

国防军工

航空月报：布局中长线，等待确定性

报告摘要

一、航空产业行情回顾：

2023年2月，中航证券航空行业（-0.25%），军工（申万）指数（+1.30%），跑输行业1.55个百分点。

上证综指（+0.74%），深证成指（-1.81%），创业板指（-2.10%）；

涨跌幅前五：中航电测（+395.09%）、景嘉微（+20.43%）、万泽股份（+19.50%）、ST新研（+13.25%）、晨曦航空（+9.67%）；

涨跌幅后五：通达股份（-9.81%）、立航科技（-11.06%）、华伍股份（-12.18%）、爱乐达（-13.39%）、光韵达（-16.32%）。

二、近期主要观点：

2023年2月，除受改革催化影响的相关个股如中航电测外，航空板块整体表现平稳；3月至今，与信创、6G、卫星互联网等诸多热点相比，航空板块热度则相对一般。军工行业与其他行业相比，具有增长的长期性、确定性和持续性等特点，但近期市场关于行业增速、增值税、价格等疑虑轮番上演，对行业增长确定性表现出一定的担忧。

针对投资者近期关心的一些问题，我们尽可能从客观角度给出分析和观点。站在当前时点，既要挖掘和承认航空行业的投资价值，同时也要指出潜在风险（大部分是在中长期而非短期可能面临的风险），供投资者参考。

近期航空投资的四个重点问题：

① 如何看待航空行业增速？

从短期来看，2023年是十四五承上启下的一年，市场上对短期订单落地节奏产生疑虑，进一步影响了对市场的信心。从目前陆续落地的关联交易、预付款等来看，部分主机厂如中航西飞、中直股份等于2022年取得了不错的进展，节奏相对确定。

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

方晓明 分析师
SAC执业证书：S0640522120001
联系电话：010-59562523
邮箱：fangxm@avicsec.com

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

相关研究报告

航天产业月报：卫星产业迎来高光时刻，关注业绩兑现持续性 —2023-03-11
军工材料月报：对于当前疑虑的看法 —2023-03-11
军工行业周报：“落地”大于“靴子” —2023-03-05

但我们同时也注意到，市场对部分订单进度存在质疑，进而行业增速再次产生犹豫。当前，世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。随着航空产品的提质补量和研发生产的推进，包括对于战场形态的进一步更新认识，对于航空产品的投入力度是不需要怀疑的航空产业的发展的决心和力度是无疑的，建议更加着眼于中长期，等待确定性逐步落地。

② 如何看待航空增量市场？

航空产品是典型的军民通用，内外并举的代表。在民用航空领域，随着C919首架交付，民机进入规模化和产业化的下半场，虽然目前仍处于产能爬升阶段，其市场空间与军用航空相比相对较小；但随着其逐步放量，民用航空市场将随之快速提升。在军贸领域，航空产品一型装备、服务两个市场有望成为新趋势，随着航空产品军贸市场的进一步活跃，我国军用航空市场空间将进一步打开。

③ 如何看待行业降价？

航空产品降价从两个维度来看，从主机厂层面，随着需求数量的增加，主机产品价格出现一定程度的降价，既是合理的，也是提升军费使用效率的必然，我们认为，随着军品订单的放量，规模效应将推动良率提升、边际成本降低，同时以量换价，以效创利的逻辑将始终存在。

从配套厂商层面，一方面，随着对应主机产品价格的调整，配套企业也将随之承受部分降价压力，另一方面，经过近年来快速的发展，航空产业链能力与几年前相比已经有了极大的提升，供应格局也随之发生了变化，价格的调整实质上是竞争格局的直接反映，由核心技术、溢价能力强、成本控制较好的企业往往受到降价冲击相对较小。

④ 如何看待改革对航空产业的影响？

随着中航电测的复牌及连续涨停，市场对国企改革关注度再度走高。从军工央企层面看，航空央企的改革，资产证券化等均走在前列，取得了不错的效果。我们认为资产注入只是路径，并不是一注了之，改革之后企业经营和管理的提质增效带来的利润弹性值得期待。

三、投资主线及建议关注个股：

截止 2 月末中航航空指数市盈率为 50.95 倍,处于 2018 年以来的 35% 分位。

短期内,受到市场风格、其他板块热点轮动等影响,叠加对于增速、价格等不确定性的疑虑,航空板块表现相对弱势。但从客观而言目前,航空产业的发展的决心和力度是无疑的,行业也切实在发生着积极的变化,如产能在释放,改革在提速等,建议更加着眼于中长期布局,以时间换空间,等待确定性逐步落地。

相关重点个股包括：

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、航发控制(航空发动机),航天彩虹、航天电子(无人机整机制造),立航科技(地面保障装备)、光威复材、中简科技(碳纤维复合材料),钢研高纳、图南股份(高温合金),西部超导、宝钛股份(钛合金)等。

正文目录

航空月度行情表现	5
重要事件及公告	5
一、 如何看待航空行业增速?	7
二、 如何看待航空增量市场?	9
三、 如何看待行业降价?	12
四、 改革对航空行业的影响?	13
五、 航空板块估值及建议关注个股	15
六、 风险提示.....	16

图表目录

图 1 中航航空指数走势情况	5
图 2 材料类企业产能建设稳步推进中, 预计 2023 年起逐步落地 (单位: 亿元) ..	8
图 3 2022 年军工锻造企业持续加码产能建设, 预计 2024 年逐步释放 (单位: 亿元)	9
图 4 近二十年各类武器装备军贸情况 (采用五年均值) 变化 (单位: 百万 TIV) ..	12
图 5 航空行业以量还价, 以效创利逻辑仍然存在	13
图 6 国企改革深度聚焦于军工央企的高质量发展	15
图 7 中航证券航空行业指数市盈率 (TTM) 走势	15
表 1 配套企业确定大额订单, 锁定收入及价格	7
表 2 部分航空央企下属上市公司 2023 年预计关联交易情况	9
表 3 全球各地区客机机队预测 (架次)	11
表 4 全球各地区历史和预测的客机交付量 (架次)	11
表 5 近期航空军工央企下属上市公司改革从频次、规模、力度持续加大	14

航空月度行情表现

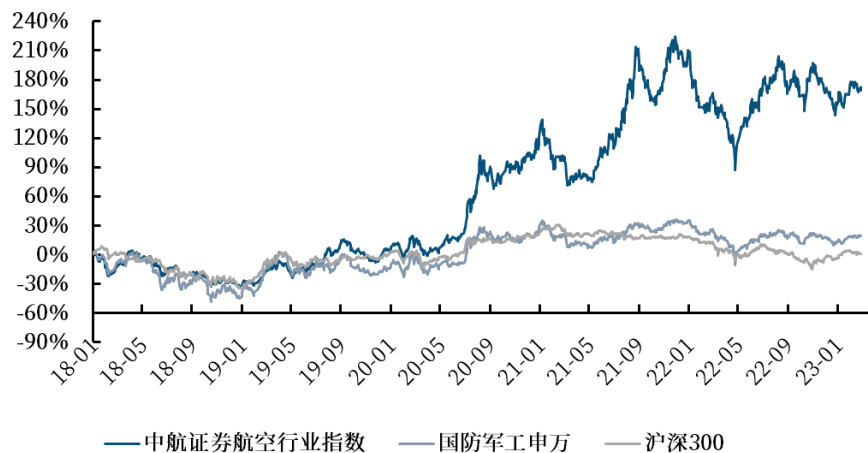
2023 年 2 月，中航证券航空行业（-0.25%），军工（申万）指数（+1.30%），跑输行业 1.55 个百分点。

上证综指（+0.74%），深证成指（-1.81%），创业板指（-2.10%）；

涨跌幅前五：中航电测(+395.09%)、景嘉微（+20.43%）、万泽股份(+19.50%)、ST 新研(+13.25%)、晨曦航空(+9.67%)；

涨跌幅后五：通达股份(-9.81%)、立航科技(-11.06%)、华伍股份(-12.18%)、爱乐达(-13.39%)、光韵达(-16.32%)。

图1 中航航空指数走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

重要事件及公告

2 月 2 日，中航电测公告，公司拟通过发行股份方式购买航空工业集团持有的航空工业成飞 100%股权，本次交易不涉及募集配套资金。

2 月 3 日，中航机电公告，公司股票（证券代码：002013）将自 2023 年 2 月 8 日开市时起开始连续停牌，此后进入现金选择权派发、行权申报、行权清算交收阶段，不再交易。现金选择权实施完毕后，公司将向深交所申请终止上市。公司股东所持股份将在实施换股后，转换成中航电子本次发行的 A 股股份在上海证券交易所上市及挂牌交易。

2 月 6 日，国资委党委召开会议，会议提出，加大国防军工、粮食能源资源、骨干网络等重点安全领域布局，提升支撑保障能力。会议认为，要扎实推动中央企业争做扩大内需和深化供给侧结构性改革的排头兵，高水平科技自立自强的国家队，畅通

国民经济循环的先锋队，服务国家重大战略的主力军和高水平对外开放的引领者。会议还提出，要继续谋划和推动国企改革，更好发挥国有经济战略支撑作用。深入开展中央企业安全管理强化年行动。

2月9日，航空工业与中国航发高层座谈会在京召开。会上，双方共同回顾了2022年合作历程，明确了2023年目标任务和重点合作事项，强调要进一步深化飞发协同，在贯彻落实党的二十大精神开局之年，共同推动航空事业高质量发展，共同推进世界一流企业建设，为加快推进航空强国建设、全面建设社会主义现代化国家作出新的更大贡献。

2月9日，国防部新闻发言人谭克非就美国国防部称中方拒绝就民用无人飞艇事件通话发表谈话。他表示，近日，美方提出希两国防长通话，就中国民用无人飞艇事件与中方沟通。美方执意动用武力袭击中国民用无人飞艇，严重违反国际惯例，开启了恶劣先例。鉴于美方这种不负责任的严重错误做法没有为两军开展对话交流创造应有的氛围，中方不接受美方关于两国防长通话的提议。

2月10日，**利君股份**公告，公司全资子公司利君科技拟使用自有资金0.50亿元投资生产车间扩建技改项目。项目拟新建重型加工、装配生产车间厂房及其他辅助设施并购置相关生产设备，以提高公司主要产品辊压机、高压辊磨机大型化生产能力和效率。

2月16日，**中复神鹰**公告，公司拟使用科创板首次公开发行超募资金9.32亿元及孳生利息实缴出资神鹰连云港用于实施“年产3万吨高性能碳纤维建设项目”（最终出资金额以实际转出金额为准）。

2月16日，商务部网站发布《不可靠实体清单工作机制关于将洛克希德·马丁公司、雷神导弹与防务公司列入不可靠实体清单的公告》。

2月16日，航空工业集团召开大型灭火/水上救援水陆两栖飞机“鲲龙”AG600项目2023年度工作会。会议系统总结了AG600项目2022年度研制工作，全面部署了2023年度任务目标。

2月20日，第16届阿布扎比国际防务展览会在阿联酋首都阿布扎比开幕。国家国防科技工业局组织9家军贸公司以“中国军工”国家展团形式参加展会，多型无人机、多功能无人艇、无人地面平台、综合反无人机系统等无人和反无人装备，鹞鹰战斗机、AR3型多管火箭，以及电子战、指控系统等多款硬核装备悉数亮相。集中展示中国国防科技工业先进能力和水平，为构建全球和平与安全提供中国方案。

2月20日，新华社发布了《美国的霸权霸道霸凌及其危害》报告，揭示了美方霸权行径对世界和平稳定和国际规则秩序造成的严重危害。

2月21日，**三角防务**公告，公司根据经营发展的需要，为进一步整合优化资源，提高公司的综合实力和竞争力，实现长期战略目标，公司拟以自有资金投资设立2家全资子公司，分别是沈阳三角防务科技有限责任公司（暂定名）和成都三角防务科技有限责任公司（暂定名）。

2月23日，国防部举行例行记者会，披露根据中国、俄罗斯、南非三方达成的共

识，2月20日至27日，三国海军在南非德班至理查兹湾以东海空域举行第二次海上联合演习，并首次邀请巴西观摩。

一、如何看待航空行业增速？

从短期来看，2023年是十四五承上启下的一年，市场上对短期订单落地节奏产生疑虑，进一步影响了对市场的信心。从目前陆续落地的关联交易、预付款等来看，部分主机厂如中航西飞、中直股份等于2022年取得了不错的进展，节奏相对确定。

但我们同时也注意到，市场对部分订单进度存在质疑，进而行业增速再次产生犹豫。当前，世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。随着航空产品的提质补量和研发生产的推进，包括对于战场形态的进一步更新认识，对于**航空产品的投入力度是不需要怀疑的航空产业的发展的决心和力度是无疑的，建议更加着眼于中长期，等待确定性逐步落地。**

自2021年起，中航沈飞、航发动力、洪都航空等大额合同负债落地；2022年，中航西飞合同负债落地，中直股份公告预计2023年将客户大额预付款；主机厂收到预付款，表明了对应产品的价格大致明确，进入到备货备产保交付的阶段。同时，主机厂收到的预付款也将适度向上游支付，为产业链提供了较为充足的现金流，减轻了备货备产的资金压力及成本，提高全产业链的效率。与之对应的，2022年以来，军工配套企业有较多大额订单落地。一般而言，配套企业确定大额订单，意味提前锁定收入，进入稳定批产阶段，价格变化或趋缓。

表1 配套企业确定大额订单，锁定收入及价格

证券代码	公司简称	公告日期	订单内容	订单金额 (亿元)	2021年营收 (亿元)	2022年披露订单与21年营收之比
301050.SZ	雷电微力	2022/2/9	某配套产品	24.07	7.35	327.48%
300777.SZ	中简科技	2022/3/14	碳纤维、碳纤维织物	21.69	4.12	526.72%
300699.SZ	光威复材	2021/12/31	***型号碳纤维、***型号碳纤维织物	20.98	26.07	80.47%
002625.SZ	光启技术	2022/1/28	某超材料航空功能结构产品	19.87	8.59	288.71%
		2022/9/28	超材料航空结构产品	2.55		
		2022/1/1	基于超材料的先进多功能机载产品独家研制任务协议	1.20		
		2022/11/26	新一代超材料航空结构产品	1.19		
688281.SH	华秦科技	2022/10/28	已批产隐身材料	3.97	5.12	165.09%
		2022/9/27	已批产隐身材料	2.48		
		2022/3/22	已批产隐身材料	2.00		

300775.SZ	三角防务	2022/11/28	批产航空类锻件	5.26	11.72	44.87%
300900.SZ	广联航空	2022/9/7	某无人机机体结构研制生产合同	0.50	2.37	21.06%

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所分析整理

从供给方面，2022 年，军工行业一方面持续推动新项目的落地启动；另一方面将重点放在产能的建设上，以缓解供不应求的局面。预计 2023 年将有一批产能逐步落地，为配套企业的增长提供支撑。

图2 材料类企业产能建设稳步推进中，预计 2023 年起逐步落地（单位：亿元）

材料类型	代码	简称	项目	投资金额	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
钛合金	600456.SH	宝钛股份	高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	5.10	建设期		新增钛合金锭1万吨、管材290吨、型材100吨		
			宇航级宽幅钛合金板材、带材、箔材生产线项目	7.80	建设期		新增板材产能1,500吨/年、带材产能5000吨/年、箔材产能500吨/年		
			检测、检验中心及科研中试平台建设项目	2.10	建设期		投入使用		
	688122.SH	西部超导	航空航天用高性能金属材料产业化项目	9.70	建设期				钛合金5050吨、高温合金1500吨
			高性能超导线材产业化项目	1.01	建设期		两千吨MRI用超导线材		
	002149.SZ	西部材料	高性能低成本钛合金材料生产线技术改造项目	4.85	建设期	具备3千吨军品钛材、7千吨民品能力			
高温合金	600399.SH	抚顺特钢	均质高强度大规格高温合金、超高强度钢产业化建设项目，锻造厂新建70MN快锻机技术改造工程	5.30	建设期		投入使用		
			高温合金、高强度钢产业化技术改造项目（1期）	2.60	建设期		投入使用		
			抚顺特钢提升产能及产品质量技术改造项目	6.14			建设期	逐步投入使用	
	300855.SZ	图南股份	年产1,000吨超纯净高性能高温合金材料建设项目	1.82	建设期		投产，新增1000吨产能		
			年产3,300件复杂薄壁高温合金结构件建设项目	2.58	建设期			投产，新增3300件结构件	
	688231.SH	隆达股份	新增年产1万吨航空级高温合金的技术改造项目	8.55				建设期	投产
	碳纤维	300777.SZ	中简科技	1000吨/年国产T700级碳纤维扩建项目	6.83	建设期	投产，新增1000吨/年T700级产能		
高性能碳纤维及织物产品项目				18.67		建设期			
300699.SZ		光威复材	大丝束碳纤维产业化项目	20.24	建设期		一期4千吨投产，推进二期建设		
688295.SH		中复神鹰	西宁年产万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	20.58	建设期				逐步投产
			航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目	2.33	建设期		年产200吨中高模碳纤维		
	碳纤维航空应用研发及制造项目		3.62	建设期		投入使用			
合计				129.82					

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

图3 2022 年军工锻造企业持续加码产能建设，预计 2024 年逐步释放（单位：亿元）

代码	简称	项目	投资金额	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
600765.SH	中航重机	航空精密模锻产业转型升级项目	8.05	建设期			投产	
		特种材料等温锻造生产线建设项目	6.40	建设期			投产	
300775.SZ	三角防务	先进航空零部件智能互联制造基地项目	12.80	建设期			投产	
		航空精密模锻产业深化提升项目	3.25				建设期	
		航空发动机叶片精锻项目	5.26				建设期	
		航空数字化集成中心项目	7.07				建设期	
605123.SH	派克新材	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	5.72	投产				
		航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目	15.00	建设期			投产	
688239.SH	航宇科技	航空发动机、燃机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目	6.00	建设期			投产	
合计			69.55					

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

此外，军工央企下属上市公司公告关联交易时常作为业绩预测指标，预计关联交易的增速如果与预期出现偏差，也将影响股价表现。目前，航发控制、航发动力、洪都航空、中航西飞已披露 2023 年关联交易情况。

表2 部分航空央企下属上市公司 2023 年预计关联交易情况

公司简称	关联方	项目	2023 年预计金额 (亿元)	2022 年预告金额 (亿元)	2022 年实际金额 (亿元)	2022 年实际发生额与预计金额差异 (%)	2023 年预告与 2022 年预告同比增速 (%)	2023 年预告与 2022 年实际同比增速 (%)
航发动力	中国航发系统内	购买商品	111.00	130.00	111.00	-14.62%	-14.62%	0.00%
		销售商品	20.00	26.50	21.00	-20.75%	-24.53%	-4.76%
航发控制	中国航发及其所属单位	采购材料	1.00	1.00	0.70	-30.00%	0.00%	42.86%
		销售商品	44.00	43.00	38.03	-11.56%	2.33%	15.70%
中航西飞	航空工业及其所属单位	采购产品	203.00	161.60	—	—	25.62%	—
		销售产品	6.76	6.69	—	—	1.05%	—
洪都航空	航空工业集团下属公司	采购材料	15.21	49.45	22.70	-54.10%	-69.24%	-33.00%
		销售商品	78.53	116.33	70.82	-39.12%	-32.49%	10.89%

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

二、如何看待航空增量市场？

航空产品是典型的军民通用，内外并举的代表。在民用航空领域，随着 C919 首架交付，民机进入规模化和产业化的下半场，虽然目前仍处于产能爬升阶段，其市场

空间与军用航空相比相对较小；但随着其逐步放量，民用航空市场将随之快速提升。在军贸领域，航空产品一型装备、服务两个市场有望成为新趋势，随着航空产品军贸市场的进一步活跃，我国军用航空市场空间将进一步打开。

2022年12月，C919大型客机首架机交付首家用户东方航空公司，迈出市场运营“第一步”。截至2022年底，C919累计获得32家客户1035架订单。同时，根据中国东航5月披露公告，中国东航拟非公开发行的募集资金总额（含发行费用）不超过人民币150.00亿元用于引进38架飞机项目等，其中即包括4架C919，单价为6.53亿元人民币/架。

除了国内市场外，C919的国际市场也逐步打开。一般而言，飞机走向国际市场分为两种情况，一是作为中国登记注册的飞机飞出国门，二是作为中国研制的飞机销往国外。对于飞出国门，我国作为国际民航组织成员国，已经建立了符合国际民航公约及其附件要求的适航审定体系，中国民航局颁发的适航证，可被其他国际民航组织成员国认可。中国航空公司可以运行中国登记注册并具有中国适航证的C919飞机，飞往世界各地。

对于销往国外，按照国际惯例，出口飞机应满足进口国的适航要求。C919飞机在已获得中国民航局的适航批准基础上，可以通过双边适航来获取进口国民航局的适航批准。目前，中国已与美欧等32个国家和地区签订了双边适航协议，为国产民机走向国际市场提供了良好的双边环境。

经过多年的发展和蓄力，民用航空从产品研制到批量交付，中国商用飞机发展来到了规模化和产业化的下半场。2022年11月8日，在第十四届中国国际航空航天博览会上，中国商飞公司发布《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》（简称“年报”），对未来20年全球和中国的商用飞机市场作出分析预测。该报告是中国商飞基于对航空运输相关影响因素分析，应用全球经济、运量、机队等数据进行预测建模，通过航空市场供需分析，以及后疫情时代和长期发展趋势的判断，对全球和各地区未来20年航空需求增长和机队变化作出的预测。

根据年报预计，未来20年全球旅客周转量（RPKs）将以每年3.9%的速度增长，在2041年达到19.9万亿客公里。基于全球经济到2041年保持年均约2.6%的增长速度，2041年全球客机机队规模将达到47531架，将有超过42428架新机交付，用于替代和支持机队的发展。

表3 全球各地区客机机队预测（架次）

国家地区	2021		2041F		2022—2041
	机队小计	占全球比例	机队小计	占全球比例	年均增长率
中国*	3695	16%	10007	21%	5.10%
亚太**	2752	15%	9211	19%	6.20%
北美	6124	29%	9467	20%	2.20%
欧洲	4017	19%	9322	20%	4.30%
拉美	1217	7%	3412	7%	5.30%
中东	1081	5%	3048	6%	5.30%
俄罗斯和独联体	1031	5%	1538	3%	2.00%
非洲	646	4%	1526	3%	4.40%
全球总计	20563	100%	47531	100%	4.30%

资料来源：COMAC, Cirium, 中航证券研究所整理

备注*中国包含香港、澳门特别行政区和台湾地区；** 亚太不含中国

表4 全球各地区历史和预测的客机交付量（架次）

国家地区	2002—2021 年历史交付量		2022—2041 年预测交付量	
中国*	4272	19%	9284	22%
亚太**	3555	16%	8413	20%
北美	6002	26%	8167	19%
欧洲	4721	21%	8310	20%
拉美	1262	6%	2941	7%
中东	1240	5%	2781	7%
俄罗斯和独联体	1041	5%	1152	3%
非洲	676	3%	1380	3%
全球总计	22769	100%	42428	100%

资料来源：COMAC, Cirium, 中航证券研究所整理

备注*中国包含香港、澳门特别行政区和台湾地区；** 亚太不含中国

年报指出，未来，随着中国经济稳步上升，中国民航业将步入发展质量提升期和格局拓展期，开启多领域民航强国建设新征程。根据中国 GDP 年均增长速度预测，中国的旅客周转量年均增长率为 5.6%，机队年均增长率为 5.1%。未来二十年，中国航空运输市场将接收喷气客机 9284 架，其中支线客机 958 架，单通道客机 6288 架，双通道客机 2038 架。到 2041 年，中国的机队规模将达到 10007 架，占全球客机机队 21.1%。中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。

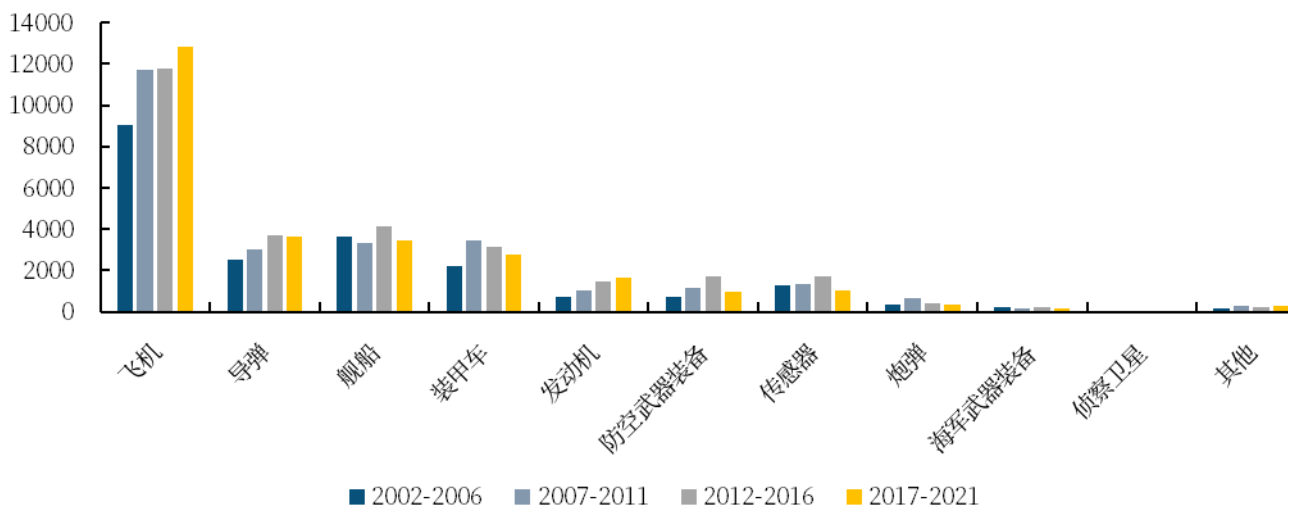
飞机制造过程非常复杂，交付速度受到全产业链的制约，同时也在持续的改进和调整，我们认为至 2025 年之前，C919 处于产能逐步爬升阶段。预计 2030—2040

年，随着全产业链的逐步成熟，飞机运营、配套维修能力的完善，市占率逐步提升，国产大飞机也有望迎来的黄金时期。

从军贸角度来看，在 2 月 20 日，第 16 届阿布扎比国际防务展览会在阿联酋首都阿布扎比开幕。国家国防科技工业局组织 9 家军贸公司以“中国军工”国家展团形式参加展会，多型无人机、多功能无人艇、无人地面平台、综合反无人机系统等无人和反无人装备，鹞鹰战斗机等亮相，引发了市场关注。

航空装备一直是军贸出口的主力军，一型装备，服务国内、国内两个市场，一方面为航空武器装备提供了新的市场空间，另一方面，随着其出口后产量和使用频次提升，也将帮助武器装备实现更新迭代。

图4 近二十年各类武器装备军贸情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

三、如何看待行业降价？

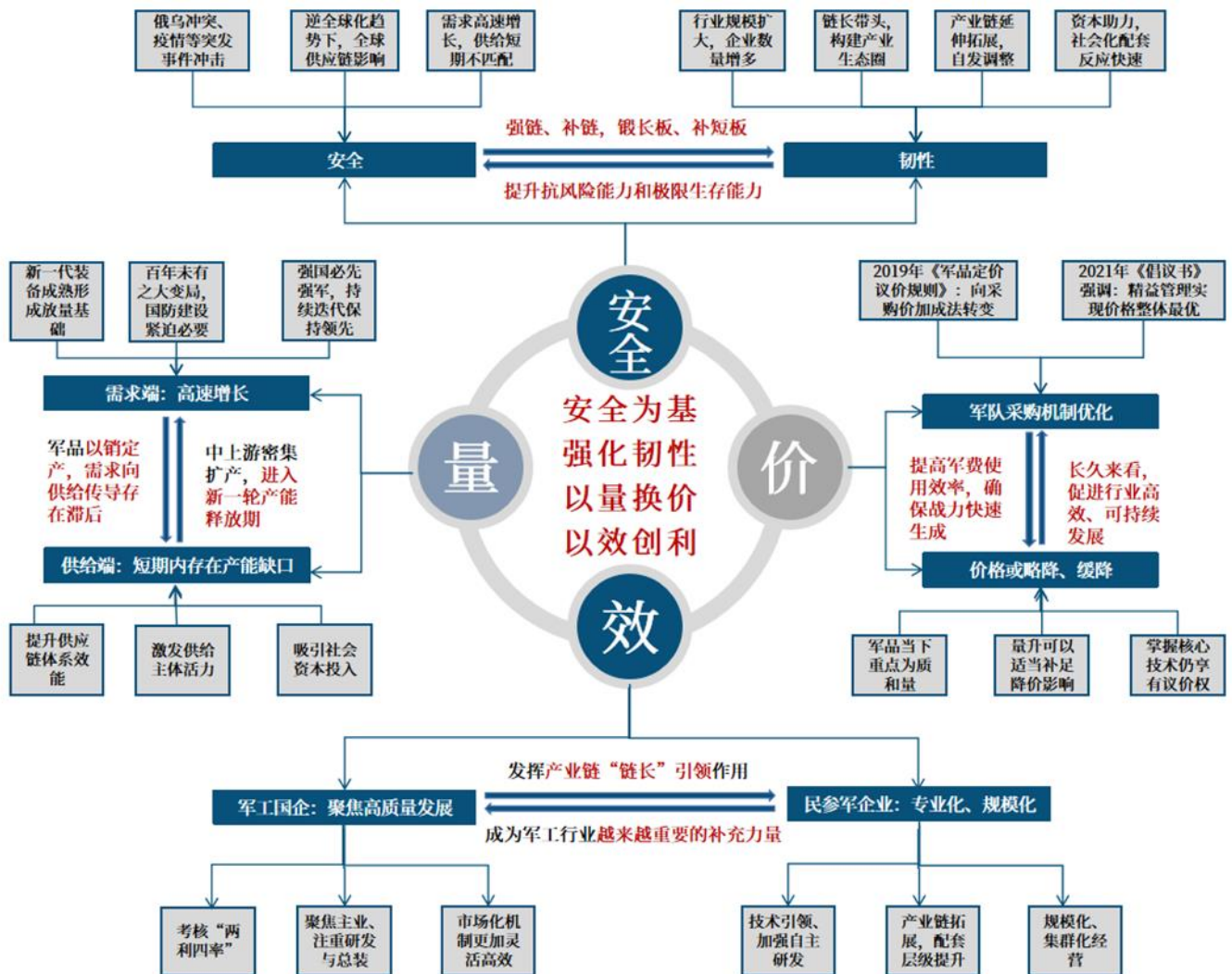
航空产品降价从两个维度来看，**从主机厂层面**，随着需求数量的增加，主机产品价格出现一定程度的降价，既是合理的，也是提升军费使用效率的必然，我们认为，随着军品订单的放量，规模效应将推动良率提升、边际成本降低，同时以量换价，以效创利的逻辑将始终存在。

从配套厂商层面，一方面，随着对应主机产品价格的调整，配套企业也将随之承受部分降价压力，另一方面，经过近年来快速的发展，航空产业链能力与几年前相比已经有了极大的提升，供应格局也随之发生了变化，价格的调整实质上是竞争格局的直接反映，由核心技术、溢价能力强、成本控制较好的企业往往受到降价冲击相对较小。

实际上，随着军品定价机制的改革，以及订单放量，市场对军品价格格外关心，提价、降价还是补价，每每“甚嚣尘上”，甚至成为影响公司股价的重要因素。事实上，军品价格管理涉及各种复杂因素和特殊情况，我们认为，新的定价机制将会不断健全完善。军工行业的主要经济来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面

提升，提高军费的使用效率也是必经之路。

图5 航空行业以量还价，以效创利逻辑仍然存在



资料来源：中航证券研究所整理

四、改革对航空行业的影响？

随着中航电测的复牌及连续涨停，市场对国企改革关注度再度走高。从军工央企层面看，航空行业的改革，资产证券化都走在了市场前列，也取得了不错的效果。我们认为资产注入只是路径，也并不是一注了之，与之配套的，资产重组后企业经营和管理的提质增效带来的利润弹性也值得期待。

表5 近期航空军工央企下属上市公司改革从频次、规模、力度持续加大

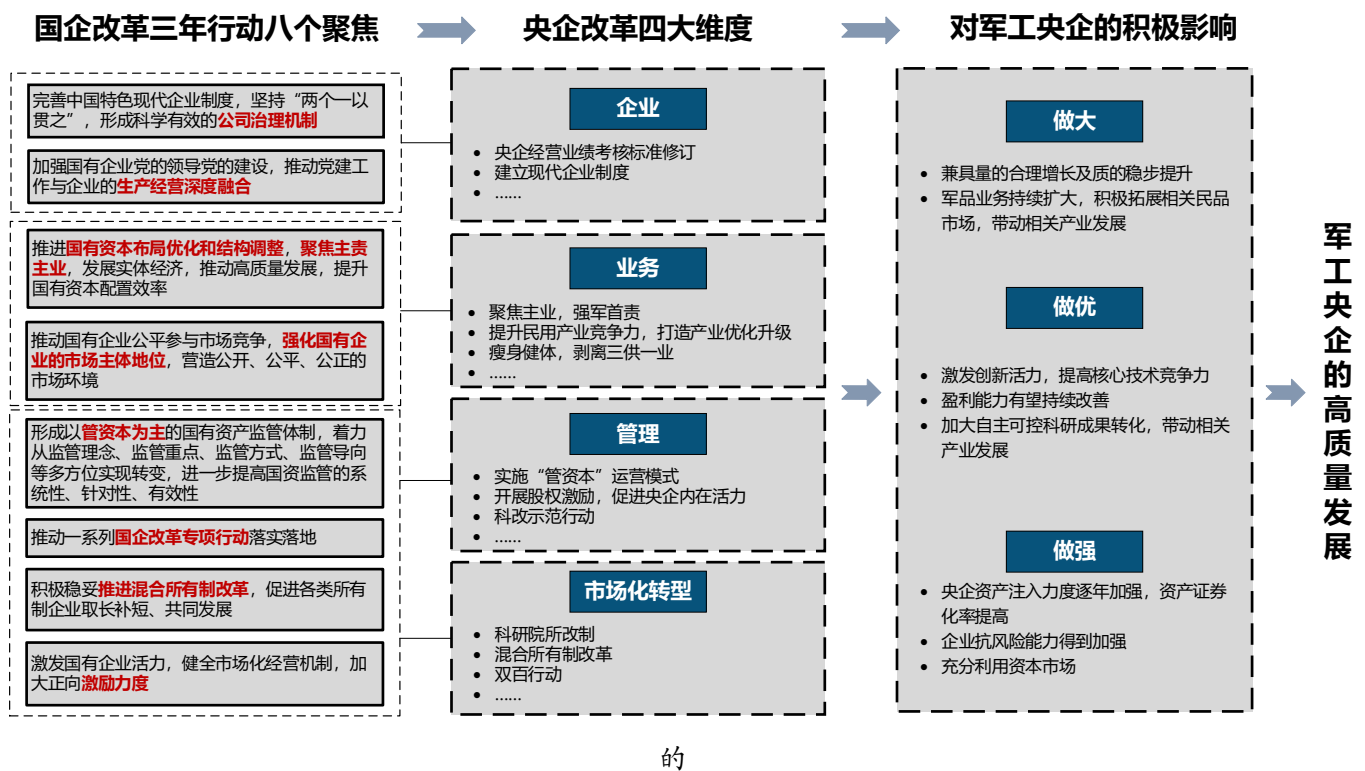
公司简称	所属军工央企	公告时间	改革方案内容	改革方案意义
中航电子	航空工业集团	2022 年 12 月 21 日	加快机载系统业务的发展，中航电子筹划通过向中航机电全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并中航机电，并发行 A 股股票募集配套资金 50 亿元。 募集配套资金中，中航科工拟认购的募集配套资金为 5 亿元；航空投资拟认购的募集配套资金为 3 亿元；中航沈飞拟认购 1.8 亿元；航空工业成飞拟认购的募集配套资金为 1.8 亿元。	中航电子换股吸收合并中航机电，打造世界一流航空机载企业，本次重组完成后，新上市平台（中航机电、中航电子合并而成）将成为我国机载系统行业“国家队”的旗舰上市平台。
中直股份	航空工业集团	2023 年 1 月 9 日	公司拟向中航科工发行股份购买其持有的昌飞集团 92.43%的股权、哈飞集团 80.79%的股权，拟向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团 7.57%的股权、哈飞集团 19.21%的股权。交易完成后，中直股份将持有昌飞集团 100%股权、哈飞集团 100%股权，昌飞集团、哈飞集团将成为中直股份全资子公司。	注入航空工业集团直升机领域优质资产，将进一步实现航空工业集团直升机业务的整合，提升中直股份研发创新能力、资源整合能力。同时，也可以提升中直股份资产规模及盈利能力，进一步拓展上市公司未来发展空间，增强抗风险能力。
中航电测	航空工业集团	2023 年 1 月 11 日	公司拟通过发行股份方式购买中国航空工业集团有限公司(简称“航空工业集团”)持有的成都飞机工业(集团)有限责任公司(简称“航空工业成飞”)100%股权。	航空工业成飞作为我国重点航空装备承制单位，持续盈利能力较强。交易完成后，将实现上市公司主营业务转型，增强上市公司抗风险能力及持续盈利能力，提升上市公司股东投资回报。
航材股份	中国航发集团	2022 年 11 月 18 日	航材股份本次拟在上交所科创板上市，本次发行股票数量不低于 6350 万股且不超过 12000 万股，占发行后公司总股本的比例不低于 15%且不超过 25%。航材股份拟募集资金 36.22 亿元，分别用于航空高性能弹性体材料及零件产业项目、航空透明件研发/中试线项目、大型飞机风挡玻璃项目、航空发动机及燃气轮机用高性能高温母合金制品项目、航空航天钛合金制件热处理及精密加工工艺升级项目、补充流动资金。	航材股份科创板上市募投项目瞄准 C919 需求，随着国产大飞机 C919 飞机取证及正式交付进入倒计时，国内市场有望成为航空民品领域的新增量。

资料来源：公司公告、Wind、中航证券研究所

参考国企改革三年行动方案中的八个聚焦，可以发现，四个维度与八个聚焦均可一一对应。总体来看，国企改革三年行动方案将加速央企改革四大维度进展，进而在“十四五”引导十大军工央企实现做大做强做优，实现高质量发展。四个维度具体包括：

- ① 企业维度引导军工企业发展兼具量的合理增长和质的稳步提升；
- ② 业务维度促使军工央企继续聚焦主业，同时打造产业优化升级；
- ③ 管理维度有望促使军工央企激发创新活力，提高核心技术竞争力；
- ④ 市场化维度有望促使军工央企充分利用资本市场的功能，抗风险能力提高，进一步实现国有资产的保值增值。

图6 国企改革深度聚焦于军工央企的高质量发展

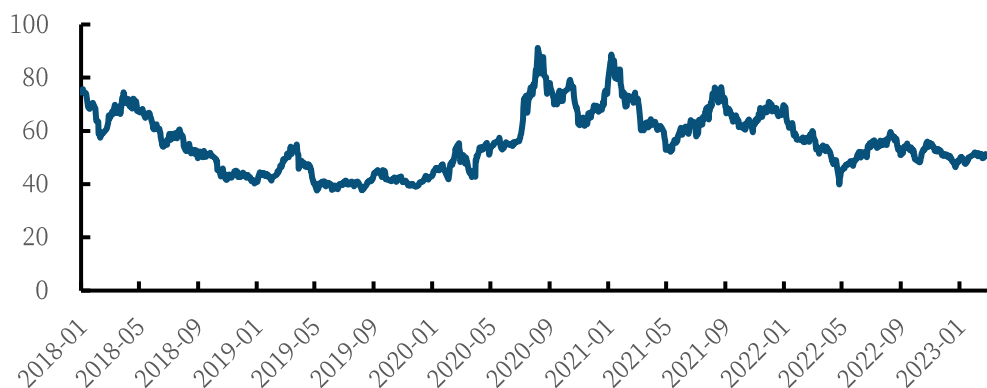


资料来源：政府网站，中航证券研究所整理

五、航空板块估值及建议关注个股

我们对中航证券航空行业指数标的进行 PE (TTM) 统计，截止 2 月末指数市盈率为 50.95 倍，处于 2018 年以来的 35% 分位。

图7 中航证券航空行业指数市盈率 (TTM) 走势



资料来源：Wind，中航证券研究所（计算时剔除亏损企业）

短期内，受到市场风格、其他板块热点轮动等影响，叠加对于增速、价格等不确定性的疑虑，航空板块表现相对弱势。但从客观而言目前，航空产业的发展的决心和力度是无疑的，行业也切实在发生着积极的变化，如产能在释放，改革在提速等，建

议更加着眼于中长期布局，以时间换空间，等待确定性逐步落地。

相关重点个股包括：

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、航发控制（航空发动机），航天彩虹、航天电子（无人机整机制造），立航科技（地面保障装备）、光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），钢研高纳、图南股份（高温合金），西部超导、宝钛股份（钛合金）等。

六、风险提示

- ① 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；
- ② 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ③ 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；
- ④ 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期
- ⑤ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- ⑥ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑦ 军品降价对企业毛利率影响。

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, liyuqi@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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