



中航证券研究所
首席分析师: 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

军工行业周报: PEG 接近于 1

行业分类: 军工

2022 年 5 月 8 日

行业投资评级	增持
基础数据 (2022. 5. 6)	
中证军工龙头指数	3196. 75
近一周涨跌幅	-0. 05%
军工行业 PE	48. 98
军工行业 PB	2. 85
近五年中证军工龙头指数走势对比图	
<p>资料来源: Wind, 中航证券研究所</p>	
近五年军工行业 PE-band	
<p>资料来源: Wind, 中航证券研究所</p>	

近一周行情

国防军工 (申万) 指数 (+2. 42%) , 行业 (申万) 排名 (1/31) ;
上证综指 (-1. 49%) , 深证成指 (-1. 92%) , 创业板指 (-3. 20%) ;
涨幅前五: 纵横股份 (+27. 22%)、抚顺特钢 (+17. 41%)、威海广泰 (+16. 98%)、
图南股份 (+15. 33%)、国光电气 (+14. 31%) ;
跌幅前五: ST 新研 (-27. 04%)、中直股份 (-9. 2%)、睿创微纳 (-5. 65%)、
*ST 海核 (-5. 12%)、万泽股份 (-4. 22%)。

重要事件及公告

4月26日, 盟升电子发布公告, 公司同意以2022年4月26日为限制性股票的首次授予日, 合计向67名激励对象授予100.20万股限制性股票, 授予价格为23.28元/股。

4月26日, 光威复材公告, 2022年限制性股票激励计划(草案), 本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为625.00万股, 占本激励计划草案公告日公司股本总额51,835.00万股的1.21%。本激励计划首次授予的激励对象共计138人, 本激励计划首次授予激励对象限制性股票的授予价格为26.67元/股。

4月26日, 振华科技发布2022年度非公开发行A股股票预案, 募集资金总额不超过25.18亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额拟全部投向“半导体功率器件产能提升项目”、“混合集成电路柔性智能制造能力提升项目”、“新型阻容元件生产线建设项目”、“继电器及控制组件数智化生产线建设项目”、“开关及显控组件研发与产业化能力建设项目”及“补充流动资金”。

4月26日, 据朝鲜劳动党党报《劳动新闻》4月26日报道, 朝鲜于25日晚在首都平壤金日成广场举行阅兵式, 纪念朝鲜人民革命军建军90周年。

4月27日, 特发信息公告, 公司拟以价格不超过人民币7.33元/股, 不低于人民币1亿元(含)且不超过人民币2亿元(含)回购股份, 回购的股份将用于实施员工持股计划或股权激励计划。

4月27日, 万泽股份公告, 公司2020年股权激励计划首次授予权益第一个行权期行权条件及第一个解除限售期解除限售条件达成, 同意满足行权条件的151名激励对象持有的202.53万份首次授予股票期权在第一个行权期内以自主行权方式行权, 行权价格为13.64元/股。

4月28日, 北斗星通公告, 同意公司对全资子公司北斗星通(重庆)汽车电子有限公司的控股子公司北斗星通智联科技有限责任公司增资扩股。

4月28日, 中科海讯公告, 2022年4月27日, 北京中科海讯数字科技股

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



中航证券研究所
首席分析师：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

军工行业周报：PEG 接近于 1

行业分类：军工

2022 年 5 月 8 日

份有限公司与青岛国实科技集团有限公司在北京签订了《战略合作协议》，本协议在双方书面协商一致被终止前长期有效。

4 月 28 日，航锦科技公告拟以自有资金 45,000 万元向航锦化工进行增资，本次增资完成后，航锦化工的注册资本由 5,000 万元变为 50,000 万元。

4 月 29 日，振华科技公告，为进一步深化中国振华（集团）科技股份有限公司与嘉兴奥罗拉电子科技有限公司的合作关系，增强 MOS 芯片自主研发能力，根据产业发展规划，振华科技拟对奥罗拉进行投资。

4 月 29 日，奥普光电公告，与长春光机所续签日常关联交易框架性协议《产品定制协议》的公告。

4 月 29 日，中国船舶工业股份有限公司拟与中船财务有限责任公司签订《金融服务协议》。

4 月 29 日，航天科技控股集团股份有限公司审议通过以自有资金收购航天科工智能机器人有限责任公司持有的深圳航天智控科技有限公司 100% 股权，收购价格为人民币 2,770.12 万元。

4 月 29 日，四创电子公告，四创电子股份有限公司长期股权激励计划暨首期实施方案（草案修订稿），本激励计划首期拟授予激励对象的限制性股票数量为 475.90 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 15,917.911 万股的 2.99%，合计激励对象 348 人。

4 月 29 日，航天彩虹无人机股份有限公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分 A 股股份用于实施员工持股计划或者股权激励及出售，回购价格不超过不超过 20.55 元/股。

5 月 5 日，保定乐凯新材料股份有限公司于 2022 年 4 月 25 日发布了《关于公司保定厂区受疫情影响临时停产的公告》，目前，公司保定厂区已有序复工复产。

5 月 5 日，航天电子审议通过了《关于〈航天时代电子技术股份有限公司 2021 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）〉的议案》等相关议案。

5 月 6 日，截至 4 月底，中船动力集团船海业务的接单量创下单月新高，预计中船动力集团将全面超额完成 2022 年上半年船海业务的承接目标，实现时间过半，任务超半。

5 月 6 日，2022 年 5 月 5 日至 5 月 6 日，中航沈飞董事长钱雪松先生，董事、总会计师、董事会秘书戚侠先生，副总经理、总法律顾问邓吉宏先生基于对公司发展前景的信心及长期投资价值的认可，通过上海证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份合计 28,000 股。

5 月 6 日，中航工业产融控股股份有限公司收到公司关联方中国航空科技

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



中航证券
AVIC SECURITIES

中航证券研究所
首席分析师：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

军工行业周报：PEG 接近于 1

行业分类：军工

2022年5月8日

工业股份有限公司的《关于增持中航工业产融控股股份有限公司股份的公告函》，中航科工通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持公司股份 58,951,452 股，增持金额约为人民币 2.00 亿元，占公司总股本的 0.66%。



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

投资建议

一、核心观点

需求收缩、供给冲击、预期转弱，这是国内经济面临的三重压力，对于军工行业来说：

- ① 需求不可能收缩，只可能扩张；
- ② 理性看，军工的预期应该增强，尤其是在俄乌冲突之下，但由于军工行业缺乏高频数据验证，透明度又相对较低，因此在上游涨价压缩行业利润、竞争加剧冲击现有格局、军品定价机制改革、税收增加、业绩兑现的持续性、增速下行的可能性等等担忧之下，再加上年初以来市场风格以稳增长为主基调，“新半军”等成长板块承受了较大的冲击，年初以来市场对军工行业的预期较弱；
- ③ 事实上，当前面临的仅是供给冲击，且是暂时的供给冲击，一部分供给冲击表现为成本端压力，能够大部分传导至下游以至军方客户，另一部分供给冲击表现为供应缺失，则是倒逼军品自主可控和国产替代的提速，弱链缺链，则强链补链。

理性来看由此来看，俄乌冲突下逆全球化之势加剧，疫情反复经济下行压力加大，又面临美联储加息预期，局面错综复杂，更显得军工行业确定性突出，比较优势显著，**军工行业非但不是周期股，反而应呈现逆周期特征和具备防御属性。**

军工行业近期呈现宽幅震荡，4月1日至26日，恐慌性下跌23.40%，跌幅为行业第2，4月27日至5月6日，迅速恢复性上涨19.67%，涨幅为行业第1。特别是五一节前的一周，可谓是大开大合，周一周二军工行业急速下跌12.45%，周中非理性情绪可谓演绎到了极致：

- ① 周一（4月25日）跌幅8.05%，是2017年以来日跌幅第二（第一发生于2020年初疫情爆发时）；
- ② 风声鹤唳草木皆兵的恐慌之下，市场甚至对军工行业的需求竟然产生怀疑和动摇；
- ③ 军工指数跌至2019年初，而在“十三五”末，军工行业处于军改尾声，负面影响依然未消除殆尽，又是中美博弈早期阶段，市场对军工行业能否实现自主可控心存怀疑，更重要的是，当时市场还远未意识到军工行业即将迎来历史性的机遇期；
- ④ 军工行业出现了大量50亿以下的上市公司，不少公司估值跌至了20倍甚至更低，**军工行业的基本面处于历史最好，而估值处于2014年以来最低，基本面和估值出现显著背离，基本面和情**

绪面出现显著背离：

- ⑤ 很多公司估值已趋同一级市场的估值，甚至一二级倒挂。

当前看军工行业，积极的因素明显在增多：

- ① 预期要由弱转强，关键在于**业绩兑现并持续兑现**，2022年一季报已披露完毕，军工行业依旧取得28%的不俗增速，这将进一步提升军工行业的置信度，打消市场怀疑和担忧，坚定市场对军工行业价值属性的认知；
- ② **大额合同负债和大额订单，意味着已提前锁定收入**，包括量、价，继而通过“以量换价、以效创利”，行业效能将不断得到提升；
- ③ 军工集团相继召开2022年一季度经济工作会议，普遍实现**“开门红”**；
- ④ **回购、增持、股权激励**等密集推出；
- ⑤ **行业估值处于2014年以来的0%分位**；
- ⑥ 经测算，核心军工公司的PE中位数对应2022年32倍左右，2025年的15倍左右，**行业PEG接近于1，已经显得足够便宜**。

我们相信，一旦俄乌局势等地缘政治方面变化，疫情控制、降息降准等带来市场情绪回暖风险偏好提升，依靠坚实的基本面和高度的确定性，军工将依然是反弹的“排头兵”。

图表1：核心军工企业估值预测（2022-2025年不同复合增速条件下）

假设“十四五” 年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	33.97	27.17	21.74	17.39
30%	32.66	25.12	20.90	16.08
35%	31.45	23.30	20.13	14.91

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

1、2022年一季报延续高增长

对53家核心军工企业进行统计：

- ① 2021年归母净利润同比增长31.84%；

② 在一季度军工行业重点地区成都、西安、东北等地经受疫情冲击之下，2022Q1归母净利润同比增长27.64%依然稳健且不俗，其中，中简科技183.83%，中航重机174.95%，复旦微电169.62%，振华科技146.21%，宝钛股份100.99%，华泰科技92.01%，航发动力92.51%，派克新材94.40%，三

角防务 89.61%，航天彩虹 82.34%，振芯科技 79.59%，新雷能 69.69%，西部超导 67.40%，紫光国微 63.91%，航发控制 60.10%，航宇科技 59.58%，景嘉微 58.20%，中航沈飞增长 48.18%，北摩高科 47.55%；

③军机：合同负债和关联交易显示下游需求旺盛，行业景气度持续提升；主机厂均衡交付成效显著，整体节奏实现“2323”；扣非归母净利润增速高于营收增速，净利率水平稳步提升，人均创利持续走高，三费占比持续下降；研发投入持续增长，为装备升级和更新换代提供有力支撑；

④航空发动机：航空发动机主机厂收入增速创历史新高，首次接近 20%，2022 年 Q1 该增速更是持续新高，达到了 37.16%，下游高景气持续；随着产品成熟度的上升，规模效应逐步显现后，主机厂的毛利率、净利率还有较大的提升空间，有望进入增收又增利的良性发展轨道；

⑤导弹：导弹产业链增速较“十三五”明显提升。

2、大单不断落地

图表 2：近期军工企业签署重大订单的公告

公司	合同标的	合同金额
新光光电	关于 XX 长波红外成像光学镜头的产品生产合同	3600 万元
雷电微力	两份某配套产品订货合同	24.07 亿元
光启技术	某大型复杂超材料结构件产品	19.87 亿元
海格通信	无线通信（含数字集群）、北斗导航及配套产品等	约 6.42 亿元
光威复材	***型号碳纤维及织物	11.06 亿元
高德红外	某型号红外热像仪产品	14.51 亿元
天和防务	某型便携式防空导弹情报指挥系统升级改造	9000 万元
中科星图	软件开发、硬件采购及系统集成等内容	5.07 亿元
航天宏图	某项目	2.79 亿元
光启技术	先进多功能超材料机载产品第一阶段分承包合同	1.20 亿元
高德红外	某型号完整装备系统及型号配套产品	3,782.52 万元
光威复材	***型号碳纤维及织物	20.98 亿元（合同履行期限 2022 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日）
海兰信	XX 测量设备采购项目	2000.01 万元
星网宇达	某型军用无人机和某型军事训练产品	1.55 亿元

中简科技	碳纤维、碳纤维织物	21.69 亿元（合同履行期限 2022 年至 2023 年）
天海防务	4 艘 40000DWT 散货船建造	7.47 亿元
海格通信	无线通信、北斗导航及配套产品	4.3 亿元
霍莱沃	某载体项目工程配套系统	3.34 亿元
内蒙一机	C70E(H) 型通用越野车采购项目	4.63 亿元

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

3、航空工业军品上市公司关联交易大幅提升，预示航空产业链景气度持续

截至目前，航空工业集团军品相关上市公司陆续披露 2022 年度的预计日常关联交易，均出现较大幅度的增长。其中，中航机电预计 2022 年向航空工业集团及其下属企业产生的关联交易合计金额较 2021 年实际发生同比增长 117.20%，洪都航空同比增长 68.62%，中航高科同比增长 55.64%，中直股份同比增长 54.60%，以上预计关联交易的大幅提升显示 2022 年航空产业有望继续保持较高增速。

3月29日，中航西飞发布公告，根据公司及所属子公司 2022 年度相关业务发展的需要，拟将 2022 年度公司及所属子公司与航空工业财务发生的关联交易存款限额由 140 亿上调至 750 亿，提供贷款额度限额由 80 亿上调至 150 亿，综合授信额度由 100 亿上调至 170 亿。

3月9日，中航西飞公告，为满足公司经营发展的资金需求，申请使用银行综合授信额度 240 亿元，而去年同期申请使用银行综合授信额度为 90 亿元。从西飞授信额度的大幅提升，也可窥见相关业务发展的进度和速度。

图表 3：航空工业集团军品相关上市公司已披露的 2022 年关联交易合计数据情况

公司	2022 年 预计 金额 (亿元)	2021 年 预计 金额 (亿元)	2021 年 实际发生 金额 (亿元)	较 2021 年预计同 比	较 2021 年 实际发 生同比	2021 年 完成度
中航机电	249.14	200.80	114.71	24.07%	117.19%	57.13%
洪都航空	177.64	167.38	105.35	6.13%	68.62%	62.94%
中航高科	70.80	62.10	45.49	14.01%	55.64%	73.25%
中直股份	465.68	465.35	301.21	0.07%	54.60%	64.73%
中航电子	226.50	180.62	156.58	25.40%	44.65%	86.69%
中航重机	119.50	98.56	82.97	21.25%	44.03%	84.18%
江航装备	22.00	17.50	15.43	25.71%	42.58%	88.17%
中航西飞	182.81	164.36	149.20	11.23%	22.53%	90.78%
中航沈飞	599.78	757.43	675.92	-20.81%	-11.26%	89.24%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（中航沈飞预计关联交易下降是因预计存款额减少，向关联方购买原材料、燃料、动力等同比增长 33.36%，向关联方销售产品、

商品同比增长 74.23%。)

4、军工集团相继召开 2022 年一季度经济工作会议，普遍实现“开门红”

截至四月底，十大军工集团相继召开 2022 年一季度经济工作会议总结，普遍实现经营业绩“开门红”，如：电科集团一季度净利润、利润总额同比增速超过 27%，营业收入、新签合同同比增速超过 10%，为完成全年经营目标奠定了坚实基础；中国船舶集团一季度营业收入、净利润、利润总额实现同比增长，其中，净利润和利润总额同比分别增长 16.6%和 14.2%。船海产业承接新造船合同金额完成年度计划的 65.7%，订单份额位居全球造船集团首位等。

图表 4：十大军工集团一季度工作会议相关情况

军工集团	2022 年一季度情况
航空工业	一季度整体经济运行稳中向好，实现了“质”的稳步提升和“量”的合理增长，产品交付实现“2323”阶段性目标，实现首季“开门红”，开局良好、起势稳健。主要表现在：经济运行稳中有进，“两率四利”指标实现了国资委“两增一控三提高”阶段性目标要求，军品业务再上台阶，发展后劲再添动力。
中国航发	一季度逆势实现首月、首季双“开门红”，连续四年实现首季“开门红”，科研计划完成率超过时序进度，“2332”季度均衡生产目标完成首个节点；坚持年度目标不动摇，尽快生产出满足用户需求的产品，全面应对“加快发展”“保链稳链”“控制成本”三方面压力挑战，克服疫情不利影响全力实现上半年效益指标正增长，全面完成全年任务。
航天科技	一季度主要经营指标与去年同期相比均保持增长，经营质量有所提升，整体进展正常顺利，呈现稳中有进局面。
航天科工	一季度主要经营指标呈现“两利”增、“四率”优的良好态势，经济运行稳中有进，实现了“开门红”。
兵器工业	一季度跑出“加速度”，实现“开门红”。
兵器装备	一季度营业收入同比增长 127.7%，利润总额同比增长 402.7%，经营质量效率稳步提升。
中国船舶	一季度营业收入、净利润、利润总额实现同比增长，其中，净利润和利润总额同比分别增长 16.6%和 14.2%，船海产业承接新造船合同金额完成年度计划的 65.7%，订单份额位居全球造船集团首位。
中国电科	一季度净利润、利润总额同比增速超过 27%，营业收入、新签合同同比增速超过 10%，为完成全年经营目标奠定了坚实基础。
中国电子	2022 年董事会第二次定期会议上表示，集团公司经济运行平稳，各业务板块均保持快速增长，营收规模创历史新高，盈利能力大幅改善，企业竞争力显著提升。
中核工业	一季度各项工作呈现质量向好、风险可控、开局良好的发展态势，营业收入、净利润同期相比实现增长 20.62%和 23.58%，实现了开门稳、开门好、开门红。

资料来源：各集团官网及公众号，中航证券研究所整理

5、股权激励、员工持股、回购、增持密集落地
图表 5：一季度军工企业股权激励、回购、增持情况

类型	公司	计划	具体内容
股权激励或员工持股	能科科技	2022 年员工持股计划 (草案)	计划资金总规模不超过 2400.00 万元, 总份额不超过 2400.00 万份, 计划资金来源主要为公司配套资金和员工自有及自筹资金, 拟参与本期员工持股计划的公司董事、监事和高级管理人员预计 5 人, 其他员工预计不超过 70 人。
	航宇科技	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟向不超过 150 人授予限制性股票数量 200.00 万股, 占该激励计划草案公告时公司股本总额 14,000 万股的 1.4286%, 占公司员工总人数的 34.25%。限制性股票的授予价格 (含预留授予) 为每股 25 元。
	苏试实验	第二期员工持股计划 (草案)	拟募集资金总额不超过 5804.62 万元, 计划受让股份总数不超过 295.70 万股, 占公司目前总股本的 1.04%, 计划受让公司回购股份的价格为 19.63 元/股, 参加人数不超过 300 人。
	新兴装备	第一期员工持股计划	拟向公司部分董事、高级管理人员及核心骨干员工, 不超过 18 人, 以 6.28 元/股转让 402 万股公司股份。
	神宇股份	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟向激励对象 24 人授予不超过 114 万股限制性股票 (总股本占比 0.64%), 授予价格为每股 7.38 元, 激励计划业绩考核目标为 2022/2023 年公司净利润较 2021 年同比增长 15%/32%。
	福光股份	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟向激励对象 80 人授予权益总计不超过 114.98 万股, 授予价格为 10.00 元/股。业绩考核目标值为 2022-2024 年的收入分别达到 10 亿元、13 亿元和 16 亿元。
	盟升电子	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟向 68 人授予限制性股票数量 124.9 万股, 占公司 2021 年底员工总数 409 人的 16.63%, 占公司股本总额的 1.09%, 授予价格为 23.28 元/股。根据业绩考核指标, 2022 年扣非后净利润增长率同比不低于 40%, 明显高出公司 2021 年业绩快报披露的同比增长 27.37%。
	四创电子	长期股权激励计划暨首期实施方案 (草案修订稿)	本激励计划首期拟授予激励对象的限制性股票数量为 475.90 万股, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额 15,917.911 万股的 2.99%, 合计激励对象 348 人。
	光威复材	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 625.00 万股, 占本激励计划草案公告日公司股本总额 51,835.00 万股的 1.21%。本激励计划首次授予的激励对象共计 138 人, 本激励计划首次授予激励对象限制性股票的授予价格为 26.67 元/股
	纵横股份	2022 年限制性股票激励计划 (草案) 摘要	拟向激励对象授予 177 万股限制性股票, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额 8,758 万股的 2.02%。其中首次授予 145 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.66%, 占本次授予权益总额的 81.92%; 预留 32 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.37%, 占本次授予权益总额的 18.08%, 未超过本次授予权益总额的 20%。本激励计划首次授予的激励对象合计 77 人, 为公告本激励计划时在公司任职的中层管理人员及核心骨干, 首次及预留授予限制性股票的授予价格采取自主定价方式, 均为 12 元/股。



回购	盟升电子	关于股份回购实施结果的公告	2022年3月2日,公司通过回购本公司股票议案,公司拟使用自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司已发行的部分人民币普通股股票。回购价格不超过70元/股(含),回购资金总额不低于人民币2,500万元(含),不超过人民币5,000万元(含),回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起12个月内。2022年4月28日,公司完成回购,已实际回购公司股份691,729股,占公司总股本的0.60%,回购最高价格61.00元/股,回购最低价格49.70元/股,回购均价57.81元/股,使用资金总额39,990,449.90元
	航天彩虹	关于回购部分A股股份的公告	航天彩虹无人机股份有限公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分A股股份用于实施员工持股计划或者股权激励及出售,回购价格不超过董事会通过回购决议前30个交易日公司股票交易均价120%,即不超过20.55元/股,符合《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第9号——回购股份》第十五条之规定。本次拟回购金额不低于1亿元(含)且不超过2亿元(含),具体回购股份的数量以回购期满时实际回购使用的资金总额为准。
	鸿远电子	关于以集中竞价交易方式回购股份的进展公告	公司于2022年4月21日召开第二届董事会第二十二次会议,审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》,同意公司使用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份,回购的资金总额不低于人民币4,500万元(含),不超过人民币9,000万元(含),回购价格不超过人民币150元/股,回购期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过6个月(即自2022年4月21日起至2022年10月20日止)
	振芯科技	关于回购公司股份方案的公告	公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份,回购股份将全部用于员工持股计划或股权激励。本次回购总金额不低于人民币2,000万元且不超过人民币4,000万元,回购价格不超过人民币24.00元/股。按回购资金总额上限人民币4,000万元、回购价格上限24.00元/股进行测算,拟回购股份为166.66万股,约占公司目前已发行总股本的0.30%;按回购资金总额下限人民币2,000万元、回购价格上限24.00元/股进行测算,拟回购股份为83.33万股,约占公司目前已发行总股本的0.15%。
	威海广泰	关于回购公司股份的报告书	本次回购的股份拟用于公司实施股权激励计划或员工持股计划。回购价格区间:本次回购股份价格不超过人民币12.8元/股。回购股份规模:本次回购股份资金总额不超过人民币8,000万元,且不少于人民币4,000万元。回购期限:自董事会审议通过回购股份方案之日起不超过12个月。
	新光光电	关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书	本次回购的股份拟在未来适宜时机全部用于股权激励,并在股份回购结果暨股份变动公告日后三年内予以转让;若公司未能在股份回购结果暨股份变动公告日后三年内使用完毕已回购股份,尚未使用的已回购股份将予以注销。如国家对相关政策作调整,则本回购方案按调整后的政策实行;回购股份的资金总额:不低于人民币2,000万元(含),不超过人民币4,000万元(含);回购股份的期限:自董事会审议通过本次回购股份方案之日起12个月内;回购股份的价格:不超过人民币39.00元/股(含),该价格不高于董事会通过回购股份决议前30个交易日公司股票交易均价的150%;



	特发信息	深圳市特发信息股份有限公司关于回购公司股份的方案	基于对公司价值的判断和未来持续发展的信心，为了增强投资者信心，维护广大投资者尤其是中小投资者的利益，同时为建立公司中长期激励机制，充分调动公司核心骨干以及优秀人才的积极性和创造性，公司拟实施股份回购用于实施员工持股计划或股权激励计划，持续完善互利共赢的长效激励与约束机制，有效将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，提升公司整体价值。本次回购价格不超过人民币 7.33 元/股，该回购股份价格上限不高于董事会通过回购决议前三十个交易日公司股票交易均价的 150%，本次拟用于回购的资金总额不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含）
	通达股份	关于回购公司股份的进展公告	河南通达电缆股份有限公司（以下简称“通达股份”、“公司”、“上市公司”）于 2022 年 3 月 17 日召开的第五届董事会第六次会议审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》。同意公司使用自有资金以集中竞价的方式回购部分公司股份用于后续实施股权激励或员工持股计划，回购金额不低于人民币 122.06 万元（含）且不超过人民币 244.12 万元（含），回购价格不超过 8.92 元/股（含本数），回购股份的期限为自董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。
	北斗星通	关于回购股份进展情况的公告	审议通过了《关于回购公司股份的议案》，同意公司使用自有资金人民币不低于 1.5 亿元（含本数）不超过 2 亿元（含本数），以集中竞价交易方式回购部分公司股份，回购股份的种类为公司发行的 A 股股票，回购股份价格不超过 50 元/股。回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。本次回购的股份将用于实施公司股权激励计划及/或员工持股计划。
	火炬电子	回购报告书	福建火炬电子科技股份有限公司（以下简称“公司”）关于回购股份的相关议案已经 2022 年 3 月 15 日召开的第五届董事会第二十七次会议审议通过；回购的用途：本次回购的股份拟用于实施员工持股计划；回购的资金来源及规模：本次回购资金来源为公司自有资金，总额不低于 3,000 万元、不超过 5,000 万元；回购的价格：本次回购股份价格不超过 75 元/股；回购的期限：自公司董事会审议通过回购股份预案之日起不超过 12 个月
增持	航锦科技	关于董事长,总经理以及部分高级管理人员及其他核心团队成员增持公司股份计划的公告	公司董事长蔡卫东先生、总经理丁贵宝先生、财务总监慕继红女士、副总经理李忻蔚女士、董事会秘书王东川先生拟以自有资金以及融资金通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额分别不低于 1,200 万元、1,000 万元、200 万元、200 万元、200 万元；公司部分高级管理人员（包括丁贵宝、慕继红、李忻蔚、王东川）及其他核心团队成员拟使用 2021 年度经营业绩奖励 2,000 万元，税后金额 1,428 万元通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份；上述增持金额合计不低于 4,228 万元，增持期间为 2022 年 4 月 29 日至 10 月 28 日（窗口期不交易）
	烽火电子	关于控股股东及一致行动人增持公司股份的公告	陕西烽火电子股份有限公司于 2022 年 2 月 14 日收到公司控股股东陕西烽火通信集团有限公司及一致行动人陕西电子信息产业投资管理有限公司的通知，烽火集团和投资公司基于对公司未来发展前景的信心，根据中国证监会和深圳证券交易所的有关规定，于 2022 年 1 月 27 日至 2022 年 2 月 14 日期间通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持

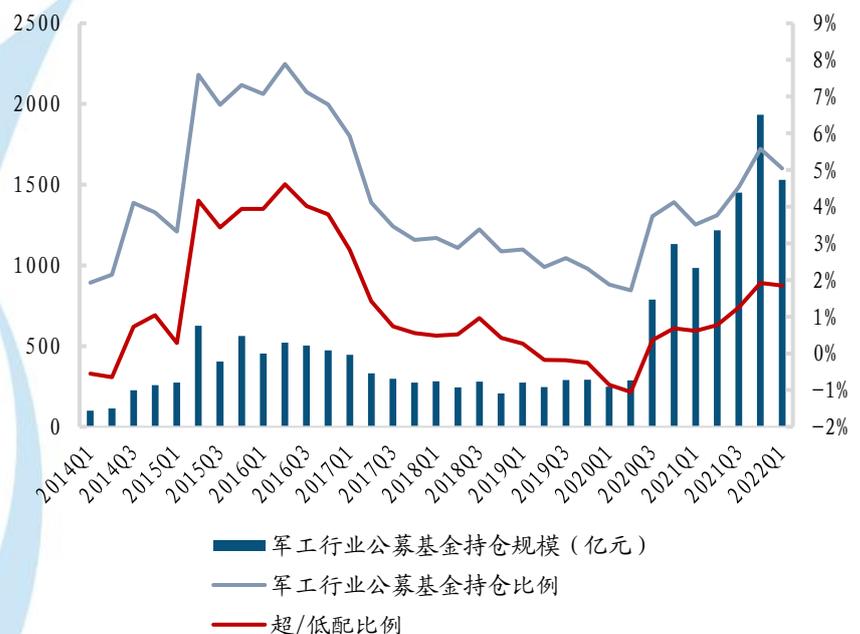
		了公司股份。并计划自公告之日起 6 个月内，在遵守中国证券监督管理委员会和深圳证券交易所相关规定的前提下，通过深圳证券交易所集中竞价交易系统继续择机增持公司股份，增持金额合计不低于人民币 7500 万元。
--	--	--

资料来源: wind, 中航证券研究所整理

6、公募基金军工持仓仍维持超配，外资持仓比例微降，融资盘占比提升放大板块波动性

2022Q1 公募基金持仓比例环比小幅下滑 0.07 个百分点，仍维持超配。截至一季度末，公募基金军工持仓比例为 5.04%，环比减少 0.07 个百分点。

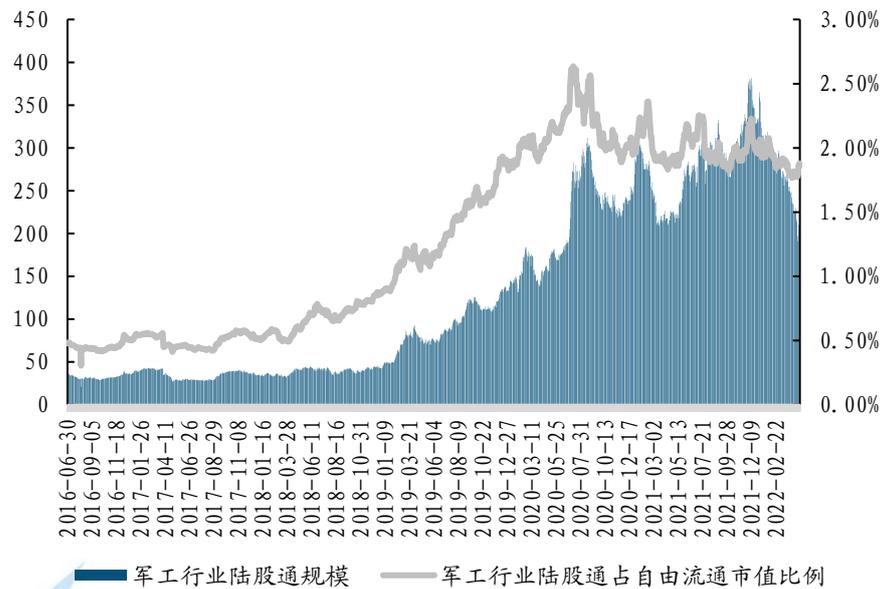
图表 6 军工行业公募基金持仓规模、比例、超低配比例



资料来源: wind, 中航证券研究所整理

陆股通军工持仓占自由流通市值比例较去年末小幅下滑。截至 2022 年 4 月 29 日，北上资金军工持仓 224.02 亿元（较去年末-38.57%），占自由流通市值的 1.88%（较去年末-0.19pcts）。

图表 7 军工行业陆股通持仓规模（亿元）及自由流通市值占比



资料来源：wind，中航证券研究所整理

7、基本面与估值面、基本面与情绪面显著背离，军工估值处于2014年来的0%分位

截至2022年4月29日，国防军工（申万）指数PE为49.62倍，处于2014年来的0%分位。而军工行业的基本面属于历史性的高度景气。可以明显地看出，当前**基本面和估值已出现显著背离，情绪面和基本面同样出现显著背离。**

军工行业估值已经处于底部空间，核心军工公司的PE中位数对应2023年25倍左右，2025年的15倍左右，已经显得足够便宜。

图表 8：核心军工企业估值预测（2022-2025年不同复合增速条件下）

假设“十四五” 年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	33.97	27.17	21.74	17.39
30%	32.66	25.12	20.90	16.08
35%	31.45	23.30	20.13	14.91

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

二、“保质保量保交付”是核心原则，军工行业正在向“以量换价、以效创利”的健康良性行业生态发展

3月19日消息，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备

《采购合同监督管理暂行规定》，自 2022 年 3 月 20 日起施行。《规定》遵循社会主义市场经济规律和军队装备建设规律，科学规范新形势新体制下装备采购合同监督管理工作的基本任务、基本内容和基本管理制度，提高装备采购质量和效益。《规定》按照“军委管总、战区主战、军种主建”的总原则，明确了装备采购合同监督管理工作的管理体制；强化依法监管，优化完善监督管理任务、监督管理协议、监督管理方案等制度机制，提高装备采购合同监督管理工作的有效性；坚持质量至上，对装备采购合同监督管理工作内容、流程和要求等，进行全面系统设计，确保将合格装备交付部队；创新监督管理模式，采取事前预防、事中管理与事后评价相结合的方式，推动装备采购合同监督管理工作创新发展。

近来习近平主席还签署了两个命令。去年，中央军委主席习近平签署命令，于 2021 年 11 月 1 日发布并施行《军队装备订购规定》。此规定规范军队装备订购工作管理机制、坚持以战领建、完善装备订购工作需求生成、规划计划、建设立项、合同订立、履行监督的管理流程；破解制约装备建设的矛盾问题，构建质量至上、竞争择优、集约高效、监督制衡的工作制度等内容。2 月 12 日消息，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备试验鉴定规定》，自 2022 年 2 月 10 日起施行。该规定按照面向部队、面向实战的原则，规范了新体制新编制下军队装备试验鉴定工作的管理机制；着眼装备实战化考核要求，调整试验鉴定工作流程，在装备全寿命周期构建了性能试验、状态鉴定、作战试验、列装定型、在役考核的工作链路；立足装备信息化智能化发展趋势，改进试验鉴定工作模式，完善了紧贴实战、策略灵活、敏捷高效的工作制度。

年初以来，军工行业不断承受多种压力，上游涨价压缩行业利润，竞争加剧冲击现有格局，军品定价机制的改革，税收增加的担忧，业绩兑现的怀疑，等等，不一而足。然而，以上的诸多质疑，以及军工行业的若干事件，都可以用一个统一的原则去分析、解释和澄清。当我们以更加广阔的视角和原则性思维去看待各类问题，就不会陷入到某个细节之中，以致于究不明、算不清，造成片面甚至错误的理解。

一个事实，“十四五”军工行业面临的状况是，需求空前旺盛，当前供不应求，行业进入新一轮扩产周期。经过几十年的投入，军工行业已基本具备“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。

一个原则，保质保量保交付。练兵备战是这些年来核心所在，也是武器装备建设的目标方向，特别当前世界局势波诡云谲，且美国对我国的制裁不断加码，强军需求日益紧迫，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”。

在这样的事实和原则下，我们就不难理解为何会有这些密集推出的规定。在可以称得上是空前大规模采购需求下，相关体制机制已不适应，这些规定是进一步明确责任、理顺关系、细化流程，约束的是军队的工作制度。军队流程的规范，目标是提升行业整体效率，在大规模需求下，保证生产、

交付的及时性。军方客户的制度规范，为生产企业敢于投入及加速备产提供了有力保障。

一个问题随之而来：保质保量保交付，那就是要“多快好”，但是否要“多快好省”，“省”也正是市场动辄质疑的焦点。我们的观点是，数量多、速度快、质量好、成本省，符合行业规律，但“省”不是靠“压”，军工行业的首位是“保质保量保交付”，绝不可能仅仅是出于成本的考量，而牺牲军品质量影响军品交付。

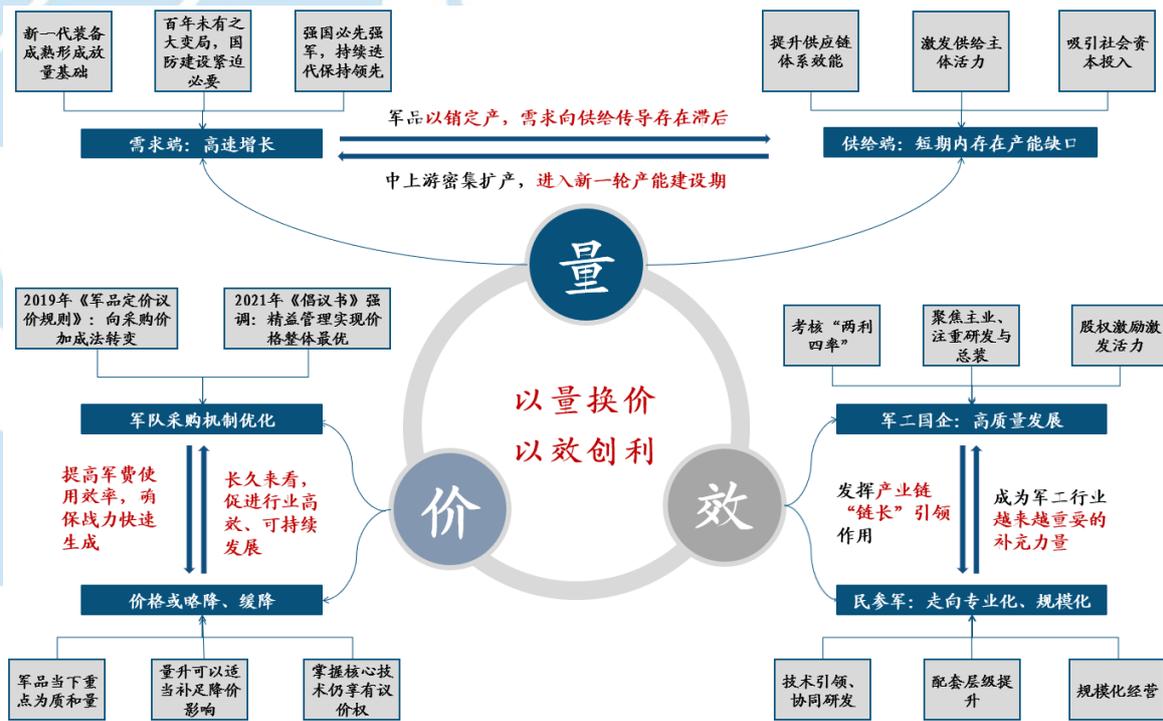
那么，怎么“省”。我们在《2022年军工行业投资策略：风卷红旗过大关》里详细论述过，“省”是靠八个字“以量换价、以效创利”。

“十四五”时期，供给侧与需求侧的变化正有力支撑着行业高景气发展，特别是在量、价、效三个维度上，军工行业正在发生着深层次的变化，整体呈现出以量换价、以效创利的健康良性的行业生态。

(1) 量：需求端高速增长，而军品以销定产特性，导致需求传导至供给存在一定滞后，行业短期出现产能瓶颈。军工全行业范围扩产，行业进入新一轮扩产周期，为“十四五”高增速打好基础做足准备。

(2) 价：在订单放量的基础上，军品采购机制进一步优化，通过强调精益化管理，提高军费使用效率，而这也引发了市场对军品价格的担忧。我们认为，军品生产重在保质保量保交付，量升带来的规模化效应将很大程度抵消产品降价的影响；同时，掌握核心技术公司仍将享有较高的议价权。因而，我们判断，军品价格或为略降、缓降，目标为提高军费使用效率，长久看将有利促进行业高效、可持续发展。

图表 9 军工行业在量、价、效三个维度已经发生了深层次的变化



资料来源：中航证券研究所整理

(3)效：行业进入良性发展快车道，提质增效、高质量发展是军工央企、民参军企业共同的追求和目标。军工行业的不同参与主体，正在共同推动解决产能不足问题，具体体现在三个层面：

① **提升供应链体系效能**：军队加强采购流程优化，完善订购流程，引入竞争机制，加强行业精细化管理；主机厂积极推进小核心、大协作，聚焦核心能力强化，提升社会化产能利用率；

② **激发供给主体活力**：降低民参军制度门槛，民参军企业数量不断增多、规模不断加大、配套层级逐渐提高，军工央企发挥**产业链引领“链长”**作用，民参军则成为越来越重要的参与者；

③吸引社会资本投入：资本市场对军工行业关注度和认可度持续提升，支持力度不断加大。仅在2021年，二级市场上就有接近400亿的资金对行业提供扩产及能力建设支持。

“十四五”是军工新一轮景气周期的开始，需求将带动供给端能力的再提升，而伴随蛋糕份额的做大，改革力度进一步加强，我们认为，军工产业链将呈现出三方面的发展趋势：

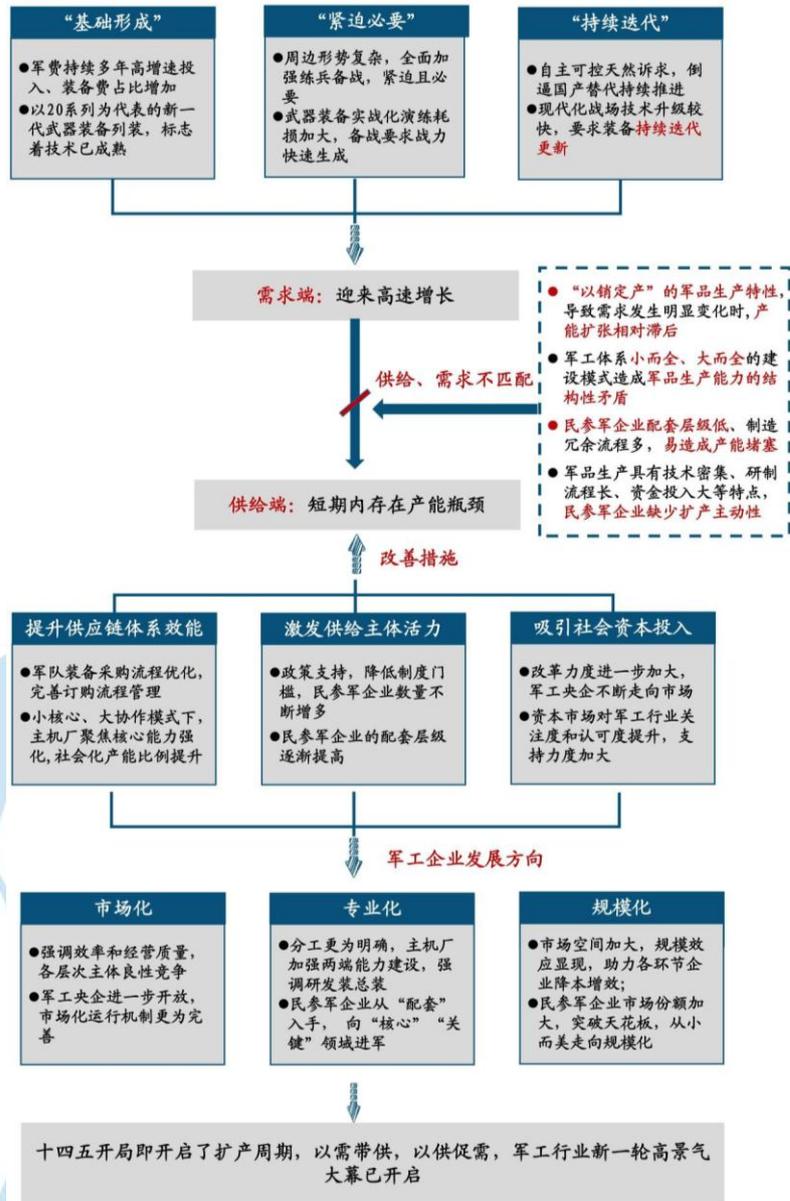
① **市场化**：行业强调效率和经营质量，市场化运行机制更为完善，各层次主体良性竞争；

② **专业化**：分工更为明确，主机厂聚焦研发总装两端能力建设；民参军企业从“配套”入手，向“核心”、“关键”领域进军，细分领域的集中度逐步提升；

③ **规模化**：市场天花板抬高，规模效应显现，助力各环节企业降本增效；民参军企业份额再上台阶，从“小而美”走向规模化。

从保质保量保交付的原则，以及“以量换价、以效创利”的实现路径出发看问题，我们就能够更好地理解和解释，军品定价机制改革、电子元器件名录调整等诸方面的问题，也可以作出判断和预测，市场化、专业化、规模化是行业的健康趋势，仅作出负面解读是一定程度上缺乏对军工行业特定时期的特定规律缺乏深刻理解。

图表 10 新局面下的军工行业以需带供、以供促需



资料来源：中航证券研究所整理

三、建议重点关注七个方向

军机：正式迈入“20时代”，行业需求明确，业绩拐点向上

随着歼-20、运-20、直-20等“20机型”的加速列装，我国航空装备正式迈入了“20时代”。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；海军对舰载机型的需求快速提升；陆军加速迈进立体化作战时代，军机带动陆军“飞起来”。军机发展迎来历史最好时代，需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上。

导弹：高消耗，高增长

在“成熟型号装备的消耗性补充”以及“新型号装备的定型量产”两方面需求带动下，国内导弹整机制造领域“十四五”市场增速有望保持在40%以上，产业链中上游上市公司有望维持高增速，产能高点则位于“十四五”中后期。建议重点关注在“量”或“价”方面具有优势、进入批产阶段的导弹型号配套相关企业。

航空发动机：新产品交付提速，下游需求增速迎来拐点

经过七十多年的发展，我国已具备自主研制生产当今几乎所有种类航空动力，包括先进航空发动机的能力。2021年，多款国产战鹰接连换装“中国心”，包括在第十三届中国航展中，换装国产发动机的歼-20首次公开亮相，并进行了飞行表演；首批歼-10C、国产大型军用运输机运-20换装国产发动机等。多款战机陆续更换国产发动机，一方面体现了我国航空发动机的技术取得了长足的进步，另一方面，表明我国航空发动机正式进入国产替代进程，将极大的打开市场空间。

北斗：日趋成熟，应用加速

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。参考北斗应用产业“十三五”时期的增速，我们判断“十四五”北斗应用产业市场复合增速有望超过25%，在新兴北斗应用服务市场方面，建议积极关注在“高精度北斗导航+”及“+高精度北斗导航”融合产业布局的企业，特别是“十四五”有望实现高速发展的高精度北斗导航下游运营领域。

卫星互联网：新领域，大空间

卫星互联网是以卫星为接入手段的互联网宽带服务模式，其本质是卫星通信领域的一个重要衍生应用。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。整体来看，我国卫星互联网产业整体尚属于发展早期阶段，但作为一片有待拓展的“蓝海”，蕴含着较大的市场空间。

军工电子：装备信息化、智能化、国产化三因素叠加，高景气度下积极扩产

军工电子产业主要承担武器装备的配套作用，产业链集中于军工产业链中上游环节，中游环节通信设备、雷达、红外设备，是军工电子整机的重要子系统；上游环节分为电子元器件、集成电路、PCB、嵌入式计算机模块、微波器件、连接器等，是信息化装备发展的基石。“十四五”期间，

军工电子行业将在武器装备中信息化水平提升、信息化武器装备批量列装以及国产化替代提速三大“加速度”驱动下，迎来高速增长的黄金时期。

军工材料：行业基石，快速扩产

“一代武器，一代材料”，材料在国防工业中占据着举足轻重的作用，是高端武器装备发展的先决要素。在“十四五”装备快速放量的环境下，军工材料作为基础也迎来了“黄金时代”。钛合金、高温合金、碳纤维“十四五”期间市场需求有望维持稳定高速增长，市场空间逐渐打开。我们预计高端钛合金、碳纤维、高温合金三种材料“十四五”期间市场需求的复合增速分别为 20%、25%以及 16%，假设三者价格分别为 35 万元/吨、15 万元/吨以及 30 万元/吨来估算，到 2025 年三种材料市场规模将分别突破 100 亿元、200 亿元以及 300 亿元。

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、航发科技、航发控制、航亚科技（发动机），航天彩虹、航天电子（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、航宇科技、华伍股份、利君股份（航空制造）等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器），中国卫星（卫星互联网），天奥电子、海格通信、华测导航、振芯科技（北斗），北方导航（导航控制和弹药信息化），康拓红外（星载微系统），盟升电子（卫星导航通信）。

信息化+自主可控：

紫光国微、复旦微电（军工芯片），大立科技（红外制导），国睿科技、四创电子（雷达），振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（高端电容），智明达（嵌入式计算机），中国长城、中国软件（信创）。

另外，2022 年首架 C919 有望交付，或将掀起民机领域的投资热情。

五、风险提示

- ① 疫情发展仍不确定，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；

- ⑦ 军贸业务开展短期受疫情影响较大，订单交付确认进度可能不及预期。
- ⑧ 减持在短期内可能会加大军工行业整体或个股走势的波动性。



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。