



船舶制造：地缘冲突下的战略资产选择

国防军工行业报告

研究团队：国联民生证券国防军工研究团队

报告日期：2026年4月9日



核心逻辑

- **地缘冲突背景下，当前油运或可类比本轮集运周期初期“拥堵”带来的持续性。**2021年至今的集运牛市来源于：疫情期间的极端供需错配、消费结构扭曲、港口大面积拥堵以及后续的地缘政治冲突；周期高度由需求刺激打开，地缘冲突增加供需不确定性。类比当前油运，美以伊冲突导致霍尔木兹海峡的封锁类似于本轮集运初期的拥堵，制裁政策以及红海危机导致运距拉长，增加了吨海里的需求；供给上看，2026年开始运力交付有所增加，但依旧处于平衡状态，而地缘的不确定性以及占大量“影子船队”的出清不确定性或使油轮盈利能力提升具有持续性。
- **油运的持续景气或向造船方向进行量价传导。**复盘上轮油运周期，运价中枢提升并持续一段时间后向造船订单传导，VLCC新船订单自2025年开始有所增加但未达到批量下订阶段，目前船东下单仍较为克制；VLCC老龄化严重，2026年初在手订单占比约18%，这一数值距离历史峰值仍有较大空间。
- **本轮造船周期中国市占率第一，有望充分受益周期上行。**VLCC（超大型原油轮）建造难度大，产能头部集中，扩产困难、产能受限，目前产能主要集中在中国船厂，如恒力重工、大连造船、外高桥、新时代、江苏韩通、扬子鑫福等，头部船厂基本无扩产计划。油运周期的景气持续有望带动新一轮造船订单的下达，中国船厂核心受益。

风险提示：原材料价格及人工成本波动；供需情况变化较大；地缘政治冲突风险；重组不及预期风险。

1

本轮美伊冲突后的油运的行情或可类比“拥堵”带来的集运持续性

2

造船行业后续展望

3

投资建议

4

风险提示

CONTENTS

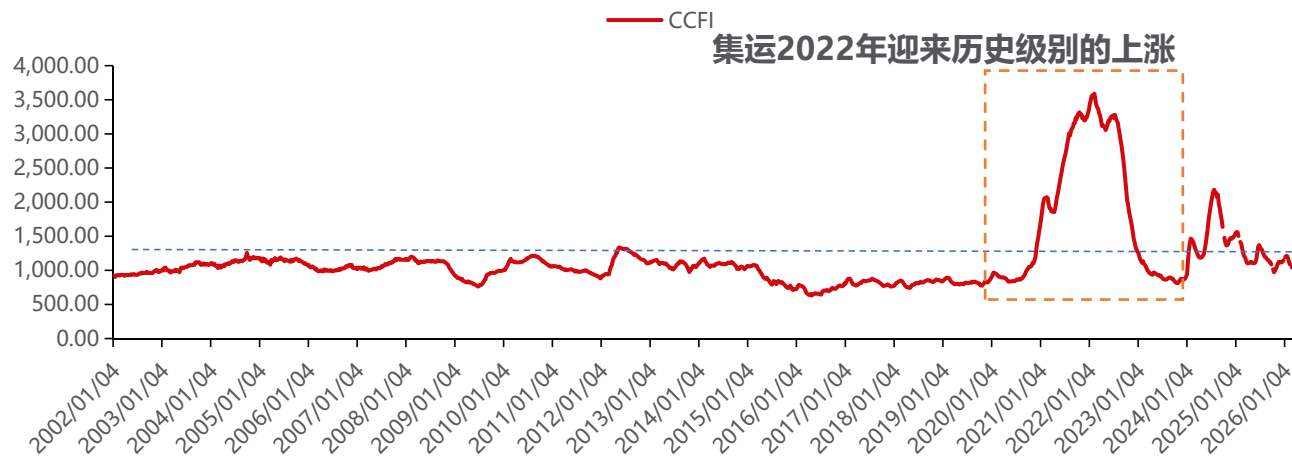
目录

01

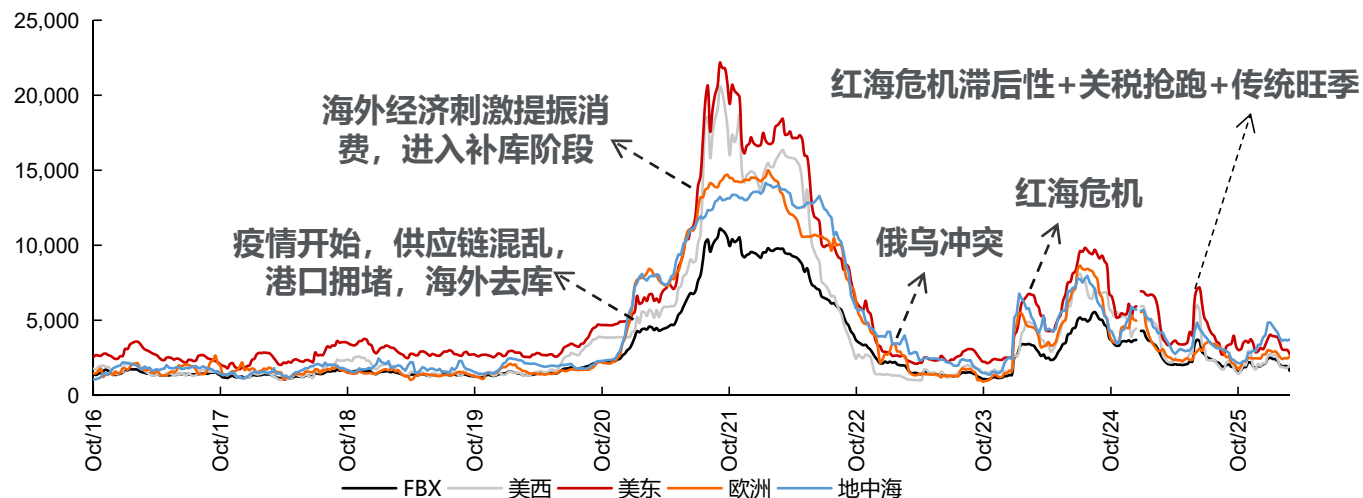
本轮美伊冲突后的油运的行情或可 类比“拥堵”带来的集运持续性

1.1 当前油运的基本面可部分类比2020年的集运周期：“拥堵”带来短期大量供需缺口

图：2002年-2026年3月CCFI指数变化情况



图：主要航线2011-2026年3月集运运价（美元/FEU）



资料来源：iFnd，克拉克森，央广新闻，信德海事，航运交易公报，UNCTAD，SENKO，上海航运交易所，国联民生证券研究所

图：2000年-2026年美国库存变化同比情况



➤ **2021年至今的集运牛市来源于：**疫情期间的极端供需错配、消费结构扭曲、港口大面积拥堵以及后续的地缘政治冲突；周期高度由需求刺激打开，地缘冲突增加供需不确定性。

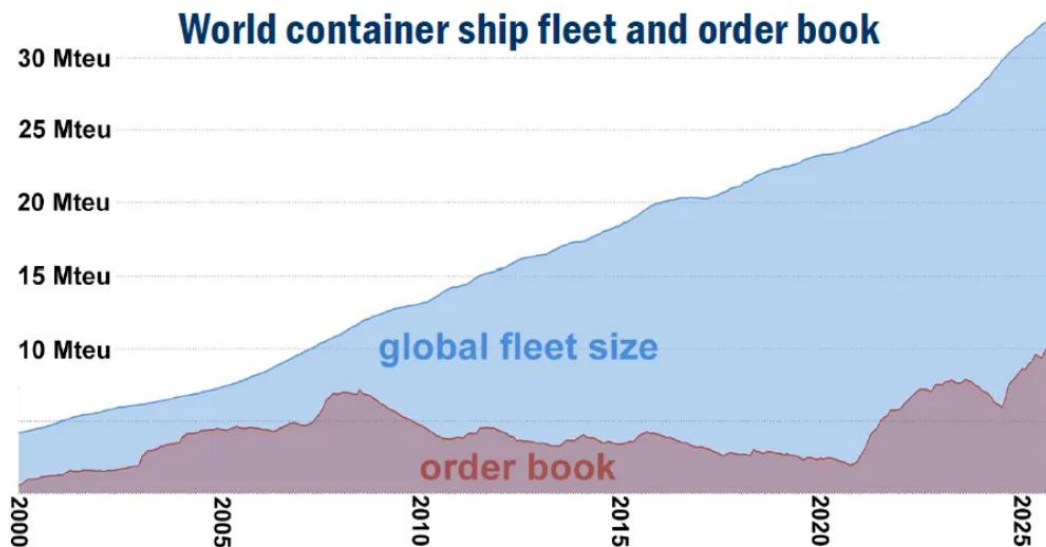
➤ **周期复盘：**

- **2020-2022年：**疫情期间，美国经济刺激提振实物消费，带动亚洲-北美集装箱货物进口量高增，带动集运运价大幅上涨；2021年3月，长赐号集装箱船苏伊士运河搁浅，港口拥堵加剧有效运力的减少；2022年俄乌冲突爆发，通胀高企，消费者信心指数下滑带动需求下滑；
- **2023年10月巴以冲突爆发，商船绕行好望角，相对于穿行苏伊士运河运输时间增加7-14天。**2024年红海危机导致绕行延续叠加美国新一轮补库周期以及关税抢跑，集运运价再度上行。

1.2 集运大周期复盘：供需扩张，头部话语权持续增加

- 2000-2025年是集运的超级扩张周期：行业集中度持续增加，新增运力订单和运量逐渐由头部公司主导
- 集运行业集中度在并购整合与有机增长的叠加下显著抬升，新增订单与增量运力越来越由头部公司主导。同时，超大型船舶持续上量、航速下降与港口拥堵等效率变量共同作用，使“现有运力”与“航线上的有效供给”之间出现更复杂的换算关系，进一步改变了运力投放、航线组织与港口网络的底层逻辑。

图：全球箱船船队：从4.51M TEU到33.6M TEU，且扩张在近两年加速

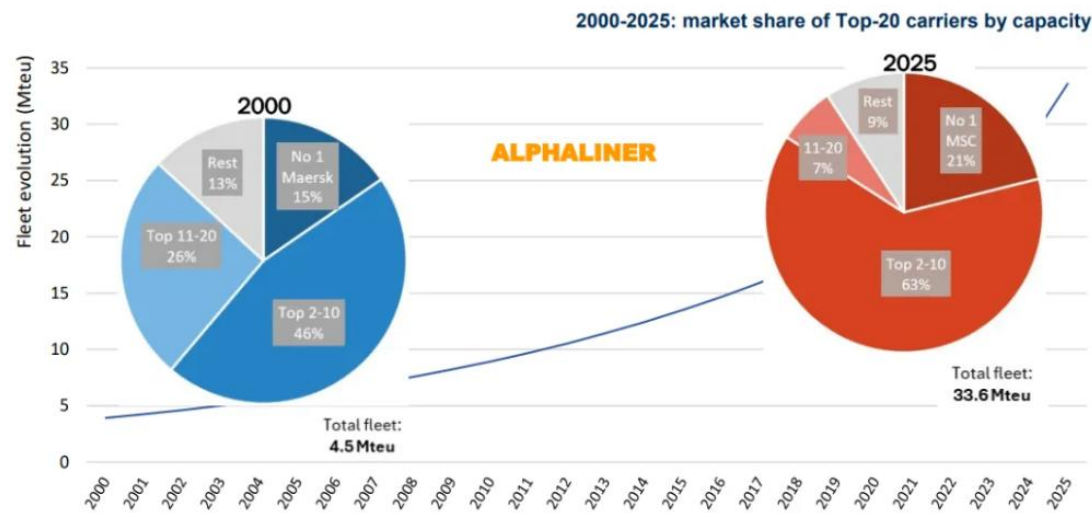


资料来源：信德海事，国联民生证券研究所

图：箱船大型化：从2000年的8200TEU到2025年的24346TEU



图：2010年代的大规模整合推动运力向头部集中：Top10承运人掌控的全球运力份额从2000年的61%升至如今的84%。



资料来源：信德海事，国联民生证券研究所

1.3 VLCC两轮周期运价对比：供需差是主因，风险事件是放大器

图：2002-2010年VLCC平均运价（美元/天）



图：2019-至今年VLCC平均运价（美元/天）



➤ 2002-2010年VLCC航运周期重要事件复盘：

- ❑ 2001年：互联网泡沫破裂+9·11事件；
- ❑ 2003年：3月伊拉克战争爆发；
- ❑ 2005年：内贾德上台，重启铀浓缩；
- ❑ 2007-2008年：美伊对峙加剧，伊朗多次威胁封锁霍尔木兹。

➤ 2019年至今VLCC航运周期重要事件复盘：

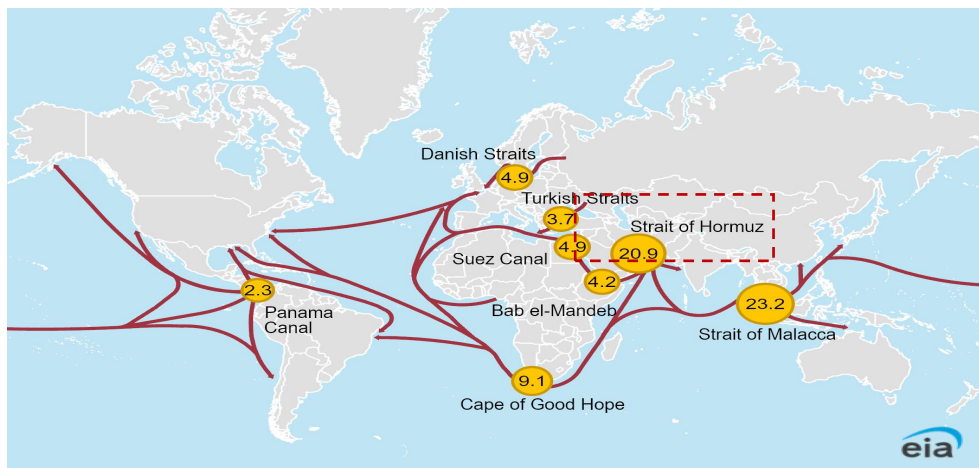
- ❑ 2019年：6月，美伊局势紧张之际霍尔木兹两艘油轮遇袭；
- ❑ 2020年：疫情爆发，负油价以及疫情冲击下大量卸货港无法作业催生海上浮舱需求，运力大量占用，油运运价大幅上涨；
- ❑ 2022-2023年：2022年爆发俄乌冲突、2023年爆发红海危机；
- ❑ 2025年：美国宣布对俄罗斯新一轮制裁，涉及该国两家最大石油公司及183艘油轮；
- ❑ 2026年：1月美委冲突爆发；3月美以伊冲突爆发。

资料来源：克拉克森，第一财经，澎湃新闻，新华社，央视网，央视新闻，国联民生证券研究所

1.4 美以伊冲突后的油运与“红海冲突”后的集运比较：长期影响的持续性或超预期

- “美以伊冲突”与红海危机内核相近，即便暂时停战但在核心矛盾尚未解决下，后续隐患恐难完全消除，且目前二者有联动趋势
- **冲突来源核心相似：**核心都是美以联盟在中东与“抵抗之弧”产生的地区冲突，短时间内很难从本质上解决，胡塞在红海的行动以及伊朗对霍尔木兹的封锁本质是通过影响全球贸易活动实现对美以的极限施压；本次伊以冲突的过程中胡塞武装也同时再次在红海实施封锁。
- **地缘事件引发的制裁以及冲突持续时间长且目前尚未真正结束，拉长吨海里需求，支撑油运运价：**
- **对俄制裁改变贸易流向，拉长运距：**2025年10月，西方对俄罗斯主要出口商制裁升级，迫使中国、印度等买家减少俄油进口，从而转向中东、巴西等替代来源国采购原油，此举显著拉长了平均运输航程，推升了主流油轮的吨海里需求。
- **红海危机导致船舶绕行好望角：**自2023年年底以来，受胡塞武装在红海对船只发动袭击等事件影响，苏伊士运河航运遭到严重干扰。主要航运公司纷纷绕行好望角，导致全球油轮运输时间延长、成本上升。

图：全球海上石油咽喉要道的石油及其他液体日均运输量地图（百万桶/天）



资料来源：IEA，世界海运，国联民生证券研究所

表：沙特、阿联酋、伊拉克主要通过霍尔木兹运输石油，大部分产品销往亚洲

	Crude oil 原油 (including (包括 condensates) 凝析油)	Products 产品	Total 总计
Bahrain 巴林	0.00	0.21	0.21
Iran 伊朗	1.69	0.72	2.41
Iraq 伊拉克	3.32	0.31	3.63
Kuwait 科威特	1.40	0.97	2.37
Qatar 卡塔尔	0.73	0.69	1.43
Saudi Arabia 沙特阿拉伯	5.43	0.80	6.23
Saudi-Kuwaiti Neutral Zone 沙特-科威特中立区	0.35	0.00	0.35
United Arab Emirates 阿拉伯联合酋长国	2.02	1.22	3.24
Total Hormuz 霍尔木兹总量	14.95	4.93	19.87

1.5 美以伊冲突后的油运与本轮集运周期重新看：从“**有价无量**”到“**量价齐升**”

图：红海危机后，集装箱船可绕行好望角；霍尔木兹封锁，油船难以绕行霍尔木兹，替代方案为地面管道

- 红海危机对集运的影响与霍尔木兹封锁对油运的影响在于前者可以绕行而后者几乎无法通过绕行解决：
- 阿联酋“阿布扎比原油管道”西起该国石油主产区哈卜善油田，东至富查伊拉港，于2012年7月正式投产。这条管道总长420公里，其中陆上管线长约405公里，另有13.6公里海底管线，从陆上连通波斯湾和阿曼湾，从而绕开霍尔木兹海峡。
- 经霍尔木兹海峡运输的石油通常为每天2000万桶。相比之下，沙特东西输油管道运力接近每日700万桶，但其中200万桶用于向西部炼厂供油，余500万桶用于出口，及管道运输仅可替代1/4的霍尔木兹海峡运输量。
- 在霍尔木兹封锁类似于“航运拥堵”逻辑的大背景下：
- 当前油运更类似于2020年初港口拥堵以及供应链混乱时的集运，运价大幅上涨但运输不畅，油运市场当前“有价无市”，类似于集运2020-2021年的第一波上涨。
- 若霍尔木兹重新开放，油运运价短期会进行回调，但补库需求有望带动下一波运价上涨或使得运价高位维持，油运或进入“量价齐升”阶段，类似于集运2021-2022年期间的第二波上涨。



Source: S&P Global Commodity Insights, Upstream Content.
 Credit: CI Content Design; © 2025 S&P Global. All rights reserved. Provided "as is", without any warranty. This map is not to be reproduced or disseminated and is not to be used nor cited as evidence in connection with any territorial claim. S&P Global is not an authority on international boundaries which might be subject to unresolved claims by multiple jurisdictions.

中东原油出口还存在两条绕行路线，一条是通过沙特阿拉伯的东西向管道（East-West Pipeline）向位于红海沿岸的延布（Yanbu）及附近的穆阿吉兹码头出口，另一条是通过阿联酋的哈布山-富查伊拉石油管道（Habshan Pipeline）输送至阿联酋西海岸的富查伊拉

1.6 国际石油市场供需宽松，南美新增供应增加以及补库是近年特点

- 中国石化2025年判断：需求侧，2026年国际石油市场预计将延续供需宽松的基本格局，呈现“需求温和增长，供应压力持续”的总体特征，但地缘局势仍然动荡，不确定性风险较大。全球石油需求预计继续受制于高关税和经济动能不足的制约保持中低速增长。
- 供应侧，预计全球石油供应将增加约140万桶/日，其中，非欧佩克国家贡献约90万桶/日的主要增量，而欧佩克供应增长约50万桶/日。非欧佩克石油供应增长主要集中在美洲地区，尽管2025特朗普上任后鼓励传统能源开发，但受低油价及高成本抑制，美国上游投资意愿受挫；南美地区为关键增长来源，以巴西和圭亚那为主，随着FPSO陆续投产，预计2026年南美地区石油供应将实现30万~40万桶/日的显著增长。
- 库存侧，2025年全球陆上原油库存已显著高于历史同期水平，中国原油库存增长显著，预计2026年将延续增长态势，成为吸纳全球过剩供应的重要“缓冲池”；除中国以外的全球其他地区，商业原油库存也从年内低点持续回补，并逐步向近5年均值水平逼近。2024-2025年“低库存”基本面为油价提供了强力支撑。

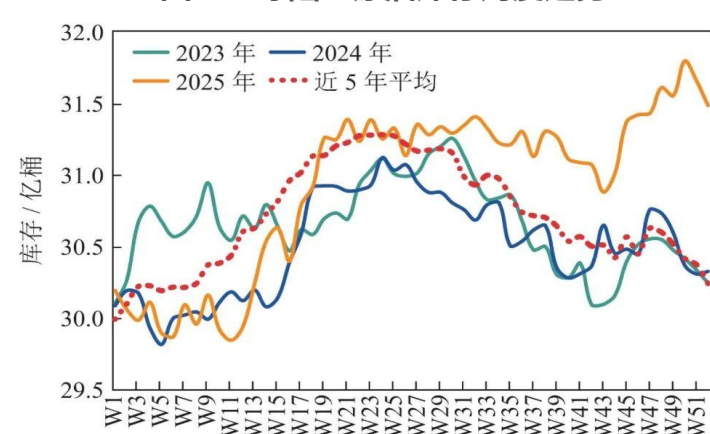
图：全球经济增长与石油需求增量



图：全球石油供应变化



图：全球陆上原油库存周度走势

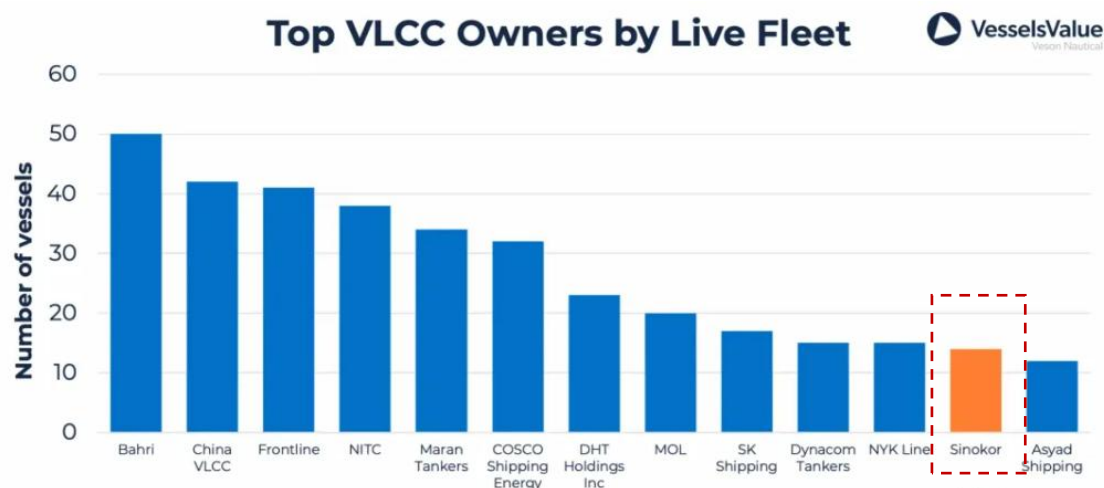


资料来源：中国石化经研院，国联民生证券研究所

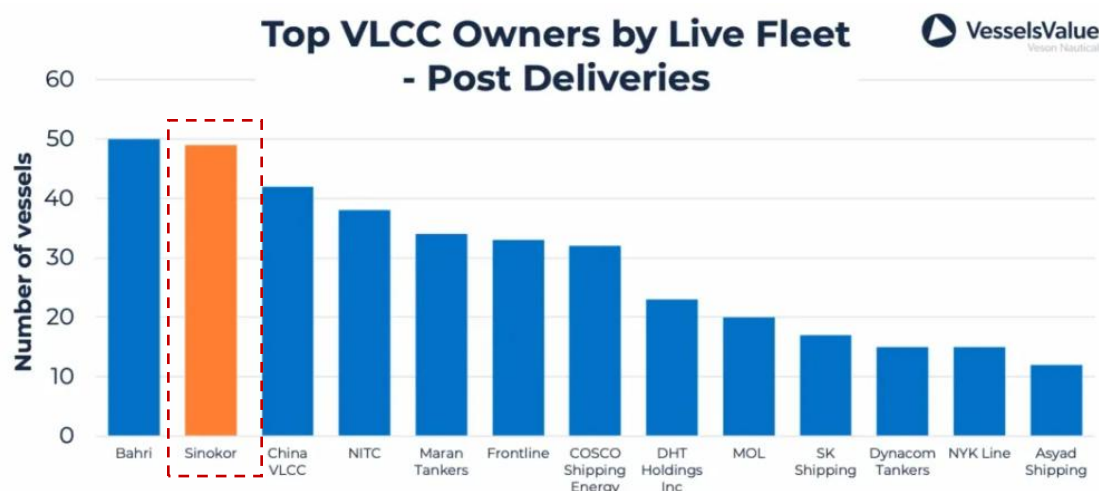
1.7 油运格局大变化：Sinokor大举扩张彰显行业景气可持续信心

- **Sinokor 2026年“资产端收船 + 租船端包船”双线扩张：**根据VesselsValue统计（数据截止到2026年1月26日），今年迄今（YTD）VLCC买卖成交45笔，其中35笔由Sinokor买入，占比高达78%；同时，Sinokor在租船市场以大规模期租方式快速锁定运力，信德海事称长锦通过自持加期租方式掌握的VLCC规模已接近130艘。VesselsValue分析认为，本轮交易完成后，Sinokor的VLCC持有规模将进入前三阵营。
- **Sinokor将成为本轮油运供给侧格局的关键变量，背后是MSC：**Sinokor同时在二手船市场以及期租市场高强度出手，展现了周期强势阶段的进攻型船东特点-二手船解决“长期资产敞口”，期租解决“短期运力缺口”，两端同时发力，规模和现金流稳定性都会更快成型。
- **Sinokor系统性收船展现行业高景气持续性信心，二手船东高位套现后有望向造船端传导：**从交易对手结构看，Sinokor此次购买是从私营与上市的成熟船东群体中获取船舶，累计交易金额超过25亿美元。租船市场出现的高位的成组期租较为罕见，展现了头部船厂对本轮周期景气持续性的信心。**接下来我们认为有望实现典型产业链传导：二手船高位出售 → 资金回笼 → 再投入新造船。**

图：VLCC现有船队规模格局



图：后续交付后VLCC船队规模格局



资料来源：信德海事，国联民生证券研究所

02

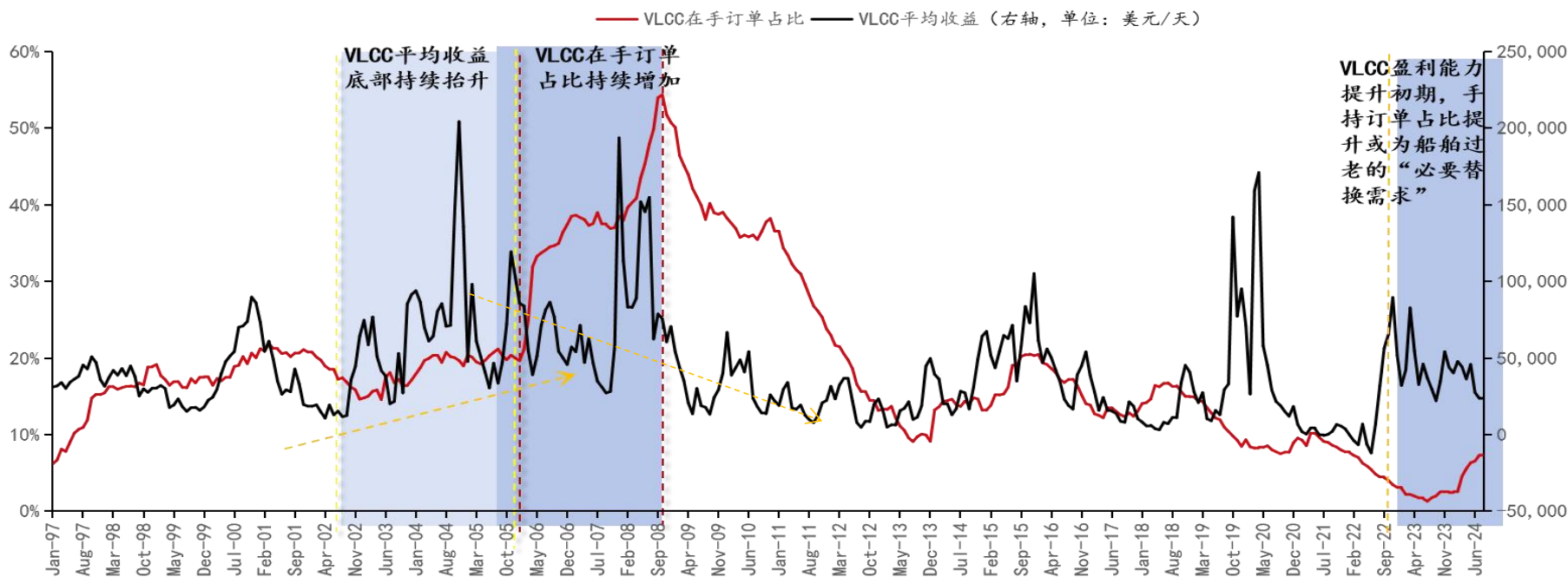
造船行业后续展望

2.1 复盘上轮油运周期：运价中枢持续抬升带动新船订单爆发

- 复盘VLCC手持订单比例和VLCC平均收益，VLCC在2000年达到了低位；
- 但随着交付增加以及VLCC平均收益下降，2002-2003年手持占比持续下降；
- 从2003年开始，VLCC平均收益底部逐渐抬升，持续至2006年；VLCC在手订单占比从2006年开始大幅增加。

本轮：BIMCO数据显示，2026年初VLCC在手订单占比为18%，我们认为这一指标距离上轮周期峰值仍有较大空间且从复盘看新船的订单的爆发性增长容易发生在运价持续高位一段时间且预期后续会高位下行的拐点。

图：复盘2000-2006周期，可以看出VLCC手持订单大幅增加与VLCC盈利水平抬升始点存在时间差



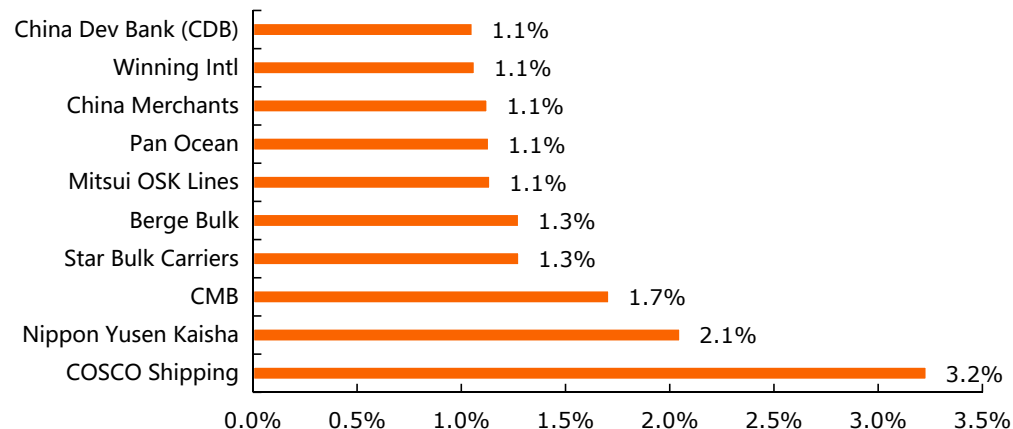
资料来源：克拉克森，BIMCO，国联民生证券研究所

2.2 复盘上轮油运周期：预计2027-2028年开始不排除散货货运行情共振

图：2002-2010年VLCC平均运价（美元/天）



图：主散货船东集中度很低，CR10仅为15%



资料来源：克拉克森，Bloomberg，航运在线，国联民生证券研究所

➤ 目前处于散货船供给低位，需求的扰动可能带来短期供需错配：

❑ 2007-2008年散货牛市复盘：需求端中国、印度等新兴市场大宗品需求大幅增加（铁矿石、煤炭）带动海运需求高增；在运量快速增长的态势下，港口吞吐能力有限，澳洲、巴西等港口出现严重拥堵；2008年次贷危机前流动性泛滥，金融投机助推泡沫，BDI指数5月20日冲至历史最高点，进入下半年后美国次贷危机导致泡沫破裂，BDI指数持续下跌。

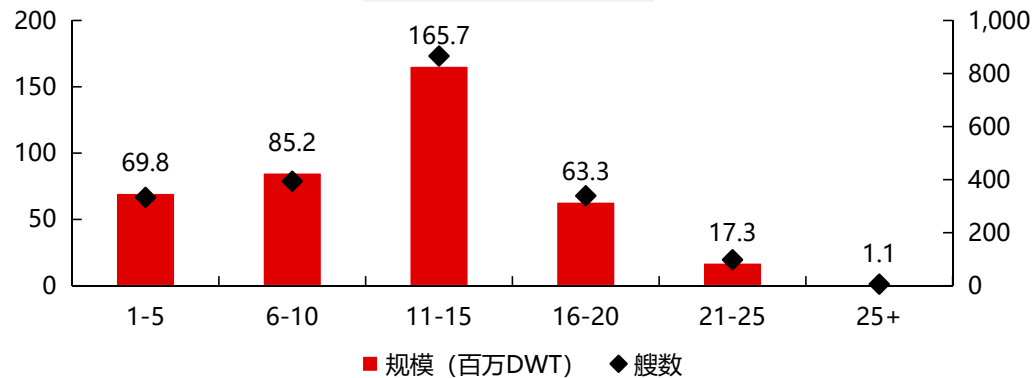
❑ 老船替换：在现有订单和拆解率数据下，2027/2028年新增运力分别为3.3%/-1.03%，2028年开始供需不平压力较大。

❑ 行业竞争：船东集中度低，供需一旦不平衡易出现暴涨暴跌。

图：以Capesize船型为例，当前15年以上船龄船舶占比约20%，2030年大量船舶

进入15年以上区间

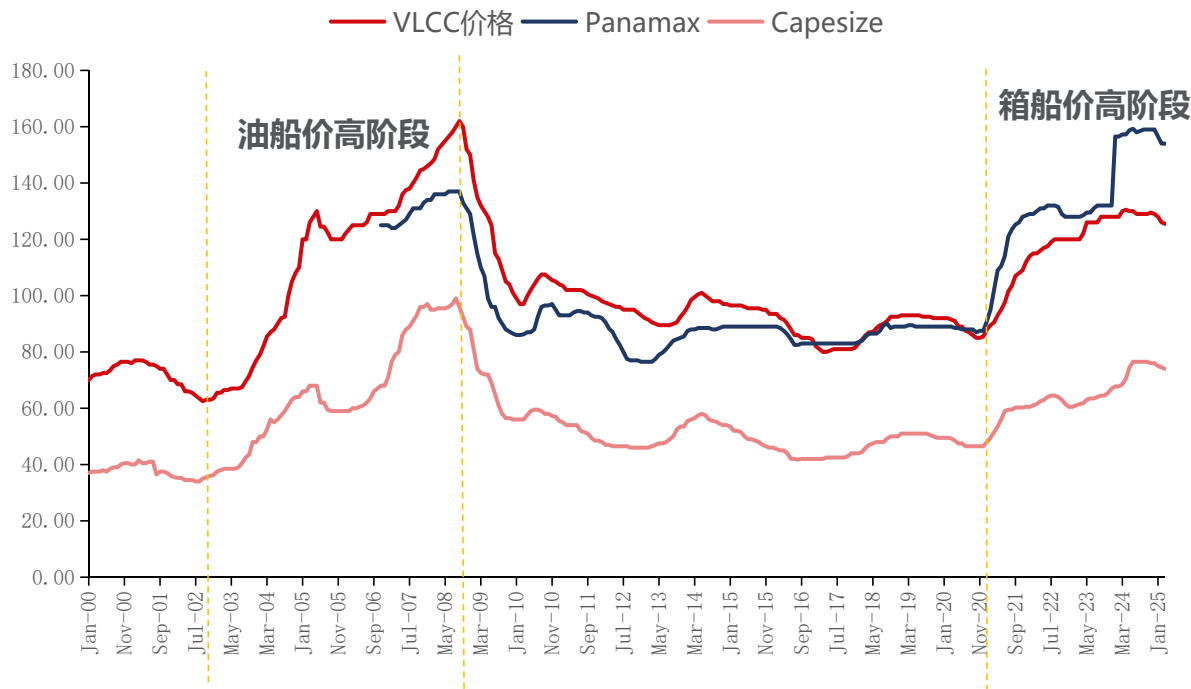
Capesize型船龄结构



2.3 复盘上轮油运周期：当订单开始起量时，不同船型船价通常共振上涨

- 船价通常共振上涨，核心在于：市场情绪一致、资金整体涌入、船厂产能共用、有效运力全局收缩、拆造周期同步。
- 方向一致、幅度分化：除了载重量不同导致的船价不同外，不同船型还享受航运市场景气度带来的弹性。
- 2026年开始大量交付2023-2024年下订的箱船，油船以及散货船的需求有望接续。
- 造船格局更好，船价在订单量增加的趋势中易涨难跌。

图：VLCC、Panamax、Capesize新船造价情况（单位：百万美元）



资料来源：克拉克森，国联民生证券研究所

图：从集、散、油现有船舶的年龄区间看油船的老龄化最为严重

全球占比	>30年	25-30年	20-25年	15-20年	10-15年	<10年	总占比
船舶建造区间	<1995	1996-1999	2000-2005	2006-2010	2011-2015	2015至今	所有年龄
油船	0.31%	0.53%	3.17%	5.36%	5.02%	4.99%	19.39%
散货船	0.26%	1.09%	2.74%	6.95%	12.28%	6.90%	30.22%
集装箱船	0.13%	0.97%	2.59%	4.33%	4.41%	3.46%	15.88%
总占比	0.70%	2.59%	8.50%	16.6%	21.71%	15.3%	65.48%
区间同比增速		1.90%	5.91%	8.1%	5.1%	-6.4%	

2.4 制裁下催生的“影子船队”或在后续逐步退出运力供给

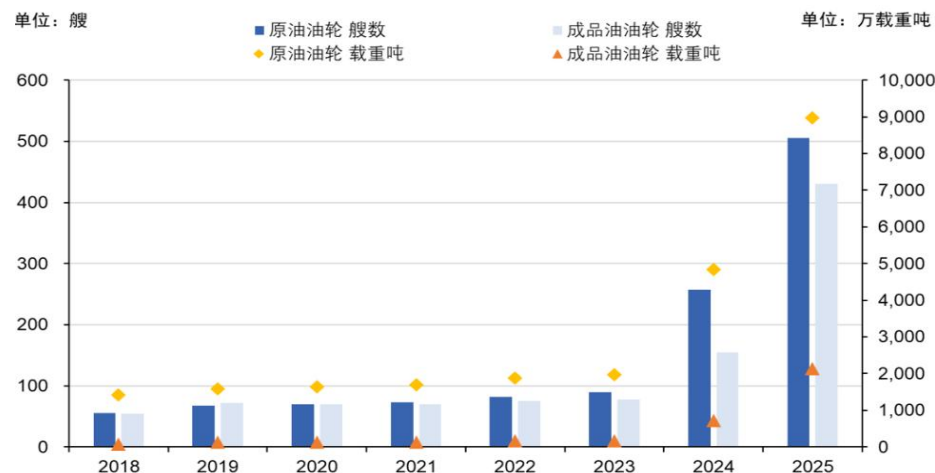
- **地缘冲突引发的制裁政策改变了贸易流向同时影响供给格局：**截至2025年已实施了多轮强力制裁（包括美国的2轮针对性制裁、欧盟自俄乌冲突以来的第19轮制裁），并于9月将对俄罗斯石油的价格上限降至47.6美元/桶。为了规避制裁并继续出口石油以支撑国内经济，此前伊朗和委内瑞拉两国均使用了“影子船队”。
- **影子船队情况：**广义概念里，“影子船队”包括已经遭受制裁或正在采取相关措施规避西方制裁影响的船只，通常为老船或已退役船，基本无法回到正规市场。2025年全球原油、成品油油轮受制裁运力分别同比增长85.4%、200.1%：油轮总计受制裁运力为936艘、1.1亿载重吨，占现有船队运力的16.3%，其中原油油轮达506艘、8978.04万载重吨，占比19.3%；成品油油轮达430艘、2144.93万载重吨，占比9.9%。
- **当前合规VLCC市场受供需紧张日租金持续攀升，部分灰船寻求转型机会，但受历史记录以及合规化付出的成本导致的投资回报周期不满足影响，较难转型，我们认为未来影子船队的拆解或对正规市场以及全球整体运力的去化有较大冲击。**

图：俄罗斯和伊朗海运年度原油年度出口量



资料来源：中国石化经研院，航运评论，环球财经杂志，信德海事，国联民生证券研究所

图：2018-2025年全球油轮“影子船队”情况



03

投资建议

投资建议

- **油运船东的持续盈利为船舶更新提供条件，看好油船更新带动的造船第二波贝塔。**油船下游需求端油运行业受贸易重构、地缘冲突以及补库需求运价持续上行，目前受霍尔木兹封闭影响运价高位运行但“有价无市”，后续霍尔木兹若通航后运价预计回落但高位运行，同时受全球原油补库需求油价有望高位运行，增厚船东盈利。
- **当前VLCC新船订单持续下达，但尚未进入高增期。**复盘上轮油运周期，运价中枢提升并持续一段时间后向造船订单传导，VLCC新船订单自2025年开始有所增加，BIMCO数据显示，2026年初VLCC在手订单占比为18%，该比例在上轮周期峰值达到40-50%，目前仍有空间；此外，影子船队油轮总计受制裁运力为936艘、1.1亿载重吨，占现有船队运力的16.3%，其中原油油轮达506艘、8978.04万载重吨，占比19.3%，若计入影子船队的运力数据vlcc在手订单占比进一步下降。此外，近两年VLCC几乎无拆解，从拆解量角度看VLCC的大规模更新尚未开始。
- **本轮造船周期中国市占率第一，有望充分受益周期上行。**VLCC（超大型原油轮）建造难度大，产能头部集中，扩产困难、产能受限，目前产能主要集中在国内船厂，如恒力重工、大连造船、外高桥、新时代、江苏韩通、扬子鑫福等。看好后续运价传导带来的油船造船量价齐升。
- **相关公司：中国船舶，中国动力，ST松发**

3.1 中国船舶：受益周期上行的船舶总装龙头，高端船型多点开花

- **多轮整合打造国内造船龙头：**未吸收中国重工前中国船舶下辖4家子公司：江南造船、上海外高桥造船、中船澄西、广船国际（持股56.58%），2025年中国船舶完成对中国重工的吸收合并，合并后，中国船舶新增并表大船重工、武船重工、青岛北海造船（持股97.59%）三家船厂。2025 年前三季度，中国船舶实现营业收入/归母净利润对应1074.03/58.52 亿元，同比+17.96%/+115.41%。截至2024年末，公司累计手持民品船舶订单322艘/2461.07万载重吨/2169.62亿元；修船订单63艘/9.18亿元，海工装备合同订单金额7.43亿元，应用产业合同订单金额13.82亿元。
- **优势船型种类丰富，高端船型持续突破：**中国船舶下属船厂众多，船厂各自错位竞争，优势船型各不相同，囊括大型集装箱船、VLCC、大型干散货、PCTC等多种船型，同时近年在高端船型如豪华邮轮、LNG船有所突破，打造均衡发展态势。
- **集团内部上市公司体外仍有优质船厂资产如沪东中华造船厂。**

江南造船部分民船产品：VLGC、LNG等



外高桥：民船、海工以及国产豪华邮轮等



大连造船主营业务：VLCC



资料来源：中国船舶官网，iFinD，国联民生证券研究所

3.2 中国动力：国内船用主机龙头，产业升级助力穿越周期

- **多次资产重组实现船舶动力系统专业化整合，低速柴油机为最核心资产：**上市以来经历多次关键资产重组与企业合并事件，逐步实现船舶动力系统专业化整合，2015-2016年启动并完成重大资产重组，2017年开始逐步整合中船柴油机资产。公司的业务结构涵盖燃气动力、蒸汽动力、柴油机动力、综合电力、化学动力、热气机动力、核动力（设备）等7大动力业务以及机电配套业务，其中柴油机为核心业务。
- **船用主机享受周期上行贝塔，同时具备穿越周期能力。**船用主机占船舶总价值量较高，受益于船周期量价齐升；美欧日韩等造船强国逐渐退出造船市场但通过发展高附加值的船配产业依旧深度参与造船市场，代表公司如瑞士主营船舶电气设备及船舶系统解决方案的ABB、挪威主营海事和军工的康世伯（KONGSBERG）、芬兰主营船舶发动机的瓦锡兰等，长周期视角我国船用主机有望持续产业升级。

图：公司主要产品（七大动力+机电配套）



图：世界领先的船配公司



资料来源：中国动力官网，ABB官网，瓦锡兰官网，现代重工电气官网，芬坎尼官网，康士伯格官网，GTT官网，川崎官网，iFinD，中华航运网，国联民生证券研究所

3.3 ST松发：民企新秀，产能扩张带来本轮周期超级弹性

- 恒力重工集团隶属恒力集团，成立于2022年7月。恒力集团收购闲置多年的STX（大连）资产，打造世界一流的绿色船舶建造基地，重点布局船舶建造、海洋工程等领域。2023年初，恒力重工产业园正式运营，2024年实现首制船提前交付、首台发动机交付、30.6万吨VLCC交付等里程碑，成为民营企业盘活存量资产、扩大有效投资的典范，助力东北振兴。2025年1月，恒力重工二期“未来工厂”项目仅用5个月建成投产，聚焦超大型高附加值绿色船舶和高端海工装备，致力于打造现代化、智能化、绿色化产业基地。
- 2024年10月松发股份公告筹划重大资产重组，恒力重工拟注入上市公司；2025年4月公告审核通过。
- **产能扩张同时在手订单饱满：**公司在2026年1月14日披露《2026年度向特定对象发行股票预案》，拟投资135亿元用于三大造船产能扩增项目，分别指向制造体系、关键配套与港口码头三个层级：包括绿色智能高端船舶制造一体化项目、恒力造船（大连）绿色船舶制造曲组配套升级项目，以及绿色高端船舶制造项目配套3-6码头项目。目前恒力重工油船在手订单总计3696万载重吨，共约148艘（截至2026年3月14日数据）。

图：公司主要产品包括VLCC、VLAC、大型集装箱船、散货船等



资料来源：恒力重工官网，信德海事，克拉克森，国联民生证券研究所

04

风险提示

风险提示

- **原材料价格及人工成本波动：**船舶制造企业利润受原材料价格、人力成本影响较大，且近年有上升趋势；国产船舶配件装船率较低压缩利润空间，我国船配市场具有产品全但附加值低的特点，部分船配产品的关键部件需要进口，进口部件成本会压缩部分船配企业的利润。
- **供需情况变化较大：**受全球宏观经济、国际贸易形势波动及产业政策调整等因素影响，下游市场需求存在不确定性，可能面临订单、船价不及预期的经营压力。
- **地缘政治冲突风险：**船舶行业是全球化的缩影，极易受到国际关系变化的影响。日益复杂的国际制裁体系存在对船企订单造成冲击的风险。
- **重组不及预期风险：**截至报告发布时间，ST松发重组尚未完全过会，存在不及预期风险。

THANKS 致谢

军工研究团队：

分析师 吴爽

执业证书：S0590523110001

邮箱：wushuang@glms.com.cn

分析师 曲芮萱

执业证书：S0590525090002

邮箱：qurx@glms.com.cn

联系我们：  **无锡** 江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦8楼

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同20号丰铭国际大厦B座5F

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦B座7层

 **深圳** 深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层01室

分析师承诺：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的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；北交所以北证50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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。