

## 美国新型战略轰炸机 B21 亮相，

## 第六代战机序幕拉开

——军工行业双周报

军工行业

推荐 维持评级

### 核心观点：

- **六代机 B-21 轰炸机将于 2026-2027 年投入使用，造价超 5 亿美元。** B-21 原称 LRS-B，即远程打击轰炸机，于 2011 年获准启动，用于取代美军现役的 B-52、B-1 和 B-2 战略轰炸机。2015 年，诺·格获得远程轰炸机（LRS-B）的合约，并于 2016 年指配代号为“B-21”。根据相关规划，美军预计采购 80-100 架 B-21，采购单价 5.5 亿美元，于 2026-2027 年投入使用。目前共有 6 架机处于总装或测试阶段。B-21 轰炸机将为美国空军提供远程能力、高生存能力和灵活的任务有效载荷能力，可穿透最坚固的防御系统，对全球任何位置进行精确打击任务。除了战略轰炸、战术轰炸和快速全球打击能力外，该新型轰炸机也将会成为美国战略系统的一部分，负责进行地面监视和电子攻击。
- **我国新一代战轰有望迎头赶上。** 目前轰 6 及其衍生型号是我国轰炸机主力。根据《World Air Force 2022》，H-6 在役 150 架，虽然在数量上与美俄相差无几，但在载弹量、作战半径等关键性能指标上仍有差距。我们认为我国下一代远程战略轰炸机（H-20）或能完成部分超越。根据央视《兵器面面观》，H-20 于 2016 年立项，目前正在研制中，或将成为我国“核三位一体”的重要组成部分。有别于轰-6K/N，轰-20 气动布局和 B-21 轰炸机相同，采用隐身无垂直尾翼飞翼布局；航程预计至少有 8000 公里，最高航程可达 10000 公里以上。轰 20 将取代现役轰-6K 的主导地位，既能执行核打击任务，也具备常规武器的精确制导能力。面对百年未有之大变局，我国打造强大战略威慑力量体系成当务之急，“三位一体”打击力量或将更加完备。从型号发展来看，新型号的数量和需求将进一步提升，老旧型号替换有望加速。
- **投资建议：景气度仍存，估值调整下无须悲观。** 短期看，首先，军工板块迎较长业绩空窗期，行业中长期逻辑对估值影响凸显，但景气度仍存，估值调整下无须悲观；其次，估值切换已至，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期整体向好，尤其是陆军、火箭军、无人机、远程火箭弹和军工信息安全等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升；再次，军工板块估值分位数 32%，提升空间较大。建议“五维度”配置：1) 新域新质，包括无人机核心供应商航天彩虹、航天电子、星网宇达，远火供应商北方导航，雷达/通信/电子对抗供应商国博电子、盟升电子，军工信息安全供应商邦彦技术；2) 航空/航发产业链，包括航发动力、中航光电、全信股份、宝钛股份、盛路通信；3) 导弹产业链，包括新雷能、智明达、超卓航科；4) 国产化提升受益标的，包括紫光国微和振华科技；5) 国企改革对业绩增长改善标的，包括中航西飞、七一二、中直股份和中航机电等。
- **军工团队 12 月份核心股票池组合**

股票代码	股票简称	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
600879.SH	航天电子	6.32	7.21	30.1	26.3
002049.SZ	紫光国微	3.32	4.65	40.1	28.9
300447.SZ	全信股份	0.70	0.93	24.5	18.2

- **风险提示：**“十四五”规划和军工改革不及预期的风险。

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

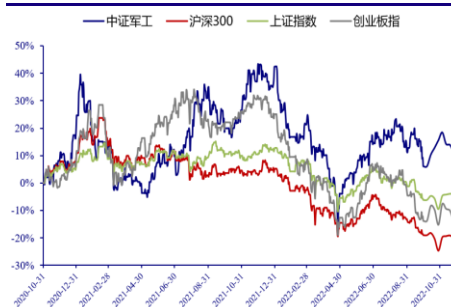
☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

### 行业数据

2022.12.2



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 一、美国新型战略轰炸机 B21 亮相，第六代飞机序幕拉开

B-21 轰炸机于 2022 年 12 月 2 日正式亮相，也是“世界上第一架第六代飞机”首次向公众展示。B-21“突袭者”（B-21 Raider）是美国空军研发中的远程轰炸机，用于取代美军现役的 B-52、B-1 和 B-2 幽灵战略轰炸机。

图 1 B-21 战略轰炸机亮相



资料来源：诺格公司官网，中国银河证券研究院整理

美军预计采购 80-100 架 B-21，采购单价 5.5 亿美元（2010 年币值），B-21 将于 2026-2027 年投入使用。B-21 旧称 Long Range Strike Bomber（LRS-B），即远程打击轰炸机，美国空军于 2011 年获准启动。2015 年，诺·格获得远程轰炸机（LRS-B）的合约，并于 2016 年指配代号为“B-21”。根据相关规划，该项目预计在 2020 年代中期开始制造 80 架至 100 架，并将每架生产成本限制在 5.5 亿美元，于 2026-2027 年投入使用。目前共有 6 架机处于总装或测试阶段。

表 1 B-21 轰炸机十大关键特点

特点	描述
第六代	采用新一代隐身技术、先进的网络能力和开放的系统架构，针对高端威胁环境进行了优化，可在空军最复杂的任务中发挥关键作用。
隐身	采用新的材料与制造技术，以确保 B-21 能够击败其面对的反介入/区域拒止防御系统。
机队中坚力量	能够携带常规和核有效载荷，能够使用广泛的防区外和直接攻击弹药，将成为空中最有影响的飞机之一。
数字轰炸机	使用灵活的软件开发、先进的制造技术和数字工程工具
云技术	诺格公司和美国空军成功进行了 B-21 地面系统数据迁移到云环境的演示，内容包括 B-21 数据的开发、部署和测试（包括 B-21 的数字孪生）
开放式体系结构	与前几代飞机不同，B-21 将不会进行整体升级。新技术、能力和武器将依赖于敏捷软件升级和灵活内置硬件的无缝集成。这将确保 B-21 轰炸机能够在未来几十年中持续地应对不断演变的威胁。
全国团队	自 2015 年合同授予以来，诺格公司已经组建了一个全国团队，包括来自诺格公司、工业合作伙伴和空军的 8000 多人，供应链由来自 40 个州的 400 多家供应商组成。
维护性	在与空军的合作中，项目团队已将维护性作为与隐身性能比肩的重要需求，以推动更经济、可预测的作战行动和维护的效果。
全球到达	先进的远程精确打击能力可使作战指挥官有能力在世界任何地方将任何目标置于危险之中，B-21 还被设计为一个更大的“系统簇”，将提供情报、监视、侦察、电子攻击和多域网络能力。
“突袭者”	B-21 轰炸机取用“突袭者”（Raider）这一名称，是为纪念二战期间的杜立特突袭行动（Doolittle Raid）而命名的。

资料来源：诺格官网，中国银河证券研究院整理

**B-21 将成为美国战略系统一部分。**B-21 轰炸机将为美国空军提供远程能力、高生存能力和灵活的任务有效载荷能力，可穿透最坚固的防御系统，对全球任何位置进行精确打击任务。除了战略轰炸、战术轰炸和快速全球打击能力外，该新型轰炸机也将会成为美国战略系统的一部分，负责进行地面监视和电子攻击。

与战术轰炸机被用于对某个交战区内的军队和军事设备轰炸不同，战略轰炸机的用途是执行远程轰炸和战略轰炸，运载长射程、高威力的空对地导弹或核武器，对敌方心脏地区的战略目标如主要军事设施、工厂和城市等进行打击，达到大幅削弱敌方的战争能力。根据 1990 年 6 月 1 日签署的苏美《第一阶段削减进攻性武器条约》，飞机航程大于 8000 公里或搭载“超过 600 公里长射程空射核战斗部巡航导弹”。据此，美国的 B-1B, B-2A, B-52G/H、俄罗斯的 Tu-95 系列，Tu-160, Tu-22M 和中国的轰-6 等系列被称为战略轰炸机，普遍航程 7000 公里以上，载弹量普遍 10 吨以上。

表 2 现役主流战略轰炸机一览表

国家	型号	在役数量	价格 (亿美元)	最大起飞重量 (吨)	载弹量与战斗部重量 (吨)	最高速度 (km/h)	作战半径 (km)	最大航程 (km)	最大升限 (m)	隐身设计
美国	B-52	72	0.53	229	31	957	7210	16090	16765	无
	B-1	43	2	216.3	34	1335	5543	13500	23600	部分
	B-2	18	22	171	27	1010	5300	11100	18290	全部
俄罗斯	Tu-95	42	/	172	20	882	6500	15000	18000	无
	Tu-22M	66	/	126	28	2327	2410	7000	13300	无
	Tu-160	15	2.85	275	45	2230	7300	21765	13300	部分
中国	轰 6	150	0.16	95	12	1050	4500	8000+	12800	无

资料来源: World Air Force、Military balance、中国银河证券研究院整理, \*代表预计值

目前轰 6 及其衍生型号是我国的轰炸机主力，根据《World Air Force2022》，H-6 在役 150 架，虽然在数量上与美俄相差无几，但在起飞重量、载弹量、作战半径等性能指标上仍有差距。我们认为下一代远程战略轰炸机轰-20 战略轰炸机 (H-20) 或将完成部分超越。根据央视《兵器面面观》，H20 于 2016 年立项，目前正在研制中，或将成为我国“核三位一体”的重要组成部分。有别于轰-6K/N，轰-20 气动布局和 B-21 轰炸机相同，采用隐身无垂直尾翼飞翼布局；航程预计至少有 8000 公里，最高航程可达 10000 公里以上。轰 20 将取代现役轰-6K 的主导地位，既能执行核打击任务，也具备常规武器的精确制导能力。

**战略轰炸机战术和战略意义重大。**战时在第一波攻击过后，可以凭借大载量对敌方有生力量进行精确摧毁。非战时则可以对非友好国家进行抵近飞行，进行强大的心理威慑。作为三位一体的核打击力量，战略轰炸机具有重要的意义。

面对百年未有之大变局，我国打造强大战略威慑力量体系成当务之急，“三位一体”打击力量或将更加完备。目前军队相关架构和各项政策已基本成型，未来将主要聚焦军事能力建设，装备快速发展仍在路上。从型号发展来看，新型号的数量和需求将进一步提升，老旧型号替换有望加速。

图 2 2018 年中航工业集团宣传片《大国起飞》



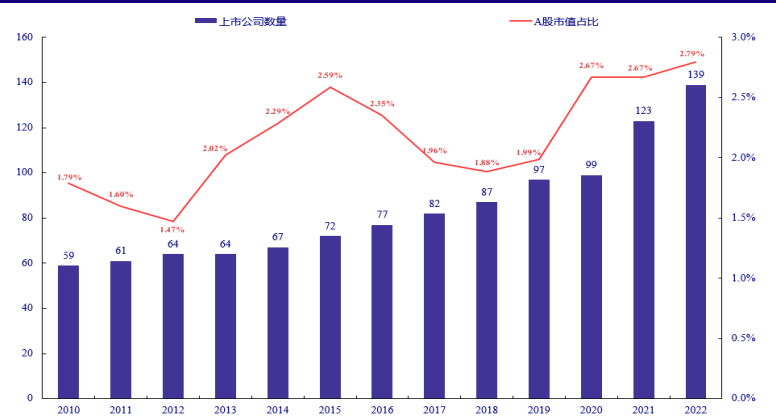
资料来源：中航工业，中国银河证券研究院整理

## 二、行业数据跟踪

### （一）当前共 139 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.67%

在上市公司数量方面，截至 2022 年 12 月 2 日，中国 A 股共有上市公司 5011 家，其中军工行业上市公司 139 家，占比 2.67%。市值方面，截至 2022 年 12 月 2 日，A 股总市值 89.69 万亿，军工行业 139 家上市公司总市值 2.4 万亿，占比 2.67%。截至到 2022 年 12 月 2 日，市值排名前五位的上市公司分别是中航沈飞、紫光国微、航发动力、中航光电、中航西飞。

图 3 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数 ( $\beta$ ) 约为 1.058，说明军工行业相对于市场波动性略强。

### （二）军工板块估值已低于中枢，行业高估值具有合理性

#### 1、纵向看，当前军工板块估值水平低于估值中枢

从军工板块(剔除船舶总装类上市公司,并定期加入军工新股)估值水平的历史走势来看,



我们将2008年1月至2015年6月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期,其中包含两个次级周期。经测算,大周期的板块估值中枢(取中位数)约为57x,两个次级周期分别为53x和59x。

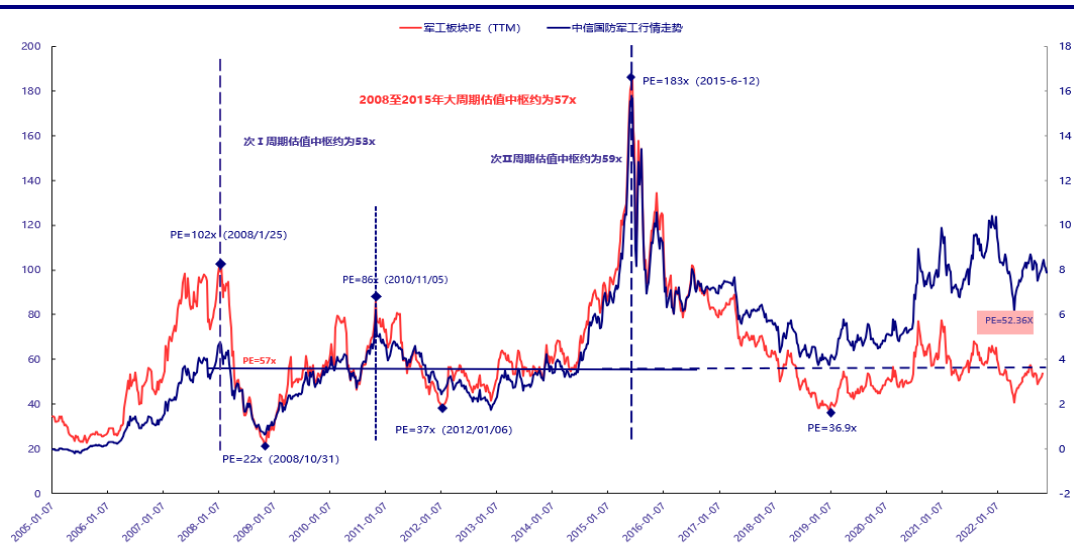
次I周期阶段,板块上市公司军品业务占比较小,主管部门对军工资产注入的态度并不明确,但此阶段行业估值水平除了考虑内生增速外,也将资产证券化因素部分纳入考量;

次II周期阶段,随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动,主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗,资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大,直到2015年年中达到峰值。与此同时,外延并购模式的高增长同样得到市场追捧,商誉风险也开始加速累积。自2015年6月以来,市场渐渐回归理性,资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际影响减弱。

展望未来,我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次I周期和次II周期两个阶段,因此我们选取2008年1月至2015年6月大周期的估值中枢作为参照标准。

截至2022年12月2日,军工板块整体估值(TTM)约为52.4x,低于估值中枢57x。

图4 军工板块估值PE(TTM)走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2、横向看, 板块估值分位数约为 32.1%, 提升空间较大

从横向对比来看,参照中信一级行业分类,截至2022年12月2日,估值前三位为消费者服务(60.1倍)、国防军工(51.2倍)、农林牧渔(47.5倍),估值后三位的分别为银行(4.5倍)、煤炭(6.7倍)、建筑(8.1倍)。对比各行业历史均值水平,汽车、农林牧渔等行业估值明显高于历史均值,而交通运输、银行等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块,军工行业的估值水平虽然相对较高,但估值分位数仅为32.1%,空间较大。

中信国防军工三级行业分类中,航空军工、航天军工估值最高,分别为63.5倍和50.6倍,其他军工和兵器兵装估值紧随其后,分别为47.9和35.8倍。然而对比当前百分位水平,除航天军工(51.6%)外,航空军工和兵器兵装各为27.66%和6.9%,远低于50%,提升空间较大。



## （二）军工行业动态

【B-21 首机预计 2023 年试飞】目前，诺·格公司有 6 架 B-21 正在生产，首机预计 2023 年试飞。此前，该机首飞时间屡次“跳票”。2019 年，时任美国空军副参谋长斯蒂芬·威尔逊曾表示，希望 B-21 能在 2021 年首飞。2021 年初，美空军却将首飞时间推迟到 2022 年。2022 年 5 月，B-21 首飞再次被推迟。（环球网）

【航天测控系统合力保障神舟十五号载人飞行任务圆满成功】11 月 29 日 23 时 08 分，搭载神舟十五号载人飞船的长征二号 F 遥十五运载火箭在酒泉卫星发射中心腾空而起。西安卫星测控中心、北京空间信息传输中心和远望 6 号船等航天测控系统合力保障神舟十五号载人飞行任务圆满成功。（环球时报）

【中国新型“近程防空系统”引关注】报道称，本月早些时候，中国武器制造商在珠海航展上展示了几款新型近防系统。其中最引人注目的是由中国兵器装备集团和中国兵器工业集团这两家国有武器供应商联合开发的 625E 型弹炮结合防空系统。该系统将防空炮和导弹结合在一辆 8×8 战术卡车上——这个概念类似于俄罗斯的“铠甲”防空系统和美国的机动短程防空系统。（新浪网）

【中国航天员乘组完成首次在轨交接，神十四乘组 12 月 4 日返回】据中国载人航天工程办公室消息，12 月 2 日晚，神舟十四、神舟十五号航天员乘组进行交接仪式，两个乘组移交了中国空间站的钥匙。神舟十四号航天员乘组已完成全部既定任务，将于 12 月 4 日乘坐神舟飞船返回东风着陆场。目前，着陆场及各参试系统正在开展迎接航天员返回的各项准备。中国空间站正式开启长期有人驻留模式。（澎湃新闻）

【韩国将量产自研小型武直，将在 2024 年底左右服役】韩联社 28 日报道称，韩国防卫事业厅 28 日举行第 147 次防卫事业推进委员会会议，议决包括上述内容在内的工作计划。具体来看，会上通过有关 130 毫米制导火箭-II 系统研发基本计划、155 毫米精准制导炮弹项目执行基本战略、修改大型攻击直升机第二期项目执行基本计划及采购计划、首次量产小型武装直升机计划的议案。（澎湃新闻）

【美国新一代 B-21 “突袭者”轰炸机首次对外公开】当地时间 12 月 2 日，美国空军首次公开展示 B-21 “突袭者”隐身战略轰炸机，揭幕仪式在诺斯罗普·格鲁曼公司位于加利福尼亚州帕姆代尔的工厂举行。这是由诺斯罗普·格鲁曼公司研制的美国新一代 B-21 “突袭者”轰炸机首次对外公开，这也是时隔 30 多年亮相的全新隐形轰炸机。（网易军事）

## 四、投资建议：景气度仍存，估值调整下无须悲观

**短期看**，首先，军工板块迎较长业绩空窗期，行业中长期逻辑对估值影响凸显，但行业景气度仍存，**估值调整下无须悲观**；其次，估值切换已至，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期整体向好，尤其是陆军、火箭军、无人机、远程火箭弹和军工信息安全等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升；再次，军工板块估值分位数 32%，提升空间较大。

**中期看**，随着行业产能和下游需求持续释放，行业景气度或将持续走高，叠加疫情影响正逐渐趋弱，22Q4 和 23 年业绩增长有望上台阶。

长期看，地缘政治格局已然发生巨变，北约和周边强国大幅扩充军备，为应对各种不确定性，完成 2027 年百年奋斗目标，国防投入有望持续快速增长，装备采购的高增速将成为新常态，“百年变局”势必将加速我军的现代化进程。

军工行业高景气度有望延续，2023 年应“优选赛道，精选个股”，当前时点建议“五维度”配置：

1) **新域新质**，包括无人机核心供应商航天彩虹(002389.SZ)、航天电子(600879.SH)、星网宇达(002829.SZ)，远火供应商盟升电子(688311.SH)、北方导航(600435.SH)、雷达/通信/电子对抗核心供应商国博电子(688375.SH)、盟升电子(688311.SH)，军工信息安全供应商邦彦技术(688132.SH)。

2) **航空/航发产业链**，包括航发动力(600893.SH)、中航光电(002179.SZ)、全信股份(300447.SZ)、宝钛股份(600456.SH)、盛路通信(002446.SZ)；

3) **导弹产业链**，包括新雷能(300593.SZ)、智明达(688636.SH)、超卓航科(688237.SH)；

4) **国产化提升受益标的**，包括紫光国微(002049.SZ)和振华科技(000733.SZ)；

5) **国企改革对业绩增长改善标的**，包括中航西飞(000768.SZ)、七一二(603712.SH)、中直股份(600038.SH)和中航机电(002013.SZ)等。

## 五、风险提示

“十四五”装备采购计划和军工改革不及预期的风险。



### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良 制造组组长&军工行业首席分析师。**证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森 军工行业分析师。**证券从业3年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn