



中航军工研究

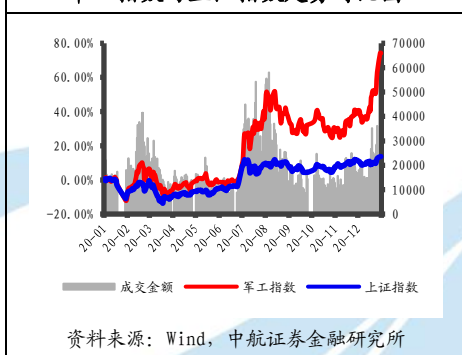
行业分类：国防军工

2021年1月7日

基础数据 (20210105)

上证综指	3528.68
创业板指	3097.98
军工指数	1965.47

军工指数与上证指数走势对比图



分析师	张超
证书编号	S0640519070001
分析师	董俊业
证书编号	S0640520040001
分析师	王宏涛
证书编号	S0640520110001
分析师	梁晨
证书编号	S0640519080001
分析师	宋博
证书编号	S0640520090001
研究助理	邱净博
证书编号	S0640119100018
分析师	宋子豪
证书编号	S0640520080002
分析师	蒋聪汝
证书编号	S0640517050001
分析师	刘琛
证书编号	S0640520050001

强国必先强军，军强方能国安

2020年，虽经历了疫情和中美博弈，军工行业“刚需”优势已凸显，中高速增长业绩足够亮眼。时不我待，只争朝夕，2021年是“十四五”的开局之年，距离2027年建军百年奋斗目标7年，距离2035年基本实现国防和军队现代化15年。博观约取，厚积薄发，经过几十年积淀与投入，我国军工行业已经基本具备了“内循环”的技术基础和物质条件，未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期。军工行业迎来了黄金时代和红利期，将真正显现出其成长价值。

军工行业的需求侧和供给端正在发生若干方面的重大变化，我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级，在数量、质量和结构三个维度都将展现出实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

军工投资六个重要的问题

我们针对投资者最关心的六个问题给出回答，尽可能从客观角度出发，既要挖掘和承认军工行业价值从而打消投资疑虑，也会指出部分潜在的风险（大部分是中长期之后可能面临的，而非短期内的），以供投资借鉴参考。

① 拜登上台是否会影响中国国防建设的力度和速度？

拜登上台后中美关系或有边际缓和可能，但美对中战略已经发生实质性转变，预计中美博弈将长期而反复，短时期内难以转向，并且我国国防建设的紧迫性突出体现在自身发展的需要，我们认为，我国大力推进国防建设的决心不会变、力度不会降、步伐不会慢。

② 军工国企能否继续维持“龙头”地位？

长远来看，军工国企极有可能面临两方面的“挑战”：一是随着民参军门槛降低，配套层级提高，军大民小的竞争格局可能会被打破；二是军工产业逻辑逐步由“制造”向“智造”转型，总装厂可能逐步“蓝领化”。中短期无虞，长期看不得不应对。

③ 民企快速扩产是否存在问题？

产品品质可能下降；扩张“低端”产能，难以可持续发展；不熟悉行业，盲目“参军”转型；未做长远产能规划。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

④院所何时改制，资产何时注入？

军工科研院所改制已进入实质性阶段，军工资产证券化也是大势所趋。但要注意两个风险，一是改制及证券化的节奏和进度较难把握，二是注册制下选择独立上市而非资产注入，很多情况下是更优选择。博重组、赌注入的投资策略风险提高，资产注入的隐含期权价值下降，“壳”的价值也大幅缩水。

⑤军工行业估值高吗？

军工行业业绩增长确定，同其余行业比较优势明显；当前估值尚未泡沫化，且可通过中高速增长得以消化；资产注入的隐含期权依然存在。

⑥军品会降价吗？

军品定价机制改革，影响的是竞争格局，提升的是行业效率，有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益，中上游企业的行业集中度可能逐步提升。同时，随着军品订单的迅速放量，由于规模效应，将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象。与此同时，出现一定程度降价是可能的，也是合理的，这也是军费使用效率提升追求的结果之一。

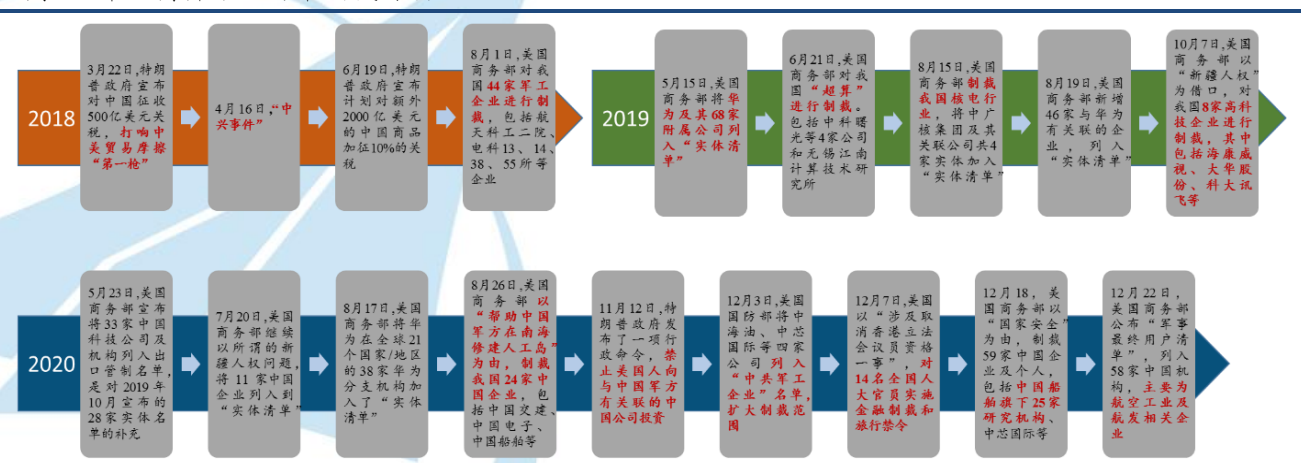


1、一问：拜登上台是否会影响中国国防建设的力度和速度？

拜登上台后中美关系或有边际缓和可能，但一方面，**美对中战略已经发生实质性转变**，预计中美博弈将长期而反复，短时期内难以转向；另一方面，**我国国防建设的紧迫性突出体现在自身发展的需要**，中国面临多元复杂的安全威胁和挑战，而国防实力与经济实力尚不匹配，机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大。因此即使中美关系暂时缓和，我们认为，**我国大力推进国防建设的决心不会变、力度不会降、步伐不会慢，不会影响军工行业中长期的高度景气。**

美对中战略调整，中美关系已经发生实质性的转变。在美国国防部发表的《2018 美国国防战略报告》中，美国已经明确将中国列为战略竞争对手，此举核心是中国崛起对美国霸权利益造成了挑战，从目前来看美国已经在科技、贸易等领域对中国进行制裁，同时随着特朗普政府禁止美投资者对“中国军方”企业投资，逐渐向金融资本领域转移，未来进一步升级的不确定性增大。

图表 1 中美博弈下美对中制裁持续加剧



资料来源：互联网，中航证券研究所整理

未来美对中战略调整可能性较低。相较特朗普政府，拜登的上台短期内可能存在边际缓和，但12月份美国国务卿蓬佩奥在采访中表示，“美国对华政策是不可逆转的，是基于共和党和民主党的共识”，基本可以验证美对华政策的实质性改变，即中国为“战略竞争对手”。对于拜登的上台，我们认为美国“建制派”重新掌权，在与中国的战略竞争方面或更加熟练和系统，在美国核心利益方面如科技、金融、军事霸权方面，未来中国或仍将继续受到遏制与打压。

美或利用盟友及亚太军事优势遏制中国。目前在中美博弈大环境下，我国地缘政治危机主要在以下方面存在不确定因素：①解决台湾问题，实现国家完全统一，是中华民族的根本利益，从2020年来看，美国对台多次进行大额军售并派出美国官员访台，刺激两岸关系，民进党坚持“台独”分裂立场，挟洋自重，

增加了对台海和平稳定的威胁；②国土安全依然面临威胁，陆地边界争议尚未彻底解决，岛屿领土问题和海洋划界争端依然存在，美国或利用其战略盟友及亚太地区的军事力量持续在东北亚、南海以及中印边境等多个地区制造或增加不确定因素。

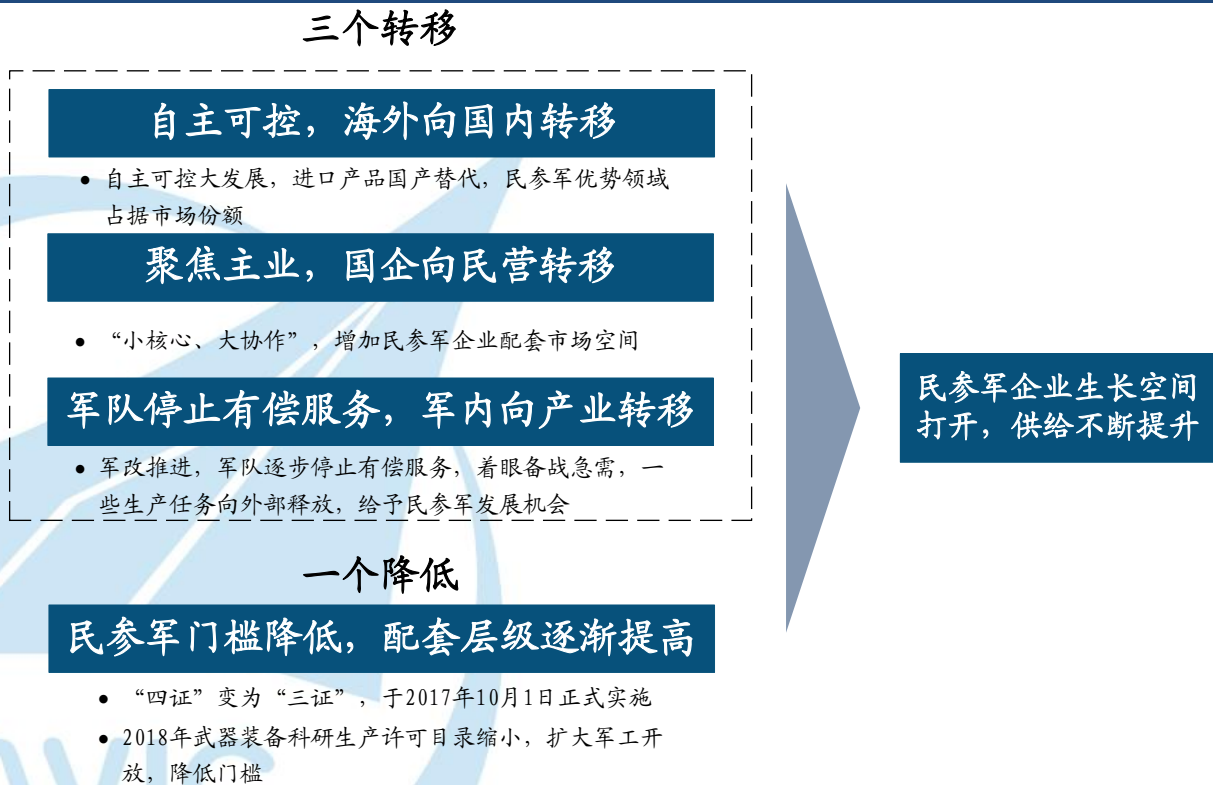
我国国防实力与经济实力不匹配，国防建设乃自身所需。11月26日，国防部例行记者会中，发言人任国强表示，要促进国防实力和经济实力同步提升。我国经济实力、科技实力、综合国力在“十三五”时期跃上了新的台阶，已成为世界第二大经济体，但国防实力与之相比还不匹配，与我国国际地位和安全战略需求还不相适应。



2、二问：军工国企能否继续维持“龙头”地位？

军工国企大多处于军工产业的核心地位，而核心地位的维持，主要是由于其处于产业链中下游、配套层级更高、离客户需求更近，更容易获得信息和资源优势，从而享受更高的议价能力。但是，从长远来看，军工国企极有可能面临两方面的“挑战”：一是随着民参军门槛降低，配套层级提高，军大民小的竞争格局可能会被打破；二是信息化智能化时代下，军工产业逻辑逐步由“制造”向“智造”转型，附加值最高的部分可能由如人工智能、云计算、高端芯片等领域分享，总装厂可能逐步“蓝领化”。行业景气虽中短期无虞，但长期看不得不应对。

图表 2 民参军企业的“三个转移，一个降低”



资料来源：中航证券研究所整理

“智造”不仅仅指智能制造，而是从传统制造业以体量取胜的思路转变，是以发展高新技术为核心，以软件驱动硬件的产业逻辑。产量和销量已不再是衡量一个公司前景的核心要素，产品本身更多是技术和功能实现的载体或平台，**新技术的研发与应用才是未来盈利可持续的核心要素和竞争力。**在我国，一个行业的头部企业多为国企传统制造商，具有大规模、重资产的特点。在信息化引领的高科技和轻资产的新趋势下，**如果继续通过规模效应做大做强，未来有在价值链被边缘化的风险。**

传统制造向软件开发转型的产业逻辑已是进行时，汽车和手机等更新换代速率较快的行业已开始洗牌。以汽车行业为例，已成为全球车企市值第一的特斯拉并不是传统意义上的车企，其以软件开发驱动硬件制

造的产业逻辑更偏向于一家软件公司。类似地，从智能手机面世的那一天起，手机行业已不再是简单的手机制造，以硬件质量为口碑的诺基亚的没落就是最好的例证。如今，技术生态系统的构建才是企业立足壮大的根本。苹果公司不断完善技术生态系统的构建；马云多次强调要构架阿里生态圈；小米已宣布成为物联网平台公司。

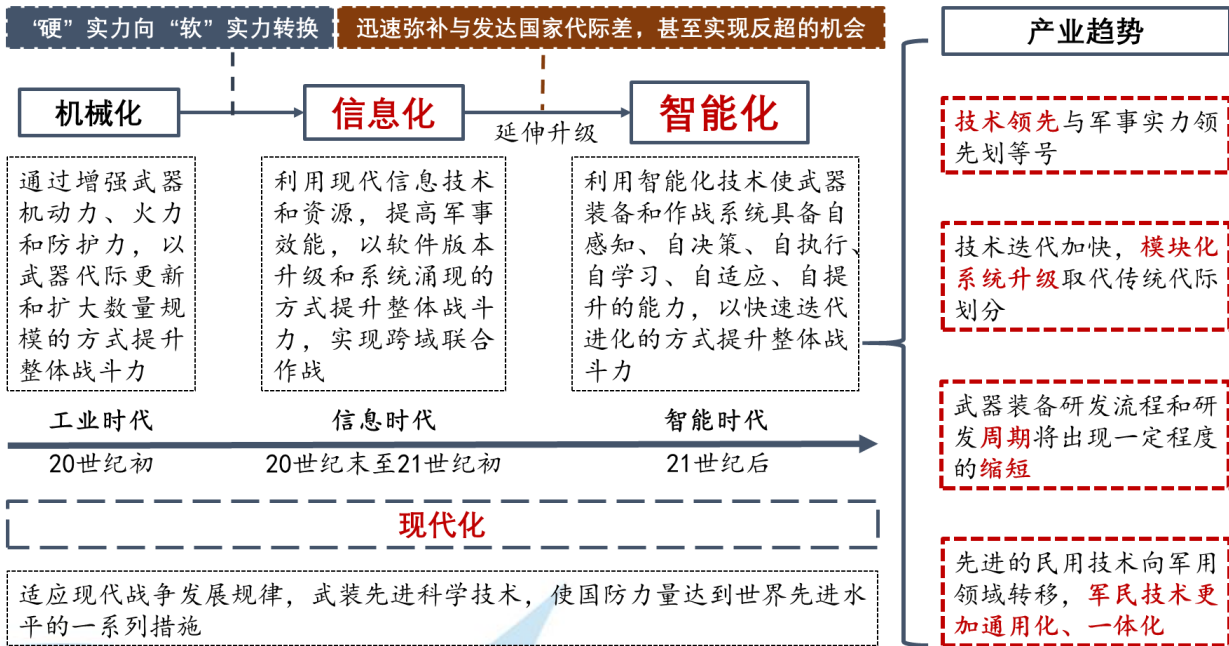
图表 3 各行业新兴头部企业实现反超的背后逻辑

行业类别	头部企业	市场地位	背后逻辑	行业趋势
汽车行业	特斯拉	2020年6月10日，特斯拉超过丰田汽车，夺取全球车企市值第一宝座。	特斯拉最为核心的电池管理系统，秉承互联网服务器模块化架构，用极为复杂的软件程序控制七八千块电池的均衡性、稳定性和一致性。还有驾驶者能体验到的平稳加速曲线，背后也是电机控制系统的软件作用。	随着新能源、自动驾驶、人工智能、5G等技术逐渐嵌入汽车行业的应用场景，软件的核心地位愈发凸显。当前汽车正在向电动化、智能化等方向发展，特斯拉等新兴车企正是凭借对智能汽车的重新定义，以及以软件驱动硬件的创新性产品开发逻辑受到肯定。
	比亚迪	2020年，比亚迪完成对上汽集团的超越，成为中国车企市值第一。	作为国内第一家新能源全产业链公司，比亚迪的市值攀升与其较早布局新能源汽车以及动力电池行业息息相关。	
手机行业	苹果	全球智能手机的支柱性头部企业。	苹果公司通过操作系统、应用商店和iTunes形成了一个软硬件一体化的封闭式技术生态系统，通过独一无二的流畅体验增加用户粘性和品牌效应。	手机行业的外延已扩展到移动互联网行业，产业的核心已转向功能嵌入和场景拓展。因为有5G，所以要制造5G手机，技术引导软件，软件驱动硬件的产业逻辑已成形。

数据来源：网络资料，中航证券研究所整理

如今，国防军工行业也开始迈入传统制造业转型和升级的时代浪潮之中。以航电系统为例，随着信息技术发展成为高新技术在航空领域的应用平台，价值和成本占比逐渐提高。20世纪50年代，航电系统在飞机总成本中占比不到10%，80年代达到30%左右。20世纪90年代步入信息时代，航电系统开始呈现蓬勃发展的态势。目前全球在役的主力三代战机的航电价值占飞机价值总量的30%至35%以上，最先进战斗机的成本占比已达40%左右，费用占总寿命期费用的三分之一。电子战专用机、预警机和电子侦察机等更是依靠相关电子系统实现作战任务，电子设备成本占比更高，如F-22和EF2000约占40%，E-3A预警机占44%。民用方面，目前航电系统总价值占整机的比例也高达25%至30%。随着未来信息化向智能化进一步发展，态势感知、信息收集、自主决策等能力的升级和变革将使航电系统更加智能，承担更多的性能提升和作战任务。洛马公司的F-35经历了数次升级，最新版Block 4是在Block 3F基础上进行包括13项电子战更新、11项雷达和光电系统增强、7项新武器系统等在内的53项改进，美军称80%都是软件升级。航空产业作为技术密集、重资产的高端制造业代表，从无到有研发新一代飞机的周期大概需要20到30年，相关成本以亿美元为单位计算。为了节约成本、降低风险、快速实现代际更新，飞机制造商更倾向通过子系统的更新升级来实现飞机的技术迭代，软件在其中扮演核心角色。

图表 4 信息化、现代化、智能化在军事领域的内涵及相关产业趋势



资料来源：网络资料，中航证券研究所整理

行业地位的变化不是一朝一夕，该“威胁”不会影响企业的中短期发展，但技术和思路的转变需要长时间的累积。一方面，可加大研发投入力度，紧密跟踪前沿科技；另一方面，可借助外力以消化和吸收。参考近年来波音和空客不断加强对新兴技术的投资和应用，2015年，空客宣布成立规模达1.5亿美元的风险投资基金，希望用数字技术来改造其传统的重型制造业文化。2017年波音成立HorizonX风投公司，专门投资可在五到十五年内将产品投入市场的科技公司，包括无人驾驶、可穿戴设备、3D打印等，部分投资的项目已应用到波音自身的产品和生产线。两家巨头对技术创新和应用的重视和投入表现出传统制造业巨头紧跟时代发展前沿的危机意识。

3、三问：民企快速扩产是否存在问题？

基于对军工行业“十四五”的乐观预期，民参军普遍有“扩产冲动”。由于行业订单饱满，主机厂订单外溢，民参军因较低的规模基数，表现出更大的业绩弹性，充分享受行业发展红利的预测固然是正确的、毋庸置疑的。

已经有部分嗅觉灵敏的民参军企业借助资本市场力量，率先布局产能，向规模化、系列化、专业化方向发展。据统计，2019和2020年共计25家开展军品业务的公司挂牌上市，合计募资206.15亿元。其中民营企业20家，募资164.34亿元，占总募资比例79.72%，主要募投军工上游配套领域，包括原材料研制生产、元器件扩产、碳纤维扩产、航电设备投产等。

图表 52019 年至今新上市的涉军上市公司

序号	公司名称	分类	上市日期	募集资金(亿元)	主营产品
1	航亚科技	民参军	2020-12-16	5.28	航空发动机零部件
2	广联航空	民参军	2020-10-29	9.39	航空零部件等
3	科思科技	民参军	2020-10-22	20.02	军用装备系统等
4	中天火箭	军工集团	2020-09-25	5.03	小型火箭等
5	派克新材	民参军	2020-08-25	8.19	金属锻件等
6	捷强装备	民参军	2020-08-24	10.19	液压动力系统
7	蓝盾光电	民参军	2020-08-24	11.19	分析测量仪器
8	盟升电子	民参军	2020-07-31	11.92	卫星导航及通信产品等
9	江航装备	军工集团	2020-07-31	10.37	机载配套等
10	图南股份	民参军	2020-07-23	5.26	高温合金等
11	中科星图	其他国企	2020-07-08	8.92	信息数据产品等
12	北摩高科	民参军	2020-04-29	8.46	飞机刹车控制系统等
13	火箭科技	民参军	2020-03-17	5.37	机载配套等
14	中科海讯	民参军	2019-12-06	4.85	声纳系统等
15	西部超导	其他国企	2019-07-22	6.63	航空钛合金等
16	新光光电	民参军	2019-07-22	9.52	光学仿真产品等
17	福光股份	民参军	2019-07-22	9.79	光学镜头等
18	铂力特	民参军	2019-07-22	6.60	金属 3D 打印设备等
19	睿创微纳	民参军	2019-07-22	12.00	红外传感器等
20	航天宏图	民参军	2019-07-22	7.16	遥感处理系统等
21	中国卫通	军工集团	2019-06-28	10.88	卫星运营服务等
22	三角防务	民参军	2019-05-21	2.93	金属锻件等
23	中简科技	民参军	2019-05-16	2.42	碳纤维及织物等
24	鸿远电子	民参军	2019-05-15	8.37	电容器等
25	上海瀚讯	民参军	2019-03-14	5.43	通信基站设备等
合计				206.15	—
序号	分类	募资总额(亿元)		占比	
1	民参军	164.34		79.71%	
2	军工集团	26.27		12.74%	

3	地方国企	15.55	7.54%
---	------	-------	-------

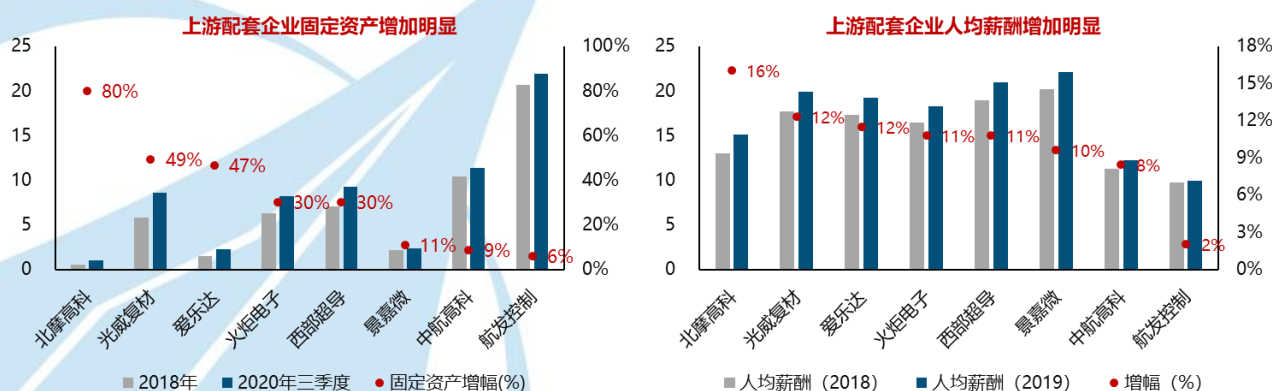
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

此外, 还有多家民营企业于 2020 年公告拟非公开发行募资投产, 例如, 通达股份、大立科技、神剑股份、万泽股份、宏大爆破等。

航空主机厂订单需求增长, 部分业务外溢, 促进着上游民营配套企业发展。航空产业具有产业链长、配套企业多且多为重资产类型的特点。为了完成订单任务, 上游配套企业近年来增加固定资产投入。例如, 根据 2020 年 3 季报, 北摩高科固定资产相较于 2018 年底增长 80%, 爱乐达增长 47%, 火炬电子和西部超导分别增长 30%等。

相关公司也在持续提高员工薪酬, 稳定团队, 加快生产经营, 完成订单交付。例如, 光威复材 2019 年人均薪酬同比增长 12%, 西部超导增长 11%, 景嘉微增长 10%等。

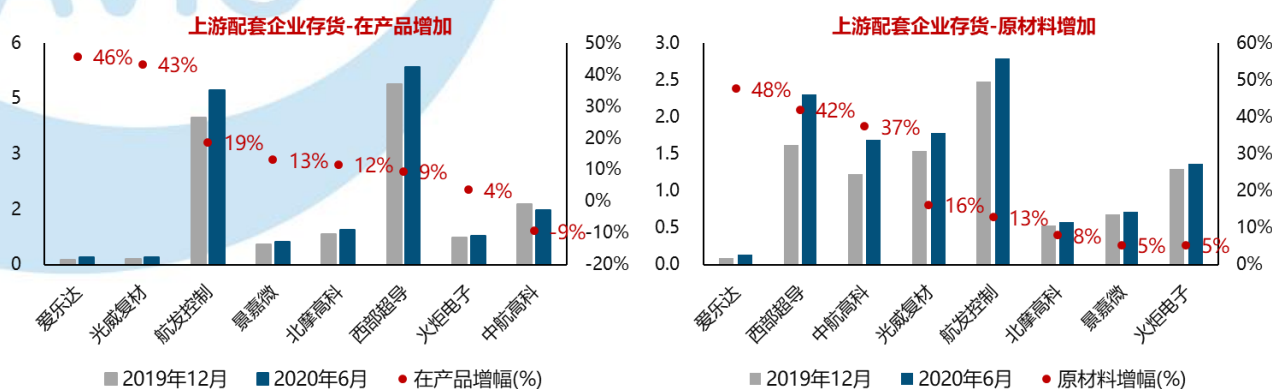
图表 6 军工中上游配套企业固定资产和人均薪酬均增加



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

此外, 它们存货科目中的原材料项和在产品项均明显增加, 或能说明订单增多和备产计划的扩张。

图表 7 中上游配套存货-在产品及原材料增加



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

然而狂欢背后要存理性，我们认为，潜在的风险可能有四方面。

①快速扩产可能会以牺牲产品品质为代价。一味快速、盲目扩产，人员素质、管理水平、技术能力等方面难以同步跟进，可能导致产品一致性等技术问题。而军品标准无疑是极高的，一旦技术层面出现问题，企业会有“猝死”风险。

②扩张“低端”产能，难以可持续发展。目前国内出现军工热，其中不少企业根本不具备研发能力，也不掌握核心技术，配套产品单一，未来发展动力不足。部分军工项目以谋求取得军工资质和国家补贴等短期利益为目的，这既不符合国家政策导向，也不利于军工产业的健康发展。如果仅仅扩张“低端”产能，没有核心技术和能力，长期来看容易暴露诸多风险。

③盲目“参军”转型。一方面，部分企业转型军工，以增厚业绩、捕捉市场热点与提升估值水平为主要动机，埋下种种隐患；另一方面，军工行业有其自身独特规律，部分企业尚未充分了解。军工行业由于其技术密集、装备研制流程长等特点，产品的从无到有需要大量的资金、技术以及时间积累，而对于资产重、回报周期长、研发风险大的领域，脆弱的民营企业一定要慎之又慎。

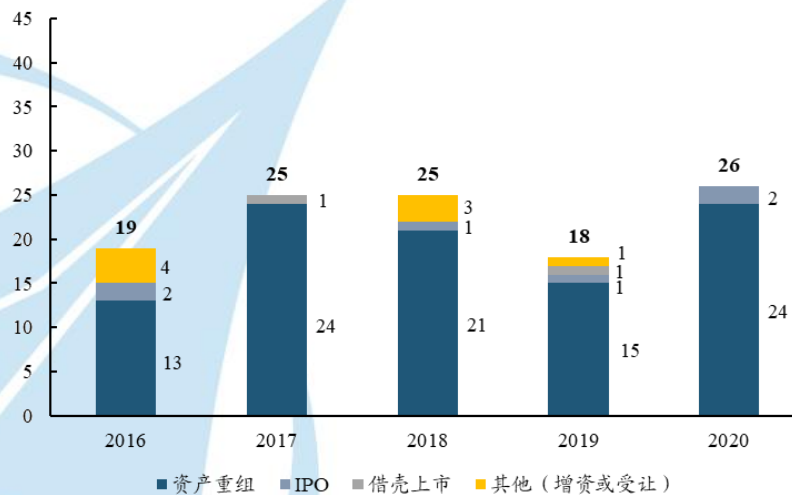
④未做长期产能规划。军工行业在未来五到十年快速发展，是具有确定性的。但快速发展之后，届时是否会产能过剩。民参军企业快速扩产的同时，需做好产能的长远规划，提高产品的军民通用性，提高产能利用率，做好产能转化的准备。

4、四问：院所何时改制，资产何时注入？

长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。我们认为，军工科研院所改制已进入实质性阶段，军工资产证券化也是大势所趋。但要注意两个风险，一是改制及证券化的节奏和进度较难把握，二是注册制下选择独立上市而非资产注入，很多情况下是更优选择。**博重组、赌注入的投资策略风险提高，资产注入的隐含期权价值下降，“壳”的价值也大幅缩水。**

“十三五”期间，在再融资政策持续松绑以及涉军企事业单位改制重组有规可依的背景下，军工央企所属军工行业上市公司资产注入次数整体呈现持续增长的态势，且从军工央企所属军工行业上市公司资产注入途径分布来看，通过开展资产重组实现资产上市仍然是军工央企资产上市的主要途径。

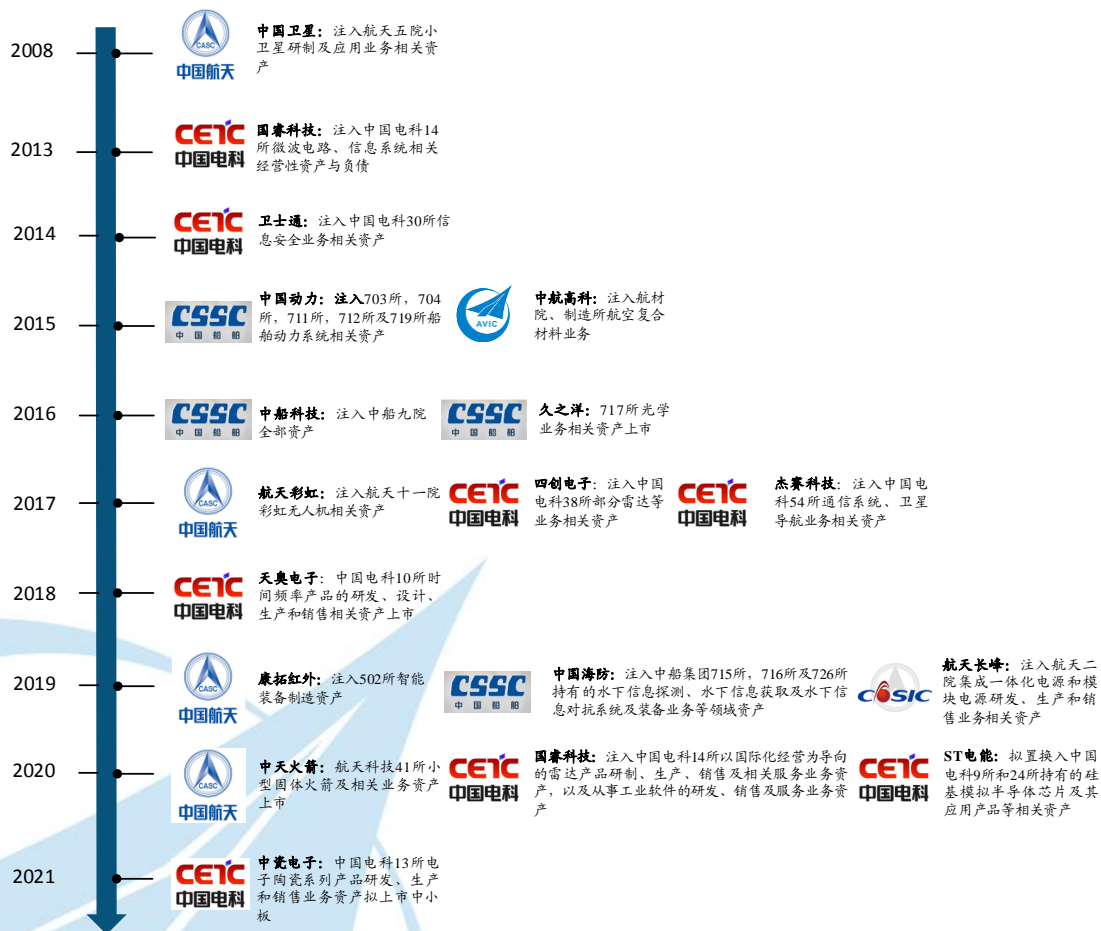
图表 8 军工央企所属军工行业上市公司资产上市次数保持总体增长



数据来源：Wind，中航证券研究所整理（2020 年的数据中包含上市公司已披露拟开展相关资产注入相关公告，但实际尚未完成的事件）

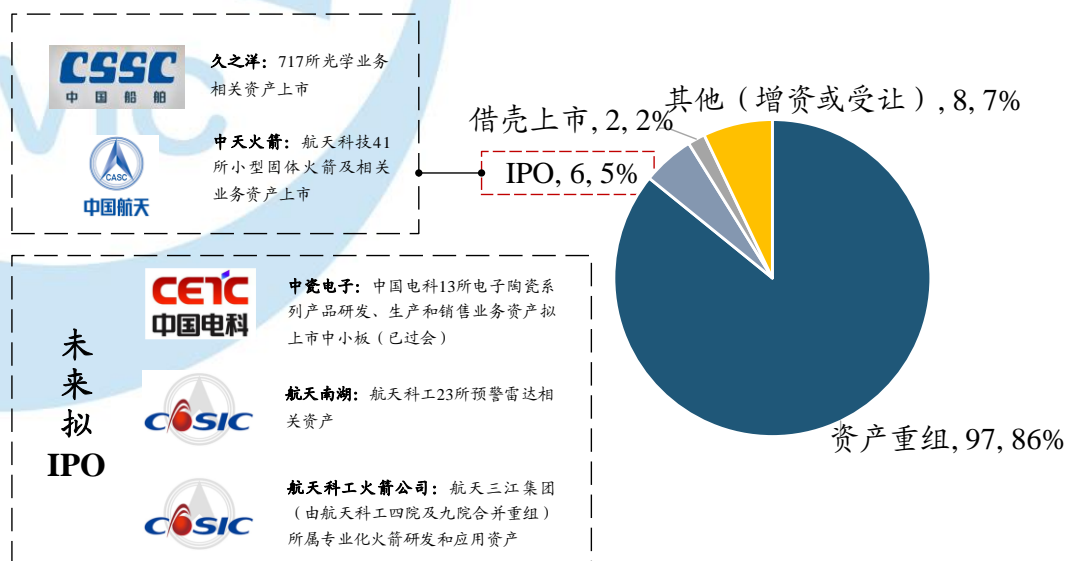
但值得注意的是，“十三五”期间，军工央企所属军工行业上市公司资产上市的资本运作共计 113 次，其中，仅有 11 次（已完成）涉及到科研院所相关资产上市，不足总次数的 10%；而在 6 次通过 IPO 途径实现军工央企资产证券化的案例中，有 2 次为科研院所相关资产独立 IPO。此外，目前已经公开披露的中国电科集团所属中瓷电子、航天科工集团所属航天科工火箭公司及航天南湖电子信息股份有限公司等军工央企所属企业均有望在“十四五”期间实现 IPO 上市。未来，随着注册制改革的落地，**军工央企所属科研院所资产通过独立 IPO 上市实现资产证券化的比例或将出现提高。**

图表 9 近年来多个十大军工央企所属科研院所资产实现资产证券化



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图表 10 军工央企所属科研院所资产通过独立 IPO 实现资产证券化的比例有望提升 (次; %)



数据来源: Wind, 相关公司招股说明书或公告, 财联社, 证监会官网, 中航证券研究所整理

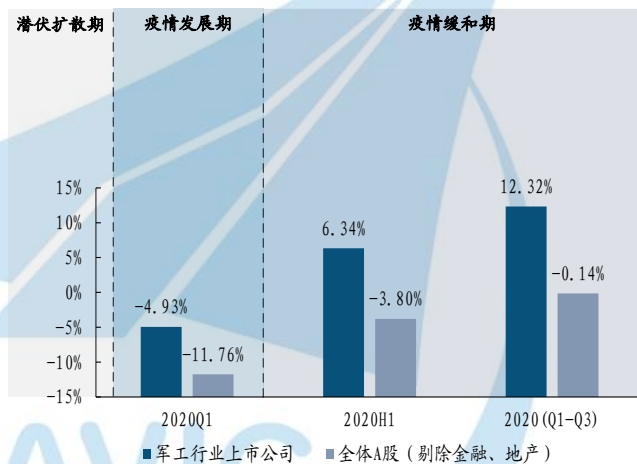
5、五问：军工行业估值高吗？

对军工行业的估值探讨是难以回避的，估值过高也是长久以来军工行业最被关注的问题。站在当前时点，我们对估值问题作出以下几点分析和回答。

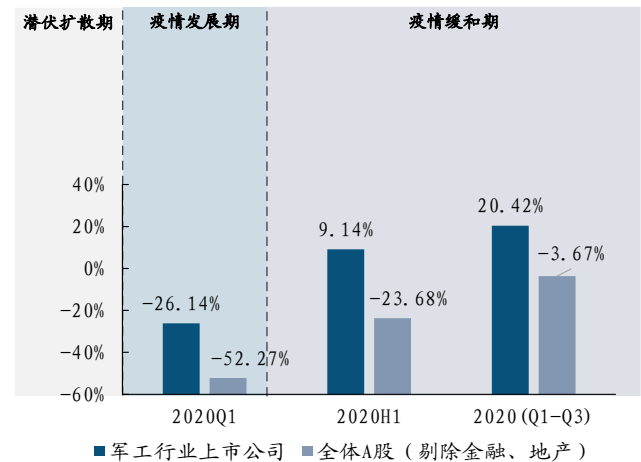
①相比较其余行业，军工行业业绩增长优势明显

在疫情之下，军工行业依然取得了优异的业绩表现，**在“十四五”以及相当长的一段时期内，军工行业业绩维持中高速增长的确性，是其余行业难以企及和比拟的。**在疫情发展期，军工行业上市公司的营业总收入及扣非归母净利润较 2019 年一季度有明显下降，但在疫情缓和期内，军工行业上市公司的营业总收入及扣非归母净利润实现了较为快速的恢复，同时，相比于全体 A 股（剔除金融、地产行业）的营业总收入及扣非归母净利润增速，军工行业具有显著优势，表明从军工行业的上市公司角度来看，军工产业供给仅在疫情发展期的 2020 年一季度受到了影响，而在二季度及三季度迅速恢复，且较其它行业上市公司受到的影响明显较小。

图表 11 疫情期间军工行业营业总收入同比增速显著超过全体 A 股（剔除金融、地产）



图表 12 疫情期间军工行业扣非归母净利润同比增速显著超过全体 A 股（剔除金融、地产）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

②军工行业当前估值尚未泡沫化

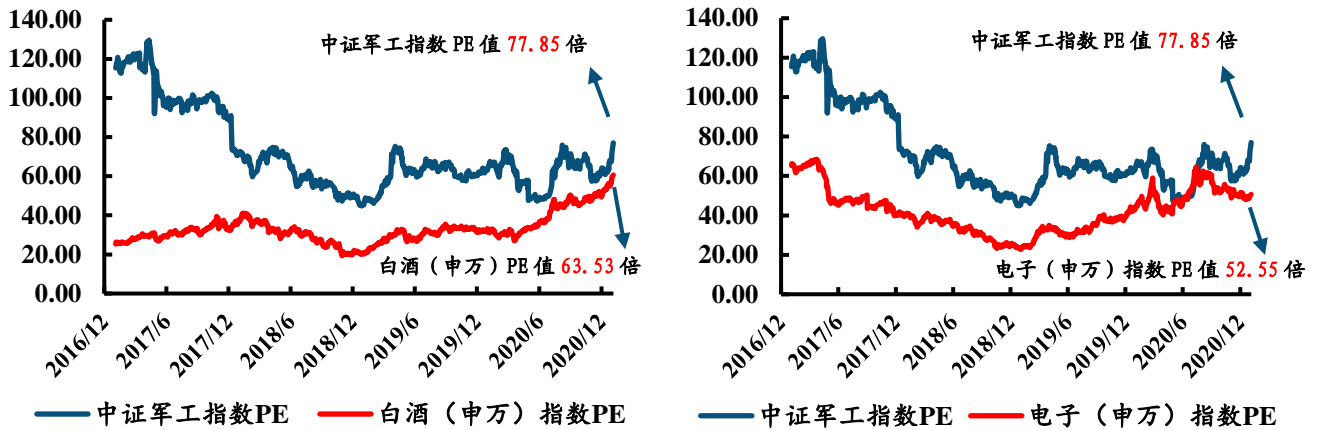
绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截止 2021 年 1 月 5 日，军工行业 PE 为 77.85 倍，处于 2014 年以来的 53.80%分位，行业估值中枢为 72.17 倍；相对于白酒板块当前 63.53 倍 PE 和电子板块 52.55 倍 PE 来看，军工板块目前 PE 绝对值不高。考虑到军工行业高景气度以及中美紧张关系，长期来看是持续性的，基本面和情绪面对军工行业构成显著支撑。

相对估值看，军工行业估值较低。国防军工与创业板、电子行业和白酒板块的 PE 比值仍处低位，分

别为 21.53%分位、26.80%分位和 2.05%分位, 2014 年来, 军工板块与白酒板块 PE 比值仍处于历史较低水平。

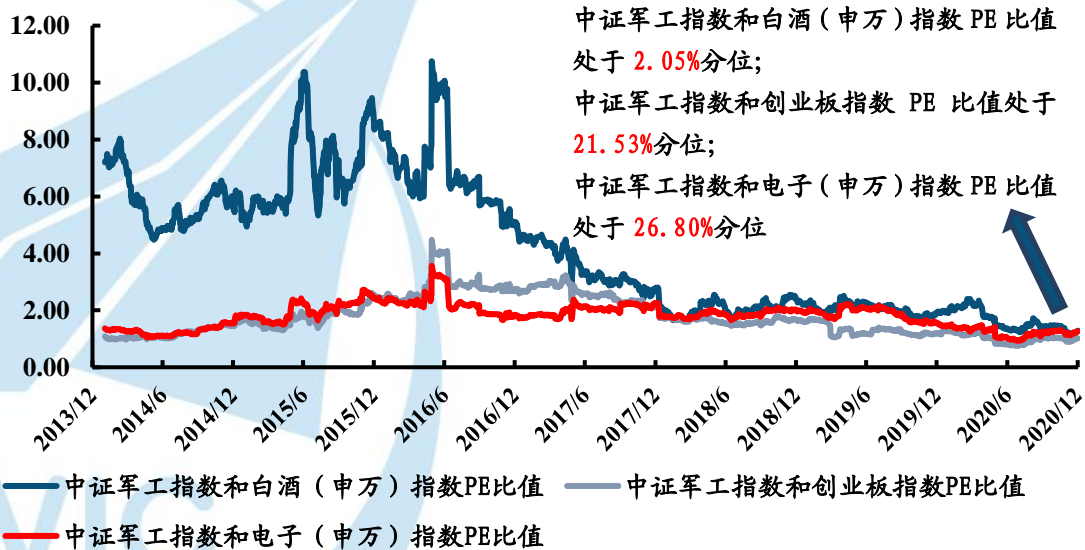
图表 13 国防军工相对白酒板块估值尚未泡沫化

图表 14 国防军工相对电子板块估值尚未泡沫化



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图表 15 2014 年来国防军工与创业板、电子行业和白酒行业的 PE 比值均处于历史较低分位



数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

③ 军工行业估值可消化

我们选取中航沈飞、中航西飞、中直股份、中国卫星、航发动力、四创电子、国睿科技和内蒙一机作为军工行业代表性企业进行测算, 若保持年复合 20% 的增长率, 5 年业绩翻 2.5 倍, 8 家公司 2025 年 PE 均值为 25.3 倍; 若保持年复合 25% 的增长率, 5 年业绩翻 3.1 倍, 8 家公司 2025 年 PE 均值仅为 20.7 倍; 若保持年复合 30% 增长率, 5 年业绩翻 3.7 倍, 8 家公司 2025 年 PE 均值仅为 17.0 倍。

图表 16 军工行业代表企业 2021-2025 年估值预测（分别按照 20%/25%/30% 年复合增速预测）

公司	2019A	2020E	假设复合增速20%					假设复合增速25%					假设复合增速30%				
			2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中航沈飞	86.0	51.0	42.5	35.4	29.5	24.6	20.5	40.8	32.6	26.1	20.9	16.8	39.2	30.2	23.2	17.9	13.7
中航西飞	129.0	114.8	95.7	79.8	66.5	55.4	46.2	91.9	73.5	58.8	47.0	37.6	88.3	68.0	52.3	40.2	30.9
中直股份	47.8	43.0	35.9	29.9	24.9	20.7	17.3	34.4	27.5	22.0	17.6	14.1	33.1	25.5	19.6	15.1	11.6
中国卫星	75.3	87.9	73.3	61.1	50.9	42.4	35.3	70.4	56.3	45.0	36.0	28.8	67.6	52.0	40.0	30.8	23.7
航发动力	45.3	92.7	77.3	64.4	53.6	44.7	37.3	74.2	59.3	47.5	38.0	30.4	71.3	54.9	42.2	32.5	25.0
四创电子	63.9	48.7	40.6	33.8	28.2	23.5	19.6	38.9	31.1	24.9	19.9	16.0	37.4	28.8	22.2	17.0	13.1
国睿科技	214.5	42.3	35.2	29.4	24.5	20.4	17.0	33.8	27.1	21.6	17.3	13.9	32.5	25.0	19.2	14.8	11.4
内蒙一机	31.4	23.9	19.9	16.6	13.8	11.5	9.6	19.1	15.3	12.2	9.8	7.8	18.3	14.1	10.9	8.4	6.4
PB均值			52.5	43.8	36.5	30.4	25.3	50.4	40.3	32.3	25.8	20.7	48.5	37.3	28.7	22.1	17.0

数据来源：Wind, 中航证券研究所整理

④ 军工行业资产注入的隐含期权依然存在

在“院所何时改制，资产何时注入”问题的回答中，我们认为资产注入的隐含期权价值下降，然而军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。



6、六问：军品会降价吗？

随着军品定价机制的改革，以及订单放量，市场对军品价格格外关心，提价、降价还是补价，每每甚嚣尘上，甚至成为影响公司股价的重要因素。

2019年新的《军品定价议价规则》颁布。以往我国军品定价执行的是1996年颁布的《军品价格管理办法》，遵循“保本、微利、免税”的原则。即“军品价格=定价成本+定价成本*5%”。这种模式一方面限制了军工企业的盈利能力上限，另一方面意味着成本越高，绝对利润越高，从而导致军工企业成本意识缺失，对上游配套产品议价意愿不高。在5%的利润率固定不变的情况下，军品价格完全取决于定价成本的认定，在实践中存在审价周期过长、过程繁琐、主观性较强等诸多弊端。

为了解决上述问题，2019年新的《军品定价议价规则》正式颁布。对军品装备的采购定价原则和程序进行修改，由原来“定价成本+5%的利润”修改为“定价成本+5%目标价格+激励利润（其中激励利润为定价成本与目标成本的差额按一定的比例计算）”“竞标定价”及“询价定价”等方式。同时，明确提出“采购议价”的概念，在各个采购方式中引入议价环节与机制，以达到控制装备价格的目标。这其中，军品定价方式的改变集中体现在从“单一模式”向“多种模式”、从“事后定价”向“事前控制”、从成本加成法向采购价加成法转变。

军品价格管理涉及各种复杂因素和特殊情况，我们认为，新的定价机制或将会不断健全完善。新机制推行的根本目的是提高军费使用效率，因此判断全部企业受益或受损是片面的。

在新机制下，有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益，中上游企业的行业集中度可能逐步提升。同时，随着军品订单的迅速放量，由于规模效应，将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象。与此同时，出现一定程度降价是可能的，也是合理的，这也是军费使用效率提升追求的结果之一。

军工行业保军是第一要务，不会追求绝对的经济性，所以会出现部分产品提价，部分产品降价，部分企业赚钱多了，部分企业赚钱少了，长期来看，影响的是竞争格局，提升的是行业效率。

7、投资建议

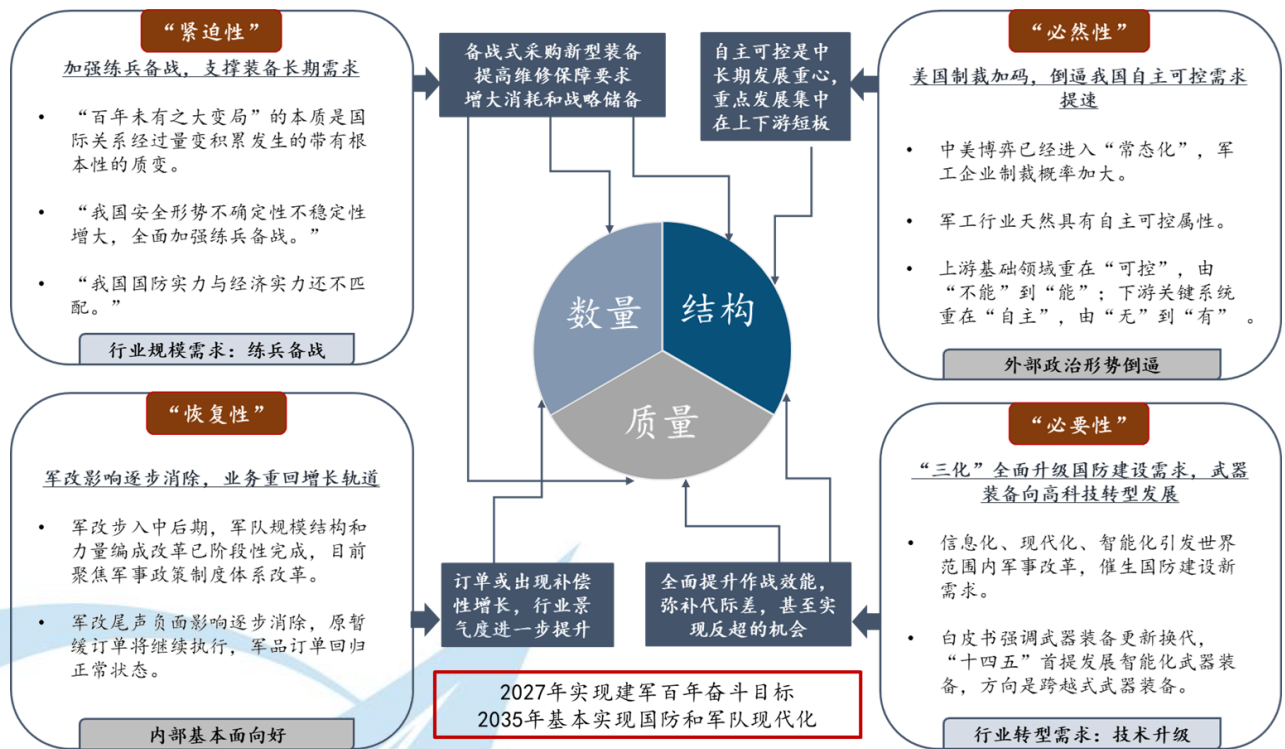
2020年，虽经历了疫情和中美博弈，军工行业“刚需”优势已凸显，中高速增长的业绩足够亮眼。时不我待，只争朝夕，2021年是“十四五”的开局之年，距离2027年建军百年奋斗目标7年，距离2035年基本实现国防和军队现代化15年。博观约取，厚积薄发，经过几十年积淀与投入，我国军工行业已经基本具备了“内循环”的技术基础和物质条件，未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期。军工行业迎来了黄金时代和红利期，将真正显现出其成长价值。

军工行业的需求侧和供给端正在发生若干方面的重大变化，我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级，在数量、质量和结构三个维度都将展现出实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

7.1、军工行业需求侧变化

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》提出，2027年实现建军百年奋斗目标，2035年基本实现国防和军队现代化。面对百年未有之大变局，在外部形势倒逼和内部基本面向好的内外双重促进下，在练兵备战和技术升级紧迫需求的双重牵引下，在当前我国国防实力与经济实力还不匹配的现实矛盾下，我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级，军工行业在数量、质量和结构三个维度都将迎来实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

图表 17 国防军工行业在数量、质量和结构三个维度的需求变化



资料来源：网络资料，中航证券研究所整理

7.2、军工行业供给侧变化

军工行业主要由需求决定供给，在需求侧发生变化的背景下，军工行业的供给侧也将呈现出新的变化以适应需求调整。

①供给主体

以军工央企为代表的军工国企，有望沿国企改革三年行动方案以及“十四五”规划两大核心主线，依托于通过深化改革实现**高质量发展**；

民参军企业在 2015 年前后积累的质押及商誉风险逐渐出清，在“三个转移，一个降低”的环境下，民参军生长空间逐渐打开，凭借民营企业的多种优势开始发力，并因**其规模的低基数，表现出更大的业绩弹性**。

②供应链

在经历了周边环境变化以及新冠肺炎疫情等事件的冲击后，我国军工产业**供应链的安全性和完善性**有望成为“十四五”期间的重点关注领域，在伴随各军工产业供给主体通过加大对**自主可控**领域的投入力度，填补军工各细分产业链部分重要位置的同时，也撬动了对应供给侧产值的持续增长和产业整体技术竞争力

的提升。

③产能

当前处于产能扩张早期，预计**民企扩张意愿更强、扩张速度更快，成为行业快速扩产的重要力量，国企将在关重件业务上承担主要角色。**

④资金支持

军费中的**装备费用**是军工产业供给侧的主要收入来源，直接对供给端的发展起到持续性的支撑作用，同时，“十四五”期间，军费有望加大对航空航天等武器装备重点建设领域的投入支持。

资本市场助力军工行业大发展，其中，**一级市场**有望回暖，“国家队”入场支撑军工发展；**二级市场**融资复苏，对军工行业进行有效补充。

图表 18 军工供给侧整体有望呈现高质量发展，供应链的安全与完善以及资金市场将持续产生积极影响



资料来源：中航证券研究所整理

7.3、重点方向和标的

重点方向：

- ①军机：需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上；
- ②导弹：真打实练，消耗激增；
- ③北斗：北斗三号星座部署完成，“北斗+”以及“+北斗”产业融合升级；
- ④卫星互联网：列入“新基建”，有望成为“十四五”重点发展领域；
- ⑤军工电子：自主可控与国防信息化共同驱动快速增长；
- ⑥军事智能化：智能化牵引武器装备作战效能，战争形态同时也会发生更为深刻的变化。

重点标的：

军机：战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力、航发科技（发动机），光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），钢研高纳（高温合金），宝钛股份（钛合金），爱乐达、利君股份（军机零部件）等；

航天：航天电子（测控+无人机+弹），航天电器（连接器），中国卫星（卫星总体设计制造），海格通信（北斗）；

信息化/自主可控：国睿科技、四创电子（雷达），火炬电子（军工电子+新材料），中国软件（操作系统）；

低估值：中国动力（估值在净资产附近），内蒙一机。

8、风险提示

- ① 疫情发展不确定，导致国内宏观经济承压，军费投入力度降低；
- ② 改革后军方用户组织架构调整，导致需求变化，部分已推迟或取消的订单可能不会重启；
- ③ 国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ④ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ⑤ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑥ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。