

国防军工

天风问答系列 2：如何看待估值与成长的匹配及空间

证券研究报告

2021 年 11 月 14 日

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

张明磊

联系人

zhangminglei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业深度研究:2022 主线-产能拐点年:2022 年新建产能将进入集中爬坡/达产期》 2021-11-04
- 2 《国防军工-行业专题研究:三季度维持高增长态势,大单上游传导完成验证行业进入中长期高景气》 2021-11-01
- 3 《国防军工-行业研究周报:压力测试完毕:军工集团减持或为国改资金需求,基本面趋势 Q3 开始明朗》 2021-10-18

1. 如何看待军工的估值和成长问题?

谈论军工的估值和成长问题,就要谈及行业的增长持续度、超预期可能、国家长期战略匹配度。

➢ 增长持续度/国家长期战略匹配度:军工是标准的长坡厚雪赛道

➢ 超预期可能:新型号逐步落地,估值中枢短/中/长期具备持续超预期可能

结合两大完成考核点、两大重要中间节点、两大预期建立节点,我们认为军工行业具备估值中枢维持或提升下的长期持续增长,是标准的长坡厚雪型赛道,因此我们认为同样兼顾增长持续度、国家长期战略匹配度、预期稳定正向扩张等特点的可比方向为同是先进制造业的新能源赛道,如锂电、光伏等方向。我们发现其 PEG 普遍在 1.5x 左右,而军工普遍在 1xPEG 左右,目前军工估值并未出现明显泡沫化,具备较大空间。

2. 四季度或明年业绩能不能放出来?

我们认为,国防军工产业当前行业产能建设正处于快速爬坡期,规模效应和股权激励将不断推动行业经营改善,释放利润弹性。考虑到军工行业,产品兼具小批量、多品种、长周期特性,新增产能的释放,有利于产业链上下游打通产能瓶颈,匹配批产型号的放量和新型号批产节点,全行业将迎来产品结构优化带来的产能利用率提升(小批量、多品种影响产能调配),同时叠加新品爬坡后规模效应下边际成本下降(包含了固定成本的分摊减少及因制造升级带来的可变成本的下降),行业盈利能力在放量的基础上将进入持续改善轨道。

3. 明年军工投资机会?

2022 年军工的主线机会来源于新产能集中爬坡引出的基本面拐点和国企改革的市场化激励两大方面:

➢ 2022 年重点投资方向 1——新建产能集中爬坡阶段引出板块拐点,产能瓶颈引出供应格局变化

建议关注:

1.产能瓶颈引出的供应格局变化机遇,叠加放量、规模效应:航发产业链为首选,航发产业链目前处于阶段为成飞放量早期,共同特点为下游产能被中上游限制,通过一般配套、重要配套进行外协制造解决瓶颈问题。环锻造-中航重机、派克新材、航宇科技;铸造高温合金及关键航发零部件精密制造:钢研高纳、图南股份;变形高温合金-西部超导、抚顺特钢;主机-航发动力。

2.导弹产业:2021 仅为新型号放量元年。关注元器件企业-航天电器、振华科技、鸿远电子、火炬电子;集成电路-紫光国微;核-国光电气;

➢ 2022 年重点投资方向 2——国企改革,股权激励推动老国企实现蜕变

重点关注年内涨幅较低,利润提速提升,现金流明显改善,有望受益于国企改革的标的:中航西飞、航天电器、中航沈飞、中航光电、中航机电、中航电子、航发控制等。

4. 22 年子行业景气度和业绩展望?

➢ 增速扩张类型:产能瓶颈引出的供应格局变化结合产能拐点:存在生产能瓶颈的细分领域将出现由生产关系的变化从而解决供应链紧缺的难题。

(1)航发赛道上下游(航发整机、锻造加工、高温合金)将出现如成飞的供应链系统性机会

(2)导弹产业初步放量,新技术带来弹性需求,如元器件、材料、导引头设计制造;

(3)大型飞机制造(军用大型飞机、商用大飞机)

➢ 增速维持或进入扩产稳定期类型:

(1)成飞产业链

(2)电子元器件

风险提示:市场波动性风险,军品订单节奏风险,新装备研制列装不达预期。

内容目录

1. 如何看待军工的估值和成长问题?	3
2. 四季度或明年业绩能不能放出来?	4
3. 明年军工投资机会?	5
4. 22 年子行业景气度和业绩展望?	6

图表目录

图 1: 短、中、长期“三确认”思维示意图	3
图 2: 军工行业产能释放对盈利能力改善明显	4
图 3: 军工板块净利率	4
图 4: 2022 年重点重点投资方向示意图	6

1. 如何看待军工的估值和成长问题？

谈论军工的估值和成长问题，就要谈及行业的增长持续度、超预期可能、国家长期战略匹配度。

(1) 增长持续度/国家长期战略匹配度：军工是标准的长坡厚雪赛道

军工的行业发展特点是与国家的战略安全需要相匹配。国防部例行记者会相关公开新闻中明确指出，在对我国 2020 年的顶层文件《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二〇三五年远景目标的建议》中“2027 年实现建军百年奋斗目标”的解读中，要深刻体会“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。”因此在看我国国防建设 2035 年远景目标可以知道，军工将出现一个长期的发展机遇。

我们认为，目前十四五将成为我国装备快速换装追赶国际先进军事力量及前沿技术国防装备加速突破的时期。但同时，全球主要军事国家时隔 30 年再次重启了新一代装备的研发。目前我国处于本代次装备追赶换代与下一代次装备加快研制的双周期叠加阶段，因此长达 10 年以上的景气扩张期或将来临。

除此之外，民用产业也将出现大发展，目前存在数个 GDP 占比或达 0.5% 的新兴民用产业或由军工企业主导（如，大飞机、卫星互联网等），因此在军工的长期发展中，或呈现“先军后民”的特点。

(2) 超预期可能：新型号逐步落地，估值中枢短/中/长期具备持续超预期可能

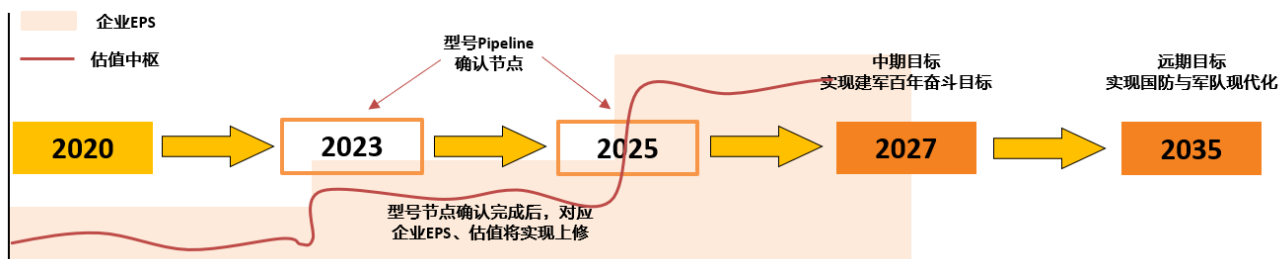
航展期间，多位总师确认了重点军机型号的研制和生产进程。歼 20 总设计师杨伟表示，歼-20 不止 15 架，在地上还有许多；运 20 总师唐长红表示，运 20 已经有了两型“中国心”；舰载机总师孙聪表示新一代舰载机年内能看见。预计伴随各类新型号装备 Pipeline 持续落地，对应企业 EPS 及估值区间预计将会实现上修。从时间维度看具备两大完成考核点（2027、2035），两大中间节点（2023、2025）及两大预期建立节点（2022、2024）：

两大完成考核点：根据十九大报告政策指引，我国将在 2035 年基本实现国防和军队现代化，我们以此为远期目标。根据十九届五中全会政策指引，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，我们以此为中期目标。

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

两大预期建立节点：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）。

图 1：短、中、长期“三确认”思维示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此军工行业具备估值中枢维持或提升下的长期持续增长，是标准的长坡厚雪型赛道，因此我们认为同样兼顾增长持续度、国家长期战略匹配度、预期稳定正向扩张等特点的可比方向为同是先进制造业的新能源赛道，如锂电、光伏等方向。

我们发现其 PEG 普遍在 1.5x 左右，而军工普遍在 1xPEG 左右，目前军工估值并未出现明显泡沫化，具备较大空间。

表 1：2022 年光伏、新能源、军工 PEG 估值水平

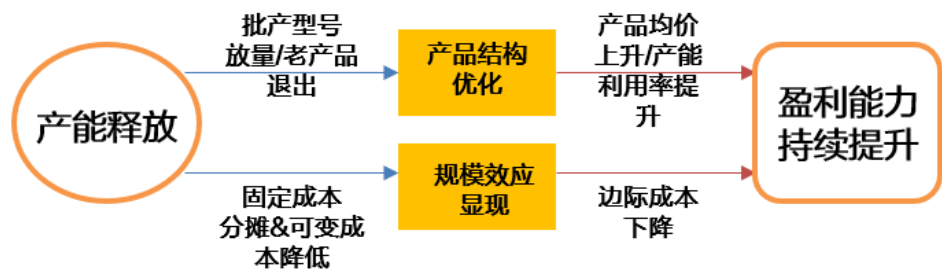
细分行业指数	2022 年预测 PEG
光伏设备指数	1.57
动力电池指数	1.66
军工指数	1.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 四季度或明年业绩能不能放出来？

行业已进入全面需求扩张阶段：2021H1 主机单位大额合同负债/预收款已到账，2021Q3 报告我们看到行业中上游企业合同负债/预收款出现环比较大增长，大订单或已从下游主机企业向中上游完成下达，长期高景气趋势得到确认。我们认为，目前仅为军工行业十年景气初期阶段，考虑到新型号陆续进入批产节点，行业已经进入全面需求扩张阶段。

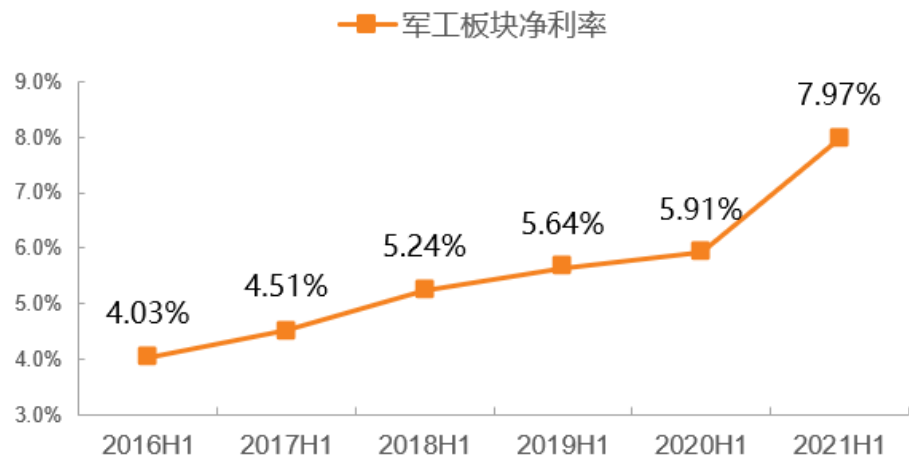
图 2：军工行业产能释放对盈利能力改善明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

行业以销定产特性突出，产能规划具备准确指引性，2022 年新建产能将进入集中爬坡\达产期：国防军工企业以销定产特性突出，产能扩张节奏具备准确指引性——为应对“十四五”装备需求的迅速扩张，行业内相关企业于 2018 年起至今纷纷进行新产能建设，建设周期普遍为 2-3 年。少数较早建设的产能已于 2020、2021 年开始爬坡释放，进入基本面快速上行阶段，而多数企业将于 2022 年-2023 年迎来新建产能共振集中爬坡\达产阶段。

图 3：军工板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，**国防军工产业当前行业产能建设正处于快速爬坡期，规模效应和股权激励将不断推动行业经营改善，释放利润弹性。**考虑到军工行业，产品兼具**小批量、多品种、长周期特性**，新增产能的释放，有利于产业链上下游**打通产能瓶颈，匹配批产型号的放量和新型号批产节点**，全行业将迎来产品结构优化带来的产能利用率提升（小批量、多品种影响产能调配），同时叠加新品爬坡后**规模效应下边际成本下降（包含了固定成本的分摊减少及因制造升级带来的可变成本的下降）**，行业盈利能力在放量的基础上将进入持续改善轨道。

3. 明年军工投资机会？

2022 年军工的主线机会来源于新产能集中爬坡引出的基本面拐点和国企改革的市场化激励两大方面：

➢ 2022 年重点投资方向 1——新建产能集中爬坡阶段引出板块拐点，产能瓶颈引出供应格局变化

新建产能对计划经济行业具备准确指引，2022 军工进入新增产能放量拐点；军工板块当前处于“十四五”换装周期的初期阶段，考虑到后续成熟型号的放量和新型号陆续进入批产节点，军工行业产能紧张情况将会在中期内持续。依据过去几年军工企业相关的扩产情况判断，2021-2023 年为军工企业产能爬坡的三年关键期，2022 年或将成为行业新增产能达产最为密集的年份，因此行业 2022 年预计处于持续扩张阶段，归母净利润增速或达 30%左右，具备强比较优势。同时第二批扩产也已在路上（如西部超导、中航光电等）。

众多新型号批产预期也将在 2022 年完成形成。

建议关注：

1. 产能瓶颈引出的供应格局变化机遇，叠加放量、规模效应：航发产业链为首选，航发产业链目前处于阶段为成飞放量早期，共同特点为下游产能被中上游限制，通过一般配套、重要配套进行外协制造解决瓶颈问题。环锻造-中航重机、派克新材、航宇科技；铸造高温合金及关键航发零部件精密制造：钢研高纳、图南股份；变形高温合金-西部超导、抚顺特钢；主机-航发动力。

2. 导弹产业：2021 仅为新型号放量元年。关注元器件企业-航天电器、振华科技、鸿远电子、火炬电子；紫光国微；核-国光电气；

2022 年重点投资方向 2——国企改革，股权激励推动老国企实现蜕变

关注未来一年有望受益于国企改革的标的

2022 年是三年国企改革行动的收官之年，**股权激励和集团内资产证券化是主要改革方案。**

2020 年 5 月 30 日，国资委发布了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，为央企控股的上市公司进行股权激励提供了具体的实施细则，2019 年与 2020 年共有 9 家军工央企开展股权激励工作，超过前 6 年之和。进行以股权激励为主的长效激励措施推进或成为军工央企改革的趋势。

经我们统计，36 月股价正增长样本占 90%以上；在股权激励方案实行 12 个月后，有 57.14% 的公司股价上涨，涨幅超过 50% 的公司有 33.33%；实施超过 24 个月后，公司股价上涨的比例达到 76.47%；在实施超过 36 个月后，有 93.75% 的公司股价上涨，涨幅超过 50% 的公司占 62.5%。股权激励作为一种长期激励机制，对军工企业的业绩和股价具有明显的提升效果。

重点关注年内涨幅较低，利润提速提升，现金流明显改善，有望受益于**国企改革的标的**：中航西飞、航天电器、中航沈飞、中航光电、中航机电、中航电子、航发控制等。

4.22 年子行业景气度和业绩展望？

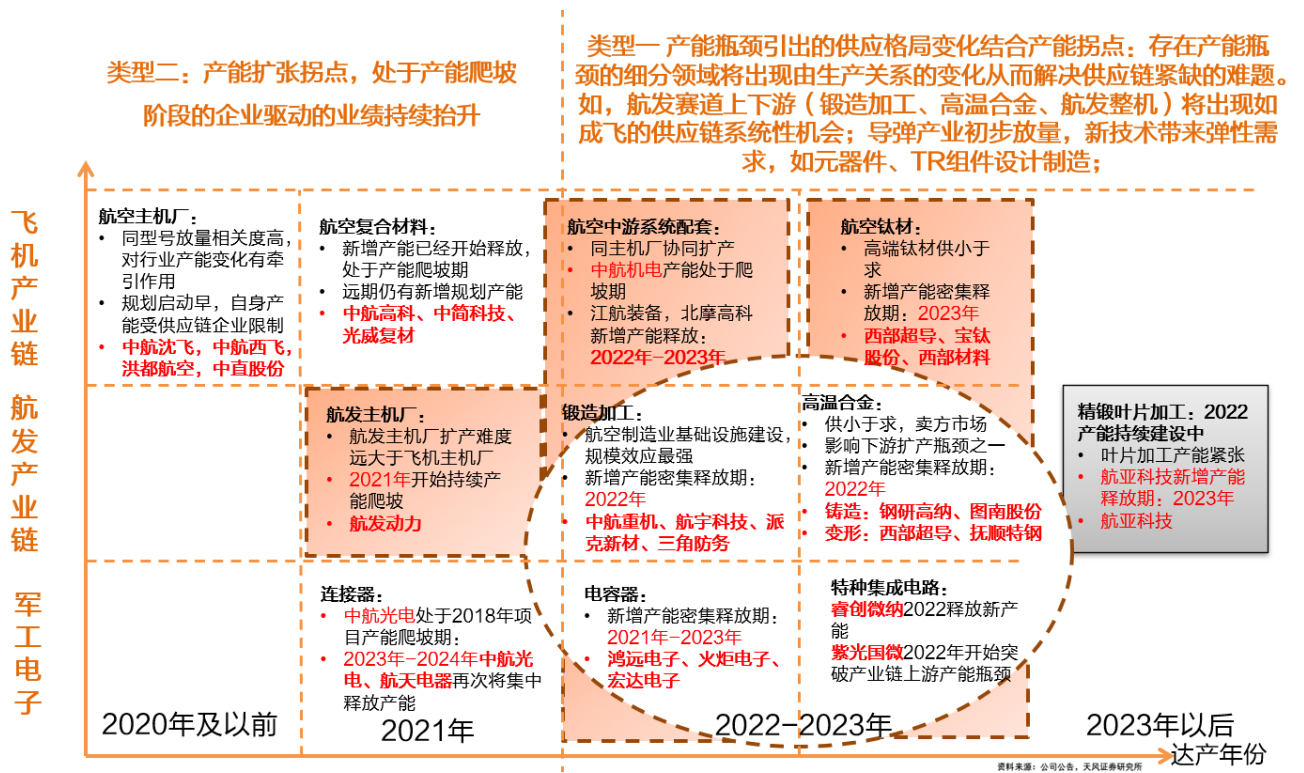
增速扩张类型：产能瓶颈引出的供应格局变化结合产能拐点：存在生产能瓶颈的细分领域将出现由生产关系的变化从而解决供应链紧缺的难题。

- (1) 航发赛道上下游（航发整机、锻造加工、高温合金）将出现如成飞的供应链系统性机会
- (2) 导弹产业初步放量，新技术带来弹性需求，如元器件、材料、导引头设计制造；
- (3) 大型飞机制造（军用大型飞机、商用大飞机）

增速维持或进入扩产稳定期类型：

- (1) 成飞产业链
- (2) 电子元器件

图 4：2022 年重点重点投资方向示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

市场波动性风险：市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有一定影响。

军品订单节奏风险：部分产品订单下达和实际收入确认可能存在短期错位。

新装备研制列装不达预期。

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com