

2022年07月16日

证券研究报告|行业研究|军工行业点评

国防军工

军工行业周报：波动加大

报告摘要

近期几点观察：

- (1) 4月27日以来，军工反弹34.57%，区间涨幅第3，次于电力设备（57.95%）、汽车（46.31%）；
- (2) 近期全国多地掀起“停贷潮”，在对风险扩散传导的担忧之下，本周银行（-7.17%）、地产（-6.07%）领跌，跌幅在申万31个行业板块中排名前两位。“稳增长”板块低迷，相比之下，军工板块高确定性的优势凸显；
- (3) 军工新股和次新股受到追捧，6月份以来新股的发行市盈率都超过60倍，如龙芯中科、中无人机、超卓航科、思科瑞、隆达股份等，龙芯中科、隆达股份甚至超过100倍，次新股铖昌科技（主板）12连板，华秦科技屡创新高；
- (4) 近期指数及个股（如发动机板块）有波动加大之势。

自“十三五”末、“十四五”初，军工行业真正从主题投资转变为价值投资，开始有业绩，可以看业绩，2019年、2020年、2021年，连续三年都呈现出中报行情，七月八月两月累积涨幅分别为9.79%、36.69%、20.29%，那么2022年能否再现中报行情？

简要回顾观点：

- 4月的四期周报分别为《一季度预计开门红》、《情绪面和基本面的背离》、《可以且应当乐观一些》、《估值处于2014年以来0%分位》；
- 5月9日发布深度报告《最好的时代，最低的估值》；
- 5月22日周报《短期看依然是做多窗口期》；
- 6月5日周报《反弹29%后短期依然无虞》。

军工板块2022年半年报业绩预告情况，截至7月15日，70家军工板块上市公司发布2022年半年报业绩预告，36家预告净利润较2021年同期实现增长，8家扭亏为盈。2022年预告净利润变动幅度下限中位数为3.46%，上限中位数为22.34%，2021年净利润增长幅度中位数为19.38%。

4月27日后，军工率先反弹，我们认为超跌后的估值修复是上涨动力；而赛道股中的轮动和补涨，是近期上涨的主导因素。当前我们与市场不同的观点是：对即将呈现的中报业绩持中性态度，难以普现中报行情；对三季度业绩却更为乐观，存在超预期可能。

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

邱净博 分析师
SAC执业证书：S0640521110001
联系电话：010-59562493
邮箱：qiujb@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：谈谈中报行情 —2022-07-10
军工行业周报：三季度是全年“大季” —
2022-07-03
军工行业周报：周线八连阳 —2022-06-26

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：010-59219558 传真：010-59562637

该观点基于三方面事实：

(1) “免疫行业”乃是“需求免疫”，二季度依然受到疫情影响。即将进入中报业绩预告和中报披露期，中报情况又成为了关注焦点。考虑到：军工行业虽为“免疫行业”，但所谓“免疫”，是“需求免疫”，整个体系依然难免受疫情冲击，影响到生产、交付和确认节奏。我们倾向于认为，军工的中报业绩，横向比较依然优势凸显，可实现同比和环比稳健增长，但疫情之下过高过快的二季度增速也不切实际。

(2) 三季度将成为全年“大季”。三季度，军工企业将一方面回补二季度之“缺口”，另一方面为了应对疫情不确定性，会将四季度任务尽可能提早超前完成，因此三季度的生产交付将会尤其饱满。

(3) 中报季业绩的逐步披露，和三季度“大季”的逐步确认，二者基本同步，短期形成对冲。

再结合部分资金短期获利较多、赛道股反弹幅度不低等方面因素，我们的判断如下：

- (1) 底部清晰，即4月底的底部位置很难再现；
- (2) 中枢逐步上移，军工行业的高景气度、稳定性、确定性，如此优势是大部分行业难以比拟的；
- (3) 短期来看，上涨速度、反弹速度最快的时候已过去；
- (4) 即使已经经历了比较明显的上涨，现在的估值水平放在长时间维度来看，应该说仍然是很低的位置；
- (5) 考虑到中报季业绩的逐步披露，和三季度“大季”的逐步确认，二者在时间上基本同步和重合，意味着在七月中下旬到八月底，一方面会逐步发现军工中报难以大超预期，更可能的还是稳定的同比和环比的增长，另一方面又会发现三季度军工订单尤其饱满，生产节奏尤其火热，交付确认尤其密集，以上两方面因素将形成对冲。所以，我们认为进入中报季后，军工板块或先以宽幅震荡为主，然后才能形成更为一致的预期，继而实现进一步的突破，期间若现短期调整即是配置良机。

正文目录

近一周行情	4
重要事件及公告	4
一、 中报情况	6
二、 近期军工 IPO 发行市盈率水平明显提升	8
三、 “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	9
四、 建议重点关注七个方向	13
五、 建议关注的细分领域及个股	15
六、 风险提示	16

图表目录

图 1 军工上市公司 2022 年半年报业绩预告摘要	6
图 2 注册制实行以来军工 IPO 发行市盈率中位数发展趋势	8
图 3 2022 以来军工 IPO 发行市盈率情况	8
图 4 军工行业在量、价、效三个维度已经发生了深层次的变化	11
图 5 新局面下的军工行业以需带供、以供促需	13

近一周行情

国防军工（申万）指数（-2.22%），行业（申万）排名（9/31）；

上证综指（-3.81%），深证成指（-3.47%），创业板指（-2.03%）；

涨幅前五：华伍股份(+17.26%)、光威复材(+13.47%)、宗申动力(+11.19%)、湘电股份(+10.92%)、合众思壮(+10.92%)；纵横股份(+10.13%)；

跌幅前五：雷科防务(-11.21%)、中国海防(-10.37%)、奥普光电(-9.61%)、中国长城(-9.22%)、航天发展(-8.97%)。

重要事件及公告

7月11日，苏试试验发布公告，拟以自有资金合计人民币5,727.6740万元收购成都广博少数股东合计持有18.50%股权、以629.5447万元收购西安广博少数股东合计持有3.50%股权，收购完成后，公司将分别持有成都广博69.50%、西安广博54.50%股权。

7月12日，国资委提出，央企要聚焦更大范围优化资源配置，推动中央企业与外部资源有机结合，对前瞻性战略性新兴产业、高科技产业等领域积极开展并购。

7月12日，航宇科技发布公告，公司及全资子公司德兰航宇科技自2021年9月17日至2022年7月8日，累计收到各类与收益相关的政府补助共计15,506,872.16元。

7月12日，内蒙一机发布公告，全资子公司北创公司与中国国家铁路集团有限公司于2022年7月8日签订的《X70型铁路货车采购项目合同》（合同编号：2022THZC-2-X70-BC），由中国国家铁路集团有限公司向北创公司采购850辆X70型集装箱专用平车，合同金额合计32,189.50万元（含税）人民币。

7月13日，美“本福德”号导弹驱逐舰未经中国政府批准，非法闯入中国西沙领海，中国人民解放军南部战区组织海空兵力进行跟踪监视并予以警告驱离。

7月13日0时30分，长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心升空，成功将天链二号03星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。我国第二代地球同步轨道数据中继卫星系统正式建成，天基测控与数据中继

能力大大提升。

7月13日，印度斯坦航空公司举行了国产第五代战斗机项目——AMCA“先进中型战机”切割首块钛合金部件仪式。根据计划，预计AMCA战机项目的首架原型机将于2023年推出，首次飞行将在2024年进行。印度斯坦航空公司希望在2026-2028年开始小批量生产，到2029年开始全面生产。

7月13日，西菱动力发布调整向特定对象发行股票方案公告，调整后的发行股票数量不超过51,636,905股（含本数），募集资金总额不超过33,600.00万元（含），用于涡轮增压器扩产项目、研发中心项目和补充流动资金。

7月13日，科德数控发布公告，以简易程序向特定对象发行股票申请获得中国证监会注册批复。

7月13日，中国船舶发布公告，决定聘请施卫东先生担任本公司总经理。

7月14日，工信部发布新闻，2022年1-6月，我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占世界总量的45.2%、50.8%和47.8%，按修正总吨计分别占42.0%、47.7%和41.5%，国际市场份额均位居世界第一。

7月14日，航天工程发布公告，拟与关联方航天氢能新乡气体有限公司签署年产60万吨合成氨80万吨尿素及其配套装置建设项目气体装置EPC总承包合同，合同总金额108,388万元。

7月14日，海格通信发布公告，全资子公司海格晶维与核心骨干团队组成的“芯盛合”员工持股平台共同出资2,000万元成立专业芯片公司晶维天腾。

7月14日，内蒙一机发布公告，全资子公司北创公司与蒙古东珠国际集装箱运输有限责任公司签订了500台1520mm轨距铁路集装箱平车（NW27）的采购订单，合同总金额合计17,500.00万元人民币。

当地时间7月14日，美国国会众议院以329票赞成、101票反对的投票结果通过了2023财年8400亿美元的国防开支，批准了拜登增加的370亿美元国防预算。

7月15日，威海广泰发布公告，近日收到退税款人民币1,606.45万元，占公司最近一期经审计净利润的31.80%。

7月15日，深桑达A发布公告，2022年以来，公司下属公司累计新增收到政府补助4,472.63万元。

7月16日,中国核电发布公告,子公司三门核电与上海核工程研究设计院有限公司拟签订《三门核电项目3、4号机组工程总承包合同》,暂定合同总价为人民币1,870,083万元。

7月16日,北方国际发布公告,子公司北方车辆拟与北京北方诺信科技有限公司签订《矿用自卸车及备件供应合同》,供应22台矿车及备件,合同总金额为1.49亿元。

一、中报情况

截至2022年7月15日,70家军工板块上市公司发布2022年半年报业绩预告,36家预告净利润较2021年同期实现增长,8家扭亏为盈。2022年预告净利润变动幅度下限中位数为3.46%,上限中位数为22.34%,2021年净利润增长幅度中位数为19.38%。

其中,盛路通信预告净利润同比增长(7774.02%-10529.92%),成飞集成(177.78%-223.13%),振华科技(128.96%-158.06%),中船防务(116.83%-123.15%),中兵红箭(103.41%-118.71%),中航重机(99.94%-114.75%),湘电股份(97.32%-130.47%)。

图1 军工上市公司2022年半年报业绩预告摘要

序号	公司代码	公司名称	预告净利润下限 (亿元)	预告净利润上限 (亿元)	预告净利润变动幅 度下限(%)	预告净利润变动幅 度上限(%)
1	002446.SZ	盛路通信	1.00	1.35	7774.02	10529.92
2	000070.SZ	特发信息	0.78	0.97	523.38	675.23
3	600151.SH	航天机电	0.16	0.24	244.17	316.25
4	000625.SZ	长安汽车	50.00	62.00	189.14	258.54
5	002190.SZ	成飞集成	0.25	0.29	177.78	223.13
6	601606.SH	长城军工	0.03	0.03	150.07	150.07
7	000733.SZ	振华科技	11.80	13.30	128.96	158.06
8	002268.SZ	卫士通	0.09	0.11	120.46	126.41
9	600685.SH	中船防务	0.16	0.22	116.83	123.15
10	600495.SH	晋西车轴	0.09	0.11	115.93	119.11
11	300711.SZ	广哈通信	0.01	0.01	113.18	119.26
12	002383.SZ	合众思壮	0.15	0.23	112.51	118.77
13	300719.SZ	安达维尔	0.01	0.02	110.83	116.05
14	000519.SZ	中兵红箭	6.65	7.15	103.41	118.71
15	600765.SH	中航重机	5.40	5.80	99.94	114.75
16	600416.SH	湘电股份	1.25	1.46	97.32	130.47
17	600391.SH	航发科技	-0.12	-0.10	77.64	81.37

18	002625.SZ	光启技术	1.60	2.00	73.61	117.01
19	605123.SH	派克新材	2.29	2.29	62.00	62.00
20	300900.SZ	广联航空	0.38	0.48	60.02	102.14
21	300354.SZ	东华测试	0.25	0.28	60.00	80.00
22	600562.SH	国睿科技	2.72	3.00	52.00	68.00
23	000021.SZ	深科技	4.10	4.92	50.00	80.00
24	002933.SZ	新兴装备	-0.09	-0.05	45.93	69.96
25	002366.SZ	*ST 海核	-0.80	-0.65	44.16	54.63
26	300629.SZ	新劲刚	0.61	0.72	39.54	64.71
27	300722.SZ	新余国科	0.29	0.33	37.66	53.69
28	688305.SH	科德数控	0.27	0.27	22.41	22.41
29	300627.SZ	华测导航	1.32	1.37	20.55	25.12
30	300699.SZ	光威复材	5.06	5.06	16.48	16.48
31	688237.SH	超卓航科	0.38	0.45	11.73	32.31
32	600536.SH	中国软件	-3.20	-2.70	11.34	25.19
33	600990.SH	四创电子	-0.51	-0.37	10.61	35.69
34	001270.SZ	铖昌科技	0.50	0.58	8.34	25.68
35	300227.SZ	光韵达	0.50	0.64	5.00	35.00
36	002829.SZ	星网宇达	0.33	0.35	1.92	8.10
37	600100.SH	同方股份	-5.80	-3.50	-10.02	33.61
38	200468.SZ	宁通信 B	-0.33	-0.23	-11.52	22.27
39	688297.SH	中无人机	1.90	2.20	-15.40	-2.05
40	000697.SZ	炼石航空	-1.60	-1.30	-28.11	-4.09
41	002151.SZ	北斗星通	0.80	1.00	-28.70	-10.90
42	300427.SZ	红相股份	0.43	0.53	-38.87	-24.65
43	600764.SH	中国海防	1.50	1.50	-46.02	-46.02
44	002111.SZ	威海广泰	0.85	0.95	-59.16	-54.36
45	000576.SZ	甘化科工	0.30	0.40	-60.00	-47.00
46	600178.SH	东安动力	0.49	0.59	-62.74	-54.46
47	600399.SH	抚顺特钢	1.53	2.13	-64.52	-50.60
48	000818.SZ	航锦科技	1.35	1.95	-66.87	-52.14
49	002253.SZ	川大智胜	0.07	0.10	-70.00	-55.00
50	002520.SZ	日发精机	0.29	0.43	-71.00	-57.00
51	600316.SH	洪都航空	0.12	0.15	-78.62	-74.46
52	002413.SZ	雷科防务	0.10	0.15	-84.68	-77.02
53	600148.SH	长春一东	0.02	0.03	-91.72	-87.58
54	300747.SZ	锐科激光	0.20	0.23	-92.32	-91.17
55	600038.SH	中直股份	0.14	0.17	-96.34	-95.56
56	002023.SZ	海特高新	0.22	0.26	-96.83	-96.16
57	000727.SZ	冠捷科技	0.10	0.13	-97.55	-96.81
58	600698.SH	湖南天雁	0.00	0.00	-97.77	-97.77
59	002189.SZ	中光学	0.01	0.02	-98.73	-98.09
60	002214.SZ	大立科技	0.02	0.03	-99.23	-98.85
61	002265.SZ	西仪股份	-0.14	-0.10	-106.41	-47.44
62	300397.SZ	天和防务	-0.16	-0.12	-108.98	-56.74

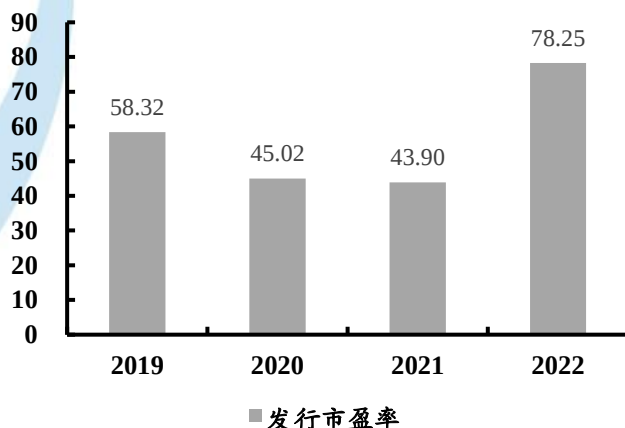
63	600973.SH	宝胜股份	-0.25	-0.15	-112.94	-107.76
64	600855.SH	航天长峰	-0.28	-0.20	-135.17	-126.05
65	600071.SH	凤凰光学	-0.07	-0.05	-170.43	-150.31
66	000066.SZ	中国长城	-3.00	-2.00	-261.23	-140.82
67	601989.SH	中国重工	-6.50	-5.50	-511.17	-447.91
68	600343.SH	航天动力	-0.26	-0.22	-730.57	-615.92
69	000032.SZ	深桑达A	-3.40	-3.10	-1037.64	-954.91
70	002331.SZ	皖通科技	-1.26	-0.63	-2049.42	-1074.71

资料来源：同花顺，中航证券研究所（截至 2022 年 7 月 15 日）

二、近期军工 IPO 发行市盈率水平明显提升

2022 年以来，军工 IPO（科创板和创业板）发行市盈率水平明显提升，表现投资者对军工行业高景气度的确认和业绩增长高确定性的信心。

图2 注册制实行以来军工 IPO 发行市盈率中位数发展趋势



资料来源：wind，中航证券研究所（截至 2022 年 7 月 8 日已上市的公司）

图3 2022 以来军工 IPO 发行市盈率情况

序号	公司代码	公司名称	首发价格 (元)	上市日期	发行市盈率	发行市盈率 (TTM)	上市板块
1	688231.SH	隆达股份	39.08	暂未上市	343.50	/	科创板
2	688053.SH	思科瑞	55.53	2022-07-08	60.64	56.76	科创板
3	688237.SH	超卓航科	41.27	2022-07-01	61.46	45.59	科创板
4	688297.SH	中无人机	32.35	2022-06-29	75.62	85.72	科创板
5	688047.SH	龙芯中科	60.06	2022-06-24	141.68	114.30	科创板
6	301302.SZ	华如科技	52.03	2022-06-23	51.64	46.81	创业板
7	688287.SH	观典防务	21.88	2022-05-25	72.08	71.51	科创板
8	688295.SH	中复神鹰	29.33	2022-04-06	385.14	94.71	科创板
9	688282.SH	理工导航	65.21	2022-03-18	80.87	78.53	科创板

10	688175.SH	高凌信息	51.68	2022-03-15	50.55	40.33	科创板
11	688281.SH	华秦科技	189.50	2022-03-07	81.60	54.18	科创板
12	688270.SH	臻镭科技	61.88	2022-01-27	92.63	82.85	科创板

资料来源：wind，中航证券研究所（截至 2022 年 7 月 15 日）

三、“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。

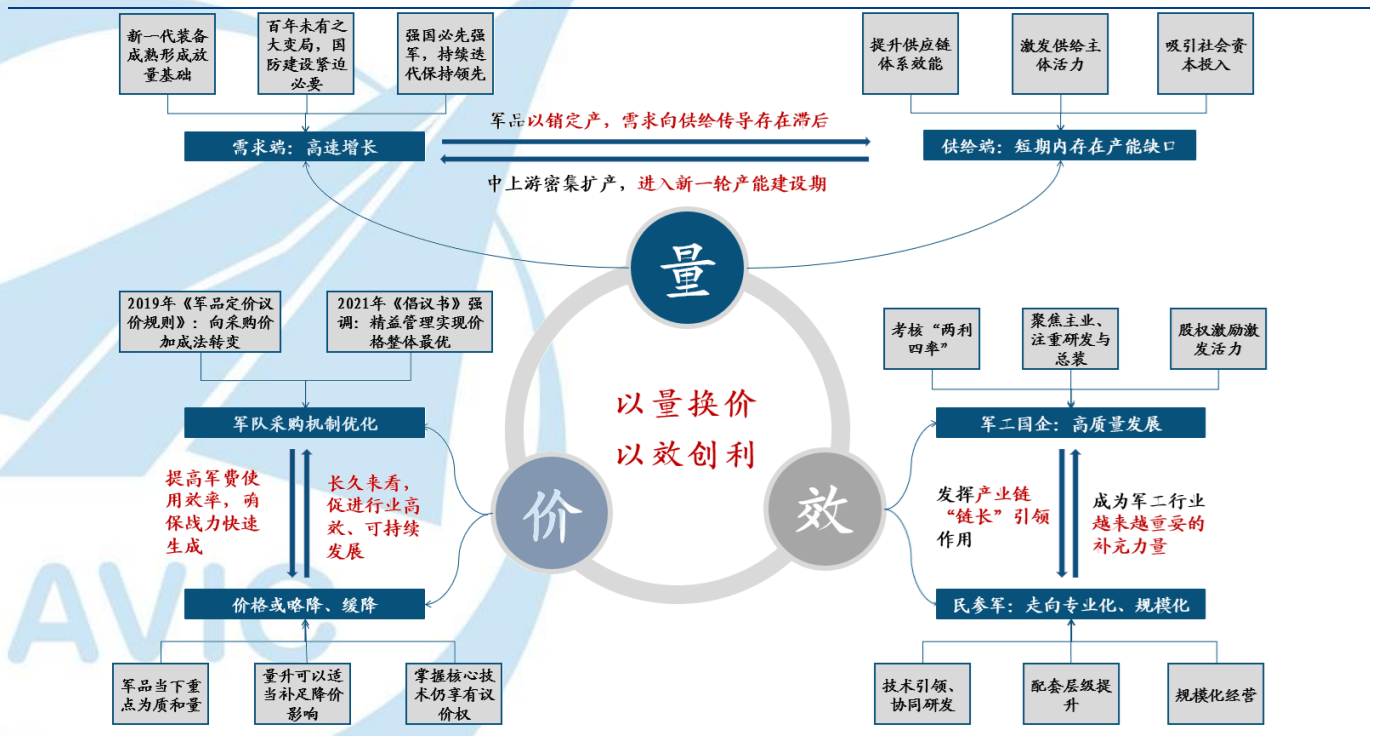
那么，怎么“省”。我们在《2022 年军工行业投资策略：风卷红旗过大关》里详细论述过，“省”是靠八个字“以量换价、以效创利”。

“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，掌握核心技术的企业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4 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

(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。

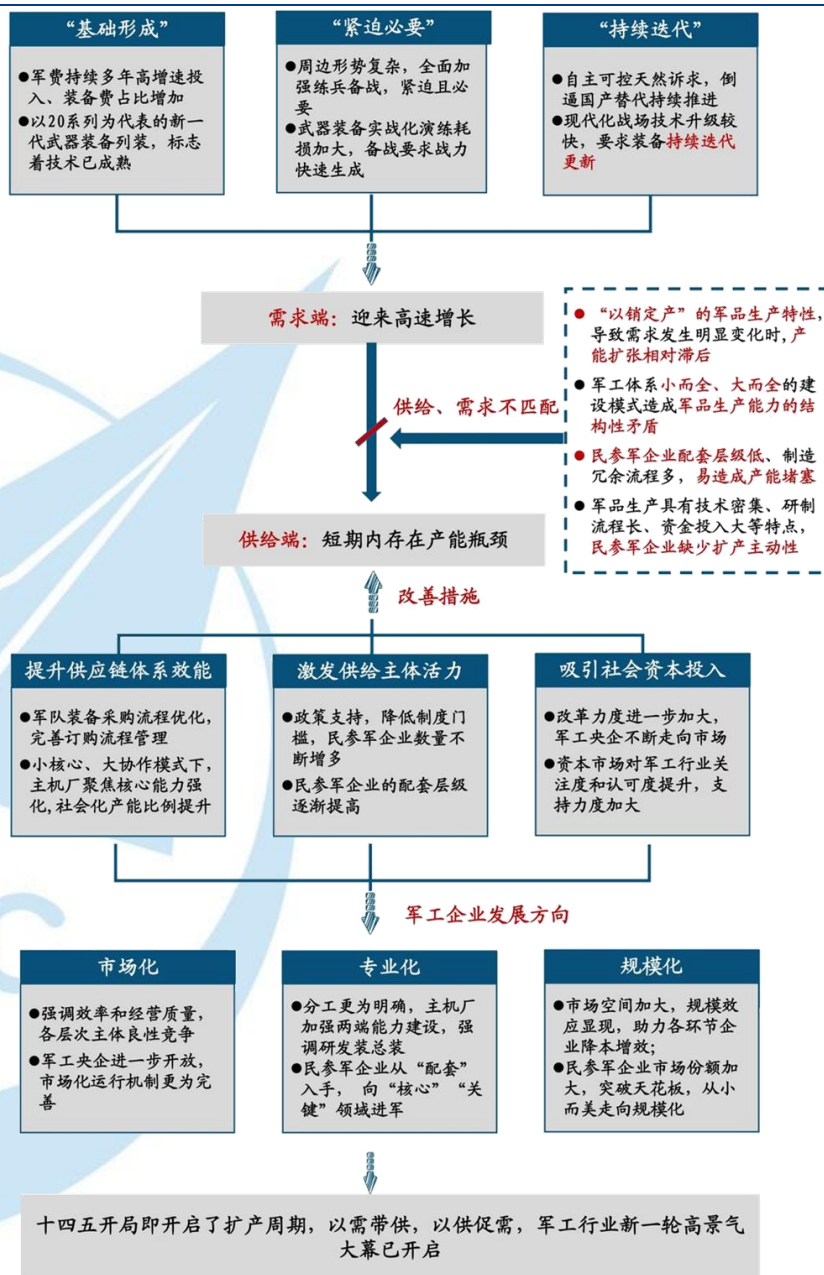
“十四五”是军工新一轮景气周期的开始，需求将带动供给端能力的再提升，而伴随蛋糕份额的做大，改

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5 新局面下的军工行业以需带供、以供促需



资源来源：中航证券研究所

四、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。

五、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（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、宝钛股份（钛合金），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），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），富吉瑞、大立科技（红外制导），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。

六、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。

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637