国防军工

国防军工 2022 中期投资策略　领先大市-A(维持)

百年变局已经开启，军工行业迈入景气

2022 年 7 月 13 日　　行业研究/行业年度策略

国防军工板块近一年市场表现

相关报告：

【山证其他军工II】斯拉维扬斯克战役-俄乌战场态势定期更新 2022.7.11

分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

投资要点：

- **过去十年，行业主要逻辑由资产注入变为业绩兑现。**到 2022 年，主流军工集团的资产证券化率已经超过 50%，上市公司体内已经有为数不少的军工核心企业资产，回顾这十年以来的板块逻辑变化，是从关注军工体外核心资产注入上市公司的以国企改革为主的“资产注入逻辑”变为关注上市公司体内军工资产在当今时代背景下的业绩成长和业绩兑现为主的“业绩成长逻辑”。
- **军工行业进入业绩兑现期，军改价改利好开始显现。**2022 年一季度 A 股所有行业单季净利润增速，国防军工行业同比增长 17%，可以看到多家国有总装类和核心配套企业的净利率超过了 5%，这说明军品定价机制改革的利好已经开始显现，随着新型号的不断列装，行业核心企业的净利率有望持续提升。
- **全球安全形势急剧恶化，武器外贸新增需求不容忽视。**国际局势和地区安全环境的恶化，则会导致该地区对于武器装备需求的提升，而中东和北非则又是传统的国际军贸重要客户地区。这将让世界主流国家的武器装备生产企业受益。对于军工企业来说，外贸武器装备的净利率水平一般要高于本国军队购买的装备净利率，武器装备外贸将会成为军工企业重要的新增业绩来源。
- **建议关注导弹和新型航空装备产业链。**全军大规模装备更新已经持续了数年，平台类装备中的新型作战飞机交付数量增速较大、持续性较强，新型导弹类装备受到需求提升和补库存双重利好。因此，推荐重点关注新型航空装备和导弹产业链，尤其是重点关注“高价值消耗类装备”的相关企业。
- **重点公司关注：**导弹产业链推荐航天电器、新雷能。航天电器是我国航天级和弹载连接器、数据总线产品的主要供应商，将受益于导弹配套行业的持续成长。新雷能在军用电源领域具有核心技术优势，在新型重点型号战术、战略导弹及雷达、电子设备电源产品领域占比较高。航空装备产业链推荐中航沈飞、中航高科、航发动力。中航沈飞的新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，使其成为了世界上第三个可以大批量生产合格的隐身战斗机的企业。中航高科是重要的航空碳纤维预浸料研制企业，碳纤维是新型作战飞机的主要结构材料。航发动力是重要的航空发动机研制单位。以上企业将受益于导弹产业链和航空装备产业链的成长。

风险提示：全军换装及实战化训练进程可能低于预期，外贸客户需求可能低于预期，导致行业业绩可能低于预期。

目录

1. 近十年板块逻辑变化分析……4
1.1 近一年板块行情回顾……4
1.2 近十年军工板块逻辑变化分析……6
1.3 下一阶段逻辑展望……8
2. 军工板块业绩开始兑现，价改利好开始显现……9
3. 时代主题发生变化，武器装备外贸需求增加……13
3.1 粮食危机将加剧世界局势动荡……13
3.2 中国外贸武器装备市场地位持续提升……16
4. 推荐导弹和新型航空装备产业链……19
4.1 导弹配套产业链……19
4.2 新型航空装备产业链……19

图表目录

图 1： 近一年军工板块、上证综指、创业板指数走势对比……4
图 2： 2015 年以来的军工板块市盈率变化……6
图 3： 2014 年 6 以来的上证指数、创业板指、军工指数走势对比……7
图 4： 2013 年以来的军工板块公募重仓持股比例……8
图 5： 2022 年一季度 A 股一级行业单季净利润增速……9
图 6： 顿巴斯战场被炮火覆盖后的田地……13
图 7： 乌克兰黑土地的分布情况……13
图 8： 2009 至 2019 年美国武器装备出口总额及增速……16

图 9： 2009 至 2019 年俄、英、德、法、土五国武器装备出口总额 17

图 10： 中航无人机公司“翼龙-2”无人机 18

图 11： 美国通用原子航空 MQ-9“死神”无人机 18

图 12： 中航沈飞歼-31 隐身战斗机 20

图 13： 中国航发“太行”涡轮风扇发动机 20

表 1： 军工板块股票 2022 年一季度情况 10

表 2： 俄罗斯小麦出口情况及各小麦进口国进口量占俄罗斯出口总量占比 14

表 3： 乌克兰小麦出口情况及各小麦进口国进口量占乌克兰出口总量占比 14

表 4： 排名前十的乌克兰小麦进口国进口量占进口总量的比例（%） 15

表 5： 排名前十的俄罗斯小麦进口国进口量占进口总量的比例（%） 15

表 6： 重点覆盖公司盈利预测及估值 20

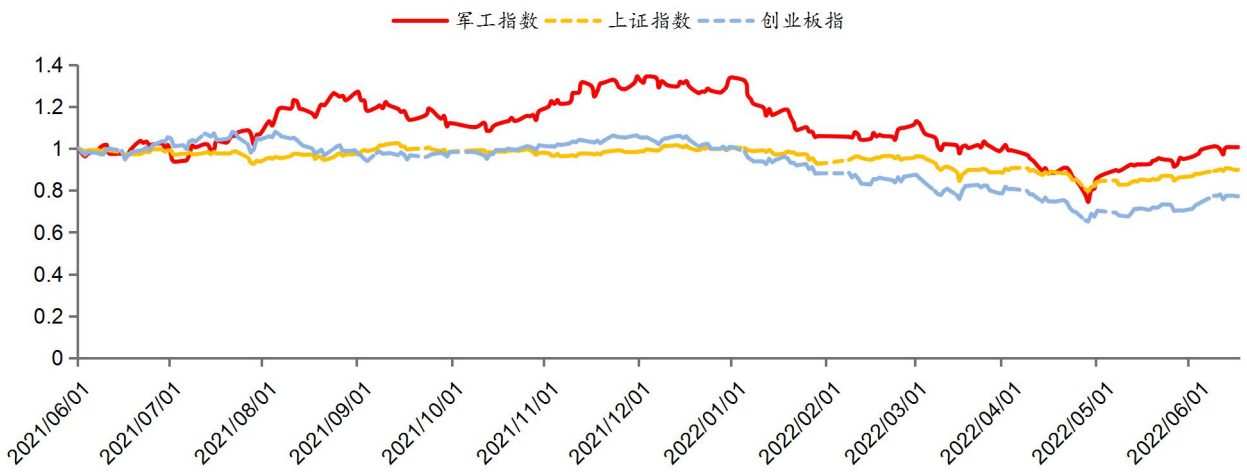
1. 近十年板块逻辑变化分析

军工板块始于 2013-2015 年国有军工企业改革和民参军大力推进，在此之前可以说军工板块是不独立的，行业的股票分类是混在如机械、交运、电子等其他板块里的，当时的军工板块相关上市公司体内没有军工类资产。自 2013 年军工企业改革开始，军工核心资产陆续上市公司，军工板块作为独立行业。到 2022 年，主流军工集团的资产证券化率已经超过 50%，上市公司体内已经有为数不少的军工核心企业资产，回顾这十年以来的板块逻辑变化，是从关注军工体外核心资产注入上市公司的以国企改革为主的“资产注入逻辑”变为关注上市公司体内军工资产在当今时代背景下的业绩成长和业绩兑现为主的“业绩成长逻辑”。但并不是说在现如今的背景下“国企改革”和“资产注入”不吸引市场注意，而是上市公司体内资产的良好的确定性高速成长让市场更加有安全感，所以后者成为了当下军工板块的主要逻辑。

1.1 近一年板块行情回顾

回顾近一年的军工板块行情，军工板块在去年 7 月开始上涨，并且在 8 月和 12 月分别有一个高点，在今年一季度开始出现下行回调，在 4 月底达到最低点，然后开始上行反弹。过去一年的最高点在 2021 年 11 月 30 日，与 2021 年 6 月 1 日板块指数相比涨幅为 33.27%；最低点为 2022 年 4 月 26 日，与 2021 年 6 月 1 日板块指数相比跌幅为 26.07%。

图 1：近一年军工板块、上证综指、创业板指数走势对比



资料来源：wind、山西证券研究所整理

板块在这一年里弹性较好的原因，主要是市场已经意识到行业基本面疫情全面好转，意识到行业已经进入了军队编制体制改革改革和军品定价机制改革后的业绩兑现期，并且后疫情时代的国际局势中地区冲突增多，这让市场看到军工行业的基本面向上的趋势具备中长期的持续性。所以这一轮军工板块的行情，

是板块的业绩预期驱动的。正因如此，我们可以看到军工指数在 2021 年中报和 2021 年年报出来以前的明显上行，因为此时的市场已经了解并且广泛认识到了军工板块业绩的上行，尤其是在其他行业受到全球经济负面影响较大的情况下，军工板块是少有的仍然可以提供确定性成长的板块。

但是在去年年底市盈率板块走高的背景下，市场主体对于行业业绩的预期会上浮，以至于对部分公司的短期业绩产生过高的估计，这就导致了在年报业绩预告发布后，部分公司的业绩会低于市场的预期，如果此时 A 股整体出现下行，那么板块就容易出现下行。

军工产品是产业链较长的高科技复杂产品，为让这些产品达到目标产能，供应链可能要准备数年的时间，在产品定型后的量产阶段，总装类产品的产量会随实际产能的不断上升而增长。在这个阶段仅了解订货量是不够的，因为即使订货量足够大，所需的总装产品的产能增速也是有限的。资本市场对总装类产品实际产能的增速容易有过高的短期预期，但是对行业订货的持续性则预期不足。所以在现在的阶段，军工行业的部分总装类企业的走势，容易出现短期的业绩预报发布后就下行，跌到一定程度又出现较大的反弹的情况。现阶段，市场不怀疑军工板块十四五期间业绩的确定性，但是对行业成长的可持续性认识不足。

如果我们把时间拉长，将自 2014 年 6 月以来这 8 年时间的军工板块走势来进行分析，可以得出一个结论，就是现在军工板块进入了一个新的时期，市场对板块业绩的信心开始恢复、对板块逻辑的认可开始恢复、市场情绪对板块题材的反应也开始增强。所以如果对军工板块接下来的行情要进行客观的判断，那么须对板块过去十年的逻辑进行回顾。

1.2 近十年军工板块逻辑变化分析

回顾过去十年时间里的军工板块逻辑的变化，行业要分为三个时期。分别是 2013-2016 年的“资产注入时期”、2017-2020 年的“军改时期”、以及从 2021 年开始的“改革后业绩兑现期”。

图 2：2015 年以来的军工板块市盈率变化

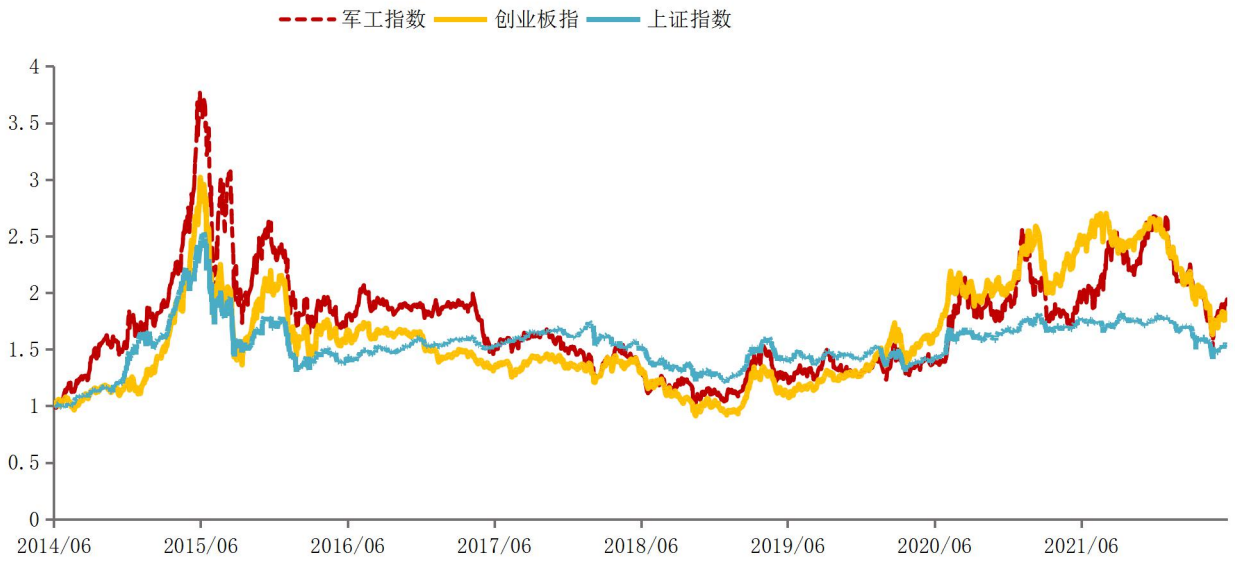
资料来源：wind、山西证券研究所整理

第一个时期是“资产注入时期”。在 2013 年以前，军工板块的上市公司体内没有军工资产，这些上市公司在行业划分上是被分到其他板块如机械、交运、电子等板块进行研究的，而这些公司又有很多几乎沦为壳公司，这个时候的研究价值有限，不受市场关注。在 2014 年，国家提出了军工企业资产证券化战略和民参军战略，这时迎来了军工板块的一个时代，以炒重组、炒资产注入为主。尤其是 2014 年年底，两大战斗机总装企业注入成飞集成上市公司的事件，引爆了市场对于军工资产注入上市公司的预期，虽然这次资产注入最终停止，但是这向市场表明最核心的军工资产也是可以上市的。正因如此，当时的军工板块市盈率才会如此之高，我们在图 2 中可以看到，板块平均市盈率在 2015 年和 2016 年的高点均突破了 200 倍，这主要原因是因为当时的上市公司体内资产相比于庞大的体外资产几乎不值一提，所以体外资产注入的预期才可以支撑如此高的市盈率。这个时期就是军工板块诞生以后的第一个时期，即为“资产注入时期”。

第二个时期，为“军改时期”。自 2016 年四季度开始，军工板块的市盈率开始大幅下行，然后开启了直到 2019 年年初的下跌过程。不管是对于资本市场的军工投资从业人员，还是军工企业来说，这段时间是非常痛苦的。究其原因，主要有两个方面。第一是军队编制体制改革对当期行业业绩的负面影响过大，除总装类产品和部分核心配套产品外，多数军队直采产品的订单延期执行，直接打击了行业的基本面，这产生了一些列的连锁反应。第二是由于军改在短期对行业基本面的影响，导致了在前几年通过资产注入或者 IPO 上市的军工上市公司的业绩没有达到市场之前的预期，且在当时市场还不知道军改影响会在 2019 年的

年底结束，因此市场对于行业前景的不确定性表现的比较悲观，所以当时的军工板块处于低业绩低估值的时期。这段时期就是“军改时期”。在此时期内，还发生了军品定价机制改革、军品采购目录调整等改革，这些改革对于以后的行业健康成长、提升高技术产品的净利率有着积极影响，但是由于当时市场对于板块的悲观情绪，对此认识并不充分。从图 2、图 3 中也可以看到，军工板块的底部也是在这个时期，就是 2018 年下半年，这时候的军工板块是既没有业绩也没有市场预期，A 股还处于比较低的时期，是军工板块的“至暗时刻”。

图 3：2014 年 6 以来的上证指数、创业板指、军工指数走势对比



资料来源：wind、山西证券研究所整理

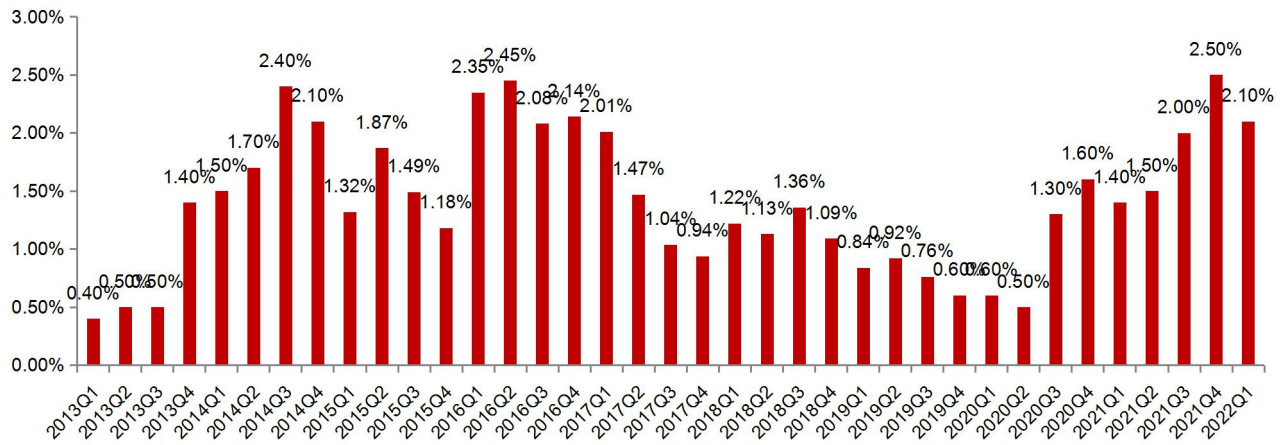
第三个时期，为“兑现时期”，就是当下所在的时期。军队编制体制改革的影响随着“十三五”末期军委“装备发展部”工作的展开而结束，军工板块的整体业绩水平开始好转，所谓春江水暖鸭先知，市场对此在 2019 年年中已经有了认识，到 2019 年年底上市公司的订单完成情况和经营状况的好转已经被市场确认，所以才有了 2020 年一月的行情。在这个时期里，行业业绩的兑现程度会直接影响短期的走势，市场对于公司的当期业绩的态度是“不见兔子不撒鹰”，所以在这个时期企业当期的报表情况对于短期走势的影响是很大的。但就长期来说，在全球经济下滑、战争风险增加的当下，市场对军工板块的最大诉求是“长期的确定性成长”，如果市场对此有广泛的认可，那么军工板块才会进入下一个时期，市盈率会整体抬升，迎来新一轮抬估值行情。但是如果市场对此持现在这样的“谨慎乐观”态度，那么军工板块则会长期处于“兑现时期”，就是要通过不断的业绩兑现来支撑市场的预期，在这个时期里，只能通过业绩的成长来抬估值，没有被催化起来的情绪对抬估值起的作用不会很大。现在市场对于军工板块，就处于此时期。

1.3 下一阶段逻辑展望

进入下一个阶段的前提就是上文提到过的市场对“军工行业的长期确定性成长”有广泛的认可，因为这样才能提升市场对于军工板块的长期业绩预期，进而刺激板块情绪走高使板块进入“抬估值行情”。

结合公募重仓持股比例和板块市盈率，我们可以看到 2022 年一季度的时候，板块重仓重仓持股比例为 2.1%，这个持股比例水平与 2016 年三季度相当；2021 年的四季度为 2.5%，这个持股比例超过了 2016 年二季度，成为了公募重仓持股比例的历史新高。但板块的平均市盈率则不到 2016 年时候的一半，这其中虽然有 2016 年的时候板块的体外资产总量要远大于上市公司体内资产的因素，把这些资产算进来之后的市盈率会大幅下降，但是也要说明的是当时的资产注入预期包含了大量作为事业单位的“院所改制”预期，但是这些院所进入上市公司的阻力是非常大的，以现在的眼光看，军工事业类单位进行证券化所需要的改革力度和难度也是市场预期不到的。归根结底，2016 年时期的高持仓率和高估值，是市场对于军工板块的资产注入乐观预期带来的高涨情绪推动的，那时的市场对于体外资产的体量和证券化进程均是乐观且不怀疑的。

图 4：2013 年以来的军工板块公募重仓持股比例



资料来源：wind、山西证券研究所整理

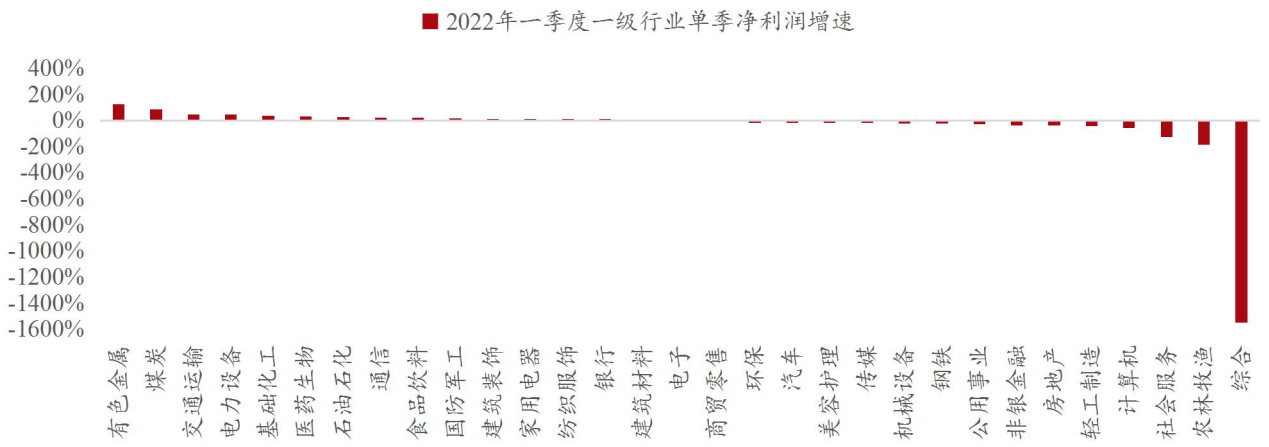
归根结底，驱动板块继续上行乃至进入提估值行情的动力是让市场认可板块高成长的持续性。而这又是由诸多因素所决定的。比如当今的时代主题变化、地区冲突乃至局部战争的风险大大增加、为应对世界局势变化国内武器装备采购的持续性等。

总结起来，决定板块能否由“业绩兑现”阶段进入“估值提升”阶段的因素，除当下不断的业绩兑现外，让市场认识到在当今时代背景下军工板块具有“相对的永续性”成长是至关重要的。这就要对时代背景进行充分的分析。

2. 军工板块业绩开始兑现，价改利好开始显现

2022 年一季度 A 股所有行业单季净利润增速，国防军工行业同比增长 17%，在所有行业中排名第十。必须要说明的是国防军工行业的收入确认具有极其明显的季节性，一季度主要是在为全年的装备生产工作进行准备，交付数量不多。行业产品交付确认的特点是下半年集中交付确认，因此一季度在全年来说是行业的业绩较差的季度。但即使如此，行业一季度的业绩增长依然处于 A 股所有行业前列。

图 5：2022 年一季度 A 股一级行业单季净利润增速



资料来源：wind、山西证券研究所整理

2022 年一季度的军工上市公司总体经营情况较好，可以看到多家国有总装类和核心配套企业的净利率超过了 5%，这说明军品定价机制改革的利好已经开始显现，随着新型号的不断列装，行业核心企业的净利率有望持续提升。总装类产品的净利率一直是市场非常关注的，因为在定价机制改革之前，军工行业的高技术总装产品的净利率水平是通过成本加成的方式限制住的，原则上不超过 5%。成本加成的定价机制本身就不利于军工企业进行持续创新，不利于我国武器装备技术的持续发展，向市场化定价进行改革是必要的。军品定价机制改革虽然进行较晚，但是执行较好，其原则是让研发投入大、技改成本高的高技术装备的净利率提升到一个比较公允的水平。让那些可以社会化采购的货架产品按照工业类产品进行定价。这样可以提高装备费的使用效率，鼓励军工行业进行技术创新。

随着新型号武器装备进入量产阶段，军工行业不仅会有业绩的持续成长，核心企业的净利率水平有望进一步提高。而且由于当今的时代特点和行业本身具备的高政策性和高确定性特点，军工行业资产的比较优势将会愈发突出。当市场全面认识到这个逻辑之后，行业估值水平也将进一步上升。

表 1：军工板块股票 2022 年一季度情况

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收（亿）	营收同比（%）	归母净利润（亿）	归母净利同比（%）	存货（亿）	存货同比增长（%）	净利率（%）	毛利率（%）
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	28.04	46.66	2.06	16.60	40.19	144.28	7.31	11.71
	战机整机	中航沈飞	600760.SH	78.03	34.78	5.11	48.18	80.68	1.87	6.55	9.64
		中航西飞	000768.SZ	75.09	12.43	1.55	14.26	270.06	105.60	2.06	8.07
		中直股份	600038.SH	16.25	-49.21	0.11	-93.13	149.54	16.48	0.33	11.17
		洪都航空	600316.SH	7.24	29.37	0.05	-86.55	35.79	3.06	0.69	3.17
		贵航股份	600523.SH	5.74	1.23	0.34	3.40	3.57	-24.24	6.22	23.03
	舰艇整船	中国重工	601989.SH	61.14	-14.17	0.56	-72.70	292.60	-31.58	0.69	11.27
		中国船舶	600150.SH	131.10	30.39	0.52	-43.47	374.86	315.23	0.44	6.37
		中船防务	600685.SH	11.28	-38.12	-0.12	41.18	65.10	-37.04	-2.84	9.13
	无人机	中无人机	688297.SH	8.56	6.44	1.35	-23.35	8.53		15.71	22.78
		航天彩虹	002389. SZ	7. 24	46. 08	0. 35	82. 34	8. 64	95. 23	5. 17	17. 55
		长鹰信质	002664.SZ	8.28	9.83	0.32	-42.84	6.86	55.03	3.80	10.12
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	13.82	1.15	2.81	191.03	12.90	-11.76	20.37	36.76
		长城军工	601606.SH	2.56	61.85	-0.30	6.48	6.71	54.00	-11.87	13.22
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	5.88	-29.51	0.86	14.88	22.54	123.42	14.67	25.87
		四创电子	600990.SH	2.35	21.80	-0.79	-66.88	19.67	104.64	-33.41	13.23
		天和防务	300397.SZ	0.94	-36.18	-0.07	-148.56	2.84	60.40	-11.33	33.86
		四川九洲	000801.SZ	8.32	7.16	0.32	18.41	9.65	30.03	4.83	20.27
	卫星总体	中国卫星	600118.SH	14.04	0.53	0.49	-14.22	29.01	162.65	4.32	13.62
重大分系统与子系统	导引头	光电股份	600184.SH	5.03	16.37	0.20	29.43	3.98	-14.27	4.01	17.01
		雷电微力	301050.SZ	2.25	-17.12	1.07	35.12	6.51	1670.75	47.55	48.06
		高德红外	002414.SZ	7.42	12.95	3.12	30.62	16.31	121.00	42.06	57.03
		雷科防务	002413.SZ	3.30	62.25	0.26	27.84	10.28	184.04	8.46	37.31
	红外子系统	久之洋	300516.SZ	0.91	-22.37	0.09	-35.64	3.24	-3.55	9.50	29.71
		奥普光电	002338.SZ	1.16	-18.94	0.17	7.41	3.19	34.28	15.06	31.56
		大立科技	002214.SZ	1.41	-51.91	0.08	-92.04	4.76	24.98	3.60	58.08
	发动机	航天动力	600343.SH	2.35	15.07	-0.11	-24.79	8.57	-6.96	-4.53	19.34
		航发动力	600893.SH	54.00	44.30	0.66	92.51	241.73	85.04	1.57	10.53
		航发科技	600391.SH	7.51	6.58	-0.25	2.44	28.83	16.54	-2.31	8.91
		中国动力	600482.SH	59.53	-4.55	0.67	-54.25	125.69	104.82	1.28	12.62
		湘电股份	600416.SH	10.46	-10.26	0.50	65.03	20.49	-28.98	5.90	15.43
	发动机子系统	航发控制	000738.SZ	12.10	31.33	2.14	59.99	11.04	37.57	17.70	34.66
		海特高新	002023.SZ	2.23	20.18	0.21	132.81	3.26	-3.60	8.33	43.68
	通信与电子类配套	卫士通	002268.SZ	6.31	123.07	-0.38	49.54	10.02	375.03	-6.07	34.69
		烽火电子	000561.SZ	1.59	-14.14	-0.35	-135.72	9.56	68.95	-28.42	41.63

	设备	天银机电	300342.SZ	1.99	-11.61	0.01	-95.47	5.70	244.90	0.60	22.31
		欧比特	300053.SZ	1.38	-1.18	0.08	-53.57	3.39	24.92	5.75	39.99
		华讯方舟	000687.SZ	0.15	53.76	-0.25	44.13	0.17	-80.27	-172.99	0.29
		川大智胜	002253.SZ	0.58	14.79	0.03	-44.38	2.46	106.37	4.72	30.43
		航天电子	600879.SH	36.85	27.58	1.66	29.85	147.61	110.65	4.61	18.24
		杰赛科技	002544.SZ	11.74	2.75	0.19	3.81	14.66	43.14	1.82	22.43
		航天发展	000547.SZ	10.08	6.62	1.44	-23.07	16.07	206.15	15.28	40.37
		海格通信	002465.SZ	9.38	7.50	0.52	8.10	19.99	8.05	5.11	35.26
		航天通信	600677.SH	4.05	-36.32	-0.43	-310.05	10.12	-37.55	-11.54	25.12
		中国海防	600764.SH	4.54	-47.47	0.15	-75.09	20.05	1356.86	3.39	37.76
	北斗终端	振芯科技	300101.SZ	2.01	18.25	0.68	79.59	5.39	150.31	35.81	59.63
		盟升电子	688311.SH	0.12	-37.51	-0.12	-1455.39	1.93	194.82	-99.54	54.86
		华力创通	300045.SZ	1.48	-2.66	0.02	-86.63	2.96	85.09	1.04	40.66
	火炮系统	北方股份	600262.SH	5.28	94.32	0.29	65.04	8.37	93.16	6.18	17.31
	电力系统类	银河电子	002519.SZ	2.70	-40.70	0.47	-13.27	6.86	29.52	17.39	43.01
		瑞特股份	300600.SZ	0.49	-19.14	-0.08	-272.13	1.90	13.15	-16.28	26.08
		泰豪科技	600590.SH	9.83	5.50	1.51	-59.92	20.80	123.59	16.27	19.43
		航天机电	600151.SH	18.21	39.94	-0.17	-16.86	9.23	16.39	-1.40	6.64
	芯片类	铖昌科技	001270.SZ	0.20	306.61	0.11	355.44	0.91		52.31	75.77
		复旦微电	688385.SH	7.76	54.54	2.33	169.62	10.13	176.00	30.70	63.59
	飞控系统航空配套	中航电子	600372.SH	23.46	19.60	2.01	44.37	62.50	91.51	8.86	27.78
		航新科技	300424.SZ	2.60	7.45	-0.16	-381.02	4.34	84.98	-6.35	26.84
	惯性导航系统	晨曦航空	300581.SZ	0.24	-54.42	0.06	311.02	2.82	89.40	26.79	39.54
		中航电测	300114.SZ	4.09	-1.63	0.25	-37.24	7.39	106.30	6.04	34.20
		耐威科技	300456.SZ	1.73	-13.12	0.24	-30.74	1.96	64.73	1.09	34.43
		北方导航	600435.SH	5.75	31.48	0.35	2633.89	7.12	24.88	7.07	21.85
基础配套产品	材料类	光威复材	300699.SZ	5.91	-5.46	2.08	-5.02	5.09	170.48	34.70	54.85
		中简科技	300777.SZ	1.73	135.91	0.91	183.83	0.23	10.88	52.47	69.25
		抚顺特钢	600399.SH	18.22	1.03	0.85	-50.58	23.44	89.31	4.69	15.82
		钢研高纳	300034.SZ	5.22	49.21	0.61	10.39	10.20	136.30	12.46	29.04
		炼石航空	000697.SZ	2.92	23.14	-0.85	-94.34	2.86	58.65	-29.15	8.97
		西部材料	002149.SZ	4.86	5.82	0.21	-31.56	15.77	107.42	5.37	20.48
		宝胜股份	600973.SH	99.85	11.52	0.38	-60.53	26.61	72.99	0.38	5.31
		泰和新材	002254.SZ	10.56	10.57	1.46	-17.59	7.14	193.51	15.70	24.57
		火炬电子	603678.SH	8.43	-26.92	1.94	-24.89	11.99	245.80	23.34	40.64
		台海核电	002366.SZ	0.82	-25.93	-0.31	29.62	5.96	-75.17	-39.39	-30.34
		菲利华	300395.SZ	3.73	42.17	0.90	20.43	3.50	378.96	25.08	46.67
		中航高科	600862.SH	11.55	16.64	2.91	22.74	13.77	-27.66	25.18	37.35
	机械加工产品	北摩高科	002985.SZ	3.68	44.73	1.54	47.55	3.77	155.87	49.68	71.89
		超卓航科	688237.SH	0.43	63.87	0.26	67.43	0.29	14.87	60.31	72.18
		新研股份	300159.SZ	1.42	33.02	-0.32	26.96	5.80	18.00	-23.85	33.97
		中航机电	002013.SZ	39.49	10.32	2.66	26.07	62.92	67.77	6.93	22.84

		中船科技	600072.SH	4.71	1.09	0.05	22.26	16.61	17.45	0.78	12.88
		银邦股份	300337.SZ	8.58	20.26	0.41	279.76	8.83	61.18	4.70	12.02
		中航三鑫	002163.SZ	5.28	-27.36	-0.43	-307.48	1.87	-80.42	-10.87	6.26
		爱乐达	300696.SZ	1.77	63.10	0.66	40.95	1.54	191.78	37.32	52.36
		鹏起科技	600614.SH	0.04	-6.15	-0.33	-369.66	3.54	-83.05	-920.52	-33.75
		航天长峰	600855.SH	2.30	-7.55	-0.42	-1.89	10.92	605.44	-20.02	30.89
		航天晨光	600501.SH	5.11	-16.52	-0.11	-181.31	14.93	102.34	-2.46	19.46
		三角防务	300775.SZ	4.28	127.05	1.42	89.61	10.54	265.54	33.08	46.56
	电子元器件	振华科技	000733.SZ	18.86	44.16	6.07	146.21	19.69	47.78	32.21	62.86
		亚光科技	300123.SZ	2.73	-24.16	-0.55	-364.31	7.28	23.16	-19.84	24.06
		中航光电	002179.SZ	39.66	17.13	7.37	18.10	50.15	274.91	19.86	39.79
		航天电器	002025.SZ	15.09	34.89	1.59	33.50	11.35	245.98	12.15	35.68
		旋极信息	300324.SZ	4.99	-14.47	-0.43	9.74	3.31	-48.30	-8.52	32.72
		南洋科技	002389.SZ	7.24	46.08	0.35	82.34	8.64	95.23	5.17	17.55
		航天科技	000901.SZ	14.11	-3.49	0.09	-51.78	13.41	29.64	0.84	17.56

资料来源：Wind、山西证券研究所整理

3. 时代主题发生变化，武器装备外贸需求增加

自 20 世纪 70 年代，经济全球化进程开始，和平与发展成为了延续至今的时代主题。但自 2018 年以来，在全世界经济整体转向衰退和萧条的背景下，全球供应链体系被人为打断，这从经济基础上动摇了“和平与发展”作为当今世界时代主题的基础。若此趋势持续下去，那么世界各地的地区冲突和局部战争的次数和规模都将会显著增加。俄乌战争就是在这个时代背景下所爆发的，并且对今后的世界格局有着不可逆转的连锁反应式的影响。

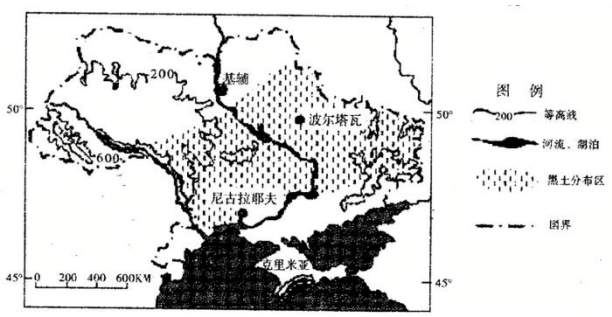
3.1 粮食危机将加剧世界局势动荡

俄乌战争自 2022 年 2 月 24 日爆发以来，在经历了第一阶段的俄军多路进攻受阻、第二阶段俄军收缩兵力调整部署开始顿巴斯决战以来，如今进入了第三阶段作战。俄军第三阶段作战的目标，是夺取哈尔科夫、敖德萨等乌克兰大城市，现在俄军已经完全攻占了北顿涅茨克和利西昌斯克，着力于全歼乌军主力的斯拉维扬斯克战役已经打响。在此，我们不对俄乌战争中的立场和战役战术进行评述，重点分析其影响。

图 6：顿巴斯战场被炮火覆盖后的田地

资料来源：今日俄罗斯、山西证券研究所整理

图 7：乌克兰黑土地的分布情况



资料来源：必应图片、山西证券研究所整理

俄罗斯和乌克兰是世界主要的小麦出口国，其小麦出口量分别占世界小麦出口总量的 22%和 11%，而乌克兰的黑土地分布主要集中在乌克兰东部和南部，是此次俄乌战争的主要战场。俄乌战争导致乌克兰主要产粮区的春耕工作完全无法进行，由于田地里未爆弹和地雷的存在也使得该地的交战结束以后难以进行夏季的补耕，这会导致乌克兰今年的粮食产量不可逆的锐减，而俄罗斯、印度等粮食出口国也宣布限制粮食出口。以上因素将极大增加对进口粮食以来较大的地区爆发粮食危机，而粮食危机则进一步增加了战争风险。

对俄罗斯和乌克兰粮食依赖比较大的地区是北非和中东地区，而这些地区本身又是地缘政治格局复杂、地区冲突频发的地区。因此，一旦这些地方面临粮食危机，那么其地区安全环境将进一步恶化。这些地区向来是宗教、地缘政治、民族冲突等诸多矛盾交织在一起的地区，一旦作为生存基础的粮食供给发生危机，而这些地区又是世界上最重要的油气资源产地，其连锁反应将会不堪设想。

依托丰富的石油资源，中东和北非国家的经济状况较好，同时其也是各武器装备出口国的主要客户。地区冲突风险的增加将极大提升其武器装备的购买需求。

表 2：俄罗斯小麦出口情况及各小麦进口国进口量占俄罗斯出口总量占比（%）

	2016		2017		2018		2019		2020	
排名	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比
1	埃及	22.99%	埃及	23.73%	埃及	21.78%	土耳其	22.07%	埃及	22.15%
2	土耳其	10.46%	土耳其	10.45%	土耳其	11.31%	埃及	19.23%	土耳其	21.20%
3	孟加拉国	7.34%	孟加拉国	5.83%	越南	5.66%	孟加拉国	8.10%	孟加拉国	5.21%
4	尼日利亚	5.58%	苏丹	4.41%	苏丹	4.89%	阿塞拜疆	4.03%	阿塞拜疆	3.72%
5	阿塞拜疆	4.50%	也门	4.35%	尼日利亚	4.49%	苏丹	3.10%	苏丹	3.58%
6	也门	3.51%	尼日利亚	4.20%	孟加拉国	4.24%	尼日利亚	2.81%	巴基斯坦	3.15%
7	苏丹	3.40%	阿塞拜疆	3.68%	印尼	3.13%	也门	2.76%	尼日利亚	2.68%
8	伊朗	2.92%	印尼	3.59%	也门	3.06%	阿联酋	2.31%	也门	2.14%
9	摩洛哥	2.90%	阿联酋	2.94%	拉脱维亚	2.89%	越南	1.90%	坦桑尼亚	1.88%
10	黎巴嫩	2.80%	黎巴嫩	2.87%	菲律宾	2.33%	拉脱维亚	1.82%	阿联酋	1.81%
合计	—	66.41%	—	66.03%	—	63.78%	—	68.13%	—	67.51%

资料来源：联合国粮食及农业组织、山西证券研究所整理

表 3：乌克兰小麦出口情况及各小麦进口国进口量占乌克兰出口总量占比（%）

	2016		2017		2018		2019		2020	
排名	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比
1	埃及	13.43%	埃及	15.36%	印尼	15.91%	印尼	19.24%	埃及	17.03%
2	印尼	11.82%	印尼	11.87%	菲律宾	10.71%	埃及	12.71%	印尼	15.05%
3	泰国	11.08%	孟加拉国	11.38%	埃及	8.53%	菲律宾	8.76%	孟加拉国	8.39%
4	孟加拉国	10.46%	印度	9.52%	摩洛哥	8.46%	土耳其	7.97%	巴基斯坦	6.89%
5	印度	10.26%	菲律宾	5.06%	突尼斯	6.27%	突尼斯	7.07%	土耳其	5.56%
6	韩国	7.61%	突尼斯	4.72%	韩国	5.65%	摩洛哥	6.39%	突尼斯	5.45%
7	菲律宾	5.27%	泰国	4.64%	孟加拉国	5.58%	泰国	6.29%	摩洛哥	5.27%
8	摩洛哥	4.78%	韩国	4.18%	西班牙	5.07%	韩国	4.34%	也门	3.92%
9	西班牙	3.13%	西班牙	3.96%	利比亚	3.89%	西班牙	4.32%	黎巴嫩	3.71%
10	以色列	3.01%	摩洛哥	3.58%	泰国	3.50%	以色列	3.40%	菲律宾	3.50%
合计	—	80.85%	—	74.27%	—	73.57%	—	80.49%	—	74.76%

资料来源：联合国粮食及农业组织、山西证券研究所整理

表 4：排名前十的乌克兰小麦进口国进口量占进口总量的比例（%）

	2016		2017		2018		2019		2020	
排名	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比
1	埃及	21.61%	埃及	21.20%	印尼	24.96%	印尼	26.46%	埃及	23.23%
2	印尼	21.30%	印尼	18.06%	菲律宾	24.15%	埃及	15.79%	印尼	28.06%
3	泰国	45.16%	孟加拉国	29.62%	埃及	11.10%	菲律宾	17.24%	孟加拉国	25.18%
4	孟加拉国	33.97%	印度	43.37%	摩洛哥	33.17%	土耳其	10.54%	巴基斯坦	43.66%
5	印度	60.28%	菲律宾	16.43%	突尼斯	55.92%	突尼斯	52.80%	土耳其	9.29%
6	韩国	28.63%	突尼斯	41.52%	韩国	23.51%	摩洛哥	21.54%	突尼斯	49.32%
7	菲律宾	17.65%	泰国	28.12%	孟加拉国	18.90%	泰国	28.10%	摩洛哥	17.65%
8	摩洛哥	14.43%	韩国	17.89%	西班牙	14.13%	韩国	15.10%	也门	23.26%
9	西班牙	9.20%	西班牙	10.96%	Libya	43.34%	西班牙	12.36%	黎巴嫩	54.91%
10	以色列	32.67%	摩洛哥	16.63%	泰国	20.60%	以色列	29.79%	菲律宾	9.52%

资料来源：联合国粮食及农业组织、山西证券研究所整理

表 5：排名前十的俄罗斯小麦进口国进口量占进口总量的比例（%）

	2016		2017		2018		2019		2020	
排名	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比	进口国	占比
1	埃及	52.29%	埃及	62.47%	埃及	76.14%	土耳其	66.84%	埃及	62.36%
2	土耳其	62.24%	土耳其	58.46%	土耳其	85.75%	埃及	54.75%	土耳其	73.15%
3	孟加拉国	33.71%	孟加拉国	28.90%	越南	57.20%	孟加拉国	56.20%	孟加拉国	32.27%
4	尼日利亚	33.31%	苏丹	61.59%	苏丹	85.77%	阿塞拜疆	84.25%	阿塞拜疆	98.68%
5	阿塞拜疆	95.78%	也门	46.53%	尼日利亚	41.07%	苏丹	46.69%	苏丹	54.89%
6	也门	31.92%	尼日利亚	24.87%	孟加拉国	38.48%	尼日利亚	19.20%	巴基斯坦	41.16%
7	苏丹	51.93%	阿塞拜疆	93.90%	印尼	13.16%	也门	31.22%	尼日利亚	16.91%
8	伊朗	40.79%	印尼	10.41%	也门	44.16%	阿联酋	53.33%	也门	26.15%
9	摩洛哥	12.40%	阿联酋	46.87%	拉脱维亚	79.04%	越南	22.65%	坦桑尼亚	70.79%
10	黎巴嫩	51.81%	黎巴嫩	64.69%	菲律宾	14.08%	拉脱维亚	61.77%	阿联酋	52.00%

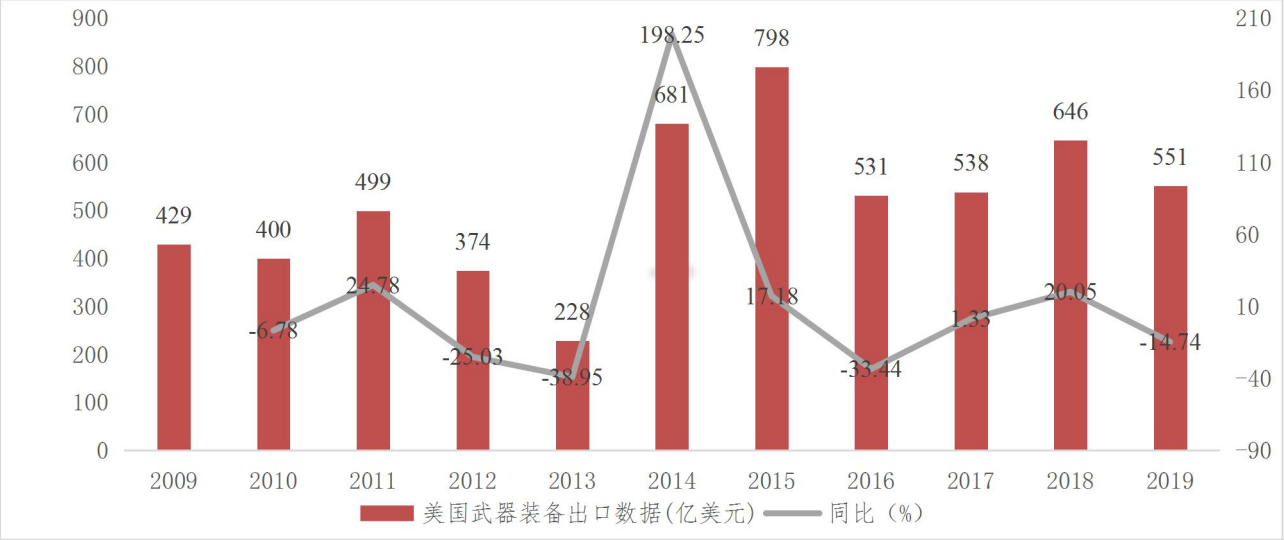
资料来源：联合国粮食及农业组织、山西证券研究所整理

3.2 中国外贸武器装备市场地位持续提升

国际局势和地区安全环境的恶化，则会导致该地区对于武器装备需求的提升，而中东和北非则又是传统的国际军贸重要客户地区。这将让世界主流国家的武器装备生产企业受益。对于军工企业来说，外贸武器装备的净利率水平一般要高于本国军队购买的装备净利率，武器装备外贸将会成为军工企业重要的新增业绩来源。中国的外贸武器装备从技术水平上来说，已经达到了世界一流水平，并且可以为客户提供完整的体系化的成建制的全套产品，如：电子战飞机、预警机、战斗机、火箭炮、无人机、巡航导弹、主战坦克、步兵战车、舰艇、雷达预警网络等，可以为客户国提供一个完整的装备体系，这是我国武器装备在国际市场上的主要优势。中国的外贸武器装备已经从过去的“低价格、低技术”的产品策略升级为“合适价格、全套装备、技术一流、服务周到”的产品策略，这使得中国制造的武器装备受到了主要客户国的广泛认可。国际局势的变化催生的武器装备外贸市场的繁荣，将是中国军工行业在本国军队装备升级之外的一个新兴业绩增长点。

美国、俄罗斯、英国、法国、德国、中国是世界上主要的武器装备提供国，土耳其近年来靠以 TB-2 无人机为代表的低端查打一体无人机也成为了一些中小国家的武器装备提供商。影响国际武器装备市场格局的主要因素有三个：装备技术水平、国际关系、装备性价比。

图 8：2009 至 2019 年美国武器装备出口总额及增速



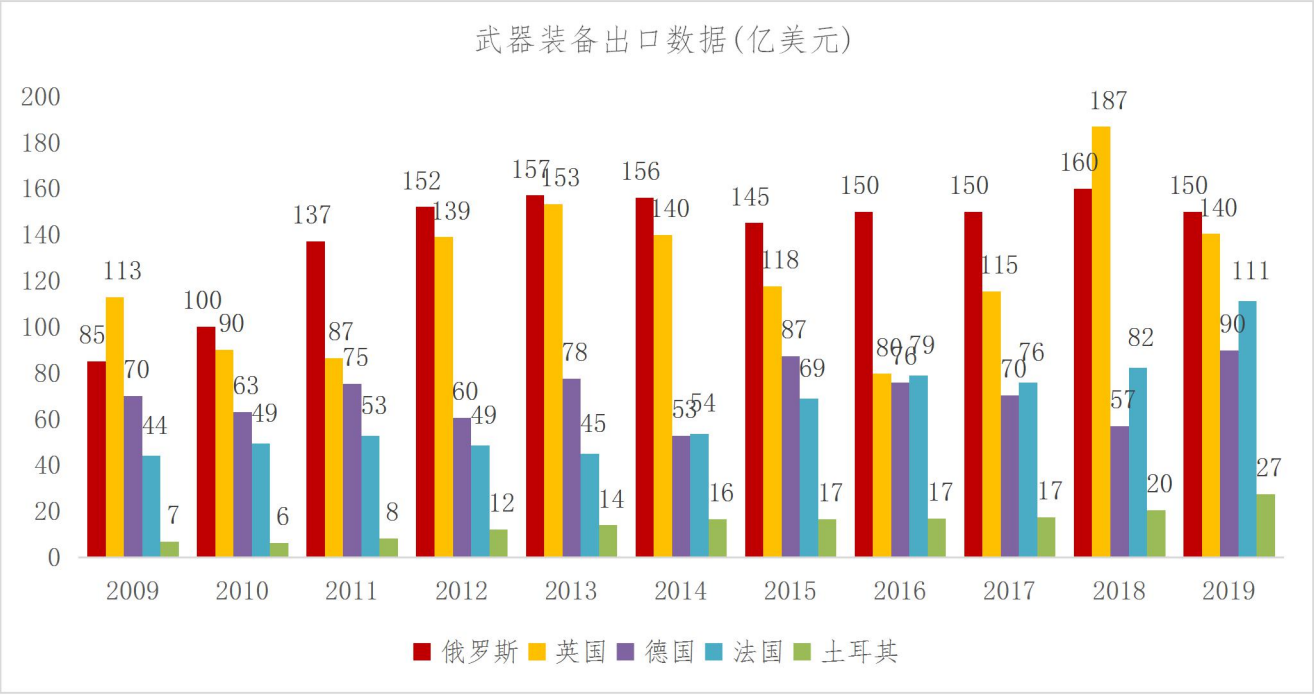
资料来源：wind、山西证券研究所整理

美国武器装备出口的主要对象是北约国家，这是美式装备市场的基本盘，也是非北约国家难以渗透的市场。俄罗斯武器装备的出口对象主要是印度、越南、独联体国家等第三世界国家，这三个地区市场（尤其是印度）是俄罗斯武器装备出口的基本盘，但近年来美欧高端装备成功进入印度市场，并且在战机等核

心领域有扩大趋势，俄罗斯受制于自身装备的技术水平在国际市场的竞争力减弱，其份额有下降趋势，但由于俄式装备价格便宜，其仍然牢牢占据第三世界国家的中低端装备市场。欧洲国家的武器装备出口市场与美国装备的重合度较高，但是其总体上作为美式装备的延伸和补充，其出口的总装类产品也大量用美制分系统，但由于欧洲武器装备价格昂贵，其主要是在北约及欧盟体系内部消化。

近年来土耳其、韩国的外贸武器装备在国际市场上崭露头角，虽然两国装备的关键子系统均来源于其他国家，但是两国有一定的系统集成能力，且凭借两国在国际政治领域东西逢源，因此其产品有一定的影响力。TB-2 系列无人机是土耳其主要的外贸武器装备，并且在纳卡冲突、俄乌战争、中东地区冲突中都有使用，土耳其的 TB-2 系列无人机占据了国际军贸市场上低端无人机的很大份额。韩国的外贸武器装备则是种类繁多，但现在以出口 K-9 自行火炮为主。近期韩国又推出了 T-50 教练机、AS-21 步兵战车等外贸产品，但韩国受制于核心子系统购自外国，产品竞争力有限。

图 9：2009 至 2019 年俄、英、德、法、土五国武器装备出口总额



资料来源：wind、山西证券研究所整理

中国外贸武器装备已经不再是廉价出售较为落后的武器装备，而是进入了以公允的市场价格提供全套高科技武器装备的阶段。中国外贸武器装备已经可以提供如歼-10CE 战斗机、枭龙 BLOCK3 战斗机、翼龙-2 无人机、VT-4 主战坦克等达到国际领先水平的武器装备。中国外贸武器装备的技术水平已经与欧美的武器装备处于同一水平，全系列产品领先于俄罗斯等国产品，中国装备正在中高端军贸市场上扩大份额，中高端武器装备市场是中国外贸装备的主要增长来源。就地区而言，中东、北非、南美、东南亚是中国武器

装备的主要市场，中国武器装备正在这些市场中凭借一流技术水平的产品、周到的售后服务、合适的价格迅速扩大份额，这将成为军工行业的新兴增长点。

图 10：中航无人机公司“翼龙-2”无人机

资料来源：必应图片、山西证券研究所整理

图 11：美国通用原子航空 MQ-9“死神”无人机

资料来源：必应图片、山西证券研究所整理

4. 推荐导弹和新型航空装备产业链

全军大规模装备更新已经持续了数年，平台类装备中的新型作战飞机交付数量增速较大、持续性较强，新型导弹类装备受到需求提升和补库存双重利好。因此，推荐重点关注新型航空装备和导弹产业链，尤其是重点关注“高价值消耗类装备”的相关企业。导弹配套领域推荐航天电器、新雷能，新型航空装备产业建议关注航空碳纤维领域，推荐中航高科；作战飞机主机和重大分系统推荐中航沈飞、航发动力。

4.1 导弹配套产业链

导弹等精确制导武器是现代战争中的主要火力打击手段，全军实战化训练全面开展使得训练中消耗实弹数量增加，我军诸多新型导弹武器定型时间较近，有巨大的补库存和新增需求。该类装备具备价值量高、消耗快、一次性使用等特点，短期增速和长期持续性俱佳。

航天电器是我国航天级和弹载连接器、数据总线产品的主要供应商，公司产品广泛应用于各类飞行器、飞船、运载火箭、导弹等精确制导武器。将受益于导弹配套行业的持续成长。

新雷能在导弹电源、雷达电源、航天产品电源领域具有核心技术优势，在新型重点型号战术、战略导弹及雷达、电子设备电源产品领域占比较高。这些总体类产品已经完成了小批量生产进入大批量生产时期，全军为实现新时期使命任务对此类产品需求增长较大，该类产品业绩进入高速成长期。公司拟增发股票募集资金扩大航空航天类等特种电源产能，建设 SiP 功率微系统产业化项目，以满足持续扩大的客户需求，预计 2024 年建成。这将进一步提升公司研发生产能力，提供高速持续业绩成长。

4.2 新型航空装备产业链

新型航空装备是现代战争中最为重要的武器搭载平台，新型航空装备以隐身战斗机、隐身轰炸机、可执行忠诚僚机任务的隐身无人机为主。这些新装备在机体结构上的特点是采用大规模碳纤维复合材料技术、搭载先进的大推力和中等推力涡轮风扇发动机、具备极强的战场感知和电子战能力。

中航沈飞是新中国首个战斗机制造企业，负责研制了我国众多主力战斗机。尤其是新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，使中航沈飞成为了世界上第三个可以大批量生产合格的隐身战斗机的企业，成为全球顶尖战斗机研制企业。公司既有产品歼-16 系列战斗机已经是空军的主力机型，目前空军和海军航空兵尚有大量的歼-7、歼-8、歼轰-7 系列老旧飞机需要换代。随着我国航母舰队的不断建设，海军舰载航空兵将为公司的歼-35、歼-15 系列飞机提供持续的增量市场。

中航高科是重要的航空碳纤维预浸料生产企业。整个碳纤维产业链共分为三个环节：碳纤维丝、碳纤维预浸料、碳纤维结构件。碳纤维预浸料是整个产业链的中间环节，具有承上启下的作用。公司在诸多新型航空装备开始预研时便跟进进行预浸料产品的研制，具有垄断优势。由于碳纤维结构相比于铝具有结构轻、强度高的优点，因此新型航空装备以碳纤维取代了铝作为主要结构。新型战机和导弹大量采用了碳纤

维结构产品，中航高科为主要的预浸料供应商，公司航空复材业务进入高速成长期。

图 12：中航沈飞歼-31 隐身战斗机

资料来源：必应图片、山西证券研究所整理

图 13：中国航发“太行”涡轮风扇发动机

资料来源：必应图片、山西证券研究所整理

航发动力是我国主要的航空发动机研制企业。涡扇-10 系列发动机已经十分成熟，并且已经推出多个改型，该发动机的批量生产极大缓解了我国军用飞机的“心脏病”问题。而随着新型号发动机如涡扇-15、涡扇-20、涡扇-19 等航空发动机研制进度的不断推进，我国将成为世界航空发动机制造强国，飞机“心脏病”问题将彻底解决。我军航空装备正处于加速换代时期，实战化训练使得飞行员平均飞行小时数极大增长，且发动机使用寿命有限，这导致对发动机的需求极大增长。产品的成熟和需求的提升使得公司业务可以进入较为长期的高增长时期。

表 6：重点覆盖公司盈利预测及估值

证券代码	证券名称	收盘价	EPS				PE				投资评级
		2022/7/11	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600893.SH	航发动力	53.18	0.45	0.52	0.65	0.87	118.18	102.27	81.82	61.13	增持-A
002025.SZ	航天电器	70.30	1.08	1.27	1.69	2.26	65.09	55.35	41.60	31.11	增持-A
600862.SH	中航高科	25.69	0.42	0.51	0.68	0.89	61.17	50.37	37.78	28.87	买入-A
300593.SZ	新雷能	40.85	0.73	1.03	1.57	2.72	55.96	39.66	26.02	15.02	买入-A
600760.SH	中航沈飞	60.38	0.86	1.03	1.26	1.62	70.21	58.62	47.92	37.27	买入-A

资料来源：WIND、山西证券研究所整理

风险提示：企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响，虽然涉及军队自身的体制性改革已经完成，但若有涉及到采购、接装等部门的突发性事件影响，则可能导致企业业绩低于预期。相关政策的落地进度，可能受到军工集团人事调整、上层改革推进意愿、尤其是事业单位转企可能受到来自财政等多方面影响，这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室
太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

深圳
广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层
北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336