

国防军工

报告日期：2023年03月28日

内生外延双驱动，看好下游主机厂业绩弹性

——国防军工板块2023年一季度报前瞻

投资要点

□ 国防军工：内生外延双轮驱动；相对上游和中游，下游主机厂业绩弹性更大

1) “二十大”再提加快世界一流军队建设。2023年为“十四五”第三年，“时间过半、任务过半”，趋势向上。二十大再提强军建设、“建成世界一流军队”，首提“打造强大战略威慑力量体系、增加新域新质作战力量比重”。

2) 国防军工核心逻辑：内生+外延、内需+外贸、军品+民品。未来国企整合、股权激励有望加快进程。中船集团旗下公司已启动重组，十大军工集团重组预期将升温，重视中船集团、航天科技、中电科、中航工业、航天科工、兵器工业等集团的重组进程。

3) 看好下游军工主机厂：军工主机厂处于各产业链链长地位，在“规模效应+精细化管理”、“小核心大协作”催化下，盈利能力有望得到改善，较中上游业绩弹性更大。

□ 核心赛道：看好航空航天、信息化、新材料、船舶、陆军装备

1) 航空航天：回归自下而上，议价权向下游转移，关注细分赛道募投变化，关注无人装备新增供应商。

2) 船舶：量价齐升，行业进入中期景气上升期。

3) 陆军装备：俄乌冲突凸显重要性，外贸将成新增长点。

4) 信息化：被动元器件估值已在低位，关注航天产业链需求端变动。

5) 新材料：高温合金供给上升，增材制造、特种材料募投达产，新增赛道增多。

□ 航空航天

中航沈飞：公司二期股权激励下达，长期激励绑定公司核心管理层、骨干利益，持续提升运营效率；“均衡生产”水平高，助力产能释放，公司当前产品成熟度高，“规模效应”有望及早显现；定价机制改革，激励利润打开中长期盈利空间；大额预付款下财务状况优化。考虑公司实施2323均衡生产，预计公司23Q1利润将实现稳健增长。

中航西飞：公司作为我国军用大中型飞机唯一制造商具备高度稀缺性。2022年三季度合同负债为航空主机厂最高，大批量订单或已下达。考虑2022年公司大订单下达和2023年中调，预计公司23Q1利润将实现高速增长。

航发动力：公司作为中国航发产业绝对龙头，具备军用航发垄断企业的战略地位和稀缺性。航发相较于军机等具有消耗属性、换发需求，实战化训练背景下训练加剧、换发频率增加；航发维修价值量大，未来有望带来公司成长新动力；深度参与民机配套，具有长周期的成长性。公司22Q1基数较低，预计23Q1利润将实现高速增长。

航发控制：公司营业成本中，人工、折旧等固定成本占比较高，未来随着公司业务规模的进一步增大，毛利率仍有较大提升空间，规模效应有望持续显现；公司作为航发集团核心上市平台，后期有望随国企改革、资产整合、股权激励打开公司长期发展天花板。预计公司23Q1利润将实现中速增长。

中直股份：公司2022Q4季度业绩拐点显现，2023年关联交易较2022调整后增加57%，我们判断公司在手订单饱满，业绩有望重回成长通道，预计23年公司成熟机型订单修复和新机型持续放量。公司22Q1基数较低，预计23Q1利润将实现高速增长。

洪都航空：航空装备需求增速稳定提升，公司2023年经营状况较2022年将有所复苏。公司2023年关联交易额较2022年实际执行情况有所提高，且2022年军

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：杨雨南

执业证书号：S1230522110003
yangyunan@stocke.com.cn

分析师：刘村阳

执业证书号：S1230522100001
liucunyang@stocke.com.cn

相关报告

1 《国资委：以更大力度鼓励支持中央军工企业，做强做优做大》 2023.03.27

2 《国资委以更大力度鼓励支持军工央企，国防内生外延双轮驱动》 2023.03.21

3 《沙伊和解开启中东巨变；看好远火等武器装备军贸需求——国防装备行业周报（2023年3月第3周）》 2023.03.19

贸业务受交付计划调整，有望在 2023 年实现交付。公司 22Q1 基数较低，预计 23Q1 利润将实现高速增长。

□ 船舶

订单进入上行周期。上一轮周期从 2003 年开始，2006-2007 年新船订单达到高点。按照船舶约 20 年寿命估算，2026-2027 年将迎来新一轮新船订单高峰。箱船、油轮交替上行；供求紧张，驱动船价进入上行周期。

中国船舶：民船方面，油运已进入高景气阶段，“淡季不淡”有望让油运船东超预期盈利；中国船舶作为全球造船龙头，有望充分受益于油运船东更新置换需求承接大额订单，量价齐升促公司盈利能力高增长。军船方面，“内生”我国海军“十四五”由近海防御向远洋护卫持续转型，公司有望持续受益于海军现代化建设；“外延”南北船集团合并后将持续打造标杆性上市公司平台，公司作为集团下属最大市值公司，有望优先受益。由于公司 22Q1 基数较低，且接到的高价船订单逐渐开始确认收入，预计公司 23Q1 业绩将实现高速增长。

□ 陆军装备

大国体系化对抗下陆军重要性被低估，陆军装备有望迎来新机遇。内需：现代战争对陆军提出新挑战，我国陆军装备未来具换装需求。外贸：俄乌冲突凸显新式陆军重要性，我国推出新型军贸合成旅，成套体系输出，军贸有望成为新增长亮点。

中兵红箭：从“买钻石”到“买弹药”：前几年增长靠钻石，后几年增长靠弹药；俄乌冲突凸显远火重要性，智能弹药为耗品，消耗量大，远火要“打得远”、“打得准”，还要“用得起”。公司产品涉及大口径炮弹、火箭弹、导弹等产品，是兵器集团下属唯一弹药上市公司，也是全市场稀缺的智能弹药标的，随国企改革推进，公司治理结构有望改善，2023 全年业绩稳健增长。由于公司 22Q1 基数较高，培育钻石业务稳健，特种装备业务为交付淡季，公司 23Q1 利润预计有所下滑。

内蒙一机：我国唯一主战坦克及 8x8 轮式战车研发生产基地，新式陆军装备发展核心依托。内需持续：我国新一代主战坦克、步兵战车等装备具换装需求。外贸接力：我国推出陆军新型军贸合成旅，公司外贸业务有望逐渐步入收获期。23 年内需外贸驱动下公司整体业绩将提速，公司 22Q1 基数较高，预计 23Q1 利润将实现中速增长。

□ 信息化/新材料

中航光电：公司公告 2023 年预计关联交易销售额达 41.98 亿元，相比 2022 年实际关联交易销售额 28.69 亿元增长 46%，预示特种行业高景气延续。我们判断公司在手订单饱满，全年业绩将提速。分季度看，公司整体均衡交付，22Q1 基数较高，预计 23Q1 利润将实现中速增长。

振华科技：公司作为军用电子元器件龙头企业，主要产品覆盖主被动全谱系元器件，22 年募投项目稳步推进，新型电子元器件的高可靠产品市场持续向好，23 年公司经营业绩快速增长有望延续。分季度看，公司 22Q1 基数较高，我们判断公司 23 年季度增速前低后高，预计 23Q1 利润将实现中速增长。

图南股份：根据公司公告，拟自投资 8.55 亿元建设年产 1000 万件航空中小零部件自动化产线建设项目，可以看到公司已深度参与航发产业链“小核心、大协作”。相较于公司原有精密铸件，部分航发中小件在发动机工作过程中容易损耗，具有耗材属性，有望拓宽产业后市场赛道。预计公司 23Q1 利润将实现中高速增长。

□ 投资建议：推荐下游主机厂及高壁垒、竞争格局好的上中游标的

1) **主机厂：**中航西飞、航发动力、中直股份、中航沈飞、洪都航空、中国船舶、内蒙一机。

2) **核心配套/原材料：**中兵红箭、航发控制、西部超导、中航高科、钢研高纳、宝钛股份、三角防务、航发科技、中航重机、派克新材、图南股份、亚星锚链。

3) **导弹及信息化：**紫光国微、火炬电子、鸿远电子、振华科技、新雷能、智明达、霍莱沃、高德红外、中国海防。

□ 风险提示：1) 股权激励、资产证券化节奏低于预期；2) 重要产品交付不及预期。

表1: 国防军工板块 2023Q1 业绩前瞻

行业	公司	归母净利润			
		23Q1E (亿元)	同比增速 (%)	23E (亿元)	同比增速 (%)
航空航天	中航沈飞	5.7	12%	28.7	30%
	中航西飞	2.2	44%	14.9	48%
	航发动力	0.7	46%	19.5	31%
	航发控制	2.6	20%	8.5	30%
	中直股份	0.2	56%	8.6	122%
	洪都航空	0.1	87%	1.9	32%
船舶	中国船舶	0.8	45%	26	50%
陆军装备	中兵红箭	2.5	-11%	12.5	55%
	内蒙一机	2.4	18%	10.3	19%
信息化/新材料	中航光电	9.6	30%	33.8	24%
	振华科技	7.5	24%	30.0	28%
	图南股份	0.5	35%	3.2	33%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

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。

本报告仅供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>