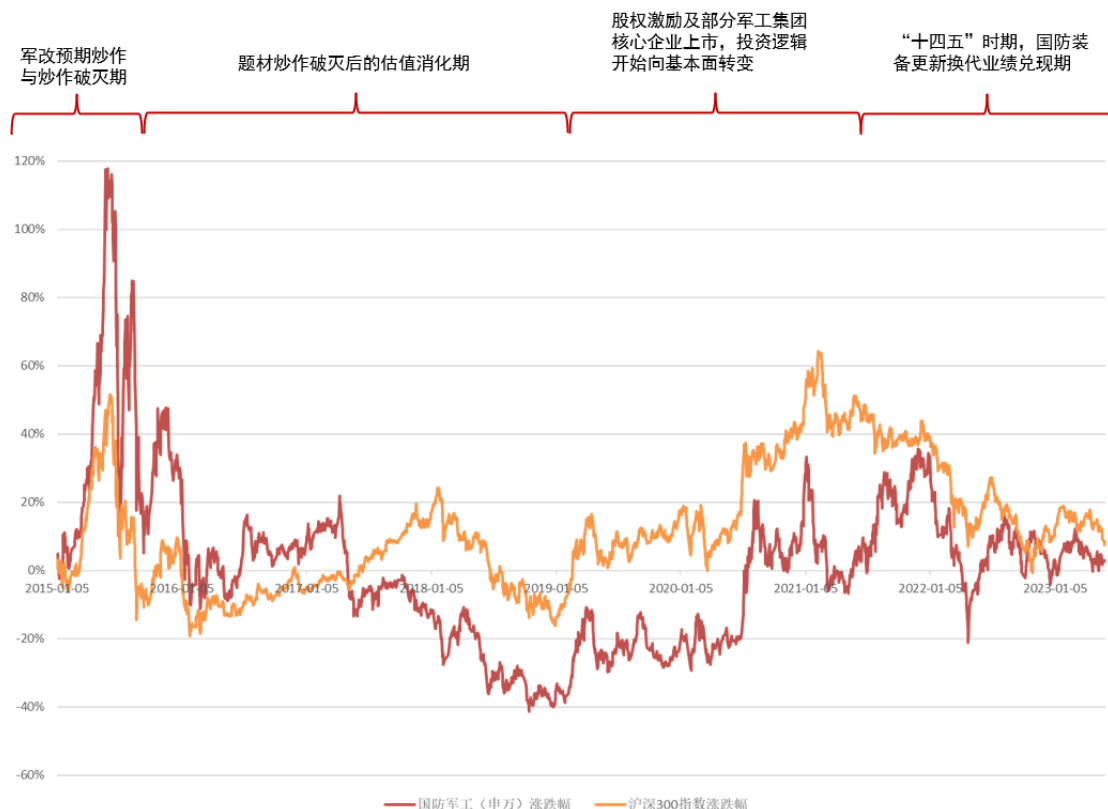
图1：军工行业投资逻辑回归基本面



资料来源：东莞证券研究所整理

**往年行情回顾。**总共分为4个阶段，“十二五”后期，在军改预期刺激下，行业景气度达到顶峰，随后炒作预期破灭，板块估值迅速降温。到“十三五”时期，题材炒作破灭后，估值开始逐步消化，部分军工集团开始推动旗下优质企业上市，提高集团资产证券化率，同时开启多轮股权激励计划，刺激业绩增长。进入“十四五”阶段，行业进入国防装备更新换代关键期，同时也是衔接 2035 年实现国防和军队现代化以及到本世纪中叶把人民军队全面建设成世界一流军队长期目标的关键时期，行业业绩逐步释放，景气度不断攀升。至此，国防军工行业的投资逻辑已完成由原来的“题材炒作”向基本面转变。目前行业处于第一轮业绩兑现后的观望阶段，并伴随较为明显的估值下降；2022 年下半年以来，军工企业启动了多轮股权激励计划，同时新型号产品不断推出，我们相信随着后续订单的增加行业会迎来估值的上修。我们相信业绩驱动将贯穿整个“十四五”时期。

图2：不同阶段申万国防军工行业指数表现情况



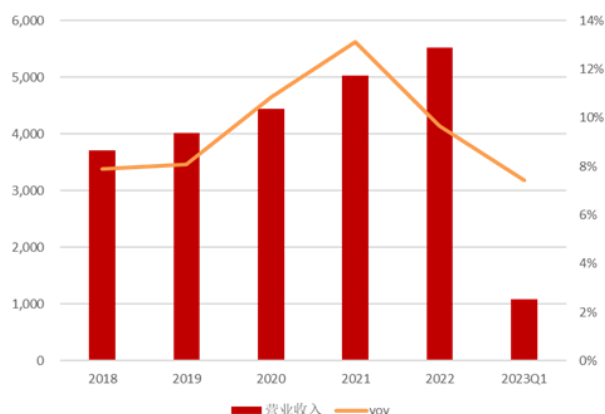
资料来源：iFind，东莞证券研究所整理

## 1.2 行业景气度向好没有改变

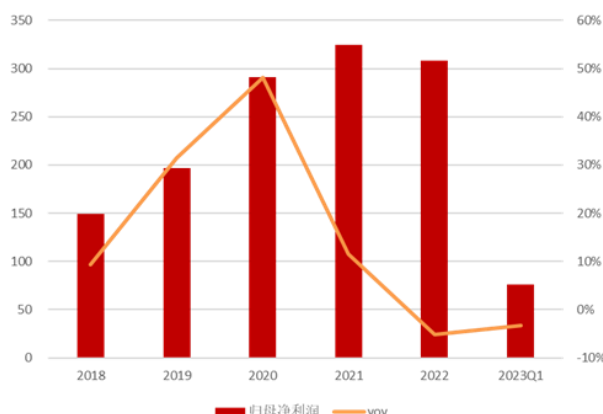
**军工行业 2022 业绩增速下滑。**2022 年，以申万国防军工行业分类为基础筛选出军工行业 109 家上市公司作为样本，用整体法进行分析。2022 年，军工行业 109 家上市公司（以下简称军工行业）实现营业收入 5520.39 亿元，同比增长 9.67%；实现归母净利润 307.98 亿元，同比下降 5.18%，受疫情以及原材料价格大幅上涨影响，军工行业 2022 业绩增速放缓。2023 年一季度，军工行业实现营业收入 1089.96 亿元，同比增长 7.43%，实现归母净利润 75.71 亿元，同比下降 3.30%。随着大宗商品降价，以及疫情对开工影响不断下降，预计 2023 年下半年行业业绩将逐步释放。

图3：军工行业近五年营收及增速（亿元，%）

图4：军工行业近五年归母净利润及增速（亿元，%）



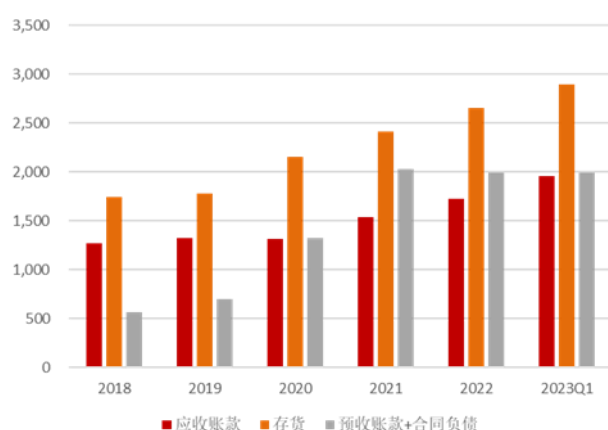
资料来源：iFinD，东莞证券研究所



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

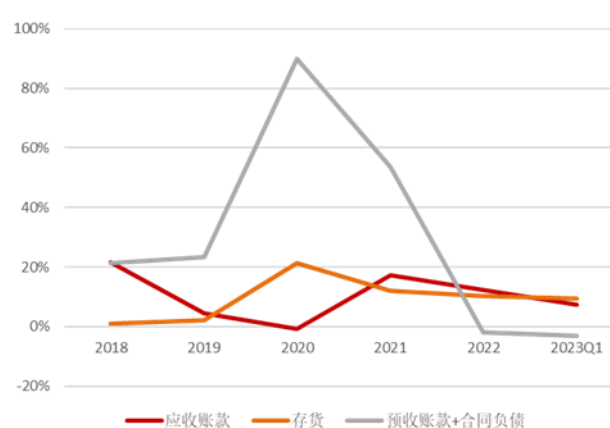
2023 年一季度，军工行业应收账款为 1957.88 亿元，较 2022 年末增长 13.62%，行业待回款规模进一步提升；存货为 2890.24 亿元，较 2022 年末增长 8.77%；由于会计准则的调整，我们将预收账款和合同负债加总统计，预收账款+合同负债为 1988.35 亿元，较 2022 年末下降 0.12%，主要为新老订单交接导致订单量略微下降，2023 年是装备更新换代关键期，预计后续新型号及换代产品订单将逐步落地。行业正式进入放量期，存货规模进一步提升，下游需求旺盛；同时，合同负债依旧维持高位，行业订单数量充足，行业景气度向好没有改变。

图5：军工行业近五年应收账款、存货、预收账款+合同负债情况（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图6：军工行业近五年应收账款、存货、预收账款+合同负债变动（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 23 年一季度航空装备和航海装备板块业绩增速较快

**营收方面。**2022 年航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块营业收入实现正增长，其中，航天装备、航空装备、航海装备增长速度达到两位数，分别为 11.70%、13.62%、11.52%。2023 年一季度，航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块营收实现正增长，其中航天装备和航空装备增速较快。



从利润端看。2022 年，航天装备、航空装备、地面兵装板块归母净利润实现正增长，增速分别为 52.75%、11.48%、18.79%。2023 年一季度，航天装备、航空装备、航海装备板块归母净利润实现正增长，其中，航空装备和航海装备板块增速最快，分别为 17.94%和 17.47%，航天装备板块次之，为 14.08%。

表 1：军工行业各子板块业绩情况（亿元，%）

	2022 年				2023Q1			
	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	营业收入	yoy	归母净利润	yoy
航天装备	323.77	11.70%	22.03	52.75%	69.10	10.60%	4.23	14.08%
航空装备	2,131.17	13.62%	146.01	11.48%	433.89	14.80%	35.07	17.94%
地面兵装	316.52	-4.11%	21.09	18.79%	47.49	-17.40%	1.93	-59.70%
航海装备	1,686.15	11.52%	-8.47	-141.58%	295.98	4.63%	2.17	17.47%
军工电子	1,062.77	3.58%	127.31	-9.89%	243.50	4.16%	32.31	-15.43%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 存货规模持续增长，合同负债维持高位

**存货方面：**2022 年，军工行业 5 个子板块中航天装备、航空装备、军工电子板块库存规模较去年同期实现两位数的正增长，相关产业需求强劲，主动补库存意愿强；其中，航天装备板块增速最快，为 22.86%。2023 年一季度，军工行业 5 个子板块库存规模较去年同期均实现不同程度增长。

**合同负债方面：**2022 年，只有航海装备板块合同负债规模同比实现正增长，为 13.49%。航空装备、航海装备板块合同负债规模依旧维持高位，航海装备板块景气度不断提升。2023 年一季度，军工行业 5 个子板块中，只有航海装备板块合同负债规模同比实现正增长，为 5.21%。

表 2：军工行业各子板块存货与合同负债情况（亿元，%）

	2022 年				2023Q1			
	存货	yoy	合同负债	yoy	存货	yoy	合同负债	yoy
航天装备	223.38	22.86%	50.69	-8.46%	229.83	18.66%	43.90	-19.23%
航空装备	1,104.45	14.98%	708.16	-10.81%	1,215.49	15.67%	669.20	-5.09%
地面兵装	75.37	-1.00%	64.97	-53.29%	79.52	2.29%	54.66	-54.36%
航海装备	821.03	2.27%	1,086.55	13.49%	912.49	0.14%	1,142.48	5.21%
军工电子	433.09	11.27%	78.17	-6.73%	452.92	10.22%	75.98	-7.68%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 1.3 行业估值在低位



截止 6 月 6 日，申万国防军工 PE（TTM）为 50.62 倍，处于指数上市以来 10.30%的分位水平，低于指数平均值 76.52 倍，行业估值已处于上市以来较低水平。展望整个“十四五”时期，在军用装备更新换代，民用需求不断放量的加持下，行业业绩将不断释放，行业估值有较大提升空间。

图7：申万国防军工行业上市以来市盈率情况（截至2023年6月6日）



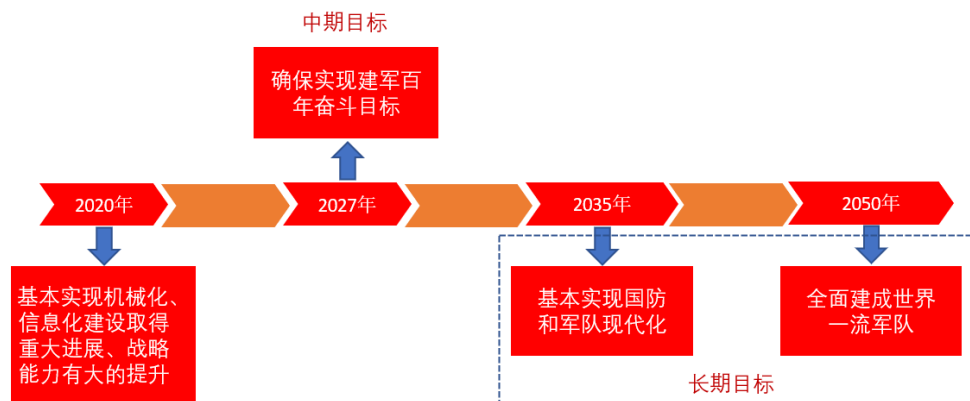
资料来源：iFinD，东莞证券研究所整理

## 2. 国防建设稳步推进

### 2.1 新三步走战略

在新时代下，特别是中美博弈加剧、国际环境日趋复杂情况下，加强国防实力建设是保证自身发展安全的关键。《十四五规划和 2035 远景目标建议》明确指出要加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一；同时提到加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。“十四五”期间同时也是衔接 2035 实现国防和军队现代化以及到本世纪中叶把人民军队全面建设成世界一流军队长期目标的关键时期。

图8：国防建设新“三步走”战略以及中长期目标

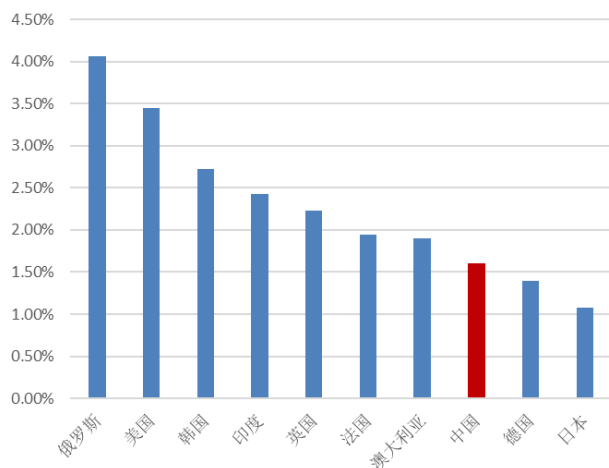


数据来源：人民网，新华社等，东莞证券研究所

## 2.2 我们国家军费保持合理增长

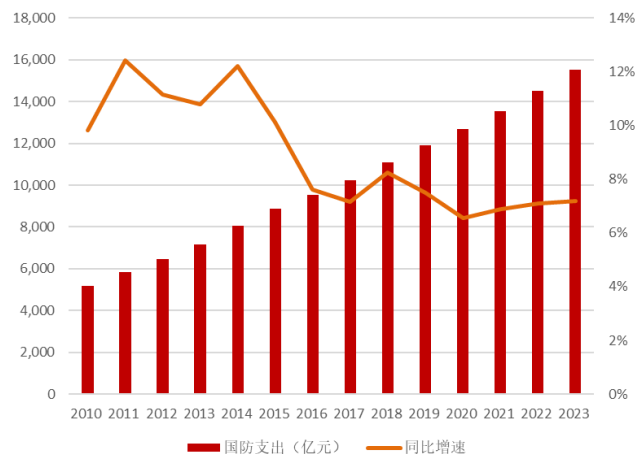
在政府预算草案报告中显示，今年国防费预算约为 15537 亿元人民币，同比增长 7.2%，增速较上年提升 0.1%，连续两年增速突破 7%。近期，由于俄乌战争冲突加剧，以及亚太地区博弈频繁，世界主要经济强国和军事强国纷纷开始提升军费占 GDP 比重。近期，北约秘书长斯托尔滕贝格多次呼吁联盟将把各成员国 GDP 的 2% 作为“必须投资于国防的最低限度”；日本国会 3 月末通过了共 6.6 万亿日元的军费预算，预算增幅高达 27%，为近 70 年之最；德国国会于 2022 年正式通过了增加 1000 亿欧元特别国防资金的方案。我国军费占 GDP 比重符合自身安全需求。

图9：2022年年世界主要国家军费占GDP比重（%）  
按美元计算



资料来源：SIPRI，东莞证券研究所

图10：我国国防支出预算及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 3. 聚焦优质细分赛道

军工行业是典型的计划性经济行业，受益于“十四五”初期订单兑现，行业景气度不断提升；展望未来 3-5 年，为实现建军百年奋斗目标，行业具备军队需求确定性，预计军用领域将迎来长期高景气；民用方面，国产大飞机的商业应用不断推进，船舶长周期启动，同时，商业航天应用不断深化，商业化规模不断提升都为行业带来新的业绩增长点。2023 年下半年，优先选择高景气，同时具备业绩增长持续性的飞机产业链、船舶制造、商业航天板块。

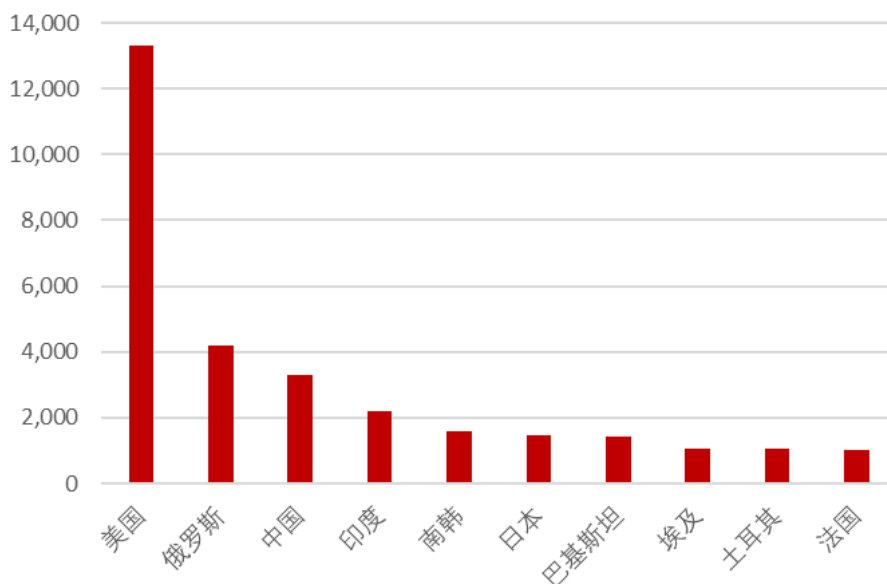
### 3.1 飞机产业链进入高景气阶段，军民两开花

#### 3.1.1 军用：空中实力亟需提升

我国现役军机数量和结构与世界军事强国差距较大，升级换装需求强烈。根据《World Air Forces 2023》，目前中国人民解放军空军是本地区最大、世界第三大空军。尽管如此，我国与世界最高水平的空军力量还有着较大的差距。据 Flight International 统

计，截至 2023 年，我国军用飞机总数 3,284 架，而美国军用飞机总数达 13,300 架，我国军用飞机总数与美国差距近万架，中国军机总数仅为美国的 24.69%，军机的绝对数量差距明显。

图11：2022年全球各国军用飞机数量情况（架）

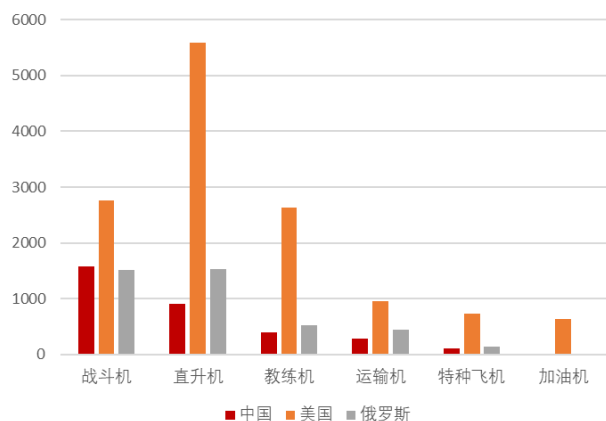


资料来源：《World Air Force 2023》，东莞证券研究所

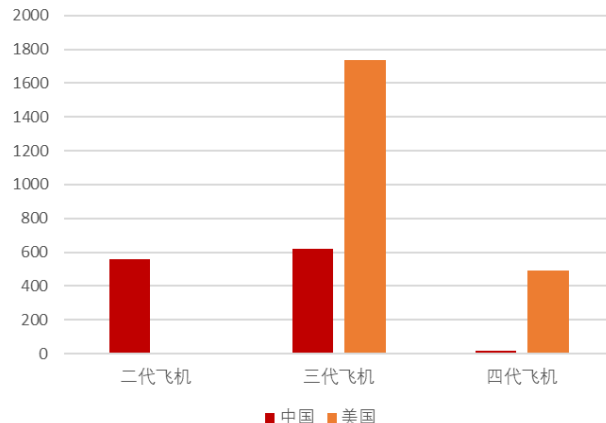
在细分机型方面，我国军用飞机结构与美国存在较大差距，我国战斗机、直升机、教练机、运输机、特种飞机、加油机与美国在数量上的差距巨大。在升级换代方面需求强烈，根据《World Air Forces 2023》数据，目前我国战斗机以歼 7、歼 8 为代表的二代机存量占比仍达 46.71%，而美国空军二代机已经基本退役，目前已经形成以 F-15、F-16、F/A-18 等三代机为主，F22、F35 等四代机为辅的格局，三代机和四代机的占比分别为 77.89%和 22.11%。“十四五”期间将是我国军机结构性升级换代的关键时期，三代机将逐步完成对二代机的替代，成为空军战斗机主力，同时，四代机也有望迎来加速列装。国防需求及力量平衡迫使我国加快升级换代，未来 3-5 年将迎来军用飞机更新换代的高峰，市场空间广阔。整个航空产业链将直接受益。

图12：中、美、俄三国现役军机情况（架）

图13：中国与美国现役战斗机代次情况（架）



资料来源：《world air force 2023》，东莞证券研究所



资料来源：《world air force 2023》，东莞证券研究所

### 万亿赛道蓄势待发

我国空军目前正在向战略空军转型，预计未来 10 年带来军机需求规模达 1.95 万亿元人民币。当前我国处于军机更新换代期，预计未来 10 年部分老旧的二代机型将退役，由歼-10、歼-11、歼-15、歼-16 和歼-20 组成的三代、四代机组合将成为空中装备主力，新机型有望加速列装。运输机、直升机、预警机、空中加油机等军机也将有较大需求空间。

表 3：2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测

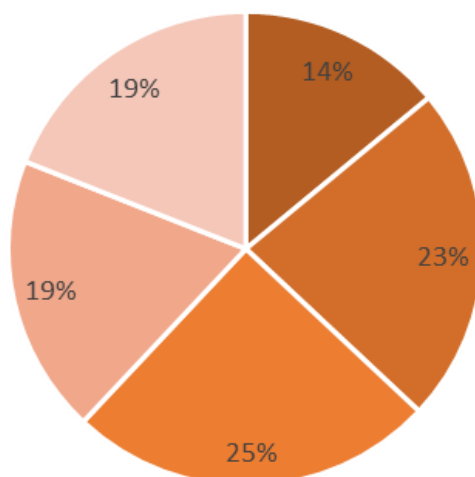
军机种类	飞机数量（架）	市场空间（亿元）
战斗机	2,840	14,188
作战支援用飞机	300	840
大型运输机	200	2,400
直升机	1,600	2,080
合计	-	19,508

资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

### 军用飞机成本构成

根据立鼎产业研究网统计，在军用飞机各系统成本占比中，发动机占军用飞机总体成本的 25%，航电+机电系统占 37%，机体占 19%，其他占 19%。

图14：军用飞机各系统成本构成（%）



■ 机电系统 ■ 航电系统 ■ 发动机系统 ■ 机体系统 ■ 其他

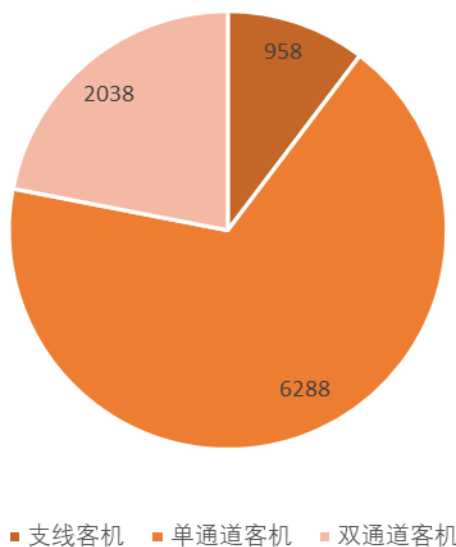
资料来源：立鼎产业研究网，东莞证券研究所

### 3.1.2 民用：民用航空制造业迎来蓬勃发展时机

#### 商用航空制造领域万亿赛道

中国商飞发布了《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》，报告预计未来 20 年全球旅客周转量（RPKs）将以每年 3.9% 的速度增长，在 2041 年达到 19.9 万亿客公里。基于全球经济到 2041 年保持年均约 2.6% 的增长速度，2041 年全球客机机队规模将达到 47,531 架，将有超过 42,428 架新机交付，用于替代和支持机队的发展。同时，报告也提到，在未来，随着中国经济的稳步上升，中国民航业将步入发展质量提升期和格局拓展期，开启多领域民航强国建设新征程。根据中国 GDP 年均增长速度预测，中国的旅客周转量年均增长率为 5.6%，机队年均增长率为 5.1%。未来二十年，中国航空运输市场将接收喷气客机 9,284 架，其中支线客机 958 架，单通道客机 6,288 架，双通道客机 2,038 架。到 2041 年，中国的机队规模将达到 10,007 架，占全球客机机队 21.1%。中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。后续对民用飞机的需求将拉动整个航空工业配套产业的发展，有利于产业不断壮大。

图15：预测2022-2041年中国航空运输市场接收喷气客机情况（架）



资料来源：中国商飞，东莞证券研究所

根据中国商飞预测，未来二十年，中国航空运输市场将接收喷气客机 9,284 架，假设国内市场形成中国商飞、空客、波音三足鼎立格局，根据中国东航披露的飞机单价计算，未来二十年，预计国产飞机市场价值约为 2.87 万亿元人民币。

表 4：波音公司和空客公司最新发布的产品目录单价及中国商飞提供的目录单价

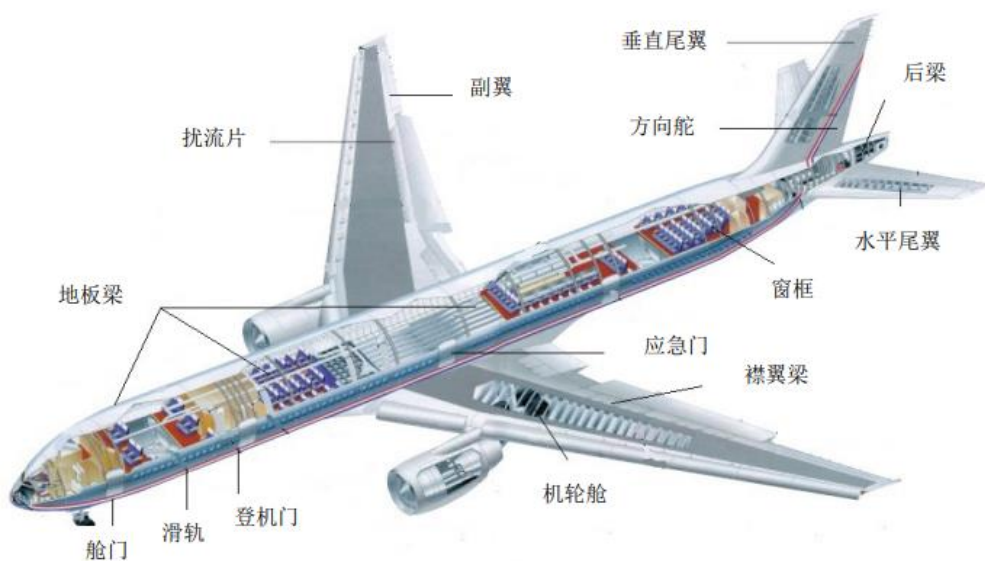
序号	飞机型号	生产商	数量（架）	目录单价（亿美元）	目录单价（亿人民币）
1	C919	中国商飞	4	0.99	6.53
2	ARJ21-700	中国商飞	24	0.38	2.51
3	A350-900	空客公司	6	3.17	20.95
4	B787-9	波音公司	4	2.93	19.31

资料来源：《中国东航:2022年度非公开发行A股股票预案》，东莞证券研究所

### 民用飞机构造

飞机机体是指构成飞机外部形状和主要受力的部分，包括机身、机翼、尾翼、起落架等主要部件，并广泛涉及大梁、桁条、翼梁、翼肋、框类等主要零部件。

图16：商用飞机结构图

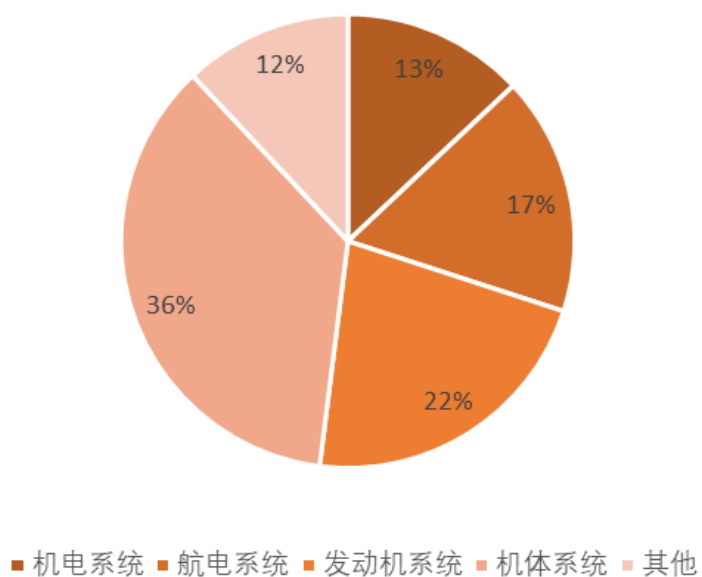


资料来源：爱乐达公告，东莞证券研究所

### 民用飞机成本构成

根据立鼎产业研究网统计，在民用飞机各系统成本占比中，机体占民用飞机总体成本的36%，航电+机电系统占30%，发动机占22%，其他占12%。

图17：民用飞机各系统成本构成（%）



资料来源：立鼎产业研究网，东莞证券研究所



### 民用航空发动机将逐步实现国产替代

我国商用航空发动机仍处于研制阶段，“长江”系列产品或将成为我国商发突破口。在“十三五”期间，我国商用航空发动机规划了三个产品系列：长江 500（ARJ21）、长江 1000（C919）和长江 2000（CRJ929）。2020 年 3 月，“长江 2000”发动机核心机 C2XC-101 点火成功，8 月，已经进入整机装配阶段。“长江 1000”发动机研制进展稍快于“长江 2000”，已于 2018 年完成整机点火，2020 年 7 月开始试航取证，预计将逐步替代进口发动机。

当前，国内首款自主研发的大飞机 C919 已正式商业载客，未来拟搭载长江 1000 发动机实现国产替代。ARJ21 新支线飞机是我国首次按照国际民航规章自行研制、具有自主知识产权的中短程新型涡扇支线客机，于 2014 年 12 月 30 日取得中国民航局型号合格证，2017 年 7 月 9 日取得中国民航局生产许可证；目前，ARJ21 新支线飞机已正式投入航线运营，市场运营及销售情况良好，未来拟搭载长江 500 发动机完成国产替代。CRJ929 远程宽体客机是中俄联合研制的双通道民用飞机，以中国和俄罗斯及独联体市场为切入点，同时广泛满足全球国际间、区域间航空客运市场需求，座级 280 座，拟搭载“长江 2000”发动机完成国产替代。当前，“长江 2000”发动机核心机 C2XC-101 点火成功，已经进入整机装配阶段。未来随着民用航空发动机的投入不断增加，巨额的民航市场将会为整个航空发动机产业链打开业绩空间。

表 5：国产商用航发型号及搭载飞机情况

发动机型号	搭载机型	发动机情况
CJ500	ARJ21 支线客机	2018 年完成设计，为国产新支线客机提供动力来源
CJ1000	C919 单通道大型干线客机	“长江 1000”发动机研制已于 2018 年完成整机点火，2020 年 7 月开始试航取证，预计到 2025 年以后可以投入使用。
CJ2000	CRJ929 双通道喷气客机	“长江 2000”发动机核心机 C2XC-101 点火成功，8 月，已经进入整机装配阶段。

资料来源：中国商飞官网，百度百科，东莞证券研究所

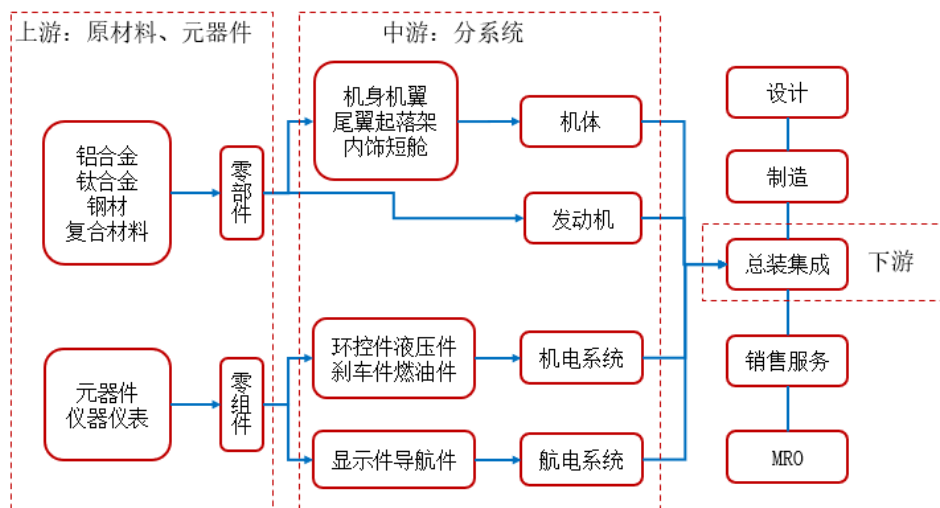
### 3.1.3 飞机产业链及相关领域公司情况

航空工业是国家战略性高技术产业，号称现代工业“皇冠上的明珠”，是国防空中力量和航空交通运输的物质基础。中共中央、国务院印发了《质量强国建设纲要》，我们认为大力发展航空工业，是满足国防战略需要和民航运输需求的根本保证，是引领科技进步、带动产业升级、提升综合国力的重要手段。经过 60 多年的艰苦创业，在国家系列政策的支持和鼓励下，我国航空工业飞速发展，并基本建立了独立自主的航空工业体系，取得了举世瞩目的成就。

#### 飞机制造产业链

按通常定义，飞机可分为飞机机体、发动机及机载设备三大部分。从上游原材料、零部件、零组件，再到中游机身零部件、发动机零部件、航电系统、机电系统，下游主要为总装集成，整个产业链延伸范围较广。

图18：飞机制造产业链

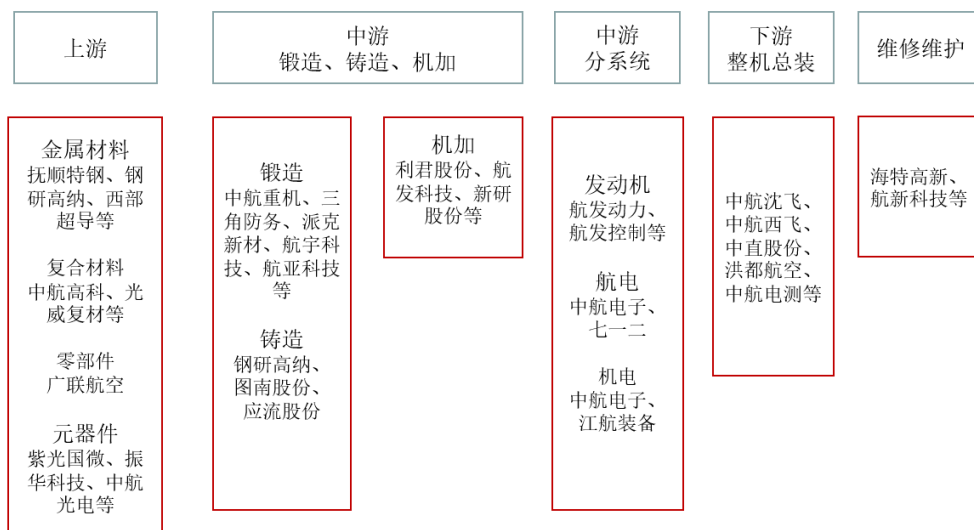


资料来源：爱乐达招股说明书，东莞证券研究所

## 产业链相关上市公司

航空产业链上市公司主要集中在中上游，下游主要以几家主机产为主。

图19：飞机制造产业链相关上市公司



资料来源：东莞证券研究所

### 3.2 船舶制造：新一轮造船大周期已启动

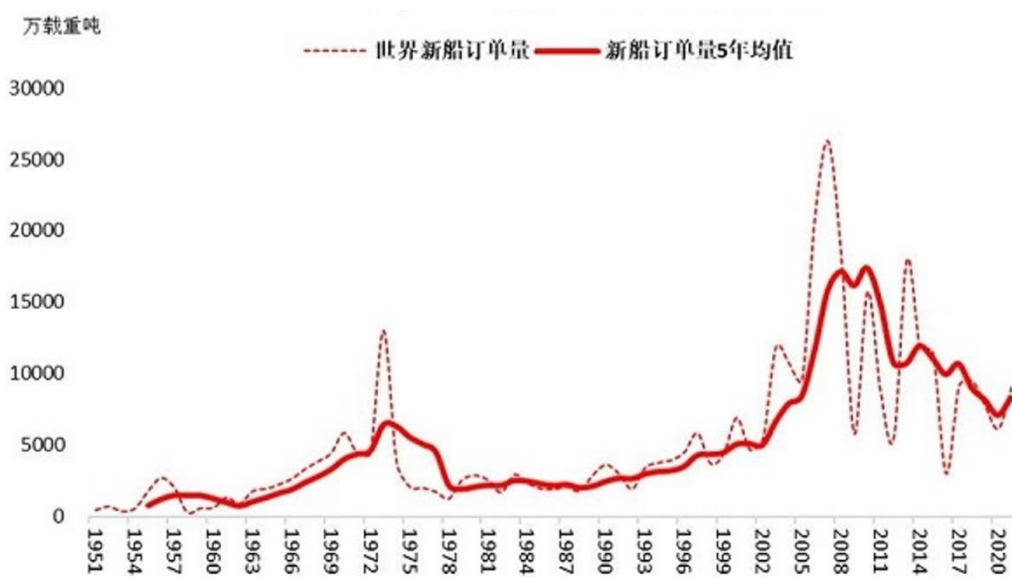
#### 3.2.1 全球手持订单量逐步提升，中国订单数量全球领先

##### 全球造船周期回顾

造船行业具备周期性的特点，影响其周期性的因素众多。我们认为影响造船周期最明显的外在因素是世界经济的周期性波动；影响造船周期的内部因素主要为大概 25 年左右一个轮回的船舶更新周期与投资周期。

回望过去 100 年的船舶工业发展，世界经历过从繁荣到萧条，海事规则的巨变，战争与冷战，这些因素都会导致船舶周期拉长或者缩短，这也是导致每轮船舶周期长短不一的直接原因。第二次世界大战后，大量船舶资产遭到破坏，导致新造船市场周期不足 15 年；IMO 于 2003 年通过的单壳油轮淘汰公约和中国经济高速发展相叠加，将那一轮造船周期拉长至 30 多年之久。2008 年的金融危机冲击，导致航运和新造船市场都经历了 10 多年的调整。时至今日，由于疫情导致的全球市场供应混乱，以及俄乌冲突导致的能源危机，为新一轮造船市场拉开了序幕，后续有望在 EEXI 刺激下由新老船舶换代形成接力。

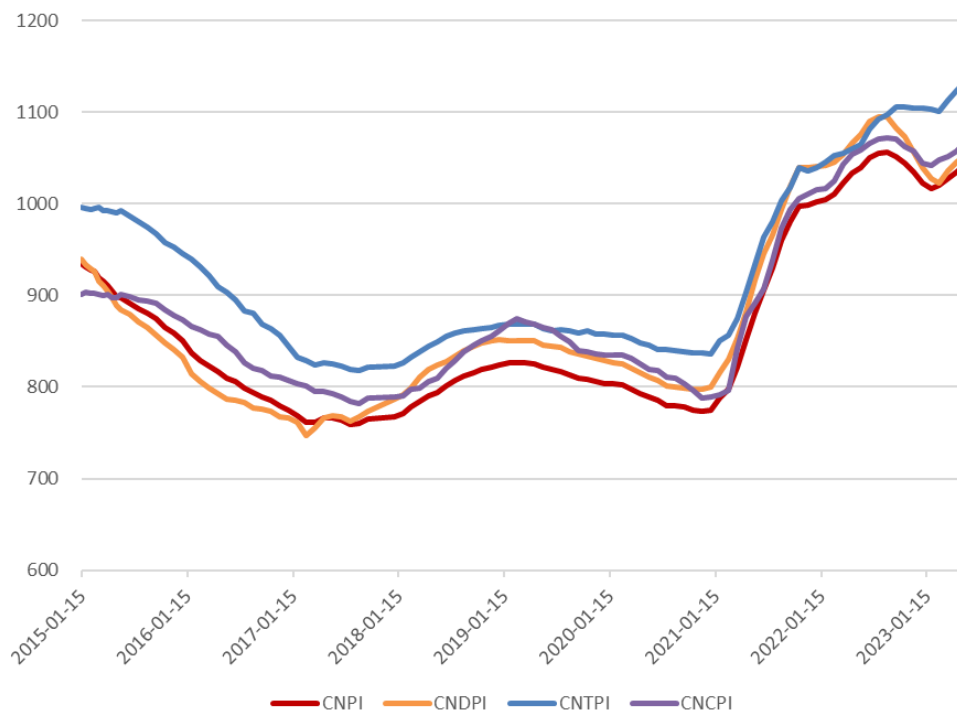
图20：1950年以来世界新造船市场订单走势（万载重吨）



资料来源：中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

从 2021 年至今，中国新造船价格指数出现了大幅上涨，四项指数均涨至近几年高点，主要为近三年订单大幅增加，产能与供求错配，造船价格不断创新高。

图21：中国新造船价格指数走势情况

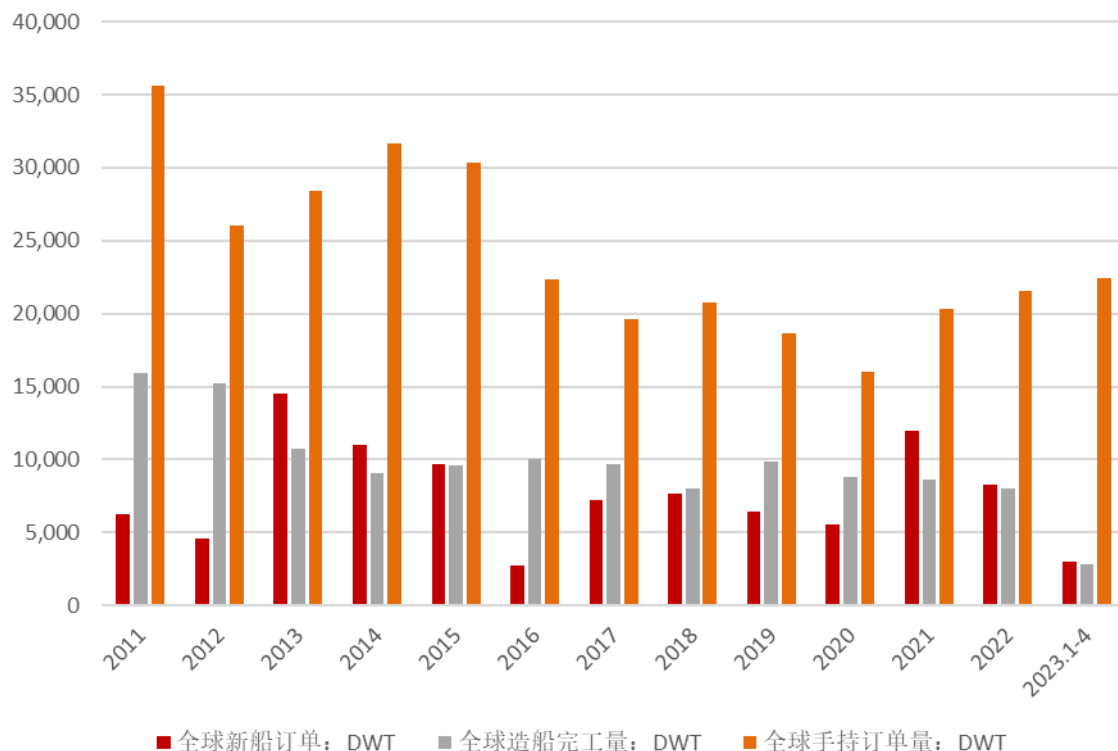


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 全球手持订单量维持增长

根据克拉克森数据，按照载重吨统计，2022 年，全球造船完工量为 8,011 万载重吨，新接订单量为 8,241 万载重吨，与 2021 年相比均有所下降，而手持订单量为 21,565 万载重吨，与 2021 年相比有所增长。2023 年 1 至 4 月，全球造船完工量为 2,848 万载重吨，同比增长 6.55%；新接订单量为 3,031 万载重吨，同比增长 23.92%；手持订单量为 22,416 万载重吨，同比增长 7.03%。进入 2023 年，全球造船三大指数均保持正增长，手持订单量创了近 6 年来新高。

图22：2011至今世界造船业三大指标情况（万载重吨）



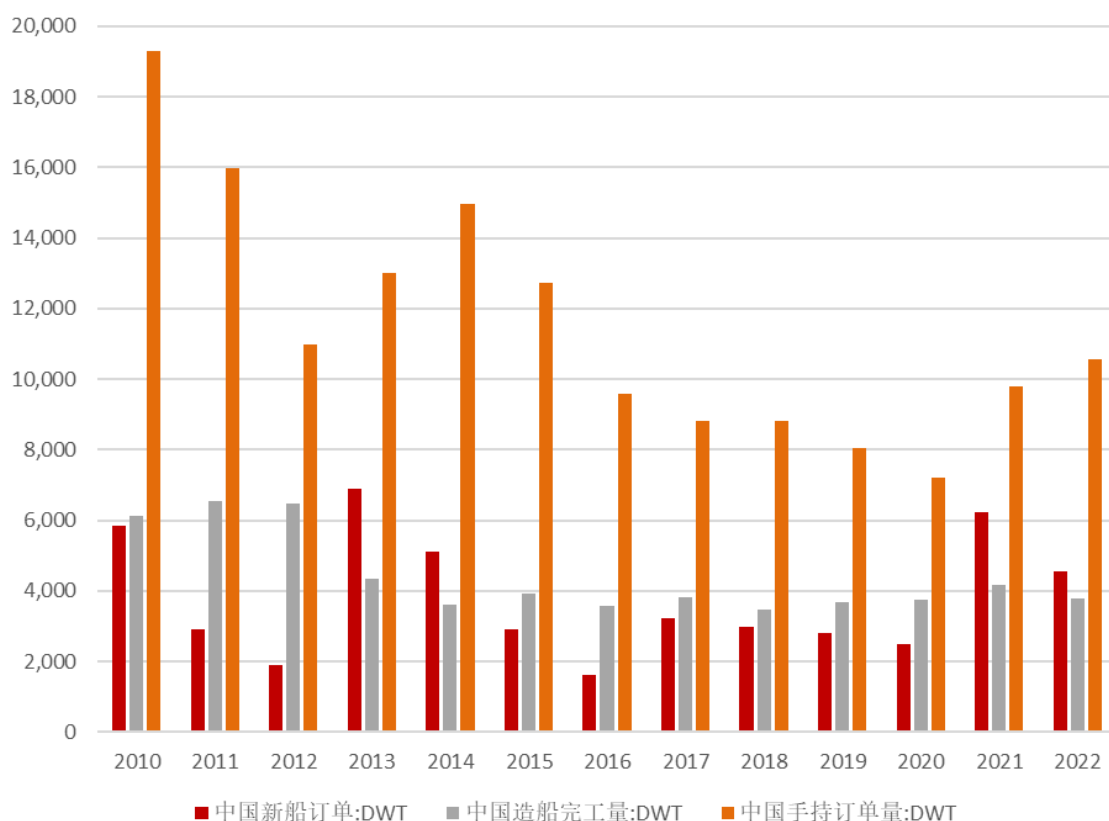
资料来源: Clarksons, 东莞证券研究所

### 中国造船三大指标全球领先

2022 年, 全国造船完工量 3,786 万载重吨, 同比-9.08%; 新接订单量 4,552 万载重吨, 同比-26.95%; 手持订单量 10,557 万载重吨, 比 2021 年底手持订单量增长 7.75%。尽管完工量与新接订单量有所下滑, 但我国造船三大指标在国际市场份额继续保持世界领先, 造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 47.3%、55.2% 和 49.0%, 与 2021 年相比分别-1.1%、+3.2% 和 +0.8% 个百分点。

2023 年 5 月 17 日, 中国船舶工业行业协会发布船舶统计数据, 2023 年 1 至 4 月, 订单完工量为 1280 万载重吨, 同比增长 9.3%; 新接订单量为 1985 万载重吨, 同比增长 29.0%; 手持订单量为 11506 万载重吨, 同比增长 12.3%。1 至 4 月, 中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 44.9%、65.5% 和 51.3%, 三项数据均排名世界第一。船舶出口方面, 1-4 月, 我国船舶出口金额达到 70.1 亿美元, 同比增长 20.5%; 出口船舶数据占全国造船完工量的 84.3%, 占新接订单量的 90.4%, 占手持订单量的 91.5%, 目前收入主要以出口订单为主。根据海关总署数据, 2023 年 1-4 月, 我国累计出口船舶 1567 艘, 同比增长 61.7%。

图23: 2011至今中国造船三大指标情况（万载重吨）



资料来源：Clarksons，中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

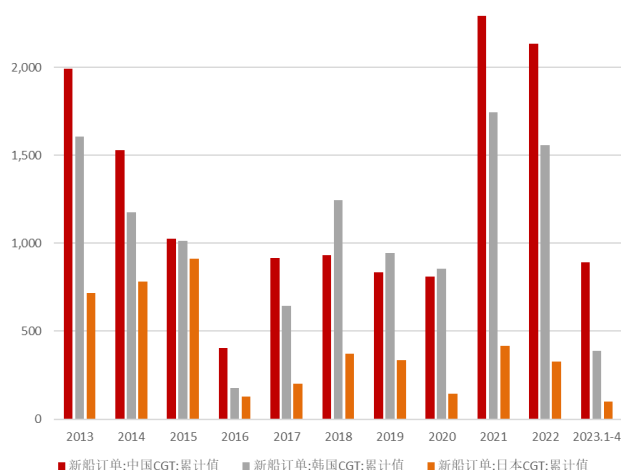
**海外大额订单不断增加。**4月6日，中国船舶与法国签订建造16艘超大型集装箱船，价值约210亿人民币；5月6日，中国船舶集团旗下江南造船与新加坡航运公司签署4艘93000立方米超大型液氨运输船（VLAC）建造合同，同时这也是国内首批大型液氨运输船订单。

从全球主要国家或地区的新接订单量来看，中韩船企占据了2022年新造船市场的最大份额。其中中国船厂新船订单量2,133万修正吨，占比49.8%，相比2021年的2,294万修正吨下滑-7.02%，占全球市场新单份额连续两年第一。韩国接单量1,559万修正吨，占比36.4%，相比2021年的1,744万修正吨下滑10.61%，韩国新接订单量排名全球第二。另一方面日本船企接单量则下降超过了20%，从2021年的416万修正吨降至328万修正吨。

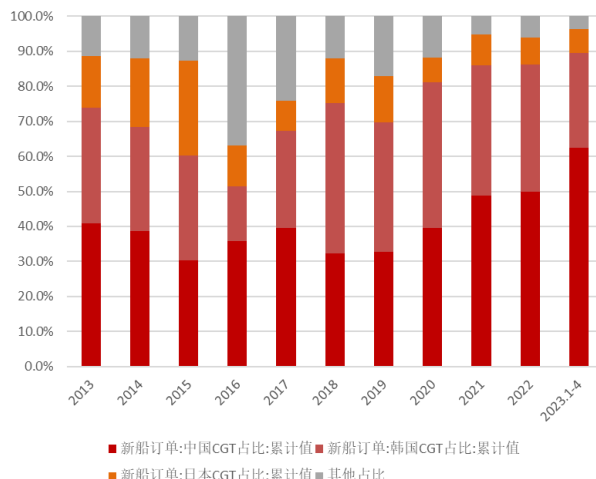
2023年1至4月份，中国船厂新船订单量为891万修正吨，占比62.4%，占比进一步提升，稳居全球新接单量第一。韩国接单量388万修正吨，占比27.2%，韩国新接订单量排名全球第二。日本船企接单量98万修正吨，占比6.8%，排名第三。

图24：2013至今中、日、韩新船订单情况（万修正吨）

图25：2013至今中、日、韩新船订单占比情况（%）



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东莞证券研究所



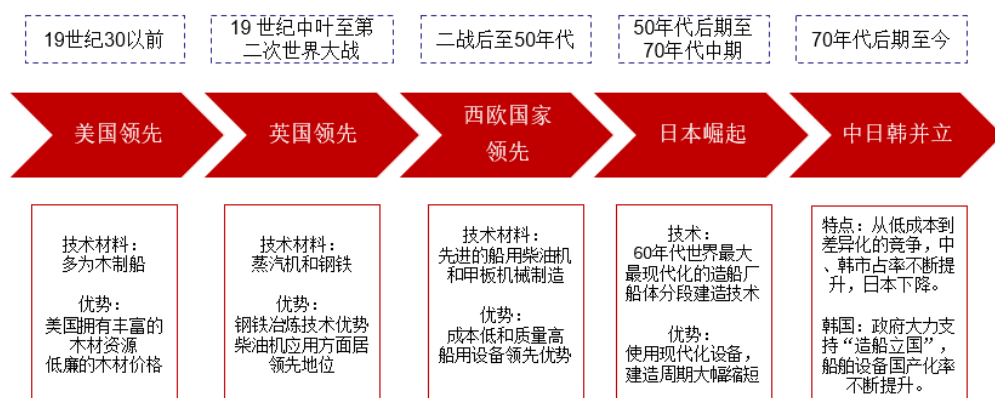
资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东莞证券研究所

### 3.2.2 新一轮造船周期已启动

#### 世界造船业发展演变

纵观近 200 年的船舶发展史, 世界造船业朝着成本越低, 技术越高的方向发展; 造船业重心由高成本国家向低成本国家转移。1999 年, 随着国内造船技术的不断进步, 中国首次承接了 30 万吨超大型油轮。据中国船舶工业行业协会统计, 在 1999 年我国承接船舶总计达到 857 万吨, 在当时已经占世界船舶市场份额的 20%, 截至当前, 我国造船三大指标国际市场份额已经取得了世界领先。

图26: 近200年世界造船业发展演变



资料来源: 《中国造船业竞争力分析和展望研究》, 东莞证券研究所

#### 2020 年新一轮船舶周期正式启动

2020 年 11 月, 全球造船周期开始了新一轮扩张, 以散货船和集装箱船为主力的订单开

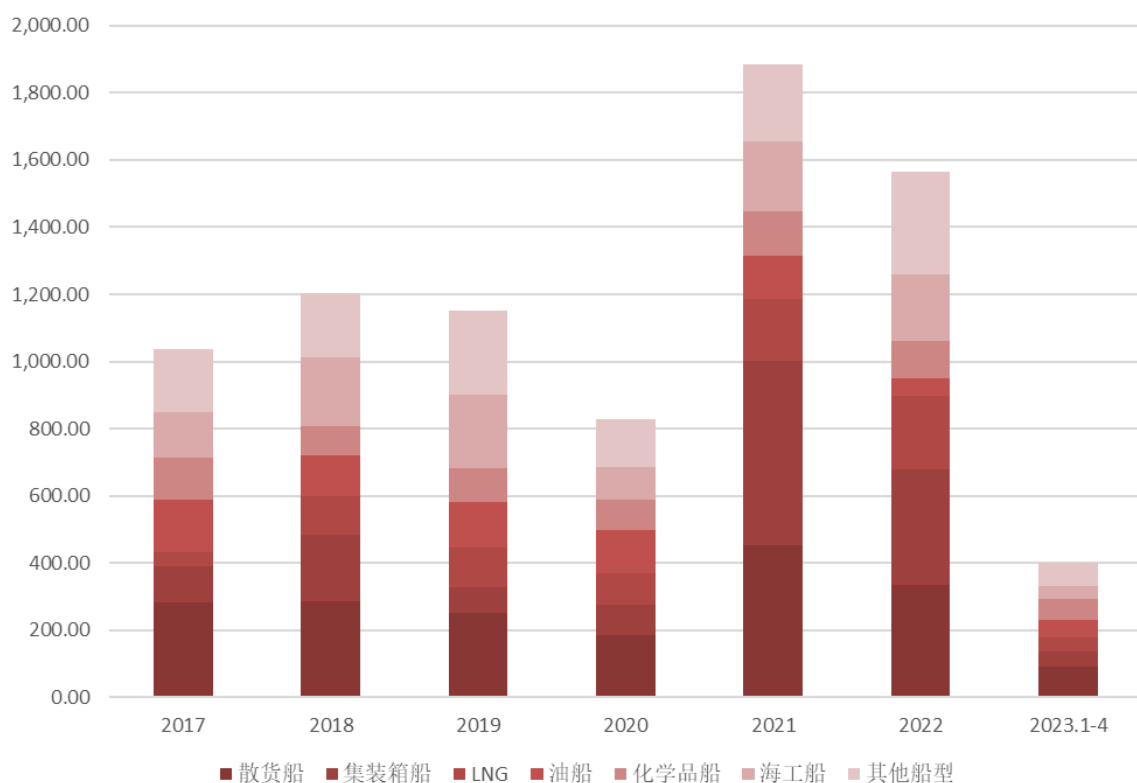


始大幅增长，背后的主要逻辑是海外防控放宽以及贸易复苏，全球运力出现较大的缺口，以集装箱为主的航运价格大幅上涨，同时带动航运公司收入大幅增加。航运公司增加船队运力的意愿强烈，船舶企业的新船订单数量开始大幅增加。2021 年末，全球船舶新签散货船订单量为 454 艘，同比增长约 145%，占比达 35%；集装箱船新签订单量为 548 艘，同比增长约 502%，占比达 29%。

2022 年全球新接订单有所下滑，但是由于俄乌战争导致欧洲天然气运输方式出现了重大改变，海运天然气订单大幅增加，LNG 船需求显著提升。2022 年新签 LNG 订单量为 219 艘，签订数量创近 6 年来新高，同比增长约 18%，占比达 14%。

2023 年前四个月，油船、化学品船、散货船的新船订单同比增速最快，分别为 980.00%、186.36%、91.49%。由于欧美对俄罗斯的制裁，使得俄罗斯石油出口受到较大影响，需要通过别国中转，大幅增加了油运的距离与时间，对石油的运力需求大幅增加。截至当前，部分船厂订单已经排满，订单排期更是去到了 2026 年，部分高景气船型更是排期到 2028 年，这有利于船厂签订更多高附加值的订单，同时有利于船厂业绩的改善。

图27：近6年全球新签订单量情况（艘）



资料来源：Clarksons，东莞证券研究所

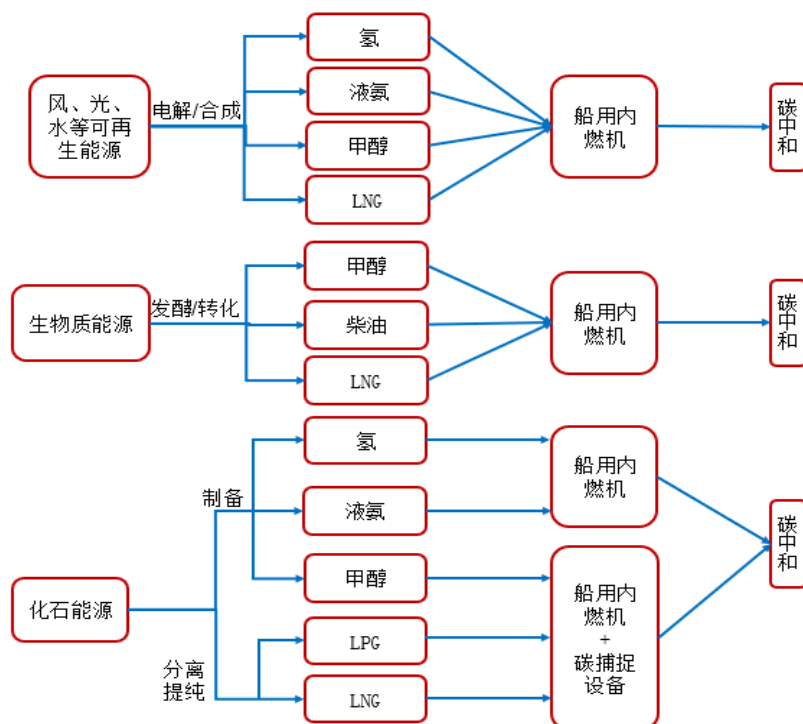
### 多重因素驱动船舶周期启动

**碳中和驱动。**国际船舶温室气体减排的意识逐步增强，船舶污染排放将进一步收紧。IMO 已经通过了一系列降低国际船舶碳排放的技术性与运营性措施，如现有船舶能效指数

(EEXI) 与碳强度指数 (CII) 等级评定计划, 预计法规生效后, 将加速市场上船舶淘汰更新。现有公约框架下的船舶设计能效指数 (EEDI) 将在 2022 年提前进入第三阶段, 鼓励船舶的新型减排机制, 新造船舶将执行船舶设计最新标准, 满足更严苛的碳排放要求。

2023 年 EEXI 和 CII 将正式执行, 压载水处理系统的最后安装期限是 2024 年 9 月, 老旧船舶需要加装多种装置, 变相增加运营成本; 中龄船舶可以通过降低主机功率和航速来维持在役时间, 但是也等于变相减少市场运力; 而新造符合规定的船舶可以快速向替代能源动力方向转变, 这有助于加快新造船市场的复苏步伐, 推动新船成交量进一步增加。

图28：不同能源种类的碳中和路径



资料来源：中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

**老船队更换需求将成为主要市场。**未来航运业向低碳及无碳化方向发展已成确定性事件, 全球船队的老旧船只向绿色化改造和更新将成为未来船舶制造行业的重要市场。根据克拉克森的数据统计, 按运力统计, 全球船队 15 年以上船龄的船舶占比达 21.8%, 20 年以上船龄的船舶占比达 8.7%; 按艘统计, 15 年和 20 年以上的占比分别高达 49.9%和 39.0%。随着 EEXI、CII 的落地, 一方面可刺激船舶改装, 另一方面, 更会促使船东实行船舶更换, 这将形成一个长远的更换周期。

表 6：中老龄船舶占全球主力船型比重

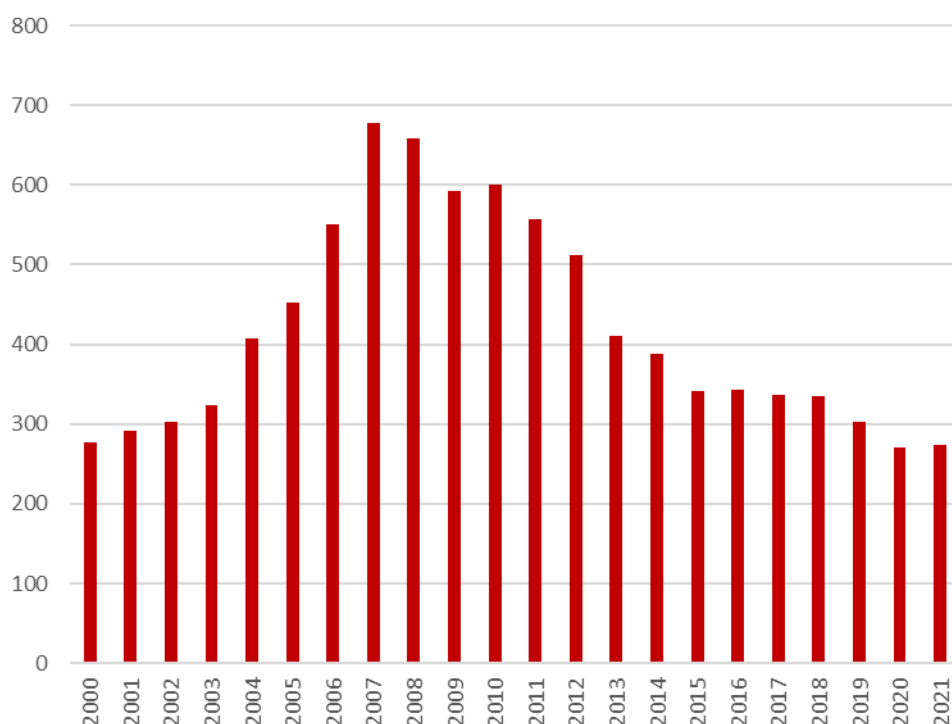
船型大类	15 年以上占比		20 年以上占比	
	运力计	艘数计	运力计	艘数计
箱船	22.7%	33.7%	6.8%	13.8%
散货船	16.7%	50.6%	7.2%	41.3%
油船	23.8%	44.5%	5.9%	30.5%

气体船	17.3%	25.6%	6.8%	14.9%
客船	41.9%	66.5%	27.8%	57.3%
其它	52.2%	51.3%	39.5%	41.4%
合计	21.8%	49.9%	8.7%	39.0%

资料来源：《新造船市场：“虎虎生威”即将来临？》、Clarksons，东莞证券研究所

全球产能收缩严重，未来船价有望持续上升。目前，全球活跃船厂数量仅为 274 家，远低于 2007 年巅峰时期的 678 家，数量下降超过 50%。克拉克森估计，2022 年全球造船产能相比 10 年前减少了 40%，在中期内只有适度或微弱的产能增长。全球船厂手持订单量可以满足未来 3.5 年的工作量，相比 2021 年初的 2.7 年进一步提高。同时，一船难求的局面也会为船厂带来较好的议价能力。

图29：全球活跃船厂历年变动情况（家）



资料来源：BRS2021 年报，东莞证券研究所

### 国内产能环比提升。

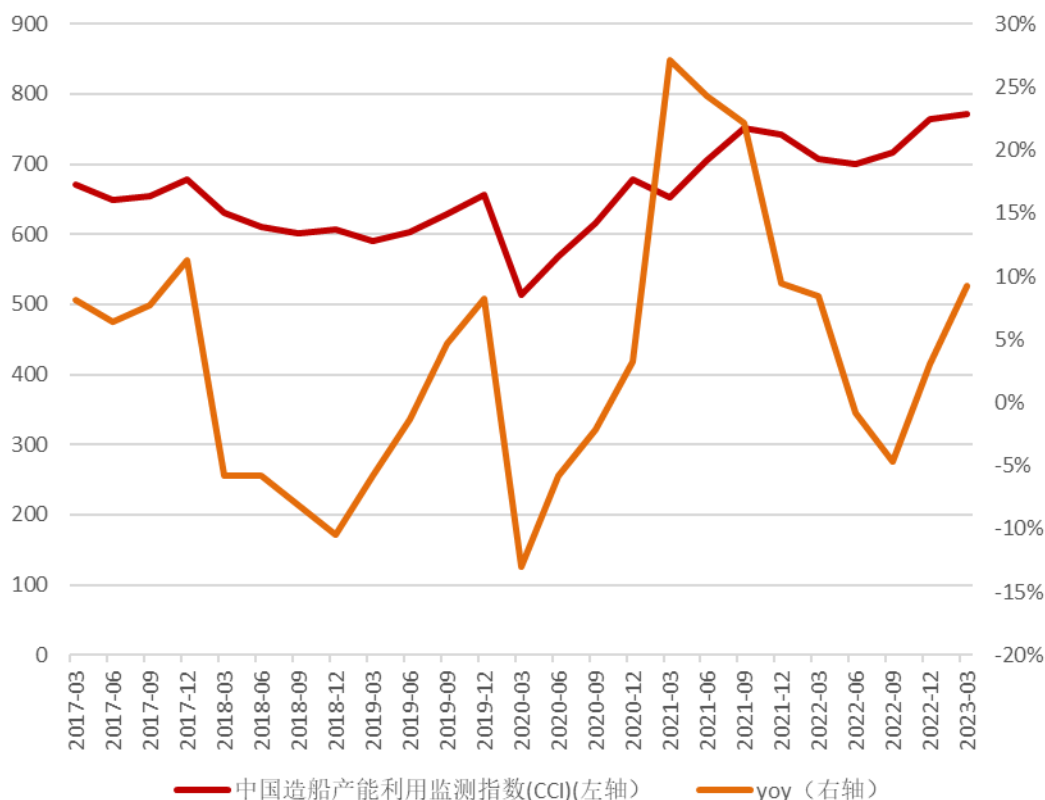
2022 年中国造船产能利用监测指数（CCI）为 764 点，为近 10 年以来的最高，与 2021 年相比增加了 22 点，同比增长 3.0%。从 2020 年开始，CCI 到达目前位置总共经历了以下几个阶段：

**2020 年。**上半年，受新冠肺炎疫情影响，船舶重点监测企业生产经营遭到严重冲击，CCI 一度跌至 513 点，随着国内疫情率先得到有效控制，船舶企业生产秩序逐步恢复，截止 4 月底，船舶行业达产率已达 98%，CCI 逐步回升到第二季度的 568 点。下半年，全球疫情持续蔓延，国际航运市场运力紧缺，克拉克松综合运费指数低位反弹，船东购船意愿有所回暖，重点监测企业造船完工量环比增长，产能利用情况逐步好转。

**2021 年。**全球集装箱船运费大幅上涨，集装箱新船订单爆发式增长。全球新造船市场持续活跃，新船价格稳步回升，重点监测造船企业手持船舶订单连续回升。四季度，国际航运市场高位震荡回落，新船价格指数惯性上涨，重点监测造船企业手持订单充足，生产任务饱满，但企业效益同比下降。年末 CCI 回落至 742 点，环比下降 10 点，保持在正常区间。

**2022 年至今。**一季度末，俄乌战争导致原油和天然气等大宗商品价格快速上涨，国际航运市场保持活跃，克拉克松综合运费指数和新船价格指数等先行指标增长，造船企业手持船舶订单同比上涨，CCI 指数同比增长。二季度，国内疫情多点散发，对有关重点造船企业造成较大影响，船舶生产出现较大幅度下降，拖累同步指标下滑。CCI 指数小幅回落。三季度，疫情得到控制，造船企业生产明显提升，带动同步指标上涨。四季度，国际航运市场高位回落，新船价格指数滞涨，但新船订单量环比上涨，重点监测造船企业手持订单充足，生产任务饱满，产能利用情况处于较好水平。年末 CCI 回升至 764 点，为自 2012 年以来的最高水平。进入 2023 年一季度，CCI 进一步上升至 772 点，同比上升 9.2%。当前船企手持订单保持充足，预计 CCI 将维持高位波动。

图30：2017-2022年中国造船产能利用（CCI）情况

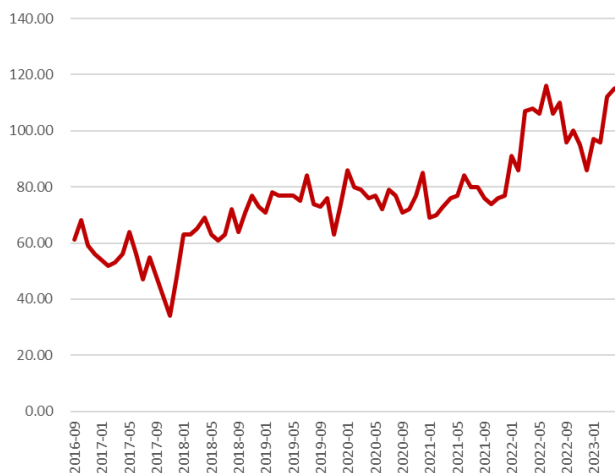


资料来源：iFinD，中国船舶工业行业协会，东莞证券研究所

船用钢板价格持续下跌

截至 2023 年 6 月 6 日,国内 10mm 和 20mm 造船板价格分别为 4684 元/吨和 4585 元/吨,同比分别下降 18.05%和 18.05%,较 2021 年以来的最高点分别下降 34.31%和 35.24%;同期造船板的产量也在逐步增加。船用钢材价格下降,有利于改善造船企业的盈利状况。

图31: 国内近年造船板产量情况(万吨)



资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图32: 国内近期10mm和20mm船板价格走势(元/吨)

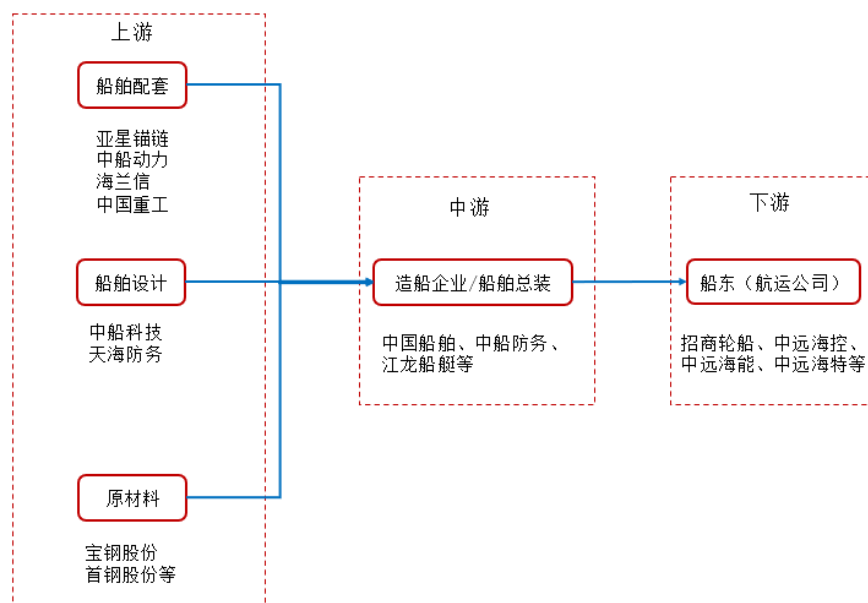


资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

### 船舶产业链

船舶产业链可以拆分为上游(船舶配套、船舶设计、原材料),中游(造船企业/船舶总装)和下游(船东/航运公司)。造船周期主要受下游船东影响为主,当航运市场景气度较好,或者到了新一轮换船周期时,船东为了增加或维持当前运力,会向中游的造船厂签订新的订单,造船厂收到订单后根据船东的要求找上游船舶设计企业进行设计,同时向原材料企业进行采购,向船舶配套企业订购配套产品。再经过自身逐级制造和装配,最终完成船舶产品的生产,并将船舶交付给船东。

图33: 船舶产业链及相关上市公司



资料来源：东莞证券研究所整理

### 3.3 商业航天：卫星应用领域不断深化

#### 3.3.1 卫星产业发展概况

人造卫星指在空间轨道上环绕地球运行的无人航天器，主要分为科学卫星、技术试验卫星和应用卫星。其中，应用卫星直接为国民经济和军事活动提供服务，是发射数量和种类最多、应用范围最广的卫星。

卫星产业对军事、经济、社会各方面有巨大的影响力和渗透力，卫星所提供的空间信息、时间基准信息是经济建设和社会发展必不可少的，基本覆盖到社会的各个方面，不仅有利于电信、广播、交通运输和农业等传统产业结构升级，也能够加速新兴产业的发展。卫星产业已成为拉动经济增长的引擎之一。

按技术领域和服务方式进行分类，卫星产业主要包括卫星通信、卫星导航、卫星遥感以及卫星综合应用等。随着航天技术的发展，与卫星产业相关的产品和服务已经广泛应用于各个行业，与社会生活息息相关，成为国民经济发展不可或缺的重要产业。卫星通信广泛应用于通信广播、数据传输、政府应急保障等方面，是信息化社会重要的基础设施；卫星导航产品和服务在车辆监控和导航、海上运输和渔业、大地测量（测绘、勘探）等领域具有广泛应用；卫星遥感在国土资源监测、气象监测、防灾减灾等社会公益性服务方面提供了不可或缺的重要技术支持。

图34：卫星产业链应用关系



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所整理

### 3.3.2 全球航天器发射数量创历史新高

2022 年，全球完成 186 次航天发射任务，共发射航天器 2505 个，刷新了历史最高纪录；研制发射航天器合计 1041.16 吨，研制发射质量创造了本世纪以来单年最大值。2022 年，美国完成 87 次航天发射任务，为全球最多；研制发射航天器 716.44 吨，研制发射质量超过其他国家总和。中国完成发射 64 次，研制发射航天器 197.21 吨，两项数据均位居第二。

图35：2022年全球运载火箭发射次数（次）

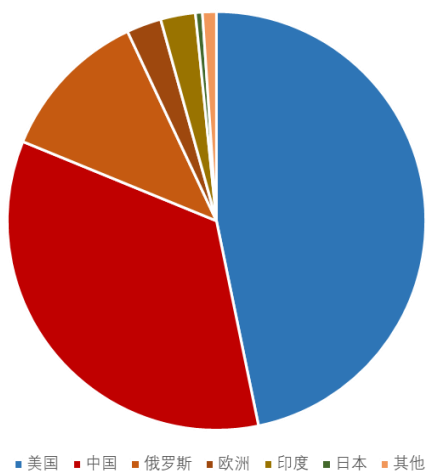
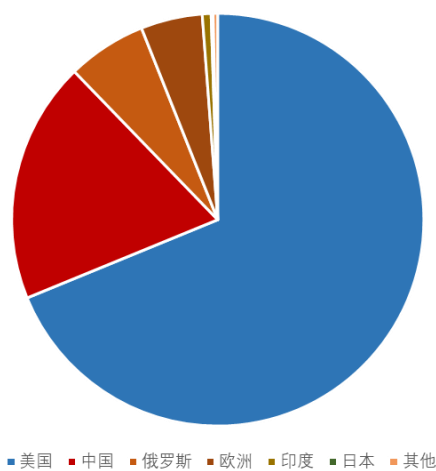


图36：2022年全球研制发射航天器质量（吨）



资料来源：中国航天科技活动蓝皮书，东莞证券研究所

资料来源：中国航天科技活动蓝皮书，东莞证券研究所



### 3.3.3 全球卫星产业收入情况

卫星产业链可分为卫星制造、发射服务、地面设备制造和卫星运营服务等四大领域。

表 7：卫星产业连主要构成及应用

产业链	细分领域	主要内容
卫星制造	有效载荷	是执行通信任务的分系统, 主要包括天线和转发器
	卫星平台	由保障系统组成的可支持一种或几种有效载荷的组合物
卫星发射	发射服务	包括卫星发射及发射跟踪测控服务以及发射场建设等
	运载火箭	一般由 2-4 级火箭组成, 整个火箭主要由箭体结构、推进系统、制导和控制系统、安全自毁系统、外测、遥测系统等构成
地面设备	网络设备	包括信关站、控制站和其小孔径终端 (VSAT)、网络运营中心 (NOCs)、卫星新闻采集 (SNG)
	用户终端设备	包括卫星电视天线、卫星无线电设备、卫星宽带天线卫星电话和移动卫星终端、卫星导航单机硬件等
运营服务	空间段运营服务	卫星固定 (FSS) 服务: 利用卫星, 给处于固定位置的地球站之间提供的无线电通信业务
	地面段运营服务	卫星广播 (BSS) 服务: 利用卫星发送或转发信号, 给公众直接接收的无线电广播业务, 卫星移动 (SS) 服务: 舰船《机、车辆等移动载体利用卫星进行的无线电通信业务

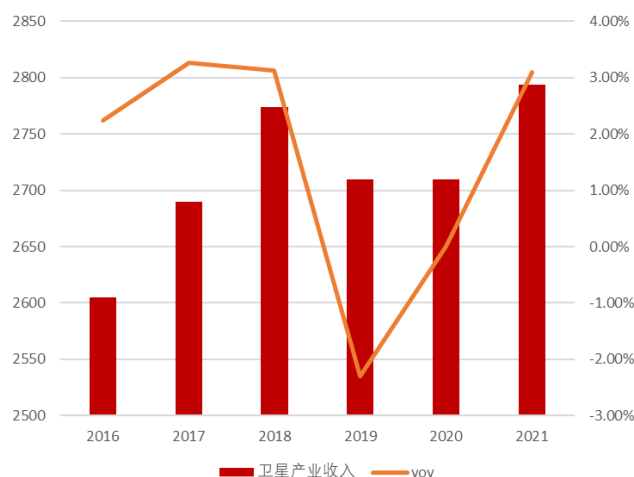
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

SIA 报告称, 2021 年全球航天经济总量规模增长 4%至 3860 亿美元。其中, 商业卫星产业占全球航天经济总量的 72%, 收入为 2794 亿美元, 比 2020 年增长 3%。

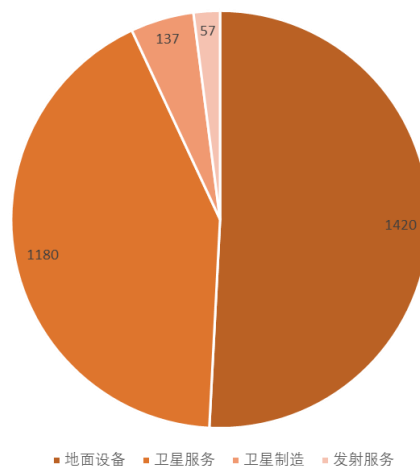
卫星产业收入结构方面, **地面设备**收入是卫星产业收入占比最大的部分, 2021 年收入为 1420 亿美元, 同比增长 5%; 目前, 全球有超过 65 亿部带有卫星功能的智能手机在使用, 宽带终端、全球卫星导航系统 (GNSS) 终端、卫星无线电的销售额也在增加。**卫星服务**在 2021 年创造了 1180 亿美元的收入, 比上一年略有增长 0.4%。虽然**卫星制造**收入所占的比例较小, 但与 2020 年相比增长了 12%, 收入达到 137 亿美元, SIA 将这一增长归因于生产能效、卫星性能的提升, 以及制造成本的降低。**发射服务**的收入在 2021 年增长了 8%至 57 亿美元, 连续第四年创纪录地向轨道发射了 1713 颗商业卫星, 比 2020 年增加了 40%以上, 2021 年的发射数量也达到了历史新高。截至 2021 年底, 共有 4852 颗卫星环绕地球运行, 比过去 5 年增长了 179%。

图37：2016-2021年全球卫星产业收入情况（亿美元，%）

图38：2021年全球卫星产业收入构成（亿美元）



资料来源：SIA，东莞证券研究所

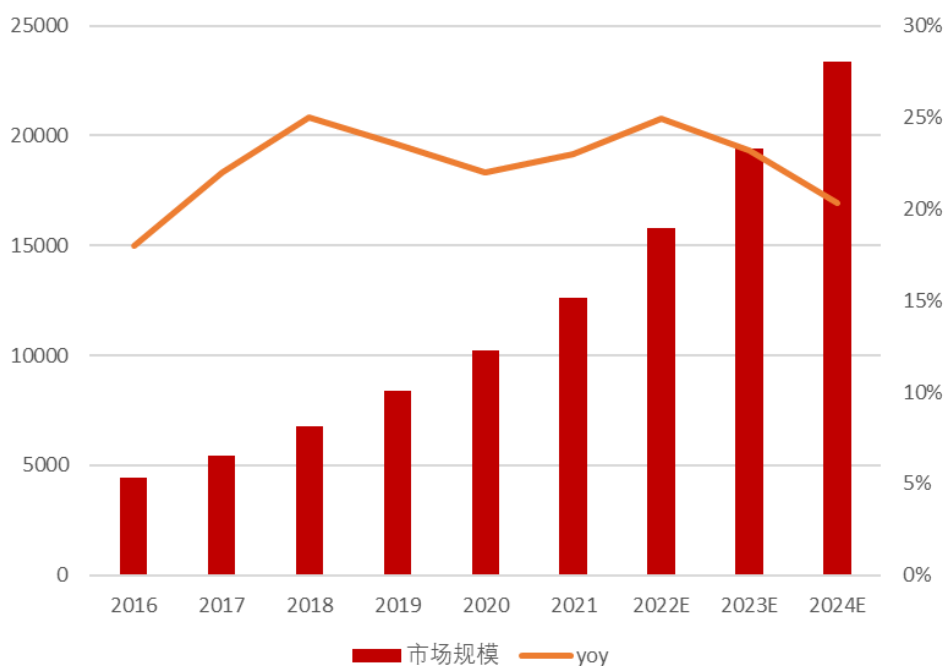


资料来源：SIA，东莞证券研究所

### 3.3.4 中国商业航天规模持续增长

根据艾媒咨询统计，中国商业航天产业市场规模在 2015-2021 年的复合增长率为 22.3%。在 2020 年的时候，中国商业航天产业市场规模突破 1 万亿元，预计 2022 至 2024 年，产业规模将继续以 20% 以上的增速继续扩张，预计在 2024 年有机会突破 2.3 万亿元。

图39：2016-2024年中国商业航天产业市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：中国卫星导航定位协会，东莞证券研究所

## 4. 投资策略

**飞机制造。**目前我国军用飞机种类和数量与发达国家相比仍有较大的提升空间，军机换代需求将直接贯穿整个“十四五”时期。另一方面，民用飞机制造万亿市场值得期待，看好飞机产业链的投资机会。从国产替代出发，后续会有越来越多国产飞机换装“中国心”，国产化渗透率将逐步提升。建议关注：中航西飞（000768）、中直股份（600038）、航发动力（600893）、航发科技（600391）、中航电子（600372）。

**船舶制造。**国际航运市场逐步回暖，民用船舶新一轮船舶周期已经启动，老旧能源船只退役更换以及活跃船厂减少有助于船舶价格提升，预计后续船厂利润将逐步释放；军用船舶方面，中东地区舰队的打造存在军用订单增加可能。可持续关注造船周期下，船舶更新换代情况。建议关注：中国船舶（600150）、亚星锚链（601890）。

**商业航天。**卫星产业对军事、经济、社会各方面有巨大的影响力和渗透力，卫星所提供的空间信息、时间基准信息是经济建设和社会发展必不可少的，基本覆盖到社会的各个方面，不仅有利于电信、广播、交通运输和农业等传统产业结构升级，也能够加速新兴产业的发展。卫星产业已成为拉动经济增长的引擎之一。是现代信息社会的关键支撑技术，后续随着应用的不断普及，市场增量空间广阔。建议关注：中国卫星（600118）、华测导航（300627）。

表 8：重点公司估值表（截至 2023 年 6 月 7 日）

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
000768	中航西飞	23.62	0.19	0.39	0.54	135	60	44	增持	下调
600038	中直股份	37.89	0.66	1.31	1.71	71	29	22	持有	下调
600893	航发动力	39.58	0.48	0.58	0.74	89	68	54	增持	维持
600391	航发科技	20.90	0.14	0.25	0.38	126	84	56	买入	首次
600372	中航电子	14.19	0.45	0.28	0.34	35	50	41	持有	下调
600150	中国船舶	27.57	0.04	0.60	1.42	580	46	19	增持	维持
601890	亚星锚链	10.28	0.16	0.23	0.31	57	45	33	买入	维持
600118	中国卫星	26.73	0.24	0.29	0.35	89	92	76	持有	下调
300627	华测导航	28.11	0.67	0.88	1.16	41	32	24	持有	下调

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

注：数据均来源 iFinD 预期

## 5. 风险提示

**研发成本过高风险。**由于研发成本过高导致的企业业绩下滑的风险。

**原材料涨价风险。**俄乌战争风险导致的上游材料涨价。

武器装备采购低于预期。国防政策调整导致的武器装备采购量下降，对企业生产经营带来的不利影响。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn