

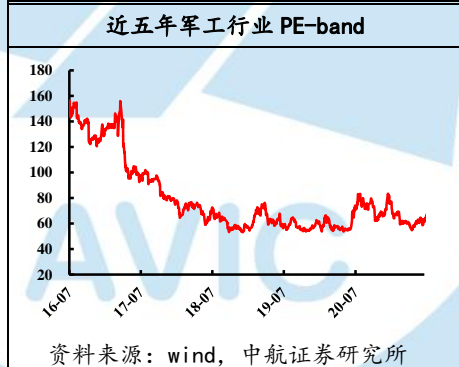
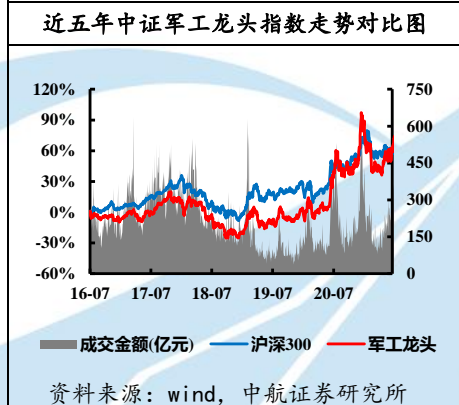
中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 研究助理：邱净博
 证券执业证书号：S0640119100018
 邮箱：qiujob@avicsec.com

军工行业周报：中航沈飞创出新高，基金持仓环比提升

行业分类：军工

2021年7月25日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.07.23)	
中证军工龙头指数	4069.69
近一周涨跌幅	+5.15%
军工行业 PE	67.05
军工行业 PB	3.44



本周行情

中证军工龙头指数 (+5.15%)，行业 (申万) 排名 (5/28)；
 上证综指 (+0.31%)，深证成指 (+0.38%)，创业板指 (+1.08%)；
涨幅前五：烽火电子 (+28.77%)、迈信林 (+27.73%)、全信股份 (+24.82%)、铂力特 (+21.77%)、应流股份 (+17.66%)；
跌幅前五：华力创通 (-10.27%)、宏达电子 (-9.71%)、*ST 华讯 (-9.47%)、电能股份 (-9.17%)、红相股份 (-6.36%)。

重要事件及公告

7月19日，一架美军 C-130 运输机 (民用版) 从菲律宾马尼拉机场起飞，于中午 12 时 14 分降落台湾桃园机场。地勤人员从机上卸载了一些装在木箱或红色帆布袋子里的货品，货品内容不明。这已是美国军机近两个月来第三次在台湾降落。

7月19日，东土科技发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予 247 名激励对象限制性股票 1500 万股，占草案公告日公司股本总额的 2.94%，授予价格为 4.99 元/股。

7月20日，内蒙古莫旗机场，由航空工业所属单位——航空工业通飞研制的运 5 通用无人机顺利完成了空中首秀，也是我国最大通用无人机成功实现首飞。

7月20日，光启技术发布公告，公司所属行业由汽车制造业 (代码 C36) 变更为：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (代码 C37)。

7月21日，应急管理部紧急调派翼龙无人机进入巩义市米河镇通信中断区，利用翼龙无人机空中应急通信平台搭载的移动公网基站，实现了约 50 平方公里范围长时稳定的连续移动信号覆盖。

7月21日，国防部新闻发言人谭克非就日本发表《防卫白皮书》及防务高官近期相关负面言论答记者问，表示日方在台湾问题上粗暴干涉中国内政，中国军队对此表示强烈不满和坚决反对，并向日方提出严正交涉。

7月22日，宏达电子公告，向特定对象发行股票事项获得国家国防科技工业局批复，原则同意公司资本运作。

7月22日，铂力特公告，针对国内外增材制造产品市场需求及公司产业发展需要，拟投资金属增材制造产业创新能力建设项目，项目总投资不超过 20 亿元 (企业自筹)，公司拟建设成为国内规模最大的金属 3D 打印全产业链服务企业。

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号楼中航产融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



7月22日，航天彩虹公告，公司与长沙市人民政府于近日签署了《彩虹无人机通用航空产业化项目合作框架协议》，合作推动在长沙市建设彩虹无人机通用航空产业化基地，共谋无人机通用航空产业发展。

7月23日，针对美国国务院、财政部、商务部、国土安全部发布所谓“香港商业警告”，中方决定采取对等反制，根据《反外国制裁法》对前美商务部长罗斯、美国会“美中经济与安全评估委员会”（USCC）主席卡罗琳·巴塞洛缪、“国会—行政部门中国委员会”（CECC）前办公室主任乔纳森·斯迪沃斯、“美国国际事务民主协会”金度允、“美国国际共和研究所”在港授权代表亚当·金、“人权观察”中国部主任索菲·理查森及“香港民主委员会”等7个美方人员和实体实施制裁。

7月23日，复旦微电申购。

7月24日，航天彩虹公告，近日收到冯江平先生等4位股东《关于提议航天彩虹无人机股份有限公司整合剥离电容膜业务相关事项的函》，以上股东合计持有公司总股本的3.15%，希望公司从股东利益大局出发，尽快实施剥离电容膜低效业务。

投资建议

一、核心观点

军工行业近期有几个重要表现：

- ① 本月，12家公司创出历史新高，多为材料和电子等中上游，如抚顺特钢、紫光国微等；本周，中航沈飞作为行业第二大市值，创出历史新高。
- ② 一反常态，此轮是中小票搭台，权重股唱戏。在中上游强势表现下，权重股带动指数上攻，7月5日以来，中航沈飞、洪都航空、航发动力分别上涨41.40%、31.17%、30.93%。这一轮的军工行情的前期，以中上游中小市值公司领涨为主，呈现个股大涨，指数未动，而军工指数的上攻，必须以主机厂为代表的权重股带动，而下游增速相对较低是其不足之处，但主机厂市值高、容量大，近期权重股的高光表现，很可能是增量的配置资金入场，这是一个极好的信号。
- ③ 美军三次降落台湾，市场情绪更为敏感，6月6日、7月15日和7月19日后军工板块皆有较明显上涨。
- ④ 市场关注度快速提升，行业“全面开花”，总体“小票”表现更佳。

基本面情况：

- ① 有望迎来历史最佳中报季，而且是在去年军工行业受疫情影响相对较小的前提之下。
- ② 近期，中航光电、航天电器、爱乐达、宏达电子、铂力特等公司相继披露扩产计划，行业产能快速扩张，构成“十四五”装备放量的

前奏。当前处于两个五年计划的过渡阶段,也处于产能扩张的早期。预计未来几年,国企将在关键重要业务上承担主要角色,通过“小核心、大协作”模式,依托外部配套企业实现产能快速扩张。面对增加的订单需求,民参军企业产能扩张意愿更强、扩张速度更快,也将很快能从资本开支反映出来。

二季度持仓情况:

- ① 军工行业公募基金重仓持仓规模环比增加 26.72%, 持仓比例为 3.85%, 较一季度末增加 0.34 个百分点, 超配 0.79%, 在 28 个行业中位列第 7, 排名上升 1 位。
- ② 公募基金持仓前十为: 紫光国微、中航光电、振华科技、中航沈飞、航发动力、抚顺特钢、中航高科、高德红外、火炬电子、七一二; 主动基金持仓前十位: 紫光国微、中航光电、振华科技、中航沈飞、抚顺特钢、中航高科、航发动力、七一二、火炬电子、锐科激光; 被动基金持仓前十位: 航发动力、中航光电、紫光国微、中航西飞、中航沈飞、航天发展、高德红外、中国重工、光威复材、振华科技。
- ③ 外资持仓前十为: 紫光国微、中航光电、航发动力、锐科激光、和而泰、光威复材、睿创微纳、中航沈飞、卫士通、中航西飞。

军工行业当前的底层逻辑已然是业绩驱动,而军工行业迎来了历史发展机遇期,也迎来了黄金时代,从当前披露情况看,本次有可能成为历史上业绩最佳的中报季,伴随着行业订单和业绩的不断落地与兑现,有望实现戴维斯双击。然而出于前期获利较多、两融余额处于高位,我们判断,军工板块难以再次出现一蹴而就、一气呵成的上涨,“进二退一”式的震荡上行或是常态。

1、几个重要的表现

本周军工涨幅继续前茅,有几个迹象是值得重视的。

- ① **本月, 12 家公司创出历史新高, 多为材料和电子等中上游, 如抚顺特钢、紫光国微等, 本周, 中航沈飞作为行业第二大市值, 创出历史新高。**

本月 12 家公司创历史新高 (不考虑次新股): 锐科激光、火炬电子、和而泰、紫光国微、振华科技、新雷能、宏达电子、铂力特、抚顺特钢、钢研高纳、晨曦航空、中航沈飞。创新高个股**集中于材料和电子等中上游**, 其中, 紫光国微超千亿市值, 抚顺特钢涨幅两年五倍, 中航沈飞创出新高。

一直以来, 军工行业市值居前的以主机厂为主, 是央企国企、下游、制造类, 而产业链上游同时受益于装备型号放量、国防信息化建设加速推

进、国产替代和自主可控提速、民参军政策大力支持等因素，多方面因素叠加之下，业绩增速更显优势，紫光国微创出历史新高，超千亿市值，位居军工市值第 3，（前二为航发动力、中航沈飞），兼具非央企国企、中上游、军工电子的属性，具有代表性意义。

图表 1：本月军工板块股票创出历史新高情况（不考虑次新股）

序号	证券代码	公司名称	上市日期
1	300747.SZ	锐科激光	2018-06-25
2	603678.SH	火炬电子	2015-01-26
3	002402.SZ	和而泰	2010-05-11
4	002049.SZ	紫光国微	2005-06-06
5	000733.SZ	振华科技	1997-07-03
6	300593.SZ	新雷能	2017-01-13
7	300726.SZ	宏达电子	2017-11-21
8	688333.SH	铂力特	2019-07-22
9	600399.SH	抚顺特钢	2000-12-29
10	300034.SZ	钢研高纳	2009-12-25
11	300581.SZ	晨曦航空	2016-12-20
12	600760.SH	中航沈飞	1996-10-11

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 7 月 23 日）

② 权重股带动指数上攻

一反常态，此轮是中小票搭台，权重股唱戏。在中上游强势表现下，权重股带动指数上攻，7 月 5 日以来，中航沈飞、洪都航空、航发动力分别上涨 41.40%、31.17%、30.93%。这一轮的军工行情的前期，以中上游中小市值公司领涨为主，呈现个股大涨，指数未动，而军工指数的上攻，必须以主机厂为代表的权重股带动，而下游增速相对较低是其不足之处，但主机厂市值高、容量大，近期权重股的高光表现，很可能是增量的配置资金入场，这是一个极好的信号。

③ 美军三次降落台湾，市场情绪更为敏感

近期，美军接连三次降落台湾：

1. 6 月 6 日，美国 3 名参议员搭乘美军 C-17 运输机抵达中国台湾地区，并进行了 3 个小时所谓的“访问”，据台媒报道这是 40 年来美国首次正式派出现役军用飞机抵台，以往美国政客窜访我国台湾地区都是乘坐民航客机或行政飞机，即使有两次美军战机降落台湾也是“运送救灾物资、战机故障、被迫降落”的名义；
2. 7 月 15 日，一架美军 C-146A 行政专机降落在台湾松山机场，降落后短暂停留了半个多小时后离开。据悉这次美军派出飞机是为了转运“美国在台协会（AIT）”处长交接所需物品；
3. 7 月 19 日，一架美军 C-130 运输机（民用版）从菲律宾马尼拉机场起飞，于中午 12 时 14 分降落台湾桃园机场。地勤人员从机上

卸载了一些装在木箱或红色帆布袋子里的货品，货品内容不明。

军工行业具有天然的自主可控属性，自从 2018 年以来美国对我国高新技术企业的封锁趋势不断加剧，倒逼我国军工行业自主可控提速。中长期看中美博弈具有长期性和反复性，促使自主可控成为军工行业未来发展的重心之一。近期市场对中美博弈事件敏感度提高，6月6日、7月15日和7月19日后军工板块皆有较大幅度上涨。

图表 2：美军三次降落台湾后军工板块涨跌情况（国防军工(申万)）

日期	第一个交易日	后五个交易日	后十个交易日
1 2021年6月6日	1.58%	0.90%	6.97%
2 2021年7月15日	4.13%	6.32%	/
3 2021年7月19日	1.71%	/	/

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 7 月 23 日）

④ 市场关注度快速提升，行业“全面开花”，总体“小票”表现更佳

从 5 月至今军工板块上市公司涨幅排行来看，涨幅前十的上市公司中，除中航沈飞外，其余 9 家上市公司均属于创业板或科创板，其在 4 月底的市值也均低于或处于 100 亿元左右，体现出了近期市场投资风格已不再是“抱团”大市值上市公司，而是开始对“小票”有所青睐，这也跟同期创业板、科创板的强势表现不无关系，我们推测，近期市场对军工行业关注度短期快速提高，各种类型的资金流入后，行业呈现了“全面开花”。

图表 3：5 月以来军工板块股票涨幅排行情况

排名	证券代码	公司名称	5 月以来涨幅 (%)	4 月底市值 (亿元)
1	300581.SZ	晨曦航空	176.63%	49
2	300354.SZ	东华测试	134.50%	19
3	688682.SH	霍莱沃	96.21%	29
4	300447.SZ	全信股份	87.65%	34
5	688636.SH	智明达	82.25%	35
6	300353.SZ	东土科技	79.54%	31
7	600760.SH	中航沈飞	79.38%	809
8	300722.SZ	新余国科	68.43%	62
9	300593.SZ	新雷能	67.14%	73
10	600399.SH	抚顺特钢	67.00%	256

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 7 月 23 日）

2、中报业绩有望实现历史最佳

军工行业当前的底层逻辑已然是业绩驱动，而军工行业迎来了历史发展机遇期，也迎来了黄金时代，从当前披露情况看，本次有可能成为历史

上业绩最佳的中报季，伴随着行业订单和业绩的不断落地与兑现，有望实现戴维斯双击。

看短期，随着更多军工板块上市公司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（具体见下文）；

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，应坚定对军工行业基本面的信心。

业绩方面，目前军工板块上市公司中，截至2021年7月23日，军工板块已有73家公司披露了2021年H1归母净利润数据，57家公司2021H1归母净利润同比预增或扭亏。不考虑上市未滿一年的公司，46家公司2021年H1业绩较2019年H1业绩同比实现增长或扭亏为盈。2021年H1归母净利润同比增长率上限的中位数为75%，下限中位数为60%。

个股方面，不考虑近一年的业务重组情况，增幅较大的包括抚顺特钢（+126%-145%）、西部材料（+340%-408%）、图南股份（+125%）、宝钛股份（+94%）、爱乐达（+85%-93%）、振华科技（+100%-120%）、紫光国微（+50%-100%）、威海广泰（+50%-65%）、中航光电（+40%-70%）、中航机电（+40%-60%）及中航电测（+30%-40%）等航空产业链中上游的原材料及零部件、组件上市公司，以及航天彩虹（+93%-149%）、中直股份（+20%-40%）等航空产业链中下游上市公司。

以上航空产业链中上游上市公司业绩的显著提升，下游上市公司业绩的快速提升，均充分印证了今年及未来航空产业整体的高景气度，产业链上相关上市公司的业绩增速也有望保持在较高水平。

图表4：军工上市公司2021H1净利润增速预告（快报）情况

序号	公司代码	公司名称	2021年H1归母净利润增速 (以下限或快报为准) (单位：%)	2021年H1归母净利润增速 (以上限或快报为准) (单位：%)	2021H1相较于2019H1归母净利润增速(%)
1	000801.SZ	四川九洲	308.49	337.67	1,749.03
2	002023.SZ	海特高新	1,494.52	1,793.34	1,108.58
3	300354.SZ	东华测试	340.00	360.00	640.19
4	002254.SZ	泰和新材	222.45	262.76	326.13
5	002414.SZ	高德红外	20.00	50.00	316.05
6	600590.SH	泰豪科技	418.37	443.05	281.32
7	002985.SZ	北摩高科	80.00	110.00	278.19
8	600399.SH	抚顺特钢	126.38	145.47	230.66
9	300733.SZ	西菱动力	1,033.42	1,126.01	226.48
10	002049.SZ	紫光国微	50.00	100.00	212.71
11	000576.SZ	甘化科工	98.00	159.00	159.71
12	002149.SZ	西部材料	340.22	407.94	153.07



13	600456.SH	宝钛股份	94.16	94.16	149.76
14	000818.SZ	航锦科技	339.76	420.77	145.81
15	300696.SZ	爱乐达	85.00	93.00	143.39
16	300627.SZ	华测导航	90.63	105.59	122.11
17	000733.SZ	振华科技	100.00	120.00	115.03
18	300855.SZ	图南股份	124.64	124.64	112.87
19	300416.SZ	苏试试验	50.00	70.00	110.68
20	000519.SZ	中兵红箭	64.25	83.41	85.95
21	600558.SH	大西洋	60.00	80.00	81.83
22	003009.SZ	中天火箭	47.89	52.82	79.78
23	002111.SZ	威海广泰	50.00	65.00	70.21
24	688011.SH	新光光电	321.84	410.57	69.21
25	300185.SZ	通裕重工	5.00	20.00	63.01
26	002179.SZ	中航光电	40.00	70.00	61.99
27	002389.SZ	航天彩虹	92.71	148.77	53.76
28	002402.SZ	和而泰	55.00	75.00	53.42
29	300227.SZ	光韵达	10.00	40.00	52.20
30	300114.SZ	中航电测	30.00	40.00	49.61
31	002013.SZ	中航机电	40.00	60.00	48.60
32	600038.SH	中直股份	20.00	40.00	48.58
33	300474.SZ	景嘉微	27.30	43.56	47.77
34	002651.SZ	利君股份	70.00	120.00	44.10
35	300699.SZ	光威复材	20.00	25.00	36.10
36	002189.SZ	中光学	34.86	53.34	31.99
37	000099.SZ	中信海直	65.00	75.00	29.18
38	002438.SZ	江苏神通	25.00	50.00	28.12
39	300563.SZ	神宇股份	0.00	10.00	22.79
40	300722.SZ	新余国科	70.00	90.00	21.27
41	002361.SZ	神剑股份	90.00	120.00	18.82
42	300516.SZ	久之洋	50.00	60.00	13.30
43	002151.SZ	北斗星通	55.70	86.80	扭亏为盈
44	300762.SZ	上海瀚讯	250.98	269.59	扭亏为盈
45	300099.SZ	精准信息	23,030.00	23,753.00	扭亏为盈
46	002297.SZ	博云新材	288.73	483.09	扭亏为盈
47	002171.SZ	楚江新材	260.08	341.91	-0.34
48	002520.SZ	日发精机	45.00	65.00	-2.35
49	002977.SZ	火箭科技	58.68	93.94	-4.95
50	002246.SZ	北化股份	60.00	85.00	-30.95
51	002011.SZ	盾安环境	314.70	350.48	-51.78
52	300427.SZ	红相股份	-61.20	-54.94	-56.43
53	002669.SZ	康达新材	-75.00	-65.00	-57.64
54	688033.SH	天宜上佳	47.74	47.74	-63.29

55	300810.SZ	中科海讯	264.58	0.00	-69.81
56	002519.SZ	银河电子	-79.88	-74.13	-77.90
57	000070.SZ	特发信息	129.36	136.71	-82.09
58	300527.SZ	中船应急	164.00	183.12	-82.87
59	002331.SZ	皖通科技	-74.70	-62.05	-89.62
60	002446.SZ	盛路通信	-98.00	-96.00	-98.97
61	300397.SZ	天和防务	-114.40	-111.20	-120.42
62	002933.SZ	新兴装备	-139.35	-129.51	-133.95
63	000066.SZ	中国长城	61.69	75.02	-180.20
64	300324.SZ	旋极信息	-383.66	-280.69	-211.86
65	300719.SZ	安达维尔	-141.78	-132.14	-861.14
66	300711.SZ	广哈通信	-89.69	-45.92	续亏
67	002268.SZ	卫士通	66.00	74.00	续亏
68	002366.SZ	台海核电	10.15	10.15	续亏
69	000687.SZ	*ST华讯	-34.49	10.34	续亏
70	000697.SZ	炼石航空	-1.11	-1.11	续亏
71	002383.SZ	合众思壮	49.15	64.40	续亏
72	688636.SH	智明达	100.00	160.00	新上市
73	688239.SH	航宇科技	96.55	108.71	新上市

资料来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 7 月 23 日)

另外, 从目前, 航空工业集团及中国航发集团所属部分上市公司已经披露的关联交易数据 (见图表 5) 看, 可以发现:

① 2021 年, 处于航空产业链中下游位置的中航沈飞及中航西飞的关联采购金额、洪都航空及中直股份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**。

② 中航沈飞与中直股份 2021 年在关联方的存款均预计出现较大幅度的提升。

③ 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预计 2021 年快速提升, 在关联方的存款也大幅增长, 特别是在今年 6 月 9 日, 航发动力还公告称使用自有闲置资金合计 117 亿元进行现金管理, 增加收益。

④ 位于航空产业链中上游的中航光电、中航机电、中航电子、江航装备、中航高科、中航电测及中航重机的关联销售金额、在关联方的存款也均预计在 2021 年快速增长。

图表 5: 航空工业集团及中国航发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	关联方存款
中航沈飞	整机	191.63 (+53.57%)	—	500.00 (+356.44%)
中航西飞	整机	144.07 (+43.00%)	—	—
洪都航空	整机	42.88 (+146.30%)	105.22 (+128.00%)	—

简称	所处行业	关联采购	关联销售	关联方存款
中直股份	整机、部组件、零部件	123.13 (+60.70%)	255.52 (+43.42%)	60.00 (+118.12%)
航发动力	航空发动机	154.72 (+39.66%)	142.03 (+42.64%)	200.00 (+312.09%)
中航光电	零部件	—	22.43 (+33.41%)	12.00 (+33.95%)
中航机电	航空机电系统	—	100.00 (+73.64%)	150.00 (+248.20%)
中航电子	航空电子系统	—	60.00 (+33.39%)	30.00 (+44.02%)
江航装备	航空制冷设备	—	5.50 (+50.11%)	10.00 (+48.98%)
中航高科	新材料及装备制造	—	35.00 (+49.86%)	20.00 (+78.59%)
中航电测	零部件	—	5.00 (+89.12%)	—
中航重机	零部件	—	30.00 (+40.35%)	30.00 (+49.93%)

资料来源：各上市公司公告，中航证券研究所整理（注：表中数据截至2021年7月23日，其中，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，中直股份的关联数据包括哈航集团以及航空工业其他下属公司，其余数据均仅考虑航空工业下属单位，部分上市公司的关联方存款数据为单日存款最高额）

结合我国空军披露的国产新一代隐身战斗机歼 20 已经列装人民空军多支英雄部队，同时歼 20 也在建党百年大庆上首次大规模集体亮相。综合以上信息，我们判断，在“十四五”期间，我国航空装备产业有望驶入发展快车道，行业高速发展的确定性强，市场规模的增速将有望维持在高位，整体航空装备产业链上相关的上市公司的业绩整体将逐步得到兑现。

与此同时，7月21日，翼龙-2H 应急救援型无人机在河南上空执行五到六小时的侦查和中继任务，为受灾民众提供对外通讯服务。翼龙-2H 应急救援型无人机系统是航空工业为应急管理部打造的应急通信国家力量，可定向恢复 50 平方公里的移动公网通信，建立覆盖 15000 平方公里的音视频通信网络。翼龙无人机是中低空、军民两用、长航时多用途无人机，具备全自主平台，是中国无人机制造领域和自主可控的先行者。我们预计，在“十四五”期间，不仅航空武器装备迎来高速发展，军用技术民用化的布局也将更加广泛和深入，并由此开启深度融合发展的新篇章。

3、行业产能快速扩张，构成装备放量的前奏

近期，军工板块上市公司募投或扩产相关公告发布密集。军工行业以销定产，当行业景气度快速提升、需求发生明显变化时，产能也会进行相应扩张。我们判断，近期的密集产能扩增现象构成“十四五”期间武器装备放量和高速发展的前奏。

图表 6：近期军工板块上市公司募投或扩产相关重要公告

序号	证券代码	公司名称	募投或扩产项目	金额	进度
1	002179.SZ	中航光电	中航光电（广东）有限公司华南产业基地项目，中航光电基础器件产业园项目（一期）等	不超过340,000.00万元	2021年7月10日公告预案
2	002025.SZ	航天电器	特种连接器、特种继电器产业化建设项目，年产153万只新基建用光模块项目，年产3976.2万只新基建等领域用连接器产业化建设项目，贵州林泉微特电机产业化建设项目等	不超过143,062.00万元	2021年7月12日获批
3	300696.SZ	爱乐达	航空零部件智能制造中心等	不超过50,000.00万元	2021年7月14日获批
4	300726.SZ	宏达电子	微波电子元器件生产基地建设项目，研发中心建设项目等	不超过100,000.00万元	2021年7月22日获国家国防科技工业局批复
5	688333.SH	铂力特	拟投资建设金属增材制造产业创新能力建设项目，购置土地约170亩，建设大尺寸金属增材制造车间、增材制造产业综合创新中心以及相关配套厂房等总建筑面积约19万平方米	不超过人民币20亿元（企业自筹）	2021年7月23日公告

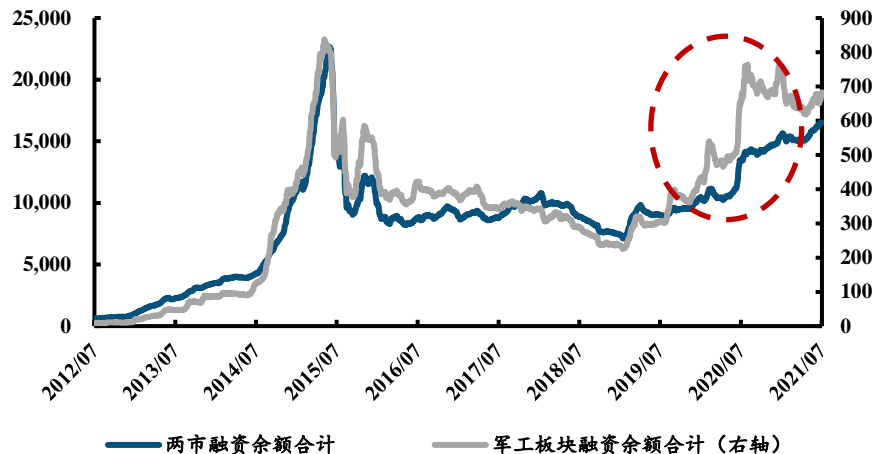
资料来源：各上市公司公告，中航证券研究所整理

当前处于两个五年计划的过渡阶段，也处于产能扩张的早期。预计未来几年，国企将在关键重要业务上承担主要角色，通过“小核心、大协作”模式，依托外部配套企业实现产能快速扩张。面对增加的订单需求，民参军企业产能扩张意愿更强、扩张速度更快，也将很快能从资本开支反映出来。

4、融资余额历史高位或导致波动加大

融资余额方面，本周两市融资余额继续创出2015年高点下跌后5年来的新高，军工行业的融资余额也处于峰值附近，总体处于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，或导致宽幅震荡。

图表7：两市融资余额与军工板块融资余额情况（单位：亿元）



数据来源: wind, 中航证券研究所整理

增量资金方面, 基于上交所和指数公司最新一期的定期调整安排, 我们对规模超过 10 亿元的宽基 ETF 产品以及军工被动基金进行了统计和测算, 相关上市公司中影响较大的如下表所示。可以看出, 光启技术、北摩高科、紫光国微增量资金居前。

图表 8: 军工上市公司受到指数调整的影响情况

序号	资金净流入排序		资金净流出排序	
	股票名称	资金变化 (亿元)	股票名称	资金变化 (亿元)
1	光启技术	11.31	旋极信息	-3.70
2	北摩高科	7.31	中国长城	-3.14
3	紫光国微	4.72	光威复材	-1.56
4	航发动力	3.92	中国卫星	-1.54
5	中国软件	2.09	中简科技	-1.09
6	洪都航空	1.80	光电股份	-0.24
7	宏达电子	1.20		
8	三角防务	1.18		

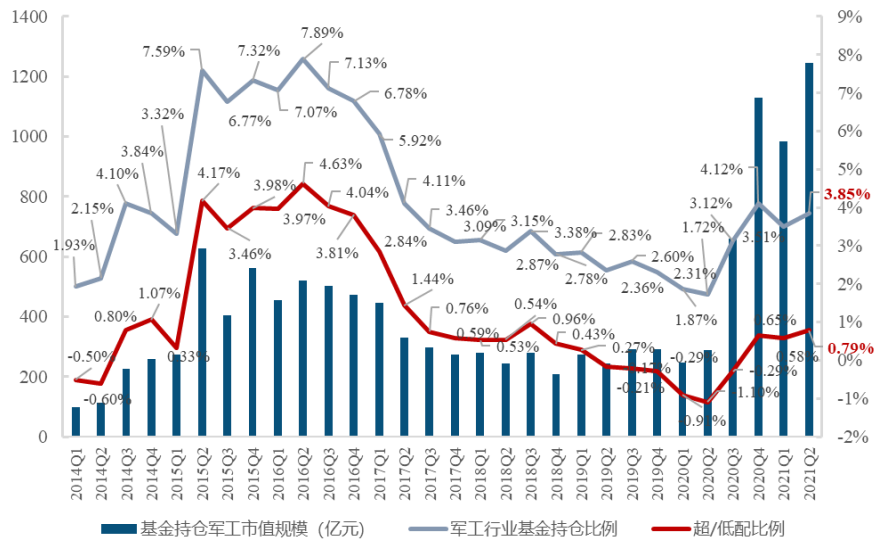
资料来源: wind, 中航证券研究所整理

5、军工行业 2021 年二季度军工行业持仓分析

截至 2021 年二季度, 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 1245.41 亿元, 相较上一季度末有所上升, 超配 0.79 个百分点, 在 28 个行业中位列第 7。

军工板块持仓比例在去年三、四季度快速上升, 今年一季度有所下降, 但二季度持仓比例随行业景气度上行而有所提升。截至 2021 年二季度末, 军工板块基金重仓规模为 1245.41 亿元, 较一季度末增加 262.62 亿元, 环比增加 26.72%, 军工行业基金持仓比例为 3.85%, 较一季度末增加 0.34 个百分点, 超配 0.79%。

图表 9: 2021 二季度军工行业基金持仓规模和比例情况



来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021 年二季度)

2021 年二季度, 公募基金中主动投资型基金二季度末持仓比例为 3.05% (2014 年以来中位数为 2.30%), 较一季度末增加 0.48 个百分点; 被动投资型基金二季度末持仓比例为 0.80% (2014 年以来中位数为 1.33%), 较一季度末下降 0.14 个百分点。考虑到“十四五”期间军工板块下游需求增长确定性较高, 我们认为军工板块基金重仓比例存在上升空间。

外资方面, 2020 年以来, 军工行业外资 (陆股通+QFII) 持仓规模呈现震荡趋势, 2020 年 7 月出现外资持仓历史高点。截至 2021 年 7 月 22 日, 军工行业外资持仓规模为 325.53 亿元, 持仓占比 2.17%。

持仓个股方面, 公募基金中主动投资型基金、被动投资型基金和外资持仓前十名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, 今年二季度末军工板块公募基金和外资持股集中度较上一季度上升, 共同持有的股票为紫光国微、中航光电、中航沈飞、航发动力。

图表 10: 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	航发动力	紫光国微
中航光电	中航光电	中航光电	中航光电
振华科技	振华科技	紫光国微	航发动力
中航沈飞	中航沈飞	中航西飞	锐科激光
航发动力	抚顺特钢	中航沈飞	和而泰
抚顺特钢	中航高科	航天发展	光威复材
中航高科	航发动力	高德红外	睿创微纳
高德红外	七一二	中国重工	中航沈飞
火炬电子	火炬电子	光威复材	卫士通
七一二	锐科激光	振华科技	中航西飞

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021 年二季度)

二、行业长逻辑：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。

三、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7月23日，军工行业PE为67.05倍，处于2014年以来的36.43%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 18.13%分位、29.42%分位、31.92%分位和 8.47%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。

四、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。而近期，空军披露国产新一代隐身战斗机歼 20 已经列装人民空军多支英雄部队，同时歼 20 也在建党百年大庆上首次大规模集体亮相，也印证了我国航空装备增速有望维持在高位，航空装备产业链相关上市公司也将有望持续受益。

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，这一点从 6 月国防部例行记者会上，国防部新闻发言人任国强披露的 2021 年以来全军弹药消耗大幅增加中可以得到验证；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。由此来看，无论是国内还是军贸，以导弹、制导炸弹、制导火箭弹等具有消耗性属性的信息化弹药需求量均有望呈现出快速增长的态势，未来将持续兑现至产业链上的相关上市公司业绩。

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”信息基础设施之一，2021年4月，中国卫星网络集团有限公司成立，其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”，对我国卫星互联网产业的发展，特别是低轨卫星互联网领域的发展，起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道，而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。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。

五、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），振华科技、火炬电子、宏达电子（军工电子），中国长城、中国软件（信创）。

六、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。

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。