

国防军工

证券研究报告

2021年09月12日

军工超额收益关键：五大因素推动企业实现非线性增长

非线性增长是企业创造超预期的关键，我们总结有五大关键推动企业实现非线性增长从而获得超额收益。“新型号节点预期变化+规模效应+新技术型号渗透率提升+外协工序种类/比例提升+定价机制改革”是驱动企业进入非线性增长区域的推动力：

(1) 规模效应驱动板块进入盈利能力长期上行：进入军工长期高景气阶段，随着规模提升，边际成本有望持续下降，我们认为军工板块盈利能力有望进入持续上行轨道。

(2) 定价机制改革（约束激励机制）开启落地执行，沈飞率先实现 5% 以上净利率，未来或持续提升。此项受益为行业权重——主机企业。

(3) 新型号节点预期变化，批产节点出现提前趋势，进入 EPS 与 PE 双上修阶段：

我们认为，目前国防军工产业已进入型号 Pipeline 管线持续落地期，目前上市公司市值或仅反应已批产对应型号市场空间，预计伴随各类新型号装备 Pipeline 持续落地，对应企业 EPS 及估值区间预计将会实现上修。同时企业布局领域与预研方向是否契合可判断企业长期持续性。

两大重要中间节点：在 2027 年作为中期节点的时间窗口下，我们判断型号 Pipeline 重大节点（研制转批产）有望出现在中间节点 2023 年及“十四五”末 2025 年。Pipeline 重大节点年份前一年或为引导企业 EPS 与估值预期上修的预期建立阶段（2022、2024）。

(4) 新技术型号渗透率提升：对于新技术体制下的元器件、材料、信息化分系统企业，将出现新型号配套渗透率提升、行业洗牌逻辑，带来非线性增长。

(5) 外协工序种类/比例提升：制造环节中间工序型企业，进入“小核心大协作”工序种类拓展、份额提升、外协比例增加阶段。主要指航发配套企业、成飞飞机制造企业。

投资建议：

（航空制造）主机厂-中航沈飞、航发动力；中游：北摩高科、中航机电
航发上游-派克新材、钢研高纳、抚顺特钢、图南股份；飞机机体材料-中航高科

（国防信息化）

被动元器件-鸿远电子、中航光电、火炬电子、振华科技；集成电路-睿创微纳、紫光国微；通信指控：七一二、海格通信；新上微波龙头：国光电气、雷电微力

我们认为，考虑到目前仅为“十四五”武器装备放量初期阶段，各细分领域营收及净利润增速或将持续扩大（二阶导为正），横向比较优势明显。考虑到新型号 Pipeline 将陆续进入批产节点，或将带来 EPS 预测的上修和长期增长贡献支撑，从而带来估值中枢的上修或维持，板块进入产业价值投资长期轨道。军工板块将在高景气度的背景下持续成为机构配置的偏好类板块（超配代表偏好为正）。

风险提示：军工订单低于预期，军工企业产能爬坡进展低于预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国防军工-行业深度研究:军工中报总结：行业进入全新阶段》 2021-09-06
- 《国防军工-行业研究周报:重大节点确认：三大主机兑现大额合同，产业强需求获得数据确认》 2021-08-30
- 《国防军工-行业投资策略:航空发动机产业链：板块最高持续性赛道或将进入拐点，新型号+维修带来中长期业绩弹性空间》 2021-08-29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com