

航空主机厂是“中特估”的典型代表

国防军工

分析与判断：

► 航空工业强调科技创新和高质量发展。

我们研究了近期航空工业领导的重要文章《全面把握科技创新在现代化建设全局中的核心地位 以航空科技高水平自立自强推动高质量发展》，认为其核心有二：一是“航空科技高水平自立自强”，二是航空工业高质量发展。

文章指出：要充分发挥科技领军企业的科技创新主体作用……不惜代价筹措资金，以“工程化、军团化”的方式加大创新资源投入，加速论证实施航空工业重大科技专项，全面提升航空科技的广度与厚度，打造核心竞争力，抢占航空科技“制高点”。3月15日，航空工业未来机载武器技术协同创新中心在北京正式设立，导弹院作为运营主导单位负责日常运行，航空研究院负责运行保障。

► 航空主机厂是原创技术策源地和现代产业链“链长”。

以美国知名的洛克希德马丁公司为例，其已不是军火商的概念，更高的价值体现在系统集成、平台整合、技术迁移与系统创新上。这正是中国航空主机厂的发展方向。

以F-35战机项目为例：洛马负责飞机总装、系统集成、任务系统、前机身、机翼、飞控系统；诺格公司负责有源相控阵雷达、中机身、武器库、阻拦系统；英国BAE系统负责后机身、尾部、飞行员生命系统、逃逸系统、电子战系统、燃油系统、飞控软件。洛马只要牢牢把握住系统集成与平台整合，并根据不同的需求对各种技术进行整合，将它们应用到产品中去，就能立于不败之地。

也就是说，航空主机厂将从单一的产品供应商逐渐转向系统提供商。航空主机厂的研发投入越来越大，对产业链的整合力度也越来越大。

► “一利五率”考核将带来高质量发展。

央企正在走出“舒适区”，考核经营指标从“两利四率”调整为“一利五率”，特别是用净资产收益率（ROE）取代了净利润、营业现金比率取代了营业收入利润率。ROE作为综合能力指标，既有盈利要素（营业利润率）又有资产有效利用的要求（总资产周转率），还兼顾资本杠杆的应用水平（权益乘数）。也就是说：一要投资回报率，二要实打实的现金流。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

军工行业的基本特点是逆周期和双循环。国内需求方面，航空主机厂主要型号进入上量周期，后续主机厂对中上游企业的**自主议价话语权**将显著提升，利润率提升趋势明显，这是主机厂实现高质量发展的重要拐点。此外，主机厂普遍推进股权激励和均衡交付，产能不断爬坡也会使产业链运行更加顺畅。

军贸方面，俄乌冲突发生以来，国际军火市场出现较大变化，中国战斗机/无人机/精确制导武器/远火等具备全球竞争力。沙特和伊朗实现历史性和解，未来中国与阿拉伯国家的合作有望走向新高度。

► “中特估”的实质是挖掘资产的科技含量和真正价值。

我们认为，从新型举国体制的角度来看，需要更好地配置资源来集中力量办大事，集中宝贵资源投入到科技发展前沿领域。“中特估”服从和服务于这个目标。“中特估”不应该仅仅是提高低估值央企的估值水平，其核心是要看资产的科技含量和真正价值。

漫长的研发周期、极高的技术难度、激增的投资规模、类似于风险投资的巨大项目不确定性、一旦成功就有持续的现金流保证——这些特点决定了只有最顶尖的企业才能够承担先进飞机的研发生产。军工主机厂在“高水平科技自立自强”领域处于第一方阵。

洛马公司百年来通过数次并购，成长为全球第一大军工巨头。在完善的研发体系下，多领域产品型号保持世界领先水平，核心机型采购与维修支撑公司收入增长穿越周期。近年来，国内航空主机厂的总装核心资产也在陆续上市。继沈飞、西飞之后，中直股份总装资产注入正在进行过程中。刚刚披露草案的成飞拟注入中航电测是航空工业与资本市场联动、建设旗舰型龙头上市公司和专业化领航上市公司的重要实践。

投资建议

受益标的：中航电测、中航沈飞、中航西飞、中无人机、中直股份、航发动力、洪都航空等。

风险提示

国企改革进度不及预期，下游需求放量不及预期等。

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。