

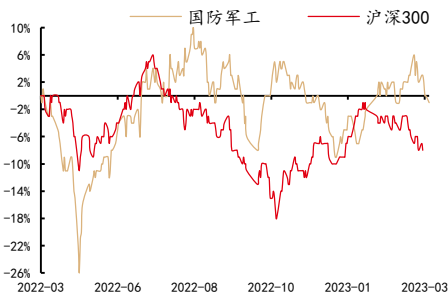
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

|       |         |
|-------|---------|
| 收盘点位  | 1542.27 |
| 52周最高 | 1709.89 |
| 52周最低 | 1162.27 |

行业相对指数表现 (相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com

近期研究报告

《军用模块电源：用电功率提升驱动需求高增长，头部企业扩产集中度有望提升》 - 2023.03.14

## 提升国际竞争力，是军工央企做强做优做大的应有之义

### ● 国资委提出以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大

3月20日，国资委党委召开扩大会议，强调要努力为提高一体化国家战略体系和能力多作贡献，积极服务战略布局一体融合、战略资源一体整合、战略力量一体运用，以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大，指导中央企业立足自身所能积极支持国防军队建设，助力实现国家战略能力最大化。

我们认为，军工央企在政策支持和对标世界一流企业能力提升的双重推动下，管理体系有望持续改善，效率效能有望持续提升，以做强做优做大为目标，军工央企步入发展快车道。

### ● 提升国际竞争力是军工央企做强做优做大的应有之义

对标全球军工巨头，国内军工企业在收入规模和利润率水平上均有较大提升空间。国际军工巨头美国洛·马、雷神和波音近两年收入均在650亿美元左右，2021年洛·马、通用动力、BAE的净利率在9%左右，诺·格净利率为20%。我国军工央企目前利润率水平较低，以航空工业集团为例，2021年航空工业实现净利润169.32亿元，按营业总收入5190亿元计算净利率为3.26%。

国内国际两个市场，国际军工巨头军贸业务贡献突出。国际军工巨头洛·马2022年收入659.84亿美元，其中26%来自国际客户；雷神、通用动力和诺·格2022年国际客户收入占比分别为39%、17%和13%。

我们认为，提升国际竞争力是军工央企做强做优做大的应有之义。对标国际军工巨头，国内军工企业在收入规模和利润率水平上均有较大提升空间，军工企业做大做强不仅依赖本国装备采购，更要拓展全球军贸市场。

### ● 我国国际影响力提升，军贸有望迎来快速发展

3月6日至10日，沙伊两国代表团在北京举行对话，体现了中国国际影响力的提升。2017-2021年，中国军贸市占率仅4.6%，与我国大国地位不相匹配。目前，我国军贸装备向更高端市场进军，从派出052D驱逐舰南宁舰参展2023年阿布扎比国际防务展可见一斑。中国先进装备出口具备国际竞争力，在俄乌战争持续的影响下，全球军贸格局或发生较大变化，中国军贸有望迎来快速发展。

我们看好中国军贸市场表现，建议关注军贸相关标的：国睿科技、中无人机、航天彩虹、中航电测、洪都航空等。

### ● 风险提示

军贸市场需求不及预期；军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟等。

## 1 国资委提出以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大

国资委提出以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大。3月20日，国资委党委召开扩大会议，深入传达学习习近平总书记全国两会期间重要讲话精神和全国两会精神，围绕政府工作报告部署要求，研究国资央企贯彻落实措施。会议强调，要努力为提高一体化国家战略体系和能力多作贡献，积极服务战略布局一体融合、战略资源一体整合、战略力量一体运用，以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大，指导中央企业立足自身所能积极支持国防军队建设，助力实现国家战略能力最大化。

近年来，多层次、多领域开展对标世界一流企业专项行动，国资国企建设世界一流企业取得了阶段性的重要成效。2018年，国资委遴选基础条件较好、主营业务突出、竞争优势明显的航天科技等11家央企，组织开展创建世界一流示范企业工作。2020年6月，国资委正式印发的《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》，在中央企业和地方国有重点企业开展对标世界一流管理提升行动，引导国有企业从先进的管理中要质量、要效益、要增长，推动一批企业效率效益达到世界一流水平。2021年，中央企业营业收入利润率6.8%、成本费用利润率7.1%、人工成本利润率80.7%，较对标提升行动之初分别提高2.3pcts、2.4pcts、26.8pcts，全员劳动生产率人均达69.4万元，增幅32.2%。

3月3日，国资委对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。会议强调，要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，切实提高资产回报水平；突出创新驱动，进一步提高科技投入产出效率；突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道；突出服务大局，积极对接区域重大战略和区域协调发展战路，巩固在关系国家安全和国民经济命脉重要行业领域的控制地位，提升对公共服务体系的保障能力，高质量参建“一带一路”，进一步强化战略支撑作用。

创建世界一流示范企业和专精特新示范企业“双示范”行动开展。3月16日，国资委发布《关于印发创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单的通知》，在11家中央企业创建世界一流示范企业工作取得积极成效的基础上，国务院国资委组织中央企业和地方国资委同步开展创建世界一流示范企业和专精特新示范企业“双示范”行动。名单包含中核集团、航天科技、航天科工、航空工业、中国船舶、兵器工业、兵器装备、中电科、航发集团等军工央企的下属单位。

图表1：创建世界一流专精特新示范企业名单（部分）

| 集团公司 | 下属单位                            |
|------|---------------------------------|
| 中核集团 | 中国核电、同方威视技术股份有限公司               |
| 航天科技 | 中国运载火箭技术研究院、中国空间技术研究院、上海航天技术研究院 |
| 航天科工 | 航天信息、中国航天科工三院三十一所               |
| 航空工业 | 中航光电、中无人机、中航复合材料有限责任公司          |
| 中国船舶 | 中船重工安谱（湖北）仪器有限公司                |
| 兵器工业 | 武汉重型机床集团有限公司、北方股份               |
| 兵器装备 | 长安汽车、重庆青山工业有限责任公司               |
| 中电科  | 中瓷电子                            |
| 航发集团 | 中国航发南方工业有限公司                    |

资料来源：国资委官网，中邮证券研究所

我们认为，军工央企在政策支持和对标世界一流企业能力提升的双重推动下，管理体系有望持续改善，效率效能有望持续提升，以做强做优做大为目标，军工央企步入发展快车道。

## 2 提升国际竞争力是军工央企做强做优做大的应有之义

对标全球军工巨头，国内军工企业在收入规模和利润率水平上均有较大提升空间。SIPRI 公布的全球前 100 军工企业中，美国的洛·马、雷神、波音、诺·格、通用动力占据前五，英国 BAE 排名第 6，我国北方工业、航空工业、航天科技、中电科、航天科工分别排 7-11 位。国际军工巨头美国洛·马、雷神和波音近两年收入均在 650 亿美元左右。

盈利能力方面，2021 年国际军工巨头洛·马、通用动力、BAE 的净利率在 9% 左右，诺·格净利率为 20%，2022 年诺·格净利率为 13%。我国军工央企目前利润率水平较低，以航空工业集团为例，2021 年航空工业实现净利润 169.32 亿元，按营业总收入 5190 亿元计算净利率为 3.26%。航空工业下属公司中航沈飞、中航西飞和航空工业成飞 2021 年净利润分别为 16.96 亿元、6.53 亿元和 0.99 亿元，中航沈飞和中航西飞的净利率分别为 4.98% 和 2.00%。

**图表2：SIPRI 全球前十军工企业（2021 年）**

| 公司名称     | 国家 | 武器销售收入（亿美元） | 总收入（亿美元） | 毛利率    | 净利率    |
|----------|----|-------------|----------|--------|--------|
| 洛克希德·马丁  | 美国 | 603.40      | 670.44   | 13.52% | 9.42%  |
| 雷神技术     | 美国 | 418.50      | 643.88   | 19.40% | 6.39%  |
| 波音       | 美国 | 334.20      | 622.86   | 4.84%  | -6.89% |
| 诺斯罗普·格鲁曼 | 美国 | 298.80      | 356.67   | 20.38% | 19.64% |
| 通用动力     | 美国 | 263.90      | 384.69   | 16.66% | 8.47%  |
| BAE      | 英国 | 260.20      | 268.51   | 9.11%  | 9.79%  |
| 北方工业     | 中国 | 215.70      | 816.07   | ——     | ——     |
| 航空工业     | 中国 | 201.10      | 804.46   | ——     | ——     |
| 航天科技     | 中国 | 191.00      | 434.08   | ——     | ——     |
| 中电科      | 中国 | 149.90      | 554.43   | ——     | ——     |

资料来源：SIPRI, iFinD, 中邮证券研究所

注：诺·格公司 2021 年剥离 IT 服务业务，记入 20 亿美元税前收益

**国内国际两个市场，国际军工巨头军贸业务贡献突出。**国际军工巨头洛·马 2022 年收入 659.84 亿美元，其中 26% 来自国际客户；诺·格 2022 年收入 366.02 亿美元，其中 13% 来自国际客户。波音公司的国防、空间和安全业务 2022 年收入 231.62 亿美元，其中 26% 来自国际客户。雷神技术、通用动力 2022 年国际客户收入占比分别为 39% 和 17%，其中，非美国政府客户和通过美国政府签订对外军售合同（FMS）的收入合计占比分别为 14% 和 11%。

图表3：美国前几大军工企业收入构成（2022年）

| 公司名称           | 美国政府客户收入占比       | 国际客户收入占比                 |
|----------------|------------------|--------------------------|
| 洛克希德·马丁        | 73%，其中64%来自美国国防部 | 26%                      |
| 雷神技术           | 45%              | 39%，其中非美国政府客户和FMS收入占比14% |
| 波音（国防、空间和安全业务） | 74%（美国客户）        | 26%                      |
| 诺斯罗普·格鲁曼       | 86%              | 13%                      |
| 通用动力           | 69%，其中56%来自美国国防部 | 17%，其中非美国政府客户和FMS收入占比11% |

资料来源：洛克希德·马丁公告，雷神技术公告，波音公告，诺斯罗普·格鲁曼公告，通用动力公告，中邮证券研究所

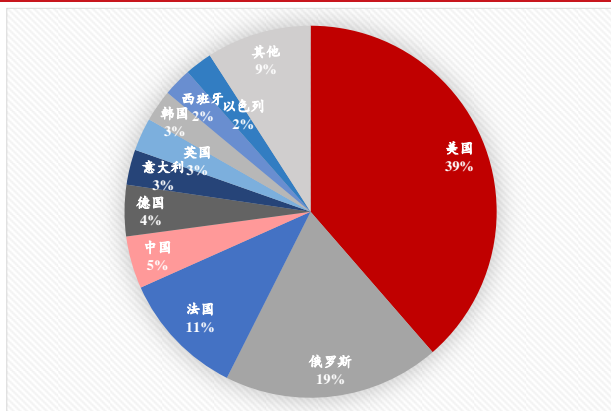
注：通过美国政府签订的对外军售合同（FMS）收入计入公司国际客户收入

我们认为，提升国际竞争力是军工央企做强做优做大的应有之义。对标国际军工巨头，国内军工企业在收入规模和利润率水平上均有较大提升空间，军工企业做大做强不仅依赖本国装备采购，更要拓展全球军贸市场。

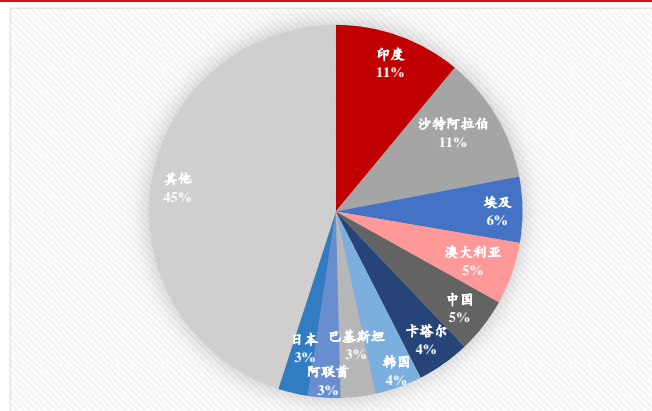
### 3 我国国际影响力提升，军贸有望迎来快速发展

中国走向世界舞台中央，国际影响力持续提升。3月6日至10日，沙伊两国代表团在北京举行对话，双方迈出历史性一步，就改善两国关系取得重大成果。此次北京对话翻开了沙伊关系新的一页，也体现了中国国际影响力的提升。

当前，中国军贸市占率较低，与我国大国地位不相匹配。根据 SIPRI 发布的 2021 年全球武器贸易报告，2017-2021 年，中国军贸市占率仅 4.6%，位列全球武器出口国第 4 名，与美国军贸市占率 39% 和俄罗斯军贸市占率 19% 相比，存在较大差距，与我国大国地位不相匹配。在全球主要军贸进口国中，印度、沙特阿拉伯、埃及、卡塔尔、巴基斯坦、阿联酋等均为一带一路相关国家。

**图表4：2017-2021 全球武器出口额占比**


资料来源：SIPRI，中邮证券研究所

**图表5：2017-2021 全球武器进口额占比**


资料来源：SIPRI，中邮证券研究所

“一种产品服务两个市场”，出口装备具备国际竞争力。随着我国军贸装备向更高端市场进军，国内军方以及军工企业提出了“一种产品服务两个市场”的新理念。2023年2月，中国派团参展2023年阿布扎比国际防务展，尤其是派出052D驱逐舰南宁舰参展，彰显了中国国防科技工业的先进能力和水平。中国先进装备出口具备国际竞争力，在俄乌战争持续的影响下，全球军贸格局或发生较大变化，中国军贸有望迎来快速发展。

我们看好中国军贸市场表现，建议关注军贸相关标的：国睿科技、中无人机、航天彩虹、中航电测、洪都航空等。其中，国睿科技以军贸业务为导向，核心子公司国睿防务通过承接中电科14所以国际化经营为导向的雷达业务经营性资产而设立，公司军贸订单拐点确立，有望充分受益于军贸业务快速发展。此外，中电科14所或不再从事军贸雷达业务，若有新型号获出口批复，相应资产有望注入国睿科技。

## 4 风险提示

军贸市场需求不及预期；军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟等。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级   | 说明                         |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048