

证券研究报告—动态报告/行业快评

国防军工

行业快评

超配

(维持评级)

2021年08月24日

## 军工阶梯价格合理可控，不改业绩增长趋势

证券分析师：花超

huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

### 事项：

8月20日，全军武器装备采购信息网，陆军装备部发布了《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》一文，文中提到：提出生产采购环节要管好链条，强化供应链管理和生产成本控制，大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价，多点挖潜、控价让利，通过精益管理实现价格整体最优。

### 评论：

#### ■ 军工阶梯降价是科学合理的，幅度是可控的，不等同于医药行业的集中采购

倡议书中大家关注的点主要是文中提到的，生产采购环节要大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价等描述。其实，产业实际情况是军工装备的竞争择优、阶梯降价已经是行业内近年来已经在执行和推进的事项，其并不等同于医药行业的一刀切式的集采。我们认为，武器装备的需求是定制化、小批量模式与医药行业大为不同，在十四五武器装备大批量采购的基础上，阶梯降价是合理的，其降价幅度是小幅可控的。量升价降符合一般市场规律，一般是拥有产品或技术核心竞争力或供需格局好的公司其产品价格更为坚挺。

比如，我们以成飞产业链为例，前期资本市场围绕着先进机型的需求量大幅提升后特别是大单采购模式落地后自下而上的价格压力已有过关注。零部件加工环节进入壁垒相对较低，规模起量后率先做了价格调整，但最终考验的是企业的加工质量、交付、服务等综合实力，中长期看仍是有利于综合实力强的公司。成品或分系统单位一般是在审价模式价格的区间上考虑规模效应做一些正常让利。原材料环节是根据成本占比、供需格局等调整，具体看是钛合金相对较少、复材相对较多些，但总体幅度均不大、可控。

再比如，前期航天两大集团公司联合开展国产元器件集中采购，统筹航天型号国产元器件供应资源，提高型号元器件配套效率，通过共建航天型号元器件供应链、推进两大集团公司联合集采。对被动元器件、连接器等本身已经相对市场化定价的产品类别的影响是个别点上的，面上整体看并未有较大影响，但是长期看高毛利产品的毛利率预计都是稳中有降趋势。

#### ■ 军工更多的是需要强化供应链管理和生产成本控制，提质增效是关键，规模效应体现显著

倡议书中其实还提到了要坚持军民融合、开放竞争，引入优质资源、倒逼产业升级，建立更加开放健康、顺畅高效的产业链供应链；改进管理模式、加强成本管控、降低过程耗费，切实挤足管理环节不必要的“水分”，把每一分军费都用在“刀刃”上；要坚持质量至上、效益优先，坚持以高质量为前提的低成本、以低成本为导向的高质量，绝不能陷入低价中标的误区，更不能以降低质量为代价换取假性低价，全力推动高质量与低成本有机统一。

我们认为，武器装备采购逐步走向市场化、多流水，军方和工业部门的双赢是趋势，军方更低的价格采购更多的装备，工业部门则是充分发挥在规模效应下体现出的控制成本、提质增效的能力，进而推动利润率的提升。总体看，目前对业绩增长的影响仍是规模效应更为显著，量是决定性的，从不断披露的成飞产业链的半年报业绩中也可以佐证，2021年中报西部超导增速136%、爱乐达增速90%、三角防务增速64%等，均是前期有降价的公司但利润增速仍十分亮眼。

此外，十四五大额预付模式的变化，也带来产业链商业模式变动较大，伴随类似长协合同落地，对参与配套的企业也非常有利，一方面现金流大幅改善，财务收益可以抵消价格压力；另一方面，预计公司产能扩充或产能利用效率将持续改善，带来的也是财务指标的持续优化。

#### ■ 军工不改中长期业绩预期，无需过度解读，仍重点关注主机厂、核心环节头部公司

我们认为，军工行业在十四五刚步入发展快车道，各方正处于产能提升阶段，核心保供能力与需求还存在显著缺口。基本面角度看，行业增速首屈一指，成长性突出，未来五到十年装备建设提速，尤其 21-23 年将是行业提速的关键。估值角度看，中证军工指数目前 PE-TTM 在 76 倍，处于过去五年历史 56%分位。核心公司 21 年的动态 PE 约 61 倍，2022 年在 46 倍左右，仍有空间。其中：

主机厂处于产业链垄断或者唯一环节，其一般是单一来源采购，产品价格将从成本加成走向目标成本激励约束。同时本身是产业链链长，对配套厂商的话语权较大，具备较强的成本转嫁能力。叠加落实国企改革逐步建立中长期激励机制，有动力提高其成本控制水平，进而在需求大幅提高下呈现出较好的利润弹性。建议重点关注【航发动力】、【中航沈飞】等。

中游分系统、零部件开始走向市场化，一般是通过多流水方式引入竞争。这其中，分系统竞争择优一般是企业实力的一个综合评价，包括产品性能指标、价格等，再具体看现在的局面中成本虚高的产品价格负面影响会较大，成本较为真实的产品价格影响较小；对价格转嫁能力弱的公司压力大，价格转嫁能力强的公司压力小；另外，还有渠道型公司也会影响较大。建议重点关注供需格局更为稳固的环节头部公司，重点推荐【江航装备】、【三角防务】等

上游元器件等本身已经是产品竞争相对充分，更贴近市场化定价，受影响反而较小，重点推荐【紫光国微】、【中航光电】、【航天电器】、【振华科技】、【鸿远电子】等。上游原材料主要是受到单一型号或者单一客户的价格传导压力，前期复材、钛合金等降价影响已经落地，重点推荐【中航高科】、【西部超导】等。

#### ■ 风险提示

1、武器装备采购不及预期；2、军品价格大幅下降；3、军工供应能力不及预期等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600760	中航沈飞	买入	79.69	1.06	1.25	1.57	75.18	63.75	50.76	15.40
688122	西部超导	买入	95.40	0.84	1.22	1.68	113.54	78.20	56.79	14.99
300696	爱乐达	买入	53.88	0.76	1.08	1.55	70.89	49.89	34.76	13.69
688586	江航装备	买入	36.80	0.56	0.72	1.04	65.71	51.11	35.38	7.70
600862	中航高科	买入	38.64	0.31	0.49	0.70	124.65	78.86	55.20	12.30
002013	中航机电	买入	11.74	0.29	0.34	0.41	40.48	34.53	28.63	3.53
002025	航天电器	增持	69.08	1.01	1.49	1.99	68.40	46.36	34.71	8.70
300593	新雷能	买入	58.75	0.74	1.28	1.84	79.39	45.90	31.93	19.62
002179	中航光电	买入	102.81	1.35	2.01	2.55	76.41	51.15	40.32	11.61
000733	振华科技	买入	102.30	1.18	2.15	2.82	86.97	47.58	36.28	8.82
603267	鸿远电子	买入	173.57	2.10	3.68	5.23	82.65	47.17	33.19	15.59
603712	七一二		46.46	0.68	0.96	1.30	68.32	48.23	35.73	11.94
600893	航发动力	买入	66.11	0.49	0.65	0.86	134.92	101.71	76.87	4.88
300775	三角防务	买入	52.39	0.41	0.87	1.25	127.78	59.94	42.06	13.48
688311	盟升电子		72.75	1.09	1.28	1.97	66.74	56.84	36.93	5.07
688002	睿创微纳		121.00	1.31	1.79	2.59	92.17	67.50	46.68	18.38

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《国防军工行业周报：军工已披露中报高增长，重视下游业绩拐点》——2021-08-23
- 《国防军工行业周报：军工基本面支撑继续向好，重视下游业绩拐点》——2021-08-15
- 《国防军工行业周报：军工中报季业绩强劲，重视下游的业绩拐点》——2021-08-08
- 《国防军工行业周报暨 8 月策略：确保如期实现建军一百年奋斗目标，把国防和军队建设摆在更加重要的位置》——2021-08-02
- 《国防军工 21 年 Q2 基金持仓分析：军工重仓持股比例略升，板块具备中长期配置价值》——2021-07-28

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032