

“军工话两会”系列报告之一：

聚焦五大关键词，四条主线前瞻布局“两会行情”

核心观点：

- **“两会”日历效应明显** 分析过去五年“两会”前后军工指数表现，分年份来看，两会前板块相对沪深300走出超额收益的胜率（4/5）高于两会后（3/5），其中2018年两会前后和2016年两会后超额收益最明显，均逾7%。从五年均值情况看，两会前后，军工指数均取得较好的超额正收益，并且时间窗口越长越显著，会后则比会前更明显。
- **“国防预算”：有望维持5%-8%的增速** 国防预算历来都是两会关注度最高的主题之一。过去十年我国国防预算的复合增速约为9.37%，基本反映了我国综合国力的增长，但与中国的经济实力还不匹配，未来增长空间依然较大。再结合军队现代化建设的中长期目标，我们认为军费增长有望维持5%-8%的增速，或超市场预期。
- **“国产大飞机”：C919渐行渐近，国产替代万亿市场打开** 上海两会期间，预研总师透露首架C919将于2021年年底交付给首家客户，早于我们之前的预期。根据估算，未来20年，C919销量约为100架/年，销售额约为80亿美元/年，未来20年总销售额有望达到1600亿美元，大飞机万亿市场正逐步打开，国内航空产业链有望显著受益。
- **“商业航天”：国内需求迫切，千亿市场待掘金** 随着商业航天概念逐步走俏，它将长期位居“两会”的重要关键词之一。我们预计未来5年国内卫星组网投入约620亿元，并撬动国内卫星产业增量约6700亿。2020年4月20日，卫星互联网被纳入新基建范畴，随着牵头机构的逐步明确，“十四五”期间国内卫星互联网有望迎来蓬勃发展期。
- **“自主可控”：锻长板、补短板两手都要硬** 在中美竞争加剧的背景下，提升我国产业链供应链自主可控能力成为当务之急，并有望成为2021年两会热点之一。“锻长板”巩固壮大“杀手锏”，下好创新先手棋，“补短板”强弱项，推进关键领域自主可控，两手抓，两手都要硬。我们看好军工电子元器件和新材料领域的自主发展。
- **“国企改革”：改制和重组持续推进，军工资产证券化可期** 自1月中旬以来，各地陆续进入两会时间，深化国资国企改革俨然成为多地政府工作报告中的“标配”。改制和重组持续受到关注，结合《国企改革三年行动方案》“管资本”的监管要求，科研院所改制进程有望提速，军工行业整体资产证券化率提升可期。
- **投资建议：四条主线布局“两会行情”** 首先是大飞机主线，C919交付将成为航空产业打破军品天花板，实现跨越式发展的重要拐点，建议关注洪都航空（600316.SH）和航发动力（600893.SH）等；其次是商业航天主线，2021年或将成为中国商业航天元年，建议关注中国卫星（600118.SH）、中国卫通（601698.SH）等；第三是自主可控主线，建议关注火炬电子（603678.SH）和中简科技（300777.SZ）等；最后是国企改革主线，乘着《国企改革三年行动方案》的东风，国有企业改革有望逐步破冰，重点关注四创电子（600990.SH）、杰赛科技（002544.SZ）和七一二（603712.SH）、航天电器（002025.SZ）等。
- **风险提示：**政策推进力度不及预期的风险。

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515090001

温肇东

☎：010-80927659

✉：wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130520060001

相关研究

银河军工_2021年度策略报告：《变局与新机》
2020-12-15

银河军工_行业月度动态报告：《军工板块进去蓄势期，调整意味着机会》
2021-01-31

银河军工_行业深度研究：《大飞机系列之一：大鵬何日同风起？》
2021-02-14

目 录

一、“两会”日历效应	3
二、“两会”关键词	4
(一) “国防预算”：有望维持 5%-8%的增速	4
(二) “国产大飞机”：C919 渐行渐近，国产替代万亿市场打开	5
(三) “商业航天”：国内需求迫切，千亿市场待掘金	7
(四) “自主可控”：锻长板、补短板两手都要硬	9
(五) “国企改革”：改制和重组持续推进，军工资产证券化有望迎 2.0 时代	9
三、投资建议：围绕四条主线布局“两会行情”	11

根据新华社消息,第十三届全国人民代表大会第四次会议和政协第十三届全国委员会第四次会议,将分别于2021年3月5日和3月4日在北京开幕。全国即将进入“两会”时间,而两会前后传递出的政策信号无不牵动着资本市场的神经,“两会行情”随之上演。此次两会与以往有何不同?历年两会前后军工行情一般如何演绎?市场的聚焦点和主线有哪些?本文将依依给出解答。

2021年是我国国民经济和社会发展“十四五”规划的首年,此次两会的政策提议对于“十四五”规划包含军工“十四五”规划的制定和完善具有重要的指导意义,未来也将对军工行业的发展产生积极影响。

一、“两会”日历效应

通过对军工板块的观察,我们发现历年两会均有较为明显的日历效应,主要是因为两会前后信息流充裕,板块因较强的主题性特征,投资者预期容易受到消息面影响。

总结过去五年两会前后军工指数的表现,我们发现**分年份来看**,两会前板块相对沪深300走出超额收益行情的胜率较高,五年中有四年取得超额正收益,两会后则有三年取得超额正收益,其中2018年两会前后和2016年两会后的超额收益最为明显,达到7%+。**从五年的均值情况来看**,两会前后,军工指数均取得较好的超额正收益,并且时间窗口越长越显著,会后则比会前更明显。

表1:过去五年“两会”前后军工指数表现情况

分类	前一个月	前三周	前二周	前一周	两会时间	后一周	后两周	后三周	后一个月
2020									
中证军工指数	2.85%	5.37%	0.43%	-0.49%	两会 (5.21-5.28)	1.46%	1.17%	0.81%	2.13%
沪深300指数	2.12%	1.76%	-0.03%	-0.83%		3.26%	3.61%	4.87%	6.56%
超额收益	0.73%	3.60%	0.46%	0.35%		-1.80%	-2.44%	-4.06%	-4.43%
2019									
中证军工指数	17.44%	14.68%	12.36%	6.15%	两会 (3.3-3.15)	3.02%	4.48%	10.97%	5.29%
沪深300指数	15.47%	13.41%	12.31%	6.52%		2.37%	3.40%	8.47%	6.16%
超额收益	1.97%	1.28%	0.05%	-0.38%		0.65%	1.08%	2.50%	-0.87%
2018									
中证军工指数	2.49%	12.68%	9.48%	7.03%	两会 (3.3-3.20)	3.92%	7.55%	7.19%	10.38%
沪深300指数	-5.96%	4.58%	1.25%	-1.34%		-4.03%	-5.28%	-3.69%	-7.77%
超额收益	8.45%	8.10%	8.23%	8.38%		7.95%	12.83%	10.89%	18.15%
2017									
中证军工指数	0.36%	-1.72%	0.48%	0.27%	两会 (3.3-3.15)	-1.13%	-0.64%	0.59%	2.96%
沪深300指数	2.10%	1.14%	-0.17%	-1.10%		-0.39%	0.04%	1.16%	0.66%
超额收益	-1.73%	-2.86%	0.65%	1.37%		-0.74%	-0.68%	-0.58%	2.30%
2016									
中证军工指数	-0.06%	-1.58%	-6.15%	-7.81%	两会 (3.3-3.16)	12.51%	11.92%	14.73%	14.68%
沪深300指数	3.04%	3.55%	-0.08%	-1.87%		4.73%	4.09%	5.42%	5.90%

超额收益	-3.10%	-5.13%	-6.07%	-5.93%		7.79%	7.83%	9.31%	8.79%
	5年均值								
中证军工指数	4.62%	5.89%	3.32%	1.03%	两会时间	3.96%	4.90%	6.86%	7.09%
沪深300指数	3.35%	4.89%	2.66%	0.28%		1.19%	1.17%	3.25%	2.30%
超额收益	1.26%	1.00%	0.66%	0.76%		2.77%	3.72%	3.61%	4.79%

资料来源：银河证券研究院整理

二、“两会”关键词

（一）“国防预算”：有望维持5%-8%的增速

除了经济增长，两会上公布的国防预算是最受外界关注的热点之一。国防预算反映一个国家的国防政策和军事战略，反映国防建设的规模和速度。它受世界政治、军事形势及本国受战争威胁的程度，国家的军事战略、经济实力和武器装备的发展水平等多种因素影响与制约。

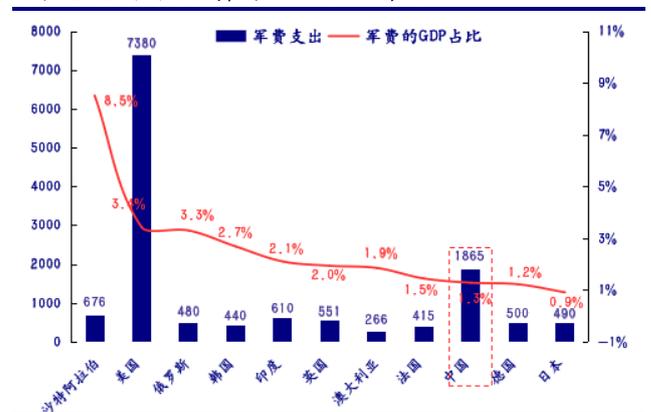
2020年，中央本级财政支出中，国防军费预算约为12683.07亿元，同比增长6.6%，过去十年复合增速约为9.37%。从绝对额来看，中国军费规模已位居世界第二位，但GDP占比仅为1.3%左右，远低于美国3.5%和俄罗斯的3.3%。从军费增速来看，过去十年我国国防预算的复合增速约为9.37%，与中央公共财政收入预算增速大致相当，基本反映了我国综合国力的增长，但与中国经济实力还不匹配，未来增长空间依然较大。

图1：中国历年国防预算情况



资料来源：中国银河证券研究院整理

图2：各国国防预算的GDP占比情况



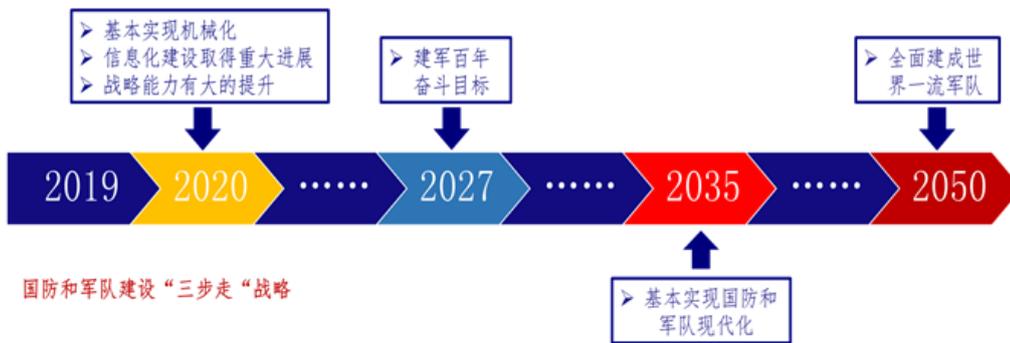
资料来源：中国银河证券研究院整理

基于当前的国内和国际环境，国内经济增速存下行压力，叠加减税降费举措，财政收入增速可能下滑，但在中美博弈主导的国际环境下，外部压力骤增，增强军事威慑或成为必要选择之一。此外，中国的海外利益更加庞大，通过远程军力投送来维护利益的诉求日益强烈，此消彼长，我们认为短中期来看，军费增长有望维持5%-8%的增速，或超市场预期，而空军、海军和信息化等重点领域的增速可能达10%-15%。

中期看，《十四五规划和2035远景目标建议》要求确保2027年实现建军百年奋斗目标；长期看，《十九大》报告明确指力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。我们认为，未来军队建设中长期目标的顺利实施，尤其

是信息化、智能化装备的大规模列装均离不开国防支出的大力支持，因此，长期来看，在 GDP 增速下滑的背景下，军费支出的 GDP 占比或将缓慢抬升。

图 3: 军队建设的中长期目标



资料来源: 中国银河证券研究院整理

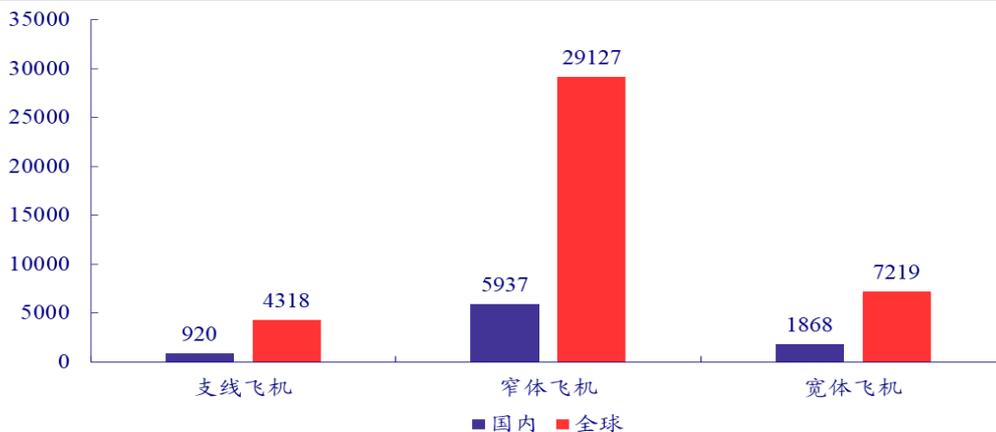
(二) “国产大飞机”: C919 渐行渐近, 国产替代万亿市场打开

根据“民航资源网”报道, 在上海“两会”期间, 上海市政协常委、中国商飞预研总师杨志刚披露了中国商飞旗下三款主力机型的最新进展情况。

ARJ21 支线飞机已于 2020 年交付了 20 多架, 目前在役将近 50 架。2021 年将有更多的 ARJ21 飞机交付给市场。C919 干线飞机正在各地密集试飞过程中, 预计 2021 年年底可以交付给首家客户。CRJ929 远程宽体客机预计 2021 年开工制造, 也就意味着所有的设计冻结, 包括了飞机具体形状、大小、主要用的结构材料、系统以及系统主要供应商的确定等。

从 C919 披露的最新情况来看, 国产大飞机的进度超我们此前的预期, 交付节奏提前一年。这与 C919 开启多机场、多区域协同试飞模式, 高强度、高效率、高质量飞行试验密不可分。

图 4: 中国商飞预测未来 20 年国内及全球客机交付量 (单位: 架)



资料来源: 《中国商飞市场预测年报 (2020-2039 年)》、中国银河证券研究院整理

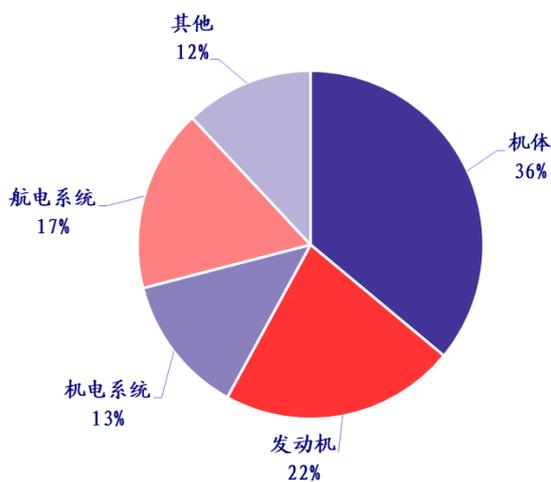
根据《中国商飞市场预测年报（2020-2039年）》，未来20年，中国航空市场将接收50座以上客机8725架，市场价值约1.3万亿美元（以2019年目录价格为基础），折合人民币约8.97万亿元。其中，50座级以上涡扇支线客机交付920架，120座级以上单通道喷气客机交付5937架，250座级以上双通道喷气客机交付1868架。机队年均增长率为4.1%，中国机队规模将达到9641架。同时商飞公司预测，未来20年，全球航空市场将有40664架新机交付，价值约6万亿美元（以2019年目录价格为基础），用于替代和支持机队的发展。其中，涡扇支线客机交付量为4318架，价值约为0.23万亿美元；单通道喷气客机交付量为29127架，价值约为3.44万亿美元；双通道喷气客机交付量将达7219架，总价值约为2.3万亿美元。到2039年，预计全球客机机队规模将达44400架，是现有机队（23856架）的1.9倍。

根据估算，未来二十年，国内窄体客机平均每年需求量约为300架，假设未来C919国内市场占有率能够和波音、空客持平，即市占率达到三分之一，则每年销量约为100架，平均年销售额约为80亿美元，未来二十年总销售额有望达到1600亿美元，国产替代万亿市场正逐步打开。

国产大飞机对产业链的带动作用非常显著

根据前面假设，未来C919每年销量为100架，单价0.8亿美元，年销售额为80亿美元，约合人民币520亿元（美元兑人民币汇率为6.5）。根据前瞻产业研究院的客机系统价值构成数据，假设C919机体、发动机、机电系统、航电系统和其它部分价值占比与上述数据一致，且为36%、22%、13%、17%和12%，则其各系统价值量约合人民币187、114、68、88和62亿元。

图5：客机各系统价值组成



资料来源：前瞻产业研究院、中国银河证券研究院整理

从航空产业总量上来看，四家航空主机厂2019年航空产品营收总额为764亿元，按照此数据进行静态比较，C919销量达到每年100架时，将为我国航空产业带来约68%的增量。

机体方面，由于现有四家航空主机厂是飞机总承单位，但在C919产业链中只承制机体部分，属于供货商，由于产业链地位不同，因此在营收方面只有约24.5%的增量。由于洪都航空（600316.SH）承担C919机体价值量约25%份额（约46.8亿元），并且洪都航空营收较少（2019年航空产品销售额40.22亿元），因此，未来C919对洪都航空（600316.SH）的业绩

拉动作用更为明显。

发动机方面，目前是中国商发为 C919 研制国产 CJ-1000 发动机，中国航发集团持有中国商发 40% 股权，CJ-1000 航空发动机实现国产后，其年销售额有望达到航发动力（600893.SH）2019 年营收的 50%，对于国内航发产业链具有显著带动作用。

在机电、航电系统方面，未来 C919 机电系统和航电系统价值量约为中航机电（002013.SZ）、中航电子（600372.SH）2019 年航空产品营收的 81% 和 126%，对航空机载设备行业带动作用十分显著。

表 2：未来 C919 各系统价值量与现有公司业绩对比（单位：亿元）

	公司	2019 年营收	航空产品占比	2019 年航空产品营收	未来大飞机系统价值量
机体	中航沈飞	237.61	98.29%	233.55	187
	中航西飞	342.98	97.67%	334.99	
	洪都航空	44.20	91%	40.22	
	中直股份	157.95	98.36%	155.36	
发动机	航发动力	252.10	87.36%	220.24	114
机电系统	中航机电	121.31	69.05%	83.77	68
航电系统	中航电子	83.52	83.79%	69.98	88

资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

（三）“商业航天”：国内需求迫切，千亿市场待掘金

近年来，在运载、卫星和空间应用等领域已经涌现出太空探索公司、蓝色起源、星际荣耀、银河航天和蓝箭航天等大批商业航天公司，商业航天也被资本市场公认为最为活跃的创业领域之一。随着商业航天概念逐步走俏，它也成为近两年“两会”的关键词之一。比如小米集团董事长兼 CEO 雷军分别在 2019 年和 2020 年两会提交了《关于提高创新能力、大力发展商业航天产业的建议》和《关于推动卫星互联网行业发展的建议》，呼吁将卫星互联网纳入我国“十四五”发展规划。海南文昌两会透露文昌 2021 年将大力发展航天科技产业，布局建设航天研发装备制造基地，推动火箭总装总测、火箭卫星研发制造、空间科学探测装备等航天装备制造制造业向航天城集聚发展。

2020 年 4 月，卫星互联网被国家发改委列入新基建范畴，2021 年是“十四五”的开局之年，有望成为国内卫星互联网建设元年。我们认为商业航天仍将成为 2021 年“两会”的热点之一。

国内需求较为迫切

2015 年 1 月，SpaceX 宣布“星链”计划，未来将约 1.2 万-4.2 万颗通信卫星发射到轨道，为地球上的用户提供宽带互联网服务。截至 2021 年 2 月 16 日，SpaceX 已累计发射逾 1100 颗星链卫星。相比当前全球 3 千余颗在轨卫星数量以及稀缺的轨道和频谱资源来说，星链计划非常“宏伟”。我们认为无论是出于竞争压力还是国内市场需要，我国对卫星互联网的建设都非常迫切。

千亿低轨卫星市场空间待挖掘

根据 SIA 发布的数据，2019 年全球卫星产业规模为 2860 亿美元，同比增长 3.1%。从细分结构来看，卫星服务业和地面设备制造业价值占比最大，约为 90.7%，卫星制造和发射合计占比约 9.3%。我们预计未来 5 年国内卫星组网（卫星制造+发射）投入约 620 亿元，可以撬动国内卫星产业增量规模约 6700 亿。

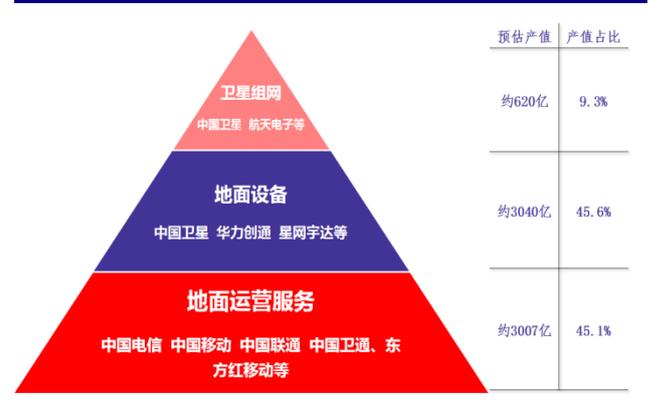
2020 年 4 月 20 日，国家发改委首次明确将卫星互联网纳入新基建范畴，我们认为，随着牵头机构的逐步明确，国内卫星互联网“十四五”期间有望迎来蓬勃发展期。

图 6: 2012-2019 年全球卫星产业规模



资料来源: SIA, 中国银河证券研究院整理

图 7: 卫星互联网产业结构及产值



资料来源: 中国银河证券研究院整理

通信卫星产业链将显著受益

卫星组网领域: 通信卫星产业链中，卫星组网包括卫星制造与卫星发射两部分，将是全产业链最先受益的部分。这部分主要参与者为航天科技集团下属航天一院、航天五院、航天八院和航天九院，以及航天科工集团下属航天二院，涉及的上市公司主要有与卫星制造、火箭发射直接相关的中国卫星（600118.SH）、航天电子（600879.SH）、康拓红外（300455.SZ）、鸿远电子（603267.SH）等。

地面设备领域: 地面设备包括卫星地面接收站、移动卫星终端等。未来可能受益于卫星地面接收站建设的海格通信（002465.SZ）和杰赛科技（002544.SZ）。在移动卫星终端领域，预计在低轨卫星通信建设初期，将类似 3GPP 提出的框架结构，即大部分移动终端设备利用地面网络，通过卫星信号地面接收站实现全球通信服务，小部分海上、偏远地区使用移动卫星终端直接与卫星实现通信，这部分用户采用类似目前天通卫星、天通手机的直连模式，华力创通（300045.SZ）、中兴通讯（000063.SZ）都已经开发了天通手机，具有前期优势，后期随着这部分市场的逐步壮大，其他厂商也将加入移动卫星终端的竞争中。

卫星与地面通讯服务领域: 地面服务端，三大传统运营商仍是地面通信运营的主体；天基卫星通信网络运营方面，中国卫通（601698.SH）是国内目前唯一的通信卫星网络运营商，后期有望受益于卫星通信市场发展。

（四）“自主可控”：锻长板、补短板两手都要硬

在中美博弈升级的背景下，提升我国产业链供应链自主可控能力成为当务之急，并有望成为 2021 年两会热点之一。

我国拥有全球最完整的工业体系、规模最大的生产能力和完善的配套能力，但是我国产业链供应链总体大而不强、大而不优、大而不稳，存在明显的风险隐患。关键基础领域薄弱使我国核心技术受制于人，美国加强出口管制提升了我国部分高科技领域“断供”风险，进而引发产业链外迁。“锻长板”巩固壮大“杀手锏”，下好创新先手棋，“补短板”强弱项，推进关键领域自主可控，两手抓，两手都要硬。我们看好军工电子元器件和新材料领域的自主式发展。

国防信息化提速与国产化替代共振，军用元器件未来发展空间巨大

2020 年下游需求强劲叠加国产替代加速，军工电容器领域景气度大幅提升，全年行业整体收入增长 60%左右。未来多重利好共振有望带动军用电容器领域需求持续快速增长，并将成为分享军工行业成长红利的优质赛道之一。建议关注鸿远电子（603267.SH）、火炬电子（603678.SH）、宏达电子（300726.SZ）、振华科技（000733.SZ）。

军民市场齐发力，碳纤维行业将乘风而起

2019 年中国碳纤维的总需求为 3.78 万吨，同比增长了 22%，其中，进口量为 2.58 万吨（占比 68%，同比增长 17.5%），国产量为 1.2 万吨（占比 31.7%，同比增长 33%），国内碳纤维市场需求强劲，国产替代空间巨大。预计 2025 年国内总需求达 11.8 万吨，6 年复合增速约为 21%，其中进口年均增速约 17%，国产年均增速约 28%。

未来随着碳纤维技术的逐步成熟以及规模化生产对成本的稀释，国内碳纤维产能利用率有望逐步走高，生产企业的盈利能力也将大幅跃升。随着军机和国内民用市场需求的放量，国内碳纤维产业有望进入发展快车道，我们建议关注受益于军机放量的中简科技（300777.SZ）、中航高科（600682.SH）以及受益于军民市场需求双提升的光威复材（300699.SZ）。

（五）“国企改革”：改制和重组持续推进，军工资产证券化有望迎 2.0 时代

2020 年 8 月，中央深改委审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，要求未来三年形成以管资本为主的国有资产监管体制。该文件是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的施工图，对军工行业国企改革推进具有非常强的指导意义。国务院国资委秘书长彭华岗表示，力争到 2021 年底完成国企改革三年行动总体改革任务的 70%以上，在重要领域、关键环节取得实质性突破，为 2022 年全面完成国企改革三年行动任务奠定坚实基础。

自 1 月中旬以来，各地陆续进入“两会时间”，“深化国资国企改革”俨然成为多地政府工作报告中的“标配”。2021 年国资重组整合的落脚点，主要聚焦两个方面：一是切实优化国有资本布局结构，清理退出低效无效资本，加强在优势领域、重点领域、关系国计民生的关键领域的国有资本布局；二是加强在产业链补断点、强弱项方面的布局，加大在技术创新、新材料等领域尤其是“卡脖子”领域的布局。

表 3: 部分地方政府工作报告中关于国企改革的内容

地区	国企改革相关内容
北京	深化国资国企改革, 北方华创等成为国企改革样本, 国有经济活力和竞争力明显提升。
河南	探索设立混合所有制改革基金, 重点在省属企业二级、三级层面培育一批优质混改企业; 推动国有企业战略性重组和专业化整合, 建立以管资本为主的国有资产监管体制。
广东	聚焦主责主业, 做强做优做大国有资本和国有企业; 加强与央企战略合作, 抓好能源、化工、金融等签约项目落地建设。
山西	适时开展直接授权省国资运营公司履行出资人职责试点, 开展企业高管、科技人员及员工持股和期权激励试点, 分层分类深化混合所有制改革, 加大资产证券化力度, 支持培育企业上市等。
陕西	健全全省国资国企监管平台, 推动国有企业战略性重组和专业化整合, 打造富有竞争力的国有资本投资运营公司; 深化混合所有制改革, 实施职业经理人制度和经理层任期制; 提升国有上市公司质量, 进一步提高整体竞争力。
四川	实施国企改革三年行动, 推动国有企业战略性重组和专业化整合, 分类分层推进国有企业混合所有制改革, 推进国有金融资本、党政机关和事业单位经营性国有资产集中统一监管。
上海	着眼于培育一批世界一流企业, 深化国有企业混合所有制改革和股权激励制度建设, 坚定不移做强做优做大国有企业, 大力支持更多民营企业成长为龙头企业、独角兽企业和隐形冠军。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

2021 年是国企改革三年行动的攻坚之年, 也是各地新一轮国企改革加快推进之年, 预计此前未落实的改革政策将在今年加快落地。《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》要求未来三年形成以管资本为主的国有资产监管体制。为了实现这样的目标, 科研院所改制进程有望提速, 军工行业整体资产证券化率提升可期。

军工集团资产证券化持续稳步推进

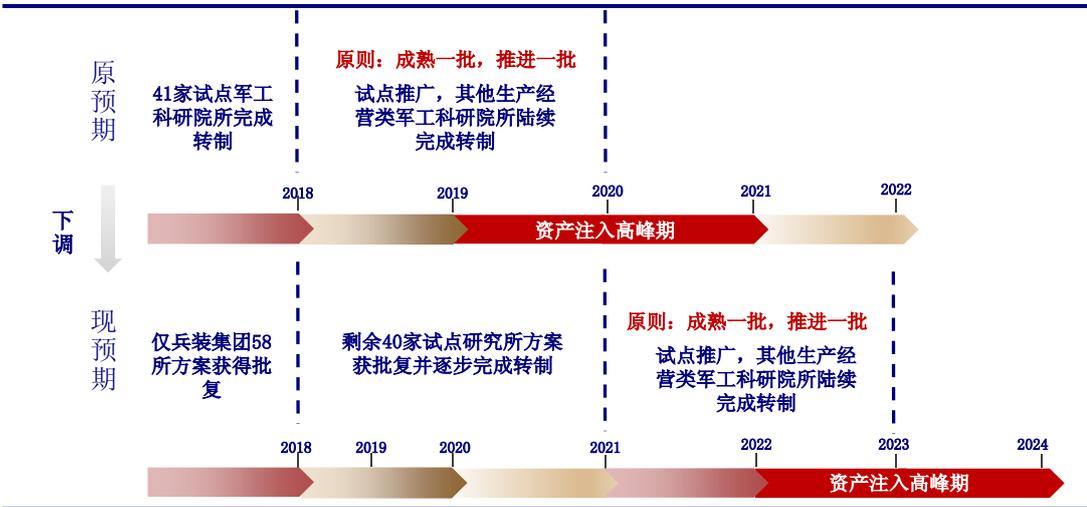
近年来, 军工集团资产证券化运作持续不断, 包括独立 IPO、分板块注入上市公司等, 资产证券化率不断提升。根据 2019 年最新数据, 分集团来看, 资产证券化率在 50%以上的有 4 家, 分别是中航工业集团、兵器装备集团、中国船舶集团和中国电子信息集团, 其中中国电子集团最高, 约为 54%, 中航工业集团起步较早, 资本运作积极, 船舶系集团后来居上, 近年来也取得较大进展。资产证券化率在 30%及以下的军工集团有 2 家, 分别是中国航天科工集团和中国航天科技集团, 2 家集团资产优质, 证券化空间较大, 未来注入预期有望抬升。

院所改制逐步破冰, 多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代

2020 年 9 月份, 随着中科院合肥研究院核能安全技术研究所集体离职成为社会焦点, 事业单位体制的弊病开始得到高层的重视, 叠加《三年行动方案》中国有资产监管形式对“管资本”要求的提高, 我们认为之前进展缓慢的院所改制进程有望在“十四五”初期迎来再次破冰, 预期剩余 40 家科研院所改制方案将于 2021 年左右获批, 其他经营类院所顺延至 2023 年底完成改制。

我们预计 2021 年以后, 科研院所改制试点将有序铺开, 院所改制有望秉承“成熟一批, 推进一批”的原则, 从“非核心”向“核心”、“战术”装备向“战略”装备领域过渡。预计 2022-2024 年将成为军工科研院所改制和资本化的高潮期, 军工集团资产证券化有望进入从企业类资产向院所资产过渡的 2.0 时代。

图 8: 科研院所改制进度猜想



资料来源: 中国银河证券研究院整理

股权激励政策完善，军工央企上市公司经营效率有望提升

《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》要求激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，灵活开展多种方式的中长期激励，并支持探索超额利润分享机制、骨干员工跟投机制，实施更加多样、更加符合市场规律和企业实际的激励方式。随着未来股权激励政策进一步完善，军工央企上市公司经营效率有望提升。

投资建议：关注受益于资产证券化和公司治理优化的标的

随着国有资产监管体制向管资本转型，资产证券化将进一步延伸至科研院所领域，集团层面有明确意向且准备较为充分的研究所有望成为第一批转制的事业单位，旗下上市平台有望受益，我们推荐中航系和电科系上市公司，包括中航机电（002013.SZ）、中航电子（600372.SH）、中航高科（600862.SH）以及国睿科技（600562.SH）、四创电子（600990.SH）、杰赛科技（002544.SZ）等。

随着股权激励机制的松绑，与股东利益绑定的国有企业管理层有望重新审视资本市场的运作方式，此外，核心骨干激励将显著提升公司经营效率，进而推动公司业绩和市值双提升。建议关注近期已经做完股权激励和未来可能要进行股权激励的国有上市公司，推荐内蒙一机（600967.SH）、中航电测（300114.SZ）、钢研高纳（300034.SZ）、七一二（603712.SH）和航天电器（002025.SZ）等。

三、投资建议：围绕四条主线布局“两会行情”

通过对两会五大“关键词”的分析，引申出四条投资主线，并基于此布局“两会行情”。

首先是大飞机主线，C919 交付将成为航空产业打破军品天花板，实现跨越式发展的重要拐点，建议关注受益于早期型号放量的洪都航空（600316.SH）、中航沈飞（600760.SH）和中航西飞（000768.SZ）以及进口替代确定性强的中航机电（002013.SZ）和航发动力（600893.SH）；

其次是商业航天主线，2021 年或将成为中国商业航天元年，新的运营机构有望成立，并推动商业航天产业蓬勃有序发展，建议关注卫星国家队中国卫星（600118.SH）、中国卫通（601698.SH）以及产业链上游的鸿远电子（603267.SH）等；

第三是自主可控主线，补短板、强弱项，推进关键领域自主可控，建议关注军工电子元器件产业链火炬电子（603678.SH）、宏达电子（300726.SZ）和碳纤维产业链中简科技（300777.SZ）、光威复材（300699.SZ）等；

最后是国企改革主线，乘着《国企改革三年行动方案》的东风，国有企业改革有望逐步破冰，并呈现百花齐放的格局，重点关注可能受益于资产证券化提升的中航电子（600372.SH）、四创电子（600990.SH）、杰赛科技（002544.SZ）和受益于公司治理优化的七一二（603712.SH）、航天电器（002025.SZ）、钢研高纳（300034.SZ）等。

图 目 录

图 1: 中国历年国防预算情况	4
图 2: 各国国防预算的 GDP 占比情况	4
图 3: 军队建设的中长期目标	5
图 4: 中国商飞预测未来 20 年国内及全球客机交付量 (单位: 架)	5
图 5: 客机各系统价值组成	6
图 6: 2012-2019 年全球卫星产业规模	8
图 7: 卫星互联网产业结构及产值	8
图 8: 科研院所改制进度猜想	11

表 目 录

表 1: 过去五年“两会”前后军工指数表现情况	3
表 2: 未来 C919 各系统价值量与现有公司业绩对比 (单位: 亿元)	7
表 3: 部分地方政府工作报告中关于国企改革的内容	10

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业分析师

证券从业近8年。清华大学 MBA，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

温肇东 军工行业分析师

北京航空航天大学学士、博士，十年装备研究部门论证、科研、管理经验，2018 年加入银河证券研究院。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn