



国防军工行业天风问答系列

2：如何看待估值与成长的匹配及空间



1.如何看待军工的估值和成长问题？

谈论军工的估值和成长问题，就要谈及行业的增长持续度、超预期可能、国家长期战略匹配度。

增长持续度/国家长期战略匹配度：军工是标准的长坡厚雪赛道？超预期可能：新型号逐步落地，估值中枢短/中/长期具备持续超预期可能结合两大完成考核点、两大重要中间节点、两大预期建立节点，我们认为军工行业具备估值中枢维持或提升下的长期持续增长，是标准的长坡厚雪型赛道，因此我们认为同样兼顾增长持续度、国家长期战略匹配度、预期稳定正向扩张等特点的可比方向为同是先进制造业的新能源赛道，如锂电、光伏等方向。我们发现其 PEG 普遍在 1.5x 左右，而军工普遍在 1xPEG 左右，目前军工估值并未出现明显泡沫化，具备较大空间。

2.四季度或明年业绩能不能放出来？

我们认为，国防军工产业当前行业产能建设正处于快速爬坡期，规模效应和股权激励将不断推动行业经营改善，释放利润弹性。考虑到军工行业，产品兼具小批量、多品种、长周期特性，新增产能的释放，有利于产业链上下游打通产能瓶颈，匹配批产型号的放量和新型号批产节点，全行业将迎来产品结构优化带来的产能利用率提升（小批量、多品种影响产能调配），同时叠加新品爬坡后规模效应下边际成本下降（包含了固定成本的分摊减少及因制造升级带来的可变成本的下降），行业盈利能力在放量的基础上将进入持续改善轨道。

3.明年军工投资机会？

2022 年军工的主线机会来源于新产能集中爬坡引出的基本面拐点和国企改革的市场化激励两大方面：

2022 年重点投资方向 1——新建产能集中爬坡阶段引出板块拐点，产能瓶颈引出供应格局变化

建议关注：

1.产能瓶颈引出的供应格局变化机遇，叠加放量、规模效应：航发产业链为首选，航发产业链目前处于阶段为成飞放量早期，共同特点为下游产能被中上游限制，通过一般配套、重要配套进行外协制造解决瓶颈问题。环锻造-中航重机、派克新材、航宇科技；铸造高温合金及关键航发零部件精密制造：钢研高纳、图南股份；变形高温合金-西部超导、抚顺特钢；主机-航发动力。

2.导弹产业：2021 仅为新型号放量元年。关注元器件企业-航天电器、振华科技、鸿远电子、火炬电子；集成电路-紫光国微；核-国光电气；?2022 年重点投资方向 2——国企改革，股权激励推动老国企实现蜕变重点关注年内涨幅较低，利润提速提升，现金流明显改善，有望受益于国企改革的标的：中航西飞、航天电器、中航沈飞、中航光电、中航机电、中航电子、航发控制等。

4.22 年子行业景气度和业绩展望？

增速扩张类型：产能瓶颈引出的供应格局变化结合产能拐点：存在生产产能瓶颈的细分领域将出现由生产关系的变化从而解决供应链紧缺的难题。

(1) 航发赛道上下游（航发整机、锻造加工、高温合金）将出现如成飞的供应链系统性机会

(2) 导弹产业初步放量，新技术带来弹性需求，如元器件、材料、导引头设计制造；(3) 大型飞机制造（军用大型飞机、商用大飞机）？增速维持或进入扩产稳定期类型：

(1) 成飞产业链

(2) 电子元器件

风险提示：市场波动性风险，军品订单节奏风险，新装备研制列装不达预期。

关键词：光伏 军工 国企改革 大飞机 新能源 股权激励 超导

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29616

