

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562516
 邮箱: wanght@avicsec.com

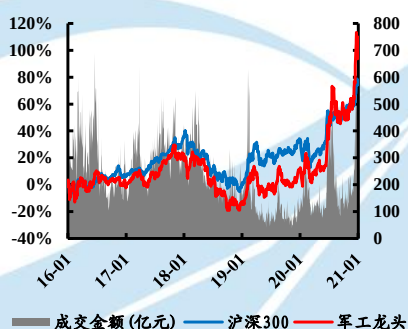
军工行业周报: 军工大市值公司有何规律

行业分类: 军工

2021 年 1 月 17 日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.01.15)	
中证军工龙头指数	4185.65
近一周涨跌幅	-6.90%
军工行业 PE	73.58
军工行业 PB	4.26

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

一周行情

中证军工龙头指数 (-6.90%)，行业（申万）排名 (24/28)；
 上证综指 (-0.10%)，深证成指 (-1.88%)，创业板指 (-1.93%)；
涨幅前五: 中瓷电子 (+61.09%)、新雷能 (+12.78%)、烽火电子 (+11.80%)、
 苏试试验 (+11.47%)、和而泰 (+9.90%)；
跌幅前五: 火箭科技 (-29.35%)、航天发展 (-14.89%)、西部材料 (-13.93%)、
 中航重机 (-13.69%)、爱乐达 (-13.66%)。

重要事件

1月12日，安达维尔公告，公司拟开展股权激励，向77名激励对象授予限制性股票数量为1205万股，约占公司总股本总额的4.74%。其中，首次授予限制性股票1005万股，约占公司总股本的3.96%，授予价格为每股19.21元。

1月14日，据美国白宫网站，特朗普发出最新行政令，要求美东时间2021年11月11日后，美国投资者需要剥离那些被认定涉军的中国企业证券。

1月14日，中国载人航天工程办公室披露，我国空间站天和核心舱、天舟二号货运飞船、空间应用系统核心舱任务等主要系统于近日分别通过出厂评审，标志着空间站建造即将转入任务实施阶段。

1月14日，航宇科技科创板IPO过会，公司拟公开发行股票不超过4500万股，募集资金7.00亿元，用于航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目和补充流动资金项目。

1月15日，据路透社消息，美国当地时间14日，美国国防部将知名手机厂商小米、飞机制造商中国商飞、中微半导体设备、箩筐技术公司、北京中关村发展投资中心、高云半导体、大新华航空、中译语通以及中国航空集团等9家中国企业列入制裁名单。

1月15日，海格通信公告，公司近日收到与特殊机构客户签订的订货合同，合同标的主要为无线通信、北斗导航产品及配套设备，合同总金额约3.12亿元。

1月16日，中航重机公告，公司拟非公开发行A股股票，发行对象为包括中航科工、航空工业产业基金在内的不超过35名特定投资者。预计募集资金总额不超过19.10亿元，其中中航科工拟以2亿元参与认购，航空工业产业基金拟以1亿元参与认购。募集资金用于航空精密模锻产业转型升

股市有风险 入市须谨慎

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号楼中航资本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

级项目、特种材料等温锻造生产线建设项目以及补充流动资金。

➤ 投资建议

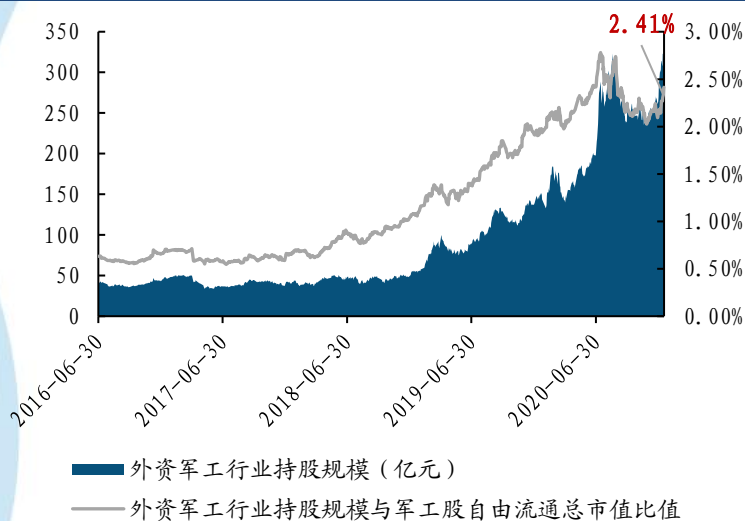
2021 年投资策略请关注 2020 年 12 月 28 日研究报告：《2021 年军工行业策略：三“军”过后尽开颜》。

一、核心观点

过去三周军工行业上涨近 30%，短期涨幅大、涨速急。上周，2021 年首周中证军工指数即创下 **5 年新高**，**31 家**军工上市公司创下**历史新高**，同时中证军工指数也创下 5 年来**最高成交额**。在当前位置，可能出现波动加大和震荡调整。

特朗普发出行政令，要求 11 月 11 日后美国人不得持有涉军中国企业证券，成为造成 1 月 14 日军工行业大跌 5.73% 的主要因素。当前外资（陆股通+QFII）军工持仓占自由流通市值的 2.41%，其中部分减持整体影响有限。军工行业具有增长的高确定性和持久性，出现了**较大幅度的调整或是配置的良机**。

图表 1：近年来军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2021/01/15）

图表 2：外资持股占自由流通股比例排名前十的军工行业上市公司

排名	公司名称	外资持股比例	排名	公司名称	外资持股比例
1	中航光电	8.46%	6	中航沈飞	4.94%
2	高德红外	8.20%	7	上海瀚讯	4.52%
3	光威复材	6.03%	8	中航电子	4.50%
4	卫士通	5.88%	9	和而泰	4.37%
5	中直股份	5.05%	10	中国长城	4.31%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（陆股通持股比例采用 2021/01/15 收盘数据，QFII 持股比例采用 2020 年的三季报数据）

二、军工大市值上市公司

市值方面，2020 年 10 月底至 2021 年 1 月 15 日，A 股军工板块头部公司（前十五名）市值集中度出现显著增长，在不到三个月的时间内，由 36.05% 上升至 40.64%（提升 4.60 个百分点），增长速度是近五年来的峰值。

对比 2014 年初与当前 A 股军工板块上市公司的市值排名，呈现出如下变化：

- ① 从企业性质上看，更多民参军企业跻身大市值行列。按市值排序，A 股军工板块上市公司市值前十五名中，民营企业数量由 2014 年初的 1 家（高德红外）提升至当前的 4 家（高德红外、光启技术、光威复材以及睿创微纳）；
- ② 从上市板块上看，创业板及科创板均出现了大市值军工行业上市公司（光威复材与睿创微纳）；
- ③ 从细分领域看，航空产业、信息化及自主可控概念上市公司数量增长。特别是在市值前 5 名中，航空产业相关上市公司市值（航发动力、中航沈飞、中航西飞）反超了船舶产业上市公司（中国重工及中国船舶）；
- ④ 从产业链位置看，原材料及元器件等上游公司市值排名提升。包括中航光电、光启技术、中航高科、光威复材排名居前。

图表 3：2014 年初与当前 A 股军工板块上市公司（单位：亿元）

排名	2013/12/31		2021/1/15	
	公司简称	市值	公司简称	市值
1	中国重工	868	航发动力	1783
2	中航电子	420	中航沈飞	1171
3	中国船舶	333	中国重工	1006
4	中航西飞	253	中航西飞	947
5	中国卫星	219	中国船舶	822
6	航发动力	208	中航光电	807
7	中直股份	162	中国卫通	739
8	海格通信	138	高德红外	728
9	航发控制	138	光启技术	595
10	高德红外	137	中国长城	538
11	洪都航空	125	中航高科	522
12	中航机电	112	中航机电	476
13	中船防务	100	光威复材	475
14	北方导航	98	睿创微纳	470
15	中航重机	97	航天发展	412

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

三、2020 年业绩预告

截至 2021 年 1 月 15 日,共有 21 家军工行业上市公司披露了 2020 年业绩预告,19 家上市公司业绩预增,其中,星网宇达、高德红外、新劲刚、大立科技、盛路通信等军工信息化及原材料领域上市公司业绩增幅居前,具体如下图所示:

图表 4: 2020 年 A 股军工板块上市公司业绩预告情况 (单位: %)

序号	公司代码	公司名称	2021 年归母净利增速 (预告下限)	2021 年归母净利增速 (预告上限)
1	002829.SZ	星网宇达	899	1107
2	002414.SZ	高德红外	330	380
3	300629.SZ	新劲刚	283	302
4	002214.SZ	大立科技	180	231
5	002446.SZ	盛路通信	126	129
6	300095.SZ	华伍股份	92	121
7	002669.SZ	康达新材	70	115
8	300227.SZ	光韵达	60	90
9	603678.SH	火炬电子	55	65
10	603308.SH	应流股份	51	61
11	300627.SZ	华测导航	44	55
12	002560.SZ	通达股份	36	57
13	002625.SZ	光启技术	35	75
14	300719.SZ	安达维尔	30	37
15	003031.SZ	中瓷电子	24	24
16	300699.SZ	光威复材	21	26
17	002111.SZ	威海广泰	5	25
18	300900.SZ	广联航空	4	70
19	003009.SZ	中天火箭	3	3
20	300810.SZ	中科海讯	(75)	(60)
21	002023.SZ	海特高新	(90)	(85)

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021/01/15)

四、军工行业供给侧与需求侧的变化

站在当前时点,我们认为,2020 年,虽经历了疫情和中美博弈,军工行业“刚需”优势已凸显,中高速增长的业绩足够亮眼。时不我待,只争朝夕,2021 年是“十四五”的开局之年,距离 2027 年建军百年奋斗目标 7 年,距离 2035 年基本实现国防和军队现代化 15 年。博观约取,厚积薄发,经过几十年积淀与投入,我国军工行业已经基本具备了“内循环”的技术基础和物质条件,未来 10 到 15 年将是武器装备建设的收获期和井喷期。军工行业迎来了黄金时代和红利期,将真正显现出其成长价值。

军工行业的需求侧和供给端正在发生若干方面的重大变化,我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级,在数量、质量和结构三个维度都将展现出实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

军工行业需求侧的变化体现在：

- ① **练兵备战的紧迫性**：实战化训练导致耗损增加，备战带来武器装备快速提质补量；
- ② **军改结束后增长的恢复性**：改革接近尾声，需求补偿增长；
- ③ **信息化、现代化、智能化的必要性**：军工行业借助“三化”，将迅速弥补代际差，在部分领域实现反超甚至领跑；
- ④ **自主可控的必然性**：军工行业具有天然的自主可控属性，当前局势倒逼自主可控提速。

军工行业供给侧的变化体现在：

- ① **供给主体**：军工国企通过深化改革实现高质量发展；民参军企业困境已过，成长天花板大幅抬升，并因其规模的低基数，表现出更大的业绩弹性；
- ② **供应链**：加强供应链的安全性和完善性，加快突破核心技术和关键环节的“卡脖子”短板问题，确保产业安全和战略主动；
- ③ **产能**：当前处于产能扩张早期，预计民企扩张意愿更强、扩张速度更快，成为行业快速扩产的重要力量，国企将在关重件业务上承担主要角色；
- ④ **资金支持**：军费中的装备费持续支持；一级市场和二级市场有效补充。

五、军工行业的估值

对军工行业的估值探讨是难以回避的，估值过高也是长久以来军工行业最被关注的问题。站在当前时点，我们对估值问题有如下分析和判断：

① **相比较其余行业，军工行业业绩增长优势明显**

在疫情之下，军工行业依然取得了优异的业绩表现，在“十四五”以及相当长的一段时期内，军工行业业绩维持中高速增长的确切性，是其它行业难以企及和比拟的。

② **军工行业当前估值尚未泡沫化**

绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截止2021年1月15日，军工行业PE为73.58倍，处于2014年以来的51.66%分位；相对于白酒板块当前60.17倍PE和电子板块53.52倍PE来看，军工板块目前PE绝对值不高。考虑到军工行业高景气度以及中美紧张关系，长期来看是持续性的，基本面和情绪面对军工行业构成显著支撑；**相对估值看，军工行业估值较低。**国防军工与创业板、电子行业和白酒板块的PE比值仍处低位，分别为18.23%分位、21.90%分位和6.99%分位。

③ **军工行业估值可消化**

选取中航沈飞、中航西飞、中航股份、中国卫星、航发动力、四创电子、国睿科技和内蒙一机作为军工行业代表性企业进行测算，若保持年复合20%的增长率，8家公司2025年PE均值为25.3倍；若保持年复合25%的增长率，8家公司2025年PE均值为20.7倍；若保持年复合30%增长率，8家公司2025年PE均值为17.0倍。

④ 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。

六、建议重点关注五个方向

军机：需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上

我国空军正在按照“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，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，旨在建设一支强大的现代化空军。在可得数据的基础上，可以发现，航空装备增速>装备费增速>军费支出增速>GDP 增速。

导弹：真打实练，消耗激增

无论从内需还是出口来看，我国导弹武器装备市场需求都有望总体保持稳定且快速的增长。国内装备需求方面，在军队全面加强练兵备战工作、加大实战化演习的背景下，导弹作为现代化军队不可或缺的消耗性武器装备，其需求有望伴随我国装备费用的稳定增长而保持稳定且持续的增长；国际军贸方面，20 世纪以来全球军贸的稳定增长趋势有望在未来得到延续，全球军贸增速甚至可能会出现快速提升。

北斗：北斗三号星座部署完成，“北斗+”以及“+北斗”产业融合升级

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。目前，全球已有 120 余个国家和地区使用北斗系统。我们认为，在当前北斗空间段已经完成建设，卫星应用开始向民用领域快速拓展，北斗应用产业将有望在十四五期间呈现高景气度发展，值得重点关注。

卫星互联网：列入“新基建”，有望成为“十四五”重点发展领域

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。而我国卫星互联网卫星星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道。长期来看，卫星互联网有望成为“十四五”期间的重点发展领域。

军工电子：自主可控与国防信息化共同驱动快速增长

《新时代的中国国防》白皮书中提到，中国特色军事变革取得重大进展，但机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大。目前，军工领域存在“短卡控”问题，自主可控尤为关键，同时，“十四五”期间国防信息化有望提速，以上都将驱动军工电子高景气度发展。

七、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(发动机), 光威复材、中简科技(碳纤维复合材料), 钢研高纳(高温合金), 宝钛股份(钛合金), 安达维尔(机载配套)、爱乐达(航空制造)等;

航天装备产业链:

航天电子(测控+无人机+导弹), 航天电器(连接器), 中国卫星(卫星总体设计制造), 海格通信(北斗)、新光光电(导弹配套);

信息化+自主可控:

国睿科技、四创电子(雷达), 火炬电子(军工电子+新材料), 中国软件(操作系统);

低估值:

中国动力(估值在净资产附近), 内蒙一机。

八、风险提示

- ① 疫情发展不确定, 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。

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，中航证券研究所首席分析师。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券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。