



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

行业分类：军工

2021年4月11日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.04.09)	
中证军工龙头指数	3390.71
近一周涨跌幅	-0.37%
军工行业 PE	58.50
军工行业 PB	3.44

➤ **本周行情**

中证军工龙头指数 (-0.37%)，行业 (申万) 排名 (6/28)；
上证综指 (-0.97%)，深证成指 (-2.19%)，创业板指 (-2.42%)；
涨幅前五：泰豪科技 (+16.56%)、天银机电 (+15.50%)、金通灵 (+14.71%)、中国卫通 (+10.84%)、ST 电能 (+10.73%)；
跌幅前五：中国长城 (-10.39%)、欧比特 (-6.12%)、赛微电子 (-5.90%)、*ST 华讯 (-4.89%)、威海广泰 (-4.34%)。

➤ **重要事件**

4月7日，中国船舶集团披露，近日，中国重工子公司江增重工自主研发的两级相继增压系统增压器成功完成平台性能及耐久试验考核，各项指标达到设计要求，填补了国产增压器在高增压系统领域的技术空白。同时，江增重工自主研发的 CTA140 涡轮增压器与世界首台最小缸径双燃料低速机 X40DF 顺利完成匹配试验，试验各项性能指标、排放指标均达到主机设计要求，通过了 CCS 船级社产品认可试验。

4月7日，高德红外公告，公司近日与客户签订了一份型号产品订货合同，合同标的为某型号红外热像产品，合同金额为 3.16 亿元。

4月8日，美国商务部网站发布公告宣称，将 7 个中国超级计算机实体列入所谓“实体清单”，声称其涉嫌“破坏军事现代化的稳定”。涉及实体包括天津飞腾信息技术有限公司 (Tianjin Phytium Information Technology)、上海集成电路技术与产业促进中心 (Shanghai High-Performance Integrated Circuit Design Center)、Sunway Microelectronics 等。

4月8日，智明达在上海证券交易所科创板上市，公司证券代码为 688636。

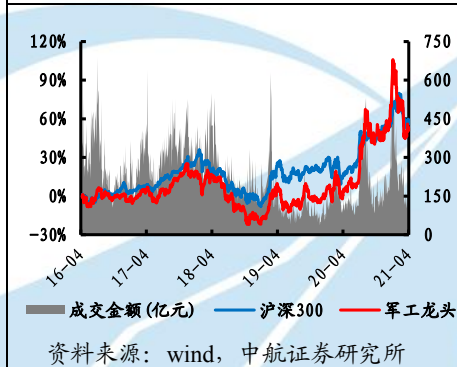
4月9日，和而泰公告，公司拟分拆所属子公司铖昌科技至 A 股上市。本次分拆完成后，公司的股权结构不会发生变化，且仍拥有对铖昌科技的控股权。

➤ **投资建议**

一、核心观点

军工行业当前在筑底阶段，近来已呈企稳迹象，随着业绩兑现，军工行业高增长高景气的优势将尤为凸显。3月军工 (申万) 下跌 8.65%，行业跌幅排名第二，主机厂等权重股领跌，如：航发动力 (-24.24%)、中航沈飞 (-19.96%)、中航西飞 (-23.40%)、洪都航空 (-24.30%) 等。究其原因，我们认为，主要是市场对军工行业业绩是否能够持续兑现的担忧，当前估值尚未足够低，一旦未来业绩难以消化估值，市场担心依然存在风险。

近五年中证军工龙头指数走势对比图



近五年军工行业 PE-band



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

然而:

① 看短期,随着年报、一季度预告等密集发布,以及半年报订单和业绩的兑现,军工行业的高景气将再次得到确认;

② 看长期,未来五到十年,军工行业高增长的持续性、确定性,是大部分行业难以比拟的,长期投资价值也是确定的、无疑的,我们应重塑并且坚定对军工行业基本面的信心。

当前时点当前位置,军工板块的业绩和估值基本匹配,且随着业绩兑现消化估值后将显得足够便宜,军工行业正处于筑底阶段,继续下跌的可能性较小,宜择机配置。

业绩方面:

从已公布的 2020 年年报数据看,在“十三五”2020 年行业已开启高速增长,截至 4 月 9 日,132 家公布 2020 年业绩预告(快报)或正式年报的上市公司归母净利润同比增速下限的中位数为 29.94%,**较 2019 年的 12.81% 提升了 17.12 个百分点。**

2021 年一季度业绩数据亮眼。从已公布的 2021 年一季报数据看,截至 2021 年 4 月 9 日,共有 33 家军工行业上市公司披露了 2021 年一季度业绩预告(快报)或正式一季报,31 家上市公司业绩预增。在归母净利润同比增速方面,智明达(同比增长 334%-484%)、西部材料(同比增长 276%-346%)、中航光电(同比增长 270%-300%)、中航机电(同比增长 198%-238%)、华测导航(同比增长 149%-181%)、宝钛股份(同比增长 123%)、振华科技(同比增长 100%-130%)、利君股份(同比增长 100%-140%)、景嘉微(同比增长 73%-96%)、爱乐达(同比增长 70%-80%)、北摩高科(同比增长 60%-65%)等**航空航天装备领域上市公司增速居前**。33 家上市公司 2021Q1 归母净利润相较于 2020Q1 增速的中位数为 **100%-140%**,相较于 2019Q1 归母净利润(2021 年数据采用归母净利润下限)增速的中位数为 **111%**。

根据航空工业集团披露,**航空工业各单位一季度形势喜人。**

试飞中心对标年度规划,一季度完成科研架次超过年度规划,实现年度架次完成率 20%,创历史同期新高。**西飞**各项科研生产任务统筹推进,高质量完成各项生产任务,如期完成均衡交付目标;**沈飞**按计划完成航空工业一季度均衡生产考核目标;**成飞**聚焦客户需求,管控内外部风险、狠抓关键节点、加快补齐能力短板;**洪都**一季度各型飞机转场数十架,创近年来新高;**航空工业制动**顺利实现开门红,营业收入、利润总额和 EVA 指标创历史同期新高,当期合同履行产品全部完成,同比上年增长 42%;航空工业**起落架**交付数量同比再创新高;航空工业**凯天**销售收入超 3.5 亿元,同比增加超 40%;**南京机电** 1-2 月实现营业收入 8.3 亿元,同比增长 97.6%;航空工业**永红**产值同比增长 19.7%,营业收入同比增长 18.13%,利润同比增长 53.6%;**中航无人机**圆满结束了 2021 年飞机交付目标第一阶段任务。**中航资本**综合运用租赁、信托、证券、基金等多种金融工具,为航空产业提供体系化、标准化的金融产品与服务。

从航空工业集团所属部分上市公司已经披露的关联交易数据(见图表 1)中,也可以发现,2021 年,处于航空产业链中下游位置的中航沈飞、中航西飞的关联采购金额、洪都航空的关联采购与关联销售金额均预计较

2020年出现了显著增长，且**增速明显提升**。值得注意的是，中航沈飞还预计在2021年产生高达500亿元的在关联方的财务公司存款，较2020年的109.54亿元同比增长了356.44%。而位于航空产业链中上游的航发动力的关联采购与关联销售金额、中航机电、中航光电以及中航高科的关联销售金额也均预计在2021年快速增长，且预计的同比增速较2020年有所提升。

图表1：航空工业集团所属部分上市公司关联交易数额及同比变化（单位：亿元）

简称	所处行业	关联采购		关联销售	
		2021	2020	2021	2020
中航沈飞	整机	191.63 (+53.57%)	124.78 (+2.84%)	---	---
中航西飞	整机	144.07 (+43.00%)	100.75 (-20.52%)	---	---
洪都航空	整机	42.88 (+146.30%)	17.41 (+53.16%)	105.22 (+128.00%)	46.15 (+51.11%)
航发动力	发动机	154.72 (+39.66%)	110.78 (+6.94%)	142.03 (+42.64%)	99.57 (+39.32%)
中航机电	航空机电系统	---	---	70.00 (+21.55%)	57.59 (+2.08%)
中航光电	零部件	---	---	22.43 (+33.41%)	16.81 (+32.91%)
中航高科	新材料及装备制造	---	---	35.00 (+49.86%)	23.36 (+38.01%)

资料来源：各上市公司公告，中航证券研究所整理（注：表中数据中，航发动力关联采购数据考虑航空工业及中国航发系统内单位，洪都航空集团的关联采购数据包含洪都公司及所属子公司，以及航空工业下属公司，销售数据仅考虑洪都公司及其所属子公司，其余数据均仅考虑航空工业下属单位）

同时，从已经发布了2021年Q1业绩预告的航空产业链上游上市公司看，宝钛股份（同比增长122.59%）、西部材料（同比增长275.67%-345.94%）、中航光电（同比增长270.00%-300.00%）及中航机电（同比增长197.89%-237.89%）业绩均出现大幅增长，中上游的高增长也验证了行业的高景气。

估值方面：

军工行业当前估值再次回归相对低位。绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截至2021年4月9日，军工行业PE为58.50倍，处于2014年以来的17.45%分位。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，军工行业估值偏低。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6.78%分位、17.90%分位和1.86%分位。

地缘政治方面：

① 4月8日，美国商务部网站8日发布公告宣称，将7个中国超级计算机实体列入所谓“实体清单”，声称其涉嫌“破坏军事现代化的稳定”。

② 3月26日，“美国在台协会”与台当局所谓“驻美代表处”签署“海巡合作备忘录”，设立所谓“海巡工作小组”；

③ 3月25日，美国总统拜登在白宫举行的其上任以来首场记者会上，

明确表示美国不寻求与中国对抗，但必然会与中国开展激烈竞争，他将在任期内“阻止中国超过美国”。拜登还表示，为了确保美国的领先优势，他将加大对美国基础设施和科研领域的投资，并寻求与盟友在地区问题上向中国施压；

④ 3月19日，在阿拉斯加举行中美会谈，这是拜登担任美国总统以来首次与中国高层面对面会谈，谈判现场双方激烈交锋，“火药味较浓”；

⑤ 3月16日，美日发表联合声明，称“中国的行为不符合现有的国际秩序”；

⑥ 3月3日，美国白宫国家安全委员会发布了《临时国家安全战略方针》，明确指出，中国是美国最大的安全威胁，中国已迅速变得更加坚定和自信，中国是唯一有能力将其经济、外交、军事和技术力量结合起来，构成持久挑战的潜在竞争对手。

另外，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400家，大多属于十大军工集团相关单位、民营军工企业、或者我国高新技术企业，主要涉及航空航天、集成电路、通信、计算机及核工业等领域。

图表2：美国制裁清单涉及多家军工、科技企业

时间	内容
2018.8.1	航天科工二院和电科集团13、14、38、55所及其下属36家企业
2019.5.15	华为及其68家子公司
2019.6.21	中科曙光等5家超算企业及单位
2019.8.15	中广核及其下属3家企业
2019.10.7	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
2020.5.23	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
2020.8.26	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

资料来源：美国商务部网站，中航证券研究所整理

当前，**中美关系已经发生实质性转变，中美博弈将是长期而反复，且短时期内难以转向的。**结合拜登的发言、中国与“五眼联盟”、欧盟的外交事件中，可以看出，美国未来或将持续拉拢其盟友向我国施压，同时加大对我国科学技术封锁的力度，在这种环境下，国防实力的快速提升是支撑我国和平崛起的坚实基础，军工行业的天然自主可控属性的意义也愈加凸显，由此来看，军工行业的高景气度发展不应存在质疑。

二、“十四五”军工央企持续聚焦深化改革，资产注入有望提速

十大军工央企相继召开了2021年工作会议，在总结2020年及“十三五”工作基础上，对2021年的工作进行了部署，总体来看，以上军工央企

的工作任务均在聚焦主业、加大科技自主创新、提升经营管理效率及激发人才创新活力等方面有所强调，我们认为，在“十四五”期间，十大军工央企发展路径依托于通过深化改革，实现军工产业各领域高质量发展。具体相关情况如下图所示。

图表 3: 各军工央企 2021 年工作会议相关情况

军工央企	会上部分重点内容
航空工业	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年，集团全年实现净利润 156 亿元，同比增长 16%；利润总额 215 亿元，同比增长 12%；EVA78 亿元... ● 2021 年，深化改革方面，集团将加快建立以管资本为主的国有资产管理体制，分类深化混合所有制改革，抓好国企改革专项工程，推进“双百行动”“科改示范行动”，持续推动军工科研院所转制等... ● 产业体系方面，加速机载系统转型发展，打造综合民用航空装备提供商，推进民机重点项目市场化发展，加快战略新兴产业发展步伐，积极布局发展跨域、跨界装备和大防务产业，创新发展先进制造业和生产性服务业，稳步开展国际化业务... ● 其他方面，聚焦装备和工业核心技术，加速装备跨代和产业升级，推进新时代航空工业薪酬激励体系...
中国航发	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年，集团实现疫情防控和科研生产双统筹、双胜利，顺利完成全年各项任务... ● 2021 年，集团将加快推进自主研发和制造生产；推动经济运行取得新成效；坚持聚英育才，激发人才队伍新活力...
航天科工	<ul style="list-style-type: none"> ● “十三五”期间，累计实现营业收入较“十二五”同期增长 65.9%；累计实现利润总额较“十二五”同期增长 56.8%； ● 2021 年开启世界一流航天防务集团公司建设新征程，主要奋斗目标“两个确保”：确保高质量完成航天防务装备研制生产任务和关键核心技术攻关任务；确保完成年度经营目标。 ● 年度工作主线是“三个聚焦、三大攻坚战”：即聚焦强军首责、聚焦关键核心技术攻关、聚焦产业化发展与协同发展，打好风险防范化解攻坚战、结构调整攻坚战和数字化转型攻坚战。
航天科技	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年，集团实现利润总额 241.1 亿元，同比增长 11.7%，营业收入 2677.4 亿元，同比增长 7%... ● “十四五”时期主要目标包括加快航天强国建设、世界一流军队建设的进程，建成空间站并开始运营，推进实施各项重要航天工程，全面提升进入空间能力；优化型号、宇航、航天技术应用及服务产业布局... ● 2021 年，集团将加快形成新的增长点，加大市场化配置资源力度的同时，进一步聚焦主业实业，抓好人才和机制两个关键点，组建中国航天科技创新研究院，推进精细化经营管理体系建设，注重激发活力...
兵器工业	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年，集团实现营业收入同比增长 18.5%，利润同比增长 94.1%，各项工作取得新进步... ● 2021 年，集团工作将抓好七个方面重点工作：一是履行强军首责；二是对标世界一流，进一步加快汽车产业发展；三是推进布局结构优化，发展战略性新兴产业和国际化业务；四是推进科技自立自强；五是着力全面深化改革；六是推进管理提升，增强高质量发展基础能力；七是着力“大风控”体系建设...
兵器装备	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年，集团实现疫情防控和科研生产双统筹、双胜利，顺利完成全年各项任务... ● 2021 年，集团将加快推进自主研发和制造生产；推动经济运行取得新成效；坚持聚英育才，激发人才队伍新活力...
中国电科	<ul style="list-style-type: none"> ● 2021 年，集团要实现经济效益稳定增长，收入利润率、国有资产保值增值率持续提升，国有资本布局更加优化... ● 2021 年，集团将制定并完善集团“十四五”规划和军工、产业、科技创新等专项规划，优化调整集团战略布局，持续提升集团公

	司核心业务领域综合竞争能力,主动承接、谋划重要任务和重点项目,更好支撑服务国家战略...
中国电子	<ul style="list-style-type: none"> ● 围绕加快打造国家网信产业核心力量和组织平台,抓实抓好重点工作任务和全面预算两条工作主线,加快提升战略管控水平和运营质量,加快推进战略科技攻关,持续深化改革创新,激发发展动力活力...
中国船舶	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020年,集团军工发展取得新的重大突破,船海产业增效升级迈出新步伐,实现利润总额同比增长38.5%,净利润同比增长36.9%... ● 2021年集团将重点抓好以下工作:坚决履行好兴装强军首责;强力推进船海产业升级优化;打造应用产业和船海服务业竞争新优势;着力增强科技自立自强能力;加快改革与整合融合;不断强化精细化管理;全面加强党的领导党的建设...
中核集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020年,集团实现营业收入同比增长24.35%,利润同比增长18.67%,净利润同比增长15.67%,EVA同比增长13.45%,资产负债率同比下降3.29个百分点... ● 坚持稳中求进的工作总基调,把握新发展阶段,贯彻新发展理念,构建新发展格局,统筹发展和安全,增强系统观念,坚持底线思维,狠抓“十四五”规划落实,推动重大战略任务高质量完成、产业经济高质量发展...

资料来源:集团官网,中航证券研究所整理

此外,近6个月来,多个军工央企所属上市公司发布了资本运作预案,计划注入集团相关资产。包括航天电器(航天科工)、华东电脑(中国电科)、ST电能(中国电科)等,体现出“十四五”期间,伴随各军工央企的深化改革的推进,各上市公司的资产注入有望进一步提速,在此背景下,各军工央企所属上市公司的营收规模及盈利能力也有望得到快速提升。

三、军工行业上市公司2020年及2021Q1业绩情况

截至2021年4月9日,共有132家军工行业上市公司披露了2020年业绩预告(快报)或正式年报,97家上市公司业绩预增,不考虑资产重组的影响,振芯科技、星网宇达、高德红外、新劲刚、大立科技等军工信息化及原材料领域上市公司业绩增幅居前。

图表4:主要军工上市公司2020年净利润增速预告(快报)或正式年报

序号	公司代码	公司名称	2020年归母净利润增速(预告下限)(%)	2020年归母净利润增速(预告上限)(%)
1	300101.SZ	振芯科技	1657.46	1657.46
2	600562.SH	国睿科技	959.31	1070.81
3	002829.SZ	星网宇达	819.13	819.13
4	000576.SZ	甘化科工	590.73	590.73
5	600685.SH	中船防务	567.92	567.92
6	002414.SZ	高德红外	353.60	353.60
7	300629.SZ	新劲刚	291.25	291.25
8	600855.SH	航天长峰	251.34	286.47
9	300302.SZ	同有科技	232.23	232.23
10	688002.SH	睿创微纳	190.28	190.28
11	002214.SZ	大立科技	179.88	231.43
12	300053.SZ	欧比特	147.06	165.02
13	688122.SH	西部超导	134.31	134.31
14	002446.SZ	盛路通信	126.44	129.08

序号	公司代码	公司名称	2020 年归母净利润增速 (预告下限) (%)	2020 年归母净利润增速 (预告上限) (%)
15	002151.SZ	北斗星通	122.50	122.50
16	300045.SZ	华力创通	118.30	123.72
17	300095.SZ	华伍股份	116.20	116.20
18	002297.SZ	博云新材	113.76	113.76
19	300008.SZ	天海防务	108.37	111.16
20	600416.SH	*ST 湘电	104.77	104.77
21	600614.SH	*ST 鹏起	103.79	104.55
22	000733.SZ	振华科技	103.48	103.48
23	300099.SZ	精准信息	89.20	89.20
24	600399.SH	ST 抚钢	82.64	82.64
25	300711.SZ	广哈通信	80.96	80.96
26	300227.SZ	光韵达	80.04	80.04
27	300593.SZ	新雷能	80.00	100.00
28	000697.SZ	炼石航空	77.40	77.40
29	300696.SZ	爱乐达	74.96	74.96
30	603267.SH	鸿远电子	74.43	74.43
31	300456.SZ	赛微电子	74.20	74.20
32	688586.SH	江航装备	71.31	71.31
33	300777.SZ	中简科技	70.09	70.09
34	600760.SH	中航沈飞	68.63	68.63
35	300354.SZ	东华测试	65.50	65.50
36	300726.SZ	宏达电子	65.12	65.12
37	300185.SZ	通裕重工	61.80	61.80
38	600316.SH	洪都航空	60.03	60.03
39	000687.SZ	*ST 华讯	57.84	71.79
40	603678.SH	火炬电子	55.00	65.00
41	002669.SZ	康达新材	53.62	53.62
42	688066.SH	航天宏图	51.82	51.82
43	603712.SH	七一二	51.48	51.48
44	600456.SH	宝钛股份	51.10	51.10
45	603308.SH	应流股份	50.75	60.69
46	688311.SH	盟升电子	50.10	50.10
47	002189.SZ	中光学	49.81	49.81
48	002985.SZ	北摩高科	49.08	49.08
49	000801.SZ	四川九洲	47.74	74.12
50	300627.SZ	华测导航	46.41	46.41
51	300762.SZ	上海瀚讯	45.27	45.27
52	688636.SH	智明达	43.94	43.94
53	688568.SH	中科星图	43.31	43.31
54	300416.SZ	苏试试验	41.37	41.37
55	600435.SH	北方导航	40.14	40.14
56	300159.SZ	新研股份	39.35	54.51
57	001696.SZ	宗申动力	39.28	39.28
58	002560.SZ	通达股份	35.79	56.68
59	002625.SZ	光启技术	35.00	75.00

序号	公司代码	公司名称	2020 年归母净利润增速 (预告下限) (%)	2020 年归母净利润增速 (预告上限) (%)
60	002179.SZ	中航光电	34.36	34.36
61	002438.SZ	江苏神通	33.38	33.38
62	002683.SZ	宏大爆破	31.61	31.61
63	000738.SZ	航发控制	30.68	30.68
64	002402.SZ	和而泰	30.54	30.54
65	002253.SZ	川大智胜	30.17	30.17
66	600990.SH	四创电子	30.00	55.00
67	300719.SZ	安达维尔	29.87	36.71
68	002149.SZ	西部材料	29.19	29.19
69	600038.SH	中直股份	28.81	28.81
70	003031.SZ	中瓷电子	28.43	28.43
71	600558.SH	大西洋	27.64	27.64
72	300900.SZ	广联航空	27.26	47.36
73	300581.SZ	晨曦航空	26.50	26.50
74	600765.SH	中航重机	24.91	24.91
75	300722.SZ	新余国科	23.35	23.35
76	300699.SZ	光威复材	22.98	22.98
77	300474.SZ	景嘉微	18.23	18.23
78	002389.SZ	航天彩虹	18.14	18.14
79	300397.SZ	天和防务	17.54	21.00
80	002338.SZ	奥普光电	17.38	17.38
81	002111.SZ	威海广泰	15.75	15.75
82	688333.SH	铂力特	15.45	15.45
83	600372.SH	中航电子	13.45	13.45
84	002465.SZ	海格通信	12.73	12.73
85	002013.SZ	中航机电	11.85	11.85
86	002519.SZ	银河电子	11.42	11.42
87	600536.SH	中国软件	10.34	10.34
88	002651.SZ	利君股份	8.17	8.17
89	000561.SZ	烽火电子	6.56	6.56
90	600893.SH	航发动力	6.37	6.37
91	300775.SZ	三角防务	6.36	6.36
92	600118.SH	中国卫星	5.34	5.34
93	003009.SZ	中天火箭	4.54	4.54
94	600879.SH	航天电子	4.40	4.40
95	000099.SZ	中信海直	3.26	3.26
96	300875.SZ	捷强装备	3.02	15.63
97	002268.SZ	卫士通	2.31	2.31
98	300427.SZ	红相股份	(2.50)	(2.50)
99	002935.SZ	天奥电子	(8.98)	(8.98)
100	300342.SZ	天银机电	(9.87)	(9.87)
101	300747.SZ	锐科激光	(10.83)	(7.14)
102	000818.SZ	航锦科技	(13.50)	(13.50)
103	002977.SZ	火箭科技	(14.27)	(14.27)
104	300862.SZ	蓝盾光电	(14.90)	(14.90)

序号	公司代码	公司名称	2020 年归母净利润增速 (预告下限) (%)	2020 年归母净利润增速 (预告上限) (%)
105	600184.SH	光电股份	(16.22)	(16.22)
106	688788.SH	科思科技	(19.86)	(19.86)
107	300600.SZ	国瑞科技	(19.93)	4.44
108	600862.SH	中航高科	(21.88)	(21.88)
109	000768.SZ	中航西飞	(27.65)	(27.65)
110	002933.SZ	新兴装备	(28.23)	(28.23)
111	000066.SZ	中国长城	(32.73)	(1.34)
112	300414.SZ	中光防雷	(36.42)	(36.42)
113	002383.SZ	合众思壮	(41.42)	5.72
114	688010.SH	福光股份	(42.45)	(42.45)
115	300527.SZ	中船应急	(55.29)	(55.29)
116	688011.SH	新光光电	(60.01)	(60.01)
117	002023.SZ	海特高新	(66.89)	(50.46)
118	300733.SZ	西菱动力	(69.39)	(64.68)
119	300810.SZ	中科海讯	(73.60)	(68.71)
120	300123.SZ	亚光科技	(85.69)	(78.54)
121	002366.SZ	台海核电	(86.76)	(24.51)
122	000070.SZ	特发信息	(97.52)	(96.29)
123	300353.SZ	东土科技	(99.34)	(51.77)
124	600391.SH	航发科技	(170.98)	(170.98)
125	300252.SZ	金信诺	(184.07)	(142.04)
126	601989.SH	中国重工	(206.75)	(189.79)
127	002331.SZ	皖通科技	(248.30)	(177.12)
128	600590.SH	泰豪科技	(282.08)	(282.08)
129	002011.SZ	盾安环境	(384.82)	(384.82)
130	000901.SZ	航天科技	(513.61)	(513.61)
131	300324.SZ	旋极信息	(581.51)	(581.51)
132	300424.SZ	航新科技	(630.00)	(540.00)

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理(数据截至 2021/04/09, 各公司业绩增速在计算过程中, 上年同期业绩数据均采用了未调整的业绩数据)

截至 2021 年 4 月 9 日, 共有 33 家军工行业上市公司披露了 2021 年一季度业绩预告(快报)或正式一季报, 31 家上市公司业绩预增, 不考虑资产重组的影响, 高德红外、西部材料、振芯科技及中航机电等上市公司 2021Q1 业绩相较于 2019Q1 增速居前, 表现出“十四五”期间, 我国航空航天及军工信息化产业有望迎来高景气发展。

图表 5: 主要军工上市公司 2021Q1 净利润增速预告(快报)或正式年报

序号	公司代码	公司名称	2021Q1 归母净利润同比增速 (下限) (%)	2021Q1 归母净利润同比增速 (上限) (%)	2020Q1 相较于 2019Q1 归母净利润 增速 (%)
1	002414.SZ	高德红外	40.00	70.00	3625.48
2	002149.SZ	西部材料	275.67	345.94	1720.40
3	300101.SZ	振芯科技	717.81	717.81	1015.93

序号	公司代码	公司名称	2021Q1 归母净利润同比增速 (下限) (%)	2021Q1 归母净利润同比增速 (上限) (%)	2020Q1 相较于 2019Q1 归母净利润 增速 (%)
4	600590.SH	泰豪科技	2,914.40	3,081.86	550.60
5	300185.SZ	通裕重工	50.00	80.00	296.42
6	002829.SZ	星网宇达	46.85	95.80	268.87
7	002013.SZ	中航机电	197.89	237.89	230.38
8	600456.SH	宝钛股份	122.59	122.59	212.58
9	002179.SZ	中航光电	270.00	300.00	160.07
10	300627.SZ	华测导航	148.85	180.62	156.81
11	002985.SZ	北摩高科	60.00	65.00	129.16
12	002683.SZ	宏大爆破	85.27	113.34	125.49
13	300474.SZ	景嘉微	72.75	96.30	113.80
14	000733.SZ	振华科技	100.00	130.00	107.93
15	300696.SZ	爱乐达	70.00	80.00	88.33
16	300733.SZ	西菱动力	529.12	672.15	75.64
17	003031.SZ	中瓷电子	55.00	65.00	64.39
18	000576.SZ	甘化科工	362.00	478.00	62.85
19	000818.SZ	航锦科技	74.14	156.10	54.29
20	002651.SZ	利君股份	100.00	140.00	30.38
21	300699.SZ	光威复材	20.00	30.00	29.93
22	002253.SZ	川大智胜	70.00	100.00	24.14
23	002977.SZ	火箭科技	630.65	834.74	3.15
24	688011.SH	新光光电	474.14	646.83	3.08
25	300099.SZ	精准信息	390.00	463.00	扭亏为盈
26	300354.SZ	东华测试	207.41	207.41	扭亏为盈
27	300762.SZ	上海瀚讯	180.00	210.00	扭亏为盈
28	600435.SH	北方导航	103.13	109.58	扭亏为盈
29	002151.SZ	北斗星通	66.75	114.39	扭亏为盈
30	300711.SZ	广哈通信	12.64	32.40	扭亏为盈
31	300397.SZ	天和防务	(40.00)	(20.00)	(33.95)
32	300427.SZ	红相股份	(75.29)	(62.94)	(67.21)
33	688636.SH	智明达	334.00	484.16	新上市

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理(数据截至 2021/04/09, 在计算各公司 2021Q1 相较于 2019Q1 的归母净利润年增速时, 2021Q1 的归母净利润采用了预计增速的下限)

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 军工行业当前估值再次回归相对低位

绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截至 2021 年 4 月 9 日，军工行业 PE 为 58.50 倍，处于 2014 年以来的 17.45%分位。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，军工行业估值偏低。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 6.78%分位、17.90%分位和 1.86%分位。

③ 军工行业估值可消化

选取中航沈飞、中航西飞、中直股份、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 25.7 倍；若保持年复合 25%的增长率，8 家公司 2025 年 PE 均值为 20.5 倍；若保持年复合 30%增长率，

8家公司2025年PE均值为17.2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

军工龙头 BTf (512710)

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), 纵横股份(无人机)、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、新兴装备(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:

紫光国微(军工芯片)、川大智胜(空管自动化系统)、国睿科技、四创电子(雷达), 火炬电子、宏达电子(军工电子), 中国软件(操作系统)。

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。



AVIC

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、内容或其复印件给予任何其他人。

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替行使独立判断。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。