

证券研究报告

2021年04月11日

行业报告 | 行业专题研究

国防军工

“军工矛”大超预期 军工年报暨一季报预测基本面分析

作者：

分析师 李鲁靖 SAC执业证书编号：S1110519050003



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- 国防军工板块2020年报前瞻汇报
- 国防军工板块2021一季报前瞻总结
- 军工十四五投资框架：下游航空整机+白马上游+新兴技术（产业链结构视角）

风险提示：军工行业发展不及预期，军工交付不及预期，宏观流动性风险等。

1. 国防军工板块2020年报前瞻汇报

1.1 航空主机年报分析：经营业绩稳步提升，关联交易大幅提升揭示下游高景气与甲方预付模式变化

截止2021年4月11日，中航沈飞、航发动力、中直股份、洪都航空、中航西飞五大主机厂均披露2020年报。

从整体看，主机厂（中航西飞2020年完成总装资质的置入，因此在整体法分析过程中将其剔除）2020全年实现营收806.72亿元，同比+16.60%；实现归母净利润35.16亿元，同比+33.9%，业绩实现稳步提升。

资产负债端，主机厂2020年末存货445.14亿元（-7.24%），存货周转率1.74次，指标较2019年（1.55次）有效提升。2020年末预付账款达16.69亿元（+25.99%），表明下游需求充足，备产备货持续增长。应收票据及账款达230.98亿元，预计将伴随“十四五”航空装备批产实现快速释放。

现金流量端，中航沈飞2020年末经营性现金流63.20亿元，较年初增长74.68亿元，经营能力大幅改善。

2020主机厂年报综述（整体法分析，截至4月11日）

主机厂									
已公布年报上市公司：中航沈飞、中直股份、洪都航空、航发动力（中航西飞2020年完成总装资质的置入，整体法分析过程中将其剔除）									
整体基本面信息						现金流量表			
利润表						现金流量表			
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY	
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	
691.86	806.72	16.60%	26.26	35.16	33.90%	47.42	91.02	91.95%	
资产负债表									
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY	
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	
479.88	445.14	-7.24%	13.25	16.69	25.99%	189.23	230.98	22.06%	
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY	
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	
275.68	281.53	2.12%	382.91	451.52	17.92%	160.11	127.40	-20.43%	

1. 国防军工板块2020年报前瞻汇报

1.1 航空主机年报分析：经营业绩稳步提升，关联交易大幅提升揭示下游高景气与甲方预付模式变化

同时，根据各主机厂2021年度日常关联交易预计公告，主机厂2021年关联交易销售货物预计值565.64亿元，指标较2020年同比增长25.78%；2021年关联交易采购货物预计值528.68亿元，指标较2020年同比增长25.71%。

整体法分析结论：主机厂2021关联交易销售/采购货物同比大幅提升，预示主机厂对2021年行业景气判断较为乐观，行业高景气或从原材料备货牵引下的上游企业传导到进入“十四五”交付阶段的下游主机企业，我们预计各主机厂排产有望于2021年起持续提升。同时，考虑到整体产品批量生产将产生规模效应，从而提升毛利率，预计各主机厂利润将快速提升，业绩望呈现加速释放态势。

2021年四大主机厂2021年关联交易销售/采购货物预计值及同比情况（整体法）

关联交易指标	2020年关联交易预计值 (单位：亿元)	2021年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	449.69	565.64	25.78%
采购货物	420.54	528.68	25.71%

2021年四大主机厂2021关联交易销售/采购货物及同比情况

中航沈飞				
	2020年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020年度已发生金额 (单位：亿元)	2021年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	31.04	27.44	37.67	21.34%
采购货物	135.28	124.78	191.63	41.65%

洪都航空				
	2020年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020年度已发生金额 (单位：亿元)	2021年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	70.54	46.59	109.63	55.41%
采购货物	28.03	17.58	43.87	56.51%

中直股份				
	2020年关联交易预计值 (单位：万元)	2020年度已发生金额 (单位：万元)	2021年关联交易预计值 (单位：万元)	预计值同比
出售商品/提供劳务	214.85	178.17	255.52	18.93%
采购商品/接受劳务	124.71	77.50	138.46	11.02%

航发动力				
	2020年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020年度已发生金额 (单位：亿元)	2021年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	133.25	115.00	162.83	22.19%
采购货物	132.51	110.74	154.72	16.76%

1. 国防军工板块2020年报前瞻汇报

1.2 上游“新材料+军工电子” 板块业绩大幅提升，揭示终端需求快速增长，产业高景气度凸显

“新材料+军工电子” 板块方兴未艾，业绩实现大幅提升。截至4月10日，新材料板块实现营收172.57亿元（+12.57%），实现归母净利润22.39亿元（+57.63%）；军工电子板块实现营收214.37亿元（+21.89%），实现归母净利润40.70亿元（+67.24%）。我们认为，两板块业绩大幅提升，主要系十四五下游终端产品强需求开始显现，上游企业提前出现放量，或为下游生产开始提前提供物料所致。

2020新材料+军工电子年报综述（整体法分析，截至4月11日）

新材料								
已公布年报上市公司：光威复材、ST抚钢、西部材料、西部超导、中简科技、宝钛股份、中航高科（2019重组，因此剔除）								
整体基本信息						现金流量表		
利润表			利润表			现金流量表		
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
153.30	172.57	12.57%	14.20	22.39	57.63%	20.03	17.87	-10.77%
资产负债表								
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
63.82	66.65	4.43%	3.21	4.72	47.26%	61.23	66.58	8.74%
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
98.76	103.10	4.40%	36.89	35.93	-2.60%	6.39	6.96	8.82%
军工电子								
已公布年报上市公司：中航光电、鸿远电子、宏达电子、振芯科技、景嘉微、睿创微纳、振华科技、奥普光电、新雷能								
整体基本信息						现金流量表		
利润表			利润表			现金流量表		
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
175.87	214.37	21.89%	24.33	40.70	67.24%	11.03	18.18	64.72%
资产负债表								
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
31.93	44.77	40.22%	1.23	1.63	32.84%	99.15	123.37	24.43%
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
30.49	38.19	25.28%	49.04	65.98	34.54%	1.98	4.27	116.23%

资产负债端，2020年末新材料/军工电子板块存货分别达到66.65/44.77亿元，同比+4.43%/40.22%；预付账款达到4.72/1.63亿元，同比+47.26%/32.84%；预收账款+合同负债分别为6.96/4.27亿元，同比+8.82%/116.23%。

我们认为，存货及预付账款的快速增长表明公司在手订单充足，公司正处于加速备产备料过程；预收款+合同负债持续提升预示产品下游需求持续增加，行业有望进入高景气度放量期。

1. 国防军工板块2020年报前瞻汇报

1.3 导弹板块排产快速上量，“十四五”训练备弹或持续催化

导弹产业2020年实现快速上量。2020年上市公司实现营收140.56亿元（+28.25%），实现归母净利润13.30亿元，同比大增162.82%，排产实现快速提升。资产负债端，2020年末上市公司预收款+合同负债达到10.77亿元，同比+179.31%，下游产业需求凸显。现金流量端，2020年上市公司经营性现金流11.84亿元，同比+81.4%，运营能力明显改善。

2020导弹板块年报综述（整体法分析，截至4月11日）

导弹								
已公布年报上市公司：洪都航空、北方导航、天箭科技、高德红外、光电股份								
整体基本面信息								
利润表						现金流量表		
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
109.59	140.56	28.25%	5.06	13.30	162.82%	6.52	11.84	81.40%
资产负债表								
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
35.44	36.95	4.27%	4.75	3.99	-15.98%	46.29	63.82	37.86%
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
32.78	33.08	0.91%	51.07	70.50	38.05%	3.86	10.77	179.31%

我们认为，从顶层设计看，根据政治局第二十二次会议内容及2021年中央军委1号文件，导弹产业有望充分受益于“国防装备跨越式发展需求驱动”+“精确打击武器发展趋势”+“实战化训练深入实施”，备弹需求或大幅提升，催化产业进入持续排产装填，预计进入十年景气扩张期。

2021年中央军委1号文件截图

深化实战实训，坚持以战领训、以训促战，加强战争和作战问题研究，加强实案化对抗性训练，加强应急应战专攻精练，加强军事斗争一线练兵，推动战训深度耦合，实现作战和训练一体化，确保全时待战、随时能战。

1. 国防军工板块2020年报前瞻汇报

1.4 航空中游配套+信息化板块稳步提升，对终端设备排产实现有效支撑

航空中游配套+中间工序环节业绩稳步提升，2020年两板块实现营收248.87/93.93亿元，同比+4.14%/15.63%；实现归母净利润21.59/12.56亿元，同比+15.29%/27.52%。资产负债端，两板块存货2020年末达到135.35/32.79亿元，同比+19.33%/25.11%；预收款+合同负债达9.59/0.66亿元，同比+138.18%/35.67%。

我们认为，作为中游配套行业，两板块2020年均实现净利润增速高于营业收入增速，此前配套行业受上下游挤压的情况得到有效改善，同时揭示下游需求景气度上行趋势。存货及预收账款+合同负债快速提升，表明中游配套行业订单需求饱满，企业正处于加速备产备货阶段，预计将在“十四五”期间实现产品快速放量。

2020航空中游配套+航空中间工序环节板块年报综述（整体法分析，截至4月11日）

航空中游配套								
已公布年报上市公司：中航机电、中航电子、航发控制、航发科技								
整体基本信息						现金流量表		
利润表						现金流量表		
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
238.98	248.87	4.14%	18.72	21.59	15.29%	42.38	32.98	-22.17%
资产负债表								
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
113.43	135.35	19.33%	6.93	7.92	14.35%	198.84	211.52	6.38%
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
157.50	178.87	3.60%	155.68	178.87	14.89%	4.03	9.59	138.18%

航空中间工序环节								
已公布年报上市公司：中航重机、铂力特、晨曦航空、利君股份、爱乐达、三角防务、北摩高科								
整体基本信息						现金流量表		
利润表						现金流量表		
营业收入（亿元）		营收同比YoY	归母净利润（亿元）		归母同比YoY	经营性现金流（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
81.23	93.93	15.63%	9.85	12.56	27.52%	9.32	7.66	-17.77%
资产负债表								
存货（亿元）		同比YoY	预付款项（亿元）		同比YoY	应收票据及账款（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
26.21	32.79	25.11%	2.08	1.70	-18.08%	48.89	57.83	18.28%
固定资产+在建工程（亿元）		同比YoY	应付票据及账款（亿元）		同比YoY	预收款项+合同负债（亿元）		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
33.25	33.10	-0.46%	40.00	47.62	19.05%	0.49	0.66	35.67%

1.5 核心细分领域上市公司净利润增速+60%，国防装备跨越式发展持续推进

国防军工核心细分板块（J20产业链、军工电子、军工新材料）上市公司业绩实现60%增长。通过整体法分析可得，J20/军工电子/军工新材料板块2020年实现营收43.12/189.17/152.28亿元，同比+45.35%/22.76%/14.29%，实现归母净利润12.49/36.01/21.59亿元，同比+63.60%/68.08%/58.91%，均实现60%左右业绩增长，高端核心装备需求旺盛。

结合2020全球国防装备发展（详情请见报告《世界国防发展2020年总结》）我们认为，我国跨越式装备发展将进入高速发展轨道，以J20、精确打击武器为代表的跨越式装备排产将持续提升。同时顺应世界各主要国家军备自研进程，对应产业研发端需求将快速增加，上游材料+元器件排产需求或将持续上量。

资料来源：Wind，天风证券研究所

J20产业链								
已公布年报上市公司：中简科技、爱乐达、利君股份、西部超导、北摩高科								
整体基本面信息								
利润表						现金流量表		
营业收入 (亿元)		营收同比YoY	归母净利润 (亿元)		归母同比YoY	经营性现金流 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
29.66	43.12	45.35%	7.63	12.49	63.60%	2.62	4.06	54.87%
资产负债表								
存货 (亿元)		同比YoY	预付款项 (亿元)		同比YoY	应收票据及账款 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
12.23	13.85	13.25%	0.37	0.23	-39.29%	21.39	35.88	67.74%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比YoY	应付票据及账款 (亿元)		同比YoY	预收款项+合同负债 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
19.19	20.16	5.04%	8.26	9.28	12.30%	1.76	1.87	6.01%
军工电子								
已公布年报上市公司：睿创微纳、鸿远电子、宏达电子、中航光电、振华科技								
整体基本面信息								
利润表						现金流量表		
营业收入 (亿元)		营收同比YoY	归母净利润 (亿元)		归母同比YoY	经营性现金流 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
154.10	189.17	22.76%	21.42	36.01	68.08%	10.79	16.77	55.34%
资产负债表								
存货 (亿元)		同比YoY	预付款项 (亿元)		同比YoY	应收票据及账款 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
25.99	35.80	37.75%	0.72	1.18	64.82%	89.99	113.42	26.03%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比YoY	应付票据及账款 (亿元)		同比YoY	预收款项+合同负债 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
26.71	34.01	27.35%	46.08	61.73	33.95%	1.51	3.41	125.48%
军工新材料								
已公布年报上市公司：宝钛股份、ST抚钢、光威复材、中简科技、西部超导								
整体基本面信息								
利润表						现金流量表		
营业收入 (亿元)		营收同比YoY	归母净利润 (亿元)		归母同比YoY	经营性现金流 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
133.24	152.28	14.29%	13.59	21.59	58.91%	19.69	22.77	15.63%
资产负债表								
存货 (亿元)		同比YoY	预付款项 (亿元)		同比YoY	应收票据及账款 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
65.50	67.24	2.65%	2.38	4.15	74.18%	61.35	69.10	12.62%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比YoY	应付票据及账款 (亿元)		同比YoY	预收款项+合同负债 (亿元)		同比YoY
2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A	2019A	2020A	2020A
97.69	102.28	4.71%	42.77	41.42	-3.18%	5.85	7.43	27.00%

2020
核心
细分
领域
板块
年报
综述
(整
体法
分析,
截至
4月
11日)

2. 国防军工板块2021一季报前瞻总结

2.1 已披露业绩预告上市公司2021Q1归母净利润大增131%+，国防军工产业高景气度持续兑现

2021Q1国防军工板块净利润预测前瞻（整体法分析，截至4月11日）

截至4月11日，国防军工板块目前已有17家上市公司披露2021年一季度业绩预告。通过整体法分析，17家上市公司2021Q1总体实现归母净利润21.44亿元，同比大增131.16%。其中，中航光电、中航机电、利君股份、振华科技、宝钛股份、北斗星通净利润较2020Q1实现翻倍；西部材料、北方导航、天箭科技、上海瀚讯同比实现扭亏。

我们认为，已披露业绩上市公司2021年业绩大幅提升，表明公司下游需求持续增加，国防军工“十四五”高景气度周期正式开启兑现期。同时，考虑到一季度一般为军工交付淡季，预计全年国防军工板块有望实现超预期增长。

股票代码	公司简称	2020Q1归母净利润 单位：亿元	2021Q1归母净利润 (预测) 单位：亿元	同比YoY
300699.SZ	光威复材	1.72	2.23	30.00%
002149.SZ	西部材料	(0.14)	0.35	扭亏
600456.SH	宝钛股份	0.41	0.92	122.59%
300474.SZ	景嘉微	0.25	0.50	96.30%
002179.SZ	中航光电	1.64	6.55	300.00%
000733.SZ	振华科技	1.11	2.55	129.99%
600435.SH	北方导航	(0.16)	0.01	扭亏
002151.SZ	北斗星通	0.21	0.45	114.38%
002013.SZ	中航机电	0.65	2.19	237.89%
002651.SZ	利君股份	0.33	0.80	140.00%
300696.SZ	爱乐达	0.26	0.48	80.00%
002985.SZ	北摩高科	0.58	0.96	65.00%
002414.SZ	高德红外	1.59	2.70	70.00%
002977.SZ	天箭科技	(0.02)	0.18	扭亏
300762.SZ	上海瀚讯	(0.07)	0.08	扭亏
002829.SZ	星网宇达	0.10	0.20	95.80%
300427.SZ	红相股份	0.81	0.30	-62.94%
	合计	9.27	21.44	131.16%

2. 国防军工板块2021一季报前瞻总结

2.2 主机厂各单位一季度运营交付形势喜人，均衡交付目标确立Q1/全年望实现超预期增长

据航空工业集团官方披露，2021年一季度集团内各单位运营交付形势喜人，其中：

- **中航西飞**：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。
- **航空工业沈飞**：深度聚焦“又好又快产品实现”，抓牢主责主业，纵深推进均衡生产，按计划完成航空工业一季度均衡生产考核目标。
- **航空工业成飞**：聚焦客户需求，管控内外部风险、狠抓关键节点；推进厂区装配厂房、新都工业园区等内外部产能建设，加速产能提升。
- **航空工业洪都**：积极协调各方工作，抓住时机做好试飞转场交付工作，实现一季度各型飞机转场数十架，创近年来新高。紧盯均衡目标，洪都公司一季度生产取得阶段性成果，其中部分工作超额完成航空工业考核目标。

中航工业沈飞



航空工业洪都



中航西飞



通过披露信息可以看到，航空工业集团2021Q1各主机单位运营状态良好，产品均实现有效、快速交付，部分主机厂交付公司已实现超预期增长，预计全年或实现超预期增长。同时考虑到各主机单位确定均衡交付目标，预计2021Q1业绩有望实现快速放量。

3.军工十四五投资框架：下游航空整机+白马上游+新兴技术（产业链结构视角）

精选细分赛道

赛道逻辑

选股逻辑-选配核心股，即各细分领域龙头\寡头

军工电子

跨越式装备-信息化/智能化
底层支撑：被动器件/集成电路

被动元器件：电容、连接器企业为主要配置领域，对应整个下游（暂无单一下游爆款），十四五CAGR约30%。

集成电路：细分赛道垄断民企胜出，品类包括红外探测、毫米波射频、FPGA、GPU等，部分赛道具备40%+业绩弹性。

电容类：火炬电子、鸿远电子、宏达电子

连接器：中航光电、航天电器
集成电路：睿创微纳、景嘉微、和而泰、紫光国微

新材料

底层支撑：
一代装备、一代材料

纤维材料：碳纤维及复材为寡头赛道，十四五CAGR约25-30%，其他如碳化硅、石英纤维、超材料等跟随下游型号，十四五或有较大弹性。

金属材料/加工：钛材随焊工轻量化/高性能需求放量，CAGR约30-50%，高温合金挂钩发动机需求，CAGR25-30%。机加工/表处：配套商未来机遇；机加工→表面处理/钣金扩展。

中间工序：爱乐达、三角防务、利君股份、中航重机等

纤维材料：中简科技、中航高科、光威复材、中航高科、菲利华

金属材料ST抚钢、钢研高纳：宝钛股份、西部超导

中游：新兴技术

装备信息化/全军信息化/场景信息化

装备信息化：专用型配套，需求由型号牵引，业绩跟随型号放量，部分细分型号具备30%-50%弹性。

全军信息化：通用型信息化装备，与新型装备整体增速相仿跟随新型，预计十四五期间增速在20%-30%。

型谱装备信息化：

-导弹导引：天箭科技

-海军装备：*ST湘电

-指控：中科星图

航空机电设备：中航机电

航空主机

永续增长，经营持续性强
强垄断、强壁垒
扩产爬坡→数量先，价格后

主流歼击机：三代半、四代机。三代半机型不可忽略，十四五期间预计仍将为主力机型；四代机十四五前中期持续增长；参考中航沈飞，赛道整体CAGR约20%-25%。

直升机/无人机/运输机等其他机型：直升机CAGR约20%，无人机十四五或迎5倍机遇(CAGR30%)，其他机型平稳增长。

主机

歼击机：中航沈飞

航空发动机：航发动力

高空/隐身无人机：洪都航空、航天彩虹、中航沈飞

直升机：中直股份

大型飞机：中航西飞

航空发动机

十四五“量价齐升”

发动机：航发动力仍为垄断供应商，现有型号将持续放量，新型号亦有望于十四五推出，“数量+价格”的量价齐升机遇，CAGR约为25%+。

导弹

弹药智能化革命+补库存

总装：洪都航空、高德红外

中上游

支撑性成长企业

估值/增速匹配
易理解/易跟踪
成长属性强

下游

垄断性权重企业

投资建议：板块标的2020-22估值经过调整已进入相对低估区域

- 目前板块PEG相对估值历史分位仅为20%，部分中上游企业进入低估值且PEG<1区间，下游企业也已较大幅度对“十四五”预期的远期估值进行了调整，交易性恐慌或为本周下跌主因，关注超跌后机遇。
- 目前板块估值十年估值分位仅为40.23%。
- 目前PEG相对估值的历史分位值低于历史20%分位，因此目前板块估值相对未来成长水平处于低位状态。
- 投资方向持续强调，聚焦“十四五”新一代装备建设方向，行业长期成长趋势已确立，核心主抓装备加速换代产业大机遇，行业快速成长期获得新中期时间节点——2027年，行业或将跨越“十四五”长期处于成长阶段。维持行业评级“强于大市”，推荐下游核心主机+上游电子/材料白马企业的组合配置思路。目前经过调整，上游企业已进入传统估值体系意义下的较低估值区域。

风险提示：军工行业发展不及预期，军工交付不及预期，宏观流动性风险等。

重点换装领域	产业链及标的		股票代码	总市值(亿元)	预测净利润(亿元)			预测P/E			
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
军用航空	航空钛材	宝钛股份	600456.SH	188.77	3.63	4.71	6.09	52.00	40.05	30.99	
		西部材料	002149.SZ	59.32	0.79	1.70	2.90	74.70	34.92	20.47	
		西部超导	688122.SH	232.86	3.71	5.51	7.63	62.80	42.26	30.52	
	航空复合材料	中简科技	300777.SZ	168.80	2.32	3.42	5.39	72.65	49.36	31.32	
		中航高科	600862.SH	383.23	4.31	6.31	8.84	88.94	60.73	43.35	
		光威复材	300699.SZ	353.93	6.42	8.34	10.86	55.17	42.44	32.59	
	高温合金	ST抚钢	600399.SH	268.99	5.52	7.96	10.23	48.77	33.80	26.29	
		钢研高纳	300034.SZ	110.82	1.97	2.62	3.53	56.33	42.30	31.39	
	无人机	图南股份	300855.SZ	70.64	1.29	1.70	2.24	54.97	41.49	31.50	
		洪都航空	600316.SH	242.31	1.33	2.12	3.00	182.73	114.30	80.77	
	机加工等中间工序	模锻件	航天彩虹	002389.SZ	194.89	2.74	5.30	6.79	71.14	36.77	28.70
			中航重机	600765.SH	164.54	3.44	4.20	9.63	47.86	39.21	17.09
			派克新材	605123.SH	70.55	1.82	2.50	3.44	38.86	28.20	20.50
		其他中间工序	三角防务	300775.SZ	151.77	2.04	2.86	3.49	74.25	53.06	43.49
			利君股份	002651.SZ	104.48	1.93	3.80	5.86	54.18	27.50	17.83
			爱乐达	300696.SZ	81.00	1.37	1.98	2.80	59.12	40.95	28.89
	航空配套	上海沪工	603131.SH	64.71	1.38	2.67	3.93	46.86	24.24	16.48	
		中航机电	002013.SZ	398.97	10.75	12.90	15.48	37.12	30.93	25.77	
中航电子		600372.SH	284.60	6.31	8.23	9.79	45.12	34.58	29.07		
主机厂	北摩高科	002985.SZ	226.23	3.16	5.59	7.20	71.59	40.44	31.42		
	航发动力	600893.SH	1174.99	11.46	16.54	20.71	102.53	71.04	56.74		
	中直股份	600038.SH	303.88	7.58	8.82	10.79	40.11	34.47	28.16		
	中航沈飞	600760.SH	906.61	14.80	18.33	22.54	61.25	49.46	40.22		
	中航西飞	000768.SZ	678.59	7.77	10.93	12.36	87.29	62.11	54.89		
导弹	导弹材料	洪都航空	600316.SH	242.31	1.33	2.12	3.00	182.73	114.30	80.77	
		铂力特	688333.SH	105.58	0.86	1.12	2.15	123.13	94.27	49.11	
	导弹配套	菲利华	300395.SZ	132.92	2.44	3.27	4.36	54.52	40.70	30.47	
		火箭科技	002977.SZ	71.29	0.82	1.43	1.74	86.54	49.85	40.86	
		盟升电子	688311.SH	75.51	1.10	2.10	3.11	68.86	35.92	24.29	
		大立科技	002214.SZ	115.18	4.11	4.92	6.25	28.01	23.43	18.44	
		睿创微纳	688002.SH	410.69	5.87	8.70	11.85	70.02	47.19	34.65	
		新雷能	300593.SZ	71.16	1.23	1.86	2.82	57.86	38.20	25.21	
	导弹总装	高德红外	002414.SZ	560.97	10.01	12.62	15.89	56.05	44.45	35.30	
洪都航空		600316.SH	242.31	1.33	2.12	3.00	182.73	114.30	80.77		
船舶&水下装备	高德红外	002414.SZ	560.97	10.01	12.62	15.89	56.05	44.45	35.30		
	综合电力推进系统/电磁弹射声呐系统/水下装备	湘电股份	600416.SH	235.26	0.75	4.00	5.50	312.60	58.76	42.74	
军工电子/信息化	集成电路	中国海防	600764.SH	194.78	7.56	8.74	10.11	25.76	22.28	19.26	
		睿创微纳	688002.SH	410.69	5.87	8.70	11.85	70.02	47.19	34.65	
		和而泰	002402.SZ	190.21	3.96	5.48	7.63	48.03	34.70	24.92	
	连接器	紫光国微	002049.SZ	663.56	8.66	12.61	17.27	76.60	52.63	38.42	
		中航光电	002179.SZ	828.64	14.39	17.69	22.08	57.58	46.84	37.53	
	被动元器件	航天电器	002025.SZ	212.18	4.75	6.08	7.70	44.70	34.92	27.57	
		MLCC	火炬电子	603678.SH	279.77	6.10	8.24	10.70	45.84	33.94	26.14
			鸿远电子	603267.SH	310.85	4.86	6.77	9.42	63.95	45.93	32.99
		钽电容	宏达电子	300726.SZ	289.55	4.84	7.48	9.59	59.85	38.71	30.19
	多品类		振华科技	000733.SZ	290.45	6.06	8.50	11.32	47.93	34.18	25.65
	信息化	上海翰讯	300762.SZ	90.69	1.67	2.20	3.11	54.31	41.20	29.15	
海格通信		002465.SZ	228.83	5.86	7.61	9.82	39.08	30.07	23.30		
中科星图		688568.SH	100.17	1.47	2.36	3.57	68.04	42.44	28.06		

图1：行业ROETTM一年内趋势



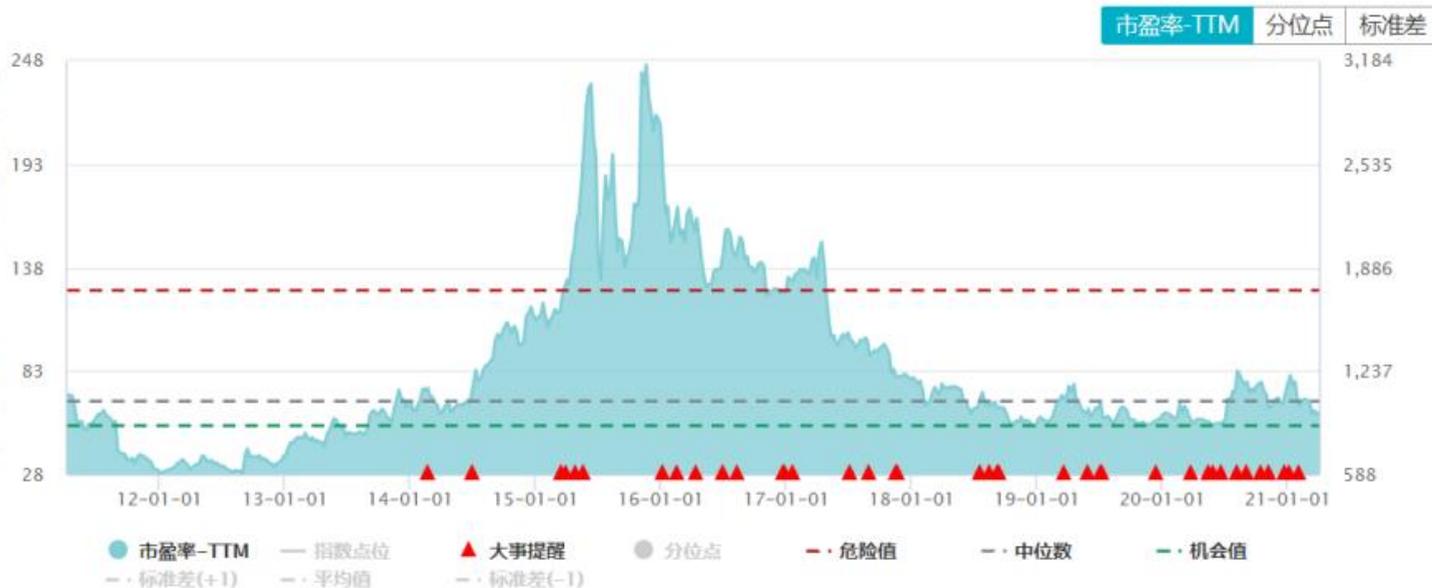
中信行业的ROETTM及当前值在过去一年内所处的分位数，国防军工板块ROETTM达6.72%，处于历史最高值，板块景气度趋势向好

军工板块PE-TTM10年期分位值为37.77%，处于估值中枢偏下位置，仍有较高的提升空间。

市盈率-TTM

当前值	61.06
分位点	37.77%
危险值	125.83
中位数	66.90
机会值	53.89
指数点位	1,450.59

最大值	245.82
平均值	83.58
最小值	28.17
标准差(+1)	128.24
标准差(-1)	38.92



国防军工板块 PEG-TTM
10年期分位值仅为20%，
具有较高提升空间。



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS