



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：梁晨
证券执业证书号：S0640519080001
电话：010-59562516
邮箱：liangc@avicsec.com

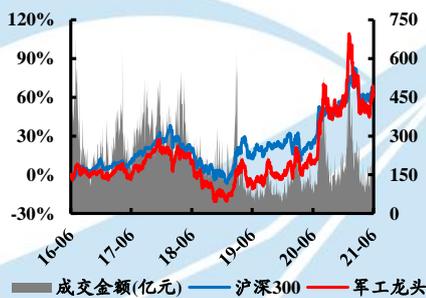
美国扩充“中国涉军企业投资禁令名单”，国内简化多项军工事项审批流程

行业分类：军工

2021年6月6日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.06.04)	
中证军工龙头指数	3577.33
近一周涨跌幅	-1.07%
军工行业 PE	63.10
军工行业 PB	3.50

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

本周行情

中证军工龙头指数 (-1.07%)，行业 (申万) 排名 (21/28)；
上证综指 (-0.25%)，深证成指 (+0.12%)，创业板指 (+0.32%)；
涨幅前五：航锦科技 (+12.37%)、能科股份 (+10.06%)、盟升电子 (+10.02%)、中航电测 (+9.85%)、*ST 华讯 (+9.30%)；
跌幅前五：电能股份 (-8.66%)、中国软件 (-7.97%)、锐科激光 (-7.30%)、爱乐达 (-7.11%)、中兵红箭 (-6.64%)。

重要事件及公告

6月2日，赛微电子公告，子公司赛莱克斯北京8英寸MEMS国际代工线建设项目完成竣工验收。
6月3日，宏大爆破公告，近日，子公司明华公司已与客户签订了防务装备产品订货合同，合同总金额为20,593.09万元人民币。
6月3日，拜登政府签署了一项新行政令，将军工等59家中企列入投资「黑名单」，禁止美国实体与名单所列公司进行投资交易。
6月3日，国务院发布《国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》，其中多项军工事项审批流程做了简化调整，涉及保密、科研生产、军品出口、计量等多个领域，**武器装备科研生产单位三级保密资格认定直接取消审批**。
6月4日，星网宇达公告，近日与某客户签订订货合同，合同标的为某型训练产品、某型无人机，合同金额约8,928万元。

投资建议

一、核心观点

本周有三方面需要关注：**一是G7峰会前夕，美国再次扩充“中国涉军企业投资禁令名单”；二是国务院发布《国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》，简化多项军工事项审批流程；三是两市融资余额创5年来新高，军工融资余额处于高位。**

1、G7峰会前夕，美国再次扩充“中国涉军企业投资禁令名单”

本周白宫网站公告，有必要采取更多措施来应对2020年11月12日前总统特朗普推出的第13959号行政命令中宣布的国家紧急状态（即解决所谓“中共涉军企业”投资威胁的禁令）。声明称，该命令将于美东时间2021年8月2日凌晨12时01分起生效。届时将禁止美国实体与名单所列公司进行投资交易。名单上共59家实体。相较于去年特朗普推出的禁令名单，

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

其中 20 家实体一致，新增 39 家，24 家删除。总共涉及 35 家上市公司，具体涉及 9 个军工集团的 26 家上市公司，还包括 2 家民参军公司和 1 家地方国企军工公司等。

需要注意的是，新清单的制定从国防部转移到了财政部，修订后的行政令法理基础更强，这也意味着这一制裁必将长期化，常态化。并且再次充分表明了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。去年 11 月特朗普宣布行政令后，外资的军工持股整体下降，如中航光电陆股通持股比例由 2020.6.30 日的 9.53% 降至本周收盘的 3.22%、中航沈飞由 3.62% 降至 1.14%，当前持股比例较低，总体影响已不大。

图表 1：禁令具体涉及的上市公司

序号	上市公司所属	上市公司名单
1	航空工业	中航高科、中航重机、中航光电、中航沈飞、中航西飞、中航电子、洪都航空、中航电测
2	航天科技	航天彩虹、航天电子、中国卫通、中国卫星、中天火箭
3	航天科工	航天晨光、航天电器
4	中国电子	南京熊猫
5	中国电科	海康威视
6	中国船舶	中国海防、中国重工、中国动力、中船防务
7	兵器装备	中光学
8	兵器工业	内蒙一机、北方导航
9	中核工业	中国核建
10	民参军	景嘉微、火炬电子
11	地方军工企业	长城军工
12	其他国企央企	中国电信、中芯国际、中国移动、中国铁建、中国联通、中国海洋石油、中国交建

资料来源：白宫网站，中航证券研究所整理

2、国务院发布《国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》，简化多项军工事项审批流程

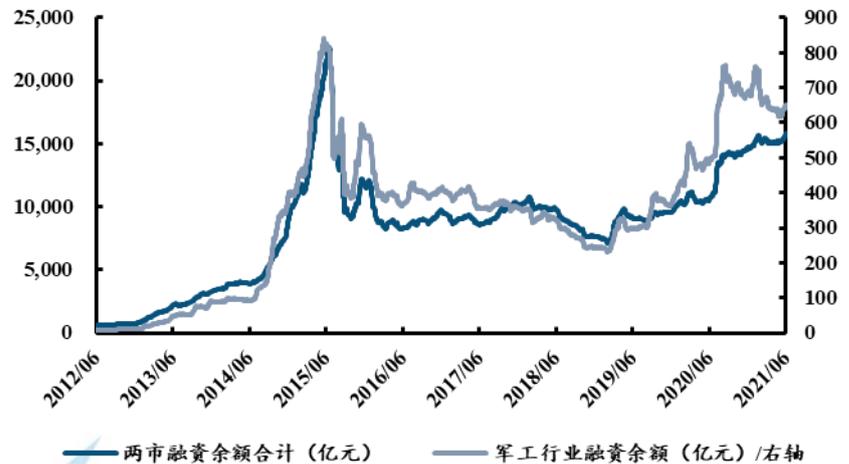
《通知》中多项军工事项审批流程做了简化调整，涉及保密、科研生产、军品出口、计量等多个领域。其中**武器装备科研生产单位三级保密资格认定直接取消审批**。具体内容为将武器装备科研生产单位保密资格由三级调整为两级，取消三级资格，相应调整二级资格的许可条件。对于这一点市场关注度比较高，**我们认为这一调整将有利于相关军工企业拓展产品谱系，而不会由于只办了三级而无法研发更高保密层级产品等，利好企业的纵向发展。总体来看，《通知》中对于军工事项的调整，将明显简化原有军工审批申请流程，为更多参军企业降低门槛，鼓励竞争。**

3、两市融资余额创 5 年来新高，军工融资余额处于高位

本周两市融资余额创出 2015 年高点下跌后 5 年来的新高，军工行业的

融资余额则在去年8月份和今年1月份两个时点达到高点，目前虽有所回落，但仍处于2016年以来的高位，这种情况容易造成大盘及军工的波动加大。

图表 2：两市融资余额与军工融资余额走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

军工板块在年初至4月份“四连阴”后，5月份上涨13.07%，行业涨幅第一；龙头个股航发动力、中航沈飞、洪都航空等上涨超30%；板块人气再次大幅回升。我们认为原因有二：一是前期存在非理性超跌；二是随着大宗商品价格普遍回落，市场通胀预期走弱，对货币政策收紧的担忧缓解，市场风险偏好回升，上证综指也创出近三个月新高。**我们认为军工再次出现一蹴而起、一气呵成的急涨和大涨可能性较小，更为可能是随着业绩的逐步兑现，市场对军工基本面的信心重新建立，军工行业或将震荡上行。**

近十年，军工行业出现过四次“月线四连阴”：第一次是2015年牛市见顶后；第二次是2016年“熔断”期间；第三次2017年后半年，军品定价机制改革消息甚嚣尘上，市场对其影响一时难以判断，叠加军改阵痛期军工行业经历业绩+估值“双杀”；第四次是2021年初至今的四个月。

对于此次“月线四连阴”，我们观点如下。2020年中后，不到半年时间，军工行业最大涨幅近70%，涨幅大、涨速急，军工行业在沉寂五年后可谓是久旱逢甘霖。由此带来三方面的问题，一是短期买入的资金浮盈较多，兑现冲动较强；二是大量中长线“筹码”也有减持冲动，如前期定增资金、质押率较高股东等；三是行业基本面在短期内已出现一定程度的透支。

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，高增长的持续性和确定性比较优势极大，继续下跌的可能性较小，宜择机配置。

①看短期，随着年报、一季度报告等发布完毕，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，个别公司短期业绩不及预期，更多是短期原因，而不足以否定全行业的景气程度；

②看长期，百年强军目标叠加中美关系不确定性，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。

业绩方面：

截至 2021 年 4 月 30 日，军工行业上市公司全部完成 2021 年一季报的披露。整体来看，军工行业的业绩增长形势喜人。在我们关注的 161 家军工行业上市公司中，2021 年一季度归母净利润同比增长率的中位数为 79.74%，133 家公司实现增长。考虑到 2020 年第一季度疫情影响较大，同时与 2019 年第一季度进行比较，2021 年一季度归母净利润较 2019 年一季度增长率的中位数为 68.36%，92 家公司实现增长，14 家扭亏为盈，11 家亏损收窄。个股方面，不考虑资产重组的影响，高德红外（2021 年一季度归母净利润较 2019 年一季度的增速+3894.80%）、西部材料（+2138.17%）、航新科技（+1844.22%）、振芯科技（+1015.93%）、航发动力（+780.55%）等上市公司 2021 年一季度业绩相较于 2019 年一季度增速居前，尤其是航空航天装备领域上市公司增速居前。

2021 年是“十四五”的开局之年，十大军工央企工作会议均重点强调 2021 年的工作任务要聚焦主业、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，依托于通过深化改革，实现军工产业各领域高质量发展。我们认为，在“十四五”期间，伴随各军工央企的深化改革的推进，军工行业上市公司的营收规模及盈利能力也有望得到快速提升。

近期，各大军工集团陆续召开一季度运行总结会，已发新闻公告的包括航空工业集团、航天科技集团和中国电子科技集团。

①航空工业集团一季度集团公司整体发展势头稳中向好，生产经营质量稳中有升，效益增长稳中加固，实现了首季“开门红”。利润总额位居军工集团第一，净利润排名前列；航空主业利润贡献居首；质量效益指标实现全面改善；利润总额和 EVA 超过序时进度。

②中国航天科技集团一季度主要经营数据显示，集团公司生产经营取得明显成效，整体延续复苏态势，多数单位经营质量和效益明显提升。

③中国电子科技集团一季度“两利四率”经营指标良好，净利润、利润总额同比增长 50%以上，营业收入、研发投入强度、全员劳动生产率稳步增长，资产负债率、“两金”占比稳健可控，发展质量持续向好，高质量发展实现了“开门红”。其中，研发经费投入强度 14.1%，在高端芯片、核心元器件、高端制造装备等领域重点突破，离子注入机实现全谱系产品国产化。

根据航空工业集团披露，**试飞中心**对标年度规划，一季度完成科研架次次数超过年度规划，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**通飞**一季度营业收入同比增加 6.18 亿元，增幅 24%；利润总额 1.33 亿元，同比改善 2.71 亿元；交付各型飞机 86 架，同比增加 7 架；**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，当期合同履约产品全部完成，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。

此外，“十四五”期间，航天产业也有望迎来高景气发展。作为十四五元年的2021年，航天科技集团在年初计划安排40余次宇航发射任务，截至到2021年6月4日，我国已经进行了**16次航天发射**，相较于2019年的9次以及2020年的12次均有所提高。诸多型号的发射，均预示着我国“十四五”重大航天工程中的载人航天空间站工程建设大幕即将拉开，而未来依靠该类航天重大项目订单驱动的航天装备产业链上的相关上市公司业绩也有望兑现。

图表3：我国航天发射情况

序号	发射日期	火箭型号	相关载荷
1	2021.01.20	CZ-3B	天通一号03星
2	2021.01.29	CZ-4C	遥感三十一号-02组
3	2021.02.01	SQX-1（失败）	方舟二号
4	2021.02.04	CZ-3B	通信技术试验卫星6号
5	2021.02.24	CZ-4C	遥感三十一号-03组
6	2021.03.12	CZ-7A	试验九号卫星
7	2021.03.12	CZ-4C	遥感三十一号-04组
8	2021.03.31	CZ-4C	高分十二号-02星
9	2021.04.09	CZ-4C	试验六号03星
10	2021.04.27	CZ-6	齐鲁一号卫星、齐鲁四号卫星等9星
11	2021.04.29	CZ-5B	中国空间站天和核心舱
12	2021.04.30	CZ-4C	遥感三十四号卫星
13	2021.05.07	CZ-2C	遥感三十号08组卫星、天启星座12星
14	2021.05.19	CZ-4B	海洋二号04(D)星
15	2021.05.29	CZ-7	天舟二号货运飞船
16	2021.06.03	CZ-3B	风云四号02(B)星

资料来源：航天爱好者网，中航证券研究所整理（数据截至2021年6月4日）

二、军工行业上市公司2021一季度业绩情况

截至2021年4月30日，军工行业上市公司全部完成2021年一季报的披露。整体来看，军工行业的业绩增长形势喜人。**在我们关注的161家军工行业上市公司中，2021年一季度归母净利润同比增长率的中位数为79.74%，133家公司实现增长。考虑到2020年第一季度疫情影响较大，同时与2019年第一季度进行比较，2021年一季度归母净利润较2019年一季度增长率的中位数为68.36%，92家公司实现增长，14家扭亏为盈，11家亏损收窄。**

个股方面，不考虑资产重组的影响，高德红外（2021年一季度归母净利润较2019年一季度的增速+3894.80%）、西部材料（+2138.17%）、航新科技（+1844.22%）、振芯科技（+1015.93%）、航发动力（+780.55%）等上市公司2021年一季度业绩相较于2019年一季度增速居前，尤其是**航空航天装备领域上市公司增速居前**。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。

2021年是“十四五”的开局之年，十大军工央企工作会议均重点强调2021年的工作任务要聚焦主业、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，依托于通过深化改革，实现军工产业各领域高质量发展。我们认为，在“十四五”期间，伴随各军工央企的深化改革的推进，军工行业上市公司的营收规模及盈利能力也有望得到快速提升。

图表 4：主要军工上市公司 2021 一季度业绩披露情况

序号	公司代码	公司名称	2021 年 Q1 归母净利润同比增长率 (%)	较 2019 年一季度的增速 (%)
1	300629.SZ	新劲刚	25.04	37,187.10
2	002414.SZ	高德红外	50.12	3,894.80
3	600150.SH	中国船舶	1,670.42	2,369.73
4	002149.SZ	西部材料	315.99	2,138.17
5	300424.SZ	航新科技	3,379.20	1,844.22
6	300101.SZ	振芯科技	717.81	1,015.93
7	600893.SH	航发动力	-60.09	780.55
8	002214.SZ	大立科技	-11.81	764.96
9	600590.SH	泰豪科技	3,058.60	581.72
10	600764.SH	中国海防	291.73	457.20
11	300593.SZ	新雷能	1,187.23	443.40
12	688002.SH	睿创微纳	42.04	419.70
13	002297.SZ	博云新材	177.85	406.86
14	300416.SZ	苏试试验	1,472.76	369.51
15	002246.SZ	北化股份	1,190.06	355.02
16	002829.SZ	星网宇达	74.95	339.44
17	600562.SH	国睿科技	973.23	334.91
18	300185.SZ	通裕重工	61.77	327.53
19	000801.SZ	四川九洲	207.80	283.38
20	600184.SH	光电股份	183.04	276.89
21	600558.SH	大西洋	1,196.10	266.76
22	002013.SZ	中航机电	225.22	260.69
23	603678.SH	火炬电子	276.68	258.52
24	688122.SH	西部超导	283.19	257.97
25	600399.SH	抚顺特钢	115.53	242.84
26	000768.SZ	中航西飞	30.01	242.81
27	600456.SH	宝钛股份	132.89	227.05
28	002625.SZ	光启技术	11.51	217.25
29	002389.SZ	航天彩虹	264.96	211.41
30	300726.SZ	宏达电子	314.80	210.01
31	300855.SZ	图南股份	169.26	177.46
32	300456.SZ	赛微电子	398.50	176.87
33	300095.SZ	华伍股份	104.42	170.39
34	300627.SZ	华测导航	161.85	170.22
35	300395.SZ	菲利华	365.04	169.64
36	002179.SZ	中航光电	281.43	168.11
37	603267.SH	鸿远电子	198.83	157.46

序号	公司代码	公司名称	2021年Q1归母净利润同比增长率(%)	较2019年一季度的增速(%)
38	002985.SZ	北摩高科	79.74	157.44
39	600765.SH	中航重机	88.76	156.38
40	002683.SZ	宏大爆破	107.20	152.18
41	300527.SZ	中船应急	172.47	139.81
42	300474.SZ	景嘉微	91.82	137.40
43	000733.SZ	振华科技	122.90	131.74
44	000534.SZ	万泽股份	-2.36	129.54
45	300227.SZ	光韵达	40.46	123.88
46	600038.SH	中直股份	215.80	108.05
47	600862.SH	中航高科	27.61	107.59
48	603712.SH	七一二	94.82	106.84
49	000738.SZ	航发控制	45.91	98.43
50	300696.SZ	爱乐达	76.89	95.96
51	300733.SZ	西菱动力	574.31	94.14
52	000818.SZ	航锦科技	117.34	92.55
53	002011.SZ	盾安环境	713.78	84.39
54	000547.SZ	航天发展	52.30	81.68
55	000576.SZ	甘化科工	411.25	80.01
56	002402.SZ	和而泰	74.59	79.28
57	001696.SZ	宗申动力	30.42	76.65
58	300034.SZ	钢研高纳	96.79	76.32
59	600760.SH	中航沈飞	(42.29)	74.04
60	003031.SZ	中瓷电子	58.85	68.47
61	002338.SZ	奥普光电	41.12	68.25
62	002171.SZ	楚江新材	227.75	67.23
63	603308.SH	应流股份	57.89	59.87
64	300447.SZ	全信股份	244.43	59.33
65	002519.SZ	银河电子	20.33	56.81
66	300414.SZ	中光防雷	(9.36)	55.62
67	002465.SZ	海格通信	53.28	55.37
68	000099.SZ	中信海直	47.20	55.14
69	002651.SZ	利君股份	137.35	54.72
70	002025.SZ	航天电器	62.90	52.92
71	002361.SZ	神剑股份	158.58	50.31
72	688011.SH	新光光电	645.20	50.21
73	600879.SH	航天电子	254.10	48.70
74	688586.SH	江航装备	71.53	46.40
75	300699.SZ	光威复材	27.32	37.86
76	300775.SZ	三角防务	99.45	36.23
77	000519.SZ	中兵红箭	385.49	33.50
78	002413.SZ	雷科防务	15.89	32.92
79	300516.SZ	久之洋	736.02	32.46
80	300777.SZ	中简科技	16.36	31.05
81	002438.SZ	江苏神通	60.79	30.69
82	600967.SH	内蒙一机	20.23	28.96

序号	公司代码	公司名称	2021年Q1归母净利润同比增长率(%)	较2019年一季度的增速(%)
83	002977.SZ	火箭科技	762.24	28.72
84	002253.SZ	川大智胜	75.55	28.19
85	002111.SZ	威海广泰	40.95	27.93
86	300722.SZ	新余国科	10958.14	26.54
87	300045.SZ	华力创通	(38.18)	25.55
88	002669.SZ	康达新材	36.86	15.27
89	002520.SZ	日发精机	47.99	11.78
90	300747.SZ	锐科激光	902.37	9.63
91	601698.SH	中国卫通	19.75	7.89
92	688636.SH	智明达	489.24	新上市
93	300875.SZ	捷强装备	175.93	新上市
94	003009.SZ	中天火箭	161.05	新上市
95	688788.SH	科思科技	237.88	新上市
96	300900.SZ	广联航空	42.51	新上市
97	605123.SH	派克新材	134.06	新上市
98	300862.SZ	蓝盾光电	115.88	新上市
99	300099.SZ	精准信息	505.42	扭亏为盈
100	300354.SZ	东华测试	207.41	扭亏为盈
101	300762.SZ	上海瀚讯	212.09	扭亏为盈
102	600416.SH	湘电股份	142.28	扭亏为盈
103	000901.SZ	航天科技	132.22	扭亏为盈
104	600435.SH	北方导航	108.33	扭亏为盈
105	002151.SZ	北斗星通	99.48	扭亏为盈
106	300302.SZ	同有科技	102.36	扭亏为盈
107	600372.SH	中航电子	86.18	扭亏为盈
108	600877.SH	ST 电能	(66.22)	扭亏为盈
109	600501.SH	航天晨光	174.11	扭亏为盈
110	600316.SH	洪都航空	391.61	扭亏为盈
111	688311.SH	盟升电子	115.25	扭亏为盈
112	300008.SZ	天海防务	(7.78)	扭亏为盈
113	300719.SZ	安达维尔	88.65	亏损收窄
114	000561.SZ	烽火电子	71.62	亏损收窄
115	002268.SZ	卫士通	43.91	亏损收窄
116	002935.SZ	天奥电子	30.72	亏损收窄
117	002366.SZ	台海核电	27.18	亏损收窄
118	688568.SH	中科星图	76.37	亏损收窄
119	601606.SH	长城军工	8.27	亏损收窄
120	300159.SZ	新研股份	(295.97)	亏损收窄
121	600614.SH	*ST 鹏起	60.74	亏损收窄
122	600990.SH	四创电子	22.89	亏损收窄
123	600685.SH	中船防务	(100.65)	亏损收窄
124	000697.SZ	炼石航空	(84.47)	亏损扩大
125	000687.SZ	*ST 华讯	(10.18)	亏损扩大
126	002383.SZ	合众思壮	40.62	亏损扩大
127	688333.SH	铂力特	(202.32)	亏损扩大

序号	公司代码	公司名称	2021年Q1归母净利润同比增长率(%)	较2019年一季度的增速(%)
128	600536.SH	中国软件	2.48	亏损扩大
129	600391.SH	航发科技	23.92	亏损扩大
130	600855.SH	航天长峰	(17.33)	亏损扩大
131	688066.SH	航天宏图	(26.08)	亏损扩大
132	300711.SZ	广哈通信	21.01	亏损扩大
133	600118.SH	中国卫星	18.51	(13.29)
134	600482.SH	中国动力	528.33	(17.67)
135	300053.SZ	欧比特	(7.42)	(25.57)
136	600353.SH	旭光电子	326.74	(30.23)
137	688010.SH	福光股份	(21.57)	(33.66)
138	300397.SZ	天和防务	(39.82)	(33.75)
139	002446.SZ	盛路通信	680.00	(38.02)
140	300342.SZ	天银机电	11.36	(40.03)
141	002560.SZ	通达股份	(67.41)	(44.90)
142	300091.SZ	金通灵	37.09	(46.82)
143	300455.SZ	康拓红外	(16.98)	(47.37)
144	600260.SH	凯乐科技	8.24	(47.38)
145	300123.SZ	亚光科技	(32.95)	(48.59)
146	300427.SZ	红相股份	(64.46)	(52.84)
147	300581.SZ	晨曦航空	116.72	(54.73)
148	601989.SH	中国重工	101.22	(61.55)
149	300600.SZ	国瑞科技	(43.73)	(67.44)
150	000070.SZ	特发信息	117.35	(68.42)
151	002023.SZ	海特高新	118.73	(77.22)
152	300252.SZ	金信诺	117.12	(83.31)
153	002189.SZ	中光学	112.12	(86.20)
154	600072.SH	中船科技	(37.35)	(95.52)
155	300810.SZ	中科海讯	(82.58)	(98.07)
156	300353.SZ	东土科技	36.81	(115.29)
157	002933.SZ	新兴装备	(191.41)	(151.47)
158	300324.SZ	旋极信息	(20.20)	(153.38)
159	300065.SZ	海兰信	(96.10)	(205.15)
160	002331.SZ	皖通科技	(74.84)	(252.03)
161	000066.SZ	中国长城	43.66	(406.04)

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021/04/30, 公司顺序按 2020 年归母净利润较 2019 年一季度的增速由大到小排列)

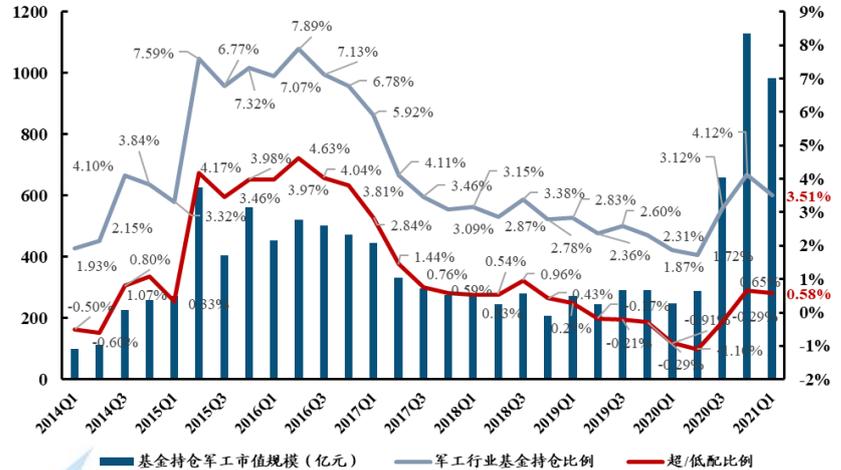
三、军工行业 2021 年一季度军工行业持仓分析

截至 2021 年一季度, 公募基金重仓股持仓规模行业前三名为食品饮料、医药生物和电子。**军工行业公募基金持仓规模为 982.79 亿元, 相较上一季度末有所回落, 超配 0.58 个百分点。持仓比例小幅下降, 在 28 个行业中位列第 8。**

军工板块持仓比例在去年三季度开始反弹并在四季度快速上升, 但今年一季度由于军工板块走势较弱持仓比例出现下滑。截至 2021 年一季度

末, 军工板块基金持仓规模为 982.79 亿元, 较去年年末减少 147.98 亿元, 环比下降 13.09%。军工行业基金持仓比例为 3.51%, 较去年年末下降 0.61 个百分点, 超配 0.58%。

图表 5: 2021 年一季度军工行业基金持仓规模和比例情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021 年第一季度)

2021 年一季度, 军工行业 **主动投资型基金持仓比例下降幅度大于被动投资型基金**。公募基金中主动投资型基金一季度末持仓比例为 2.57% (2014 年以来中位数为 2.25%), 较去年年末下降 0.57 个百分点; 被动投资型基金一季度末持仓比例为 0.94% (2014 年以来中位数为 1.36%), 较去年年末下降 0.03 个百分点。

外资方面, 2019 年以来, 军工行业外资 (陆股通+QFII) 持仓规模出现明显上升, 2020 年 7 月出现外资持仓历史高点, **2021 年一季度则出现回落。截至 2021 年 4 月 26 日, 军工行业外资持仓规模为 233.27 亿元, 持仓占比 1.98%。**

持仓个股方面, 总体来看, 2021 年一季度, 公募基金、主动投资型基金、被动投资型基金和外资持仓前十名集中度有所下降, 持股较多集中于军工集团或地方国企下属成长性较强的上市公司, 今年一季度末被四类基金共同持有的股票为中航沈飞, 数量由去年年末的 3 只减少为 1 只。

图表 6: 军工行业公募基金及外资持仓前十名

公募基金持仓前十名	主动投资型基金持仓前十名	被动投资型基金持仓前十名	外资持仓前十名
紫光国微	紫光国微	中航光电	中航沈飞
中航光电	中航光电	航发动力	中航机电
振华科技	振华科技	紫光国微	中国卫通
中航沈飞	中航沈飞	中航西飞	振芯科技
航发动力	中航高科	中航沈飞	旭光电子
睿创微纳	中航机电	航天发展	中船科技
中航机电	睿创微纳	睿创微纳	中航西飞
中航高科	鸿远电子	高德红外	中直股份
高德红外	火炬电子	中国重工	宏大爆破
鸿远电子	和而泰	振华科技	上海瀚讯

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2021 年第一季度）

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，国企将在关键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 6 月 4 日，军工行业 PE 为 63.10 倍，处于 2014 年以来的 30.48%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，创业板、电子行业、计算机行业和白酒板块的 PE 比值分别为 12.44%分位、36.89%分位、43.53%分位和 1.38%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，**航天彩虹**、**纵横股份**（无人机）、**光威复材**、**中简科技**（碳纤维复合材料），**抚顺特钢**、**钢研高纳**（高温合金），**宝钛股份**（钛合金），**铂力特**（3D 打印），**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）；

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），**中国长城**、**中国软件**（信创）。

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，中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨，SAC 执业证书号：S0640519080001，北京科技大学材料硕士，中航证券金融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。