



从国防部发言看军工的“速度”与“空间”

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：邱净博

证券执业证书号：S0640521110001

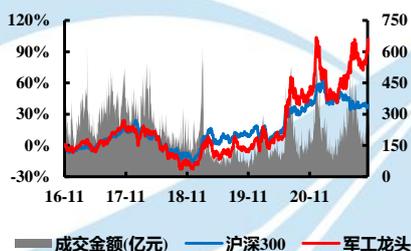
邮箱：qiujb@avicsec.com

行业分类：军工

2021年11月28日

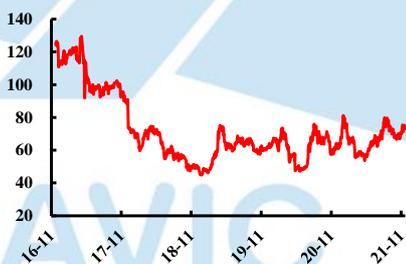
行业投资评级	增持
基础数据 (2021.11.26)	
中证军工龙头指数	4349.02
近一周涨跌幅	-2.71%
军工行业 PE	69.97
军工行业 PB	3.86

近五年中证军工龙头指数走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

近五年军工行业 PE-band



资料来源：wind，中航证券研究所

近一周行情

中证军工龙头指数 (-2.71%)，行业 (申万) 排名 (26/28)；

上证综指 (+0.10%)，深证成指 (+0.17%)，创业板指 (+1.46%)；

涨幅前五：奥普光电 (+21.08%)、ST 凯乐 (+20.34%)、台海核电 (+17.69%)、富吉瑞 (+17.27%)、光电股份 (+15.17%)；

跌幅前五：海兰信 (-13.10%)、全信股份 (-9.01%)、三角防务 (-8.41%)、新兴装备 (-8.05%)、华测导航 (-7.32%)。

重要事件及公告

11月20日9时51分，在我国太原卫星发射中心，长征四号乙运载火箭托举高分十一号03星顺利进入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

11月21日，中科星图发布公告，拟与合肥国家高新技术产业开发区签订的合作协议，设立全资子公司实施中科星图 GEOVIS 数字地球全球总部项目。

11月22日，中国软件披露2021年限制性股票激励计划(草案)，拟向不超过600激励对象授予1483.00万股限制性股票，约占草案公告日公司股本总额的3%，授予价格为26.14元/股。

11月22日，西仪股份发布公告，公司正在筹划以发行股份及支付现金方式购买资产，并同时募集配套资金。交易标的资产为重庆建设工业(集团)有限责任公司的100%股权。

11月22日，西菱动力公布向特定对象发行股票预案，募集资金总额不超过4.8亿元(含本数)，发行数量不超过此次发行前公司总股本的30%，拟用于涡轮增压器扩产项目、汽车发动机零部件智能自动化生产线建设项目、研发中心项目和补充流动资金。

11月23日，卫士通发布公告，拟在北京产权交易所公开挂牌转让持有的天津网安35%股权，首次挂牌价格不低于2800万元。转让完成后，公司持有天津网安30%股权。

11月23日，楚江新材发布公告，公司及下属子公司于近期收到与收益相关的政府补助资金共计人民币3475.99万元，占公司最近一期经审计的归属于上市公司股东净利润的12.67%。

11月23日，威海广泰发布公告，公司的控股子公司山东安泰空港装备有限公司于11月22日取得了中国民用航空局发布的旅客登机桥民用机场专用设备通告资质。

11月23日，电能股份发布公告，公司证券简称拟变更为“声光电科”。

股市有风险 入市须谨慎

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号楼中航产融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



11月23日，华力创通发布公告，向特定对象发行股票申请获得中国证监会同意注册批复。

11月23日7时45分，长征四号丙运载火箭在我国酒泉卫星发射中心点火升空，将高分三号02星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

11月24日，宏达电子发布公告，向特定对象发行股票申请获得中国证监会同意注册批复。

11月24日，航天彩虹发布公告，公司以公开挂牌形式整体处置电容膜业务的受让方为浙江南洋华诚科技有限公司，成交价格合计31791.61万元。

11月24日，美国商务部工业与安全局宣布将27个实体和个人列入“军事最终用户”（MEU）清单，其中包括12家中企，分别是嘉兆科技（深圳）、杭州中科微电子、合肥微尺度物质科学国家实验室、国科微、新华三半导体技术、peaktek company、保利亚太公司、国盾量子、陕西智恩机电、上海国盾量子、西安航天华讯、苏州云芯微电子。

11月25日，海格通信发布公告，拟在广州市增城区投资建设无人信息产业基地，打造集研发、智造、测试、仿真训练为一体的覆盖陆域、空域、水域等多领域的无人信息产业基地以及具备航空飞行培训能力的专业培训基地。

11月25日，奥普光电发布公告，拟通过发行股份及支付现金的方式，向长春市飞翔复材投资中心（有限合伙）、长春市快翔复材投资中心（有限合伙）和自然人股东收购长春长光宇航复合材料有限公司67.78%股权。

11月25日下午，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校在例行记者会上表示，要加快构建武器装备建设新发展格局，全力以赴加快武器装备现代化，在新的起点上推动我军武器装备建设再上一个大台阶。

11月25日，由中国航天科技集团有限公司五院抓总研制的试验十一号卫星在酒泉卫星发射中心由快舟一号甲运载火箭发射升空，进入预定轨道，发射任务圆满成功。

11月26日，云路股份上市，发行价46.63元，航发集团为其实际控制人。

11月27日，中航光电发布公告，非公开发行股票申请获得中国证监会核准。

11月27日，西部超导发布公告，公司及公司子公司西安聚能高温合金材料科技有限公司自2021年10月26日至11月26日，累计获得与收益相关的政府补助款项共计人民币3747.29万元。

➤ 投资建议

一、核心观点

军工行业创出 2016 年来新高后，经历了上周的宽幅震荡（周中最大振幅 7.7%）和本周的回调，总体来说健康的。可是，处于高位，临近年底，不乏担忧者。但由于共识的范围愈来愈广，共识程度愈来愈强，且经过了中报、三季报的检验，我们认为，**大概率的，在将来较长一段时间内，难以再现年中超过 30% 的回调幅度，这也意味着，估值便宜的机会是不太容易再次出现的。**紧接而来的问题则是，此时此处，方向上何去何从。

当前市场对军工行业的共识程度，处于一个较高的水平。在较强的一致预期下，军工已经成为了市场的**标配品种、必选品种甚至是超配品种**。特别是在经济下行，金融、地产、消费等受到不同程度的抑制，这样的时代背景下，碳中和、新能源车、军工等已经成为了少数具备长期共识的方向。

于是，近期，我们观察到以下一些现象：

- ① 军工的一些“白马”、“龙头”个股出现了**抱团之势，慢涨难跌，涨多于跌**；
- ② **热点分散**，基本面的和主题，大、中、小市值，上中下游，海陆空天，都有资金活跃，没有明确龙头，不似之前，龙头是较为明确，如 2020 年的航发动力和中航沈飞，今年的紫光国微、振华科技、抚顺特钢等；
- ③ **每逢大跌都有强烈支撑**，最近的几次压力测试有，中美关系几次缓和迹象（孟晚舟回国，领导人视频会晤等），减持，以及集采和降价消息，但从结果上看，每次调整都得以快速收复；
- ④ **估值容忍度在提高。**

最近有两方面**利好**的因素。

① 11 月 25 日国防部的发言中，对“十三五”武器装备取得的成绩给出了定性，“我军武器装备建设实现跨越式发展、取得历史性成就。在装备建设总体形态上，淘汰一代装备、压减二代装备、批量列装三代以上装备，基本建成以三代为主体、四代为骨干的装备体系”。对“十四五”及以后指明了方向：“加快构建武器装备建设新发展格局，全力以赴加快武器装备现代化，在新的起点上推动我军武器装备建设再上一个大台阶”。其中的强调的**“加快”和“大台阶”，体现出“十四五”武器装备建设的“速度”和“空间”**，这是军工投资逻辑的重要来源和保证，也印证了我们的判断，当下仅仅是军工行业此轮全面扩产的早期，仅仅是实现“2027、2035、2050”三个重要目标的开始，仅仅是军工行业黄金时代的序幕，声称行情结束言之尚早，陷入怀疑悲观也大可不必。基本面的坚实程度保证了行情表现上的坚韧程度，估值得以快速消化使得泡沫化距离尚远。



②军工集团**改革及资产证券化**有提速之势。近一年多来，**(拟) IPO**: 中瓷电子(电科)、振华新材(电子)、云路股份(航发)、华强科技(兵器)、无人机(航空工业)等；**(拟)资产重组**: 电能股份(电科)、电科数字(电科)、凤凰光学(电科)、江南化工(兵器)、西仪股份(兵装)等。2022年是国企改革三年行动方案的最后一年，各军工集团均提出要加快推进实施三年行动改革任务，提升资产证券化率是其中的关键任务之一。

在近5年多的新高附近，**中短期看**，我们对军工行情总体的分析和判断如下。

- ①从**板块方面**看，航空、航天依然是军工行业的基本盘，保持稳健可喜的表现。与此同时，8月以来船舶系(中国船舶等)的大涨对军工行业整体上涨提供了积极的贡献。近期，同样是沉寂良久、总体在底部的电科系异军突起，进一步推动了军工指数的上涨；如此而来，航空、航天、船舶、电科等共同拉升了军工行业的整体水平，这也是行业的一种良性轮动。所以，**行业重心大概率是逐步抬高的**。
- ②从**个股方面**看，一方面活跃资金青睐的中小市值个股保持活力，另一方面，“白马”、“龙头”等因其确定性，再加上估值远未泡沫化、市值容量较大，**“抱团”的态势方才形成，很难轻易瓦解**，因此我们认为这些个股将**维持小步慢跑向上**。
- ③从**增量资金**看，之前市场对减持深有忧虑，然而中直股份、中航沈飞、中航高科等减持计划执行过程中，对其股价表现仿佛影响甚小，再加上之前减持公告次日大跌后翻红的压力测试下的表现，都足以说明市场对行业的乐观态度以及承接资金的充裕程度。外资方面，11月12日，国际指数编制公司MSCI宣布了11月份季度指数评审结果，本次新增50只A股，军工股新增了中兵红箭、振华科技、卫士通、宏达电子、西部超导，调整结果将于2021年11月30日收盘后生效。从本次调整数量上来看，我国军工板块上市公司被纳入MSCI的数量占比已经达到10%。
- ④当前市场对于军工行业中高速增长及其可持续的确定性，形成了较高程度的共识，而距离年报和一季报数据尚有四个多月，行业和公司的很多信息短期无法获取，因此这种**共识在短期之内，难以证实或者证伪**，这也是造成近期军工行业呈现热点扩散的重要原因，也导致了抱团个股不断新高之势。然而，**在高度共识的同时，也带来了另一个问题，即难以寻找预期差，这也是我们心中的隐忧**。当然，估值是一颗“定心丸”：军工行业估值远未泡沫化，且可通过业绩的增长快速得以消化。
- ⑤所以，热闹之际，不妨留一份冷静与理性：(1)在以量换价的行业发展背景下，对于产品、客户较为单一的公司，短期内可能会出现利润率较大幅度下降(我们认为较有可能明年表现会较为集中)；(2)9月，我国PPI(+10.7%)与CPI(+0.7%)的“剪刀差”出现进一步扩大，创下新高，对于军工行业，短期更难以将涨价压力传

导至下游，处于中游环节的公司受到的影响可能会逐步体现出来；
 (3) 临近年底，获利资金或有兑现需求。

- ⑥ 综上，**我们倾向于认为，军工行业更可能的是，下跌有底的良性的“进二退一”，当然，2016年来指数高点的心理之“锚”既破，新的空间已然打开！**

1、行情的几个迹象

① 今年前十个月，月线“四连阴”（十年来第二次）、“四连阳”（六年来第二次）后，10月上涨4.06%，年初至今涨幅(+12.23%)，在28个行业中排名11；

图表 1：国防军工月度表现及全年表现

时间	国防军工（申万）涨跌	申万 28 行业排名
1 月	-10.20%	28
2 月	-1.57%	21
3 月	-8.65%	27
4 月	-4.08%	26
5 月	+13.07%	1
6 月	+1.06%	11
7 月	+3.34%	7
8 月	+16.40%	4
9 月	-10.27%	25
10 月	+4.06%	3
年初至今涨幅	12.23%	11

资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

② 本周军工下跌，但盘中有 8 支个股创下历史新高（不包括次新股），分别为中兵红箭、航锦科技、航天电器、钢研高纳、景嘉微、中简科技、图南股份、派克新材。

图表 2：本周个股创新高统计

代码	简称	历史最高	本周最高	上市日期
000519.SZ	中兵红箭	31.68	31.68	1993-10-08
000818.SZ	航锦科技	40.49	40.49	1997-10-17
002025.SZ	航天电器	84.50	84.50	2004-07-26
300034.SZ	钢研高纳	59.00	59.00	2009-12-25
300474.SZ	景嘉微	214.44	214.44	2016-03-31
300777.SZ	中简科技	70.80	70.80	2019-05-16
300855.SZ	图南股份	70.09	70.09	2020-07-23
605123.SH	派克新材	139.40	139.40	2020-08-25

数据来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

③本周军工板块成交量小幅回落，11月以来的成交额整体占比较上月仍保持增长，板块热度较高。

图表 3：军工板块成交量统计

时间	国防军工（申万）成交额 （亿元）	WIND 全 A 成交额 （亿元）	占比
2020-10-31	3,872.47	117,527.18	3.29%
2020-11-30	4,918.18	172,786.82	2.85%
2020-12-31	6,176.99	185,256.91	3.33%
2021-01-31	8,777.35	216,435.77	4.06%
2021-02-28	3,339.75	142,610.99	2.34%
2021-03-31	4,123.65	183,547.64	2.25%
2021-04-30	3,072.05	156,001.90	1.97%
2021-05-31	3,482.63	156,839.08	2.22%
2021-06-30	5,381.81	205,546.48	2.62%
2021-07-31	7,057.84	261,992.38	2.69%
2021-08-31	10,830.85	288,903.38	3.75%
2021-09-30	7,067.52	271,590.80	2.60%
2021-10-31	3,769.86	160,748.63	2.35%
2021-11-26	6,880.74	223,074.20	3.08%
2021-11-5	1,765.64	56,752.09	3.11%
2021-11-12	1,723.85	53,128.03	3.24%
2021-11-19	1,891.20	54,891.26	3.45%
2021-11-26	1,500.05	58,302.82	2.57%

数据来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

2、军工集团资产证券化进程积极推进

近期军工集团资产重组和 IPO 事件较为频繁，尤其是优质军工资产大量存在于体外的电科集团和兵器集团，展现积极资本运作姿态。2022 年是国企改革三年行动方案的最后一年，各军工集团均提出要加快推进实施三年行动改革任务，按时保质完成年度目标，实现以全面深化改革推动高质量发展。提升资产证券化率作为其中的关键任务之一，已开始呈现出加速趋势。

图表 4：近期军工集团资产重组和注入情况统计

公司	首次披露时间	交易标的	标的情况
中国电子科技集团			
电能股份	2020 年 12 月	ST 电能 31.87%股权无偿划转给重庆声光电 购买西南设计 100%股权、芯亿达 100%股权、瑞晶实业 100%股权	三家标的公司均为中国电科体系内硅基模拟半导体芯片及其应用领域的优质资产



电科数字	2021年 3月	购买柏飞电子 100.00%股权	柏飞电子已成为国内领先的嵌入式专用计算机数字模块和整机产品供应商,产品广泛应用于工业控制、轨道交通、航空船舶、雷达通讯等行业数字化和高端电子装备领域
凤凰光学	2021年 9月	购买国盛电子 100%股权、普兴电子 100%股权	国盛电子和普兴电子是国内最早从事硅外延材料研究的单位之一,两家公司的技术水平均处于国际先进、国内领先地位,承担了包括“02专项”等国家半导体材料领域的重大工程和科研任务
		出售凤凰科技 100%股权、凤凰光学日本 100%股权、协益电子 40%股权、凤凰新能源 49.35%股权	
中国兵器装备集团和兵器工业集团			
江南化工	2020年 8月 (2021年9月完成)	北方爆破 100%股权、北方矿服 49%股权、北方矿投 49%股权、庆华汽车 65%股权、广西金建华 90%股权	整合并购兵器工业集团优质民爆业务资产实现民爆业务横向整合,有利于提升上市公司行业地位,进一步扩展民爆业务未来发展空间
西仪股份	2021年 11月	购买重庆建设工业(集团)有限责任公司的 100%股权	重庆建设工业(集团)有限责任公司隶属中国兵器装备集团,主要从事特品、汽车零部件和军民结合产品研发生产。特品广泛装备陆海空三军、公安、武警等,并出口国外。军民结合产品主要有民用枪、反恐防暴产品、瞄具系列

数据来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 11 月 26 日)

图表 5: 近期军工集团 IPO 情况统计

代码	简称	上市时间	所属集团	主要业务
003031.SZ	中瓷电子	2021-1-4	中国电子科技集团	专业从事电子陶瓷系列产品研发、生产和销售
688707.SH	振华新材-U	2021-9-14	中国电子信息产业集团	专注锂离子电池正极材料的研发和生产
688190.SH	云路股份	2021-11-16	中国航空发动机集团	专注先进磁性金属材料设计、研发、生产和销售,已形成非晶合金、纳米晶合金、磁性粉末三大材料及其制品系列,包括非晶合金薄带及铁心、纳米晶超薄带、雾化和破碎粉末及磁粉芯等
688151.SH	华强科技	2021-11-26 IPO 网上中签率公告	中国兵器装备集团	国内专业的防化军工企业,以特种防护领域为主,主要生产个体防护装备、集体防护装备,以提升我国各军兵种在核生化威胁条

				件下的生存和作战能力；同时依托技术优势开拓医药包装、医疗器械等民品市场
A21418.SH	无人机	2021-09-23 IPO 首次申报	航空工业集团	公司是国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业，无人机系统产品包括翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-2 等翼龙系列无人机系统

资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

3、美国商务部实体清单新增 12 家中企

11 月 24 日，美国商务部工业与安全局宣布将 27 个实体和个人列入“军事最终用户”（MEU）清单，其中包括 12 家中企，分别是嘉兆科技（深圳）、杭州中科微电子、合肥微尺度物质科学国家实验室、国科微、新华三半导体技术、peaktek company、保利亚太公司、国盾量子、陕西智恩机电、上海国盾量子、西安航天华讯、苏州云芯微电子。

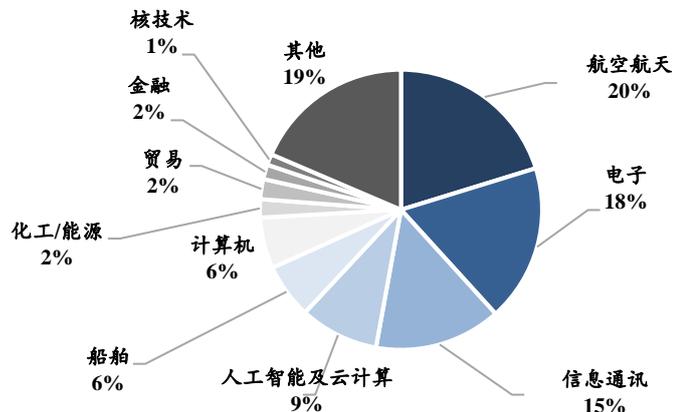
2018 年以来，美国共进行过 16 次“制裁清单”的发布，涉及的企业及单位共 465 家之多，大多属于十大军工集团相关单位、民营军工企业、或者我国高新技术企业，主要涉及导弹、雷达、集成电路、通信、计算机、核工业等领域。

图表 6：美国制裁清单涉及多家军工、科技企业

时间	内容
2018.8.1	航天科工二院和电科集团 13、14、38、55 所及其下属 36 家企业
2019.5.15	华为及其 68 家子公司
2019.6.21	中科曙光等 5 家超算企业及单位
2019.8.15	中广核及其下属 3 家企业
2019.10.7	海康威视、大华股份、科大讯飞等 8 家高新技术企业以及 20 个公安机关
2020.5.23	烽火集团及其子公司和哈工大、哈工程等具有军工性质单位
2020.8.26	电科集团 7、30 所，中船 722 所、海格通信以及中交疏浚等涉及南海岛礁建设军企
2020.12.18	中国船舶旗下 25 家研究机构、中芯国际、大疆创新等
2020.12.22	航发集团、航空工业及下属机构，并涉及沈飞、西飞、成飞等多家主机厂
2021.4.8	国家超级计算中心等 7 家超算企业及单位
2021.7.9	东土科技、锐科激光等与激光和 C4ISR 以及新疆高科技监视等 23 个实体
2021.11.24	国盾量子等量子计算领域及电子芯片领域 12 个实体

资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

图表 7：制裁清单涉及主要为高新技术行业



资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 11 月 26 日）

4、对当前四个担忧的解答

① 担忧一：中美关系缓和

近期中美瑞士会晤、孟晚舟回国、中美领导人视频会晤等事件的发生，让人认为这些信号代表着中美关系的缓和，并会影响中国国防建设的力度和速度。

我们的观点是，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，与世界先进水平相比差距还很大。因此我们认为，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。

② 担忧二：营收增长持续性和增速下行

对于营收增长持续性问题，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正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迎来了实质性的重大变化和历史性的发展机遇。军工行业的黄金时代方兴未艾，当前仅是武器装备“十四五”持续放量的初期，行业处于产能扩张早期，**距离此轮扩产周期尾声，至少还有 3 年时间**。因此，收入端增长可持续是无疑的，我们认为至少可看 5-10 年；而武器装备放量增速的高点，也应待行业产能全部投入并释放，因此增速拐点至少尚需 3-5 年。

对于增速问题，由于之前预期过高，一季度的高速增长下，线性外推导致对中报预期较高，中报披露后，欣喜程度并未到欢声雷动、满堂喝彩，更多是对比近期受限制行业的暗自窃喜。我们将核心军工股 2021Q1、Q2 及 Q3 的净利润增速进行比较，Q1 为 84.95%，Q2 为 36.44%，Q3 为 24.23%，增速依次放缓；事实是，去年一季度行业受疫情影响最为严重，基数低因此增速

高，并且一季度的部分订单集中体现于二季度，造成了今年二季度增速显得降了下来，而三季度增速则延续了这种下降趋势；但统计数字上的增速下滑，成为市场的担心之处是可能的。我们倾向于认为，经过一段时间后，回归到理性看行业，在“十四五”开局之年，实现 40%-50% 的增速，很大程度上是可以接受的，并且可以说已然相当理想。**“新预期”在一段时间后建立起来，很可能是回归冷静和理性的区间，并将形成市场的理性共识。**每一轮波澜壮阔大行情的持续展开，需要的是预期不断确立、并不断兑现的过程，也是“怀疑”者不断被“收编”的过程。确定性带来的估值溢价是有限的，唯有高增长且持续高增长才能给予高溢价。

③ 担忧三：军品降价和利润率下滑

对于主机厂，业务质量在提升，聚焦军工主业，紧抓研发总装高附加值业务；**资产质量在提升**，如中航西飞、洪都航空等的资产置换；**经营管理质量在提升**，如航天彩虹、航天电子（子公司）、四创电子等的股权激励。因此主机厂利润率应当是**趋势性的提高**，主机厂业绩弹性的重要保障也是利润率的提升。

对于民营等配套厂商，市场担心的是军品降价问题。近日就有《陆军装备部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》，提出“要加快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；列装使用环节要统筹降价。”

我们认为，武器装备需求空前旺盛，军费使用效率的提高是必然选择。军工行业的主要物质来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升，提高军费的使用效率是必经之路。因此，近年来，军队改革、军队和地方工业部门反腐、军品定价议价规则修订等方面的动作，在武器装备层面，目标皆指向：提升军费使用效率，多买装备，买好装备。因此，一定程度引入市场化机制，就成为必然；继而，一定程度出现降价，也成为必然。

军、民品本质不同，保军乃第一要义。军品和民品本质不同，用民品逻辑，如医药集采等，去理解军品，显然是不适用的，是脱离本质的张冠李戴。理由有二：一是，对于军品，**“保军”是第一要义，“保军”需“保质”、“保量”、“保及时交付”**，这就导致，绝对不可能出现，以降价为目标导向。不合理降价或价格战，带来的供应体系破坏，以及军品质量的下降，如此后果是难以承受的，绝不可能以降低质量为代价换取假性低价。质不高，量不足，交付不及时，这同“练兵备战”的军队方针是相违背的；二是，纵然未来 10 到 15 年将是武器装备建设的收获期和井喷期，但是军品相比民品，毕竟还是“多品种、小批量”，如同样是飞机，波音 737 系列已生产上万架，而军机单个型号与其有数量级的差异。因此，军品不可能具有民品一般的规模化优势，成本和利润的压缩空间也都是有限的。

我们的判断是：当前还处于供需双方动态博弈阶段，部分军品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，但**大概率是价格略降、缓降，对于客户单一、品类单一的公司，短期可能出现价格和利润率的突变**，但中长期依然是略降、缓降；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，因此价格的降低基本可以通过军品放量得以补偿，我们预计，军工企业的利润率将保持相对稳定，不会出现较大幅度的下降；**长期来看，影响的是竞争格局，提升的是行业的整体效率**，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有望逐步提升**。

④ 担忧四：减持

对于外资减持问题，我们在深度报告《外资“撤退”对军工行业影响几何》进行过深入分析，结论是，**军工行业定价权当前主要掌握在国内投资者手中**，个股股价长期表现和其基本面更为相关。如，中航光电北上资金持股，最高时可占其总市值的 10.09%，当前只有 1.50%，北上资金一路减持，但无妨其股价不断新高。

对于大小非、定增资金、产业资金等的解禁减持，我们认为，一方面，此类资金不关心价格砸盘式的减持可能性极低，另一方面，诸多历史表现已经充分证明，对于质优绩优者，减持仅会造成暂时的扰动和曲折，不影响长期趋势，尤其是**历史性趋势**。

5、基本面方面：

① 2021 前三季度航空工业集团、航发集团合同负债+预收款激增验证军工行业景气度

军工行业三季报已全部披露，从航空工业集团和航发集团合同负债+预收款情况来看，航空工业集团 11 家军品企业 2019Q3 末、2020Q3 末和 2021Q3 末合同负债+预收款合计分别为 144.46 亿元、82.25 亿元和 506.74 亿元，同比增速分别为+7.66%、-43.07%和+516.12%；航发集团 3 家企业 2019Q3 末、2020Q3 末和 2021Q3 末合同负债+预收款合计 21.93 亿元、25.04 亿元和 239.89 亿元，同比增速分别为+28.49%、+14.16%和+858.03%。2021 三季度末两大军工集团合同负债和预付款激增验证了军工行业景气度。

图表 8：航空工业集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款（亿元）				（合同负债+预收款）变化		
	2018Q3 末	2019Q3 末	2020Q3 末	2021Q3 末	2019Q3 末 同比增速	2020Q3 末 同比增速	2021Q3 末 同比增速
中航高科	7.09	12.60	1.01	4.35	77.82%	-92.02%	332.60%
中航沈飞	68.47	77.25	10.37	311.62	12.83%	-86.57%	2904.15%
中航重机	3.35	0.31	0.46	7.49	-90.82%	50.28%	1519.90%
中航西飞	8.75	9.70	12.00	57.54	10.86%	23.69%	379.65%
洪都航空	2.28	0.70	0.27	68.34	-69.17%	-61.63%	25222.42%
中直股份	39.05	37.15	52.10	22.80	-4.87%	40.24%	-56.23%
中航电子	1.16	0.82	1.03	7.54	-29.15%	25.26%	630.03%
中航机电	2.02	2.38	2.12	18.38	17.77%	-10.80%	766.57%
中航光电	0.88	1.25	1.31	5.49	41.10%	4.92%	319.82%
中航电测	1.13	2.30	1.44	0.90	102.89%	-37.34%	-37.42%
江航装备	—	—	0.14	2.28	—	—	1533.37%

合计	134.19	144.46	82.25	506.74	7.66%	-43.07%	516.12%
----	--------	--------	-------	--------	-------	---------	---------

图表 9：航发集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款 (亿元)				(合同负债+预收款) 变化		
	2018Q3 末	2019Q3 末	2020Q3 末	2021Q3 末	2019Q3 末 同比增速	2020Q3 末 同比增速	2021Q3 末 同比增速
航发动力	16.24	18.78	21.55	229.58	15.63%	14.72%	965.45%
航发控制	0.44	0.60	0.70	9.14	37.95%	16.34%	1207.03%
航发科技	0.39	2.55	2.79	1.17	553.99%	9.57%	-58.06%
合计	17.07	21.93	25.04	239.89	28.49%	14.16%	858.03%

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 10 月 29 日）

② 57 家核心军工股三季报业绩增长 46.61%

目前军工板块上市公司中，我们统计了中航军工股票池中 57 家核心军工股过去三年的三季报业绩情况，2019 前三季度，2020 前三季度和 2021 前三季度合计净利润分别为 104.40 亿元、153.38 亿元和 224.87 亿元，2020 前三季度和 2021 前三季度合计净利润同比增速+46.92%和+46.61%，2019 前三季度至 2021 前三季度两年的复合增速 46.76%。

2021 年前三季度，航空工业集团经济运行稳中有进、进中加快、快中提质，主要效益指标保持快速增长，产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标，为决胜“十四五”开局奠定了坚实基础。从航空五大主机厂三季报业绩来看，中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力 2019Q1-Q3、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 合计净利润分别为 17.34 亿元、27.73 亿元、35.63 亿元，2020Q1-Q3、2021Q1-Q3 同比增速+59.90%，+28.46%，2019Q1-Q3 至 2021Q1-Q3 五大主机厂两年的复合增速 43.32%。

从盈利指标看，2021Q1-Q3 五大主机厂毛利率均值 9.21%(-0.21pcts)，净利率均值 3.77%(+0.41pcts)，ROE 均值 5.57%(+0.90pcts)，显示盈利指标逐步改善。

以上 57 家核心军工股和 5 家航空主机厂的三季报业绩增速、盈利指标变化验证了军工行业的高景气度。

图表 10：核心军工股三季报业绩增速

公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
铂力特	0.26	-0.13	-1.20	-149.52%	817.32%
洪都航空	-0.79	0.14	0.68	-117.20%	397.81%
振华科技	2.98	3.56	9.62	19.43%	170.39%
新雷能	0.54	0.79	2.06	45.55%	162.22%
振芯科技	0.04	0.51	1.23	1166.48%	143.97%
北摩高科	1.03	1.81	4.36	75.67%	141.06%
火箭科技	0.58	0.39	0.89	-33.79%	129.06%
三角防务	1.30	1.25	2.76	-3.74%	120.38%

公司名称	净利润 (亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
中航重机	2.39	3.33	7.26	39.40%	118.25%
紫光国微	3.64	6.87	14.84	89.08%	115.97%
鸿远电子	2.37	3.20	6.57	34.88%	105.21%
爱乐达	0.44	0.89	1.80	99.84%	103.18%
西部超导	1.12	2.68	5.39	139.08%	101.26%
宏达电子	2.49	3.60	6.96	44.80%	93.18%
宝钛股份	1.98	2.75	5.15	38.73%	87.36%
火炬电子	2.95	4.38	8.04	48.13%	83.60%
钢研高纳	1.55	1.55	2.74	-0.03%	76.29%
景嘉微	1.23	1.47	2.49	19.24%	70.00%
抚顺特钢	1.74	4.04	6.85	132.57%	69.39%
图南股份	0.73	0.78	1.31	6.49%	69.31%
上海瀚讯	0.40	0.51	0.81	27.03%	59.59%
派克新材	1.21	1.22	1.92	0.83%	57.20%
智明达	0.25	0.45	0.68	83.71%	50.62%
广联航空	0.18	0.27	0.39	45.70%	47.09%
盟升电子	0.22	0.35	0.52	58.66%	46.78%
中航光电	9.02	11.78	17.24	30.60%	46.32%
中航机电	6.03	6.53	9.42	8.27%	44.30%
天奥电子	0.34	0.33	0.47	-5.64%	43.15%
中航高科	3.64	4.00	5.69	9.88%	42.05%
七一二	1.12	1.73	2.45	53.89%	42.04%
中航电子	2.91	4.32	5.95	48.34%	37.73%
中航西飞	3.39	4.55	6.08	34.28%	33.55%
利君股份	1.07	1.36	1.73	27.39%	27.78%
航发控制	2.52	3.33	4.24	32.23%	27.27%
中直股份	3.99	4.83	6.09	21.04%	26.15%
航天电器	3.23	3.56	4.49	10.19%	26.15%
航天电子	3.77	3.62	4.55	-3.98%	25.55%
江航装备	0.93	1.58	1.98	70.15%	25.27%
中航沈飞	6.23	11.62	14.53	86.66%	25.05%
航发动力	4.53	6.59	8.24	45.46%	24.99%
光启技术	0.75	1.01	1.20	35.19%	18.38%
光威复材	4.44	5.24	6.17	17.99%	17.73%
高德红外	2.35	7.96	9.20	239.36%	15.55%
中简科技	0.74	1.31	1.45	76.90%	10.29%
航天发展	3.25	4.42	4.82	35.92%	8.92%
国睿科技	0.26	2.52	2.62	882.03%	3.96%
航宇科技	0.00	0.49	0.91	——	——

公司名称	净利润(亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比增速	同比增速
雷科防务	0.99	1.08	1.02	8.92%	-5.90%
航天彩虹	1.02	1.04	0.97	2.51%	-7.38%
睿创微纳	1.01	4.65	4.23	359.59%	-8.97%
中国卫星	3.01	2.88	2.60	-4.17%	-9.74%
大立科技	0.92	3.40	2.45	270.22%	-27.89%
航发科技	-0.09	-0.39	-0.22	341.03%	-44.51%
新光光电	0.14	0.10	0.03	-31.66%	-70.32%
航亚科技	0.33	0.39	0.11	20.12%	-71.80%
亚光科技	1.39	0.60	0.17	-57.23%	-71.81%
安达维尔	0.32	0.30	-0.13	-4.32%	-144.44%
合计	104.40	153.38	224.87	46.92%	46.61%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

图表 11: 五大主机厂三季报业绩增速

公司名称	净利润(亿元)			2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	增速	增速
中航沈飞	6.23	11.62	14.53	86.66%	25.05%
中航西飞	3.39	4.55	6.08	34.28%	33.55%
洪都航空	-0.79	0.14	0.68	-117.20%	397.81%
中直股份	3.99	4.83	6.09	21.04%	26.15%
航发动力	4.53	6.59	8.24	45.46%	24.99%
合计	17.34	27.73	35.63	59.90%	28.46%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

图表 12: 五大主机厂三季报毛利率、净利率、ROE 变化

公司	毛利率			净利率			ROE		
	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts	2020Q1-Q3 (%)	2021Q1-Q3 (%)	变化 pcts
中航沈飞	9.28	9.82	0.54	6.15	5.83	-0.31	12.52	13.64	1.12
中航西飞	6.45	6.67	0.22	1.95	2.63	0.68	2.74	3.92	1.18
洪都航空	3.49	2.14	-1.36	0.45	1.58	1.13	0.26	1.31	1.05
中直股份	11.05	11.94	0.88	3.96	4.29	0.33	5.88	6.82	0.95
航发动力	15.76	14.44	-1.32	4.26	4.49	0.23	1.97	2.15	0.18
平均值	9.21	9.00	-0.21	3.35	3.77	0.41	4.67	5.57	0.90

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 10 月 29 日)

6、国企改革方面:

- ① 部分军工集团相继发布了“十四五”规划

1、8月29日，航天科技发布“十四五”规划，明确了未来三年的主要目标和任务安排，提出到2025年推动我国跻身世界航天强国行列，到2030年推动我国跻身世界航天强国前列，到2045年推动我国全面建成世界航天强国。

2、8月31日，中国船舶发布“十四五”规划，将以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，全面深化改革，努力实现更高质量、更有效率、更可持续、更为安全的发展，为建设世界一流船舶集团奠定坚实基础，为建设世界一流海军和加快发展海洋经济、建设海洋强国作出更大贡献。

3、9月2日，航天科工发布“十四五”，提出聚焦主责主业，履行强军首责，着力强化航天、防务、安全三方面支撑作用，推动到2025年基本建成世界一流航天防务集团公司，到2035年建成世界一流航天防务集团公司，到本世纪中叶全面建成世界一流航天防务集团公司。

4、9月13日，中国电子发布“十四五”规划，指出“十四五”是中国电子构建新发展体系的深入布局期、提升创新驱动力的关键突破期、实现高质量发展的有效收获期，以“坚底强链”为战略引领，加快打造国家网信产业核心力量和组织平台，更好支撑国家总体安全和现代化发展。

② 多家军工集团召开国企改革深化相关会议

1、8月10日，中国船舶组织召开改革三年行动重点任务推进视频会，系统总结了子企业董事建设、重要子企业落实董事会职权、董事会向经理层授权、经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人制度、三项制度改革（劳动、人事和分配）、混合所有制改革、“两非”剥离和“压减”工作等重点改革任务推进情况，分析了存在的差距和不足，提出了后续具体工作要求。

2、8月20日，航天科技公告近日召开全面深化改革工作领导小组第二十六次（2021年第八次）会议。会议指出，集团公司要再接再厉、久久为功，确保在2021年年底完成改革三年行动的75%以上；要尽量将各项工作往前提，力争在2022年6月底前全面完成改革三年行动任务。

3、8月24日，为加快推进国企改革三年行动方案，进一步优化资产结构，防范化解经营风险，中国电子召开专项工作推进会，扎实推进“两非”剥离、“清理压缩”及亏损企业治理等专项工作，为中国电子高质量发展奠定坚实基础。

4、8月27日，航天科工召开中长期激励工作推进会，深入总结航天科工国企改革三年行动中的中长期激励工作推进情况，对下一步工作进行再聚焦、再部署、再推动，确保中长期激励工作取得更大成效；会议对深入推进三项制度改革，全面推行经理层成员任期制和契约化管理的相关工作提出要求。

5、8月31日，兵器工业召开全面深化改革领导小组专题会，进一步推动集团公司全面深化改革走深走实、取得更大成效。会议强调，实施国

企改革三年行动，意义重大、责任重大、使命重大；要强化组织、狠抓落实，以钉钉子精神扎实推进改革三年行动走深走实；确保年底前完成三年改革任务的70%以上，综合进度力争达到80%以上，明年6月底前改革主体任务基本完成。

6、9月24日，航空工业在北京召开深化改革领导小组及办公室会议，检查集团公司国企改革三年行动进展情况，会议围绕建立市场化经营机制，完善中国特色现代企业制度以及推进混合所有制改革等方面的重大改革任务进行安排部署。

7、11月18日，中国电科发布新闻，称日前召开改革三年行动专题推进会。会议要求各部门各单位要贯彻落实党中央、国务院关于实施国企改革三年行动的重大决策部署，注重改革实效，加快推进实施三年行动改革任务。会议强调，各部门各单位要集中精力重点针对改革目标成效及重点任务推进进度等方面存在的差距，确保各项改革任务高质量完成。

③ 多家军工集团召开2021年三季度经济运行分析专题会

1、10月19日，中国船舶集团有限公司召开2021年三季度经济运行分析会，全面总结前三季度生产经营各项工作完成情况，深入分析当前内外部形势，安排部署四季度重点工作。披露1-9月，集团公司营业收入、新接合同、工业总产值、净利润和利润总额同比分别增长9.3%、34.5%、12.3%、26.1%和22.9%，为完成全年目标任务打下了坚实基础。船海产业经营承接不断取得新突破，新接订单国际市场份额持续位居全球造船集团第一位。

2、10月21日，航天科工集团召开2021年三季度经济运行分析会，提出集团公司前三季度生产经营总体呈现平稳态势，型号科研生产任务顺利推进、国际化工作取得新进展，但民用产业仍需不断优化调整产业结构，开拓市场，增强发展动力。

3、10月25日，航空工业党组召开视频专题会，研究分析航空工业三季度经济运行形势，瞄准全年任务目标，部署四季度重点工作。强调航空工业前三季度经济运行稳中有进、进中加快、快中提质，主要效益指标保持快速增长，产品交付实现“2323”高级均衡阶段目标，为决胜“十四五”开局奠定了坚实基础。

4、10月27日，航天科技集团召开落实两大产业“十四五”规划及2021年产业重点工作推进会。以落实航天技术应用及服务产业两大产业“十四五”规划为切入点，总结前三季度两大产业发展取得的成绩，认真查摆产业发展薄弱环节，多措并举推动产业高质量发展，确保全面完成2021年航天技术应用及服务产业工作目标及任务。

5、11月1日，中国电科召开2021年三季度经济运行工作会，指出前三季度，集团经济运行平稳有序，主要经济指标的完成值、同比增速及年度目标完成率均创近年最好水平，且利润增速高于收入增速，经营业绩呈现稳中向好、快中提质的发展态势。

二、行业长逻辑：军工行业供给侧与需求侧的变化

站在当前时点，我们认为，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。

军工行业需求侧的变化体现在：

- ① 练兵备战的紧迫性：实战化训练导致耗损增加，备战带来武器装备快速提质补量；
- ② 军改结束后增长的恢复性：改革接近尾声，需求补偿增长；
- ③ 信息化、现代化、智能化的必要性：军工行业借助“三化”，将迅速弥补代际差，在部分领域实现反超甚至领跑；
- ④ 自主可控的必然性：军工行业具有天然的自主可控属性，当前局势倒逼自主可控提速。

军工行业供给侧的变化体现在：

- ① 供给主体：军工国企通过深化改革实现高质量发展；民参军企业困境已过，成长天花板大幅抬升，并因其规模的低基数，表现出更大的业绩弹性；
- ② 供应链：加强供应链的安全性和完善性，加快突破核心技术和关键环节的“卡脖子”短板问题，确保产业安全和战略主动；
- 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：军费中的装备费持续支持；一级市场和二级市场有效补充。

三、建议重点关注五个方向

军机：需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上

我国空军正在按照“空天一体、攻防兼备”的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，旨在建设一支强大的现代化空军。在可得数据的基础上，可以发现，航空装备增速>装备费增速>军费支出增速>GDP增速。而近期，空军披露国产新一代隐身战斗机歼20已经列装人民空军多支英雄部队，同时歼20也在建党百年大庆上首次大规模集体亮相，也印证了我国航空装备增速有望维持在高位，航空装备产业链相关上市公司也将有望持续受益。

导弹：真打实练，消耗激增

无论从内需还是出口来看，我国导弹武器装备市场需求都有望总体保

持稳定且快速的增长。国内装备需求方面,在军队全面加强练兵备战工作、加大实战化演习的背景下,导弹作为现代化军队不可或缺的消耗性武器装备,其需求有望伴随我国装备费用的稳定增长而保持稳定且持续的增长,这一点从6月国防部例行记者会上,国防部新闻发言人任国强披露的2021年以来全军弹药消耗大幅增加中可以得到验证;国际军贸方面,20世纪以来全球军贸的稳定增长趋势有望在未来得到延续,全球军贸增速甚至可能会出现快速提升。由此来看,无论是国内还是军贸,以导弹、制导炸弹、制导火箭弹等具有消耗性属性的信息化弹药需求量均有望呈现出快速增长的态势,未来将持续兑现至产业链上的相关上市公司业绩。

北斗:北斗三号星座部署完成,“北斗+”以及“+北斗”产业融合升级

2020年7月30日,北斗三号全球卫星导航系统建成暨开通仪式在北京举行,标志着工程“三步走”发展战略取得决战决胜,我国成为世界上第三个独立拥有全球卫星导航系统的国家。目前,全球已有120余个国家和地区使用北斗系统。我们认为,在当前北斗空间段已经完成建设,卫星应用开始向民用领域快速拓展,北斗应用产业将有望在十四五期间呈现高景气度发展,值得重点关注。

卫星互联网:列入“新基建”,有望成为“十四五”重点发展领域

2020年4月,卫星互联网被国家发改委划定为“新基建”信息基础设施之一,2021年4月,中国卫星网络集团有限公司成立,其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”,对我国卫星互联网产业的发展,特别是低轨卫星互联网领域的发展,起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后,亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道,而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。长期来看,卫星互联网有望成为“十四五”期间的重点发展领域。

军工电子:自主可控与国防信息化共同驱动快速增长

《新时代的中国国防》白皮书中提到,中国特色军事变革取得重大进展,但机械化建设任务尚未完成,信息化水平亟待提高,军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险,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。目前,军工领域存在“短卡控”问题,自主可控尤为关键,同时,“十四五”期间国防信息化有望提速,以上都将驱动军工电子高景气度发展。

四、建议关注的细分领域及个股

军机等航空装备产业链:

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、航发控制(发动机),航天彩虹(无人机)、光威复材、中简科技(碳纤维复合材料),抚顺特钢、钢研高纳(高温合金),西部超导、西部材料、宝钛股份(钛合金),铂力特(3D打印),爱乐达、派克新材(航空制造)等;

航天装备(弹、星、链等)产业链:

天奥电子、康拓红外(星载微系统)、盟升电子(卫星导航通信)、

航天电子（测控+无人机+导弹），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），北方导航（导航控制和弹药信息化），光电股份（光电制导）；

信息化+自主可控：

紫光国微（军工芯片），大立科技（红外制导），国睿科技（雷达），振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（军工电子），中国长城、中国软件（信创）。

六、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。



AVIC

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。

邱净博，SAC 执业证书号：S0640521110001，北京航空航天大学硕士，中航证券研究所军工分析师。

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。