



军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

证券分析师：马捷 电话：010-88695137 E-MAIL: majie@tpyzq.com 执业资格证书编码：S1190519070002

证券分析师：刘倩倩 电话：010-88321947 E-MAIL: liuqq@tpyzq.com 执业资格证书编码：S1190514090001

证券分析师：马浩然 电话：010-88321893 E-MAIL: mahr@tpyzq.com 执业资格证书编码：S1190517120003

军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

1. 行情回顾：估值挤泡沫后进入历史均值之下
2. 业绩回顾：2020年、2021年一季度报表综述
3. 投资策略：军工长期投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域
4. 细分板块及重点公司
5. 风险提示

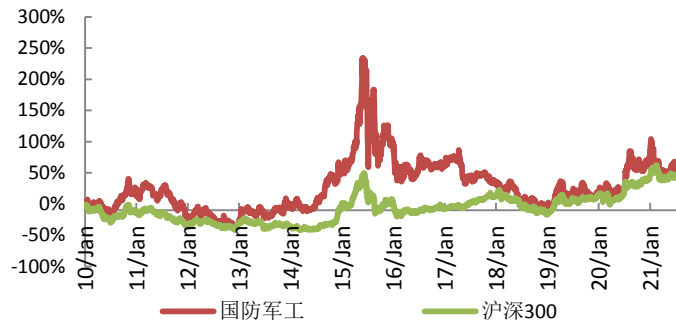


军工板块行情回顾，估值挤泡沫后迎来新一轮投资机遇

- 2015年前，军工行业投资主逻辑为事件、改革以及资产注入推动的主题投资。2015年后，军工改革导致行业整体业绩不佳，改革红利释放缓慢，资产注入持续不及预期，与此同时市场风格出现较大的变化，风险偏好低迷，军工板块处于持续杀估值阶段。军改之后，军工行业需求在2018年开始复苏，部分细分板块（上游军用材料、电子等）龙头企业在2019年率先体现出业绩的快速提升，这类公司走出了独立于板块的结构性行情。
- 2020年，在疫情的背景下军工行业整体体现出极强的需求、供给刚性和抗风险性，板块业绩整体提升。加之国际环境日益复杂化，军工市场关注度高涨，板块走出整体行情，其中龙头股、抱团股上涨显著。2021年年初以来国际形势表面趋于缓和，市场热度和整体风险偏好下降，军工指数下跌27.7%，龙头个股普遍下跌40%左右。
- 最近一个月市场整体回暖，同时拜登政府释放出对中强硬的信号，中美贸易摩擦预期再起，军工板块再次受到市场重视，5月10日至今国防军工板块上涨13.39%，跑赢沪深300指数11.54个百分点。

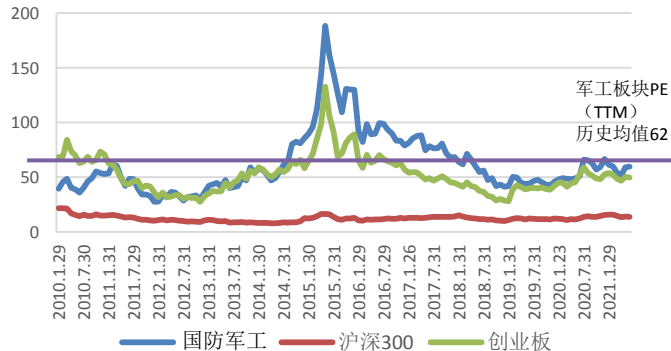
- 板块估值处于历史均值之下，迎来新一轮投资机遇。经过年初一轮挤泡沫，目前军工板块市盈率(TTM)达到60，低于2010年以来的历史均值62，板块处于新一轮投资机遇期。
- 军工板块进入价值投资新时代。我们认为，在目前国际环境下，军工产品需求处于爆发的初期，行业整体具备投资价值。同时军工板块投资进入价值投资新时代，在产品、技术和产业段位上具备核心竞争力、治理结构优秀的龙头企业毋庸置疑会在行业快速发展中充分受益并迎来快速而持久的发展，具备长期价值投资的基础。虽然基于历史惯性，军工板块仍具备较高的β属性，排除短期的波动扰动，行业长期投资价值凸显。

2010年以来军工板块走势



资料来源：Wind、太平洋证券整理

板块市盈率(TTM)处于2010年以来历史均值之下



资料来源：Wind、太平洋证券整理

军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

1. 行情回顾：估值挤泡沫后进入历史均值之下
2. 业绩回顾：2020年、2021年一季度报表综述
3. 投资策略：军工长期投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域
4. 细分板块及重点公司
5. 风险提示



2020、2021Q1整体回顾—利润表端 业绩加速增长，利润率和ROE提升明显

我们统计了太平洋军工112个标的2020年年报和2021年一季度业绩情况，数据显示板块业绩增长处于加速期，利润率和ROE水平提升显著。

● 军工板块营业收入、归母净利润增长加速

——**收入** 2020年军工板块实现营业收入5388.94亿元，同比增长8.04%；2021年一季度实现营业收入1143亿元，同比增长32.51%。

——**净利润** 2020年军工板块实现归母净利润261.56亿元，同比增长40.97%；2021年一季度实现军工板块归母净利润72亿元，同比增长16.04%。

● 毛利率、净利率率、ROE提升显著

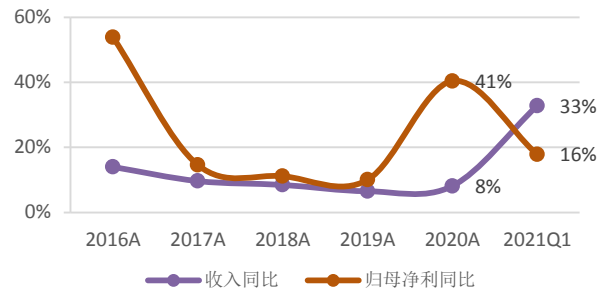
——**毛利率** 2020年，军工板块毛利率为18.83%，较上年同期提升0.66个百分点；2021年Q1军工板块毛利率为19.74%，较2020年毛利率继续提升。

——**净利率** 2020年军工板块净利率率达到5.24%，同比提升1.03个百分点；2021年Q1净利率率达到6.68%，提升态势显著。

——**ROE** 2020年板块军工板块ROE4.70%，同比提升0.88个百分点；2021年Q1ROE为1.15%，同比略有下滑0.08个百分点。

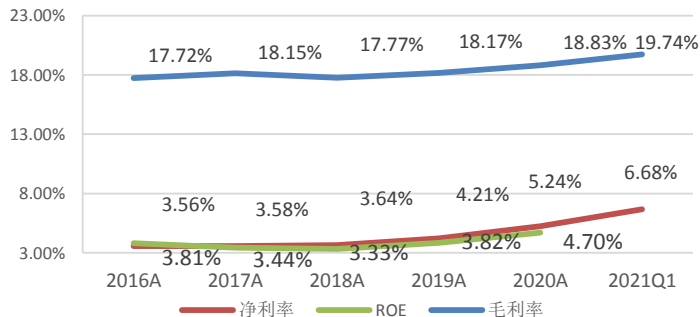
- 整体来看，军工板块在军改后需求快速增长，收入利润在2020年出现显著的提升，2021年一季度延续了这个趋势，维持业绩的快速增长。同时，军改后军工整体产品升级，资产质量提升，毛利率、净利率和ROE提升显著。
- 值得说明的是，军工产品交付季节性强，一季度为军工传统淡季，交付量少，收入占比低，利润表指标对全年的代表性不强。

军工行业收入、利润增长加速



资料来源：Wind、太平洋证券整理

军工行业毛利率、净利率率、ROE水平提升显著



资料来源：Wind、太平洋证券整理

2020、2021Q1整体回顾—资产负债表端继续好转，佐证需求快速增长

——**存货增幅较大** 2020年末，军工板块存货总额为2373.35亿元，同比增长18.72%；2021年一季度末板块存货总额为2566.11亿元，同比增长24.79%，存货进一步增长。

——**预收款项大幅增加** 2020年末，军工板块合同负债和预收款总额1373.30亿元，同比增长85.37%，2021年一季度末预收款项总额1417.65亿元，同比增长39.10%。

• 下游军方客户需求快速增长，为鼓励企业进行积极生产备货，2020年末到一季度，军方给予军工企业大量预付款。因此，预付款在2020和2021年一季度大幅增长。同时，为响应客户需求，军工企业备货量增加，存货量持续提升。

——**应收账款稳定** 2020年末，军工板块应收款项1973.70亿元，同比增长1.42%；2021年一季度末应收款项2066.37亿元，略有增长。

——**经营性现金流量仍待提升** 2020年末，军工板块经营性现金流量净额545.76亿元，同比下降32.36%；2021年一季度现金流量净额为-195.45亿元。

• 军工产品产业链长，由于产业特点，往往需要军方进行最终产品的验收后，军工企业才能收到款项，其后现金流再传导到上游供货商。导致军工企业尤其是上游企业账期长，应收账款积压相对严重，经营性现金流表现不佳。

• 从应收账款/营业收入比例来看，2020年36.62%，较2019年的39.02%有所下降，企业在2020年和2021年初回款情况有较大改善。我们认为，军方目前对装备需求迫切，在给予企业预付款的同时，回款速度也有所加快，未来军工企业现金流情况趋势向好。

2020年、2021年一季度军工板块资产负债表和现金流量情况一览

| 指标 | 2020年 | 同比 | 2021年一季度 | 同比 |
|--------------|----------|---------|----------|--------|
| 存货（亿元） | 2,373.35 | 18.72% | 2,566.11 | 24.79% |
| 合同负债和预收款（亿元） | 1373.30 | 85.37% | 1417.65 | 39.10% |
| 应收账款（亿元） | 1,973.70 | 1.42% | 2,066.37 | 7.32% |
| 经营性现金流量（亿元） | 545.76 | -32.36% | -195.45 | — |

2020年细分领域业绩：航空、飞行武器快速增长，上游原材料和元器件爆发

● 航空板块——收入稳定增长、利润端实现高增长

2020年，航空板块维持高景气度，板块收入同比增长8.01%，行业龙头中直股份（+24%）、中航沈飞（+15%）、中航高科（+18%）；

利润端，2020年航空板块实现归母净利润同比增长39.95%，其中中航沈飞（+69%）、洪都航空（60%）、中航西飞（37%）、中航光电（+34%）。

● 航天板块——整体增速欠佳，飞行武器为最景气方向

航天板块整体收入、净利润分别仅同比增长0.95%和下降27%。龙头飞行武器产业链的航天电器收入增长19.38%，飞行武器为军工未来几年最景气的方向。

● 军用材料板块——整体快速增长，航空上游增速更佳

2020年军用材料板块整体收入增幅19.72%，板块中增速较快的公司属于航空产业链，比如光威复材（+23%）、中简科技（+66%）等；

板块归母净利润同比增长15%，其中抚顺特钢（+83%）、中简科技（+70%）、宝钛股份（+51%）增速较为显著，来自下游航空、航空发动机和航天飞行武器的需求带动。

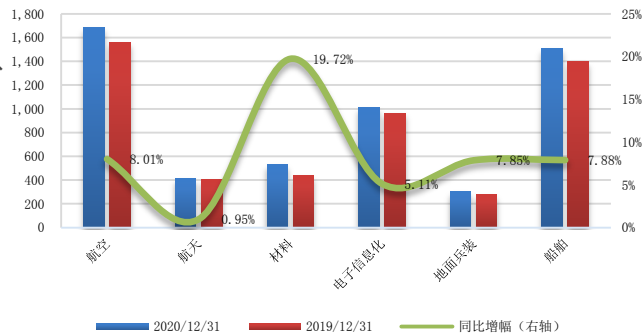
● 军用电子信息化板块——元器件等公司业绩增长显著

军用电子板块涵盖范围比较广，整体来看全年收入同比增长5.11%，单从通用性较强的元器件来看，火炬电子（+42%）、鸿远电子（+61%）、宏达电子（+66%）、景嘉微（+23%）皆快速增长，上游元器件产品能够提前反映行业的景气度。

板块归母净利润2020年同比增长29.80%，鸿远电子（+74%）、宏达电子（+65%）、火炬电子（60%）、振华科技（+103%）、七一二（+51%）。

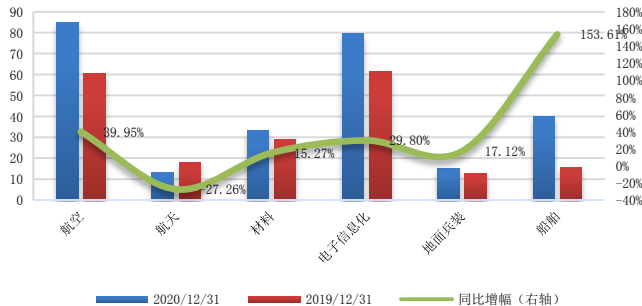
● 船舶板块——重组调整收入口径，去除统计口径的影响后，业绩仍有待改善。

2020军工细分领域收入增长情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

2020军工细分领域归母净利润增长情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

2021年一季度细分领域业绩：航空航天、材料和元器件延续高景气

● 航空板块——收入、利润端同比均实现高增长

2021年一季度航空板块高景气度延续，板块收入同比+25.78%，龙头中直股份(+64%)、中航沈飞(+1.56%)、中航西飞(+3.39%)；

利润端，2021年一季度航空板块实现归母净利润同比增长54.36%，其中中航西飞(+208%)、中航光电(+281%)、中航沈飞(-42%)。

● 航天板块——一季度收入、利润提升显著

2021年一季度航天板块收入同比增长28.62%，其中龙头航天电器(+47%)；板块归母净利润同比增长242.87%，其中航天电器(+63%)。

● 军用材料板块——整体快速增长，航空航天需求带动

2021年Q1军用材料整体收入增幅52.56%，其中增速较快公司属于航空、航天产业链上游，菲利华(+144%)、中简科技(+64%)、西部材料(+49%)；

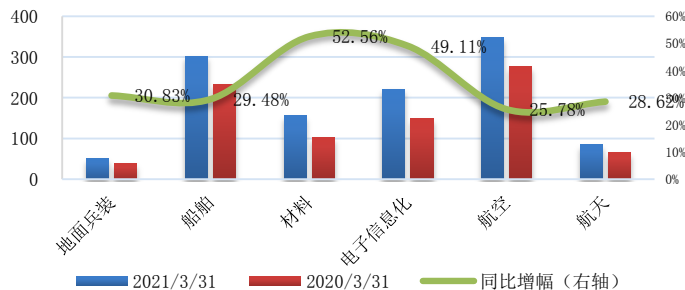
板块归母净利润同比增长111.14%，其中抚顺特钢(+116%)、宝钛股份(+133%)增速显著，增长来自下游航空、航空发动机等的需求带动。

● 军工电子信息化板块——元器件等公司业绩增长显著

军工电子信息化板块整体收入同比增长49.11%，其中元器件公司景嘉微(+80%)、宏达电子(+162%)、火炬电子(+91%)、鸿远电子(+116%)。

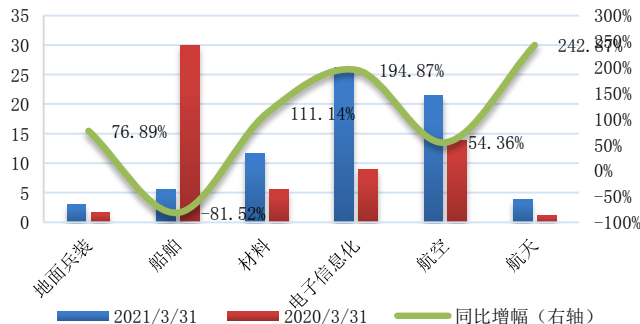
利润端，板块归母净利润同比增长195%，其中宏达电子(+315%)、鸿远电子(+199%)、火炬电子(+277%)、景嘉微(+92%)、七一二(+95%)、航天发展(+52%)。

2021年Q1军工细分领域收入增长情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

2021年Q1军工细分领域归母净利润增长情况



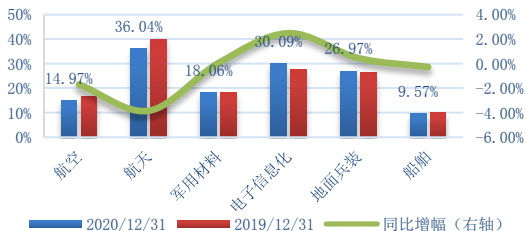
资料来源：wind，太平洋证券整理

2020/2021Q1细分领域利润率：军工电子利润率提升显著，ROE水平均有所提升

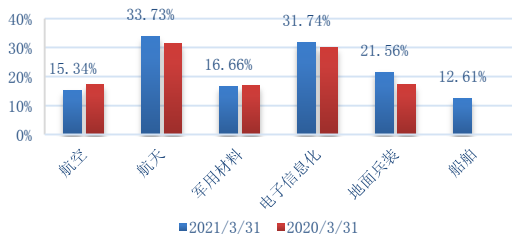
● 毛利率：2020年电子信息化板块净利润率显著提升

- 2020年，细分板块中航天和电子信息化板块毛利率居前，分别为36.04%和30.09%；
- 2021年一季度，航天板块、电子信息化板块毛利率分别为33.73%和31.74%，处于高位；

2020年细分板块毛利率



2021年Q1细分板块毛利率



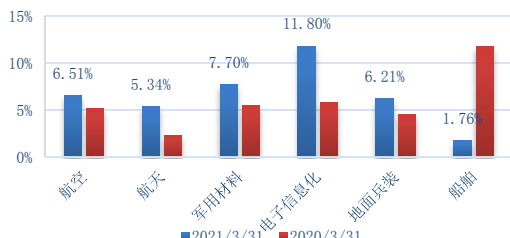
● 净利润率：2021年Q1电子信息化板块净利润率居前

- 2020年，电子信息化板块净利润率为8.35%，同比提升2.48个百分点，军用材料、航空、航天板块净利润率分别为6.68%、5.23%和4.02%。
- 2021年一季度，电子信息化板块净利润率最高，为11.80%，同比提升6.04个百分点。军用材料、航空板块净利润率分别为7.70%和6.51%，同比分别提升2.17和1.37个百分点。

2020年细分板块净利润率



2021年Q1细分板块净利润率



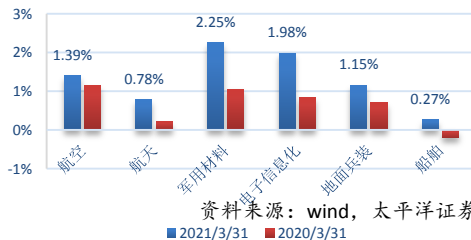
● ROE：各板块ROE水平提升，部分个股超15%

- 2020年和2021年一季度，各板块ROE水平提升明显，军用材料、航空、电子信息化相对较高。
- 其中**光威复材、中简科技、大立科技、宏达电子、七一二、宏远电子、中航光电**等个股2020年ROE超过15%。

2020年细分板块ROE



2021年Q1细分板块ROE



2020/2021Q1资产负债表和现金流：航空、航天、国防电子信息化现金流大幅改善

2020年各细分板块资产负债表端、经营性现金流情况

| | 存货 | | 应收账款 | | 合同负债和预收款 | | 经营性现金流净额 | |
|---------|----------|-----|----------|-----|----------|------|----------|------|
| | 20201231 | YOY | 20201231 | YOY | 20201231 | YOY | 20201231 | YOY |
| 航空 | 879.55 | 7% | 664.76 | -2% | 244.10 | 18% | 179.76 | 40% |
| 航天 | 183.38 | 15% | 175.96 | -3% | 53.20 | 41% | 34.16 | 44% |
| 军工材料 | 114.85 | 5% | 110.79 | 8% | 10.89 | 4% | 30.60 | -34% |
| 国防电子信息化 | 335.80 | 22% | 554.57 | 10% | 40.04 | -28% | 114.88 | 52% |
| 船舶 | 796.48 | 39% | 450.76 | 0% | 884.85 | 143% | 101.00 | -40% |
| 地面兵装 | 65.51 | -7% | 51.94 | -6% | 139.34 | 42% | 78.97 | 32% |

资料来源：wind，太平洋证券整理

2021年一季度各细分板块资产负债表端、经营性现金流情况

| | 存货 | | 应收账款 | | 合同负债和预收款 | | 经营性现金流净额 | |
|---------|----------|-----|----------|-----|----------|-----|----------|-----|
| | 20210331 | YOY | 20210331 | YOY | 20210331 | YOY | 20210331 | YOY |
| 航空 | 970.93 | 13% | 724.41 | 6% | 206.57 | 58% | -119.11 | - |
| 航天 | 196.72 | 11% | 197.17 | 11% | 55.21 | 15% | -22.03 | - |
| 军工材料 | 127.55 | 14% | 137.02 | 14% | 12.74 | 13% | -23.47 | - |
| 国防电子信息化 | 360.61 | 24% | 568.86 | 12% | 43.84 | -9% | -37.37 | - |
| 船舶 | 848.31 | 51% | 442.27 | 8% | 967.93 | 37% | -0.57 | - |
| 地面兵装 | 67.57 | 24% | 50.75 | 21% | 134.70 | 49% | -5.25 | - |

资料来源：wind，太平洋证券整理

● 存货：各细分板块存货均有不同程度增长

• **2020年末**，航天、国防电子信息化板块存货分别同比增长15%和22%；**2021年一季度**，国防信息化、地面兵装、军工材料、航空存货分别同比增长24%、24%、14%、13%和11%。

● 应收款：军工材料、军工电子应收款增长明显

• **2020年末**，国防电子信息化和军工材料板块应收款分别增长10%和8%，其他板块应收款均有下降；**2021年一季度**，各个板块应收款均增长。

● 预收款：航空、航天、船舶预收款增长显著

• **2020年末**，航天、地面兵装、航空预收款分别同比增长41%、42%和18%；**2021年一季度**，航空、地面兵装预收款分别同比增长58%和49%。

● 经营性现金流：航空、航天、电子信息化2020年现金流改善显著。

• **2020年**，国防电子信息化、航天、航空现金流量分别同比增长52%、44%和40%；**2021年Q1**，由于为传统淡季现金流净额基本为负。

• 我们认为，去年以来军方回款和预付款提升，下游主机厂和部分为直接交付的企业最先受益，表现为航空航天等板块、国防信息化板块现金流改善显著。预计未来上游材料板块预计也将实现现金流的优化。

※ 船舶板块资产负债表受资产注入影响较大，暂不作为参

军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

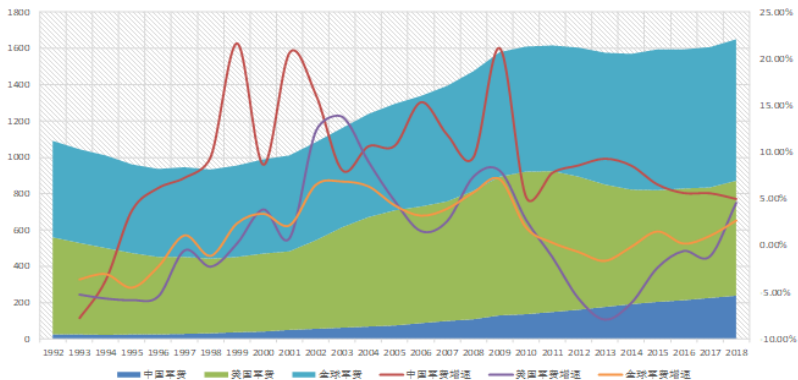
1. 行情回顾：估值挤泡沫后进入历史均值之下
2. 业绩回顾：2020年、2021年一季度报表综述
3. 投资策略：军工长期投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域
4. 细分板块及重点公司
5. 风险提示



国际地缘政治斗争加剧，全球军费抬头

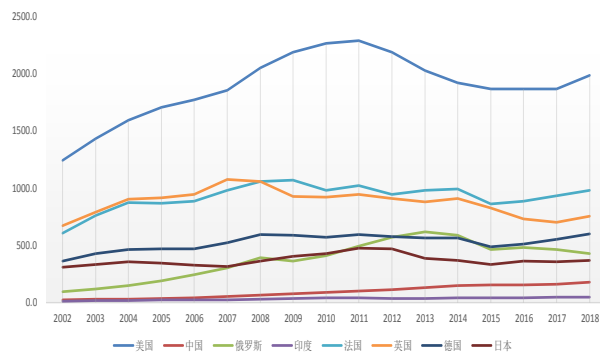
- **国内外政治环境复杂化，大国博弈趋势将维持。**美国在《美国国防战略报告（2018）》中多次提及中国威胁论，明确将中国定位成首要竞争对手，自2018年2月美国挑起对我国的贸易战；2019年，香港问题和台湾问题不断敏感化、复杂化；2020年新冠疫情中美国多次甩锅中国；拜登政府上台后中美关系预期一度缓和，但是在近期中美高层战略对话启动后，中美贸易战及各层面上的竞争再次开启，美国动作不断：近期美国民主党抛出针对中国的《2021战略竞争法案》（草案）、美国海军陆战队进行10年来最大规模的演习、美联邦参议院乘C17战略运输机访台湾空军指挥部、美国政府宣布中国59家以军工企业为主的禁止投资制裁“黑名单”。我们一向阐明观点，未来中美之间的大国博弈不会因为美国政府换届出现质的变化，博弈仍将持续，并趋向于多元化。
- **全球军费在美国带领下进入新一轮军备扩张周期。**2000年以来，全球军费开支快速扩张，美、日、印等国家地区2018年军费均大幅上涨，最近美国国防部提交的2022年美国军费预算达到7150亿美元，高于2021年的7054亿美元，美国国防预算持续高位。在美国带动下，世界主要国家跟随美国脚步增加军费预算，全球进入新一轮军备扩张周期。

全球军费开支上升趋势明显（十亿美元）



资料来源：SIPRI，太平洋证券整理

我国人均国防支出处于较低水平

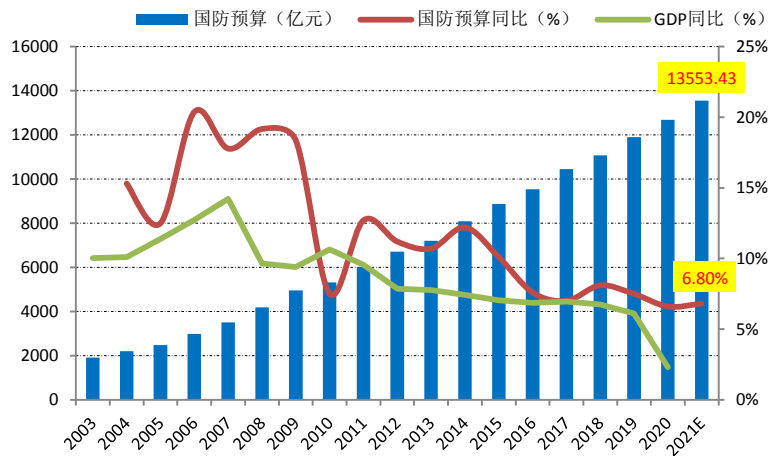


资料来源：SIPRI，太平洋证券整理

我国国防支出增长持续性强，装备支出占比提升

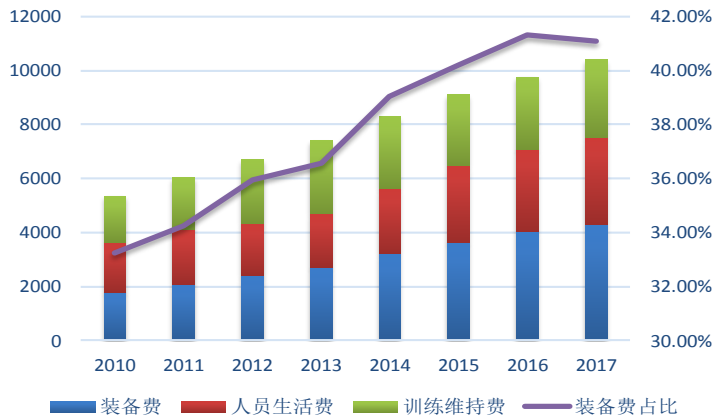
- 国防之重要犹如阳光和空气，受益而不觉，失之则难存。当前，国际安全面临的不稳定性不确定性更加突出，我国国土安全面临的风险挑战不容忽视。军事实力是大国实力的集中体现，也是维护我国合法权益的重要保证，我国增加国防投入和武器装备建设将不会动摇。
- 国防预算保持稳定增长，装备支出占比逐年提高。**我国2021年国防支出预算13795.44亿元（其中：中央本级安排13553.43亿元），同比上年执行数增长6.8%。我国国防支出主要是用在加大武器装备建设投入，淘汰更新部分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备，稳步提高武器装备现代化水平，2017年装备费用占比已达到41.1%，增长趋势明显。在目前较为特殊的背景下，估计近几年装备费用支出增速或将达到15%，带动军工行业整体业绩增长。

2021年我国国防支出预算增长6.8%



资料来源：中国财政部，太平洋证券整理

军费支出逐渐向武器装备倾斜



资料来源：国防白皮书，太平洋证券整理

我国国防和军队建设目标明确，现阶段重视武器装备现代化和信息化

- **国防和军队建设战略目标三步走。** 十九大以及《国防白皮书》制定新时代中国国防和军队建设的战略目标，到2020年基本实现机械化，**信息化**建设取得重大进展，战略能力有大的提升；力争到2035年基本实现国防和军队**现代化**；本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。
- **构建现代化武器装备体系。** 完善优化武器装备体系结构，统筹推进各军兵种武器装备发展，统筹**主战装备**、**信息系统**、保障装备发展，加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。
- **国家统一，民族复兴。** 《国防白皮书》中明确指出，解决台湾问题，实现国家完全统一，是中华民族的根本利益，是实现中华民族伟大复兴的必然要求。
- **注：**2019年7月我国发布的《国防白皮书》是军改之后我国发布的第一部国防建设白皮书。

我国国防和军队建设战略目标三步走



军品定价体制改革给主机厂压缩成本动力，影响全产业链

- **新的军品定价规则将陆续实施到位，打破军品5%成本加成定价规则。** 2019年1月14日，国务院办公厅和中央军委办公厅联合下发《军品定价议价规则》（试行），明确把1996年的《军品价格管理办法》废止。
- 定价原则由原来的完全成本+5%利润的成本加成法，改为**以目标价格为主的激励约束机制**。
- 订货双方确定目标价格后，对供货方在目标价格基础上节省部分给予奖励。
- 在采购权限上给予主机厂更多的自主权。

新的定价体制将陆续实施到位，对产业链影响，我们认为有以下几点：

- 主机厂及各级供货商有成本压缩的动力，同时打破了5%的成本加成后，**主机和配套厂商利润率有望改善**。
- 提供配套、外协加工的民营企业由于成本控制较体制内企业更好，**利好产业链优质民参军公司**。
- 利好**市场化机制优良**的各类军工上市公司。

□ 军方采购采取综合实力的竞标方式，打破市场进入的界限

- 最近几年，尤其是军改后，军方采购采用基于综合实力的竞标方式，在一些领域打破了独家供货，以及跨领域、跨型号进入门槛高的情况。
- 对于技术满足军方要求的公司，利好其军品业务的开拓，在目前部分细分领域军品需求量快速增长的背景下有望实现快速成长。

军工需求增长为“刚需”，目前仅为五到十年快速增长的开端

● 多原因带动军工板块需求快速增长

- 国际形势、周边环境复杂化，中美大国博弈毋庸置疑是长期命题，我国所处军事环境出现新的变化，加强武器装备和国防实力建设是维护国家根本利益的基础，武器装备需求量大幅增长是“刚需”；
- 军改后军队对联合作战、实战演练提出更高要求，信息化装备、训练消耗装备需求迫切；
- 航空、航天重点型号新型装备（直-10、运-20、歼-20、东风-17等）2018-2020年处于陆续定型列装，近几年以及未来3-5年处于快速上量阶段，飞行武器、航空等领域新型号目前处于研发高峰期，未来需求拉动显著；
- 十三五前几年军改对需求释放造成困难，延迟的需求尚未实现完全释放，仍为需求推动因素。

● 2021年为五到十年景气周期的开始，需求和业绩将持续快速增长

- 我们认为，在目前的整体背景下，“十四五”期间将是我国武器装备持续快速增长的阶段，军工整体需求增长将延续，未来五到十年我国军工都将处于发展的景气周期。
- 2021年为十四五开端，处于需求集中释放的初期，军费支出快速增长，武器装备高需求持续，板块将延续2020年的业绩快速增长。
- 我们预计2021、2022年行业需求年复合增速将达到15%左右，处于景气细分领域的优质龙头将获得远高于行业的高增速。

军工投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域

在目前国际环境和国家战略背景下，我国武器装备需求旺盛，军工行业投资价值凸显，安全性、确定性突出。

军队对于新型装备的需求强烈，对军工产业链各环节的供给提出要求，未来几年处于景气赛道，并能够形成“有效供给增长”的企业将迎来业绩的快速增长。

我们从两条投资主线：核心装备装备速度加快，信息化和关键材料、元器件升级，关注航空、飞行武器、国防信息化、军用新材料板块细分领域，精选需求和供给快速增长，业绩有长期支撑的标的。

（1）空军进入20时代，航空产业链维持高景气。随着歼-20、运-20、直-20等四代装备的陆续服役，我国空军正式进入“20时代”。“20系列”机型的量产交付将带动航空产业链的景气度提升，从而推动相关上市公司业绩持续增长。

（2）飞行武器型号放量期，战略储备需求增加。十四五在飞行武器领域的投入出现大的倾斜，当前新型型号处于迭代期，当前战略局势紧张，战略储备需求增加。板块需求有望爆发，相关上市公司业绩可期。

（3）新型武器装备量产爬坡，看好军民两用新型材料的细分行业龙头。一方面，装备需求增长带来直接的上游材料需求增长；另一方面，新型装备上对新材料的应用占比较之前有较大的提高（如复合材料等），带来新材料的需求较装备整体需求量的增速要高。此外，军用新材料的应用向民用拓展，长期看面向更广阔的民用市场。关注：碳纤维复合材料、石英纤维、高温合金等领域投资机会。

（4）我国国防信息化进程加速，国防自主可控空间广阔。国防信息化是现阶段我军现代化建设的重点，军改后国防信息化进程加速。我国各军兵种武器装备升级及新研装备批生产空间广阔，看好其中的卫星、集成电路、通信、雷达电容等细分领域。

军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

1. 行情回顾：估值挤泡沫后进入历史均值之下
2. 业绩回顾：2020年、2021年一季度报表综述
3. 投资策略：军工长期投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域
4. 细分板块及重点公司
5. 风险提示



(1) 航空：产业链持续高景气，十四五新型号增产全产业链迎来机遇期

- **根据空军“三步走”战略，新型号需求快速增长。**根据中国空军公布的“三步走”战略路线图，“第一步”到2020年基本跨入战略空军门槛，初步搭建起“空天一体、攻防兼备”战略空军架构，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系。我国目前存量机型仍以二代机为主，达到“三步走”的战略目标，未来几年三代机、四代机需求将持续快速增长。
- **“20系列”机型量产爬坡，带动航空产业链景气度持续提升。**随着歼-20、运-20、直-20等新型号装备的陆续服役，我国空军正式进入“20时代”。这些新型号作为空军的骨干装备，弥补了我国军机体系的短板，代表了战略转型、装备升级的发展方向。目前“20系列”机型正处于量产爬坡阶段，从而带动航空产业链的景气度持续提升。
- **根据各上市公司2020年报披露，航空产业链主要上市公司2021年“预计关联交易”同比大幅增长，关联交易大幅提升表示上下游采购和交付量显著提升，显示板块处于高景气水平。我们看好航空产业链十四五期间快速发展。**

航空产业链上市公司2021年预计关联交易同比大幅增长

| 单位：亿元 | 上市公司 | 2020年实际关联交易总金额 | 2021年预计关联交易总金额 | YOY |
|-------|------|----------------|----------------|----------|
| 主机厂 | 中航沈飞 | 272.73 | 757.43 | +177.72% |
| | 中直股份 | 289.72 | 465.35 | +60.62% |
| | 洪都航空 | 72.67 | 167.38 | +130.33% |
| 机载系统 | 中航机电 | 80.12 | 139.30 | +73.86% |
| | 中航电子 | 133.58 | 180.62 | +35.21% |
| 锻铸造 | 中航重机 | 65.36 | 98.56 | +50.80% |
| 新材料 | 中航高科 | 37.89 | 62.10 | +63.90% |
| 连接器 | 中航光电 | 24.56 | 61.59 | +150.77% |



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(2) 航天：飞行武器需求进入爆发期

- **我国飞行武器系统带动整体国防实力上一个台阶。** 目前中国在制导武器上已经领先世界，长剑/东风-100、东风-17、DF41、巨浪-2等顶尖新型飞行武器列装将让我国整体国防实力再上一个台阶。
- **飞行武器在战争中的消耗数量非常大，储备量在此基础上翻倍。** 例如：一次小规模空中进攻，饱和攻击就可发射100-200枚飞行武器，一次对地攻击,可发射几百枚飞行武器。储备量预计是一次饱和攻击的1.5-2倍量。
- **实战化训练带来的需求放量：粗略估计实战化训练带来2倍于以前的消耗量。**
- **随着我国主战型号加速列装，各类武器平台搭载的飞行武器需求也随之提升。我国飞行武器需求进入爆发性增长区间。**
- **制导系统和动力系统占据主要价值量。** 精确制导武器的系统构成有寻的器、战斗部、动力系统、导引系统、控制系统、弹体、侧翼、尾翼、助推器。价值量比较高的控制制导系统和动力系统，两部分合计能占到总成本的60%-80%左右。相关领域投资价值凸显。

DF-41洲际导弹



资料来源：互联网，太平洋证券整理

DF-17超音速导弹



资料来源：互联网，太平洋证券整理

鹰击-18/18A反舰导弹

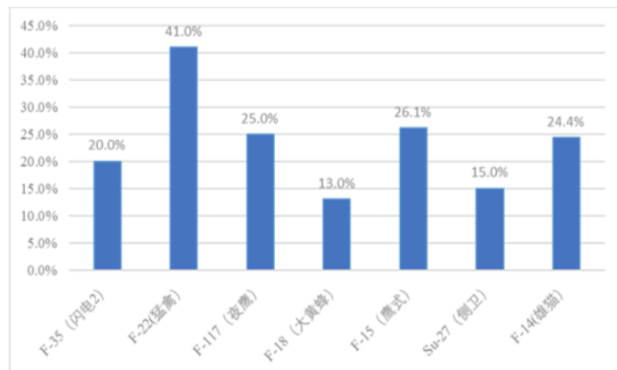


资料来源：互联网，太平洋证券整理

(3) 军用新材料：军用钛材需求提升，国产大飞机打开想象空间

- 钛材具有重量轻、强度高、耐高温、耐腐蚀等性能，广泛应用于航空航天、化工、能源等领域。
- **国内航空航天高端钛合金材料需求快速增长。** 高端钛合金材料为航空航天装备机体和发动机的主要结构材料之一，抗炮击等能力突出，在战斗机等军机民机领域具备不可替代的作用。2009年-2018年以来国内航空航天领域钛材销售量实现每年净增长，且总体呈现快速增长的趋势，年复合增长率达到16.9%。我国新型军机、航天器进入量产爬坡阶段，新装备（飞机、导弹、航空发动机等）对钛材的需求量巨大，将带动军用钛合金材料需求持续快速增长。
- **民用航空市场广阔，未来面临巨大市场。** 我国民用大飞机C919、宽体客机CRJ929未来将为国内带来广阔的民航钛合金市场，国内钛材加工企业长期将受益。
- **短期看，军用钛合金加工企业迎来需求端和成本端双利好。** 需求端：2020年，我国航空航天用钛合金需求量显著增加，各大军用钛合金供应企业供不应求，纷纷扩产以满足军方需求。我们估计这种需求的旺盛期将持续3-5年。成本端：2018年-2019年，上游海绵钛价格快速上涨，军用钛合金采购价格相对稳定，波动幅度不大，导致相关上市公司军品毛利率下降，今年下半年海绵钛价格从8万/吨下降到5-6万/吨，钛合金加工企业毛利率相应提升。需求和成本端双向利好，相关上市公司利润实现大幅增长。未来几年钛材需求将持续增长，我们看好钛合金细分领域未来几年的发展。

国外主要战斗机钛材用量占比（质量分数）



资料来源：飞机钛合金结构设计与应用，太平洋证券整理

主要军用钛材类型和大概市场格局

| 型号 | 板材 | 棒材 | 管材 |
|------|------|--------|------|
| J20 | 宝钛为主 | 西部超导为主 | 宝钛为主 |
| Y20 | 宝钛为主 | 西部超导为主 | 宝钛为主 |
| 老型号 | 宝钛为主 | 宝钛为主 | 宝钛为主 |
| 飞行武器 | 宝钛为主 | | |
| 发动机 | | 宝钛为主 | |

资料来源：太平洋证券整理

（4）军用通信：实战对互联互通提出更高要求，更新换代进行时

- **跨兵种协同作战对互联互通要求提升，军用通信受益显著。**随着军队信息化发展持续投入和通信技术快速发展，军用通信等设备将逐渐升级换代，军队跨兵种协同作战能力日益凸显，这对军用无线通信组网提出更高要求，建设广域覆盖、高速传输、强兼容性的空地一体化信息通信网络，将极大提升战场的信息支援保障能力，成为军事通信技术发展的趋势。
- **新型作战装备配备新型通信装备，型号量产带动需求快速提升。**近年来，我国军用通信技术发展迅速，新型主战装备平台搭载更加先进的无线通信装备，并且向系统化集成化发展。龙头公司受益技术发展趋势，业绩增长迅速。
- **陆军通信电台等渗透率亟待提升，单兵装备带来30亿以上市场空间。**根据相关统计，我国战术电台渗透率仅有30%，我们预计单兵通信装备的配备将带来30-50亿市场空间。

中美装备信息化程度对比

| 对比项目 | 中国 | 美国 |
|-----------|---------|---------|
| 军用卫星数量 | 68颗以上 | 159颗以上 |
| 实现陆军数字化时间 | 预计2050年 | 已实现 |
| 战术电台渗透率 | 30% | 200%以上 |
| 地面战术电台数量 | 25万台以上 | 110万台以上 |
| 陆军信息化装备占比 | 起步阶段 | 50%以上 |
| 海空军信息装备占比 | 起步阶段 | 70%以上 |

资料来源：产业信息网，太平洋证券整理

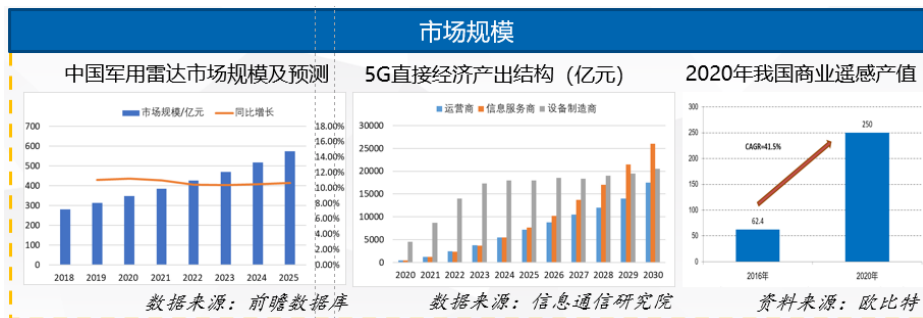
战术通路延伸图



资料来源：郑剑彪，《一体化联合作战……》

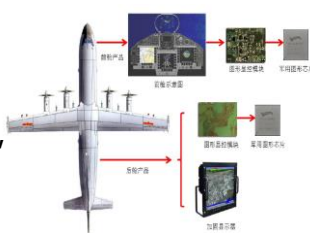
军用元器件——集成电路芯片： 实现国产替代且下游空间足够大的领域值得重点关注

- 我们认为催化元器件板块爆发的原因主要有：1、军工元器件国产替代；2、下游装备放量、国防信息化比例提升。
- 主要关注射频芯片、GPU芯片领域的投资机会。
- （1）射频芯片：广泛应用于雷达、卫星、5G与物联网。受下游市场带动，国产高端射频芯片需求巨大。**



- ✓ 军工装备的核心元器件，关乎国家战略安全
- ✓ 国际上对中国实行禁运，核心器件需要实现国产化
- ✓ 决定了装备的作战性能

- （2）GPU：广泛应用于军用飞机、舰艇、坦克装甲车等领域。**
- ✓ 信息显示效率差异会直接影响飞行员的决策效率，其先进程度，直接关系到是否能到制敌于“千里”之外。
- ✓ 市场空间有上百亿。



重点跟踪公司盈利预测与评级

| 细分板块 | 代码 | 名称 | 最新评级 | 摊薄EPS | | | PE | | | 股价 |
|--------------|-----------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|--------|----------|
| | | | | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E | 2021/7/7 |
| 主机厂和 关键配套 | 600760.SH | 中航沈飞 | 买入 | 0.75 | 0.89 | 1.11 | 77 | 65 | 52 | 57.89 |
| | 000768.SZ | 中航西飞 | 买入 | 0.28 | 0.38 | 0.48 | 88 | 65 | 52 | 24.64 |
| | 600893.SH | 航发动力 | 买入 | 0.43 | 0.59 | 0.74 | 112 | 82 | 65 | 48.24 |
| | 000738.SH | 航发控制 | 买入 | 0.32 | 0.43 | 0.55 | 60 | 44 | 35 | 19.22 |
| | 002013.SH | 中航机电 | 买入 | 0.28 | 0.34 | 0.42 | 35 | 28 | 23 | 9.59 |
| 军用材料、 加工 | 688122.SH | 西部超导 | 买入 | 0.84 | 1.26 | 1.62 | 74 | 49 | 38 | 61.99 |
| | 300395.SZ | 菲利华 | 买入 | 0.70 | 1.02 | 1.38 | 68 | 47 | 35 | 47.84 |
| | 688333.SH | 铂力特 | 买入 | 1.08 | 0.65 | 3.23 | 158 | 263 | 53 | 171.25 |
| | 600765.SH | 中航重机 | 买入 | 0.33 | 0.48 | 0.61 | 69 | 47 | 37 | 22.61 |
| | 002651.SZ | 利君股份 | 买入 | 0.19 | 0.30 | 0.50 | 65 | 40 | 24 | 12.05 |
| | 600862.SH | 中航高科 | 买入 | 0.31 | 0.47 | 0.67 | 95 | 62 | 44 | 29.42 |
| | 002171.SZ | 楚江新材 | 买入 | 0.21 | 0.44 | 0.56 | 43 | 20 | 16 | 8.93 |
| 国防信息 化 | 002179.SZ | 中航光电 | 买入 | 1.31 | 1.87 | 2.38 | 61 | 42 | 33 | 79.49 |
| | 002402.SZ | 和而泰 | 买入 | 0.43 | 0.59 | 0.89 | 60 | 44 | 29 | 25.80 |
| | 300474.SZ | 景嘉微 | 买入 | 0.69 | 1.09 | 1.52 | 124 | 78 | 56 | 85.35 |
| | 603267.SH | 鸿远电子 | 买入 | 2.09 | 3.36 | 4.88 | 59 | 37 | 25 | 124.23 |
| | 603678.SH | 火炬电子 | 买入 | 1.33 | 2.02 | 2.61 | 56 | 36 | 28 | 73.58 |
| | 000733.SZ | 振华科技 | 买入 | 1.18 | 2.04 | 2.60 | 53 | 31 | 24 | 62.39 |
| | 603712.SH | 七一二 | 买入 | 0.68 | 1.00 | 1.39 | 50 | 34 | 25 | 34.12 |
| 688002.SH | 睿创微纳 | 买入 | 1.31 | 1.79 | 2.59 | 78 | 57 | 39 | 102.20 | |
| 其他 | 300416.SH | 苏试试验 | 买入 | 0.47 | 0.64 | 0.77 | 52 | 38 | 32 | 24.38 |

军工强势周期风云突起 高壁垒龙头亮剑强者恒强

1. 行情回顾：估值挤泡沫后进入历史均值之下
2. 业绩回顾：2020年、2021年一季度报表综述
3. 投资策略：军工长期投资价值凸显，看好航空、飞行武器、新材料、信息化领域
4. 细分板块及重点公司
5. 风险提示



风险提示

- 国家国防政策调整。
- 军工行业武器装备供给水平不达预期。
- 军品采购机制和定价体制出现不利于行业的调整。

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

