

国防军工行业点评报告

成飞集团借壳中航电测八连板，后续对军工行业影响分析

增持（维持）

2023年02月14日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书：S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

投资要点

■ 成飞集团借壳中航电测八连板

成飞集团借壳中航电测，本周一（2月13日）已经为第8个20%的连续涨停，参照沈飞当前市值对应2023年预测市盈率40倍，成飞集团预估2023年35亿净利润，目标市值为1400亿，周一收盘价对应的成飞集团备考估值为1354亿，接近目标市值，并且近两个交易日成交放量，开板在即。

■ 后续开板，对于军工行业的影响我们情景分析了如下几个方面：

1）考虑上述参考市盈率为近期军工行业主机厂回调后的较低水平，后续仍有一定估值提升空间，成飞集团作为航空工业目前最核心最先进战机的总装资产，较高的市场关注度可以支持一定的估值溢价，有一定的继续上行空间，但要充分考虑重组方案的审批风险。

2）作为航空工业压箱底优质资产的成飞集团的证券化，使得航空工业的证券化率水平达到一个阶段顶峰，改革的水平和力度迈上了一个新台阶。相较之下，航天科技与航天科工两个集团、中国电科与中国电子两个集团，目前证券化率较低，且现有上市平台体外都有大量的核心军品资产未注入，作为军工集团改革的下一个重点方向，正在吸引市场的高度关注，航天系上市平台股价也在前期中航电测停牌期间即开始反映并持续至今，目前也仅为炒作预期阶段，真正短期有可显著体量资产注入的上市平台才能在后续有较好的持续性。

3）成飞集团作为核心赛道军机产业链固定翼作战飞机的主机厂企业，在军工体系有非常高的战略地位和价值，受益于四代战机上台阶放量，进入了所谓的业绩“甜蜜期”，展现了较高的收入体量和盈利水平。同属军机赛道的其他可比主机企业，如中航西飞、中航沈飞等，具备同等战略地位和价值，也将随着各自核心机型持续放量，股权激励激发业绩释放动力，将在收入和净利润率两个维度同步得到提升，目前来看比较优势较为明显。同时，中航西飞和中航沈飞作为军机产业链的链长龙头企业，随着定价改革打开加成上限，大单采购之下规模效应的成本下降，企业估值水平有望进一步共同提升。

4）航空工业近期密集的资本运作依旧持续，对于资产注入预期，体外备考资产利润体量大于上市公司，是较有弹性的选择，关注洪都航空、中航装备等。

5）成飞集团是目前盈利能力最强的军工资产，其证券化后续逐步披露的数据，或将带动军工行业尤其是核心军机赛道的整体关注度提升。前期成飞产业链零部件加工环节表现较强，后续有望进一步外溢到其他上游材料、中游铸锻造以及核心分系统等环节。

■ 风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

行业走势



相关研究

《非主战装备赛道持续活跃，军费增速预期扰动不改结构性机会》

2023-02-12

《局势与改革双重驱动，节后军工行业持续活跃》

2023-02-05

内容目录

1. 成飞集团借壳中航电测八连板	3
2. 后续开板，对于军工行业的影响情景分析	3
3. 风险提示	3

1. 成飞集团借壳中航电测八连板

成飞集团借壳中航电测，本周一（2月13日）已经为第8个20%的连续涨停，参照沈飞当前市值对应2023年预测市盈率40倍，成飞集团预估2023年35亿净利润，目标市值为1400亿，周一收盘价对应的成飞集团备考估值为1354亿，接近目标市值，并且近两个交易日成交放量，开板在即。

2. 后续开板，对于军工行业的影响情景分析

1) 考虑上述参考市盈率为近期军工行业主机厂回调后的较低水平，后续仍有一定估值提升空间，成飞集团作为航空工业目前最核心最先进战机的总装资产，较高的市场关注度可以支持一定的估值溢价，有一定的继续上行空间，但要充分考虑重组方案的审批风险。

2) 作为航空工业压箱底优质资产的成飞集团的证券化，使得航空工业的证券化率水平达到一个阶段顶峰，改革的水平和力度迈上了一个新台阶。相较之下，航天科技与航天科工两个集团、中国电科与中国电子两个集团，目前证券化率较低，且现有上市平台体外都有大量的核心军品资产未注入，作为军工集团改革的下一个重点方向，正在吸引市场的高度关注，航天系上市平台股价也在前期中航电测停牌期间即开始反映并持续至今，目前也仅为炒作预期阶段，真正短期有可显著体量资产注入的上市平台才能在后续有较好的持续性。

3) 成飞集团作为核心赛道军机产业链固定翼作战飞机的主机厂企业，在军工体系有非常高的战略地位和价值，受益于四代战机上台阶放量，进入了所谓的业绩“甜蜜期”，展现了较高的收入体量和盈利水平。同属军机赛道的其他可比主机企业，如中航西飞、中航沈飞等，具备同等战略地位和价值，也将随着各自核心机型持续放量，股权激励激发业绩释放动力，将在收入和净利润率两个维度同步得到提升，目前来看比较优势较为明显。同时，中航西飞和中航沈飞作为军机产业链的链长龙头企业，随着定价改革打开加成上限，大单采购之下规模效应的成本下降，企业估值水平有望进一步共同提升。

4) 航空工业近期密集的资金运作依旧持续，对于资产注入预期，体外备考资产利润体量大于上市公司，是较有弹性的选择，关注洪都航空、江航装备等。

5) 成飞集团是目前盈利能力最强的军工资产，其证券化后续逐步披露的数据，或将带动军工行业尤其是核心军机赛道的整体关注度提升。前期成飞产业链零部件加工环节表现较强，后续有望进一步外溢到其他上游材料、中游铸锻造以及核心分系统等环节。

3. 风险提示

成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

