军工行业周报：

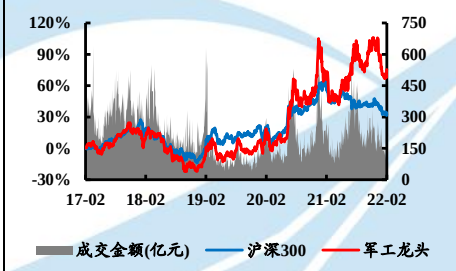
疑是经冬雪未销

中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：梁晨
证券执业证书号：S0640519080001
邮箱：liangc@avicsec.com

行业分类：军工　　2022 年 2 月 27 日

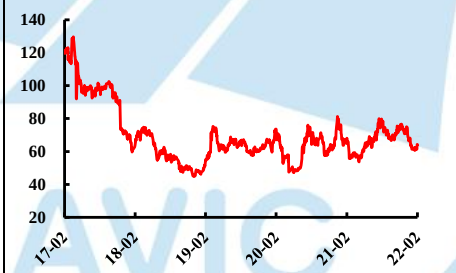
行业投资评级	增持
基础数据（2022.02.25）	
中证军工龙头指数	3940.36
近一周涨跌幅	+3.77%
军工行业 PE	61.96
军工行业 PB	3.74

近五年中证军工龙头指数走势对比图



资料来源：Wind，中航证券研究所

近五年军工行业 PE-band



资料来源：Wind，中航证券研究所

➢ 近一周行情

国防军工（申万）指数（+3.05%），行业（申万）排名（2/31）；上证综指（-1.13%），深证成指（-0.35%），创业板指（+1.03%）；

涨幅前五：天和防务(+18.66%)、臻镭科技(+16.55%)、ST 凯乐(+16.19%)、新余国科(+12.6%)、中兵红箭(+12.5%)；

跌幅前五：江航装备(-6.21%)、广东宏大(-4.80%)、火炬电子(-4.32%)、北摩高科(-3.97%)、台海核电(-3.96%)。

➢ 重要事件及公告

2 月 22 日，中直股份公告，公司股东哈航集团（持股 26.71%）和中直有限（持股 12.78%）拟向中航科工划转其持有的本公司全部股份。划转完成后，中航科工直接持股比例为 46.05%；直接和间接合计持股比例为 49.30%。

2 月 23 日，美国司法部宣布终止特朗普政府期间启动的“中国行动计划”。该计划于 2018 年 11 月启动，要求 94 个地区司法部门每年至少提出一至两起针对中国的诉讼，以防止中国“从美国窃取信息”。施行期间导致了一系列针对学术界人士的诉讼，引发了美国亚裔族群以及学术界的极大不满。

2 月 23 日，华秦科技在科创板首次公开发行股票，发行价格为 189.5 元/股，预计募集总资金 31.58 亿元。公司主要从事特种功能材料，包括隐身材料、伪装材料及防护材料，是国内军用特种功能材料行业领军企业。

2 月 23 日，三角防务拟发行股票，募集资金总额不超过 31.27 亿元，3 亿元用于航空精密模锻产业深化提升项目，4.9 亿元用于航空发动机叶片精锻项目，6.6 亿元用于航空数字化集成中心项目，7.9 亿元用于航天火箭箭体结构智能制造项目，2.9 亿元用于先进航空零部件智能互联制造基地项目，6 亿元用于补充流动资金。同时公司公布股权激励计划，拟向 45 人授予限制性股票总量不超过 500 万股，价格为 22.01 元/股。业绩考核目标为，以 2020 年的净利润值为基数，2022 年净利润增长率不低于 193.53%，2023 年不低于 281.59%，2024 年不低于 396.07%。

2 月 24 日，俄罗斯总统普京发表电视讲话称，决定在顿巴斯地区发起特别军事行动。乌克兰总统泽连斯基 2 月 24 日宣布，乌克兰全国进入战时状态，并于当天晚些时候宣布与俄罗斯断交。

2 月 24 日，菲利华全资子公司潜江菲利华持有 51%股权的融鉴科技，拟进行增资扩股，用于投资新建“年产 2 万吨超高纯石英砂项目”，扩大高纯石英砂生产规模，提升公司供应链的保障力度，满足市场对高纯石英砂的需求。本项目投资总额为 3 亿元，项目分两期建设，首期建设规模年产 1 万

股市有风险　入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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：010-59562524
传真：010-59562637

吨，投资金额为 1 亿元。本次增资总金额为 7000 万元，潜江菲利华出资 5156.50 万元。

2 月 25 日，中航无人机首次公开发行股票并在科创板上市申请获上交所科创板上市委员会审核通过。本次 IPO 计划募集资金 16.4 亿元，拟用于“无人机系统研制及产业化项目”、“技术研究与研发能力提升项目”等项目。

2 月 26 日，海特高新发布公告，预留股票期权授予条件已经成就，向符合授予条件的 100 名激励对象授予 311.63 万份股票期权，行权价格为 12.55 元/份。

2 月 26 日，大立科技公告竞得国有建设用地使用权，本次竞拍地块主要用于建设光电瞄准吊舱等光电系统产品产业化基地项目实施，基地建设完成后，将具备完整的光电系统产品研发、生产、测试和试验能力，将大幅提升光电瞄准吊舱等光电系统产品的批产能力。有利于加快推进公司发展战略布局，增强公司的核心竞争力。

➢ 投资建议

2022 年投资策略请关注 2022 年 1 月 21 日研究报告：**《2022 年军工行业投资策略：风卷红旗过大关》**。

一、核心观点

本周受到俄乌冲突升级影响，军工板块逆势上涨，军工（申万）指数上涨 3.05%，全行业排名第二。我们在近期《机会在怀疑中孕育》、《进入已时间换空间阶段》等报告中，皆指出乌克兰等地缘政治事件皆有可能成为刺激军工行情的导火索。

不知近水花先发，疑是经冬雪未销。怀疑“雪未销”，实则“花先发”，当前虽然对军工行业依然有不同程度的疑虑，然而诸多利空或看似利空皆已出尽，而同时更多利好在悄然孕育（尽管前期对相关利好的反应钝化）。另一方面，军工上涨不仅是表面上的地缘政治的短期刺激，**更有其内在的更为深刻的逻辑和道理**。

连续两周上涨后，我们对行情的短期判断是，年后重挫后，仅仅是事件性的刺激，难以重掀热情推动快速急涨，既然军工已然具备价值属性，由基本面驱动，那么，去年底高位的收复和突破，依旧需要业绩的不断兑现和确认，方能令市场的信心逐渐重塑和再度恢复。**资本运作、一季报预告、一季报、中报指引、大单公告、合同负债等关键数据变化**，都需要我们重点跟踪和观察，并有望使得军工行业关注度不断提升。

再次重申我们的中长期观点，我们倾向于认为，军工行业更可能是**下跌有底的良性的“进二退一”**。当前时点，我们的判断是，目前大级别的调整是不现实的，军工行业估值已经显得便宜，现已再次进入到具有性价比的配置区间。面对非理性调整，当前阶段更需要一份理性与冷静，再度深调空间已有限，虽然信心恢复和风格转换尚需时间，但底部正在临近，**已进入以时间换空间阶段，不宜过度悲观和盲目杀跌**。近期地缘政治冲突，虽然表面上看对军工行业仅仅是短期刺激，其实**本质上更突显出发展军工行业的重**

要性和紧迫性，这是支撑行业的大逻辑，以及支撑行情的长逻辑。

图表 1：俄乌冲突近期时间线

日期	时间	事件
2 月 24 日	5 时	俄罗斯总统普京表示，他已决定在乌克兰东部的 顿巴斯地区进行特别军事行动。在乌克兰首都基辅以及敖德萨、哈尔科夫、克拉马托尔斯克和别尔江斯克等城市传出爆炸声。
	6 时	俄军已突破哈尔科夫州界。基辅与哈尔科夫乌军指挥所遭到火箭弹袭击。乌克兰总统泽连斯基表示，乌克兰全境将进入战时状态。
	7 时	乌克兰西部城市卢茨克传出爆炸声。乌克兰总统泽连斯基表示，乌克兰国家安全与国防委员会进入紧急状态运行，已动员所有军事力量和特种部队。
	8 时	乌克兰边防局发布消息称，与白俄罗斯和克里米亚接壤地区遭到袭击，卢甘斯克、哈尔科夫、日托米尔、切尔尼戈夫州也遭到袭击。
	10 时	乌克兰国防部长表示，乌克兰正进入全面防御状态。
	11 时	乌克兰总统宣布与俄罗斯断交。
	13 时	据乌克兰国家边防局消息，俄军正在突破基辅州防守。
	14 时	据法新社，乌克兰边境警卫称，俄罗斯军队进入基辅地区。
	15 时	俄罗斯总统新闻秘书表示，“特别军事行动”持续时间将由普京亲自决定。
	17 时	乌克兰总统泽连斯基宣布成立“反普京联盟”。乌克兰总统泽连斯基表示，俄军正试图夺取切尔诺贝利核电站的控制权。
	19 时	俄罗斯国防部表示，为俄罗斯联邦武装力是 24 日设定的所有任务都已完成。美国总统拜登表示，七国集团领导人同意推进对俄“毁灭性”制裁。
	21 时	美国国防部长下令向欧洲增兵。
	22 时	乌克兰卫生部表示，冲突已致乌方 57 人死亡，169 人受伤。欧盟决定对俄罗斯采取“重大”制裁措施。
2 月 25 日	0 时	乌克兰总统泽连斯基发布全国总动员令，为期 90 天。乌克兰总统表示，冲突致乌方 137 人死亡，316 人受伤。
	1 时	乌克兰军方表示，切尔诺贝利核电站已被俄军控制。
	6 时	乌克兰首都基辅又发生爆炸。俄军坦克已抵达乌克兰首都基辅周边，俄乌双方正在激战。
	8 时	乌总统泽连斯基：我们不怕跟俄罗斯谈，我们准备好谈所有问题，包括我们国家的安全保障和中立地位俄乌局势
	10 时	乌总统泽连斯基签署总统令：宣布成立最高统帅部
	14 时	据乌克兰武装部队消息，俄军正式进入基辅州的沃尔泽利市，距离基辅市大约 35 公里
	20 时	俄罗斯国防部称，俄罗斯军方已从西侧封锁了基辅；200 多名乌克兰特种部队人员在占领霍斯托梅尔机场的行动中被消灭
2 月 26 日	7 时	凌晨双方在基辅进行巷战，爆炸声和枪声彻夜未停。基辅市政府声明称，基辅街头爆发了激战，警告居民留在避难所，不要靠近窗户或阳台。
	14 时	乌克兰总统办公室主任顾问称，目前已经有 3500 多名俄军阵亡，近 200 人被俘。目前俄方未对此作出回应。
	18 时	俄国家杜马主席沃洛金表示，乌克兰总统泽连斯基已于当地时间 25 日离开基辅，他从乌克兰首都发出的所有呼吁都是提前拍摄。
	20 时	俄总统新闻秘书佩斯科夫表示，乌克兰方面已拒绝和谈，俄方的军事行动将继续。
2 月 27 日	6 时	美国与欧盟、英国和加拿大发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）国际结算系统。

资料来源：互联网新闻网站，中航证券研究所整理

- **强国必先强军，军强方能国安，俄乌局势之变愈加坚定了强军的信心，也将一定程度推动国防建设提速**

2021 年俄罗斯的 GDP 为 1.78 万亿美元，全球排名为第 12 名，跌出前十，体量仅相当于我国 GDP 排名第二的江苏省，但俄罗斯拥有着世界一流的军事实力，所以在全球依然拥有举重轻重的话语权。

目前我国国防实力与经济实力尚不匹配，这是现实矛盾，且愈加紧迫。世界处于百年未有之大变局，多国已开始通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性。我国国防建设和军工行业发展正迎来规模性快速增长和结构性转型升级，军工行业在数量、质量和结构三个维度都迎来了实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

美国持续制裁中企，军工行业的天然自主可控属性的意义凸显。月初（2 月 8 日）美国再次对我国 33 家公司进行制裁，自 2018 年起，美国已进行过超过 10 次的制裁清单发布，涉及的企业及单位合计超过 500 家。中美关系已经发生了实质性转变，中美博弈将是长期而反复的，短期内难以转向的。由此，也倒逼我国自主可控、国产替代提速。

图表 2：美国制裁清单涉及多家军工、科技企业

时间	内容
2018.08.01	航天科工二院和电科集团 13、14、38、55 所及其下属 36 家企业
2019.05.15	华为及其 68 家子公司
2019.06.21	中科曙光等 5 家超算企业及单位
2019.08.15	中广核及其下属 3 家企业
2019.10.07	海康威视、大华股份、科大讯飞等 8 家高技术企业以及 20 个公安机关
2020.05.23	烽火集团及其子公司和哈工大、哈工程等具有军工性质单位
2020.08.26	电科集团 7、30 所，中船 722 所、海格通信以及中交疏浚等涉及南海岛礁建设军企
2020.12.18	中国船舶旗下 25 家研究机构、中芯国际、大疆创新等
2020.12.22	航发集团、航空工业及下属机构，并涉及沈飞、西飞、成飞等多家主机厂
2021.04.08	中国电子集团所属天津飞腾、上海集成电路技术与产业促进中心等 7 个超级计算机实体
2021.07.09	东土科技、立昂技术、苏州科达、锐科激光、熙菱信息等 23 个实体
2021.11.24	国科微电子、新华三半导体技术、嘉兆科技、杭州中科微电子等 12 家中企
2021.12.17	12 家中军事医学科学院及其下属研究所；以及包景嘉微、中国电科 52 所、亚成微、上海爱信诺航芯、海康威视子公司海康微影等在内的共 22 个公司实体
2022.02.08	33 家中国公司（大多数是电子企业，但也包括光学公司、涡轮叶片公司、大学的国家实验室和生物医药公司等）被列入“未经核实清单”

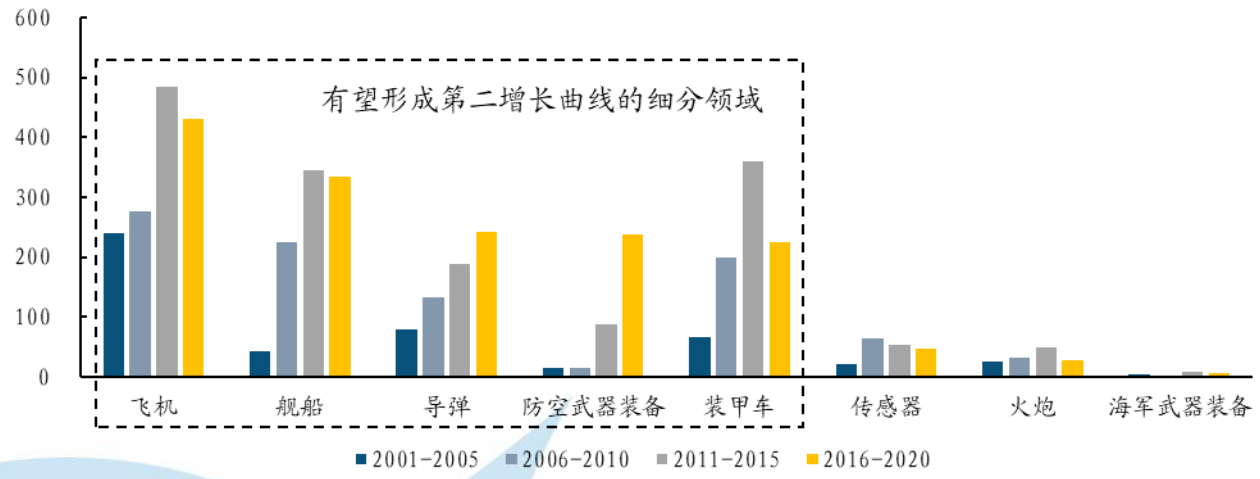
资料来源：美国商务部等网站，中航证券研究所整理

- **军贸将成为军工行业的“第二曲线”**

俄乌冲突后，西方对俄罗斯加大制裁是大概率的，对我国军贸出口也将

形成刺激，主要是两方面，一个是**全球安全形势恶化，部分国家地域对武器进口需求加大**；另一方面则是**此消彼长，对俄制裁，有望为我国释放一部分市场空间**，比如俄罗斯阿维斯玛是波音空客钛合金主要供应商，如果制裁加剧，或将利好我国钛合金出口企业。

图表 3：SIPRI 统计的我国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（注：飞机概念中含有无人机装备）

可以预见，随着我国军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，军工行业的生产能力将在某个时候达到并超过国内的军用需求。我们判断，**富有弹性的军贸市场，将成为我国军工行业在未来几十年内，持续高增长的新动力和加速度来源。**

近期一些军贸事件：

①根据外界消息，国产 L-15 高级教练机又迎来新客户，中东大户阿联酋宣布将会采购 12 架 L-15 高级教练机；

②近日根据阿根廷媒体的报道，日前阿根廷驻华大使牛望道已经与中航工业进行了初步接触，共同商讨了枭龙战机的购买计划。

● 利空大多落地，更多利好悄然孕育

开年后军工行业领跌，在年后五周连阴后，军工连续两周上涨，呈现企稳迹象。我们年初以来的观点是，**当前不存在实质性的“利空”因素**，而在近期回调期间，其实**更多的“利好”已在孕育**（详情见后文）：

①军工央企陆续召开 2022 年工作会，凸显军工行业高景气度延续；

②四季度末基金持仓环比再度增长；

③CPI 与 PPI“剪刀差”缩小，军工中游涨价压力缓解（但俄乌冲突后，通胀压力短期可能会更大，或将对中游企业形成一定压力）；

④连续 5 年开年发布全军开训动员令；

⑤地缘政治事件密集发生，随时可能刺激市场情绪；

⑥国企改革进入攻坚之年；

⑦年报业绩预告逐步披露，进一步提升军工行业的置信度；

⑧减持压力已基本释放；

⑨业绩和估值匹配，经测算，核心军工公司的平均 PE 当前对应 2023 年的 30 倍左右，对应 2025 年的 20 倍左右，行业整体估值不存在泡沫。

1、军工央企工作会陆续召开，凸显军工行业高景气度延续

十大军工央企作为我国军工行业各细分板块的核心参与者，其业绩增速对军工行业整体景气度具有指引意义。从中核集团、航天科技、航天科工、航空工业、中国船舶、兵器装备等多个军工央企披露的 2021 年业绩及 2022 年经营业绩及改革目标来看，2022 年，军工行业整体业绩有望**延续“十四五”首年的增长态势**，改革持续深化更有望带来上市公司**盈利水平的提升**。

图表 4：十大军工央企 2022 年工作会披露的业绩及改革情况汇总

集团名称	业绩		改革	
	2021 年回顾	2022 年目标	2021 年回顾	2022 年目标
中核集团	全年实现营业收入同比增长 **9.6%**、利润总额同比增长 **12.37%**、净利润同比增长 **10.75%**	——	全力推进国企改革三年行动，80 项改革重点任务、434 项改革主要举措完成率**超过 90%**，超额完成国资委目标要求	全面深化体制机制改革
航天科技	经营质量效益稳步提升，全年保持经济运行平稳有序，实现利润总额同比增长 **7.5%**，营业收入同比增长 **5.2%**	——	狠抓深化改革，管理体系和管理能力现代化水平得到提升	狠抓改革落地见效，加快建设世界一流航天企业集团，对照“三个明显成效”抓收官，突出补短板强弱项抓攻坚，注重成效抓推广，落实《加快建设世界一流企业指导意见》
航天科工	企业经营效益**持续增长**，净利润、利润总额、营业收入利润率**实现预期目标**	确保完成年度经营目标，净利润、利润总额**同比稳增长**	改革三年行动任务完成率 **80%以上**。	着力推进全面深化改革，高质量完成改革三年行动任务，针对性推进优化调整和改革创新
航空工业	实现全年净利润 **168.3 亿元（+8%）**、利润总额 **219.9 亿元（+6%）**、EVA **103.5 亿元（+23.7%）**，均超额完成既定目标。实现“2323”均衡交付	2022 年，航空工业集团目标实现净利润 **182 亿元（+8.14%）**，EVA **108 亿元（+4.35%）**，利润总额与净利润增速相匹配	2021 年，航空工业集团全员劳动生产率 **34 万元（+12.6%）**，完成改革总体任务的 **90.4%**，超额完成阶段目标，完成“双百企业”和“科改示范企业”等重点改革任务。	2022 年，航空工业集团改革目标包括，全面完成国企改革三年行动任务，全员劳动生产率增长不低于 8%。
中国船舶	三大造船指标位居世界第一，实现利润总额同比增长 **24.5%**、净利润同比增长 **27.7%**，经济效益创历史最好水平	**稳增长**	全面深化改革加快纵深推进	大力深化改革攻坚。要高质量完成改革三年行动任务，扎实推进资产结构优化，持续深化三项制度改革，加快能力布局调整升级
兵器工业	全年实现利润总额 **226.3 亿元（+15.5%）**，净利润 **178 亿元（+17.2%）**，经济增加值同比改善 **23.5%**，实现营业收入 **5269 亿元（+7.5%）**	——	深入贯彻落实国企改革“1+N”政策体系，国企改革三年行动 40 个方面、82 项重点改革任务、156 项具体改革举措完成 **90%**以上	狠抓改革任务落地见效，决战决胜完成国企改革三年行动。对照目标抓收官，聚焦重点抓攻坚，突出实效抓深化，持续提升集团化资源保障能力
兵器装备	“三个倍增”年度核心指标全部达成，营业收入同比增长 **20.7%**，利润总额同比增长 **12.8%**，全员劳动生产率同比增长 **32%**，“两利四率”指标全面完成	营业收入同比增长 **10.5%**，利润总额同比增长 **16.8%**，“两利四率”指标实现“**两增一控三提高**”	全面深化改革取得新成效	突出高质量完成改革三年行动，激发发展活力动力
中国电科	经营绩效创出**历史新高**	——	强力推进国企改革攻坚突破，高质量发展动力活力加速释放	国企改革三年行动全面完成、更多优质资产进入上市公司、培育和推动“硬科技”属性强企业上市、提升上市公司管理效能等
中国航发	经济运行水平得到**新提高**	推动经济运行效益迈上更高台阶	深入推进改革发展任务，产业发展动能实现新强化	——
中国电子	在经营业绩上取得了前所未有的**历史性突破**	——	全面强化改革创新，在改革力度取得了前所未有的**历史性突破**	全面深化市场化结构性改革

资料来源：十大军工央企官网、官方公众号、中国航空新闻网、中航证券研究所整理

2、四季度末基金军工持仓环比再度增长

2021 年 Q4 末基金军工持仓情况如下：

① 军工行业 2021Q4 持仓规模相较上一季度末有所上升，超配 1.92 个百分点。持仓比例为 5.58%，环比增加 1.04 个百分点。在 31 个行业中位列第 5，比三季度末上升一位。

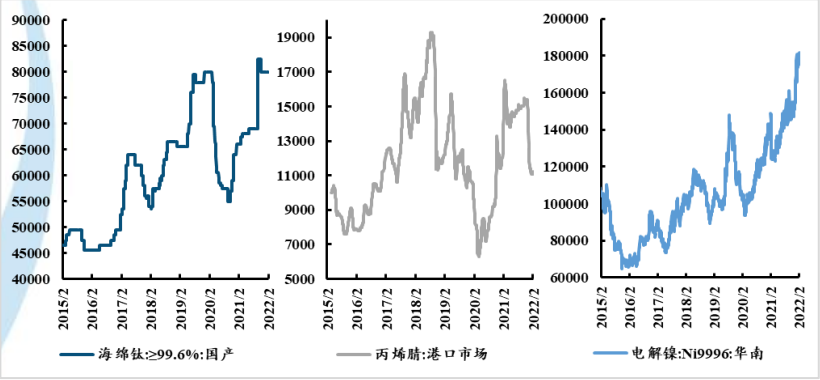
② 公募基金持仓前十为：紫光国微、振华科技、中航光电、抚顺特钢、航发动力、中航沈飞、中航机电、中航高科、火炬电子、西部超导；主动基金持仓前十位：紫光国微、振华科技、中航光电、抚顺特钢、航发动力、中航沈飞、中航机电、火炬电子、中航高科、航天电器；被动基金持仓前十位：紫光国微、航发动力、中航光电、振华科技、中航西飞、中航沈飞、中航机电、抚顺特钢、西部超导、中国重工。

③ 外资军工持仓比例有所回升，持仓前十为：紫光国微、航发动力、卫士通、光威复材、中国船舶、振华科技、西部超导、中航机电、光启技术、中兵红箭。

3、CPI 与 PPI“剪刀差”缩小，军工中游涨价压力缓解

2021 年 12 月，我国 PPI（同比+10.3%，环比-2.6pcts），CPI（同比+1.5%，环比-0.8pcts），两者“剪刀差”在 10 月创下新高后出现收窄，在 2021 年高基数的背景下，我们预计未来剪刀差收窄趋势不变。对于军工行业，由于价格传导存在时间差，上游成本压力正在逐步传导至中游（如钢研高纳披露电费提价、上游原材料价格上涨，公司可以相应提高自身产品售价），但在“剪刀差”的收窄趋势下，中游环节的公司承受的涨价压力也将逐步得到缓解，同时，以上因素对军工行业估值造成的压制也将减弱。但需要注意的是，**俄乌冲突后，通胀压力短期可能会更大，或将对中游企业形成一定压力**。

图表 5：主要军工材料上游原材料价格走势（元/吨）



资料来源：wind，中航证券研究所

4、连续 5 年发布全军开训动员令，军方需求高速增长确定性强

2018 年以来，习近平主席连续 5 年向全军发布开训动员令，充分体现出对军队建设，特别是实战化训练的重视程度。在 2022 年首周发布的开训令中，首次出现了“紧盯科技之变”、“战训耦合”以及“科技练兵”等词汇，充分体现出实战化水平有望进一步提高，军方对我国武器装备“质”与“量”的需求将保持高速增长。

图表 6：习近平主席来连续 5 年向全军发布开训动员令，强调提高实战化训练水平

时间	开训令部分内容
2018 年 1 月 3 日	要端正训练作风、创新训练方法、完善训练保障、严格训练监察，开展群众性练兵比武活动，加强针对性对抗性训练，**提高军事训练实战化水平**，牢牢掌握能打仗、打胜仗的过硬本领。
2019 年 1 月 4 日	坚持实战实训、联战联训，紧贴作战任务、作战对手、作战环境，大抓体系对抗训练，大抓复杂环境下训练，大抓极限条件下训练，加大科技练兵力度，把战略战术练精，把作战体系练强，把制胜招法练过硬，**提高训练实战化水平**。
2020 年 1 月 2 日	2020 年，全军要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，强化当兵打仗、带兵打仗、练兵打仗思想，紧盯强敌对手，**大抓实战化军事训练**，保持高度戒备状态，确保召之即来、来之能战、战之必胜。
2021 年 1 月 4 日	2021 年，全军要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，贯彻中央军委军事训练会议精神，加强党对军事训练工作的领导，聚焦备战打仗，深入推进军事训练转型，构建新型军事训练体系，全面**提高训练实战化水平**和打赢能力。
2022 年 1 月 4 日	全军各级要坚决贯彻党中央和中央军委决策指示，准确把握国家安全和军事斗争形势变化，紧盯**科技之变**、战争之变、对手之变，大力推进**战训耦合**，大力推进体系练兵，大力推进**科技练兵**，全面推进军事训练转型升级，练就能战善战的精兵劲旅。

资料来源：人民网、人民日报、中国军网、新华网、国防部官网、中航证券研究所整理

5、地缘政治事件密集发生，随时可能刺激市场情绪

世界处于百年未有之大变局，地缘政治紧张。本周俄乌冲突升级，直接点燃了市场对军工的情绪，对军工板块造成刺激。**多国加速高端武器装备研发或列装以应对国际局势的变化。**朝鲜多次进行高超音速导弹试射；日本着手发展电磁炮拦截高超声速武器的同时与澳大利亚签署了防务安全合作协议。印度第三艘“歼敌者”核潜艇下水，并引进海上侦察和反潜作战飞机。

图表 7：近期国际事件

	时间	事件
地缘政治不确定性增加	2022/2/24	俄罗斯总统普京发表电视讲话称，决定在顿巴斯地区发起特别军事行动。乌克兰总统泽连斯基宣布，乌克兰全国进入战时状态，并于当天晚些时候宣布与俄罗斯断交。
	2022/2/17	乌克兰东部民间武装力量称，乌克兰政府军使用迫击炮等袭击了他们所在的地区。乌克兰政府方面否认发动袭击的指控，并称军队遭到了乌东民间武装力量的袭击。
	2022/2/12	美国总统拜登在与欧洲盟友的视频会议中称，俄罗斯“入侵”乌克兰的日期是 2 月 16 日
	2022/2/11	美国国家安全顾问沙利文称，所有在乌克兰境内的美国人应该于未来 24 至 48 小时内离开乌克兰
	2022/2/10	俄罗斯和白俄罗斯军队在白俄罗斯多个军事训练场启动“联盟决心-2022”联合军事演习
	2022/2/2	美国总统拜登下令向欧洲增派军队
	2022/1/23	美国对俄乌发出最高级旅行警告，北约将在地中海举行大规模军演；俄罗斯也宣布将在地中海、太平洋、东北大西洋等地举行大规模军演
	2022/1/17	白俄罗斯总统卢卡申科披露，白俄罗斯与俄罗斯计划于 2 月举行联合军事演习
	2022/1/3	拜登承诺俄乌边境局势恶化时美国将做出“果断回应”
	2022/1/6	俄国已向进入紧急状态的哈萨克斯坦派维和部队
	2022/1/5	澳大利亚与日本签防务安全合作协议
军事装备技术水平升级	2022/1/11	朝鲜国防科学院成功进行高超音速导弹试射，成功击中远离 1000 公里水域的既定目标
	2022/1/6	朝鲜试射的高超音速导弹精准击中 700 公里外目标
	2022/1/5	日本着手重建反导系统，发展电磁炮拦截高超声速武器
	2022/1/6	印度海军又引入两架“海神”海上侦察和反潜作战飞机
	2022/1/3	印度第三艘“歼敌者”核潜艇下水

资料来源：新浪军事，央视新闻，界面新闻，观察者网，中航证券研究所整理

6、改革又成为军工重要逻辑，但建议关注若干风险

改革（资产证券化、资产注入、院所改制、混合所有制改革、员工持股、股权激励等行动措施，可提升或预期提升军工上市公司资产质量及盈利能力），一度是军工行业的重要逻辑之一，也是过去支撑军工行业较高估值的重要因素。长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。然而，近年来由于改革进程难以一蹴而就，难以实现资本市场快速兑现的预期，于是，改革的逻辑似乎已经被市场长久忽略。

但是，改革成为近期军工行业的热点和焦点，行情上表现有：

① 凤凰光学拟资产重组，2021 年 9 月以来，最大涨幅近 340%；

② 西仪股份拟资产重组，2021 年 12 月 6 日以来，十三连板；

③ 湖南天雁 2021 年 12 月来翻倍；

④ 长春一东、北方股份、贵航股份、航天机电、杰赛科技、中瓷电子等实现较大涨幅，集中于**电科、兵器、兵装等军工集团**。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求，因此我们在深度报告

*《军工六问》*和2022年度策略报告*《风卷红旗过大关》*中都曾指出，**军工行业资产注入的隐含期权依然存在**：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

军工改革层面，近期有以下密集的事件和因素：

①2021年12月3日，**航天彩虹**股权激励计划获国资委批复；

②**天奥电子、四创电子**等推出股权激励；

③2021年12月30日，**中光学**发布第二期限制性股票激励计划；

④2021年12月28日，**航天晨光**公告2021年限制性股票激励方案；

⑤2021年12月18日，国资委召开**中央企业负责人会议**指出，明年央企“两利四率”指标要努力实现“**两增一控三提高**”，即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，控制资产负债率，营收利润率、全员劳动生产率、研发经费投入强度进一步提高；在混改方面，下一步主要是聚焦于推动混合所有制企业深度转换经营机制，持续探索差异化管控；

⑥2021年12月28日，中国船舶集团旗下的两家上市公司**中船科技**和**中国动力**分别发布重大资产重组公告。其中，中船科技拟置入中国船舶集团旗下风电相关资产，而中国动力则将推进柴油机业务整合。中国船舶集团旗下另一家上市公司**中国船舶**也发布了相关的关于筹划对外投资暨关联交易的提示性公告。

⑦近日，**中国电科**印发《中国电子科技集团有限公司关于推动上市公司高质量发展的实施意见》，突出集团控股上市公司“产业发展主阵地、资产保值增值主力军、对外融资主渠道、体制机制创新主平台”的发展定位；

⑧ 近期，**航空工业集团**对2019年混改指导意见进行全新修订，形成全新的指引文件《航空工业集团开展和深化混合所有制改革的指导意见》，指出将混改工作重点放到转换经营机制、改善经营状况，而非“一混了之”，也不应以上市为目的；

⑨2021年12月21日，**航天科技集团**召开集团公司改革三年行动专题推进会，截至11月底，集团公司改革三年行动总体进度已达76%，超额完成了国务院国资委要求的70%年度工作目标，预计2021年能达到80%；

⑩2021年12月23日，**航天科工集团**召开全面深化改革领导小组会议，会议指出，集团公司改革三年行动总体进展良好，“70%以上”的年度工作目标已提前完成，主要量化考核指标超额完成；预计到2021年底，集团公司改革三年行动工作台账完成率可达到80%以上；

近一年多来，**（拟）IPO**：中瓷电子（电科）、国博电子（电科）、振华新材（电子）、云路股份（航发）、华强科技（兵装）、无人机（航空工业）、振华风光（电子）等；**（拟）资产重组**：中瓷电子（电科）、电能股份（电科）、电科数字（电科）、凤凰光学（电科）、江南化工（兵器）、西仪股份（兵装）等；

2022年是**国企改革三年行动方案最后一年**，各军工集团均提出要加快推进实施三年行动改革任务，提升资产证券化率是其中的关键任务之一。

军工行业改革的逻辑是真实的，也是正在快速发生和兑现的，然而，我们

在此也需要提示几点注意事项：

① 改制及证券化的**节奏和进度较难把握**，且难以一蹴而就，需做到“**三因三宜三不**”，三因，是指“因地施策、因业施策、因企施策”；三宜，是指“宜独则独、宜控则控、宜参则参”；三不，是指“不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表”；

② 注册制下选择独立上市而非资产注入，很多情况下是更优选择，因此**博重组、赌注入的投资策略风险提高**，资产注入的隐含期权价值下降，“壳”的价值也大幅缩水；

③ 标志性个股**凤凰光学、西仪股份**短期涨幅较大，如标志性个股出现回调，可能会影响其余相关个股；

④ 重组失败的风险；

⑤ 短期涨幅过大，透支注入预期。

7、年报业绩预告逐步披露，进一步提升军工行业的置信度

本月开始，年报业绩预告已经开始逐步披露，截至 2022 年 2 月 25 日，已有 110 家军工行业上市公司披露了 2021 年业绩预告，77 家上市公司业绩预增。我们预计，军工行业内多数上市公司大概率 2021 年年报预喜，将进一步提升军工行业的置信度，坚定市场对军工行业价值属性的认知。

图表 8：军工行业上市公司 2021 年业绩预告及快报情况

序号	公司代码	公司名称	净利增速下限（单位：%）	净利增速上限（单位：%）
1	002023.SZ	海特高新	2099	2330
2	688385.SH	复旦微电	286	286
3	300733.SZ	西菱动力	282	307
4	002254.SZ	泰和新材	274	274
5	600391.SH	航发科技	219	242
6	000818.SZ	航锦科技	196	281
7	600765.SH	中航重机	153	153
8	300252.SZ	金信诺	145	168
9	601989.SH	中国重工	144	152
10	002049.SZ	紫光国微	136	160
11	600590.SH	泰豪科技	130	146
12	000733.SZ	振华科技	123	156
13	002265.SZ	西仪股份	109	112
14	300424.SZ	航新科技	107	109
15	688305.SH	科德数控	107	107
16	300593.SZ	新雷能	105	125
17	002383.SZ	合众思壮	102	103
18	300353.SZ	东土科技	102	102
19	300775.SZ	三角防务	101	120
20	002171.SZ	楚江新材	101	119
21	688122.SH	西部超导	94	94
22	688239.SH	航宇科技	91	91
23	300159.SZ	新研股份	85	90

序号	公司代码	公司名称	净利增速下限（单位：%）	净利增速上限（单位：%）
24	600435.SH	北方导航	83	118
25	300696.SZ	爱乐达	83	90
26	605123.SH	派克新材	83	83
27	300324.SZ	旋极信息	82	91
28	688151.SH	华强科技	82	82
29	300101.SZ	振芯科技	74	103
30	603267.SH	鸿远电子	70	70
31	300629.SZ	新劲刚	70	100
32	688776.SH	国光电气	69	69
33	000801.SZ	四川九洲	69	95
34	300726.SZ	宏达电子	65	78
35	000519.SZ	中兵红箭	64	78
36	300099.SZ	精准信息	60	68
37	603678.SH	火炬电子	58	67
38	301050.SZ	雷电微力	57	77
39	300855.SZ	图南股份	55	70
40	688033.SH	天宜上佳	55	55
41	688066.SH	航天宏图	53	53
42	002366.SZ	台海核电	53	63
43	002625.SZ	光启技术	53	96
44	600456.SH	宝钛股份	52	60
45	002149.SZ	西部材料	51	76
46	688568.SH	中科星图	49	49
47	835640.BJ	富士达	49	49
48	300627.SZ	华测导航	48	48
49	002829.SZ	星网宇达	44	53
50	300416.SZ	苏试试验	40	60
51	002331.SZ	皖通科技	40	69
52	002151.SZ	北斗星通	39	39
53	002179.SZ	中航光电	38	38
54	688281.SH	华秦科技	36	49
55	688682.SH	霍莱沃	35	35
56	832317.BJ	观典防务	35	35
57	300395.SZ	菲利华	34	72
58	600399.SH	抚顺特钢	32	48
59	688311.SH	盟升电子	31	31
60	300474.SZ	景嘉微	30	54
61	002985.SZ	北摩高科	30	40
62	300711.SZ	广哈通信	30	46
63	688270.SH	臻镭科技	30	30
64	300722.SZ	新余国科	20	32
65	688586.SH	江航装备	19	19
66	300699.SZ	光威复材	18	18
67	003009.SZ	中天火箭	18	18

序号	公司代码	公司名称	净利增速下限（单位：%）	净利增速上限（单位：%）
68	002013.SZ	中航机电	17	17
69	000697.SZ	炼石航空	17	17
70	002438.SZ	江苏神通	16	36
71	301213.SZ	观想科技	15	24
72	600760.SH	中航沈飞	15	15
73	300563.SZ	神宇股份	14	14
74	300114.SZ	中航电测	10	30
75	002651.SZ	利君股份	5	5
76	688511.SH	天微电子	2	2
77	300008.SZ	天海防务	0	30
78	688685.SH	迈信林	-4	-4
79	688722.SH	同益中	-8	-8
80	688272.SH	富吉瑞	-11	-11
81	688002.SH	睿创微纳	-22	-22
82	002389.SZ	航天彩虹	-34	-16
83	002520.SZ	日发精机	-44	-17
84	300053.SZ	欧比特	-53	-30
85	002214.SZ	大立科技	-56	-44
86	300810.SZ	中科海讯	-58	-43
87	688510.SH	航亚科技	-59	-59
88	300581.SZ	晨曦航空	-62	-51
89	002253.SZ	川大智胜	-65	-50
90	300900.SZ	广联航空	-67	-58
91	300875.SZ	捷强装备	-68	-60
92	002560.SZ	通达股份	-79	-69
93	688011.SH	新光光电	-87	-81
94	002111.SZ	威海广泰	-90	-84
95	300719.SZ	安达维尔	-92	-87
96	000576.SZ	甘化科工	-96	-95
97	600685.SH	中船防务	-98	-97
98	002933.SZ	新兴装备	-105	-100
99	300397.SZ	天和防务	-134	-127
100	300302.SZ	同有科技	-148	-132
101	688070.SH	纵横股份	-149	-149
102	688333.SH	铂力特	-163	-163
103	002446.SZ	盛路通信	-237	-209
104	002413.SZ	雷科防务	-251	-202
105	300427.SZ	红相股份	-369	-369
106	300600.SZ	国瑞科技	-525	-481
107	300045.SZ	华力创通	-818	-746
108	600260.SH	ST 凯乐	-2016	-1664
109	300123.SZ	亚光科技	-3517	-2947
110	000070.SZ	特发信息	-6129	-5255

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（截至 2022 年 2 月 25 日）

另外，部分军工企业大单落地，如新光光电、雷电微力、光启技术、海格通信、光威复材、高德红外、天海防务、中科星图、航天宏图、海兰信、星网宇达等。

图表 9：近期军工企业签署重大订单的公告

公司	合同标的	合同金额
新光光电	关于 XX 长波红外成像光学镜头的产品生产合同	3600 万元
雷电微力	两份某配套产品订货合同	24.07 亿元
光启技术	某大型复杂超材料结构件产品	19.87 亿元
海格通信	无线通信（含数字集群）、北斗导航及配套产品等	约 6.42 亿元
光威复材	***型号碳纤维及织物	11.06 亿元
高德红外	某型号红外热像仪产品	14.51 亿元
天和防务	某型便携式防空导弹情报指挥系统升级改造	9000 万元
中科星图	软件开发、硬件采购及系统集成等内容	5.07 亿元
航天宏图	某项目	2.79 亿元
光启技术	先进多功能超材料机载产品第一阶段分承包合同	1.20 亿元
高德红外	某型号完整装备系统及型号配套产品	3,782.52 万元
光威复材	***型号碳纤维及织物	20.98 亿元（合同履行期限 2022 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日）
海兰信	XX 测量设备采购项目	2000.01 万元
星网宇达	某型军用无人机和某型军事训练产品	1.55 亿元

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

8、减持压力基本释放

2021 年 10 月 13 日，航空工业集团披露对中航高科、成飞集成、中航电测、中航沈飞等的减持计划，拟减持成飞集成 1076 万股，占总股本 3%；中航电测 1746 万股，占总股本 2.96%；中航沈飞 3920 万股，占总股本 2%；中航高科 1393 万股，占总股本 1%；哈尔滨航空工业集团计划减持中直股份，减持比例不超过 0.99001%。截至 2021 年 12 月 31 日，针对中航高科、中航沈飞、中航电测和中直股份的集中竞价减持计划基本实施完毕，市场对减持的担忧基本得以消除。

图表 10：航空工业集团减持进度统计

简称	减持计划	减持进度
中航沈飞	在减持计划公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价交易方式及在减持计划公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式减持所持公司股份合计不超过 **3920 万股**，即不超过公司总股本的 2%。其中，以集中竞价交易方式减持所持公司股份不超过 1960 万股；以大宗交易方式减持所持公司股份不超过 1960 万股。	2021 年 11 月 5 日至 2021 年 12 月 2 日期间，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 **1959.99 万股**，占公司总股本的 0.9997%，减持价格区间为 71.80 元/股－80.15 元/股，减持总金额为 14.88 亿元，集中竞价减持计划实施完毕。 2021 年 12 月 30 日，中航沈飞通过大宗交易减持 **558 万股**，成交金额 3.50 亿

简称	减持计划	减持进度
中航高科	通过集中竞价、大宗交易或认购 ETF 份额方式减持公司股票不超过 1393 万股，不超过公司总股本的 1%，减持价格视市场价格确定。采用大宗交易方式减持的，将在公告披露之日 3 个交易日后的 6 个月内进行；通过集中竞价和认购 ETF 份额方式减持的，均将于减持计划公告披露日起 15 个交易日后的 6 个月内进行。	截止 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团已通过集中竞价交易方式累计减持 1393 万股，占公司总股本的 0.9999%，集中竞价减持计划**实施完毕**。
成飞集成	在减持计划公告之日起的 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价交易方式、大宗交易方式或认购 ETF 份额减持公司股份合计不超过 1076 万股（占公司总股本比例为 3%）。	截至 2021 年 11 月 23 日，航空工业集团通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 358.67 万股，占公司总股本的 1%。截至 2021 年 12 月 15 日，航空工业集团通过大宗交易方式累计减持公司股份 538 万股，占公司总股本的 1.5%。2021 年 12 月 24 日通过大宗交易方式减持公司股份 179.33 万股，占公司总股本的 0.5%。截至 2021 年 12 月 24 日，航空工业集团共累计减持公司股份 1,076 万股，占公司总股本的 3%。本次减持股份计划已**实施完毕**.
中航电测	计划以集中竞价交易、大宗交易、认购 ETF 份额等合法方式减持不超过 1,746 万股公司股份，不超过公司股份总数的 2.96%，剔除公司回购专用账户中的股份数量 4,691,000 股后，不超过公司股份总数的 2.98%。	公司于 2021 年 12 月 30 日收到航空工业通知，航空工业于 2021 年 12 月 30 日通过大宗交易减持公司股份 454 万股，占公司股份总数的 0.77%。截至本公告日，航空工业已累计减持公司股份 1746 万股，占公司股份总数的 2.96%，剔除公司回购专用账户中的股份数量 4,691,000 股后，占公司股份总数的 2.98%，本次减持计划已**实施完毕**。
中直股份	通过集中竞价和/或大宗交易方式总计减持本公司不超过 5,835,850 股股份，计划减持比例不超过 0.99001%。其中，采取竞价交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内（在定期报告窗口期内不减持）；采取大宗交易减持的，减持期间自上述减持股份计划公告发布之日起 3 个交易日后的 6 个月内（在定期报告窗口期内不减持）。	截至 2021 年 11 月 3 日，哈航集团共计减持 5,835,800 股，比例为 0.99%，与计划上限 5,835,850 股尚有 50 股零股未减持。哈航集团已决定不再减持该 50 股零股，本次股份减持计划**实施完毕**。（11 月 2 日通过大宗交易方式减持 4,843,600 股，比例为 0.82168%，价格 57.70 元；11 月 3 日通过集中竞价方式减持 992,200 股，比例为 0.16832%，价格区间为 62.69 元～65.30 元。）

资料来源：Wind，中航证券研究所（数据截至 2021 年 12 月 31 日）

9、业绩和估值匹配，行业整体估值不存在泡沫

截至 2022 年 2 月 25 日，国防军工（申万）指数 PE(TTM)为 61.96 倍，位于过去八年的 21.67%分位，处于历史较低分位水平，考虑到“十四五”军工行业的高景气度，以及行业估值即将切换至 2022 年，军工行业整体估值不贵，不存在泡沫。

军工行业上市公司估值可快速消化，我们选取 54 家核心军工企业作为行业代表进行测算，54 家核心军工企业平均 PE（TTM）为 49.29 倍，若保持年复合 25%的增长率，5 年业绩翻 2.05 倍，2025 年 PE 均值为 21.65 倍；若保持年复合 30%的增长率，5 年业绩翻 2.71 倍，2025 年 PE 均值仅为 17.80 倍；若保持年复合 35%增长率，5 年业绩翻 3.48 倍，2025 年 PE 均值仅为 14.74 倍。

图表 11:54 家核心军工企业估值预测(2022-2025 年不同复合增速条件下)

假设“十四五”年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	42.29	33.83	27.06	**21.65**
30%	39.10	30.07	23.13	**17.80**
35%	36.25	26.85	19.89	**14.74**

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

二、建议重点关注六个方向

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。

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，迎来高速增长的黄金时期。

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。

三、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、航亚科技（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、西部材料、宝钛股份**（钛合金），**铂力特**（3D 打印），**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），**中国卫星**（卫星互联网），**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），**大立科技**（红外制导），**国睿科技、四创电子**（雷达），**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。

四、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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

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。

我们设定的行业投资评级如下:

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。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所军工首席分析师。
梁晨，SAC 执业证书号：S0640519080001，北京科技大学材料硕士，中航证券金融研究所军工行业分析师。

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，在此申明，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。