

机械设备

报告日期：2023年08月12日

高端制造：掘金“一带一路”

——大制造专题报告四之“一带一路”系列一

投资要点

□ “一带一路”十年回望成果丰硕，重要会议催化升温。

自2013习主席提出共建“一带一路”倡议以来，“一带一路”朋友圈越来越大，合作质量越来越高，为中国出口提供增长新动能。5月首届中国-中亚五国元首峰会在西安举办，6月“中阿企业家峰会”在利雅得举办。值得关注的是，“一带一路”最高规格活动——第三届“一带一路”国际合作高峰论坛将于下半年召开。

□ 从出口看，“一带一路”有哪些投资线索：

1、已布局东盟的公司。1）东盟是“一带一路”的重要方向，我国与东盟合作日益紧密，连续三年互为对方第一大贸易伙伴；2）东盟国家经济发展速度快，人口众多，劳动力具有成本优势，市场潜力大。已布局东盟的大制造公司包括工程机械（三一、徐工、中联）、军工（内蒙一机、航天彩虹）等

2、布局“陆港”城市的公司。“陆港”城市集群效应有望带动当地先进制造、物流、加工贸易、新能源等产业兴起。深耕“陆港”的大制造公司，郑州的郑煤机，西安的中航西飞、隆基绿能，成都的蜀道装备等。

3、转型升级的出口产业链。从存量上看，机电、集成电路等高附加值产业份额保持高位；从增量上看，国产新能源车加速抢占海外市场，

□ 投资建议：受益“一带一路”，中国制造扬帆出海。

综合考虑海外经济复苏、我国出口新格局、公司海外业务占比及增速、新签一带一路地区订单等维度，我们看好：

1）国际化战略推进，输出“中国标准”：工程机械（三一重工、徐工机械、中联重科、杭叉集团、三一国际等）、轨交装备（中国中车、中国通号、时代电气、铁建重工、铁科轨道、思维列控等）；

2）出口需求产业链：行业长周期景气上行，出口需求旺盛拉动相关公司市场份额提升。重视船舶（中国船舶）、陆军装备（内蒙一机）、无人机（航天彩虹）等军贸需求，新能源车及零部件（上海沿浦）、有色金属（紫金矿业、赣锋锂业、华友钴业、洛阳钼业、中矿资源、金诚信）；

3）优质企业“走出去”：具备产业国际竞争力，工业气体及空分设备（杭氧股份、福斯达、蜀道装备）、输变电设备（特变电工、国电南瑞、华自科技）、消费升级（大丰实业、春风动力）。

“一带一路”核心组合：紫金矿业、国电南瑞、三一重工、中国船舶、洛阳钼业、赣锋锂业、特变电工、华友钴业、中航西飞、中联重科、中船防务、三一国际、杭氧股份、春风动力、航天彩虹、内蒙一机、洪都航空、华测导航、大丰实业、华自科技、福斯达、上海沿浦、佳讯飞鸿。看好：中矿资源、金诚信、蜀道装备。

□ 风险提示

1）“一带一路”进展不及预期；2）地缘政治“黑天鹅”。

行业评级：看好(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

分析师：张雷

执业证书号：S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

研究助理：周向昉

zhouxiangfang@stocke.com.cn

1 《美国卡特彼勒市值突破1万亿元；中国工程机械行业复苏三部曲》 2023.08.02

2 《工程机械复苏三部曲一出口、内需改善、更新周期启动》 2023.08.02

3 《中国电子特气：从进口替代到供应全球》 2023.08.02

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 “一带一路”十年回望成果丰硕，重要会议催化不断	5
1.1 “一带一路”倡议，十年回望成果丰硕	5
1.2 共建“一带一路”的朋友圈量质提升	7
1.3 重要会议频繁，迎来催化不断	8
2 从出口看，“一带一路”有哪些投资线索	8
2.1 线索一：“一带一路”倡议重要方向，重视布局东盟的投资机会	9
2.2 线索二：“陆港”城市产业集群效应显现，看好先进制造、新能源等产业	10
2.3 线索三：制造出口产业链转型，电动车、锂电池、光伏等高附加值产业兴起	11
3 受益共建“一带一路”倡议，中国制造扬帆出海	15
3.1 公用事业、机械、基建等板块海外业务增速较高	15
3.2 工程机械：国际化战略推进，深度受益“一带一路”倡议	17
3.3 轨交装备：中国高铁走向世界，轨交装备出海有望先行	20
3.4 国防军工：重视船舶、陆军装备、无人机等军贸需求	21
3.5 汽车及零部件：优质车企出海，加速零配件国产替代	23
4 “一带一路”重点公司	24
4.1 紫金矿业：资源布局加速，矿业龙头稳固	24
4.2 三一重工：中国工程机械龙头，国际化、电动化和数字化助力走向全球龙头	25
4.3 中国船舶：全球造船龙头，乘行业大周期“扬帆起航”	25
4.4 洛阳钼业：造船核心企业，受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”	26
4.5 赣锋锂业：全产业布局保障未来潜能，业绩进入兑现期	27
4.6 特变电工：输变电业务受益于电网建设加速，多晶硅产品量利齐升	27
4.7 华友钴业：打造全球锂电材料的闭环	28
4.8 中航西飞：高稀缺性军民用大飞机龙头，广阔市场可期	29
4.9 中联重科：海外+新板块发力，行业触底向上驱动业绩上行	29
4.10 中船防务：造船核心企业，受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”	30
4.11 三一国际：矿山装备+物流装备双驱，新兴板块蓄势待发	31
4.12 杭氧股份：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头	32
4.13 春风动力：全地形车/大排量两轮车龙头，国内外市占率持续提升	33
4.14 航天彩虹：无人机和机载武器齐发力，军民用市场两翼齐飞	34
4.15 华测导航：高精度定位龙头，继往开来空间广阔	35
4.16 内蒙一机：陆军装备龙头，新式陆军发展核心依托	35
4.17 洪都航空：教练机+导弹双轮驱动，业绩增长可期	36
4.18 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	37
4.19 华自科技：电力自动化领先企业，加速布局储能赛道	38
4.20 福斯达：空分设备民企龙头，受益“一带一路”业绩驶入快车道	38
4.21 上海沿浦：品类延伸、客户延伸，单车价值量和市占率双提升	39
4.22 佳讯飞鸿：指挥调度龙头，5G 打开新空间	40
5 风险提示	41

图表目录

图 1: “一带一路”丝绸之路经济带有三大走向, 21 世纪海上丝绸之路有两大走向	5
图 2: “六廊六路多国多港”的互联互通基本架构	6
图 3: 中欧班列运行于中国与欧洲以及“一带一路”沿线国家间	7
图 4: 2020 年后, 东盟五国经济增速“逆势”向上	9
图 5: 2023 年 1-4 月“一带一路”沿线国家出口同比增速提升	10
图 6: 2023 年 1-4 月东南亚出口金额跃居第一	10
图 7: 2023 年 1-5 月我国出口同比增长放缓	12
图 8: 2023 年 1-4 月“一带一路”沿线国家出口同比增速提升	12
图 9: 我国出口欧盟、美、日的金额占比下行	12
图 10: 我国出口东南亚、俄罗斯、拉丁美洲等占比大幅提升	12
图 11: 自动数据处理设备、纺服、集成电路等出口金额大	13
图 12: 2010 以来, 我国重要出口产品进一步转型	13
图 13: 2010 年-2022 年, 我国重要出口产品中纺服占比减少, 集成电路、汽车等产品占比增加	13
图 14: 2023 年 1-4 月汽车、成品油、钢材等出口同比增速较快	14
图 15: 2020 年-2022 年, 我国出口机电产品主要为自动数据处理设备、集成电路、手机、汽车相关产品	14
图 16: 近 3 年, 外贸“新三样”出口动能强劲	15
图 17: 近 3 年, 外贸“新三样”出口数量增长	15
图 18: 2023 年 5 月挖机行业累计出口销量占比约 52%	18
图 19: 2023-2025 年汽车起重机行业销量有望筑底上行	18
图 20: 主要工程机械企业已布局“一带一路”沿线国家, 海外业务加速扩张	18
图 21: 2022 年主要工程机械企业国内毛利率 19%	19
图 22: 图 25: 2022 年主要工程机械企业海外毛利率 24%	19
图 23: “一带一路”沿线国家新签合同金额及增速	20
图 24: “一带一路”沿线国家非金融直接对外投资同比增长	20
图 25: 近三年, 出口东盟的轨交装备增速较高	21
图 26: 近三年, 出口俄罗斯的轨交装备增速较高	21
图 27: 2028 年全球军用无人机市场规模将达到 148 亿美元	22
图 28: 2010-2020 年中国无人机军贸全球市占率约 17%	22
图 29: 亚洲区域无人机市场增速居于首位	23
图 30: 美国无人机系统采购费用占国防预算比例为 0.3%-0.4%	23
图 31: 2023 年中国国防预算约 15537 亿元, 同比增长 7.2%	23
图 32: 我国汽车出口保持高增速	24

表 1: 中欧铁路东、中、西三条国际联运通道	6
表 2: 共建“一带一路”的朋友圈越来越大	8
表 3: 2020 年菲律宾、越南等国家月平均工资低于我国	9
表 4: “一带一路”的公司中，已布局东盟的大制造上市公司	10
表 5: “一带一路”公司中，“陆港”城市的大制造公司	11
表 6: 近三年，“一带一路”公司中，公用、机械、交运、汽车等行业海外业务增速较快	16
表 7: 受益“一带一路”重点标的	17
表 8: 近年中国坦克军贸订货统计	22

1 “一带一路”十年回望成果丰硕，重要会议催化不断

1.1 “一带一路”倡议，十年回望成果丰硕

“一带一路”倡议指的是“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”。中国国家主席习近平于2013年9月在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学作题为《弘扬人民友谊 共创美好未来》的演讲，提出共同建设“丝绸之路经济带”。2013年10月，习近平主席在印度尼西亚国会发表题为《携手建设中国—东盟命运共同体》的演讲，提出共同建设“21世纪海上丝绸之路”。

在“一带一路”建设国际合作框架内，各方秉持“共商、共建、共享”原则，以“五通”为合作内容，携手应对世界经济面临的挑战，开创发展新机遇，谋求发展新动力，拓展发展新空间，实现优势互补、互利共赢，不断朝着人类命运共同体方向迈进。

“一带一路”丝绸之路经济带有三大走向，21世纪海上丝绸之路有两大走向。丝绸之路经济带的三条走向：一是从中国西北、东北经中亚、俄罗斯至欧洲、波罗的海；二是从中国西北经中亚、西亚至波斯湾、地中海；三是从中国西南经中南半岛至印度洋。“21世纪海上丝绸之路”的两大走向：一是从中国沿海港口过南海，经马六甲海峡到印度洋，延伸至欧洲；二是从中国沿海港口过南海，向南太平洋延伸。

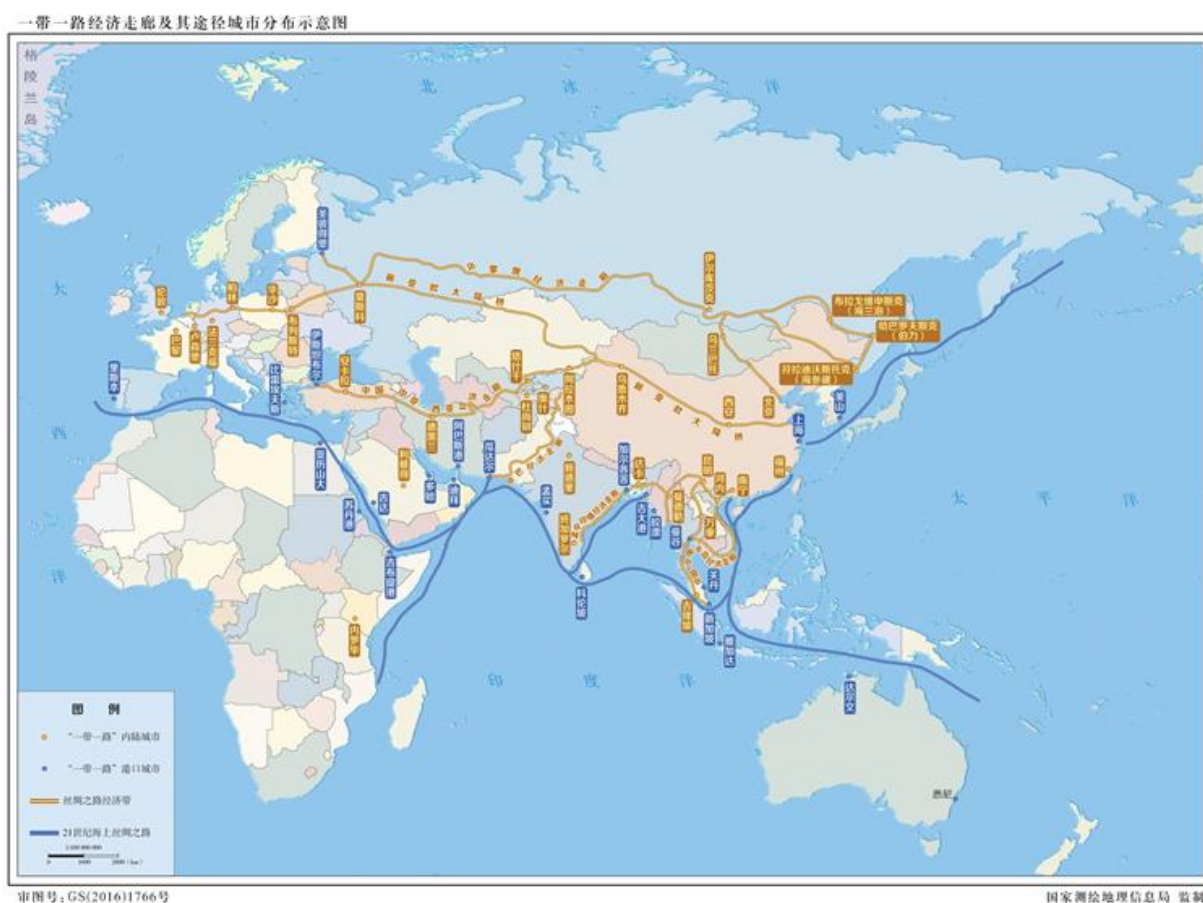
图1：“一带一路”丝绸之路经济带有三大走向，21世纪海上丝绸之路有两大走向



资料来源：中国一带一路网,浙商证券研究所整理

“一带一路”的主体框架是“六廊六路多国多港”。“六廊”指的是六大国际经济合作走廊——新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、中巴、孟中印缅经济走廊；“六路”指的是公路、铁路、航运、航空、管道、空间综合信息网络，是基础设施互联互通的主要内容；“多国”是指一批先期合作国家，争取示范效应，体现合作成果；“多港”是指共建一批重要港口和节点城市，繁荣海上合作。

图2: “六廊六路多国多港”的互联互通基本架构



资料来源: 国家测绘地理信息局, 浙商证券研究所

中欧班列是共建“一带一路”建设的旗舰项目和深化我国与沿线国家经贸合作的重要载体。中欧班列是由中国铁路总公司组织, 运行于中国与欧洲以及“一带一路”沿线国家间的集装箱等铁路国际联运列车。中欧班列按照铁路“干支结合、枢纽集散”的班列组织方式, 在内陆主要货源地、主要铁路枢纽、沿海重要港口、沿边陆路口岸等地规划设立 43 个枢纽节点, 建设发展 43 条运行线。

表1: 中欧铁路东、中、西三条国际联运通道

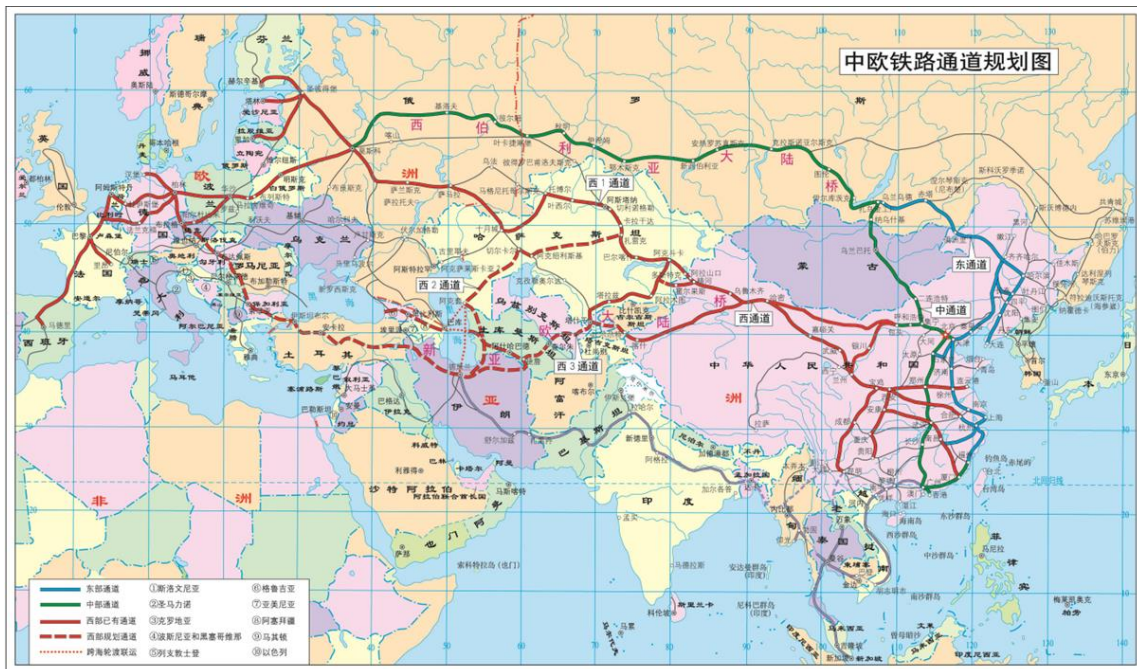
运行通道	路线
东部通道	经由黑龙江绥芬河和内蒙古满洲里口岸出境接入俄罗斯西伯利亚铁路, 通达欧洲各国
中部通道	经由内蒙古二连浩特口岸出境, 途经蒙古国接入俄罗斯西伯利亚铁路相连, 通达欧洲各国
西部通道	三个分支, 一是经由新疆阿拉山口(霍尔果斯)口岸出境, 途经哈萨克斯坦接入俄罗斯西伯利亚铁路, 再通过白俄罗斯、波兰、德国等通达欧洲其他国家
	二是经由霍尔果斯(阿拉山口)口岸出境, 途经哈萨克斯坦、阿塞拜疆等国, 通达欧洲各国;
	三是经由吐尔尕特(伊尔克什坦)口岸出境, 与规划中的中吉乌铁路等连接, 通向吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、伊朗、土耳其等国, 通达欧洲各国

资料来源: 中国一带一路网, 浙商证券研究所

截至 2023 年 5 月, 累计开行中欧班列超过百列的国内城市有 34 个, 通达欧洲 25 个国家 213 个城市。2023 年 1-5 月, 中欧班列累计开行 7126 列, 运送货物 77.4 万标准箱, 同比

分别增长 16%、31%。西、中、东三条通道分别累计开行班列 3553 列、1301 列、2272 列，同比分别增长 21%、18%、8%。

图3: 中欧班列运行于中国与欧洲以及“一带一路”沿线国家间



资料来源：中国一带一路网，浙商证券研究所

中老铁路是高质量共建“一带一路”的标志性工程，是第一个以中方为主投资建设、共同运营并与中国铁路网直接连通的跨国铁路。依托中老铁路，大物流通道以昆明为集结中心，东连西部陆海新通道、西接孟中印缅经济走廊、南出辐射东盟国家、北上连通成渝双城经济圈的开放格局。一批“陆港城”正在形成。中老铁路运输具有速度快、运量大、更加安全等优点，国际物流需求旺盛，截至今年2月底，中老铁路累计发送旅客超1190万人次、货物超1600万吨。

1.2 共建“一带一路”的朋友圈量质提升

共建“一带一路”的朋友圈越来越大，合作质量越来越高。截至2023年6月，中国已经同152个国家和32个国际组织签署共建“一带一路”合作文件累计达到200余份。从地理分布上看，“朋友圈”覆盖六大洲，其中非洲52个，亚洲40个，欧洲27个，北美洲13个，大洋洲11个，南美洲9个。“朋友圈”以发展中国家为主，不乏发达国家。签署“一带一路”合作协议的发展中国家为135个，发达国家17个，其中G7成员国1个（意大利）。

表2: 共建“一带一路”的朋友圈越来越大

区域	已同中国签订共建“一带一路”合作文件的国家
亚洲	韩国、蒙古国、新加坡、东帝汶、马来西亚、缅甸、柬埔寨、越南、老挝、文莱、巴基斯坦、斯里兰卡、孟加拉国、尼泊尔、马尔代夫、阿联酋、科威特、土耳其、卡塔尔、阿曼、黎巴嫩、沙特阿拉伯、巴林、伊朗、伊拉克、阿富汗、阿塞拜疆、格鲁吉亚、亚美尼亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、泰国、印度尼西亚、菲律宾、也门、叙利亚、巴勒斯坦、土库曼斯坦
非洲	苏丹、南非、塞内加尔、塞拉利昂、科特迪瓦、索马里、喀麦隆、南苏丹、塞舌尔、几内亚、加纳、赞比亚、加蓬、纳米比亚、毛里塔尼亚、安哥拉、吉布提、埃塞俄比亚、肯尼亚、尼日利亚、乍得、刚果布、摩洛哥、津巴布韦、阿尔及利亚、坦桑尼亚、布隆迪、佛得角、乌干达、冈比亚、多哥、卢旺达、莫桑比克、马里、马达加斯加、突尼斯、利比亚、埃及、赤道几内亚、利比里亚、莱索托、科摩罗、贝宁、尼日尔、中非、刚果（金）、博茨瓦纳、几内亚比绍、厄立特里亚、布基纳法索、圣多美和普林西比、马拉维
欧洲	塞浦路斯、俄罗斯、奥地利、希腊、波兰、塞尔维亚、捷克、保加利亚、斯洛伐克、阿尔巴尼亚、克罗地亚、波黑、黑山、爱沙尼亚、立陶宛、斯洛文尼亚、匈牙利、北马其顿（原马其顿）、罗马尼亚、拉脱维亚、乌克兰、白俄罗斯、摩尔多瓦、马耳他、葡萄牙、意大利、卢森堡
大洋洲	新西兰、巴布亚新几内亚、萨摩亚、纽埃、斐济、密克罗尼西亚联邦、库克群岛、汤加、瓦努阿图、所罗门群岛、基里巴斯
南美洲	智利、圭亚那、玻利维亚、乌拉圭、委内瑞拉、苏里南、厄瓜多尔、秘鲁、阿根廷
北美洲	哥斯达黎加、巴拿马、萨尔瓦多、多米尼加、特立尼达和多巴哥、安提瓜和巴布达、多米尼克、格林纳达、巴巴多斯、古巴、牙买加、尼加拉瓜、洪都拉斯

资料来源：中国一带一路网，浙商证券研究所，截至 2023 年 6 月

1.3 重要会议频繁，迎来催化不断

“一带一路”重要会议频繁，迎来催化不断。2023 年“一带一路”倡议迎来十周年，重要会议不断。今年 5 月首届中国-中亚五国元首峰会在陕西省西安市举行，6 月“中阿企业家峰会”在利雅得举行，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛将于下半年召开。

中亚是 2023 年“一带一路”重要方向之一。今年 5 月首届中国-中亚五国元首峰会召开。中亚交通区位优势明显，是一带一路贯通的关键节点。中亚拥有丰富的能源资源，双方已展开能源合作。此外，双方在新能源、绿色基建、航空航天等方面达成积极合作。

“一带一路”国际合作高峰论坛是“一带一路”框架下最高规格的国际活动，首届论坛于 2017 年举行，包括 29 位外国元首和政府首脑在内的 140 多个国家和 80 多个国际组织的 1600 余名外宾与会。第二届论坛于 2019 年举行，包括 37 位外国领导人、联合国秘书长以及国际货币基金组织总裁在内的 150 个国家、92 个国际组织的 6000 余名外宾与会。

2 从出口看，“一带一路”有哪些投资线索

“一带一路”为中国和世界经济的发展培育新的增长点。2023 年 6 月第十四届夏季达沃斯论坛——“‘一带一路’倡议的未来”分论坛上，国家发改委国际合作司副司长梁林冲指出共建“一带一路”将为全球经济发展培育了新增长点。该倡议推动了沿线国家经济发展，为各国创造大量就业岗位，资源互补。“一带一路”倡议提出 10 年来，已经在全球范围内拉动近万亿美元投资规模、形成 3000 多个合作项目、为沿线国家创造 42 万个工作岗位，世界银行统计“一带一路”中长期看将帮助全球近 4000 万人摆脱贫困。

对于共建“一带一路”带来我国经济发展新增长点，我们看好三条线索：

1) 与东盟日益紧密的合作，重视东盟相关投资机会；

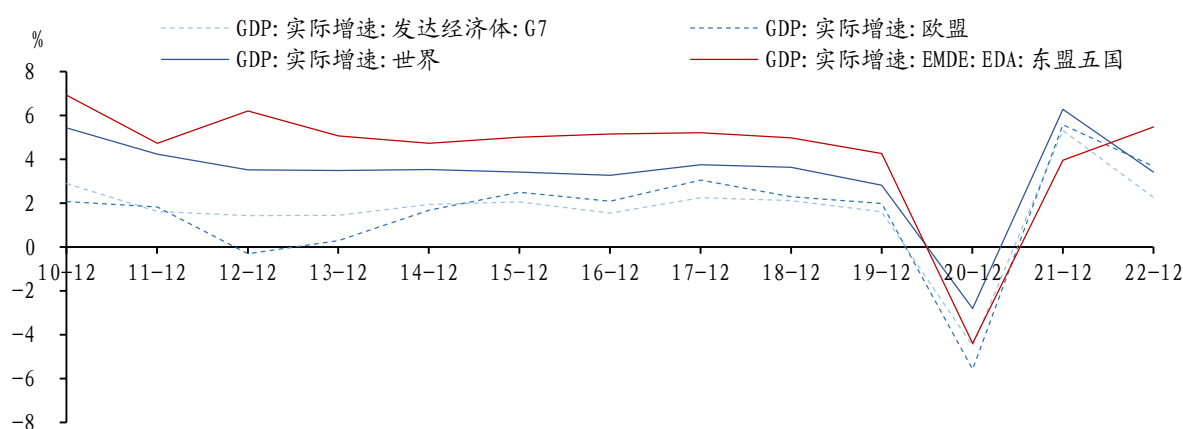
2) “陆港”城市集群效应，有望带动当地先进制造、物流、加工贸易、新能源等产业兴起；

3) 制造出口产业链转型，电动车、锂电池、光伏等高附加值产业兴起。

2.1 线索一：“一带一路”倡议重要方向，重视布局东盟的投资机会

重视业务布局东盟相关投资机会，基于 1) 东盟经济增长快，市场潜力大。作为高质量共建“一带一路”的重点地区，东盟国家经济发展速度快，人口众多，市场潜力大。近几年，东盟国家经济增速趋势向上，有望为世界经济复苏注入动力。2) 劳动力成本具有优势。菲律宾、越南等国家工资水平低于我国。根据 ILO（国际劳工组织）的统计数据，2020 年，菲律宾、越南、印尼的月平均工资分别为 306.9、296.2、175.7 美元，低于我国 1175.9 美元。

图4： 2020 年后，东盟五国经济增速“逆势”向上



资料来源：， 浙商证券研究所

表3： 2020 年菲律宾、越南等国家月平均工资低于我国

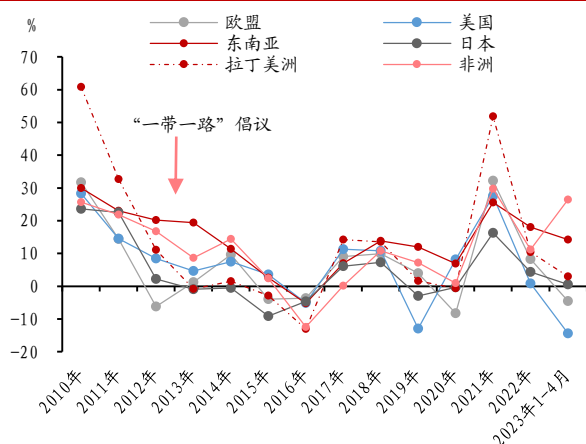
国家	月平均工资 (美元)
中国	1175.94
马来西亚	697.75
泰国	490.27
菲律宾	306.9
越南	296.18
印度尼西亚	175.66

资料来源：国际劳工组织官网，浙商证券研究所

3) 东盟是我国第一大贸易伙伴，成为我国出口增长的新动能。2022 年，在 RCEP（《区域全面经济伙伴关系协定》）生效实施的助力下，中国同东盟国家贸易额超过 6.52 万亿元人民币，同比增长 15%，连续 3 年互为最大贸易伙伴。2023 年 1-5 月，东盟国家保持我国第一大贸易伙伴的位置，双方贸易总额为 2.59 万亿元，同比增长 9.9%。

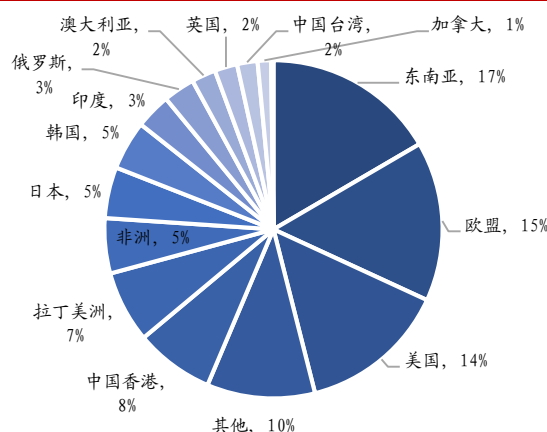
在“一带一路”公司中，我们梳理了业务已布局于东盟的大制造公司。

图5： 2023 年 1-4 月“一带一路”沿线国家出口同比增速提升



资料来源：， 浙商证券研究所

图6： 2023 年 1-4 月东南亚出口金额跃居第一



资料来源：， 浙商证券研究所

表4：“一带一路”的公司中，已布局东盟的大制造上市公司

名称	地区	公司属性	东盟业务
三一重工	湖南省	民营企业	公司在印尼设有营销公司，销售产品包括挖掘机械、混凝土机械、起重机械等。2022 年，公司开始布局海外灯塔工厂建设，海外第一座灯塔工厂即三一印尼灯塔工厂投产。
徐工机械	江苏省	地方国企	深耕“一带一路”沿线市场，建设卡塔尔世界杯主体育场建设、肯尼亚蒙内铁路施工、泛亚铁路东南亚走廊项目、菲律宾炼油厂等项目
中联重科	湖南省	公众企业	公司在哈萨克斯坦、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等“一带一路”沿线国家拥有工业园或生产基地，实现了公司从“走出去”到“走进来”本地化运营的海外发展战略落地，为公司带来新的发展机遇。
杭氧股份	浙江省	地方国企	公司签约印度尼西亚奥比岛（OBI）不锈钢冶炼供气项目。双方预计投资 2.97 亿元组建印尼杭氧气体有限公司。
内蒙一机	内蒙古	中央国企	军贸实现向巴基斯坦、泰国、坦桑尼亚、摩洛哥、孟加拉国、委内瑞拉、苏丹、缅甸、乌干达、尼日利亚等国家的持续批量出口。民品铁路车辆出口到苏丹、印度尼西亚和埃塞俄比亚等国际市场。
航天彩虹	浙江省	中央国企	彩虹系列无人机系统已出口“一带一路”沿线 10 余个国家，主要集中在中东、北非、南亚等诸多地区。
大丰实业	浙江省	民营企业	公司在 2022 年成功运作了雅加达文化艺术中心、菲律宾 kingdom 多功能综艺馆、赞比亚国际会议中心等多个重点项目。

资料来源：， 公司年报，投资者问答，浙商证券研究所

2.2 线索二：“陆港”城市产业集群效应显现，看好先进制造、新能源等产业

“陆港”产业集群效应显现，重庆、西安、郑州、兰州等重要枢纽城市先进制造、物流、加工贸易、新能源等产业有望兴起。“一带一路”有望推动“陆港城市”高质量发展，“陆海内外联动、东西双向互济”，推动国内不同地区均衡发展，有利于中国整体经济可持续发展与进一步开放。内陆地区成为开放前沿，带动当地形成先进制造、物流、加工贸易、金融服务等新的产业集群，形成繁荣的“陆港”城市。

重要枢纽城市“陆港”优势显现。随着“一带一路”推进，一些重要枢纽城市如重庆、西安、郑州、兰州等，优势明显。根据西安市“一带一路”办引发的《2023 年度西安市推进“一带一路”建设工作要点》，**西安高质量建设中欧班列西安集结中心**：2023 年西安国际港完成集装箱吞吐量 40 万标箱；积极承接东部地区产业转移，依托综合保税区、跨境电商综合试验区等平台，集聚一批加工企业、电商龙头企业、功能总部，着力打造临港产业聚集高地，2023 年进出口贸易额力争达到 300 亿元。

截至 2023 年 4 月，西安与 32 个国家的 39 个城市结为友好城市，包括兹别克斯坦撒马尔罕市、土库曼斯坦马雷市、吉尔吉斯斯坦奥什市等中亚城市。新能源车产业链初具规模，西安拥有以新能源乘用车、动力电池、关键零部件为代表的新能源汽车产业：整车包括比亚迪、吉利等，配套企业包括众迪锂电池、三环新动力等。

郑州市跨境电商发展迅速，规模及发展水平全国居前。已设立 28 家省级跨境电子商务示范园区；郑州至美国纽约、洛杉矶、芝加哥等地跨境电商包机航线常态化运营；河南国际贸易“单一窗口”峰值处理能力达 1000 单/秒，日承载能力达 3000 万单以上，运营效能居全国前列；全省 80 家企业在 47 个国家运营 206 个海外仓。除装备机械、铝制品等传统优势企业外，河南的跨境电商繁荣推动新乡锂电池、开封流量计、郑州游乐设施等新兴产业带形成。

兰州新区抓住“一带一路”建设机遇，加快推进产业转移。2023 年兰州新区成功获批加工贸易梯度转移重点承接地，加工贸易梯度转移重点承接地将承接电子信息、生物、航空航天、新材料、新能源等战略性新兴产业；积极围绕承接地重点产业和优势产业承接配套转移，注重集群配套项目引进，形成引进一个、带动一片的良好效益。目前，兰州新区石油装备及专业化工、精纺呢绒、佛慈制药等 3 个省级外贸转型升级项目进展顺利，承接落地益海嘉里、正威集团、东瑞制药、康鹏威耳等一批公司。2023 年 1-4 月，甘肃对“一带一路”沿线国家进出口 117.5 亿元，增长 16.3%，占全省外贸总值的 55.4%。

表5: “一带一路”公司中，“陆港”城市的大制造公司

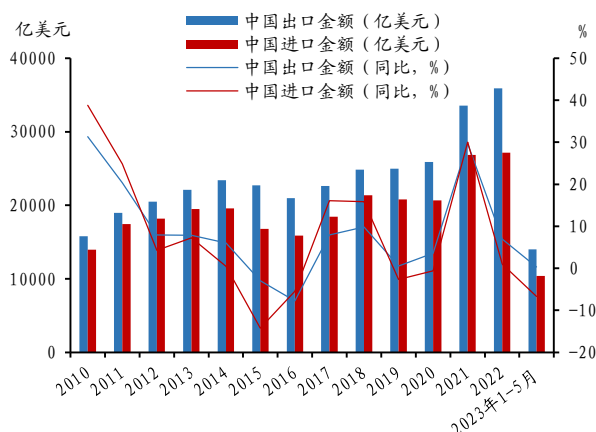
名称	地区	公司属性	所属行业	2022 年海外业务		“一带一路”相关业务
				营收（亿元）	占比（%）	
郑煤机	郑州市	公众企业	煤矿机械、汽车零部件	102.8	33	公司煤机产品先后出口到俄罗斯、美国、澳大利亚、土耳其、印度、越南等多个国家。
中航西飞	西安市	中央国企	航空装备	10.3	3	
内蒙一机	包头市	中央国企	地面兵装	8.3	6	军贸实现向巴基斯坦、泰国、坦桑尼亚、摩洛哥、孟加拉国、委内瑞拉、苏丹、缅甸、乌干达、尼日利亚等国家的持续批量出口。民品铁路车辆出口到苏丹、印度尼西亚和埃塞俄比亚等国际市场。
运机集团	自贡市	民营企业	专用设备	0.3	3	内陆丝绸之路经济带中，通过部分央企总包间接走出去，主要销往哈萨克斯坦、格鲁吉亚、土耳其、阿尔及利亚等国家。
蜀道装备	成都市	地方国企	专用设备	-	0.1	蜀道集团抢抓国家“一带一路”建设重大机遇，持续加大“走出去”力度，积极开拓北欧、中东、西非、北非、东南亚等多个地区市场，业务遍及 20 多个国家和地区，推动“中国建造”不断走向世界。
隆基绿能	西安市	民营企业	电源设备	479.3	37	公司将继续在马来西亚和越南完善全产业链布局

资料来源：，公司年报，投资者问答，浙商证券研究所

2.3 线索三：制造出口产业链转型，电动车、锂电池、光伏等高附加值产业兴起

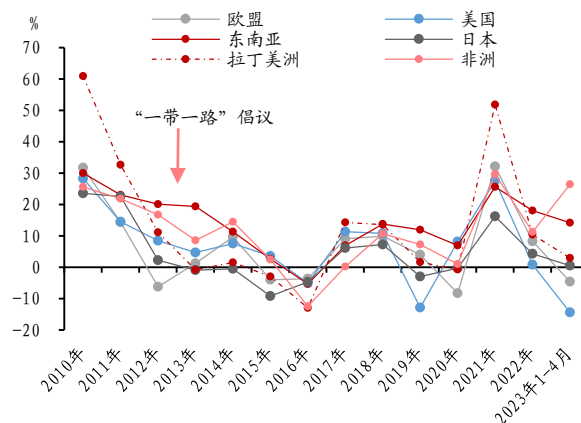
“一带一路”沿线国家为中国出口提供增长新动能。2010 年以来，我国对欧盟、美、日的出口额占比降低，由 2010 年的 20%、18%、8%下降至 2022 年的 16%、16%、5%；出口东南亚的占比大幅提升，由 2010 年的 9%提升到 2022 的 16%，拉丁美洲、俄罗斯等国家地区占比提升 1%、0.2%。一带一路沿线国家出口上升有望补足美欧日下降的份额，成为拉动中国出口增长的新动能。2023 年 1-4 月，美欧出口同比增速为负，而非洲、东南亚、拉丁美洲增速分别为 26%、14%、3%。

图7： 2023 年 1-5 月我国出口同比增长放缓



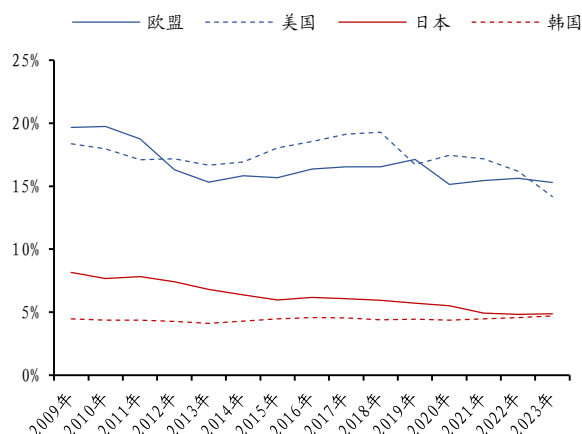
资料来源：， 浙商证券研究所

图8： 2023 年 1-4 月“一带一路”沿线国家出口同比增速提升



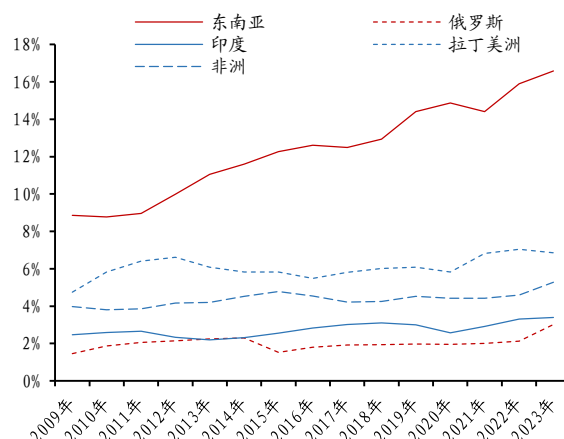
资料来源：， 浙商证券研究所

图9： 我国出口欧盟、美、日的金额占比下行



资料来源：， 浙商证券研究所

图10： 我国出口东南亚、俄罗斯、拉丁美洲等占比大幅提升

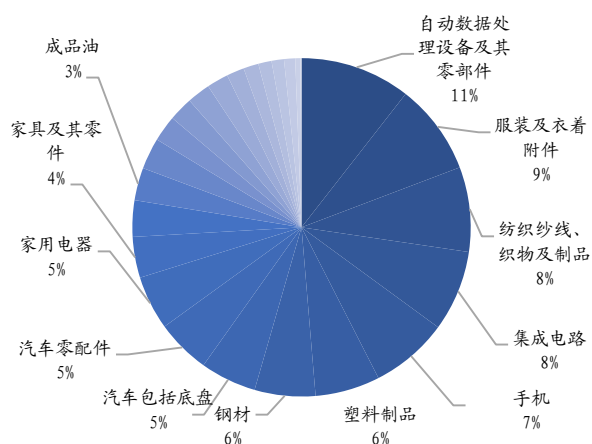


资料来源：， 浙商证券研究所

2.3.1 出口产业链高质量转型

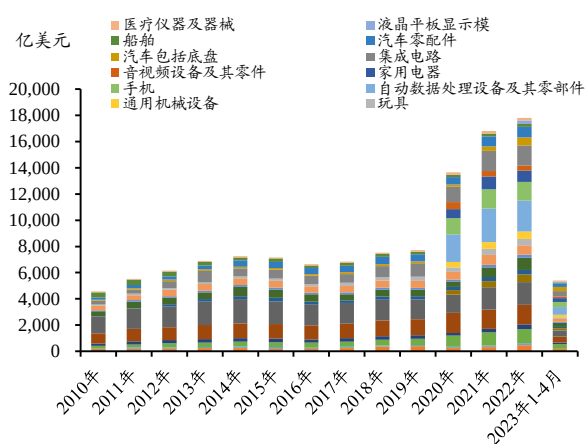
从存量上看，机电、集成电路等高附加值产业份额保持高位。机电产品是我国主要出口的产品，属于高附加值产品。2018-2022 年，机电产品出口份额保持高位，平均占出口总额的比重为 59%。2023 年上半年我国机电产品出口 6.66 万亿元，同比增长 6.3%，占出口总值的 58%，其中，电工器材、汽车及其零配件、通用机械设备分别增长 27.7%、58.5%、12.2%。

图11: 自动数据处理设备、纺服、集成电路等出口金额大



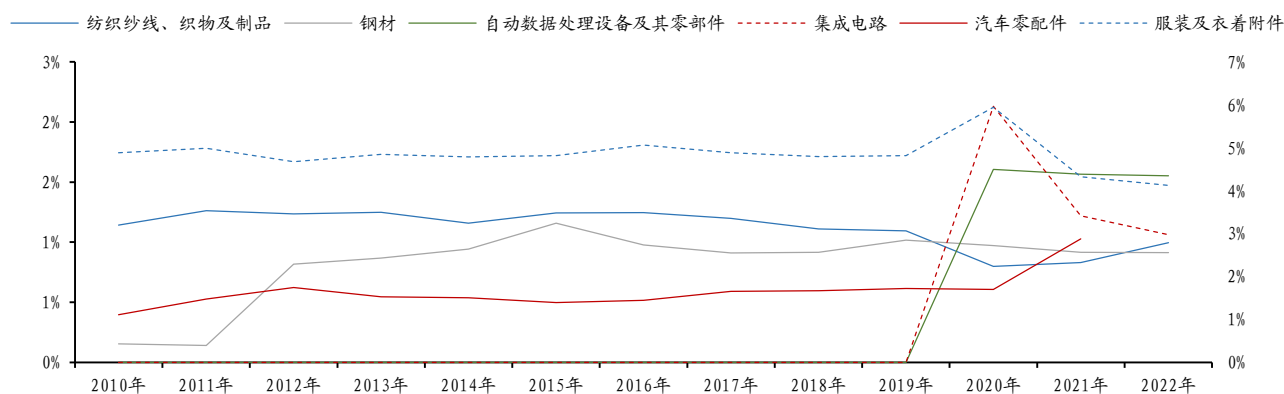
资料来源: , 浙商证券研究所, 统计区间 2023 年 1-4 月

图12: 2010 以来, 我国重要出口产品进一步转型



资料来源: , 浙商证券研究所

图13: 2010 年-2022 年, 我国重要出口产品中纺服占比减少, 集成电路、汽车等产品占比增加

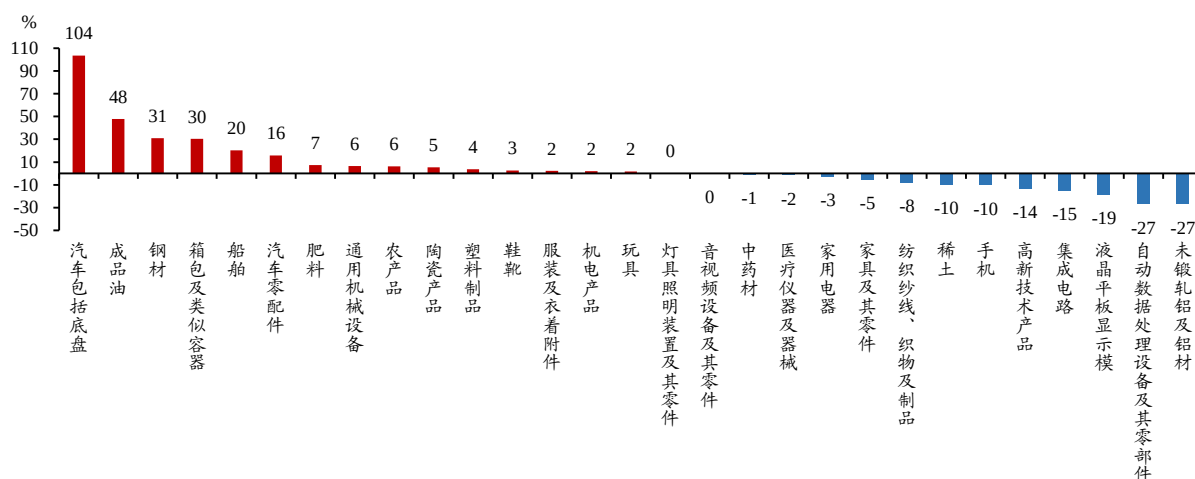


资料来源: , 浙商证券研究所

2010 年-2022 年, 我国重要出口产品的格局变化: 自动数据处理设备、集成电路、汽车 (含底盘)、汽车零配件、液晶屏显、医疗仪器等产品占比提升; 服装及衣着附件、纺织纱线及制品占比降低; 农产品相对保持稳定。近年来, 我国通过不断产业升级, 提升全球产业、价值链中的位置, 由生产劳动密集型低附加值商品, 逐步向中高端转型。

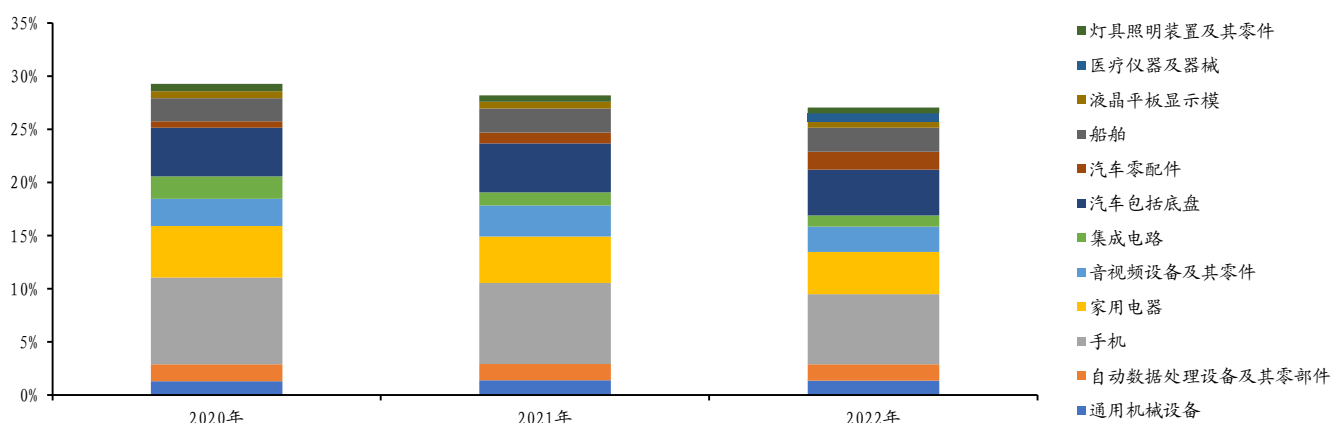
从增量看: 1) 国产新能源车加速抢占海外市场, 海外需求旺盛。汽车产业加速出口海外市场。从出口增速来看, 2023 年 1-4 月汽车 (含底盘)、成品油、钢材、箱包等出口同比增速较快, 分别为 104%、48%、31%、30%。同比下降的是未锻轧铝及铝材、自动数据处理设备及其零部件、液晶平板显示模、集成电路, 增速分别为-27%、-27%、-19%、-15%。

图14: 2023年1-4月汽车、成品油、钢材等出口同比增速较快



资料来源: , 浙商证券研究所

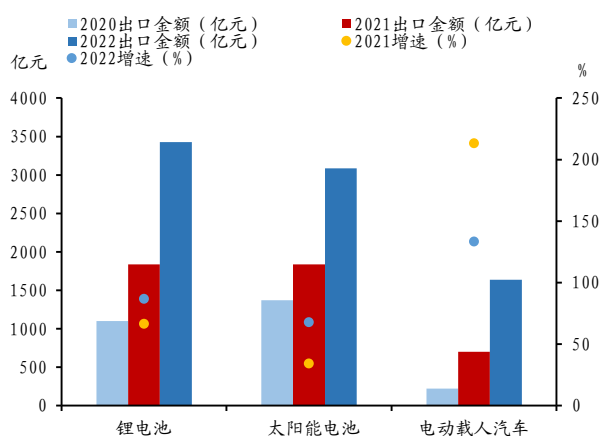
图15: 2020年-2022年,我国出口机电产品主要为自动数据处理设备、集成电路、手机、汽车相关产品



资料来源: , 浙商证券研究所

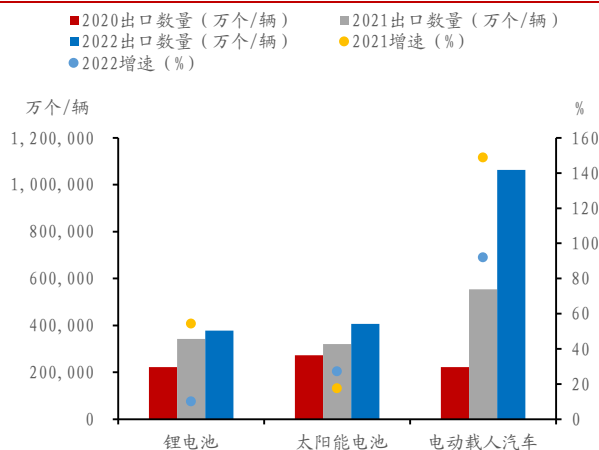
2) 高技术、高附加值、引领绿色转型的外贸“新三样”作为我国新的优势产业,保持出口高增长。电动载人汽车、锂电池、太阳能电池已取代服装、家具、家电,成为外贸“新三样”,反映了我国制造业转型升级、产业结构优化,已具规模优势,成为出口新动能。2023年1-5月,电动载人汽车、锂电池、太阳能电池出口金额和同比增速分别为1139亿(172.4%)、1836亿(78.5%)、1522亿(23.6%)。

图16: 近3年, 外贸“新三样”出口动能强劲



资料来源: , 浙商证券研究所

图17: 近3年, 外贸“新三样”出口数量增长



资料来源: , 浙商证券研究所

3 受益共建“一带一路”倡议, 中国制造扬帆出海

3.1 公用事业、机械、基建等板块海外业务增速较高

重视“一带一路”公司, 公用事业、机械、基建等海外业务增速较高的板块。我们综合考虑市值规模、现有海外业务占比、新签一带一路地区订单、主营业务所在地域等维度, 在基建、机械、交运、汽车、化工等具有“一带一路”代表性的标的池中, 比较海外业务的增长速率及趋势。我们发现, 近三年, “一带一路”公司中, 海外业务增速较高的行业包括公用事业、机械设备、交通运输、汽车, 复合增速分别为18%、16%、16%、10%。交通运输包括物流、航空港口、航运港口, 复合增速分别为17%、8%、2%; 机械设备包括工程机械、轨交设备、专用设备、通用设备, 复合增速分别为30%、15%、2%、-4%。

表6: 近三年,“一带一路”公司中,公用、机械、交运、汽车等行业海外业务增速较快

行业	海外业务增速(%)			CAGR (2019-2022,%)
	2020	2021	2022	
公用事业	9	44	52	18
机械设备	-3	24	11	16
交通运输	-12	44	82	16
汽车	3	50	-19	10
基础化工	-34	65	26	6
通信	8	104	16	1
石油石化	-6	-8	219	0
建筑材料	-11	46	25	-2
国防军工	-6	17	12	-2
钢铁	-15	13	216	-7
建筑装饰	28	23	29	-8
电力设备	-7	7	27	-11
有色金属	38	19	11	-13
环保	-24	234	11	-57

资料来源: , 浙商证券研究所, 剔除 2019 年未披露海外业务标的

综合考虑海外经济复苏、我国出口新格局、公司海外业务占比及增速、新签一带一路地区订单等维度,我们看好以下三条主线:

1) 国际化战略推进,输出“中国标准”: 工程机械(三一重工、徐工机械、中联重科、杭叉集团、三一国际等)、轨交装备(中国中车、中国通号、时代电气、铁建重工、铁科轨道、思维列控等);

2) 出口需求产业链: 行业长周期景气上行,出口需求旺盛拉动相关公司市场份额提升。重视船舶(中国船舶)、陆军装备(内蒙一机)、无人机(航天彩虹)等军贸需求,新能源车及零部件(上海沿浦)、有色金属(紫金矿业、赣锋锂业、华友钴业、洛阳钼业、中矿资源、金诚信);

3) 优质企业“走出去”: 具备产业国际竞争力,工业气体及空分设备(杭氧股份、福斯达、蜀道装备)、输变电设备(特变电工、国电南瑞、华自科技)、消费升级(大丰实业、春风动力)。

表7: 受益“一带一路”重点标的

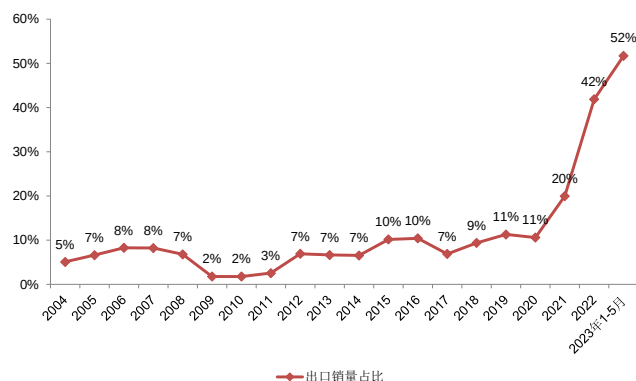
子行业	代码	公司	海外业务占比 (%)			海外业务增速 (%)			市值
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	
工程机械	600031.SH	三一重工	15	24	47		76	47	1,399
	000425.SZ	徐工机械	9	16	31	-18	112	115	794
	000157.SZ	中联重科	6	9	25	7	51	73	582
	601717.SH	郑煤机	32	33	33	-18	13	10	211
	603298.SH	杭叉集团	15	22	37	7	70	70	234
	600761.SH	安徽合力	15	19	30	13	56	57	156
轨交装备	000065.SZ	北方国际	66	55	57	-1	-14	5	170
	601766.SH	中国中车	8	9	11	-14	17	22	1,900
	688187.SH	时代电气							613
	688425.SH	铁建重工							250
航空装备	600528.SH	中铁工业	2	2	3	69	18	40	218
	000768.SZ	中航西飞	2	3	3	-52	18	7	700
	600038.SH	中直股份	1	0	0	58	-89	76	235
	002389.SZ	航天彩虹	28	19	29	-9	-33	100	208
	600316.SH	洪都航空	1	0	0	-92	-82	0	160
陆军装备	600967.SH	内蒙一机	6	12	6	0	119	-50	161
通用设备	601882.SH	海天精工	9	7	11	62	38	78	162
	688697.SH	纽威数控	12	12	18	-10	55	57	74
	688308.SH	欧科亿	8	9	10	13	55	18	60
	688059.SH	华锐精密	4	4	5	8	65	56	56
	001288.SZ	运机集团	21		3				27
消费升级	603129.SH	春风动力	56	70	77	23	118	57	228
	603081.SH	大丰实业	2	2	3	-27	33	27	66
船舶制造	600150.SH	中国船舶	38	39	41	78	10	7	1,301
风电设备	300772.SZ	运达股份							90
工业气体及 空分设备	002430.SZ	杭氧股份	3	2	6	-19	-12	265	330
	603173.SH	福斯达	39	19	16	734	-34	8	44
	300540.SZ	蜀道装备				-61	857	-76	41

资料来源: wind, 浙商证券研究所, 市值数据截至 2023/8/9

3.2 工程机械: 国际化战略推进, 深度受益“一带一路”倡议

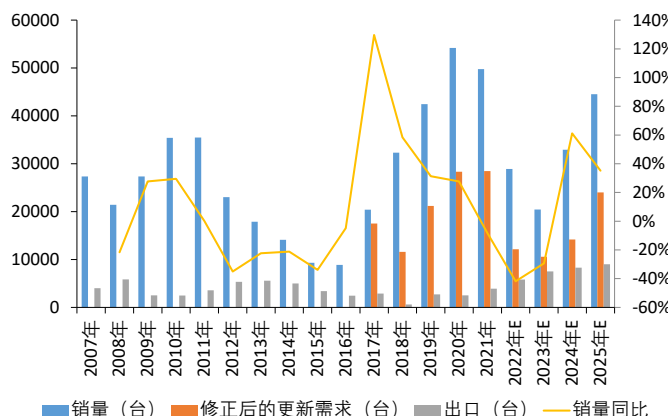
工程机械是“一带一路”的核心板块之一。工程机械全球化进入高速期, 海外需求持续高增, 出口占比提升, 周期平滑作用凸显。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计, 2023 年 1-5 月, 共销售挖掘机 93052 台, 同比下降 23.9%, 出口销量占比持续上行, 达到约 52%。汽车起重机需求边际向好, 出口销量占比维持较高水平。根据中国工程机械工业协会的数据, 2022 年汽车起重机销量同比下滑 47.2%。2023 年 4 月汽车起重机销量增长 15%, 1-4 月累计销量下滑 3%, 修复趋势明显, 4 月出口销量比例 27%, 维持较高水平。

图18: 2023年5月挖机行业累计出口销量占比约52%



资料来源: wind、浙商证券研究所

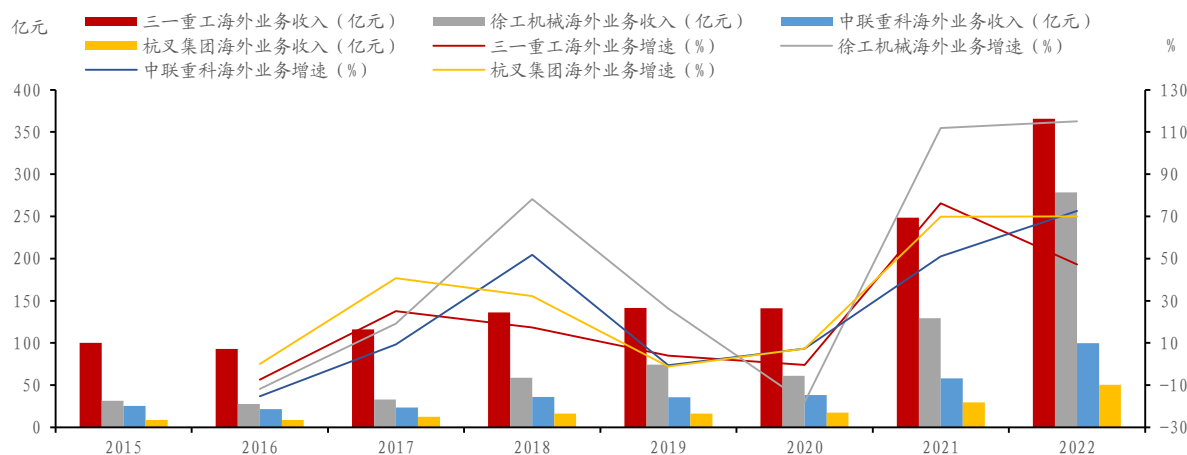
图19: 2023-2025年汽车起重机行业销量有望筑底上行



资料来源: wind、浙商证券研究所测算

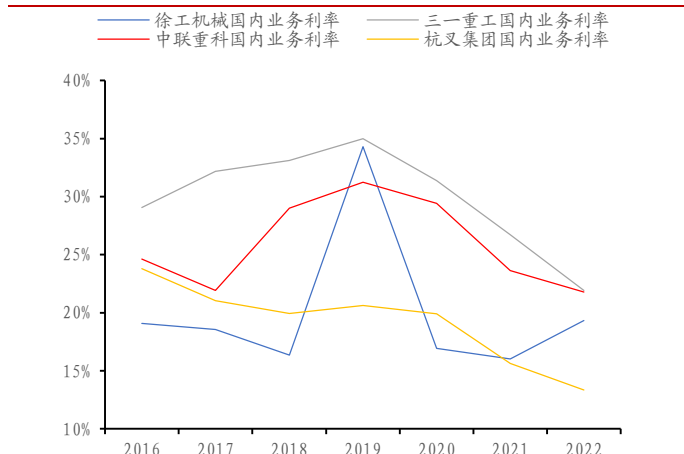
主要工程机械企业已布局“一带一路”沿线国家，海外业务加速扩张。2022年，三一重工、徐工机械、中联重科、杭叉集团的海外收入和占比分别是366亿、278亿、100亿、50亿和47%、37%、25%、37%。2015-2022年，三一重工、徐工机械、中联重科、杭叉集团的海外收入的复合增速分别为20%、37%、22%、28%。2022年，三一重工、徐工机械、中联重科、杭叉集团的平均海外业务毛利率为24%，高于国内业务毛利率（19%）。

图20: 主要工程机械企业已布局“一带一路”沿线国家，海外业务加速扩张



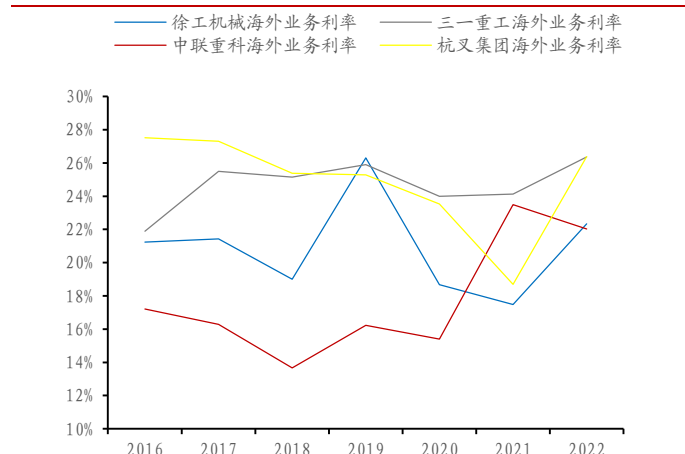
资料来源: , 浙商证券研究所

图21: 2022 年主要工程机械企业国内毛利率 19%



资料来源: , 浙商证券研究所

图22: 图 25: 2022 年主要工程机械企业海外毛利率 24%



资料来源: , 浙商证券研究所测算

在过去 5 年,三一在“一带一路”国家和地区的年平均销售额增长率达 50%。三一重工深度聚焦海外,上榜 2017 年“一带一路”企业影响力 50 强。公司在美国、印度、德国、印尼等设立海外研发中心,以各国际大区为平台,为国际产品的本地化开发赋能。截至 2022 年 9 月,三一重工的海外销售额达 293 亿,其中有 70%都来自“一带一路”的国家和地区。截止 2022 年底,海外产品销售已覆盖 180 多个国家与地区,欧美已成为海外增长最快的区域。通过“三步走”(设立海外办事处、设立海外研发中心、打造海外制造基地)的国际化战略,目前基本实现研发、制造、销售的全方位的国际化,形成了四大产业园+十二个海外销售大区+德国普斯迈斯特的形式,有效提升市场竞争力。

徐工产品出口至全球 190 多个国家和地区,“一带一路”沿线市场占徐工出口总金额的 70%。公司参与卡塔尔世界杯主体育场、肯尼亚蒙内铁路、泛亚铁路东南亚走廊项目、菲律宾炼油厂等“一带一路”沿线项目。公司已在东南亚大区、印尼特区、中亚大区、非洲大区、西亚北非大区、欧洲大区、大洋洲大区共涉及 64 个国家布局了营销网络,设有 200 余家经销商,24 个办事处,100 多个服务备件中心。国际化拓展方面,公司在巴西、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、美国、德国、马来西亚、泰国等重点国家成立分子公司,开展直营业务。今年 5 月国际客户节期间,徐工访问欧洲并开展招商推介,分别与德国、波兰、法国、荷兰、意大利、西班牙等国家的战略经销商签订贸易合作协议,签约金额 3252.6 万欧元。

中联重科 2017-2022 年公司出口收入 CAGR 为 33.4%。出口收入占比由 10%提升至 24%,2022 年出口收入增长 73%,2023Q1 增长 123%,高景气趋势延续。公司已覆盖全球 100 多个国家和地区,产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯、欧美、澳大利亚等市场。公司在“一带一路”沿线均有市场布局,在东亚、东南亚、欧洲等全球多个国家建有分子公司,在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园,在土耳其、沙特拟新建工厂,并在全球设立 50 多个常驻机构。以阿联酋、巴西为中心,正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

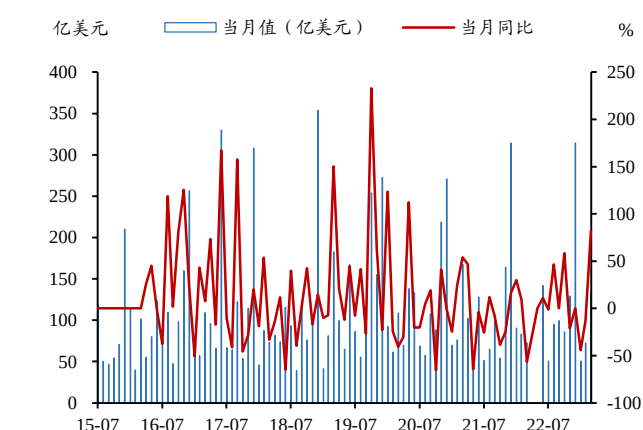
2022 年中联重科海外收入同比增长 72.60%,出口收入每季度呈现爬坡式快速增长,重点产品与市场实现有效突破。印尼、印度、阿联酋、沙特、土耳其等重点国家本地化发展战略成效显著,销售业绩同比增长超过 100%。工程起重机械出口收入规模超过 30 亿元,ZAT8000H 全地面起重机批量交付,是我国出口海外最大吨位的全地面起重机。高空作业机械产品销售至海外 80 余个国家和地区,成功打入欧美高端市场,加拿大、墨西哥、巴西、波

兰等国实现中国品牌市占率第一。中联重科战略布局持续完善，出口收入逐季呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现突破。2023 年一季度，中联重科海外收入同比大幅增长 123%。

3.3 轨交装备：中国高铁走向世界，轨交装备出海有望先行

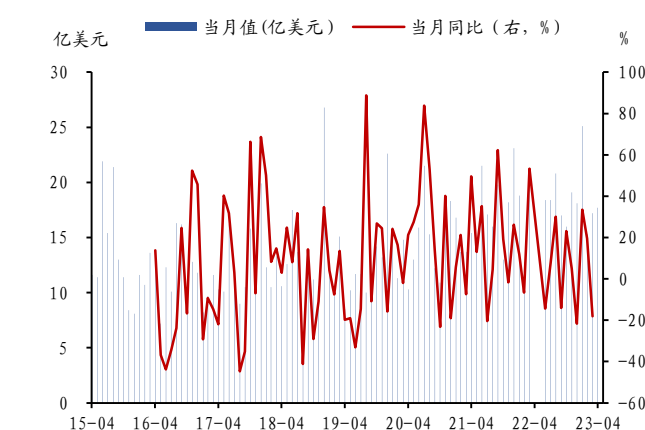
“一带一路”经贸合作企稳向好，中国高铁走向世界，轨交装备出海有望先行。基建是产能合作和经贸往来的前提和基础。非洲、南亚和东南亚等“一带一路”沿线国家轨交建设落后，我国轨交装备建设全球领先。我国与“一带一路”沿线国家合作紧密，2023 年 1-5 月承包工程完成额和新签合同额占比近半。过去三年受地缘政治冲突等影响，“一带一路”经贸合作和投资放缓。预计 2023 年随外部影响因素减弱、政府合作深化恢复向好，轨交装备出海有望优先受益。对外承包工程方面，2023 年 1-5 月我国企业在“一带一路”沿线国家新签承包工程合同额 2432.9 亿元人民币，占同期我国对外承包工程新签合同额的 49.3%；完成营业额 2044.6 亿元人民币，同比增长 11.3%（折合 297 亿美元，同比增长 4%），占同期总额的 55%。

图23: “一带一路”沿线国家新签合同金额及增速



资料来源：， 浙商证券研究所

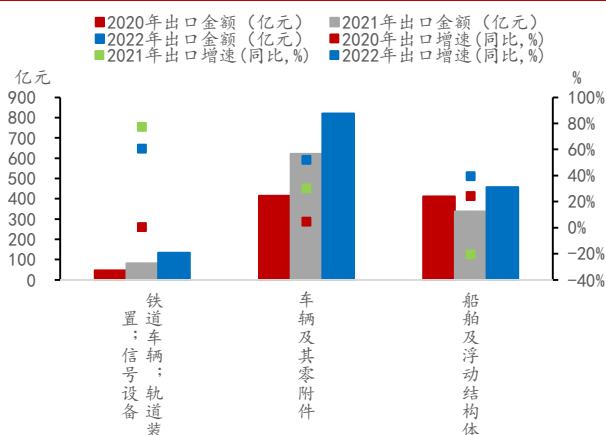
图24: “一带一路”沿线国家非金融直接对外投资同比增长



资料来源：， 浙商证券研究所

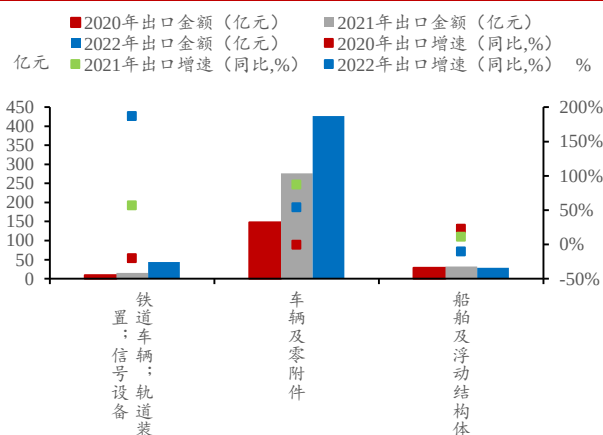
“一带一路”沿线新增高铁潜在建设空间，海外需求旺盛。从出口来看，2022 年，我国出口轨交装备（第 17 类 86 章）到东盟、俄罗斯的增速分别为 61%、187%，保持较高增速。

图25：近三年，出口东盟的轨交装备增速较高



资料来源：， 浙商证券研究所

图26：近三年，出口俄罗斯的轨交装备增速较高



资料来源：， 浙商证券研究所

主要轨交装备企业出海战略清晰，进一步输出“中国标准”。中国高铁发展速度快、建设规模可观、运输能力领先，整体技术进入世界先进水平。随着共建“一带一路”倡议，主要轨交装备企业“走出去”，系统性向国际市场提供解决方案，同时输出中国技术标准。中国中车以“复兴号”中国标准高速动车组为代表的系列轨道交通装备成为中国高端装备走出去“金名片”。中国中车参与“一带一路”基础设施互联互通，完成中老铁路“澜沧号”车辆制造与交付、雅万高铁等标杆性项目。中国通号推动共建“一带一路”，开通匈塞铁路贝诺段、埃及斋月十日城铁路，雅万高铁在 G20 峰会展示，有序推进匈塞铁路诺苏段、泰国复线铁路、墨西哥城地铁等重点项目。

3.4 国防军工：重视船舶、陆军装备、无人机等军贸需求

3.4.1 打造“中国特色估值体系”，船舶央企受益一带一路、中特估。

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”。

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”。

3.4.2 我国坦克出口创下新里程碑，有望持续受益俄乌冲突、一带一路。

1) 根据 SIPRI 数据，2019-2022 年我国来自巴基斯坦的 VT-4 坦克订单数量达 679 辆。参考 2016 年我国 VT-4 坦克首次出口泰国，58 辆坦克及其配套设备对应合同金额 3 亿美元，中巴 VT-4 项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑。

2) 参考巴基斯坦、泰国 VT-4 订货占其坦克保有量的 1/5 到 1/10，我们保守预计埃及、摩洛哥、阿尔及利亚、沙特等潜在客户坦克需求有望达 600 亿人民币。

3) 俄罗斯与乌克兰均为陆军装备重要出口国，俄乌冲突背景下双方产能优先自给，全球军贸市场供给出现空缺。我国推出陆军军贸合成旅，为客户提供整套陆军装备体系化解决方案，“一带一路”战略推进下中东、北非有望迎来新机遇。

表8: 近年中国坦克军贸订货统计

出口国家	出口型号	订货数量 (辆)	订货时间	交付时间	已交付数量 (辆)	备注
孟加拉国	VT-5	44	2019	2021-2022	25	
尼日利亚	VT-4	12	2019	2020-2022	12	
巴基斯坦	MBT-2000	530	1998	2001-2022	425	
巴基斯坦	VT-4	679	2019	2020-2022	96	包括通过授权在巴基斯坦组装生产
泰国	VT-4	58	2016	2017-2019	48	合同金额92亿泰铢(3亿美元)

资料来源: SIPRI, 浙商证券研究所

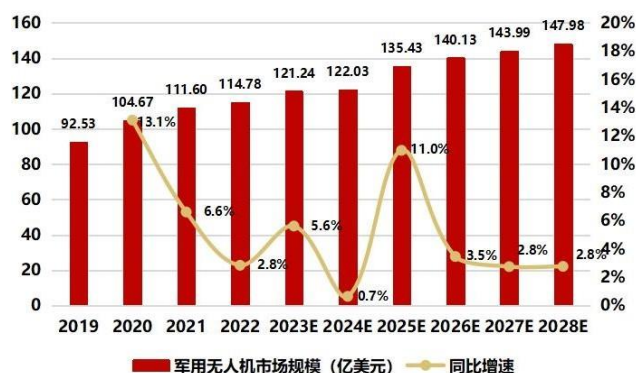
3.4.3 全球军用无人机市场规模不断上升, 我国无人机军贸出口势头向好。

1) 根据蒂尔集团报告, 2019-2028 年全球军用无人机市场规模持续保持增长, 2028 年全球军用无人机规模达到 148 亿美元, 年复合增长率约为 5.36%。

2) 根据 SIPRI 数据, 2010-2020 年中国无人机军贸市场份额合计占比约 17%, 位居全球第三, 其中主要出口机型为“彩虹”和“翼龙”型号无人机。预计未来我国无人机军贸市场份额有望进一步上升。目前世界范围内具有无人机完整产业链的国家仅有以色列、美国、中国。

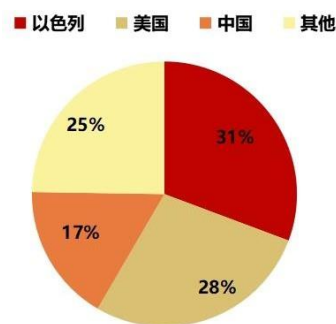
3) 根据 Drone Industry Insights 数据, 2022 年全球无人机市场增速前三的地区分别为亚洲、北美、欧洲, 增速分别为 11.9%、8.1%和 6.8%, 亚洲无人机市场持续保持高景气。

图27: 2028 年全球军用无人机市场规模将达到 148 亿美元



资料来源: 蒂尔集团, 浙商证券研究所

图28: 2010-2020 年中国无人机军贸全球市占率约 17%



资料来源: SIPRI, 浙商证券研究所

图29: 亚洲区域无人机市场增速居于首位

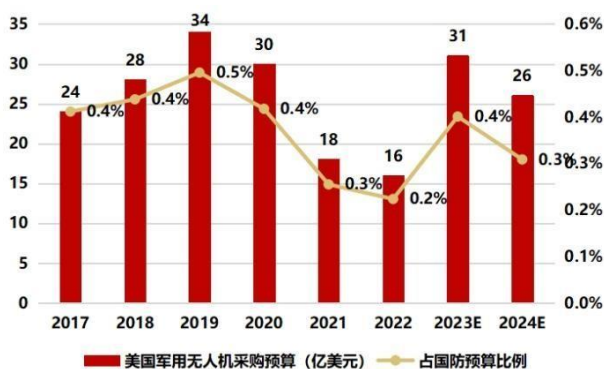


资料来源: DRONEINDUSTRYINSIGHTS, 浙商证券研究所

中国国防预算稳步上升, 有望推动中国军用无人机市场快速增长。

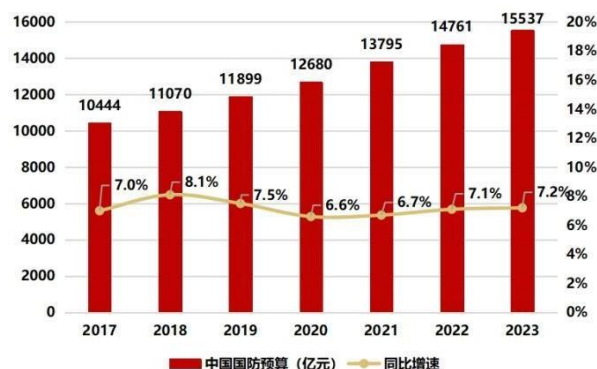
根据美国国防部数据, 近年来美国无人机系统采购费用在经历 21、22 年低谷后, 稳定在 30 亿美元左右, 约占美国国防预算的 0.3%-0.4%。中国国防预算持续保持稳定增长, 在 2022 年增速再次突破 7%, 2023 年中国国防预算约 15537 亿元。我们假设中国无人机采购费用占国防预算比例对标美国按 0.4%测算, 预计 2023 年我国无人机采购费用约 62 亿元。

图30: 美国无人机系统采购费用占国防预算比例为 0.3%-0.4%



资料来源: 美国国防部, 浙商证券研究所

图31: 2023 年中国国防预算约 15537 亿元, 同比增长 7.2%



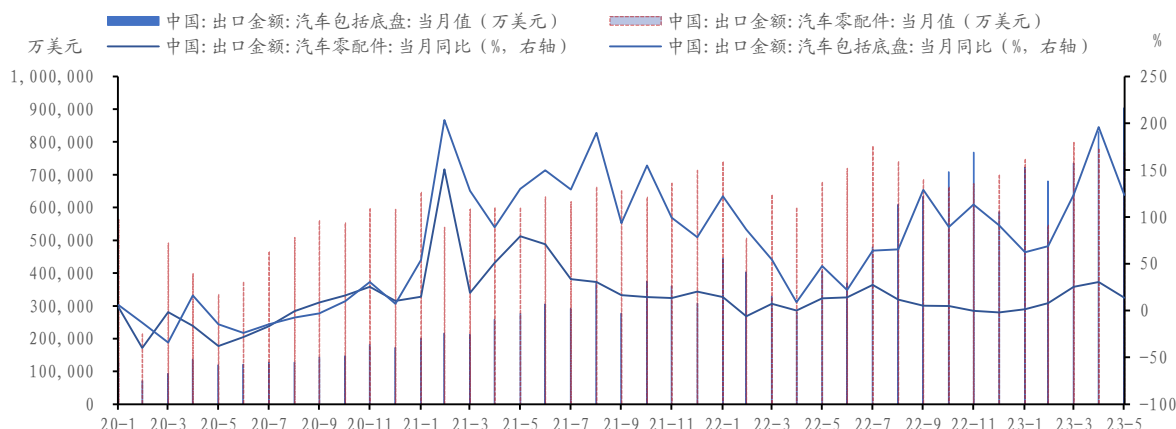
资料来源: 人民网、浙商证券研究所

3.5 汽车及零部件: 优质车企出海, 加速零配件国产替代

汽车出海, 整车及零配件出口保持高增速。2023 年 5 月, 汽车 (包括底盘) 及汽车零配件出口金额分别为 90.4 万美元、76.7 万美元, 同比增加 13.8%、123.5%, 保持高增速。根据乘联会数据, 2022 年我国整车前十大出口地分别为墨西哥 (21 万辆)、沙特 (21 万辆)、比利时 (20 万辆)、英国 (15 万辆)、智利 (14 万辆)、澳大利亚 (13 万辆)、菲律宾 (13 万辆)、俄罗斯 (12 万辆)、马来西亚 (9 万辆) 以及泰国 (9 万辆), 其中沙特、智利、菲律宾、俄罗斯、泰国均已同中国签订共建“一带一路”合作文件。

整车出口带动汽车零配件加速国产替代。“一带一路”沿线国家和地区需求不断提高，我国作为汽车出口大国向强国不断迈进，在新能源汽车三电及自动驾驶领域已经建立起竞争优势，车企的国际竞争力不断加强。随着新能源自主品牌出海，汽车零配件国产替代速度有望提升。根据乘联会数据，2022 年我国新能源车前十大出口地分别为比利时（20 万辆）、英国（10 万辆）、泰国（8 万辆）、菲律宾（7 万辆）、印度（6 万辆）、孟加拉（5 万辆）、斯洛文尼亚（5 万辆）、西班牙（4 万辆）、澳大利亚（4 万辆）以及以色列（4 万辆）。东南亚国家是主要出海方向之一。

图32： 我国汽车出口保持高增速



资料来源：， 浙商证券研究所

4 “一带一路”重点公司

4.1 紫金矿业：资源布局加速，矿业龙头稳固

4.1.1 盈利预测与估值

我们预计 2023~2025 年公司营业收入分别为 3116/3389/3747 亿元，同比分别为 +15.26%/+8.76%/+10.57%，归母净利润分别为 266.93/328.44/395.91 亿元，同比分别为 +33.19%/+23.05%/+20.54%，对应公司 PE 分别为 12.18、9.90、8.21，维持“买入”评级。

4.1.2 关键假设

- 1)矿产金：预计 2022~2024 年营业收入分别为 205.6/284.1/327.4 亿元。
- 2)矿产铜：预计 2022~2024 年营业收入分别为 496.7/581.5/688.8 亿元。
- 3)矿产锌：预计 2022~2024 年营业收入分别为 82.5/94.0/103.4 亿元。

4.1.3 股价上涨的催化因素

公司铜、金等业务板块资源量、产量规模持续增长；需求边际改善有望带动铜价上涨

4.1.4 风险提示

- 1) 公司金属品种产量释放不及预期。公司矿业项目较多，且海内外广泛布局，受海外等因素干扰，或对产量释放产生影响，存在项目进度及相应产量不及预期

的可能。2) 金属价格上涨不及预期。公司未来业绩受金属价格影响, 金属价格影响因素较多, 存在价格上涨不及预期的可能。

4.2 三一重工: 中国工程机械龙头, 国际化、电动化和数字化助力走向全球龙头

4.2.1 盈利预测与估值

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 23、17、14 倍。

4.2.2 关键假设

- 1) 预计 2021-2025 年公司逐步完成数字化、智能化改造升级。
- 2) 数字化提升公司产品竞争力, 预计公司挖掘机产品在国内外市场市占率逐步提升。

4.2.3 我们与市场不同观点

1) 市场对公司数字化的理解不够充分。公司数字化已经实实在在推进, 公司 18 号工厂“灯塔工厂”打造“最聪明的厂房”, “灯塔工厂”项目投产后, 生产效率提升 30%以上; 公司数字化营销打造“服务第一”的品牌形象。

2) 市场对数字化在三一重工的重要性的未来的作用认识不足。我们认为数字化战略将进一步巩固和提高公司的核心竞争力, 从而赶上甚至超过其主要的国际竞争对手。是公司进一步提升核心竞争力的动力所在, 将大幅推动公司经营能力和生产效率达到新的高度, 进一步扩大规模效应, 从而与国内外竞争对手拉开差距。

4.2.4 股价催化剂

国内外市场市占率持续提升; 公司数字化降本增效成果进一步凸显。

4.2.5 风险提示

地产、基建投资及开工不及预期、海外出口不及预期。

4.3 中国船舶: 全球造船龙头, 乘行业大周期“扬帆起航”

4.3.1 盈利预测与估值

行业处于周期景气上升期, 后续油轮、干散、气体船等订单有望持续下达, 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%, PE43、16、12 倍, 维持“买入”评级。

4.3.2 关键假设

(1) 2021 年, 全球运力紧张→航运公司业绩大增→新造船订单大增, 船舶行业景气度有所复苏, 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。

4.3.3 我们与市场的观点的差异

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。

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中国船舶作为集团下属市值最大上市公司，相关业务整合有望打开公司发展长期天花板。

4.3.4 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。

4.3.5 风险提示

造船需求不及预期风险、原材料价格波动风险。

4.4 洛阳钼业：造船核心企业，受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”

4.4.1 盈利预测与估值

我们预计 2023~2025 年公司营业收入分别为 1919/2119/2210 亿元，同比分别为 +10.94%/+10.40%/+4.32%，归母净利润分别为 92.17/135.20/142.80 亿元，同比分别为 +51.93%/+46.68%/+5.62%，对应公司 PE 分别为 13.92、9.49、8.98，维持“买入”评级。

4.4.2 关键假设

- 1) 铜钴相关产品：预计 2022~2024 年营业收入分别为 176/297/444 亿元。
- 2) 铜金相关产品：预计 2022~2024 年营业收入分别为 17/17/19 亿元。
- 3) 铌磷相关产品：预计 2022~2024 年营业收入分别为 51/51/50 亿元。
- 4) 钼钨相关产品：预计 2022~2024 年营业收入分别为 62/65/68 亿元。

4.4.3 我们与市场的观点的差异

市场认为 2023 年铜供需弱平衡，铜价企稳。

我们认为：目前铜显性库存处于历史低位，历史资本开支不足限制供给端放量，经济复苏预期叠加新能源转型带动需求增量，铜价将明显走强。结合公司铜钴矿投产规划情况以及未来铜价趋势判断，我们认为公司盈利将进入加速通道。

4.4.4 股价上涨的催化因素

公司铜钴板块两大世界级铜钴矿项目即将放量；公司与宁德时代控股公司达成合作，且宁德时代成为公司第二大股东，有望形成长期上下游协同关系，新能源板块未来可期。

4.4.5 风险提示

1) 金属品种产量释放及销量不及预期。公司业务全球布局，且覆盖多个金属品类，产量及销量影响因素较多，存在项目进度、产量释放以及销量不及预期的可能。

2) 金属价格上涨不及预期。公司未来业绩收到金属价格影响，金属价格影响因素较多，存在价格上涨不及预期的可能。

4.5 赣锋锂业：全产业布局保障未来潜能，业绩进入兑现期

4.5.1 盈利预测与估值

我们维持公司 2023-2024 年盈利预测：营收 496.8/604.8 亿元，对应归母净利润预测 190.4/249.9 亿元，并新增 2025 年营收预测 586.8 亿元，对应归母净利润为 248.6 亿元。公司 2023-2025 年 EPS 为 9.44/12.39/12.32 元，维持 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 113.28 元/股，给予“买入”评级。

4.5.2 关键假设

(1) 供给端：我们预计公司 2022 年底将拥有 4.54 万吨碳酸锂、8.1 万吨氢氧化锂。因持有阿根廷 Cauchari-Olaroz 47%股份，预计将有 4 万吨碳酸锂于 2023 年投产，一里坪 1 万吨碳酸锂产能，预计未来可达 1.5 万吨，预计 2022-2024 年碳酸锂、氢氧化锂权益产能分别为 47,500/70,900/70,900 吨、106,000/126,000/151,000 吨，同时假设公司产量在已有产量基础上逐渐爬坡。

(2) 价格端：根据我们 12 月 14 日发布的报告《锂行业深度：2023 年供给增量全面排查》中测算，2023 年锂资源新增供给与需求的平衡为-0.1、0.4、2.6、4.7 万吨 LCE，上半年依旧处于供需紧张态势。并且根据最新 2022Q4 海外锂板块经营情况，澳洲新扩产项目进度低于预期，部分项目已调整 2023 财年产量指引，加剧了上半年供给紧张态势。但全年维度来看，整体供需格局仍比 2022 年宽松。未来随着全球锂资源供给释放，锂价逐步回落。假设 2022-2024 年公司碳酸锂、氢氧化锂销售价格分别为 48/40/30、45.0/35.2/26.4 万元/吨。

(3) 成本端：西澳地区锂辉石定价采用季度定价，参考前一季度均价予以折扣，因此较锂盐价格有滞后性。最新 2023Q1 锂辉石均价接近 6000 美元/吨，锂盐均以锂辉石作为最基础原材料，假设 2022-2024 年锂辉石均价为 4300/4600/2700 美元/吨，赣锋锂业单吨碳酸锂耗锂精矿 8 吨，单吨氢氧化锂耗锂精矿 7 吨，锂盐 LCE 换算关系为：1 碳酸锂=0.88 氢氧化锂=0.871 氯化锂=5.32 金属锂。

4.5.3 风险提示

全球锂资源供给超预期释放。下游需求不及预期。产能释放不及预期。

4.6 特变电工：输变电业务受益于电网建设加速，多晶硅产品量利齐升

4.6.1 盈利预测与估值

公司多晶硅业务持续高景气，输变电业务有望受益新型电力系统建设。维持 2023-2025 年公司归母净利润分别为 140.43、139.45 亿元、136.10 亿元，对应 EPS 分别为 3.61、3.59、3.50 元，对应 PE 分别为 6、6、6 倍。

4.6.2 核心逻辑

输变电产品与服务业务受益于特高压等电网建设加速，新能源业务快速增长，多晶硅产品量利齐升，煤炭业务持续高景气。

4.6.3 股价上涨的催化因素

1) 多晶硅扩产逐步落地，技改及新产能投产后将保障实现快速发展；2) 煤炭销售经济度持续，推进“煤电硅”绿色循环经济产业链发展；3) 国网“十四五”特高压超预期，龙头企业输变电业务有望业绩高增。

4.6.4 风险提示

电网投资完成进度不及预期；项目建设进度不及预期。

4.7 华友钴业：打造全球锂电材料的闭环

4.7.1 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别达 1007.4/1342.7/1418.6 亿元，分别同比+59.8%/33.3%/5.7%。归母净利润分别达 88.2/127.2/145.6 亿元，同比+125.7%/44.1%/14.4%。公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 5.52/ 7.95/9.10 元/股，PE 分别为 9.4/6.5/5.7 倍。参考行业内公司平均估值水平，给予公司 2025 年 10 倍估值，对应目标价 91 元，维持公司“买入”评级。

4.7.2 关键假设

- 1) 三元前驱体业务 2022-2024 年营收有望达 85/160/280 亿元，分别同比+47.54%/88.24%/75.00%
- 2) 正极材料 2022-2024 年营收有望达 224/345/460 亿元，分别同比+17.14%/17.39%/17.39%
- 3) 镍产品 2022-2024 年营收有望达 54.0/127.5/168 亿元，分别同比+2050.48%/136%/31.76%
- 4) 锂业务将在 2023 年开始贡献收入，2023 和 2024 年营收分别达 54.4/64 亿元

4.7.3 我们与市场的观点的差异

市场并未充分挖掘公司锂业务板块为公司未来几年产生的收益，公司非洲锂矿山 2023 年上半年有望投产，目前锂价格仍维持高位，未来锂业务将为公司业绩带来较大的弹性。

4.7.4 风险提示

1) 若新能源汽车未来销量不及预期，将影响公司三元前驱体和正价材料销量，公司盈利能力下滑。2) 若全球锂项目投产超预期，锂精矿和锂盐可能大幅下滑，影响公司锂项目盈利情况 3) 公司项目多在海外，地缘政治冲突或将影响海外锂和镍项目正常运行

4.8 中航西飞：高稀缺性军民用大飞机龙头，广阔市场可期

4.8.1 盈利预测与估值

公司作为军用运输机、轰炸机、特种飞机上市平台，同时受益大飞机产业链景气度提升及国际民航市场复苏。预计 2023-2025 公司归母净利润 8.8、11.1、15.0 亿，同比增长 69%、25%、35%，PE 为 81、65、48 倍，PS 为 1.5、1.3、1.0 倍，维持“买入”评级。

4.8.2 关键假设

(1) “十四五”迎来我国国防装备放量增长期，国防支出稳定增长，装备费占比提升，航空装备获得超配；

(2) 我国持续打造“空天一体、攻防兼备”的战略空军，“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7 大能力获关注；

(3) 我国打造“民航强国”，国产 C919/ARJ21/新舟系列按计划交付，民用特种飞机 AG600 稳步推进。

4.8.3 我们与市场的观点的差异

市场担心航空装备放量的可持续性，从而公司营收增长的持久性也存疑。

我们认为：中国已成长为世界第二大经济体，国防实力与经济地位尚不完全匹配。海陆空三军中航空装备差距最大，各类型军机数量仅为美国的 29%，这一差距无法在短期内弥补，预估“十四五”期间航空装备将持续以超越 GDP 和军费增长的速度增长，军机产业将迎来黄金增长期，对应军用大中型飞机整机市场总规模约 2400 亿，年均 480 亿，复合增速约 18%。

市场一定程度上低估了公司及其产品的重大战略意义及高度稀缺性。

我们认为：

(1) 我国打造“空天一体、攻防兼备”的战略空军，《新时代的中国国防》白皮书强调“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7 大能力。“战略预警/空中打击/信息对抗/空降作战/战略投送”5 大能力均与军用大中型飞机紧密相关：“战略预警/信息对抗”少不了特种飞机，“空中打击”少不了轰炸机，“空降作战/战略投送”少不了运输机。

(2) 公司是我国军用大中型飞机整机制造领域唯一制造商，完整整合行业资源，技术壁垒深厚、产品谱系齐全。旗下运 20 运输机、未来可能的远程轰炸机等兼具“战略意义”和“放量逻辑”，以上“大国重器”除由公司自主生产外别无他途。公司产品及公司本身均具备极高战略稀缺性。

4.8.4 股价上涨的催化因素

新型远程战略轰炸机研制进展加快；大额预付款经公司财务报表等验证；C919 东航订单顺利交付；周边安全局势紧张程度加剧。

4.8.5 投资风险

公司产品交付进度不及预期；关键型号研制进展不及预期。

4.9 中联重科：海外+新板块发力，行业触底向上驱动业绩上行

4.9.1 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年营收为 454.60、539.15、661.85 亿元，同比增长 9%、19%、23%，归母净利润为 33.77、47.93、63.40 亿元，同比增长 46%、42%、32%，当前股价对应 PE 为 17、12、9 倍。

4.9.2 关键假设

1) 2023-2025 年汽车起重机行业增速假设：-30%、71%、41%；其他起重机景气度与汽车起重机整体一致，2023 年起重机行业触底。2023 年由于下游风电行业需求量持续景气，出口市场表现活跃，中大吨位汽车起重机、履带起重机收入占比提升，毛利率修复明显。塔式起重机与国内房地产相关度较高，整体呈弱修复态势。

3) 2023-2025 年混凝土泵车行业销量增速假设：86%、16%、77%；2023 年泵车销量上行，泵车景气度代表了混凝土机械行业景气度。公司混凝土泵车、搅拌车、搅拌站等产品由于行业更新需求向上，叠加低基数，开启上行通道。

2) 2023-2025 年挖掘机行业销量增速假设（含出口）：-5%、28%、15%。公司挖机产品起步较晚，中大挖竞争力显著增强，基数较低，叠加行业筑底向上，公司挖机产品仍保持较快增长。

4) 2023-2025 年高空作业机械行业持续渗透，仍维持较高增速，2022-2025 年行业国内销量 CAGR 约 25%。随着中联高机分拆上市，有望快速做大做强，市占率持续提升。

4.9.3 我们与市场的观点的差异

我们认为：

1) 挖机、汽车起重机更新需求见底，叠加出口维持较高增速，2023 年挖机、汽车起重机销量见底；泵车更新需求修复，2023 年泵车销量有望上行。工程机械行业筑底向上。

2) 2023 年起重机行业虽然仍承压，但产品结构，市场结构改善明显，高毛利率的重大吨位汽车起重机，履带起重机占比将提升，国外收入占比仍将提升，收入端较销量端有更好的表现，盈利水平有望持续改善。

3) 混凝土机械经过 2022 年大幅度调整后，由于国内更新需求及出口拉动，2023 年有望开启上行通道，对公司混凝土机械板块拉动效应明显。

4) 挖掘机行业国内渐行触底，公司挖机起步较晚，基数较低，行业短期承压对公司挖机板块影响相对较小，公司挖机表现仍将保持较快增长。

5) 高空作业机械行业仍处于成长通道，中联高机分拆上市，有助于快速做大做强，市占率有望继续上行。

4.9.4 股价上涨的催化因素

1) 挖机、起重机行业月度销量修复明显。2) 挖机、起重机、混凝土机械开工率、开工小时数提升明显。3) 房地产、基建政策利好。4) 行业出口超预期。

4.9.5 风险提示

地产、基建需求修复不及预期；境外出口不及预期；原材料波动。

4.10 中船防务：造船核心企业，受益行业景气上行、中特估“扬帆起航”

4.10.1 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年公司归母净利润 11.73/18.96/22.91 亿元，同比增长 70%、62%、21%，PE 分别为 55/34/28 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。公司军船受益于海军装备建设，未来市场发展空间广阔；民船因供需导致船舶“量价齐升”，以及环保减排政策等进一步助推船舶更新需求，公司主营业绩有望实行爆发式增长。随央企改革不断推进，整船制造企业资产有望持续整合，打开公司长期发展空间。

4.10.2 关键假设

1) 船舶行业进入中期景气上升期，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) 造船行业产能持续出清，全球造船订单向中国转移集中；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) 订单增长+船价上涨+高附加值船型占比提升助推公司业绩有望实行爆发式增长，军民共促公司盈利持续高景气。

4.10.3 我们与市场的观点的差异

市场认为后续船舶需求及新签订单不足。

我们认为：行业需求持续上行：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。

4.10.4 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。

4.10.5 风险提示

造船需求不及预期风险、原材料价格波动风险、客户风险、市场利率风险。

4.11 三一国际：矿山装备+物流装备双驱，新兴板块蓄势待发

4.11.1 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年营收为 212、274、341 亿元，同比增长 37%、29%、24%，归母净利润为 22、30、38 亿元，同比增长 31%、36%、28%，当前股价对应 PE 为 14、11、8 倍。

4.11.2 关键假设

1) 在煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额中，30%用于煤矿机械投资；煤矿机械投资中 70%用于综采设备投资；综采设备投资中 35%用于采煤机、刮板输送机、掘进机（简称“三机”）投资，45%用于液压支架（简称“一架”）投资。

2) “三机”更新周期按 4-6 年，更新比例分别为 30%、40%、30%。“一架”更新周期 8-10 年，更新比例分别为 30%、40%、30%。同时未来将持续淘汰落后小产能矿井、增核大产能矿井，带动综采设备投资额增长。

3) 2025 年我国矿井数量应控制在 4000 处左右, 1000 处智能化煤矿, 智能化采掘工作面渗透率达 25%。单工作面智能化改造价格约 3500 万元。

4) 考虑到公司国内市占率有所提升, 海外收入增量, 公司矿山装备收入在综采设备投资额中占比有所提升。

5) 2023-2025 全国港口集装箱及货物吞吐量保持平稳增长, 公司国内小港机龙头地位稳固, 大港机市占率有所提升, 叠加海外拓展迅速, 拉动公司港机业务上行。

4.11.3 我们与市场的观点的差异

1) 矿山装备: 当前煤炭仍然是国家主要能源, 保供仍然是未来煤炭的政策主线。下游企业综采设备资本开支方向主要有“三机一架”的更新, 增核的大产能矿井以及智能化改造升级, 综采设备资本开支未来仍会维持较高水平。持续看好公司矿用宽体车的竞争优势, 未来出口有望景气上行。

2) 港口机械: 小港机领域公司进入时间较早, 拥有完善的研发、制造及生产体系, 销售渠道成熟, 具备先发优势。大港机领域, 公司市占率有望提升, 凭借数智化, 电动化及国际化持续发力, 公司行业地位再夯实, 未来业绩有望实现高增长。

3) 新兴板块: 公司新并入的机器人业务、锂电装备业务、油服装备业务未来有望持续高成长, 背靠三一集团, 未来有望持续贡献业绩。

4.11.4 股价上涨的催化因素

煤炭供需缺口变大, 保供政策加码; 煤炭落后产能加速淘汰, 新产能核增提速; 煤矿机械智能化、成套化改造需求增加; 矿用宽体车出口高增长; 港口机械数智化、电动化及国际化步伐提速; 机器人、锂电装备、油服装备等新业务订单放量。

4.11.5 风险提示

煤炭设备新增、更新与智能化进程不及预期, 宽体车出口不及预期; 港口机械需求不振, 竞争环境恶化; 原材料价格波动风险。

4.12 杭氧股份: 国产替代、产品升级, 迈向工业气体龙头

4.12.1 盈利预测与估值

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。

4.12.2 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%。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。

4.12.3 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。

4.12.4 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。

4.12.5 风险提示

行业竞争风险及市场风险；产品价格波动风险。

4.13 春风动力：全地形车/大排量两轮车龙头，国内外市占率持续提升

4.13.1 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年归母净利润为 10.2、13.6、17.0 亿元，同比增长 45%、34%、25%，PE 为 25、18、15 倍。2022~2025 年归母净利润 CAGR 为 34%。基于公司四轮车和两轮车市占率逐步提升、对消费者深度理解并且擅长打造爆款车型的基因，维持买入评级。

4.13.2 关键假设

1) 预计到 2025 年全球全地形车销量 120 万台，CAGR 为 4%，到 2025 年市场规模接近 1000 亿元，CAGR 为 8%；2020-2025 年公司在全球全地形车销量市占率分别为 6.8%/7.5%/8.2%/9.0%/9.5%/10%。

2) 预计 2026 年国内 250cc 及以上的摩托车销量达到 259 万台，CAGR 为 8%；250cc 以上的大排量摩托车销量达到 106 万台，CAGR 为 24%。2020-2026 年公司在国内 250cc 及以上的市占率分别为 4.6%/6.1%/7.6%/8.9%/9.9%/10.7%/11.2%；预计随着新车型推出和海外销售网络的完善，公司 2020~2023 年海外 250cc 及以上销量增速分别为 40%/40%/29%/39%。

4.13.3 驱动因素

1) 随着人均 GDP 增长，摩托车的功能从通勤代步转向休闲娱乐。消费升级刺激四轮车和大排量摩托车需求；增量消费者 90 后、00 后没有进口品牌情结，国产品牌能够与进口品牌站在同一起跑线竞争。

2) 国产四轮车/两轮车价格仅为进口品牌的 1/3~1/2，对外凭借性价比优势抢占四轮车海外市场份额，对内可以降低大排量摩托车准入门槛。

3) UTV/SSV 和 500cc 以上大排量摩托车新车型推出、经销商数量增加，共同支撑公司国内外市占率持续提升。

4.13.4 与市场观点的差异

1) 市场认为全地形车和大排量摩托车是欧美日系厂商的天下，国产品牌成长空间有限。我们认为：1) 公司全地形车海外市场推进已经取得成效，全球市占率从 2015 年 3.8% 上升至 2019 年 6.0%。2) 公司大排量摩托车避开日系深耕东南亚地区，选择欧美等对品牌没有强烈偏好地区进行突破，凭借性价比和爆款车型成功概率较高。过去五年公司大排量摩托车海外销量的 CAGR 为 36%。

2) 市场认为随着欧美日系厂商布局国内, 公司在国内 250cc 以上大排量市场的高成长性存疑。我们认为: 公司具备打造爆款车型的能力, 有能力应对潜在的竞争压力。2018-19 年春风 250NK 分别以 12000 台和 15500 台, 斩获 250 级别销量冠军; 2020 年 3 月推出仿赛车型 250SR, 11098 位车友预定, 1 秒光速售罄, 上市便成为爆款。

4.13.5 催化剂

1) 爆款大排量车型的推出; 2) 部分或全国范围内禁摩令取消。

4.13.6 风险提示

1) 全地形车和大排量摩托车海外市场开拓不及预期; 2) 国内大排量摩托车竞争激烈程度超预期; 3) 人民币兑美元汇率波动风险

4.14 航天彩虹: 无人机和机载武器齐发力, 军民市场两翼齐飞

4.14.1 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年公司归母净利润 4.54、6.19、7.82 亿元, 同比增长 48%、36%、26%, EPS 为 0.46、0.62、0.78 元, PE 为 49、35、28 倍。

4.14.2 核心逻辑

公司为兼具无人机和机载武器研制能力稀缺标的, 军民市场两翼齐飞, 无人机和新材料业务双驱动。

4.14.3 超预期逻辑

1、市场预期: 1) 无人机军贸订单持续性较弱; 2) 无人机民用市场需求有限; 3) 新材料业务复苏较慢。

2、我们预期: 1) 无人机军贸订单仍为公司主要业绩驱动来源; 2) 工业级无人机市场需求旺盛; 3) 光伏、消费电子市场复苏有望拉动新材料业务。

3、驱动因素:

1) 无人机装备需求旺盛: 未来战争向“信息化、无人化、智能化”发展, 军用无人机装备在世界范围内迅速扩散, 将成为未来武器装备重点采购方向。

2) 工业级无人机市场快速增长: 随着技术逐渐成熟, 叠加政府政策支持, 民用无人机下游应用区域逐渐打开, 包括农业植保、电力巡检、航拍测绘、警用安防等。

3) 光伏和消费电子市场复苏: 2022 年受到上游原材料涨价, 叠加下游价格战影响, 导致公司膜业务不及预期, 预计 2023 年光伏和消费电子市场或将复苏。

4.14.4 检验与催化

1、检验的指标: 1) 公司大额预付款、合同负债披露; 2) 民用无人机订单披露; 3) 光伏新增装机量; 4) 消费电子市场销售额。

2、可能的催化: 1) 国际安全局势动荡加速军贸无人机采购; 2) 军民用无人装备政策支持; 3) 十四五中期调整计划落地。

4.14.5 研究价值

1) 与众不同的认识: 市场担心十四五期间国内无人机采购费用增速不及预期。

我们认为：无人机是未来战争关键一环，当前我国军用无人机装备处于起步阶段。我们预计十四五期间我国军用无人机采购费用有望快速增加。

2) 与前不同的认识：一定程度低估我国工业级无人机市场需求。

我们认为：工业级无人机应用场景不断延拓丰富，我国市场需求将快速增长。公司创新无人机使用方案，为中小客户解决采购资金问题，拓展下游使用方。

4.14.6 风险提示

1) 国内军品订单需求不及预期；2) 军贸出口不及预期；3) 新材料下游需求不及预期。

4.15 华测导航：高精度定位龙头，继往开来空间广阔

4.15.1 盈利预测与估值

机器人与自动驾驶业务 2023 年有望起量带来弹性，综合驱动公司发展预期持续乐观。预计 23-25 年公司归母净利润 4.63、6.08、7.63 亿元，PE33、25、20 倍。

4.15.2 关键假设

1) 假设全球、国内 2025/2030 年 L3 及以上级别车辆渗透率为 14.3%/36%、11%/31%；全球、国内 2025 年/2030 年自动驾驶卫惯组合单价 821 元/635 元、734 元/568 元；框算 2025/2030 年全球、国内乘用车自动驾驶卫惯组合市场规模达到 229/106 亿元、62/24 亿元。

2) 假设国内北斗农机自动驾驶累计渗透率 2022-2025 年分别为 4%、7%、11%、16%；2022-2025 年农机自动驾驶规模 19.3 亿、24.7 亿、29.9 亿、35.2 亿元。

4.15.3 我们与市场观点的差异

公司在 RTK 市场份额较高，市场担心传统 RTK 产品未来增速，我们认为公司依托海外市场传统 RTK 产品有望持续保持较好增长，目前公司在海外建立了强大的经销商网络。随着公司海外产品矩阵完善、渠道开拓、品牌积累等，海外市场成长性乐观。2021 年公司国外业务收入 3.15 亿元占比 16.6%同比增 59.31%，2022 上半年虽然受到一些影响，国外业务仍保持较快增长，收入 1.9 亿元同比增长 33.26%。

自动驾驶卫惯组合领域是公司新的业务发展方向，行业处于发展前期，市场担心公司在竞争中的份额获取。我们认为除了芯片、传感器等硬件外，算法能力 GNSS+IMU 的卫惯组合定位非常关键的一环。公司拥有高精度定位芯片技术平台，在组合导航算法、车规级 GNSSSOC 芯片、全球 SWAS 广域增强系统及优化核心算法等领域具备能力积累，并且直接对接车厂需求，在自动驾驶定位领域具备竞争能力和成长机会。

4.15.4 股价上涨的催化因素

自动驾驶客户进展超预期，地灾/水利监测、实景三维等进展超预期。

4.15.5 风险提示

1) 行业需求不及预期；2) 产品降价幅度超预期；3) 海外拓展不及预期的风险。

4.16 内蒙一机：陆军装备龙头，新式陆军发展核心依托

4.16.1 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.39、11.11、12.72 亿元，同比增长 14%、18%、14%，CAGR=16%，对应 PE 为 18、16、14 倍，维持“买入”评级。

4.16.2 核心逻辑

“十四五”核心武器装备加速列装；外贸需求不会收到全球地缘政治格局变化的影响

4.16.3 与市场的差异

市场认为：陆军装备转入低速增长，成长性不如空装、海装，因而缺乏投资机会；

我们认为：外贸需求弥补了内需的低增速；另外公司估值显著低于其它子行业，反应了公司相对较低的增速，2020 年股价涨幅大幅低于其他板块公司，从风险收益比来看，投资吸引力上升。

4.16.4 催化剂

陆战装备外贸订单公布；军工板块的上涨；财务报表公布；股权划转完成。

4.16.5 风险提示

外贸受全球地缘政治变化的影响不能正常推进。

4.17 洪都航空：教练机+导弹双轮驱动，业绩增长可期

4.17.1 盈利预测与估值

公司教练机和防务产品受“内需+外贸”双重驱动。预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.9、2.2、2.9 亿元，同比+32%、+20%、+29%，EPS 为 0.26、0.31、0.40 元，PE 为 98、81、63 倍，维持“买入”评级。

4.17.2 关键假设

(1) “十四五”迎来我国国防装备放量增长期，国防支出稳定增长，装备费占比提升，航空装备获得超配；

(2) 我国持续推进“两机三级”制教练体系，教 10 在高级教练机的竞争中占据显著优势，初教 6 垄断初级教练机市场；

(3) 作战飞机放量增长背景下，公司导弹产品获得下游客户持续认可和采购。

4.17.3 我们与市场的观点的差异

市场担心航空装备放量的可持续性，从而公司营收增长的可持续性也存疑。

我们认为：

(1) 中国已成长为世界第二大经济体，国防实力与经济地位尚不完全匹配。海陆空三军中航空装备差距最大，各类型军机数量仅为美国的 29%，这一差距无法在短期内弥补，我们预估“十四五”期间航空装备将持续以超越 GDP 和军费增长的速度增长，军机产业将迎来黄金增长期，对应教练机整机市场总规模约 300 亿，年均 60 亿，复合增速 22%；

(2) 公司产品初教六 60 年传奇，畅销海内外，如今依然垄断我国初级教练机市场，又获得民机适航许可，市场空间广阔。教 10 是我国当前最先进教练机，是三四代战机飞行员培训的必须装备，首先受益于国内巨大市场；其次还具备改装为攻击机和多功能战机的潜力，“一机多能”未来空间大。

市场担心公司近年来毛利率、净利率偏低，盈利能力不佳，无法在短期内改善。

我们认为：

(1) 公司此前航空城搬迁，“边搬迁边生产”，产能受到压制。2021 年 4 月公司披露航空城总装厂房已基本建设完成，产能释放在即，规模效应有望显现；

(2) 公司 2019 年资产置换，减轻负担、轻装上阵。置换以来公司扣非归母净利润大幅增长，后续随着教练机及导弹双主业双双放量，盈利能力有望迎来拐点。

4.17.4 股价上涨的催化因素

教 10 斩获国际市场订单；教 10 衍生型号、导弹新产品正式定型或获得订单。

4.17.5 投资风险

教 10 及导弹产品产销量不及预期；产品放量规模效应显现不及预期。

4.18 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

4.18.1 盈利预测与估值

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。

4.18.2 关键假设

1) 根据文旅部正式发布《“十四五”文化和旅游发展规划》，要求 2025 年全国各类文化设施数量达到 7.7 万，较 2021 年的 5.3 万个增长 45%。

2) 根据国务院发布《全民健身计划》指出，到 2025 年，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施，数字化升级改造 1000 个以上公共体育场馆。

3) 伴随防疫政策调整，国内消费及出行人数快速恢复至前期水平。

4.18.3 与市场观点的差异

市场认为公司仍为传统舞台机械设备及集成企业，我们认为公司场馆运营及文旅业务已布局完善，已成为文体旅产业综合方案解决商，服务性收入占比将持续提升。

1) 市场担心公司主业舞台机械增长将放缓：我们认为公司在新签订单、收入及利润仍呈现稳定增态势，体现出公司优异的管理经营能力。伴随国家政策支持及防控放开，预计无论是下游招标数量还是公司项目交付速度都将大幅提升，此外海外业务也有望成为公司新时期发展的重要增长点。

2) 市场对公司数艺科技及运营业务存在低估：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。公司文体场馆运营、文旅演艺、体育赛事运营等服务性收入占比后续持续提升，盈利能力更高的数艺科技业务也保持高增长态势，我们认为公司新业务商业模式可以对标风语筑、锋尚文化及宋城演艺。公司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。

4.18.4 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。

4.18.5 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。

4.19 华自科技：电力自动化领先企业，加速布局储能赛道

4.19.1 盈利预测与估值

公司是电力自动化领先企业，受益储能业务快速扩张和锂电设备业务修复。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为-3.61、2.47、3.92 亿元，对应 EPS 分别为-1.09、0.75、1.19 元，对应 PE 分别为-15、22、14 倍。我们选取储能行业系统集成产业链的可比公司林洋能源、南都电源、智光电气、南网储能、永福股份作为可比公司，2023 年行业平均 PE 为 29 倍。综合考虑公司业绩的成长性和安全边际，我们给予公司 2023 年 PE 估值 29 倍，对应当前市值有 35% 的上涨空间。

4.19.2 关键假设

- 1) 2022-2024 年公司储能电站新增投运数量分别为 2、4、6 座。
- 2) 2022-2024 年公司锂电设备业务营收 8.77、13、15 亿元。
- 3) 2022-2024 年环保及水处理业务（包含水处理膜）营收 5.86、6.45、7.09 亿元。

4.19.3 我们与市场的观点的差异

市场认为：公司储能业务营业收入快速增长，但由于国内大储盈利性较差，公司业绩可能出现增收不增利，2023 年业绩扭亏为盈的空间较小。此外锂电设备业务随着新能源车渗透率达到较高水平未来增速有趋于下降的风险。

我们认为：公司现有投运储能电站城步儒林收益情况较预期更好，一方面国家政策和地方政策驱动下，国内大储的收入来源逐渐多元化，公司储能电站建设布局较早，可享受到第一波红利，目前运营数据较好。此外公司在手储能电站中，仅 2 座为自持，后续储能电站的业务主要为下游提供储能设备及系统，盈利性将有改善空间。此外，锂电设备业务下游除新能源车外还包括势头较猛的储能领域，随着不利因素缓解以及下游需求的持续旺盛，我们预计公司锂电设备业务将得到快速修复，未来有望保持稳定增长。

4.19.4 股价上涨的催化因素

储能电站投运进度超预期；锂电设备下游客户拓展超预期；原材料成本下降超预期。

4.19.5 风险提示

储能项目建设不及预期风险；下游需求不及预期；原材料成本大幅上涨风险。

4.20 福斯达：空分设备民企龙头，受益“一带一路”业绩驶入快车道

4.20.1 盈利预测与估值

1) 我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 24.8、33.7、44.8 亿元，归母净利润分别为 2.6、3.9、5.5 亿元；

2) 预计 2023-2025 年对应的 PE 分别为 19、12、9 倍;

4.20.2 关键假设

随着国内气体分离设备下游行业的技改项目、新型煤化工及采用节能减排新技术的石油化工和冶金等行业的新建项目、核电、电子、新能源和航空航天等战略新兴行业建设，国内市场对气体分离设备的需求持续增加，我们预计未来行业仍将维持平稳增长。

4.20.3 我们与市场的观点的差异

市场低估了公司空分设备未来的增速。

我们预测：未来公司空气分离设备业务收入增长将超行业平均水平，2023-2025 年增速分别为 33%、36%、33%，主要系：1) 公司未来将积极拓展欧美、日韩及俄罗斯市场，加强与中高端客户和国内外知名气体公司的合作，海外空分设备订单有望加速增长；2) 公司将重点开拓海外市场 LNG 业务，逐步形成移动式液化天然气装置、LNG 加液加气站装置、BOG 再液化、LNG 冷能利用等天然气相关装置，对应订单有望快速增长；3) 公司国内市场占有率持续提升。

4.20.4 股价上涨的催化因素

新签海外空分订单发布、LNG 设备订单发布等。

4.20.5 风险提示

下游需求风险、市场竞争风险、海外业务风险。

4.21 上海沿浦：品类延伸、客户延伸，单车价值量和市占率双提升

4.21.1 盈利预测、估值与目标价、评级

5 月 5 日国常会提出要适度超前建设充电基础设施、5 月 17 日国家发展改革委联合国家能源局印发的《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》、6 月 2 日召开的国务院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。为更大释放新能源汽车消费潜力，会议提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，刺激新能源汽车发展政策持续推出。公司产品横向发力，同时座椅骨架外包趋势明显，预计 2023~2025 年公司营收 18、24、32 亿元，YOY 分别为 56%、39%、32%，归母净利润分别为 1.4、1.9、2.7 亿元，YOY 分别为 201%、39%、38%，对应 PE 分别为 21X、15X、11X 倍，维持“买入”评级。

4.21.2 关键假设：

- 1) 随着新势力等车企崛起，下游乘用车市场格局重塑，乘用车座椅骨架加速国产化。
- 2) 公司凭借响应效率、成本优势、技术积累持续突破新客户，前排座椅骨架特别是全车整套座椅骨架配套比例逐步提升。

4.21.3 我们与市场的观点的差异：

1、骨架厂商作为 Tier 2，市场会轻视座椅骨架的地位，我们认为：座椅骨架占座椅成本的 20%~30%，按照座椅骨架单车价值量 1000-3000 元估算，2025 年国内乘用车座椅骨架市场规模有望突破 500 亿元，市场空间客观。当全套座椅骨架外包后，对于 Tier 2 供应商的增量市场空间不容忽视。

2、市场对公司竞争力认知和座椅产业链国产化进度存在预期差，我们认为：目前座椅总成与骨架市场被同一批头部企业掌控，自主座椅零部件企业规模较小，进口替代空间较大，传统车企产业链降本叠加自主品牌和新势力车企崛起下，座椅行业有望重塑，骨架外包趋势渐显，我们认为乘用车座椅骨架行业国产化正在加速。公司作为本土优质企业将凭借响应效率、成本优势、产品质量、技术储备等优势进一步抢占市场份额。

4.21.4 催化因素

新势力和自主品牌乘用车加速崛起；乘用车座椅骨架国产化加速；公司持续获得新前排座椅骨架定点。

4.21.5 风险提示：

全球缺芯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。

4.22 佳讯飞鸿：指挥调度龙头，5G 打开新空间

4.22.1 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 23-25 年归母净利润 0.90、1.40、1.82 亿元，当前市值（2023 年 5 月 18 日收盘价）对应 23-25 年 PE 为 45、29、22 倍。

4.22.2 投资要点

交通行业：一带一路和 AI 拓宽市场空间公司凭借技术优势和对客户需求的理解，利用 ICT 技术赋能传统行业数字化改造，目前以新一代调度通信、智能视频为代表的新业务逐渐形成规模。

公司已承接多项“一带一路”重大铁路项目，部分产品和解决方案占据优势市场份额。公司携手华为签约莫桑比克 CFM 铁路南线 LTE-R 综合调度通信系统项目，还参与了印尼雅万高铁、非洲阿卡铁路、西非阿布贾城轨、肯尼亚蒙内铁路等“一带一路”项目。中国—中亚峰会对推进“一带一路”建设有着重要意义，公司所处行业面临更广阔的发展空间。

公司 AI 产品和解决方案已实现商业化应用。公司自主研发了面向铁路安全的智能视觉 PaaS 平台（“飞鸿安视平台”），并进一步开发了营业线作业安全智能视觉监测系统、铁路桥智能防护系统等产品和解决方案，目前相关产品已经在兰州局、武汉局、国能集团铁路等实现商用化应用。公司与百度智能云签署了战略合作协议，双方就轨道交通等领域内 AI、云计算、大数据、物联网等技术与应用创新开展合作，目前相关技术合作已在公司部分项目解决方案中得到应用。

政府及国防行业：为“天舟四号”、“神州十四号”、“神州十五号”提供通信安全保障支撑；完成公司首个智慧化口岸项目-云南孟定清水河口岸信息化项目；提前布局民航内话系统领域，积极开展机场 5G 通信专网技术研究等；完成中海油天津海上融合通信平台项目的实施，并着力推进了中石化集团融合通信项目；在核工业领域安保管控、指挥调度等相关业务上取得创新突破。

4.22.3 股价上涨的催化因素

铁路 5G-R 相关规划实质性推进等。

4.22.4 风险提示

经济恢复不及预期；交通、政府等信息化投资不及预期；公司份额不及预期等。

5 风险提示

1) “一带一路”进展不及预期

若“一带一路”进展不及预期，行业需求端将承压，海外订单不及预期从而影响业绩。

2) 地缘政治“黑天鹅”

中国与签订“一带一路”合作的国家政治关系恶化将影响该国对中国的投资，进而使该国对中国企业的订单减少甚至取消。

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。

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn