

## 国防军工

## 国防军工 2023 年中期策略

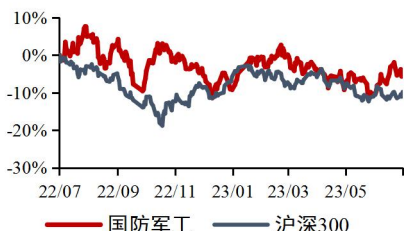
## 领先大市-A(维持)

逆经济周期扩张性行业，行业特点完美契合中特估

2023 年 7 月 14 日

行业研究/行业年度策略

## 国防军工板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票	评级
600435.SH 北方导航	买入-A
002025.SZ 航天电器	增持-A
300593.SZ 新雷能	买入-A
600760.SH 中航沈飞	买入-A
000738.SZ 航发控制	买入-A
688239.SH 航宇科技	增持-A
688375.SH 国博电子	增持-A
600967.SH 内蒙一机	增持-A

## 相关报告：

【山证国防军工】安全舒适汇集后发优势，替代波音 737 国内需求巨大-行业政策点评 2023.5.30

【山证国防军工】走过 70 年积累开拓之路，迈向加速高质量发展新阶段-航空发动机专题报告 2023.4.12

## 分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

李通

执业登记编码：S0760521110001

电话：010-83496308

邮箱：litong@sxzq.com

## 投资要点：

➢ 军工行业呈现价值避险特点，军工上市公司运作思路更加稳健、价值、成熟。如今受到市场广泛认可的军工行业的价值避险逻辑，主要来源于其在未来世界局势动荡加剧的相当长的一段时间的确定性成长，并非源于行业自身的季节性交付特点和短期的政策波动。2022 年全年和 2023 年一季度，由于行业自身的订货调整和主管部门的变动导致了在去年 Q4 和今年 Q1 的业绩低于市场预期，但是随着各项改革的深入进行和订货调整的完成，2023 年下半年的行业业绩增速可能会超过市场预期。进入 2020 年以后，军工行业上市公司的分红率显著提高，不管是军工央企还是经营情况较好的民营军工企业，均进行了较大数量的分红持续回馈股东，这标志着军工企业的运作思路已经十分稳健、价值、成熟，愿意和有战略眼光的长期投资者建立紧密联系。

➢ 军工行业完美契合中国特色估值体系。军工行业符合中国特色估值体系的根本要求，主要集中在体系完整性、技术先进性、高度自主可控三个方面。国防军工行业是工业皇冠上的明珠，全球只有中国和美国拥有完整的国防工业体系，其他国家的国防工业体系均无法不依赖外国制造完整的高科技装备，即使是法国、俄罗斯也做不到。在全球武器装备产品格局中，中国和美国武器装备在技术先进性上是独一档的，中国的国防工业的技术先进性和产能优势可以让中国在大国竞争中逐渐处于优势，也是中国持续扩大国际影响力保障地区安全的重要压舱石。

➢ 中国武器装备外贸进入黄金时期。俄乌战争对世界武器装备外贸格局产生了深远影响。首先，是俄国和北约国家的大量库存和新造武器装备被消耗到了俄乌战场上，导致其难以向客户国提供相应武器装备。其次，是俄乌战场上巡飞弹产品异军突起，说明巡飞弹已经成为了现代战争中浅近纵深精确打击的最优选择。最后，中国武器装备技术先进，足以媲美美制装备，体系完整度、技术先进性远超如韩国、土耳其等国际军贸主要参与国，已经获得了世界武器装备外贸市场的青睐。中国的国防军工行业在巨大的本国需求之外，又可以向规模十分庞大的国际军贸市场开拓新的成长空间。

➢ 建议关注箭弹武器、新型航空装备、雷达电子产业链。新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链、雷达电子产业链。

➢ 重点公司关注：箭弹武器产业链推荐北方导航、航天电器、新雷能。北



方导航负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于产业链核心环节。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。

新型航空装备产业链推荐中航沈飞、航发控制、航宇科技。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。航发控制是国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，全面参与了国内所有在役、在研型号的研制生产任务，是航发控制系统唯一上市标的，具有稀缺性。航宇科技主要从事航空难变形金属材料环形锻件的研发、生产和销售业务，参与了我国现役绝大部分军用航空发动机生产任务，承担所有预研、在研军用航空发动机型号研制任务，还是国产大飞机 C919 长江系列航空发动机环锻件的核心研制生产单位。

雷达电子产业链推荐国博电子。国博电子整合中国电科五十五所资源，是国内面向各军工集团销量最大的有源相控阵 T/R 组件研发生产平台，定型产品多，具备技术和市场优势，标的稀缺性强。

军工持续高分红标的推荐内蒙一机。内蒙一机是我国唯一的集主战坦克、轮式步兵战车、中口径火炮于一体的特种地面装备研制生产整机企业，由于外贸市场需求充足，公司加大了 VT4、VT5、VN1、VN20、VP11 等军贸产品推介力度，在巩固目标用户基础上，已扩展到中东、非洲十多个国家。

**风险提示：**海外订单不及预期，国内军事装备列装不及预期，新型号研发不及预期，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。

## 目录

<b>1. 军工行业呈现价值避险特点</b> .....	<b>6</b>
1.1 近一年板块行情回顾.....	6
1.2 价值避险源于地缘政治变化，行业逻辑不可能短期突变.....	7
1.3 军工上市公司运作思路更加稳健、价值、成熟.....	12
<b>2. 军工行业完美契合中国特色估值体系</b> .....	<b>15</b>
2.1 只有中美两国拥有完整自主的国防工业体系.....	15
2.2 只有中国武器装备在技术先进性上可以比肩美制装备.....	17
<b>3. 中国武器装备外贸进入黄金时期</b> .....	<b>19</b>
3.1 俄乌战场的实践证明武器装备数量和弹药库存多多益善.....	19
3.2 全球安全形势恶化，先进武器需求提升.....	22
3.3 中国武器装备技术先进，国际市场份额有望持续提升.....	23
<b>4. 推荐箭弹武器、新型航空装备和雷达电子产业链</b> .....	<b>26</b>
4.1 箭弹武器产业链.....	26
4.1.1 北方导航.....	26
4.1.2 航天电器.....	26
4.1.3 新雷能.....	27
4.2 新型航空装备产业链.....	27
4.2.1 中航沈飞.....	27
4.2.2 航发控制.....	28
4.2.3 航宇科技.....	28
4.3 雷达电子产业链.....	28
4.3.1 国博电子.....	28
4.4 内蒙一机.....	29
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 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.....	6
图 2: 2015 年以来的军工板块市盈率变化.....	7
图 3: 2013 年以来的军工板块公募重仓持股比例.....	7
图 4: 2022 年 A 股一级行业净利润增速.....	8
图 5: 2023 年一季度 A 股一级行业净利润增速.....	9
图 6: 苏-57 机身表面的螺钉.....	15
图 7: 苏-57 进气道.....	16
图 8: 装备法国热像仪的俄罗斯 T-72B3 坦克.....	16
图 9: 装备法国热像仪的俄罗斯 BDM-4 步兵战车.....	16
图 10: 装备美国 F404-GE-400 发动机的法国阵风 A.....	17
图 11: 美国 F-35.....	18
图 12: 中国歼-35.....	18
图 13: 俄乌开战至今双方装备损失情况.....	19
图 14: “柳叶刀”巡飞弹.....	21
图 15: 我国外贸型巡飞弹及无人机产品.....	21
图 16: “沉默猎手”激光武器系统.....	22
图 17: 625E 弹炮结合武器系统.....	22
图 18: 1988-2022 年按地区分列的世界军费开支（单位：十亿美元）.....	22
图 19: 2018 至 2022 年十大武器出口国和十大武器进口国全球份额.....	23
图 20: 历届珠海航展贸易成交额（1996-2022）.....	24
图 21: 军贸体系化解决方案.....	25



表 1: 军工板块股票 2022 年财务情况.....	9
表 2: 军工板块股票 2020-2022 年分红情况.....	12
表 3: 2022-2023 莫斯科胜利日阅兵地面武器装备方阵情况.....	20
表 4: 俄乌战争前五个月俄罗斯弹药消耗估算.....	20
表 5: 重点覆盖公司盈利预测及估值.....	29

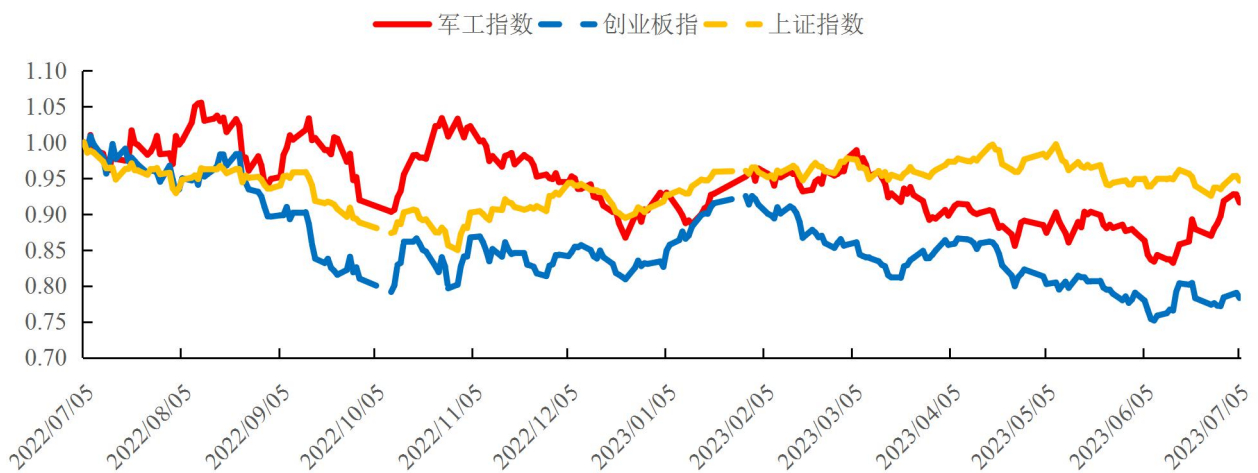
## 1. 军工行业呈现价值避险特点

军工板块由于其在地缘政治风险显著上升的情况下的逆经济周期的确定性高成长性，如今已经成为了受到国内外资本市场高度认可的价值避险板块。这与 2021 年以前市场对军工板块的看法形成了鲜明的对比，市场观念改变的主要原因是国际地缘政治风险的迅速提高已经开始影响涉及国民经济的各个行业，市场已经意识到在不远的将来，地区冲突和局部战争爆发的风险正在加大。在这个大背景下，国防军工板块的逆经济周期的高成长性将不容忽视。

### 1.1 近一年板块行情回顾

回顾近一年的军工板块行情，在 2022 年 8 月到达最高点，回调至 2023 年 6 月 14 日的最低点后开始振荡上行。过去一年的最高点在 2022 年 8 月 11 日，与 2022 年 7 月 5 日板块指数相比涨幅为 5.53%；最低点为 2023 年 6 月 14 日，与 2022 年 7 月 5 日板块指数相比跌幅为 16.78%。

图 1：近一年军工板块、上证综指、创业板指数走势对比

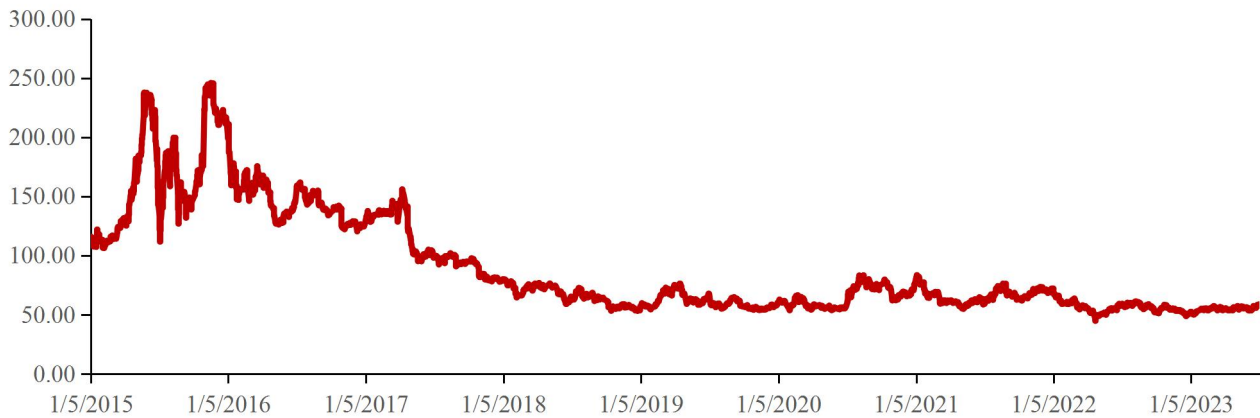


资料来源：wind、山西证券研究所

回顾军工板块在过去一年的走势，我们要先清楚一个前提，这就是军工板块在三年疫情期间整体上并未出现大幅下跌。2022 年底，持续三年的疫情管控逐步全面放开，这时市场的注意力集中在疫情管控放开显著利好的行业板块中，市场资金离开军工板块去投资那些受经济复苏利好的板块。这是自 2022 年 11 月到 2023 年 6 月，军工板块下跌的主要原因。在此需要强调的是，在这个大背景下，部分上市公司的业绩多增长 10%或者少增长 10%，并不能阻止或者加速板块的下行趋势。这一点要结合公募重仓持股比例来看，2022 年 Q3 和 Q4，军工行业公募重仓持股比例分别为 2.6%和 2.5%，这是一个超过了 2016 年 Q2 的 2.45%

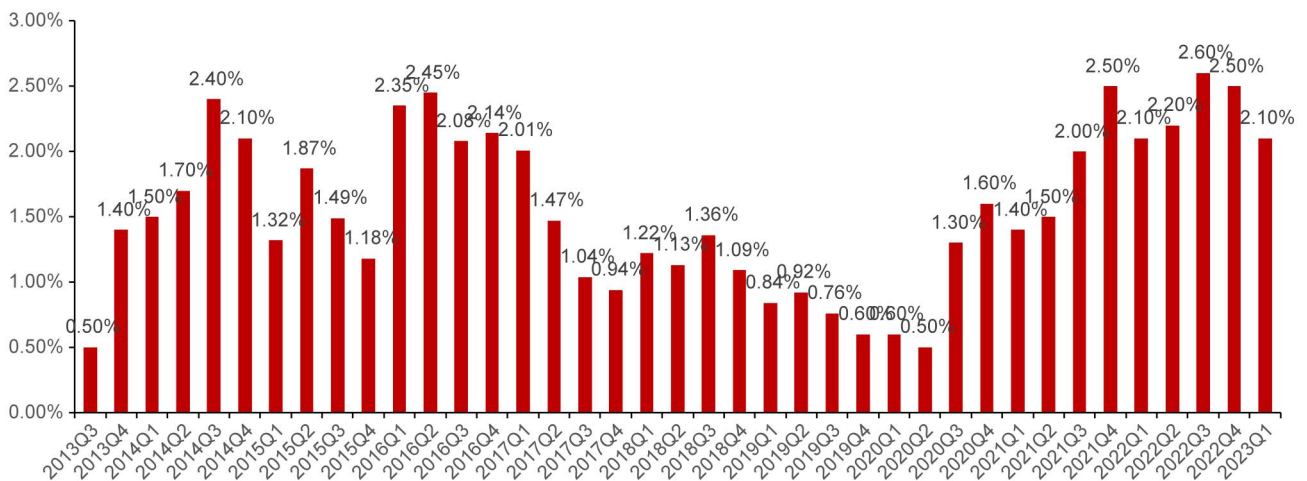
的新历史高位，达到这个比例的情况下，如果没有短期的超强事件性刺激，再结合其他板块受到疫情结束的利好，那么军工板块出现下跌则是必然的。但经过 2023 年上半年的回调，现在的持股比例已经跌倒了较低的位置，再结合全球经济环境并没有随着疫情结束而复苏，又到了可以进行配置的时间点。

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

图 3：2013 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

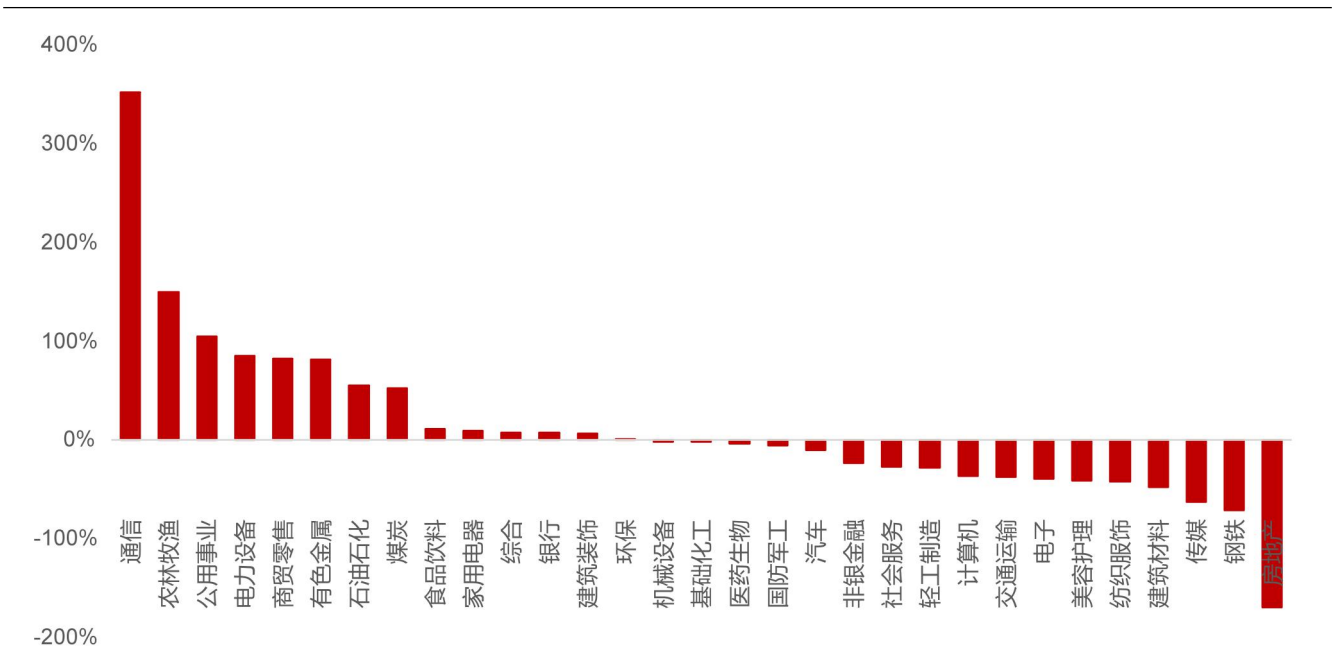
## 1.2 价值避险源于地缘政治变化，行业逻辑不可能短期突变

如今受到市场广泛认可的军工行业的价值避险逻辑，主要来源于其在未来世界局势动荡加剧的相当长的一段时间的确定性成长，并非源于行业自身的季节性交付特点和短期的政策波动。2022 年 A 股所有行业

净利润增速，国防军工行业同比减少 5.33%，在所有行业中排名第十八。2023 年一季度 A 股所有行业净利润增速，国防军工行业同比减少 6.89%，在所有行业中排名第二十四。可以说，2022 年全年和 2023 年一季度，由于行业自身的订货调整和主管部门的变动导致了在去年 Q4 和今年 Q1 的业绩低于市场预期，但是随着各项改革的深入进行和订货调整的完成，2023 年下半年的行业业绩增速可能会超过市场预期。但是我们以较长的眼光来看，行业的高确定性成长基础非常扎实，对于短期因素带来的季度性业绩不及预期过于在意，或者极其在意短期波动的过短投资周期，将难以把握军工板块的整体行情。

投资周期极短的投资者除了在意短期的波动外，同时也寄希望于新兴尖端技术的出现可以提供新的企业作为炒作的对象来迅速套利，但其并不在意该尖端技术的应用周期和应用前景，这个投资思路恐怕在军工板块难以行得通。军工板块作为高科技装备制造类行业，同时又具有研发投入大、准入门槛高、产品可靠性要求高、新技术测试的物质成本和时间成本均高的特点，这导致了新出现的尖端技术更容易被有着人才优势和多年技术积累的企业投入实际应用，新技术让新公司异军突起几乎不可能。在这个方面，军工板块与一些可以通过宣称自身有一些热点核心技术就可以短期拉高股价的行业有着根本区别。

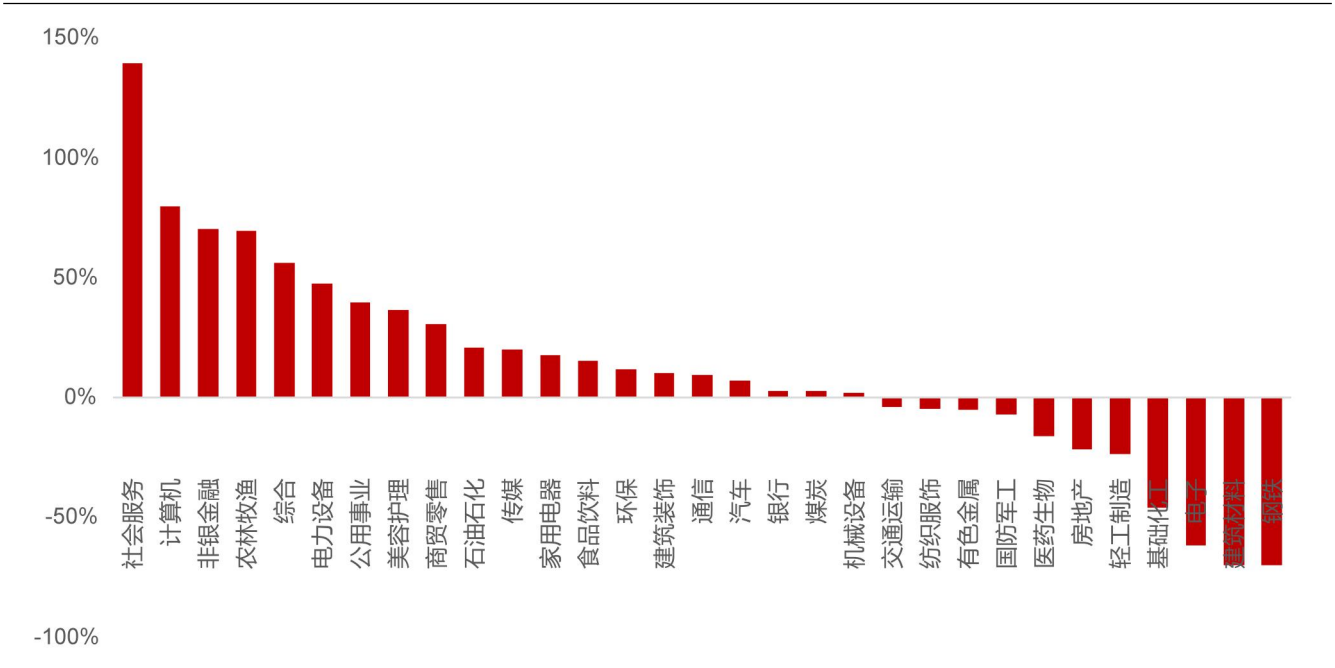
图 4：2022 年 A 股一级行业净利润增速



资料来源：wind、山西证券研究所



图 5：2023 年一季度 A 股一级行业净利润增速



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：军工板块股票 2022 年财务情况

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	存货(亿元)	存货同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	143.49	3.85	8.23	10.27	34.94	-12.05	5.74	11.45
	战机整机	中航沈飞	600760.SH	415.98	19.93	23.05	34.55	121.72	38.49	5.56	9.95
		中航西飞	000768.SZ	376.60	15.17	5.23	-19.84	262.49	5.60	1.39	7.05
		中直股份	600038.SH	194.73	-10.63	3.87	-57.61	126.57	-2.67	1.99	10.30
		洪都航空	600316.SH	72.51	0.50	1.41	-6.96	34.56	15.09	1.95	2.69
		贵航股份	600523.SH	21.53	-10.07	1.23	-19.70	4.00	0.37	5.98	23.35
	舰艇整船	中国重工	601989.SH	441.55	11.67	-22.61	-1128.06	254.05	-4.51	-5.51	7.79
		中国船舶	600150.SH	595.58	-0.31	1.72	-19.62	321.68	-1.59	1.46	7.60
		中船防务	600685.SH	127.95	9.63	6.88	767.13	43.54	-11.56	5.55	6.86
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	67.14	-10.65	8.19	68.76	15.74	29.83	12.20	28.88
		长城军工	601606.SH	17.14	1.07	0.80	-41.40	6.49	5.05	4.67	22.29
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	32.25	-6.04	5.49	4.43	20.03	-8.04	17.15	30.24
		四创电子	600990.SH	27.21	-13.44	0.66	-64.09	16.60	-3.39	2.54	19.47
		天和防务	300397.SZ	5.02	-10.16	-1.51	-109.75	2.54	-1.19	-33.09	28.63
		四川九洲	000801.SZ	38.85	9.61	1.98	36.55	8.07	-13.92	6.21	22.32
	卫星总体	中国卫星	600118.SH	82.42	15.26	2.86	21.89	20.05	-22.15	4.36	10.63
	无人机	中无人机	688297.SH	27.73	12.01	3.70	25.14	14.53		13.35	24.26
长鹰信质		002664.SZ	37.17	10.77	2.11	3.37	9.20	29.54	5.56	11.59	
航天彩虹		002389.SZ	38.58	32.40	3.07	34.76	7.92	6.51	8.11	20.97	

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	存货 (亿元)	存货同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
重大分系统 与子系统	导引头	光电股份	600184.SH	25.13	-24.12	0.71	13.75	4.63	-11.12	2.83	14.47
		雷电微力	301050.SZ	8.60	17.04	2.77	37.58	13.81	141.97	32.23	44.76
		高德红外	002414.SZ	25.29	-27.75	5.02	-54.82	16.88	1.94	19.90	46.71
		雷科防务	002413.SZ	13.64	-15.93	-9.35	-288.42	11.09	8.06	-69.01	28.92
	红外子系统	久之洋	300516.SZ	7.44	2.00	0.82	5.13	2.47	-19.54	11.04	29.41
		奥普光电	002338.SZ	6.27	14.67	0.82	75.31	4.22	26.91	16.56	29.95
		大立科技	002214.SZ	4.01	-50.24	-1.51	-188.10	5.10	14.55	-39.76	45.51
	发动机(火箭 发动机、航空 发动机、舰艇 推进系统)	航天动力	600343.SH	12.75	4.02	-0.40	84.51	6.23	-23.34	-2.64	14.60
		航发动力	600893.SH	370.97	8.78	12.68	6.75	257.34	25.44	3.64	10.82
		航发科技	600391.SH	38.01	8.47	0.47	118.96	26.74	-0.78	2.19	13.06
		中国动力	600482.SH	382.98	10.47	3.33	-47.60	154.01	34.28	0.97	12.84
		湘电股份	600416.SH	44.52	10.58	2.55	221.23	21.49	-1.45	6.33	24.11
	发动机子系 统	航发控制	000738.SZ	49.42	18.88	6.88	41.18	13.64	24.29	14.01	27.76
		海特高新	002023.SZ	9.10	7.44	0.13	-98.26	3.53	3.97	0.24	40.23
	通信与电子 类配套设备	卫士通	002268.SZ	34.38	16.35	3.07	21.99	6.57	-32.21	8.95	36.68
		烽火电子	000561.SZ	16.00	6.50	0.98	-11.79	8.84	5.81	6.27	40.47
		天银机电	300342.SZ	8.39	-19.24	0.08	-92.15	5.37	-0.51	1.02	23.69
		欧比特	300053.SZ	4.25	-38.87	-5.72	-1442.03	2.20	-30.27	-134.49	32.44
		华讯方舟	000687.SZ	0.28	-20.25	-2.14	70.27	0.12	-26.06	-772.70	8.72
		川大智胜	002253.SZ	2.46	-18.41	-0.58	-329.83	1.83	-21.34	-24.88	14.85
		航天电子	600879.SH	174.76	9.30	6.11	11.17	187.97	34.15	3.75	19.62
		杰赛科技	002544.SZ	70.76	7.98	2.13	50.73	12.66	-5.64	3.18	19.03
		航天发展	000547.SZ	34.56	-16.59	0.35	-94.62	19.46	7.52	1.74	27.31
		海格通信	002465.SZ	56.16	2.58	6.68	2.23	16.35	-14.41	12.40	34.97
		航天通信	600677.SH	24.15	-27.27	-1.56	61.72	10.72	6.09	-7.13	20.76
		中国海防	600764.SH	42.92	-11.95	5.85	-31.09	15.91	-11.10	13.63	31.25
	北斗终端	振芯科技	300101.SZ	11.82	49.01	3.00	98.13	5.30	-3.63	26.08	55.38
		盟升电子	688311.SH	4.79	0.65	0.26	-80.67	2.65	57.82	5.71	48.69
		华力创通	300045.SZ	3.85	-42.09	-1.10	51.63	3.47	37.22	-28.65	35.53
	火炮系统	北方股份	600262.SH	22.35	35.79	1.19	27.48	4.91	-1.52	6.61	18.20
	电力系统类	银河电子	002519.SZ	13.11	-8.01	1.96	1263.97	6.06	-12.30	14.94	35.28
		瑞特股份	300600.SZ	2.74	24.66	0.00	99.83	1.85	-3.04	-0.63	35.41
泰豪科技		600590.SH	61.91	2.11	0.77	-16.25	22.90	0.07	2.32	16.83	
航天机电		600151.SH	88.04	39.91	-1.04	-273.11	9.65	8.74	-1.53	7.77	
新雷能		300593.SZ	17.14	15.96	2.83	3.29	9.73	31.61	16.98	47.80	
芯片类	铖昌科技	001270.SZ	2.78	31.69	1.33	-17.02	1.26		47.79	71.25	
	复旦微电	688385.SH	35.39	37.31	10.77	109.31	14.83	61.91	31.57	64.67	
飞控系统及 航空配套	中航电子	600372.SH	111.86	13.69	8.72	9.17	71.06	16.26	8.06	31.54	
	航新科技	300424.SZ	13.97	20.41	0.27	5.88	3.95	-4.24	1.89	29.20	

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	存货 (亿元)	存货同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
	惯性导航系统	晨曦航空	300581.SZ	2.33	3.97	0.36	33.52	3.23	20.73	15.31	38.31
		中航电测	300114.SZ	19.05	-1.95	1.93	-37.18	6.61	-4.43	10.31	36.24
		赛微电子	300456.SZ	7.86	-15.37	-0.73	-135.66	2.61	86.37	-18.99	31.18
		北方导航	600435.SH	38.39	-3.82	1.85	38.57	6.09	-13.69	6.69	21.60
	灭火抑爆炸及三防设备	天微电子	688511.SH	1.12	-45.94	0.45	-60.85	0.79	23.27	39.87	62.12
基础配套产品	材料类	光威复材	300699.SZ	25.11	-3.69	9.34	23.19	6.45	56.57	36.09	49.08
		抚顺特钢	600399.SH	78.15	5.40	1.97	-74.92	25.49	16.53	2.51	14.68
		钢研高纳	300034.SZ	28.79	43.77	3.37	10.48	10.52	22.57	13.27	27.68
		炼石航空	000697.SZ	12.36	25.32	-8.02	-44.61	3.73	30.00	-65.00	9.65
		西部材料	002149.SZ	29.41	22.83	1.85	38.97	15.27	0.01	8.76	22.20
		宝胜股份	600973.SH	414.82	-3.51	0.65	108.49	26.13	-4.28	0.16	5.12
		泰和新材	002254.SZ	37.50	-14.85	4.36	-54.86	7.19	-2.81	12.93	23.14
		火炬电子	603678.SH	35.59	-24.83	8.01	-16.15	12.38	9.70	23.20	42.39
		台海核电	002366.SZ	4.99	22.24	4.18	149.93	4.88	-9.91	74.75	-10.71
		菲利华	300395.SZ	17.19	40.52	4.89	32.05	4.64	43.29	29.82	51.22
	中航高科	600862.SH	44.46	16.77	7.65	29.40	12.63	-7.28	17.26	30.94	
	机械加工产品	北摩高科	002985.SZ	9.98	-11.88	3.14	-25.66	5.44	49.17	39.72	67.20
		超卓航科	688237.SH	1.40	-1.13	0.59	-16.46	0.66	125.66	42.29	53.24
		新研股份	300159.SZ	21.44	57.28	0.77	129.68	1.61	-62.88	3.06	28.79
		中船科技	600072.SH	33.49	39.01	1.10	37.35	12.95	4.77	3.25	11.82
		银邦股份	300337.SZ	39.44	23.44	0.67	65.67	7.97	6.47	1.67	9.52
		中航三鑫	002163.SZ	36.16	-17.17	-1.45	-238.73	1.56	-12.16	-4.92	7.18
		爱乐达	300696.SZ	5.61	-8.60	2.13	-16.62	1.86	19.25	37.89	51.99
		鹏起科技	600614.SH	0.08	-29.45	-6.58	57.36	3.60	-0.44	-8,459.36	-8.36
		航天长峰	600855.SH	18.02	-35.30	0.05	-95.33	8.55	-16.35	1.79	26.03
		航天晨光	600501.SH	41.45	1.63	0.76	13.93	15.03	26.60	2.11	15.98
	三角防务	300775.SZ	18.76	60.06	6.25	51.51	11.80	15.71	33.29	46.20	
	电子元件	振华科技	000733.SZ	72.67	28.48	23.82	59.79	22.88	23.95	32.79	62.72
		亚光科技	300123.SZ	16.86	6.21	-12.01	-0.17	6.01	-18.15	-70.99	19.35
		中航光电	002179.SZ	158.38	23.09	27.17	36.47	54.16	14.51	18.32	36.54
		航天电器	002025.SZ	60.20	16.96	5.55	13.59	10.46	5.15	10.82	33.00
		旋极信息	300324.SZ	24.53	-22.66	-5.90	-422.13	4.13	52.04	-23.69	30.09
		南洋科技	002389.SZ	38.58	32.40	3.07	34.76	7.92	6.51	8.11	20.97
	航天科技	000901.SZ	57.40	-1.82	0.29	-12.13	17.59	33.25	0.77	18.56	

资料来源：WIND、山西证券研究所

### 1.3 军工上市公司运作思路更加稳健、价值、成熟

进入 2020 年以后，军工行业上市公司的分红率显著提高，不管是军工央企还是经营情况较好的民营军工企业，均进行了较大数量的分红持续回馈股东。这说明军工企业的运作思路已经十分成熟，愿意主动维护好企业与长期投资者和战略投资者的关系，肯与股东分享股票价值上涨之外的稳定收益。这标志着军工企业的运作思路已经十分稳健、价值、成熟，愿意和有战略眼光的长期投资者建立紧密联系。

对于资本市场上的大体量资金来说，尤其是近年来兴起的企业自营投资部门和家族基金等，在全球经济下行的背景下，投资高分红率的军工企业，符合这些资金持有者对金融类资产的抗风险和收益率要求，并且军工行业股票具备较好的弹性，如果在合适位置进行配置，可以享受到较高的股权上涨受益和现金分红受益。这让军工企业的标的在如今的经济大背景下有着十分突出的投资价值。

表 2：军工板块股票 2020-2022 年分红情况

板块分类	产品分类	公司名称	代码	2020 年累计单位分红 (元)	2021 年累计单位分红 (元)	2022 年累计单位分红 (元)	三年累计分红占比 (%)
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	0.117	0.175	0.242	122.57
	战机整机	中航沈飞	600760.SH	0.240	0.410	0.400	105.49
		中航西飞	000768.SZ	0.085	0.085	0.100	114.99
		中直股份	600038.SH	0.388	0.465	0.197	90.23
		洪都航空	600316.SH	0.057	0.067	0.059	92.66
		贵航股份	600523.SH	0.200	0.133	0.110	126.16
	舰艇整船	中国重工	601989.SH	0.000	0.003	0.000	-8.14
		中国船舶	600150.SH	0.035	0.030	0.020	164.93
		中船防务	600685.SH	0.166	0.138	0.000	29.10
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	0.000	0.050	0.055	27.78
		长城军工	601606.SH	0.049	0.038	0.023	71.60
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	0.113	0.128	0.000	58.24
		四创电子	600990.SH	0.330	0.347	0.094	92.06
		天和防务	300397.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		四川九洲	000801.SZ	0.026	0.051	0.100	129.41
	卫星总体	中国卫星	600118.SH	0.100	0.060	0.075	95.54
	无人机	中无人机	688297.SH	0.000	0.000	0.352	85.80
		长鹰信质	002664.SZ	0.100	0.060	0.060	36.49
		航天彩虹	002389.SZ	0.040	0.060	0.060	58.32
	重大分系统 与子系 统	导引头	光电股份	600184.SH	0.033	0.050	0.057
雷电微力			301050.SZ	0.000	0.194	0.000	9.39
高德红外			002414.SZ	0.250	0.350	0.130	191.38
雷科防务			002413.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
红外子系 统		久之洋	300516.SZ	0.103	0.119	0.125	82.06
		奥普光电	002338.SZ	0.080	0.040	0.000	48.67

板块分类	产品分类	公司名称	代码	2020 年累计单位分红 (元)	2021 年累计单位分红 (元)	2022 年累计单位分红 (元)	三年累计分红占比 (%)
		大立科技	002214.SZ	0.080	0.080	0.050	85.42
	发动机(火 箭发动机、	航天动力	600343.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		航发动力	600893.SH	0.130	0.135	0.145	91.04
	航空发动 机、舰艇推 进系统)	航发科技	600391.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		中国动力	600482.SH	0.076	0.086	0.000	70.54
		湘电股份	600416.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
	发动机子 系统	航发控制	000738.SZ	0.045	0.045	0.053	35.07
		海特高新	002023.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
	通信与电 子类配套 设备	卫士通	002268.SZ	0.020	0.050	0.060	46.72
		烽火电子	000561.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		天银机电	300342.SZ	0.150	0.100	0.000	135.63
		欧比特	300053.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		华讯方舟	000687.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		川大智胜	002253.SZ	0.120	0.000	0.000	234.36
		航天电子	600879.SH	0.000	0.000	0.070	34.86
		杰赛科技	002544.SZ	0.071	0.104	0.157	150.50
		航天发展	000547.SZ	0.035	0.024	0.035	30.43
		海格通信	002465.SZ	0.132	0.150	0.150	156.58
		航天通信	600677.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		中国海防	600764.SH	0.316	0.359	0.000	65.95
	北斗终端	振芯科技	300101.SZ	0.000	0.045	0.000	14.21
		盟升电子	688311.SH	0.350	0.359	0.000	91.07
		华力创通	300045.SZ	0.010	0.000	0.000	-5.94
	火炮系统	北方股份	600262.SH	0.120	0.165	0.210	91.03
	电力系统 类	银河电子	002519.SZ	0.000	0.000	0.100	88.85
		瑞特股份	300600.SZ	0.050	0.000	0.000	-22.22
		泰豪科技	600590.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		航天机电	600151.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		新雷能	300593.SZ	0.065	0.105	0.120	38.99
	芯片类	铖昌科技	001270.SZ	0.000	0.000	0.360	35.71
		复旦微电	688385.SH	0.000	0.065	0.135	28.39
	飞控系统 及航空配 套	中航电子	600372.SH	0.100	0.125	0.000	56.25
		航新科技	300424.SZ	0.010	0.012	0.010	-8.39
	惯性导航 系统	晨曦航空	300581.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		中航电测	300114.SZ	0.050	0.050	0.030	30.07
		赛微电子	300456.SZ	0.035	0.035	0.000	43.21
		北方导航	600435.SH	0.025	0.025	0.040	105.79
	灭火抑爆 炸及三防 设备	天微电子	688511.SH	0.000	0.625	0.000	55.13

板块分类	产品分类	公司名称	代码	2020 年累计单位分红 (元)	2021 年累计单位分红 (元)	2022 年累计单位分红 (元)	三年累计分红占比 (%)
基础配套产品	材料类	光威复材	300699.SZ	0.500	0.500	0.700	113.25
		抚顺特钢	600399.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		钢研高纳	300034.SZ	0.135	0.150	0.208	84.99
		炼石航空	000697.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		西部材料	002149.SZ	0.150	0.100	0.200	165.87
		宝胜股份	600973.SH	0.048	0.000	0.000	-41.16
		泰和新材	002254.SZ	0.700	0.500	0.300	194.95
		火炬电子	603678.SH	0.340	0.480	0.350	67.94
		台海核电	002366.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		菲利华	300395.SZ	0.180	0.230	0.190	64.71
		中航高科	600862.SH	0.093	0.128	0.165	90.24
	机械加工产品	北摩高科	002985.SZ	0.300	0.200	0.000	27.39
		超卓航科	688237.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		新研股份	300159.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		中船科技	600072.SH	0.060	0.060	0.045	109.29
		银邦股份	300337.SZ	0.000	0.020	0.000	39.49
		中航三鑫	002163.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		爱乐达	300696.SZ	0.120	0.200	0.200	64.00
		鹏起科技	600614.SH	0.000	0.000	0.000	0.00
		航天长峰	600855.SH	0.098	0.079	0.000	88.59
		航天晨光	600501.SH	0.000	0.000	0.030	20.83
		三角防务	300775.SZ	0.083	0.090	0.100	33.99
	电子元器件	振华科技	000733.SZ	0.150	0.300	1.145	55.49
		亚光科技	300123.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
		中航光电	002179.SZ	0.400	0.550	0.550	95.72
		航天电器	002025.SZ	0.200	0.200	0.370	69.87
		旋极信息	300324.SZ	0.000	0.000	0.000	0.00
南洋科技		002389.SZ	0.040	0.060	0.060	58.32	
航天科技		000901.SZ	0.000	0.030	0.013	-17.07	

资料来源：WIND、山西证券研究所

## 2. 军工行业完美契合中国特色估值体系

建立中国特色估值体系是备受资本市场关注的关键话题，但由于资本市场固有的思维惯性，目前对于军工行业于中国特色估值体系的完美契合认识并不充分。军工行业符合中国特色估值体系的根本要求，主要集中在体系完整性、技术先进性、高度自主可控三个方面。

### 2.1 只有中美两国拥有完整自主的国防工业体系

国防军工行业是工业皇冠上的明珠，全球只有中国和美国拥有完整的国防工业体系，其他国家的国防工业体系均无法不依赖外国制造完整的高科技装备，即使是法国、俄罗斯也做不到。完整的国防工业体系包含六大门类，分别为：兵器、航空、航天、电子、造船、核工业。全世界只有中美两国可以完全不依赖其他国家独立制造隐形战斗机、各类相控阵雷达、各类特种飞机、各类地面装甲车辆、各类先进舰艇等高端武器装备，也只有中美两国可以完全独立自主研制上述各类武器装备的复杂子系统。

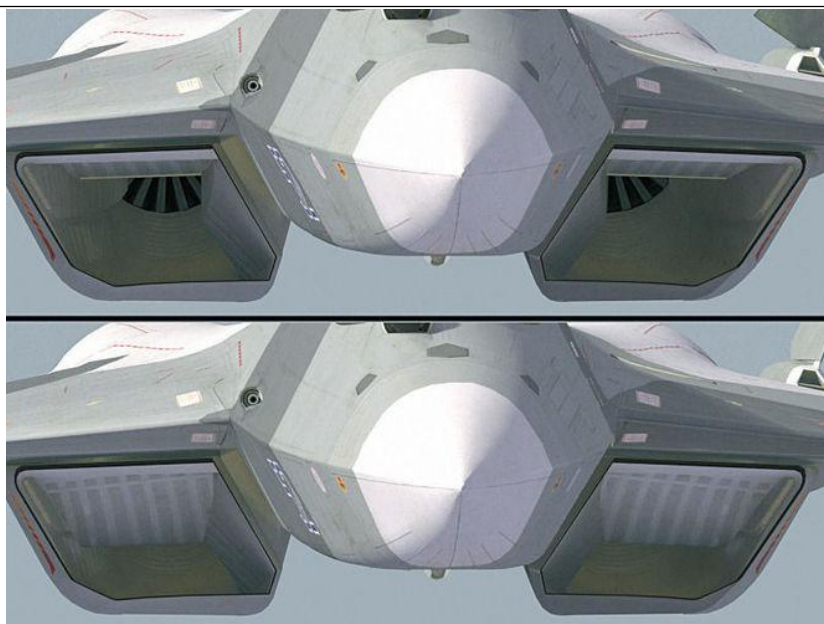
在除中美两国外的其他国家中，俄罗斯和法国的国防工业体系是相对完备的，同时拥有上述的六个门类，但其关键产业链并不完整。俄罗斯的国防工业体系现在缺乏除核潜艇以外的先进装备的研制能力，并且其涉及到雷达电子的子系统需要依赖外国供给、其国内也不能生产可以满足军用的大规模碳纤维等复合材料。比如，俄罗斯的苏-57 战斗机依然是以钛和铝为结构的飞机，对于隐身飞机至关重要的 S 形进气道并未采用，这足以说明俄罗斯国防工业能拿的出手的最为先进的产品并不先进。而且其在夜视仪、芯片、红外传感器、雷达 T/R 组件、碳纤维、无人机配件等重要产品上需要从法国或者一些亚洲国家（如伊朗等）进口，俄国的国防工业无法完全独立自主研制最先进的一代装备。

图 6：苏-57 机身表面的螺钉



资料来源：搜狐、山西证券研究所

图 7：苏-57 进气道



资料来源：新浪网、山西证券研究所

图 8：装备法国热像仪的俄罗斯 T-72B3 坦克



资料来源：电子之家、山西证券研究所

图 9：装备法国热像仪的俄罗斯 BDM-4 步兵战车



资料来源：腾讯网、山西证券研究所

法国的国防工业门类较为齐全，但也无法完全独立自主，其产业链完整性方面领先俄罗斯处于全球第二梯队的领头羊位置。法国可以独立设计和制造先进战斗机、核潜艇、坦克、弹道导弹等装备，但是其面临的情况和俄国一样，在关键系统上缺环，比如其阵风战斗机在试飞初期需要用美国的 F404 中等推力发动机，其国产的 M88 系列发动机定型后，性能不如美国的 F404、F414 发动机，而法国航空工业则完全没有大推力发动机产品。而其雷达和导弹的一些关键电子器件需要从其他北约国家进口。因此法国国防工业提供的装备往往不适合一些国土面积比法国大的国家使用。而法国国防工业在现今也面临了十分严峻的问题，就是他们想搞的新一代欧洲隐身战斗机举步维艰，短期内恐怕无法拿出样机。如果说俄罗斯目前依然靠其



缺少关键子系统的国防工业在追赶中美两国发展高科技装备的脚步，那么法国则在其拥有比俄罗斯完整的国防工业体系的情况下，在先进装备上已经完全落后于中美两国至少一代，并且在其发展新一代高新技术装备上法国的如航空发动机这样的重要子系统上将拖其总体设计的后腿。

图 10：装备美国 F404-GE-400 发动机的法国阵风 A



资料来源：FlightlineWeekly、山西证券研究所

除中美两国外的世界上其他国家的国防工业的完整性均无法与法国和俄罗斯相比，因此在提出中国特色估值体系的当下，需要对军工行业的完整性、自主可控性，国防工业也具极强的抗风险能力，以及我国依托完整先进的国防工业体系提升在国际地缘政治中的地位和国际影响力，这些非业绩因素考虑给予其相应的估值。只注重净利润增长率的传统估值方法完全忽视了军工行业在中国特色估值体系中的地位和价值，何况军工行业还是一个可以逆经济周期扩张的行业。

## 2.2 只有中国武器装备在技术先进性上可以比肩美制装备

在全球武器装备产品格局中，中国和美国的武器装备在技术先进性上是独一档的，其次是俄罗斯、法国装备，再次是韩国、土耳其、德国装备、最后是伊朗、印度、波兰等国家的装备。

中美两国是全世界唯二的独立开发完全符合第五代隐形战斗机标准的国家，也是唯二大规模装备第五代隐形战斗机并且形成战斗力的国家，还是世界上唯二应用了航母电磁弹射系统的国家，又是世界上唯二拥有完全自主知识产权电子战飞机的国家。在国际市场上，只有中国生产的武器装备可以与美制装备媲美，只有中国可以提供与美国同代的技术装备，也只有中国可以像美国一样拿出从隐形战斗机到先进无人机再到先进雷达电子战系统。而世界上其他国家的国防工业总体水平，正在被中美两国迅速拉大，在不久的将来

来，全球的武器装备外贸的主要市场将被中美两国瓜分。包括法国和俄罗斯在内的世界上能提供武器装备的其他国家装备的总体性能比中美两国最先进的装备落后了至少一代，中美两国将凭借其自身的庞大市场和多年的技术积累把世界其他国家远远甩在后面。而中国制造的武器装备在同等性能的前提下，一般要比美制装备便宜，这让中国国防工业可以向其客户提供比美国国防工业所能提供的更多的先进装备。

中国的国防工业的技术先进性和产能优势可以让中国在大国竞争中逐渐处于优势，也是中国持续扩大国际影响力保障地区安全的重要压舱石，这是其他经济部门所不具备特点。因此，这是军工行业第二个符合中国特色估值体系的要点，在中国特色估值体系下，应该针对此点给予相应的估值。

图 11：美国 F-35



资料来源：搜狐、山西证券研究所

图 12：中国歼-35



资料来源：腾讯网、山西证券研究所

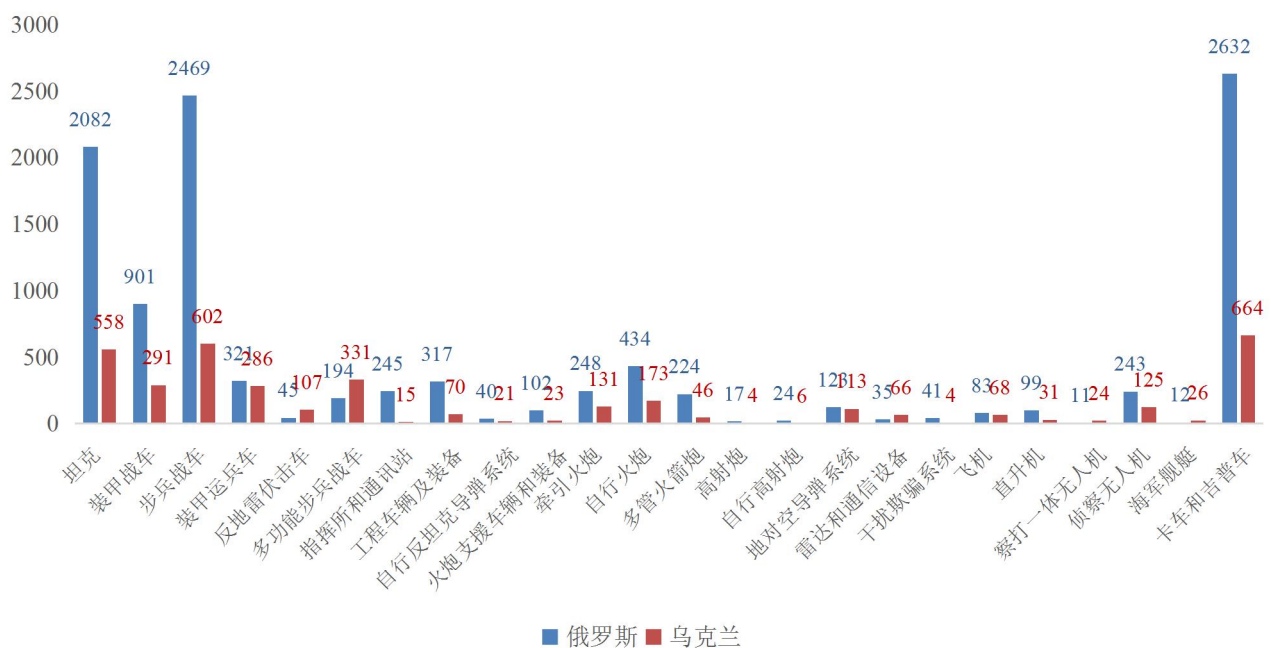
### 3. 中国武器装备外贸进入黄金时期

俄乌战争对世界武器装备外贸格局产生了深远影响。首先，是俄国和北约国家的大量库存和新造武器装备被消耗到了俄乌战场上，导致其难以向客户国提供相应武器装备。其次，是俄乌战场上巡飞弹产品异军突起，说明巡飞弹已经成为了现代战争中浅近纵深精确打击的最优选择。最后，中国武器装备技术先进，足以媲美美制装备，体系完整度、技术先进性远超如韩国、土耳其等国际军贸主要参与国，已经获得了世界武器装备外贸市场的青睐。中国的国防军工行业在巨大的本国需求之外，又可以向规模十分庞大的国际军贸市场开拓新的成长空间。

#### 3.1 俄乌战场的实践证明武器装备数量和弹药库存多多益善

时值 2023 年的 7 月，乌克兰军队在扎波罗热的反攻已经以失败告终，德国和美国援助的豹 2A6 坦克和 M3 步兵战车被俄军大量击毁，9 个北约训练的乌军旅一级单位出现重大损失，使得乌军在巴赫穆特战役后的战略处境更加被动。自开战以来俄乌两军均在战场上损失了大量的武器装备。俄国虽然拥有巨大的军工产能来补充其在乌克兰战场上的巨大损失，但是其已经无力向国际军贸市场提供装备，以坦克为例，今年俄国的 5 月 9 号胜利日阅兵中没有出现坦克方阵就足以说明俄军对坦克的迫切需求。而乌军虽然装备损失数量小于俄军，但是由于其装备供给主要依赖西方援助，其装备补充情况堪忧。

图 13：俄乌开战至今双方装备损失情况



资料来源：Oryx、山西证券研究所

表 3：2022-2023 莫斯科胜利日阅兵地面武器装备方阵情况

	2022	2023
装备清单	<p><b>T-34/85 中型坦克</b> GAZ-233114 “Tigr-M” BMP Kurganets-25 步兵战车 BMP-2 步兵战车 BMP-3 步兵战车</p> <p><b>T-72 B3M (T-72B4) 主战坦克</b> <b>T-14 主战坦克</b> Buk-M3 移动履带式地空导弹系统 履带式底盘上的 Tor-M2 SAM S-400 Triumph SAM 发射系统 伊斯坎德尔-M RS-24 Yars 卡玛斯 53949 “台风-K” 轻型防雷反伏击车 龙卷风-G 多管火箭弹 Uran-9 履带式无人地面战车 (UCGV)</p>	<p><b>T-34/85 中型坦克</b> GAZ-233114“Tigr-M” VPK-Urals Remdiesel Z-STS Akhmat MRAP BTR-82A 轮式步兵战车 S-400 TELs 伊斯坎德尔-M RS-24 Yars VPK-7829 回旋镖轮式装甲运兵车</p>
车辆总数	131	51

资料来源：维基百科、Twitter、山西证券研究所（注：以二战时期坦克 T-34/85 开场是胜利日阅兵传统）

从弹药消耗数量来看，俄军在俄乌战争的前五个月 122mm 以上的大口径炮弹和火箭弹每天消耗数量约为 7 万发，预计炮弹年消耗量约为 178.88 万吨，折合成费用约为 480.18 亿美元。需要注意的是，这些仅仅是常规弹药的消耗，并没有包括俄军经常使用的“伊斯坎德尔”弹道导弹、“口径”巡航导弹、“柳叶刀”无人机、机载弹药等高价值装备。无疑，各类弹药的消耗是战争的主要开支，也说明任何准备进行战争的国家，需要在平时多多储存先进弹药以满足战争需求，这进一步说明现代战争的弹药消耗是超乎想象的。即使是科研和生产能力再强的工业国家，由于现代高科技弹药产业链长，如果不在和平时多储存，也不可能在战争时期获得足够多的先进弹药产品。

表 4：俄乌战争前五个月俄罗斯弹药消耗估算

武器系统	装备数量	每天消耗数量	每件成本（美元）	炮弹年消耗重量(吨)	12 个月的使用费用（亿美元）
122mm 火炮	400	8000	—	58400	—
152mm 火炮	1200	24000	800	438000	70.08
203mm 火炮	33	660	1600	24090	3.85
Tornado 火箭炮	150	6000	3700	819547	81.03
Grad 火箭炮	650	26000	560		53.14
Uragan 火箭炮	133	2128	15000	217482	116.5
Smerch 火箭炮	66	396	107640	231264	155.58
		67580		1788783	480.18

资料来源：the jamestown foundation、山西证券研究所（注：根据 2023 年 3 月 13 日的欧盟备忘录，最新估

计俄罗斯每天发射 20000 至 50000 发炮弹，乌克兰每天发射 4000 至 7000 发炮弹）

图 14：“柳叶刀”巡飞弹



资料来源：腾讯新闻、山西证券研究所

图 15：我国外贸型巡飞弹及无人机产品



资料来源：珠海航展、山西证券研究所

以柳叶刀巡飞弹为代表的自杀式无人机产品在俄乌战场大放异彩，不同于只能攻击固定目标的伊朗见证者-136 无人机，柳叶刀巡飞弹可以攻击移动目标，十分适合打击炮兵阵地、装甲车辆、战术指挥节点等重要目标，巡飞弹的出现让陆军炮兵部队首次遇到了一种反应极其快速的并且可以对其进行超高精度打击的对手，可以说巡飞弹几乎是战术炮兵部队的克星。俄罗斯的柳叶刀巡飞弹在世界一流军事强国的武器装备中，其并不先进，根据公开信息来看，我国已经公布的巡飞弹产品可以搭配各种平台使用。我国的外贸客户在预算足够的情况下，完全可以获得足够数量、足够种类的巡飞弹产品，需要指出的是巡飞弹并不是一种可以脱离战场体系独立存在的武器装备，其依然需要依托炮兵侦查设备、火力设备等单位才能发挥出最大效能。

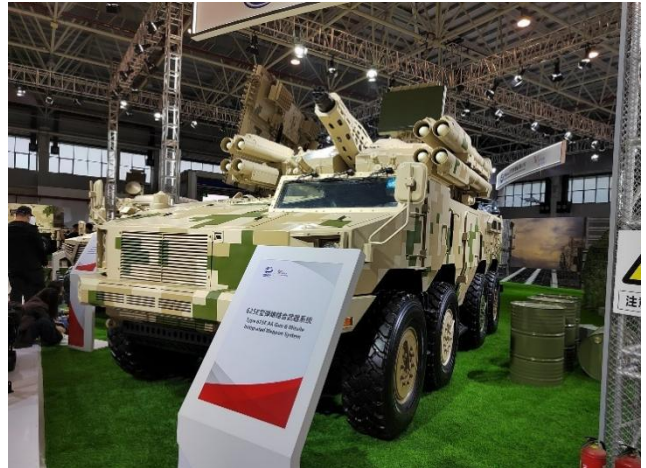
反巡飞弹是地面防空单位的新课题。巡飞弹的结构和消费级无人机不同，其结构以合金、碳纤维、玻璃纤维为主，消费级无人机的主要结构是塑料，巡飞弹材料更加耐热，对抗激光武器杀伤的能力较强，所以反巡飞弹还是要依靠小口径高射炮对其进行硬杀伤。

图 16：“沉默猎手”激光武器系统



资料来源：搜狐网、山西证券研究所

图 17：625E 弹炮结合武器系统

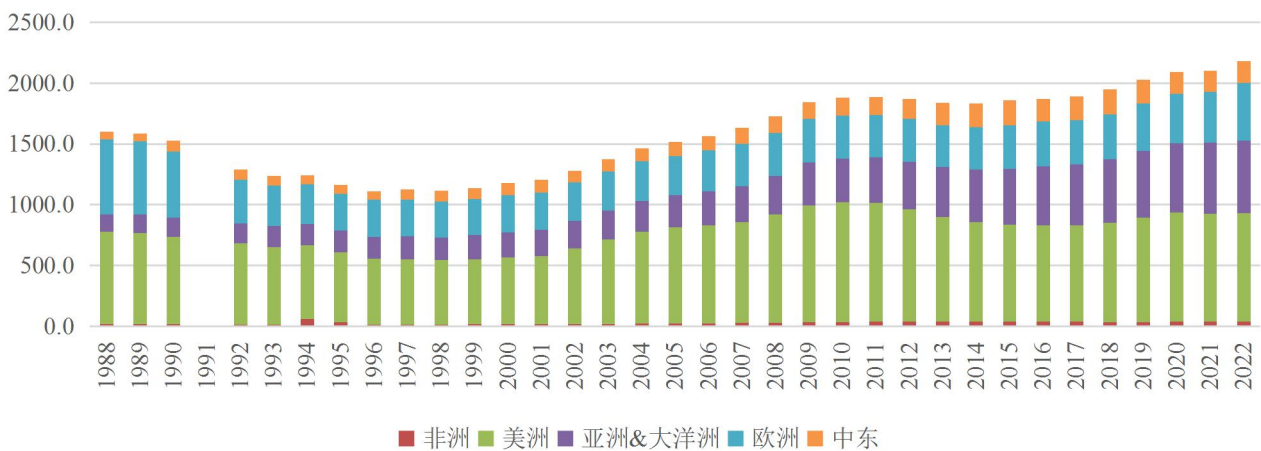


资料来源：网易、山西证券研究所

### 3.2 全球安全形势恶化，先进武器需求提升

全球经济进入美林时钟的萧条阶段，世界各个地区的矛盾愈发尖锐，武装冲突风险大幅增加，世界各主要国家和地区强国均已认识到这一点，并且全球军费总支出在 2022 年达到 2.18 万亿美元，创下历史最高水平。俄乌战争对世界安全形势带来连锁反应，以美国为首的北约国家和俄罗斯在俄乌战场上消耗巨大，造成传统强权国家对地区和世界热点区域的安全控制能力减弱，中东、北非、东欧、南欧等传统火药桶地区的地区强权已经具备相当实力，并且对主导该地区的事务有着极大渴望。而这些地区强国的武器装备自给能力十分有限，并且中东产油国的经济状况富裕，有充足的动机和经济实力采购先进武器装备。

图 18：1988-2022 年按地区分列的世界军费开支（单位：十亿美元）



资料来源：SIPRI、山西证券研究所

从图 18 可以看出，中东地区近年来的国防开支在 1800 亿美元-2000 亿美元之间，这些国家主要包括沙

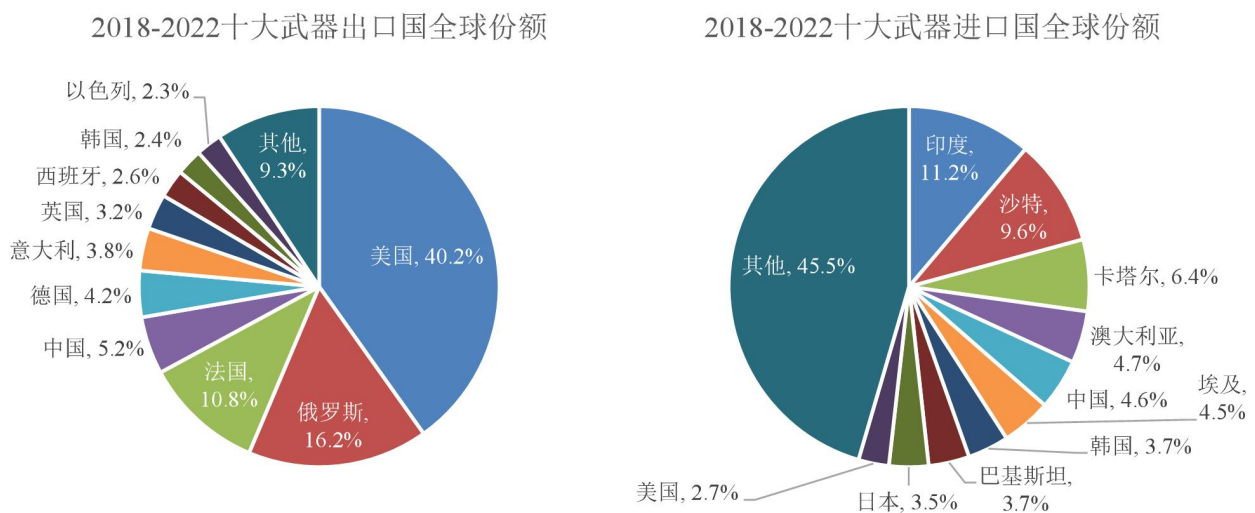
特、阿联酋、科威特、伊朗、伊拉克、卡塔尔等国，由于这些国家的武器装备自给能力十分有限，因此中东地区是全世界最大的武器装备外贸市场。如果其国防开支中的装备费比例以 35%-45% 计，中东地区每年的装备采购市场总额在 630 亿美元-900 亿美元之间。中东国家历史上采购美、俄、欧武器数量均不少，在俄乌战争的大背景下，中东市场是中国武器装备外贸可以迅速扩大份额的市场。

### 3.3 中国武器装备技术先进，国际市场份额有望持续提升

从全球武器装备市场格局来看，俄罗斯原有的主要出口市场是印度、中东、东南亚、非洲、南美等地，美国的武器装备出口市场为北约国家内部、中东。国际武器装备外贸与国际关系息息相关，中国在国际舞台上有着良好的形象，这也为中国武器装备扩大国际市场份额提供了政治基础。

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。

图 19：2018 至 2022 年十大武器出口国和十大武器进口国全球份额

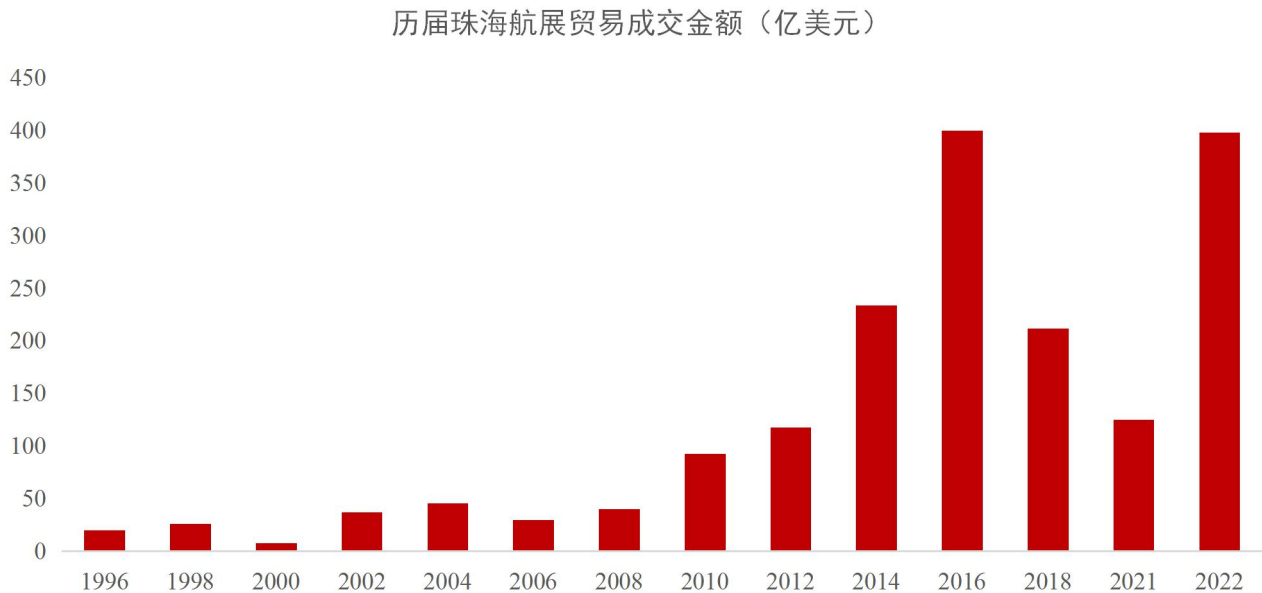


资料来源：SIPRI、山西证券研究所

接手俄罗斯除印度和越南以外的市场，是中国武器装备外贸切实可行并且可以迅速达到的。因为俄罗斯的传统客户国与中国也保持了良好关系，并且俄制武器装备在乌克兰战场上的表现已经证明了其设计思路不适应现代化战争，其技术水平已全面落后于时代，这让现役装备以俄制武器为主的国家在这个全球安全风险剧增的时代有了深刻的危机感。而这些国家在政治上与美国等西方国家存在严重分歧，不可能采购

西方装备。既要满足武器装备的先进性，又要有足够的武器装备产能提供给这些客户国，还要与这些国家有着良好的国际关系，中国武器是他们的唯一选择。

图 20：历届珠海航展贸易成交额（1996-2022）

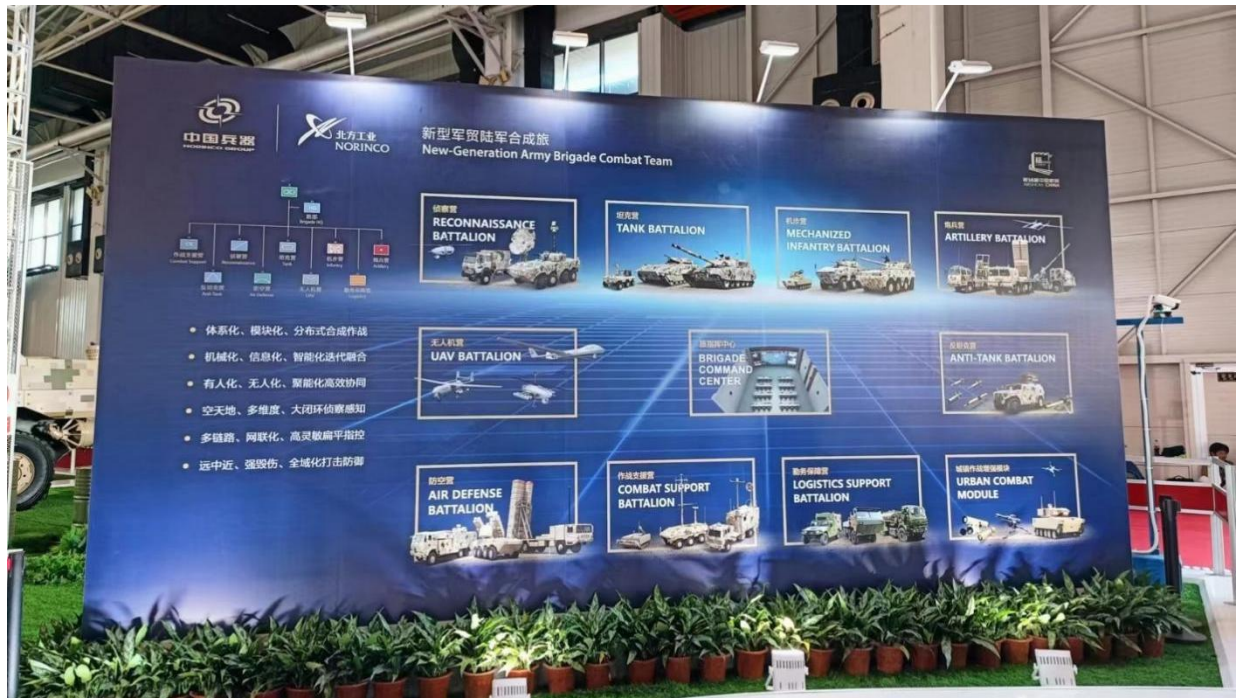


资料来源：珠海航展组委会、山西证券研究所

中东市场是西方和中国武器装备出口重合度较高的市场，但俄乌战争让西方在乌克兰战场上消耗了大量装备，以其现在的产能，数年内难以再向国际市场投放除战斗机、作战舰艇之外的装备，尤其是弹药类装备更加难以提供，因为要有限补充其自身军队的库存。美国雷神公司 CEO 在 2022 年 12 月 8 日表示，乌军耗尽了美军自身的标枪和毒刺导弹库存，乌克兰已经消耗了该公司出品的标枪反坦克导弹 5 年的产量和毒刺单兵防空导弹 13 年的产量。美军高层表示，西方国家已经向乌军提供了超过 9 万件的反坦克武器。而且美军即将向乌军提供爱国者防空系统。虽然部分中东国家在之前有着全套美制和北约制武器装备的使用经验，但是在中东地区地缘政治风险急剧加大的当下，原有武器供应国不能提供足够的先进武器，那么这些国家将不得不考虑体系化引进中国的武器装备来满足自身的国防需求。2022 年的珠海航展参展商和客户在疫情影响下，总成交额依然达到了 398 亿美元，如果没有疫情因素则极有可能创下历史新高，这也表明在当今的时代背景下，中国武器装备正在受到世界广泛认可。



图 21：军贸体系化解决方案



资料来源：2022 年珠海航展、山西证券研究所

对于企业来说，武器装备外贸的净利率要高于国内采购，目前资本市场对于武器装备外贸认识不足，尚未认识到武器装备外贸是比国内采购更加庞大且高净利率的市场，单就中东国家市场而言其每年装备采购费用就超过中国国内采购市场规模。外贸有可能成为军工行业在百年未有之大变局的新时代的主要市场。

## 4. 推荐箭弹武器、新型航空装备和雷达电子产业链

新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链、雷达电子产业链。在箭弹武器产业链里我们推荐北方导航、航天电器、新雷能，新型航空装备产业链里我们推荐中航沈飞、航发控制、航宇科技，雷达电子产业链中我们推荐国博电子。2020年以来军工行业上市公司的分红率显著提高，高分红彰显了企业的长期投资价值，在全球经济下行的大背景下，将得到长期投资者和战略投资者的青睐，军工持续高分红标的中我们推荐内蒙一机。

### 4.1 箭弹武器产业链

导弹、制导火箭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。

#### 4.1.1 北方导航

公司以导航控制、弹药信息化系统、短波电台和卫星通信系统、军用电连接器等领域的整机和核心部件为主要产品。公司主要客户是兵器集团，在军品惯性导航产业链中属于二级配套单位，负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于产业链核心环节。子公司中兵通信是目前中国兵器工业集团唯一一家军用通信产品生产企业，在军用超短波地空通信领域处于国内领导地位，在军用卫星通信领域居于国内领先地位。

受益于型号放量，公司业绩有望持续高增长。公司紧跟总体单位研制步伐，大力发展制导火箭武器系统，随着相关型号陆续批量生产以及实战化训练带来的精确制导武器需求的提升，公司业绩有望持续高增长。

**风险提示：**精确制导武器列装不及预期；生产交付不及预期；技术研发不及预期

#### 4.1.2 航天电器

连接器是系统或整机电路中负责电气连接或信号传输的关键必备基础元器件，公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等高新技术领域配套。随着我军新型导弹武器和航空装备的定型量产加速，以及全军实战化演练频次增加带来的消耗增多，公司作为关键必备基础元器件配套

企业将直接受益。

定增项目稳步实施，持续推进产能提升。公司持续推进生产基地建设，定增募资扩充产能，募投项目涉及公司军民用连接器、继电器、电机和光模块业务板块，项目预计 2023 年 12 月建成投产，预计年新增销售收入 23.61 亿元，公司将打破产能瓶颈，满足下游不断增长的军民需求，实现十四五期间高速发展。

**风险提示：**连接器订单不及预期；募投项目进展不及预期

### 4.1.3 新雷能

电源是一切电子设备的核心，尤其雷达与导弹工作于特种应用环境，对电源产品在极端工作温度、剧烈冲击/加速度、低气压等严酷环境下的性能要求很高，另外各种部件用电需求差异性高，对于安全性和可靠性要求高，定制化水平高。

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。

**风险提示：**导弹行业增长及全军采购进度可能低于预期，导致公司业绩低于预期。

## 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。

### 4.2.1 中航沈飞

公司是我国重要战斗机的主要研制基地，研制成功我国首款舰载隐身战斗机。公司是中国歼击机的摇篮，负责研制了我国多款主力战机，随着公司新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，我国成为全球第二个能自研自产隐身舰载机的国家。

我国空军和海军航空兵装备新增和换代需求迫切。我军目前战斗机中仍有很高比例是二代机，急需换代升级，公司三代半战斗机歼-16 系列已经是空军主力机型，歼-15 是我国现役唯一一款航母舰载机，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 和歼-15 系列带来持续的增量需求。

**风险提示：**全军新型航空装备列装进度不及预期；订单交付节奏不及预期；技术创新风险

## 4.2.2 航发控制

公司主要产品为航空发动机控制系统及部件，作为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，在军用航空发动机控制系统方面一直保持领先，与国内各发动机主机单位均有密切合作，全面参与了国内所有在役、在研型号的研制生产任务。

公司是航发控制系统唯一上市标的，具有稀缺性。随着航空装备升级换代加速，叠加实战化训练强度加大带来的航发损耗加速，作为航发中游分系统供应商，公司受益于航发下游旺盛需求，业绩有望持续快速增长。

**风险提示：**新型军机列装不及预期；募投项目进展不及预期；新产品研发不及预期

## 4.2.3 航宇科技

公司主要从事航空难变形金属材料环形锻件的研发、生产和销售业务，公司产品广泛应用于国内外航空发动机、导弹、运载火箭、燃气轮机等领域。公司参与了我国现役绝大部分军用航空发动机生产任务，承担所有预研、在研军用航空发动机型号研制任务，还是国产大飞机 C919 长江系列航空发动机环锻件的核心研制生产单位。

国内军用航空发动机市场进入“放量建设”阶段，C919 已经完成商业首航，随着长江系列发动机研制的进一步推进，国产商用航空发动机市场需求也将逐渐提升，市场潜力巨大，叠加后疫情时代境外商用航空发动机市场持续回暖，航发下游需求旺盛，公司业绩有望持续快速增长。

**风险提示：**募投项目进展不及预期；新型航空装备列装不及预期；原材料价格波动

## 4.3 雷达电子产业链

全军大规模装备更新已经持续了多年，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。作为机载最关键航电设备的雷达，尤其有源相控阵雷达，以及导弹核心部件雷达导引头将直接受益。

### 4.3.1 国博电子

有源相控阵体制是雷达未来发展的主流方向，未来潜在市场空间较大。T/R 组件是有源相控阵天线的最关键部分，很大程度上决定了有源相控阵雷达的性能，在价值量上也占据了有源相控阵雷达成本的绝大部

分。

国博电子整合中国电科五十五所资源，主要客户均为国内军工集团，除整机用户内部配套外，是国内面向各军工集团销量最大的有源相控阵 T/R 组件研发生产平台，为各型装备配套研制了数百款有源相控阵 T/R 组件，其中定型或技术水平达到固定状态产品数十项，产品广泛应用于弹载、机载等领域，具备技术和市场优势，标的稀缺性强。

**风险提示：**新型雷达电子装备和导弹列装需求不及预期；募投项目进展不及预期。

#### 4.4 内蒙一机

公司是我国唯一的集主战坦克、轮式步兵战车、中口径火炮于一体的特种地面装备研制生产整机企业。公司主要研制生产履带、轮式、火炮等系列产品，其中履带装备涵盖各型主战坦克，轮式装备涵盖全系列轮式战车，火炮装备包括中口径自行突击炮、自行榴弹炮等新型火炮，是我军地面装备的先锋，同时军贸实现跨越式发展，VT4 坦克等成为国际市场的“宠儿”。

外贸市场需求充足，公司加大 VT4、VT5、VN1、VN20、VP11 等军贸产品推介力度，在巩固目标用户基础上，已扩展到中东、非洲十多个国家。俄乌冲突发生后，美国为代表的北约将武器装备大量援助乌克兰，俄罗斯装备主要满足自身需求，军贸出口能力减弱，战后装备生产的首要目标也是补齐消耗，我国与美国尤其是俄罗斯军贸出口国重合度较高，将会在一个时期内迎来国际军贸市场的难得机遇。

**风险提示：**新型号装备列装不及预期；外贸需求不及预期。

表 5：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
		2023/7/13	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600435.SH	北方导航	11.12	0.12	0.19	0.29	0.43	92.7	58.5	38.3	25.9	买入-A
002025.SZ	航天电器	61.46	1.23	1.61	2.12	2.93	50.0	38.2	29.0	21.0	增持-A
300593.SZ	新雷能	21.04	0.75	0.91	1.27	1.89	28.1	23.1	16.6	11.1	买入-A
600760.SH	中航沈飞	44.90	1.18	1.53	1.94	2.43	38.1	29.3	23.1	18.5	买入-A
000738.SZ	航发控制	23.53	0.52	0.73	0.95	1.23	45.3	32.2	24.8	19.1	买入-A
688239.SH	航宇科技	70.42	1.31	1.74	2.40	3.48	53.8	40.5	29.3	20.2	增持-A
688375.SH	国博电子	78.66	1.30	1.73	2.33	3.14	60.5	45.5	33.8	25.1	增持-A
600967.SH	内蒙一机	9.78	0.48	0.57	0.67	0.80	20.4	17.2	14.6	12.2	增持-A

资料来源：WIND、山西证券研究所

## 5. 风险提示

(1) 海外订单不及预期。海外订单受国际安全局势、贸易国家双边关系、政局稳定性以及政策变化及市场竞争等诸多因素影响，存在较大波动性，如果国际政治格局发生不利变化，海外订单可能会不及预期。

(2) 国内军事装备列装不及预期。国内军事装备列装主要为满足我国国防战略的需求，受国家国防政策及军事装备采购投入的影响较大，如果未来国家战略部署发生变化，会影响国内军事装备列装的规模和进度。

(3) 新型号研发不及预期。武器装备产品型号研发涉及较多的新技术、新产品及新工艺，基于技术难度、技术壁垒及成熟度等原因，存在达不到预定任务目标、预期性能指标以及研制费用超支、研制周期拖延等风险，可能会错失市场发展机会，影响企业业绩的可持续性。

(4) 企业业绩增长可能低于预期。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。

(5) 相关政策落地进度可能不达预期。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：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰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、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 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，本报告的任一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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

