

## 谈谈军工行业的改革逻辑

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋博

证券执业证书号：S0640520090001

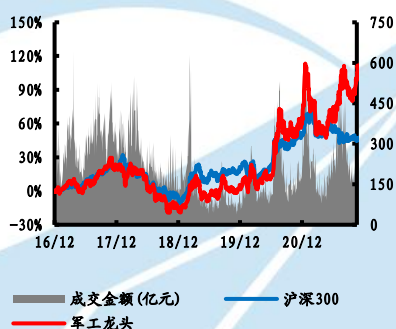
邮箱：songbo@avicsec.com

行业分类：军工

2021 年 12 月 19 日

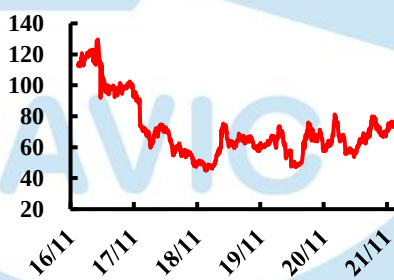
| 行业投资评级              | 增持       |
|---------------------|----------|
| 基础数据 (2021. 12. 17) |          |
| 中证军工龙头指数            | 4456. 41 |
| 近一周涨跌幅              | -1. 08%  |
| 军工行业 PE             | 69. 99   |
| 军工行业 PB             | 4. 23    |

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

国防军工（申万）指数（-0.58%），行业（申万）排名（16/31）；

上证综指（-0.93%），深证成指（-1.61%），创业板指（-0.94%）；

**涨幅前五：**西仪股份（+61.07%）、观想科技（+58.37%）、川大智胜（+30.60%）、华力创通（+30.17%）、湖南天雁（+26.92%）；

**跌幅前五：**久之洋（-15.97%）、富吉瑞（-15.01%）、奥普光电（-13.52%）、盛路通信（-13.29%）、ST凯乐（-12.99%）。

### 重要事件及公告

12月11日，中航电子子公司成都凯天电子拟采取核心员工持股、引进战略投资者、原股东增资和国有独享资本公积转增相结合的方式混合所有制改革（简称本次交易或本次增资）。本次增资完成后，公司持股比例预计不低于凯天电子总股本的60%，仍为凯天电子的控股股东。

12月11日，航天电子公告，航天电子披露定增预案，其拟定增募资不超过41.36亿元，本次定增将在智能无人系统装备、智能电子及卫星通信、惯性导航系统装备方面大力增加研发投入。其中，公司控股股东航天时代全资子公司时代远望，拟以现金方式认购5亿元。

12月14日，海格通信公告中国移动采购与招标网近日发布了“中国移动2022年至2023年通信工程施工服务集中采购（设备安装）项目”中标候选人公示，全资子公司海格怡创为广东、四川、重庆，共3个地区中标候选人之一，预计整个服务周期中标框架合同金额约58,094.51万元，占公司最近一个经审计会计年度总收入的11.34%。

12月14日，中国电科旗下5家上市公司：卫士通、杰赛科技、太极股份、天奥电子、四创电子一起发布国有股无偿划转提示性公告。12月11日，中国电科旗下海康威视和国睿科技已先行发布类似公告。上述公司的股权皆无偿划转至中国电子科技集团全资子公司中电科投资控股有限公司。

12月14日，湖南博云新材料股份有限公司拟协议转让部分持有的霍尼韦尔博云航空系统(湖南)有限公司股权，霍尼韦尔博云航空系统(湖南)有限公司股东全部权益价值为11,243.73万元，增值额为4,362.21万元，增值率为63.39%。

12月14日，通达股份公告，中标国家电网物资采购，总价值1144.25万元，约占公司2020年度营业总收入的5.75%。

12月14日，中国软件公告，子公司麒麟软件2021年12月10日获得与收益相关的政府补助2000万元。

**股市有风险 入市须谨慎**

中航证券研究所发布

证券研究报告

**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

12月14日，大立科技公告，近日，公司收到中央财政下达的“电子元器件领域工程研制”项目进度拨款，金额为1,195.00万元，标志着专项实施顺利已如期通过相关考核节点。截至目前，公司已累计收到该专项资金1,451.00万元。本专项为非制冷红外科研领域高分辨率技术方向，由公司独立承担。

12月15日，航空工业沈飞公司提前16天完成了全年批产试飞任务。

12月15日，中航产融公告，中航产融及控股子公司中航投资拟以自有资金同比例向控股子公司中航证券增资200,000万元，中航证券的注册资本将由人民币363357.26万元增至人民币462095.72万元。

12月15日，高德红外公告，近日与客户签订了某型号产品订货合同金额为145,112.79万元人民币。

12月16日，美国商务部工业与安全局（BIS）发布公告称，将位于中国、格鲁吉亚、马来西亚和土耳其的数十个实体列入所谓“实体清单”（Entity List），其中有34个实体位于中国。其中A股公司包括航天晨光、景嘉微、火炬电子、杭州海康微影传感科技（海康威视）、内蒙一机、亨通光电、中天科技，以及新三板公司亚成微。就影响而言，被列入“清单”的实体会受到美国《出口管理条例》的限制，出口商与清单实体进行受控项目的交易（包括出口、再出口甚至国内转让）前，都必须获得相应的出口许可证。

## ➤ 投资建议

### 一、核心观点

改革（资产证券化、资产注入、院所改制、混合所有制改革、员工持股、股权激励等行动措施，可提升或预期提升军工上市公司资产质量及盈利能力），一度是军工行业的重要逻辑之一，也是过去支撑军工行业较高估值的重要因素。长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。然而，近年来由于改革进程难以一蹴而就，难以实现资本市场快速兑现的预期，于是，改革的逻辑似乎已经被市场长久忽略。

但是，改革成为近期军工行业的热点和焦点，行情上表现有：

- ① 凤凰光学拟资产重组，9月以来，最大涨幅近340%；
- ② 西仪股份拟资产重组，12月6日以来，十连板；
- ③ 湖南天雁12月来翻倍；
- ④ 长春一东、北方股份、贵航股份、航天机电、杰赛科技、中瓷电子等实现较大涨幅，集中于电科、兵器、兵装等军工集团。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求，因此我们在2021年度策略报告《三“军”过后尽开颜》和深度报告《军工六问》中都曾指出，军工行业资产注入的隐含期权依然存在：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

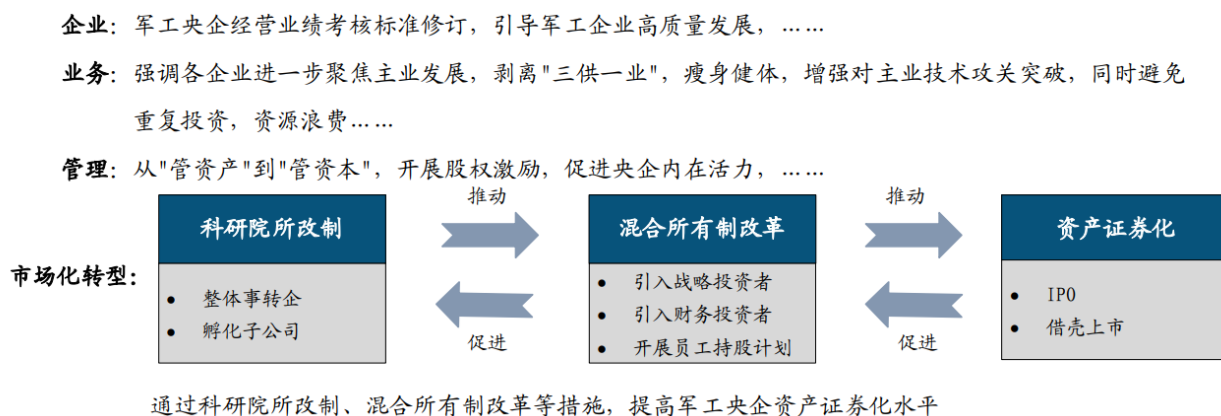
军工改革层面，近期有以下密集的事件和因素：

- ① 12月3日，航天彩虹股权激励计划获国资委批复；
- ② 天奥电子、四创电子等推出股权激励；
- ③ 12月18日，国资委召开中央企业负责人会议指出，明年央企“两利四率”指标要努力实现“两增一控三提高”，即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，控制资产负债率，营收利润率、全员劳动生产率、研发经费投入强度进一步提高；在混改方面，下一步主要是聚焦于推动混合所有制企业深度转换经营机制，持续探索差异化管控；
- ④ 近日，中国电科印发《中国电子科技集团有限公司关于推动上市公司高质量发展的实施意见》，突出集团控股上市公司“产业发展主阵地、资产保值增值主力军、对外融资主渠道、体制机制创新主平台”的发展定位；
- ⑤ 近期，航空工业集团对2019年混改指导意见进行全新修订，形成全新的指引文件《航空工业集团开展和深化混合所有制改革的指导意见》，指出将混改工作重点放到转换经营机制、改善经营状况，而非“一混了之”，也不应以上市为目的；
- ⑥ 近一年多来，（拟）IPO：中瓷电子（电科）、国博电子（电科）、振华新材（电子）、云路股份（航发）、华强科技（兵装）、无人机（航空工业）、振华风光（电子）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；
- ⑦ 2022年是国企改革三年行动方案最后一年，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。

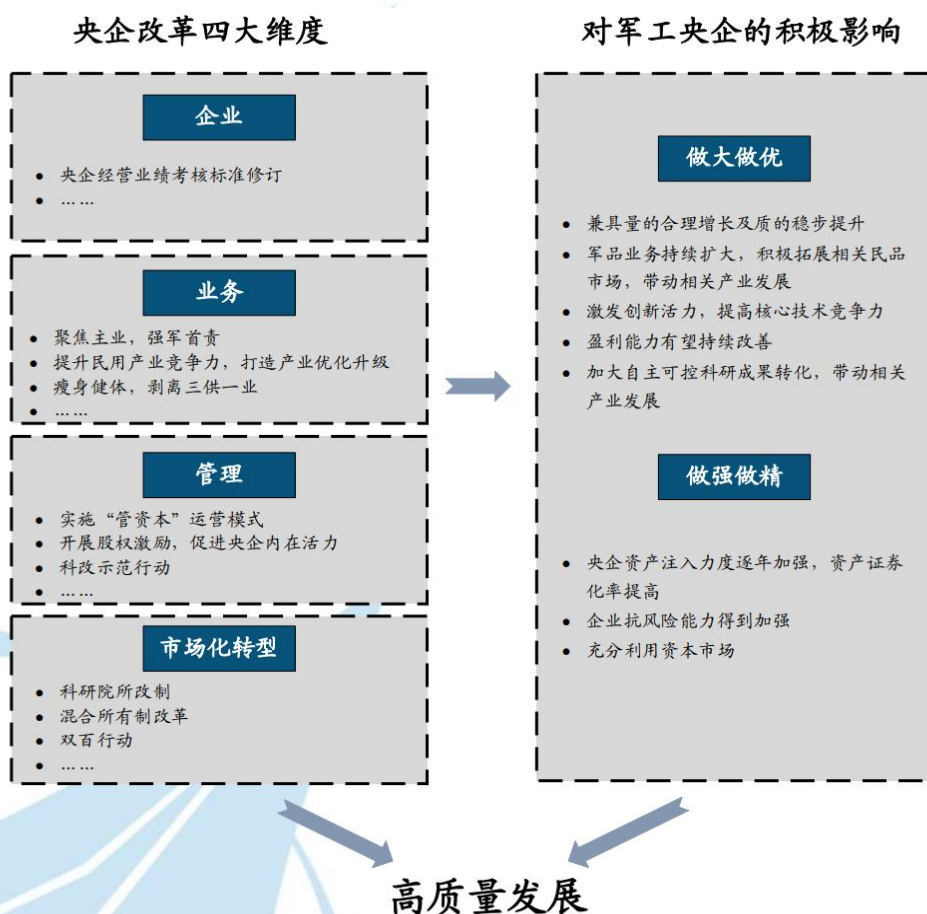
军工行业改革的逻辑是真实的，也是正在快速发生和兑现的，然而，我们在此也需要提示三点注意事项：

- ① 改制及证券化的节奏和进度较难把握，且难以一蹴而就，需做到“三因三宜三不”，三因，是指“因地施策、因业施策、因企施策”；三宜，是指“宜独则独、宜控则控、宜参则参”；三不，是指“不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表”；
- ② 注册制下选择独立上市而非资产注入，很多情况下是更优选择，因此博重组、赌注入的投资策略风险提高，资产注入的隐含期权价值下降，“壳”的价值也大幅缩水；
- ③ 标志性个股凤凰光学、西仪股份短期涨幅较大，如标志性个股出现回调，可能会影响其余相关个股。

图表 1 军工央企改革四大维度的内涵



图表 2 央企改革四大维度助力军工央企所属上市公司做大做强，做强做精



军工整体行情而言，近期呈现出两种类型的风格短期切换。

① 市场整体风格从“成长”切换到“价值”。

12月6日，中共中央政治局会议，对经济政策的定调转向了稳增长，同时对房地产行业表态趋于积极；12月8日至10日举行的中央经济工作会议中，又重点突出“稳”，稳字当头，稳中求进。在稳增长的基调下，市场对经济继续下滑的担忧缓解，此前大幅跑赢市场、估值和预期相对较高的成长风格暂时受到抑制。

② 军工行业内部及全行业，体现出大小风格切换。

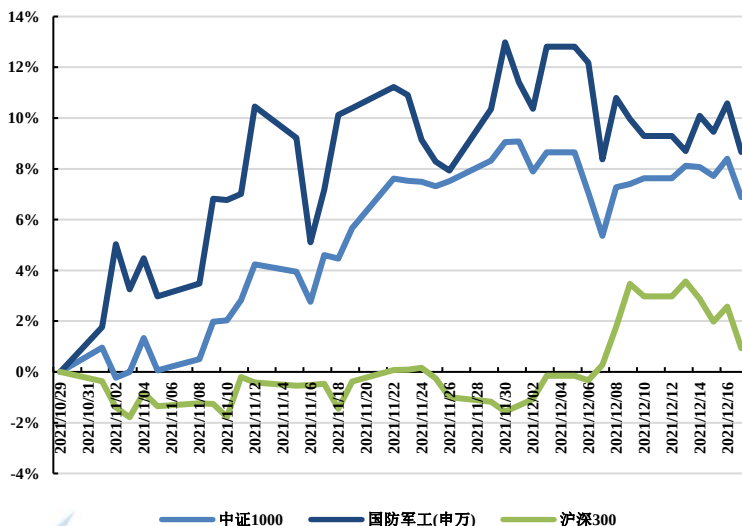
年初以来，军工行业整体大市值涨幅领先于小市值，而11月以来，小市值公司涨幅开始领先大市值公司。我们认为，一方面可以解释为补涨和轮动，大河水涨小河满，行业全面开花，另一方面，也和全市场风格变化相关。一组有说服力的数据是，代表小市值的中证1000指数，11月至今上涨6.89%，而同期沪深300上涨0.94%。

图表 3：今年以来和11月以来军工板块市值区间个股涨跌幅平均值统计

| 市值区间        | 区间内个股涨跌幅平均值（单位：%） | 市值区间         | 区间内个股涨跌幅平均值（单位：%） |
|-------------|-------------------|--------------|-------------------|
| 1月1日-12月17日 |                   | 11月1日-12月17日 |                   |
| 500亿以上      | 28.96             | 500亿以上       | <b>5.44</b>       |
| 200-500亿    | 18.78             | 200-500亿     | 9.52              |
| 100-200亿    | 34.16             | 100-200亿     | 12.43             |
| 100亿以下      | <b>8.06</b>       | 100亿以下       | 13.95             |

资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至2021年12月17日）

图表 4：近期几个指数走势对比



资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 12 月 17 日）

图表 5：11 月 1 日以来涨跌幅个股排名前十

| 代码        | 简称    | 区间涨跌幅（单位：%）<br>（11 月 1 日-12 月 17 日） | 市值<br>（单位：亿元） |
|-----------|-------|-------------------------------------|---------------|
| 300065.SZ | 海兰信   | 96.37                               | 106.83        |
| 300045.SZ | 华力创通  | 48.79                               | 62.96         |
| 002253.SZ | 川大智胜  | 48.58                               | 32.20         |
| 605123.SH | 派克新材  | 47.31                               | 153.59        |
| 600184.SH | 光电股份  | 43.06                               | 77.94         |
| 300095.SZ | 华伍股份  | 42.06                               | 63.96         |
| 300855.SZ | 图南股份  | 40.35                               | 141.36        |
| 000534.SZ | 万泽股份  | 38.77                               | 84.37         |
| 600456.SH | 宝钛股份  | 36.17                               | 323.93        |
| 600260.SH | ST 凯乐 | 34.00                               | 39.70         |

数据来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 12 月 17 日）

同时，军工央企资产证券化加速趋势，因此西仪股份、湖南天雁、长春一东等有资产重组（预期）的军工央企下属小市值公司领涨，进一步强化了军工行业的大小切换。近一年多来，**（拟）IPO**：中瓷电子（电科）、国博电子（电科）、振华新材（电子）、云路股份（航发）、华强科技（兵装）、无人机（航空工业）、振华风光（电子）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。

当然，总体而言，无惧无忧。由于共识的范围愈来愈广，共识程度愈来愈强，当前市场对军工行业的共识程度，处于一个较高的水平，且经过了中报、三季报的检验。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**。我们认为，**大概率，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。**

对于短期而言，近期有三方面**利好**的因素。

①**减持压力释放**。2021年10月13日，航空工业集团披露对中航高科、成飞集成、中航电测、中航沈飞等的减持计划，拟减持成飞集成1076万股，占总股本3%；中航电测1746万股，占总股本2.96%；中航沈飞3920万股，占总股本2%；中航高科1393万股，占总股本1%；哈尔滨航空工业集团计划减持中直股份，减持比例不超过0.99001%。截至2021年12月10日，针对中航高科、中航沈飞和中直股份的集中竞价减持计划基本实施完毕（具体减持进度见下文），市场对减持的担忧基本得以消除。

②“十四五”军工行业的增速和空间进一步明确。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。

③军工集团**改革及资产证券化**有提速之势。近期航天彩虹股权激励计划获国资委批复，近年来，以主机厂为代表的核心军工央企，不断推出股权激励，有效激发了企业活力，也极大增强了市场对军工央企发展的信心。同时，军工央企资产证券化也有加速趋势，上文已分析。

在近5年多的新高附近，我们对中短期的军工行情分析和判断如下。

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；如此一来，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 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。
- ④ 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。
- ⑤ 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，11月上涨12.98%，在31个行业中排名1。年初至今涨幅（+8.01%），在31个行业中排名14；

图表 6：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 31 行业排名 |
|-----|------------|------------|
| 1 月 | -10.20%    | 28         |
| 2 月 | -1.57%     | 24         |
| 3 月 | -8.65%     | 29         |
| 4 月 | -4.08%     | 28         |
| 5 月 | +13.07%    | 1          |
| 6 月 | +1.06%     | 12         |

|        |         |    |
|--------|---------|----|
| 7 月    | +3.34%  | 7  |
| 8 月    | +16.40% | 4  |
| 9 月    | -10.27% | 28 |
| 10 月   | +4.06%  | 4  |
| 11 月   | +12.98% | 1  |
| 年初至今涨幅 | +8.01%  | 14 |

资料来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 12 月 17 日)

- ② 本周盘中有 4 支个股创下历史新高 (不包括次新股), 分别为万泽股份、海兰信、苏试实验、航宇科技。

图表 7: 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       |
|-----------|------|-------|-------|------------|
| 000534.SZ | 万泽股份 | 19.90 | 19.90 | 1994-01-10 |
| 300065.SZ | 海兰信  | 20.94 | 20.94 | 2010-03-26 |
| 300416.SZ | 苏试试验 | 31.90 | 31.90 | 2015-01-22 |
| 688239.SH | 航宇科技 | 72.50 | 72.50 | 2021-07-05 |

数据来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 12 月 17 日)

- ③ 本周军工板块成交量上涨, 11 月的成交额整体占比接近 8 月高点, 板块热度较高。

图表 8: 军工板块成交量统计

| 时间         | 国防军工 (申万) 成交额<br>(亿元) | WIND 全 A 成交额<br>(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% |
| 2021-11-30 | 7,721.49              | 246,805.63           | 3.13% |
| 2021-12-17 | 5,264.09              | 175,435.87           | 3.00% |

数据来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 12 月 17 日)

## 2、航空工业集团减持进度统计

2021 年 10 月 13 日, 航空工业集团披露对中航高科、成飞集成、中航电测、中航沈飞等的减持计划, 拟减持成飞集成 1076 万股, 占总股本 3%;

中航电测 1746 万股，占总股本 2.96%；中航沈飞 3920 万股，占总股本 2%；中航高科 1393 万股，占总股本 1%。与此同时，哈尔滨航空工业集团也计划减持旗下中直股份，减持比例不超过 0.99001%。截至 2021 年 12 月 10 日，具体减持进度如下：

表 9：航空工业集团减持进度统计

| 简称   | 减持计划                                                                                                                                                                  | 减持进度                                                                                                                                              |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中航沈飞 | 在减持计划公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价交易方式及在减持计划公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式减持所持公司股份合计不超过 3920 万股，即不超过公司总股本的 2%。其中，以集中竞价交易方式减持所持公司股份不超过 1960 万股；以大宗交易方式减持所持公司股份不超过 1960 万股。 | 2021 年 11 月 5 日至 2021 年 12 月 2 日期间，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 1959.99 万股，占公司总股本的 0.9997%，减持价格区间为 71.80 元/股—80.15 元/股，减持总金额为 14.88 亿元，集中竞价减持计划实施完毕。  |
| 中航高科 | 通过集中竞价、大宗交易或认购 ETF 份额方式减持公司股票不超过 1393 万股，不超过公司总股本的 1%，减持价格视市场价格确定。采用大宗交易方式减持的，将在公告披露之日 3 个交易日后的 6 个月内进行；通过集中竞价和认购 ETF 份额方式减持的，均将于减持计划公告披露日起 15 个交易日后的 6 个月内进行。        | 截止 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团已通过集中竞价交易方式累计减持 1393 万股，占公司总股本的 0.9999%，集中竞价减持计划实施完毕。                                                                   |
| 成飞集成 | 在减持计划公告之日起的 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价交易方式、大宗交易方式或认购 ETF 份额减持公司股份合计不超过 1076 万股（占公司总股本比例为 3%）。                                                                               | 截至 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持 358.67 万股，占公司总股本的 1%。                                                                                    |
| 中航电测 | 计划以集中竞价交易、大宗交易、认购 ETF 份额等合法方式减持不超过 1,746 万股公司股份，不超过公司股份总数的 2.96%，剔除公司回购专用账户中的股份数量 4,691,000 股后，不超过公司股份总数的 2.98%。                                                      | 暂无进展公告。                                                                                                                                           |
| 中直股份 | 通过集中竞价和/或大宗交易方式总计减持本公司不超过 5,835,850 股股份，计划减持比例不超过 0.99001%。其中，采取竞价交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内（在定期报告窗口期内不减持）；采取大                                        | 截至 2021 年 11 月 3 日，哈航集团共计减持 5,835,800 股，比例为 0.99%，与计划上限 5,835,850 股尚有 50 股零股未减持。哈航集团已决定不再减持该 50 股零股，本次股份减持计划实施完毕。（11 月 2 日通过大宗交易方式减持 4,843,600 股， |

|                                                       |                                                                                           |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 宗交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起3个交易日后的6个月内（在定期报告窗口期内不减持）。 | 比例为 0.82168%，价格 57.70 元；11 月 3 日通过集中竞价方式减持 992,200 股，比例为 0.16832%，价格区间为 62.69 元~65.30 元。） |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|

资料来源：wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 12 月 17 日）

### 3、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 10：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<br>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<br>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 | 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 |
| 中国兵器装备集团和兵器工业集团 |                              |                                                                                    |                                                                                       |
| 江南化工            | 2020 年 8 月<br>(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 11: 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                                                    |
| A21419.SH | 国博电子   | 2021-09-24 IPO 首次申报    | 中国电子科技集团有限公司 | 公司是目前国内能够批量提供有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路产品的领先企业。军用领域,公司长期为陆、海、空、天等各型装备配套大量关键产品,确保了以有源相控阵 T/R 组件为代表的关键军用元器件的国产化自主保障。 |
| A21498.SH | 振华风光   | 2021-11-29 IPO 首次申报    | 中国电子信息产业集团   | 公司成立以来深耕于军用集成电路市场,始终围绕信号链和电源管理器等产品进行设计开发,公司在高可靠放大器领域是国内产品型号最全、性能指标最优的高可靠放大器供应商之一。                              |

资料来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 11 月 29 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，让有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，与世界先进军事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，若在保证武器装备数量、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 系列已生产上万家，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 12：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%       |
| <b>合计</b> | <b>134.19</b> | <b>144.46</b> | <b>82.25</b> | <b>506.74</b> | <b>7.66%</b>  | <b>-43.07%</b> | <b>516.12%</b> |

图表 1：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%        |
| <b>合计</b> | <b>17.07</b> | <b>21.93</b> | <b>25.04</b> | <b>239.89</b> | <b>28.49%</b> | <b>14.16%</b> | <b>858.03%</b> |

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 13：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%   |
| 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%    |

| 公司名称      | 净利润 (亿元)      |               |               | 2020Q1-Q3<br>同比增速 | 2021Q1-Q3<br>同比增速 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|-------------------|-------------------|
|           | 2019Q1-Q3     | 2020Q1-Q3     | 2021Q1-Q3     |                   |                   |
| 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          | ——                | ——                |
| 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%          |
| <b>合计</b> | <b>104.40</b> | <b>153.38</b> | <b>224.87</b> | <b>46.92%</b>     | <b>46.61%</b>     |

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 14：五大主机厂三季报业绩增速

| 公司名称      | 净利润(亿元)      |              |              | 2020Q1-Q3<br>增速 | 2021Q1-Q3<br>增速 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|
|           | 2019Q1-Q3    | 2020Q1-Q3    | 2021Q1-Q3    |                 |                 |
| 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%          |
| <b>合计</b> | <b>17.34</b> | <b>27.73</b> | <b>35.63</b> | <b>59.90%</b>   | <b>28.46%</b>   |

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 15：五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<br>pcts   | 2020Q1-Q3 (%) | 2021Q1-Q3 (%) | 变化<br>pcts  | 2020Q1-Q3 (%) | 2021Q1-Q3 (%) | 变化<br>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        |
| <b>平均值</b> | <b>9.21</b>   | <b>9.00</b>   | <b>-0.21</b> | <b>3.35</b>   | <b>3.77</b>   | <b>0.41</b> | <b>4.67</b>   | <b>5.57</b>   | <b>0.90</b> |

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议，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年年底前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。



## 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，中航证券研究所军工首席分析师。

宋博，SAC 执业证书号：S0640520090001，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。