

中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大

报告摘要

核心观点：

- ◆ 我们认为，全部国企中，在军工领域市场或较快形成共识给予估值溢价。当前海外通胀预期回摆短期内或对资金风险偏好产生抑制，国内“两会”定调的 GDP 增速目标偏中性，2 月 CPI、PPI 同比增速回落，经济复苏节奏有待高频数据持续验证。在这样的背景下，市场或倾向于在受政策利好持续呵护、产业逻辑顺畅且经营稳健的成长性国企中寻找机会，军工央企或为较好的投资标的。
- ◆ 2021 年底以来军工板块整体 PE、PB 以及 PEG 等估值已调整至底部区间。2016-2019 年军改期间部分项目和型号处于延缓鉴定、生产交付状态，导致部分产品无法按期签订合同、交付和确认收入。这导致在 2016 年-2019 年的“十三五”时期，军工板块整体 PE、PB 以及 PEG 估值持续处于下滑趋势。2020 年为“十三五”收官之年，市场对当年业绩增速预期较高，叠加在疫情扰动下军工行业计划经济属性的比较优势显现，2020 年 4 月军工板块开始估值切换，PE、PB 以及 PEG 等估值均实现明显提升。2021 年是“十四五”首年，55 家核心军工上市公司归母净利润延续了“十三五”末的高速增长，军工板块主题性弱化、价值投资属性增强，估值保持相对高位。2022 年，受疫情、限电以及部分军工细分板块供应链问题影响，部分军工上市公司业绩出现暂时性的调整，未达市场预期。且经济弱复苏背景下，市场对军费增速产生担忧，综合引发军工板块下跌，杀估值为主要影响因素，PB 一度创下“十四五”内历史新低，PE 与 PEG 更是接近“十三五”以来的低位区间。2023 年在疫情防控政策放开初期，军工板块“保供”的比较优势下降，消费、地产等有望逆境反转的行业吸引部分资金风格切换，叠加此前市场担心军费增速下降，综合导致当下军工板块估值仍处于较低区间。

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书：S0640520110001
联系电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

王玉茜 研究助理
SAC 执业证书：S0640122040025
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《数字中国规划落地，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《“阳康牛”，加配成长》

中航策略周报：《“阳康牛”，市场或在犹豫中继续上行》
中航策略周报：《六大信号显示“阳康牛”行情或已启动》
中航策略周报：《坚定看多，六大信号显示 A 股望复苏牛》

市场走势：



- ◆ 军工央企较民参军上市公司估值优势在 2020 年后逐步显现，未来有望进一步抬升。2020 年以前，军工央企与民参军上市公司 PE 比基本处于 0.7 附近震荡波动，但 2020 年以后，军工央企与民参军上市公司的 PE 比逐步攀升，并在 2021Q4 起基本维持超过后者状态。这或源于在“十三五”时期，民参军上市公司受军改的影响相较于军工央企更大，净利润及净利润预期都相对更低，导致该时期民参军上市公司 PE 偏高。而 2020-2022 年，在国企改革三年行动下，核心资产注入致使军工央企资产质量提升，提质增效与股权激励的密集开展提高市场对业绩兑现的预期，导致军工央企估值上移。截至 2023 年 3 月 10 日，军工央企与民参军上市公司 PE 比已升至 1.79，反映出在军工领域给予国企估值溢价市场已逐渐形成共识。我们认为未来伴随军工央企持续深化改革，军工央企估值抬升空间或较大。

投资建议：

- ◆ “安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

本周市场回顾：

本周市场表现整体较低迷，上证指数，深证成指，沪深300，科创50，创业板指，中证500分别下跌2.95%，3.45%，3.96%，0.54%，2.15%，2.90%。行业风格上，本周所有风格均有不同程度的下跌，其中金融及周期风格下跌最多，分别下跌4.91%，4.14%。分行业来看，所有申万一级行业都表现较弱，跌幅较小的三个行业为环保，通信，电力设备，分别下跌0.69%，1.51%，1.54%；跌幅较大的三个行业为建筑材料，汽车，非银金融，分别下跌7.22%，6.24%，6.05%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为8339.88亿元，较上周下降了130.39亿元。估值方面，截至2023年3月10号，A股整体市盈率为17.96倍，较上周下降1.56%，本周北向资金净卖出105.98亿元。

正文：

自去年11月证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出“中国特色的估值体系”概念后，国企估值重塑持续受政策关注。今年2月，证监会在2023年系统工作会议上指出要逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。此后，全国两会上，全国政协委员、上交所总经理蔡建春再次提到央企估值水平整体偏低，构建中国特色估值体系需各方协同发力。我们认为，全部国企中，在军工领域市场或较快形成共识给予估值溢价。当前海外通胀预期回摆短期内或对资金风险偏好产生抑制，国内“两会”定调的GDP增速目标偏中性，2月CPI、PPI同比增速回落，经济复苏节奏有待高频数据持续验证。在这样的背景下，市场或倾向于在受政策利好持续呵护、产业逻辑顺畅且经营稳健的成长性国企中寻找机会，军工央企或为较好的投资标的：

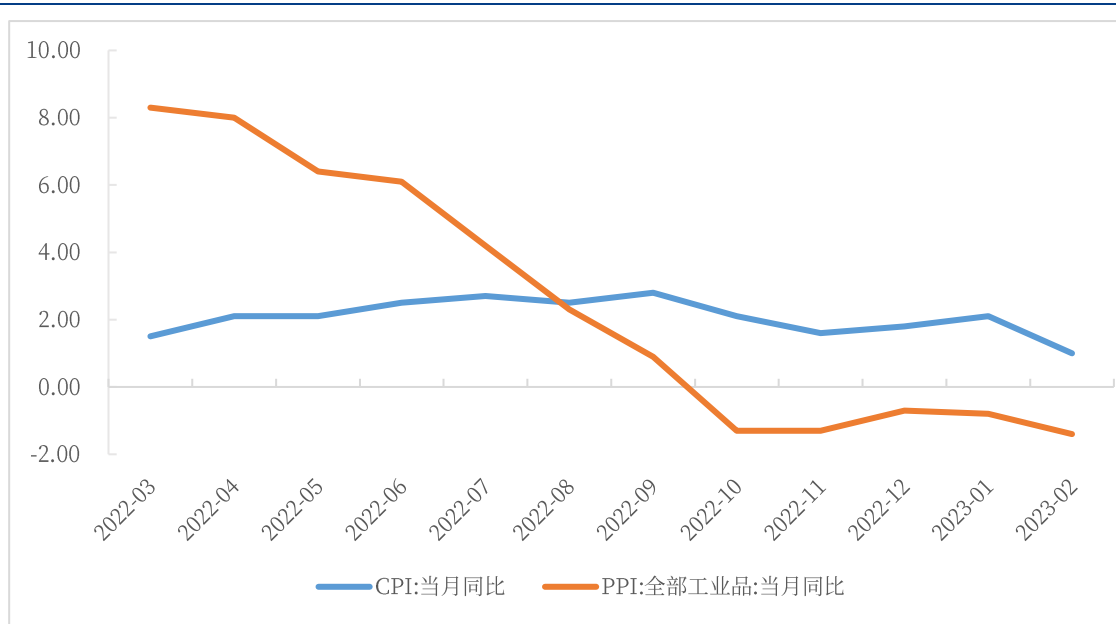
(1) 政策方面，大国博弈背景下军工板块的“安全”属性使其有望持续受政策倾斜。2月6日国资委会上再次强调“要加大大国防军工、粮食能源资源、骨干网络等重点安全领域布局，提升支撑保障能力”；此后“两会”公告军费增速超市场预期，2023年国防预算同比2022年预算执行数增长7.2%，增幅同比提升0.1pct。强国必先强军，军强方能国安。在二十大报告中重点强调了“安全”，体现出国家对安全高度重视，国防建设高速发展的刚性需求下军工板块有望持续受政策呵护。

(2) 产业逻辑方面，2023年军工行业或将提速补量，迎来产业大年。今年军工行业整体在前期扰动因素出清后订单有望加速回补，且部分细分行业如导弹领域有望出现跨周期确认。根据中航证券军工组的统计，2022年以来军工配套企业有较多大额订单落地，验证行业景气度延续。细分来看，航空领域，主机厂作为“链长”有望带动航空产业链顶层布局优化，通过“强链补链扩链”实现航空产业链高质量发展。航天领域，卫星制造产业仍处于快速发展周期，2023年航天产业的整体下游需求仍有望保持稳定增长。

(3) 营收及成长性方面，军工集团改革加速或使其成为营收增速较快的成长性国企。军工央企资产证券化加速推进及股权激励密集开展或助力其快速成长。近期，军工央企下属企业

资产重组呈现明显提速态势。军工集团优质资产大量存在于体外，专业化整合有望促进板块业绩释放预期增强。从 2022 年四季度以来，军工板块上市公司密集推出股权激励计划，员工的积极性有望被充分调动增强企业活力。从考核目标角度观察，2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，强调乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，考核目标将进一步加速军工央企提质增效与收入质量改善，盈利能力以及现金流情况提升。

图1 2月通胀数据表现较弱（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2021 年底以来军工板块整体 PE、PB 以及 PEG 等估值已调整至底部区间。我们选取中航证券军工组精选的 55 家收入或业绩主要由军工业务构成的上市公司作为核心军工上市公司进行观察，可以发现：

(1) 2016-2019 年军改期间军队的编制体制发生了重大调整和变化，对军队装备采购需求产生直接影响，部分项目和型号处于延缓鉴定、延缓生产交付状态，导致部分产品无法按期签订合同、交付和确认收入。除 2018 年强调大抓实战化练兵刺激下公司业绩增速高涨外，军工企业在此期间业绩增速较为震荡。这导致在 2016 年-2019 年的“十三五”时期，军工板块整体 PE、PB 以及 PEG 估值持续处于下滑趋势。

(2) 2011 年以来军工行业增速在五年规划期间有前低后高的趋势。2020 年为“十三五”收官之年，市场对当年业绩增速预期较高，叠加在疫情扰动下军工行业计划经济属性的比较优势显现，2020 年 4 月军工板块开始估值切换，PE、PB 以及 PEG 等估值均实现明显提升。最终，2020 年业绩不负众望，55 家核心军工企业归母净利润同比增速升至 38.77%，较首年提高了 18.00%。2021 年是“十四五”首年，55 家核心军工上市公司归母净利润延续了“十三五”

末的高速增长，军工板块主题性弱化、价值投资属性增强，估值保持相对高位。

(3) 2022 年，受疫情、限电以及部分军工细分板块供应链问题影响，部分军工上市公司业绩出现暂时性的调整，未达市场“超高”预期。且经济弱复苏背景下，市场对军费增速产生担忧，综合引发军工板块下跌，杀估值为主要影响因素，PB 一度创下“十四五”内历史新低，PE 与 PEG 更是接近“十三五”以来的低位区间。

(4) 2023 年在疫情防控政策放开初期，军工板块“保供”的比较优势下降，消费、地产等有望逆境反转的行业吸引部分资金风格切换，叠加此前市场担心军费增速下降，综合导致当下军工板块估值仍处于较低区间。

军工央企较民参军上市公司估值优势在 2020 年后逐步显现，未来有望进一步抬升。2020 年以前，军工央企与民参军上市公司 PE 比基本处于 0.7 附近震荡波动，但 2020 年以后，军工央企与民参军上市公司的 PE 比逐步攀升，并在 2021Q4 起基本维持超过后者状态。这或源于在“十三五”时期，特别是 2017-2019 年，民参军上市公司受军改的影响相较于军工央企更大，净利润及净利润预期都相对更低，导致该时期民参军上市公司 PE 偏高。而 2020-2022 年，在国企改革三年行动下，核心资产注入致使军工央企资产质量提升，提质增效与股权激励的密集开展提高市场对业绩兑现的预期，导致军工央企估值上移。截至 2023 年 3 月 10 日，军工央企与民参军上市公司 PE 比已升至 1.79，反映出在军工领域给予国企估值溢价市场已逐渐形成共识。我们认为未来伴随军工央企持续深化改革，军工央企估值抬升空间或较大。

图1 核心军工上市公司归母公司净利润合计(同比增长率，单位：%)

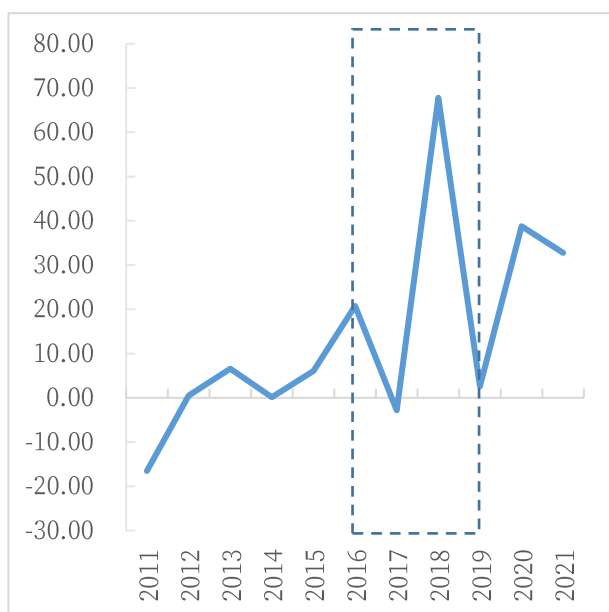
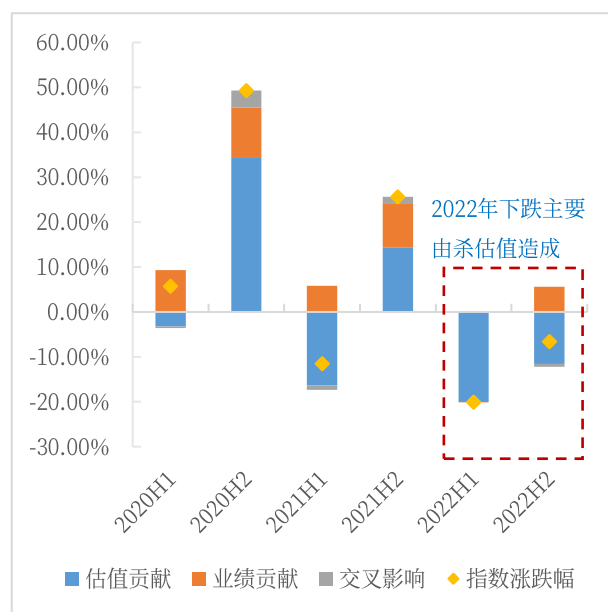


图2 2020-2022 年影响军工行业走势因素按估值与业绩因素拆解(按半年周期，单位：%)

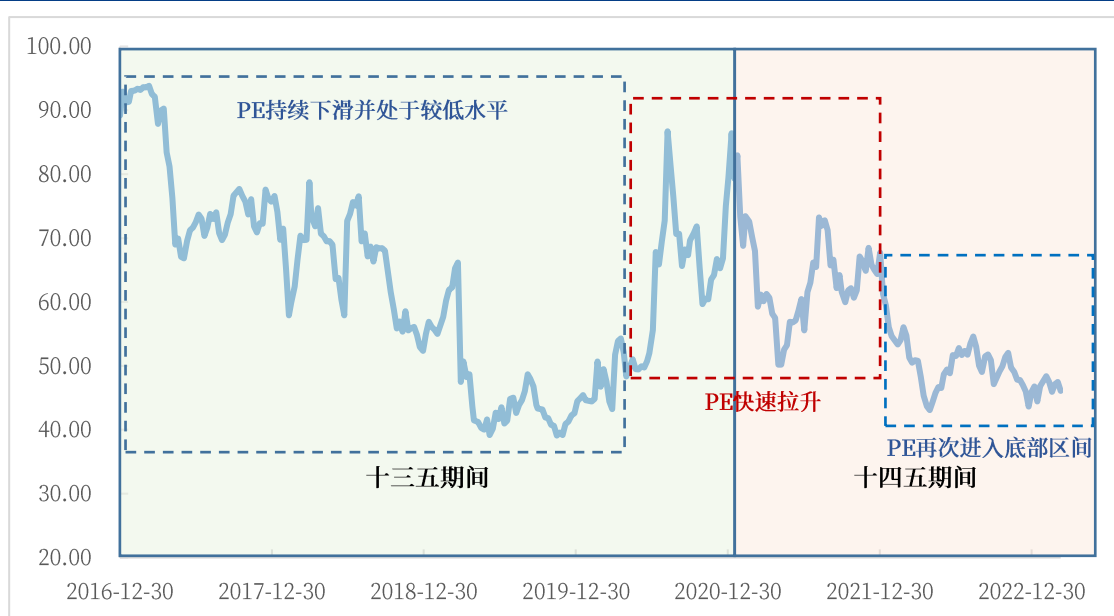




资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：此处所用核心军工上市公司为中航证券军工组精选的 55 家收入或业绩主要由军工业务构成的核心企业。）

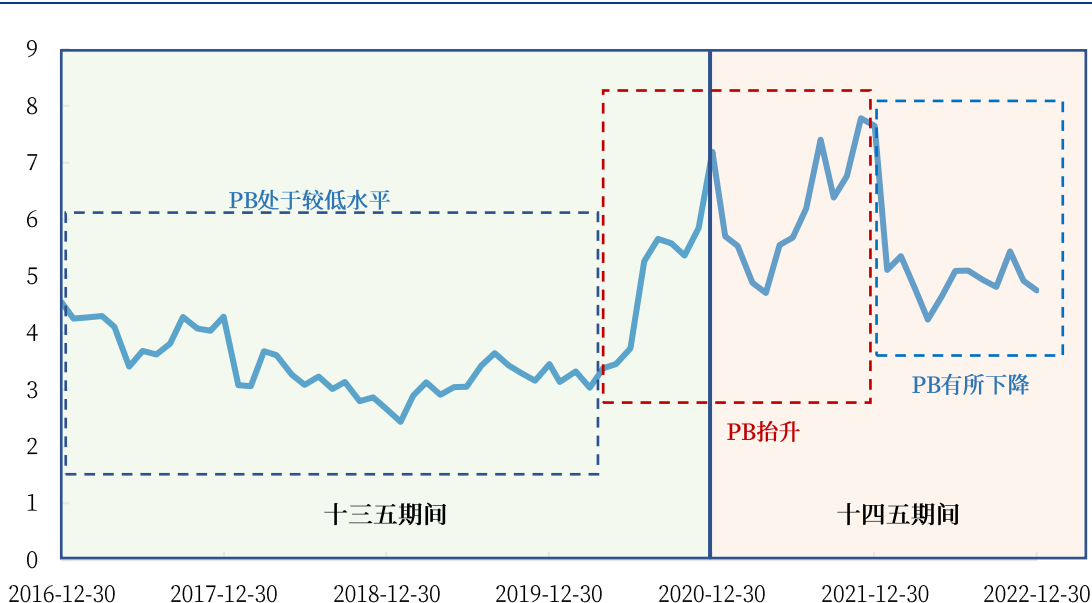
资料来源：Wind,中航证券研究所整理（注：指数涨跌幅=EPS 涨跌幅（业绩贡献）+PE 涨跌幅（估值贡献）+交叉影响（EPS 涨跌幅*PE 涨跌幅）

图3 近年来核心军工上市公司整体估值（PE）变化



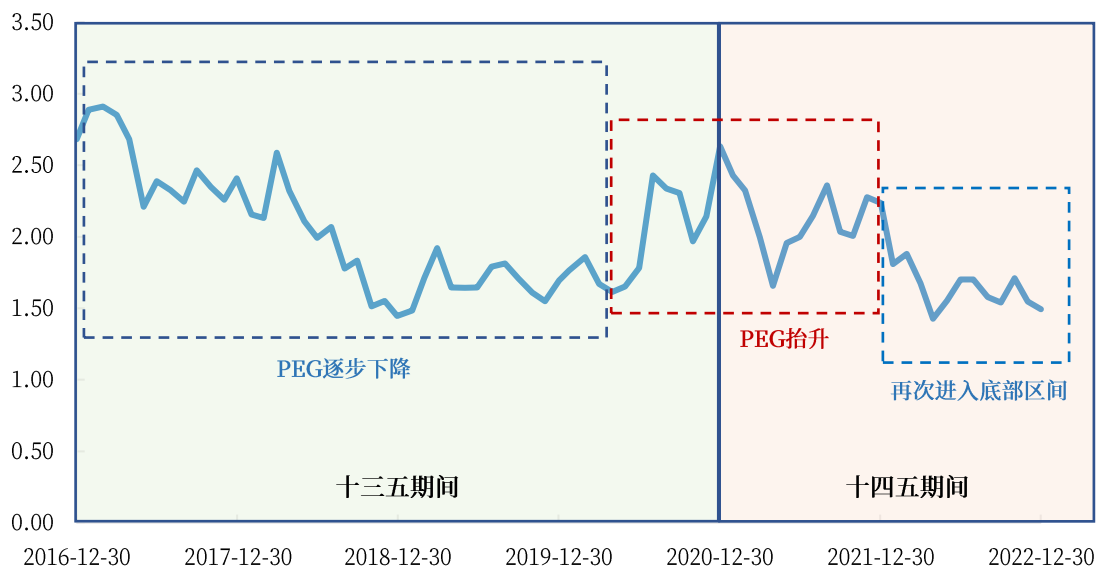
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：此处所用核心军工上市公司为中航证券军工组精选的 55 家收入或业绩主要由军工业务构成的核心企业；分别使用加总市值/加总归母净利润（TTM）计算 PE。）

图4 近年来核心军工上市公司整体估值（PB）变化



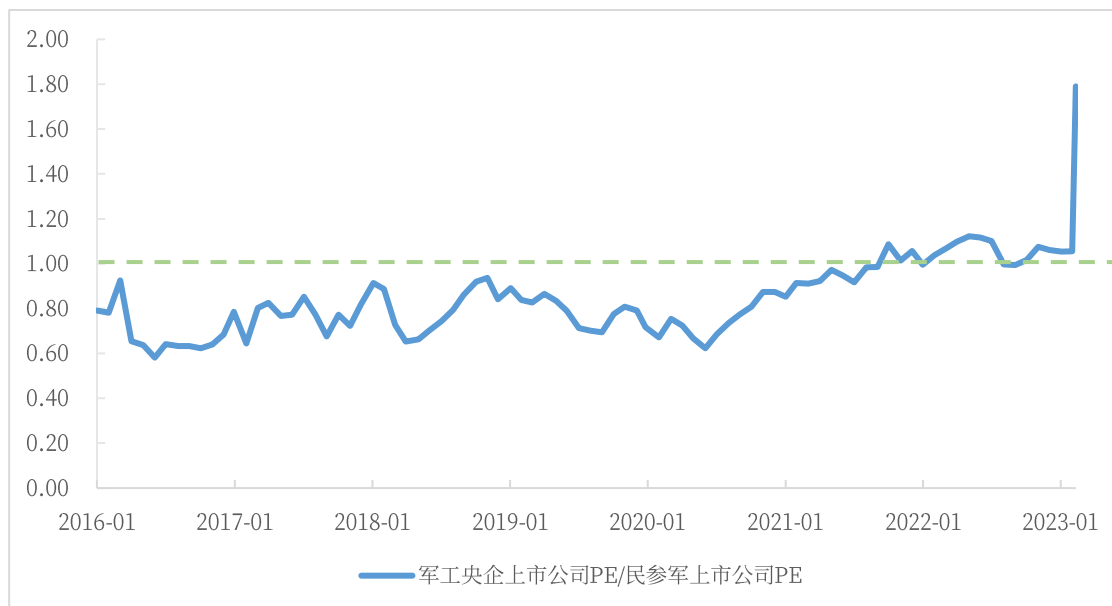
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：此处所用核心军工上市公司为中航证券军工组精选的 55 家收入或业绩主要由军工业务构成的核心企业；使用加总市值/加总净资产（LY）计算 PB。）

图5 近年来核心军工上市公司整体估值（PEG）变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：此处所用核心军工上市公司为中航证券军工组精选的55家收入或业绩主要由军工业务构成的核心企业；分别使用加总市值/加总归母净利润（TTM）/一致预测2年净利润复合增速计算PEG。）

图6 军工央企上市公司与民参军上市公司估值（PE比）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：采用中航证券军工行业核心股票池，分别使用加总市值/加总归母净利润（TTM）计算PE。）

投资建议：

“安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间

或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.外部病毒输入导致新一轮感染超预期；
- 3.地缘政治事件超预期；
- 4.海外流动性收紧超预期；
- 5.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；
- 6.军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- 7.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；
- 8.宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期
- 9.原材料价格波动，导致成本升高；
- 10.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:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@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。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