

国防军工

报告日期：2023 年 01 月 12 日

内生外延双轮驱动，推荐中国力量组合

——国防军工行业点评报告

投资要点

事件：1 月 11 日晚，中航电测发布关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告。

- 1) 筹划发行股份购买资产事项。自 2023 年 1 月 12 日开市时起开始停牌。
- 2) 公司预计向航空工业集团发行股份购买其持有的成飞集团 100% 股权。
- 3) 公司预计在不超过约 10 个交易日的时间内披露本次交易方案。若公司未能在上述期限内召开董事会审议并披露交易方案，最晚将于 2023 年 2 月 2 日开市起复牌并终止筹划相关事项。

标的情况：成飞集团是我国航空武器装备研制生产和出口主要基地、民机零部件重要制造商。在军机方面，研制生产了歼 5、歼 7、枭龙、歼 10、歼 20 等系列飞机；在民机方面，与成飞民机公司一道承担了大型客机 C919、新支线客机 ARJ21、大型水陆两栖飞机 AG600 机头的研制生产。

点评：央企提质推进效果显著，集团资产证券化率不断提升

1) 航空工业集团资产注入提速，央企提质效果显著。继 1 月 9 日中直股份披露收购昌飞和哈飞两大直升机总装资产的预案，1 月 11 日中航电测停牌公告筹划发行股份收购成飞集团。我们认为航空工业集团积极推进国有企业改革、提高上市公司质量。中直股份和中航电测的公告印证了 2022 年 5 月国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》航空工业集团的推进效果。

2) 航空工业集团资产证券化率不断提升。航空工业集团是我国航空装备国有特大型企业，通过市场化手段，发挥上市公司平台作用，聚焦主业整合上市公司资产。集团下属主机厂在集团资产证券化的背景下纷纷上市，已实现直升机、运输机、战斗机等核心航空装备资产整体上市。截止 2022H1，集团核心业务资产证券化率 81%，位列军工集团首位。

行业观点：央企有望迎来盈利和估值双提升，国防军工内生外延双轮驱动

1) 央企有望迎来盈利和估值双提升：央企上市公司具有市值大、估值低等特点，行业分布主要集中于国防军工、公用事业等关系国家安全、国计民生等重要领域。新一轮央企行动方案聚焦“提质”，央企盈利能力有望趋势改善，带来盈利增速和估值的双提升。

2) “外延”增长方向明确：国家推动国企改革，要求激发国有企业活力、提高国有资本效率，未来几年军工资产证券化、军品重组上市有望掀起新一轮高潮，建议关注航空工业、中船集团、中电科、航天科技、航天科工等央企重组进程。

3) “内生”增长趋势强劲：在股权激励、国有重点企业对标世界一流管理提升行动等催化下，央企运营效率将持续提升，“内生”增长趋势强劲。

建议关注：

在国企改革、央企上市公司提质等持续催化下，央企有望迎来业绩和估值双提升。推荐央企中的“中国力量”——军工央企。

- 1) 航空装备：中航西飞、中航沈飞、航发动力、中直股份、洪都航空。
- 2) 船舶装备：中国船舶、中国海防、中船防务。
- 3) 陆军装备：中兵红箭、内蒙一机。

风险提示：

- 1) 股权激励、资产证券化节奏不及预期；2) 资产注入效果不及预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：杨雨南

执业证书号：S1230522110003
yangyunan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《中国航空工业集团：航空装备铸就中国力量——大制造央企专题报告》 2023.01.11
- 2 《看好航天产业链恢复机会：国防内生外延下游渐强——国防装备行业周报（2023 年 1 月第 1 周）》 2023.01.08
- 3 《2023 年国防军工机会大于风险：内生外延、下游渐强——国防装备行业周报（2022 年 12 月第 5 周）》 2023.01.02

附录 1：重点公司盈利预测与估值

表1：中航沈飞、航发动力市值超千亿，2021 年中航沈飞 ROE 为 14.9%、中国海防为 11.4%

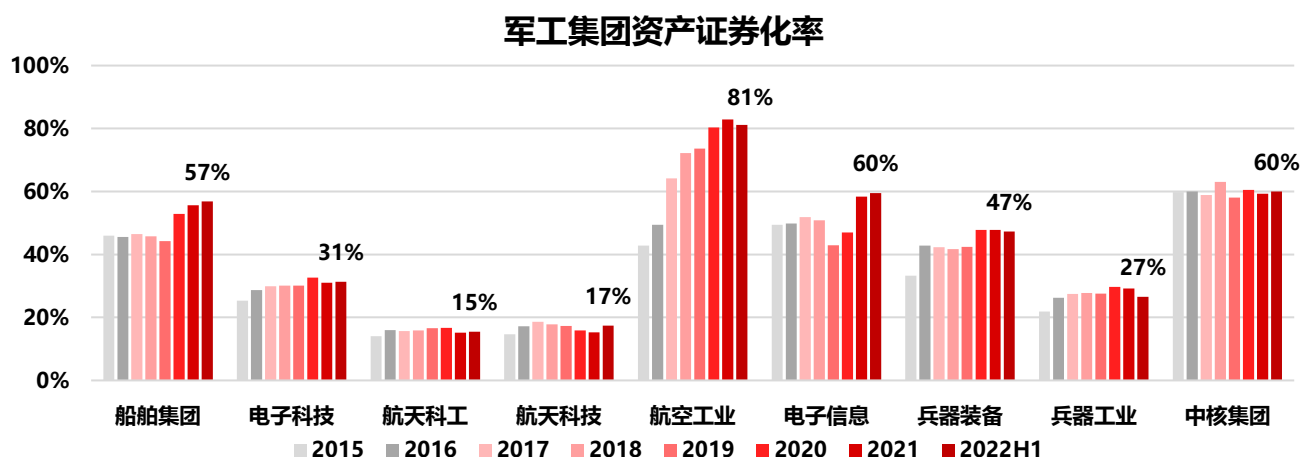
领域	代码	公司	市值 (亿元)	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (2021)	股价 (元)
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E			
航空 装备	600760	中航沈飞	1130	0.87	1.12	1.46	66	51	40	9.2	14.9%	57.65
	600893	航发动力	1101	0.45	0.56	0.74	92	73	56	2.9	3.2%	41.31
	000768	中航西飞	673	0.24	0.35	0.48	103	70	51	4.2	4.1%	24.31
	600038	中直股份	259	1.55	0.53	1.58	28	83	28	2.9	9.5%	43.89
	600316	洪都航空	173	0.21	0.11	0.15	114	225	162	3.3	2.9%	24.12
	平均		-	-	-	-	81	101	67	4.5	-	-
船舶 装备	600150	中国船舶	988	0.05	0.24	0.61	442	91	36	2.1	0.5%	22.08
	600764	中国海防	162	1.19	1.29	1.71	19	18	13	2.2	11.4%	22.84
	600685	中船防务	287	0.06	0.08	0.48	361	240	42	1.9	0.5%	20.28
	平均		-	-	-	-	274	116	31	2.1	-	-
陆军 装备	000519	中兵红箭	282	0.35	0.82	1.16	58	25	17	2.8	5%	20.23
	600967	内蒙一机	141	0.44	0.50	0.59	19	16	14	1.3	7%	8.26
	平均		-	-	-	-	38	21	16	2.0	-	-

注：市值截止 2023 年 1 月 11 日收盘；加深为已覆盖

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所

附录 2：军工集团资产证券化率

图1：2015-2022 年军工集团资产证券化率一览，航空工业资产证券化率达 81%，位列国内军工集团首位



资料来源：Wind、浙商证券研究所（航天科工公开财务数据更新至 2021 年前三季度，2021 和 2022H1 总资产取值按 2021 前三季度）

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>