

景气度持续，寻找高确定性成长赛道

——国防军工行业2021年中期投资策略

作者：王锐

联系人：刘宇辰

2021年7月26日

 证券研究报告

- 上半年军工行业走势出现了较大起伏，我们分析，军工行业出现回调的原因可能包括：（1）21年初开始，国内资金流动性收紧；（2）20Q1军工行业受疫情影响较小，且行业业绩整体较好，具有较高的基数，因此21Q1行业业绩同比增速放缓；（3）板块经过20年-21年1月上旬的整体上涨，估值已经到阶段性较高位置。
- 我们认为在国防建设需求的牵引下，在内循环为主的双循环发展格局下，军工行业仍能保持高景气度，持续高速发展。我们建议2021年下半年国防军工行业投资继续沿国防建设刚需、内外循环拓展两条主线进行。
- 内外循环拓展主线：（1）信息化及电子子行业推荐中航光电、宏达电子、航天发展、航天电器，关注振华科技、鸿远电子；（2）新材料子行业推荐中航高科、光威复材、中简科技。
国防建设刚需主线：（3）航空子行业推荐中航沈飞、航发动力，关注中航重机、爱乐达、应流股份、航亚科技；（4）航天子行业关注宏大爆破；（5）船舶子行业推荐中国船舶租赁。
- 风险提示：（1）研发速度不及预期的风险；（2）市场竞争导致营收及利润下降的风险；（3）政策调整风险；（4）主要原材料价格波动风险。

- 国防军工行业2021年上半年行情回顾
- 双循环格局下，国防军工看多“十四五”
- 国防军工行业2021年下半年投资主线
- 投资建议及重点公司
- 风险提示

一、国防军工行业2021年上半年行情回顾

- ❑ 走势：较大幅度回调，出现反弹趋势
- ❑ 收入、利润：同比保持增长
- ❑ 估值：处于合理水平，存在上涨空间

走势：较大幅度回调，出现反弹趋势

- 2021年初至7月26日收盘，国防军工（CS）下跌3.54%，跑赢沪深300指数1.95个百分点。
- 军工行业指数自1月上旬开始出现大幅回调，5月上旬开始出现反弹估值得到了一定修复。
- 各行业比较来看，2021年初至7月26日收盘国防军工（CS）涨幅在CS行业分类的各行业中排第20名。

图1：2021年以来国防军工行业（CS）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计至2021-7-26收盘

图2：2021年以来国防军工行业涨幅在各行业中较为靠后

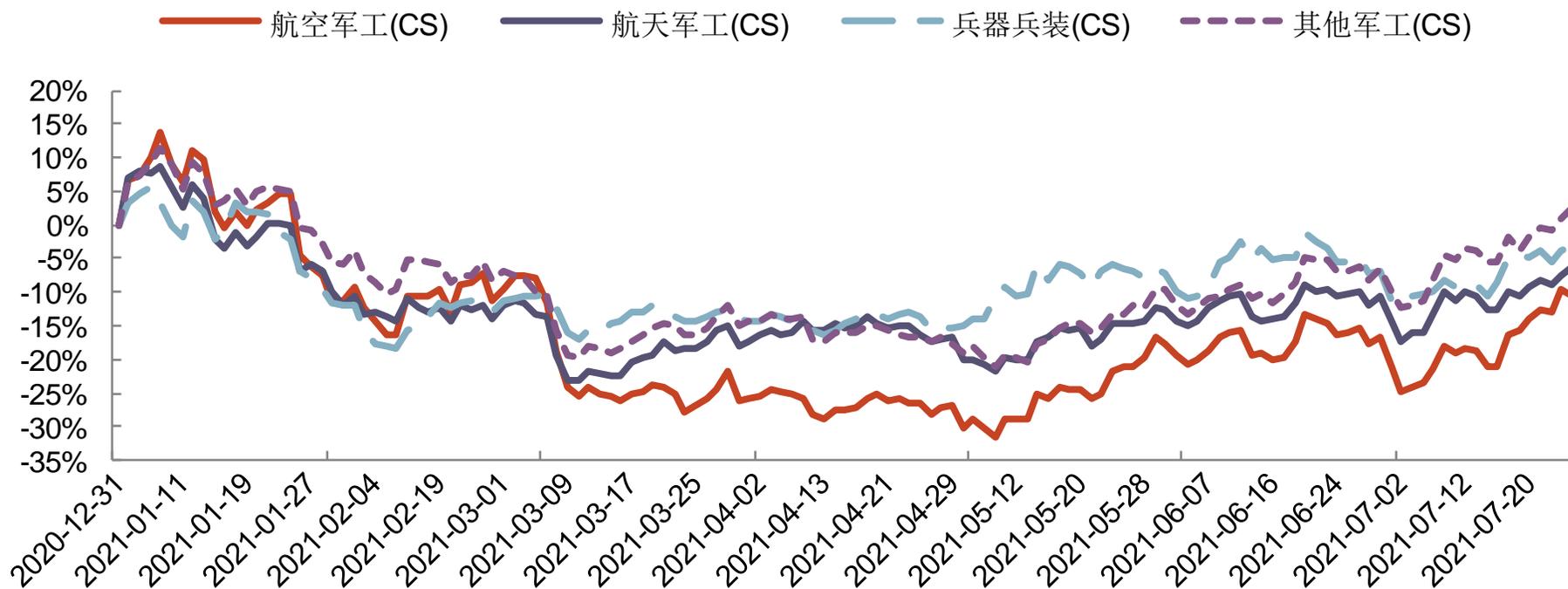


资料来源：Wind，光大证券研究所，统计至2021-7-26收盘

走势：较大幅度回调，出现反弹趋势

- 各子行业比较来看，2021年初至7月26日收盘航空军工（CS）下跌10.71%，航天军工（CS）下跌6.15%，兵器兵装（CS）下跌3.05%，其他军工（CS）上涨2.71%。

图3：2021年以来国防军工行业（CS）各子行业走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计至2021-7-26收盘

收入、利润：同比保持增长

- 考虑行业板块成分股选择方面存在的差异，我们根据各上市公司主营业务及业务收入占比情况，选取117家核心业务涉及军工领域的上市公司对国防军工板块各子行业进行分析。（下文中，“光大军工”及各子行业，均按照该划分进行）
- 21Q1，国防军工行业收入同比增长31.58%，归母净利润同比增长7.94%。

图4：21Q1国防军工行业收入同比增长31.58%

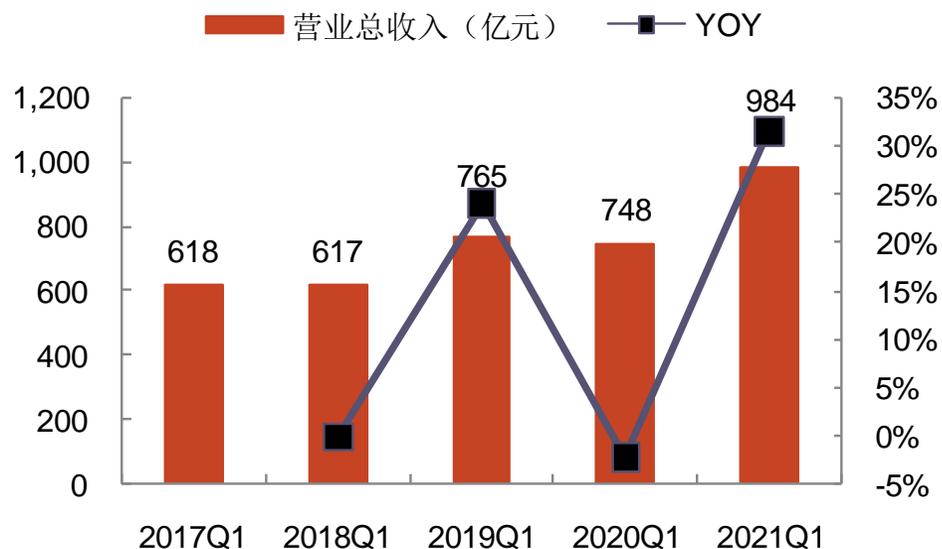
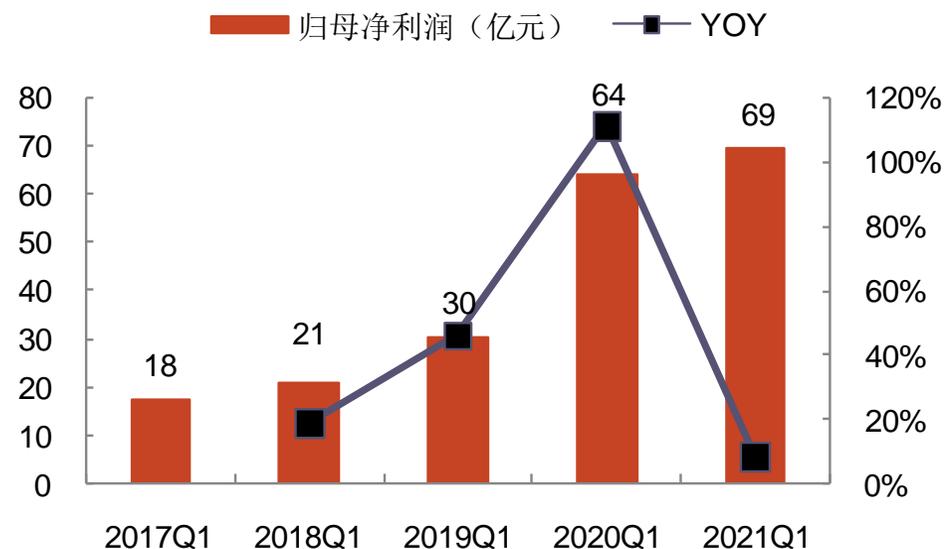


图5：21Q1国防军工行业归母净利润同比增长7.94%



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所

收入、利润：同比保持增长

- 其他行业按照CS一级行业分类选取成分。与其他行业相比，国防军工行业2021Q1收入增速排22/30位。
- 其他行业按照CS一级行业分类选取成分。与其他行业相比，国防军工行业2021Q1利润增速排28/30位。

图6：2021Q1国防军工行业收入增速排22/30位

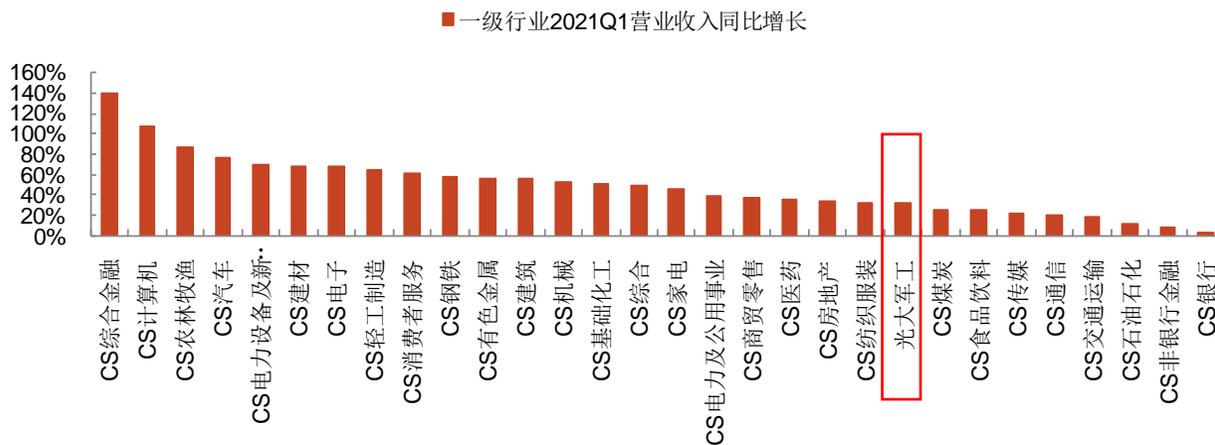
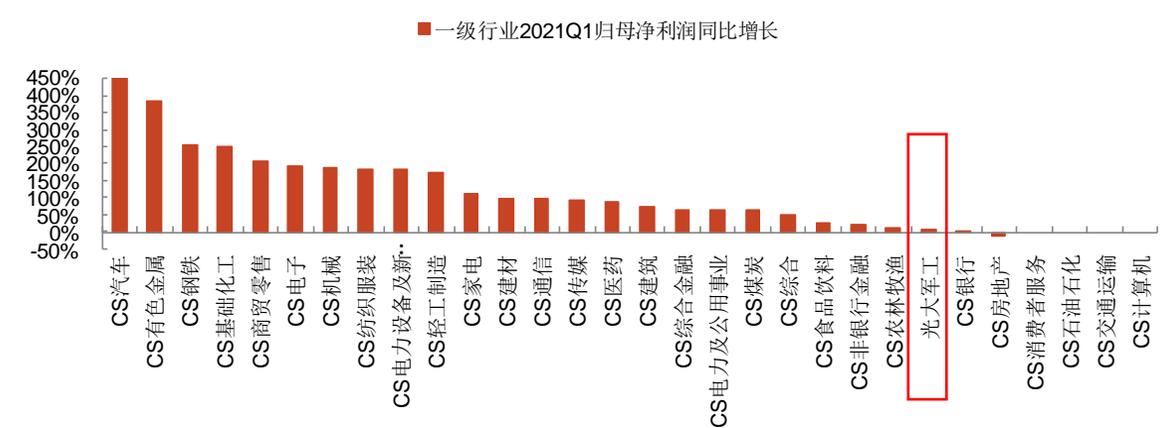


图7：2021Q1国防军工行业利润增速排28/30位



资料来源：Wind，光大证券研究所

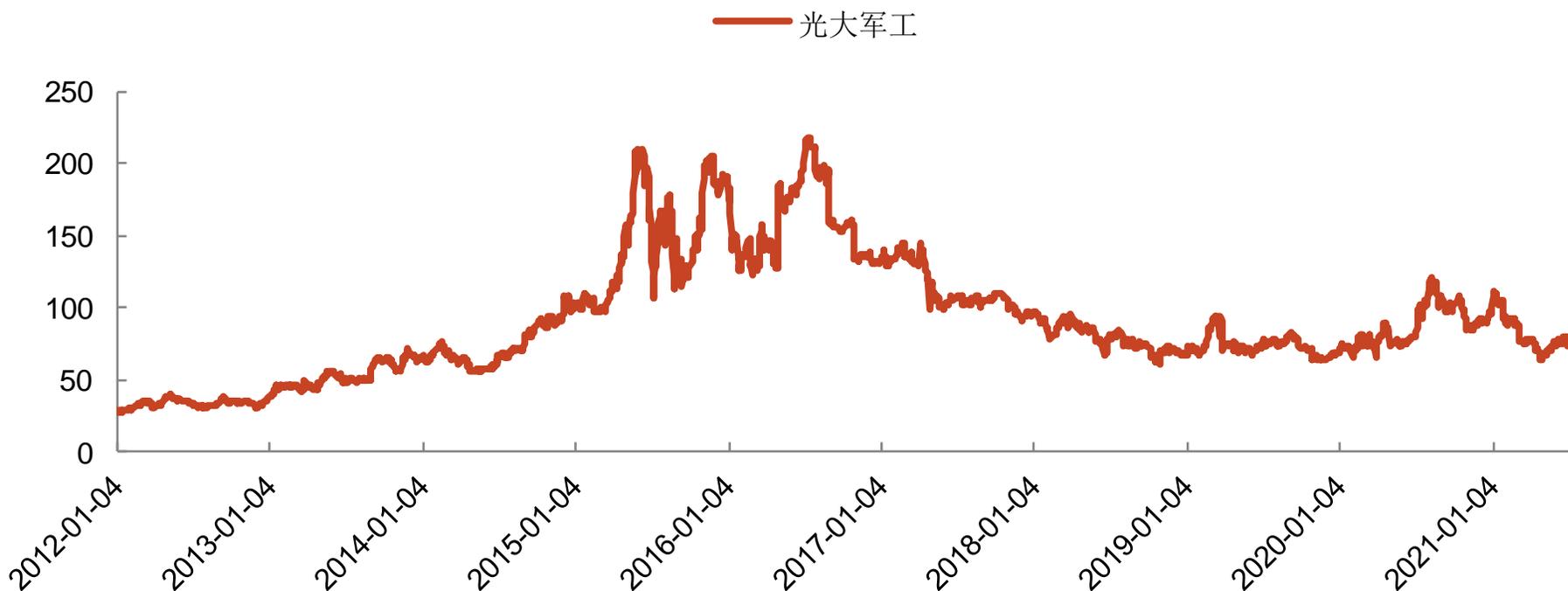
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：消费者服务、石油石化、交通运输、计算机4个行业扭亏。

估值：处于合理水平，存在上涨空间

- 国防军工行业市盈率方面，2021年7月26日收盘PE（TTM）为83.85X，历史来看，估值水平仍未到达高位，存在继续上涨的空间。

图8：从历史估值来看，目前国防军工行业市盈率并未到达高位

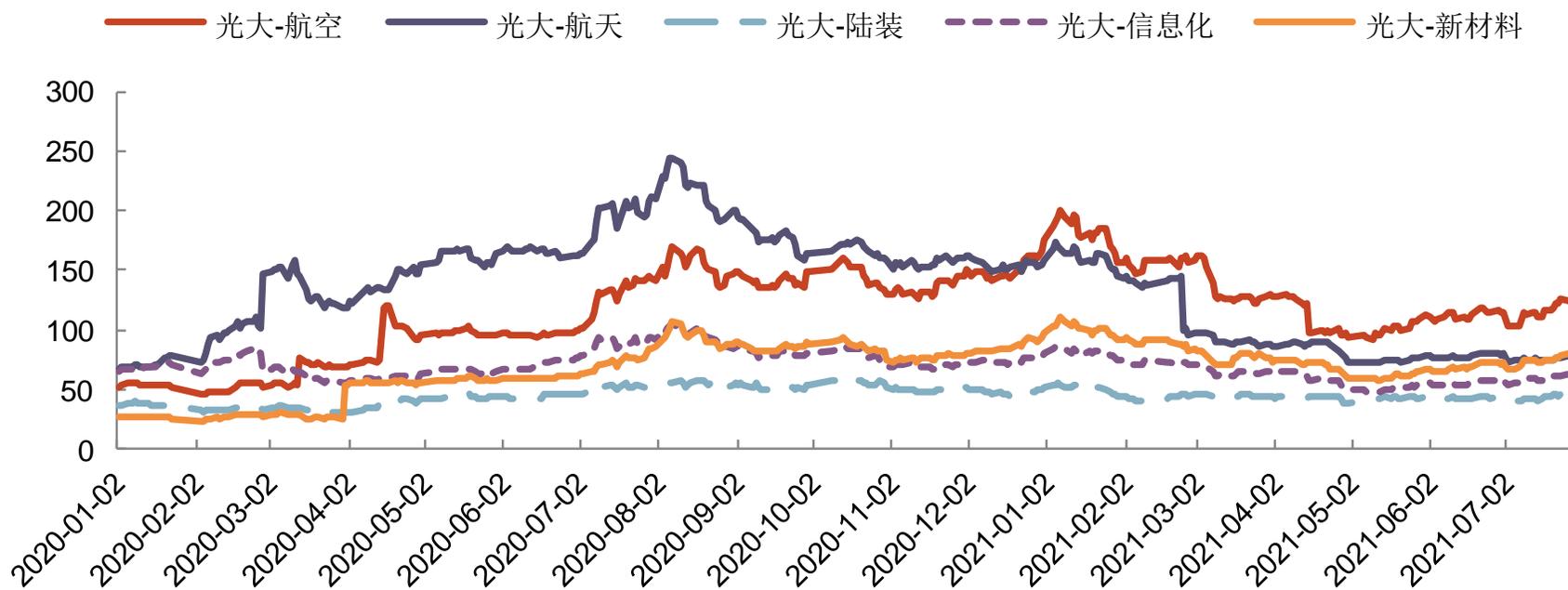


资料来源：Wind，光大证券研究所，统计至2021-7-26收盘

估值：处于合理水平，存在上涨空间

- 各子行业方面，至2021年7月26日收盘航空子行业PE（TTM）为124X，航天77X，陆装46X，信息化63X，新材料80X。各子行业估值水平于21年初至5月上旬均经历了回落。5月上旬以来，进行了一定的修复，目前看均未达到历史高位，存在继续上涨的空间。

图9：各子行业估值（动态市盈率）变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计至2021-7-26收盘

二、双循环格局下，国防军工看多“十四五”

- ❑ 双循环的安全保障：经济发展靠国防保护
- ❑ 国防建设带动经济循环：国防建设是经济发展的潜在市场
- ❑ 国防建设的“十四五”和二〇二七目标：
加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一

- 当前，美国、日本、印度、中国台湾等国家和地区，持续做出威胁中国国防安全的举动，在这样的大环境下，中国必须建设强而有力的国防。经济能够内循环，一个大前提是在国防安全方面有保障。高水平的国防建设能够为经济建设提供足够的安全保障。
- 国际形势为中国的国防安全带来了不确定因素

图10：日本采购的美国F35战斗机



资料来源：腾讯军事

图11：日本“出云”级舰将可搭配F35使用



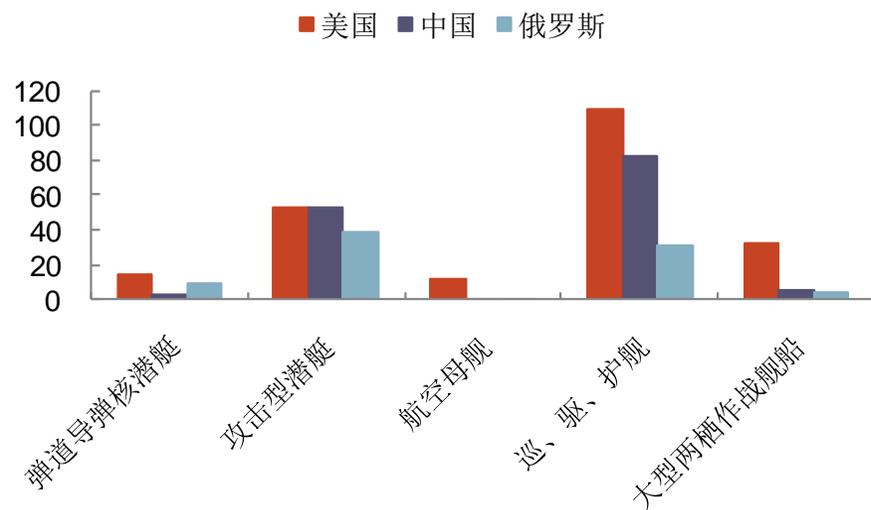
资料来源：腾讯军事

- 经济的内循环需要强有力的国防提供安全保障

双循环的安全保障：经济发展靠国防保护

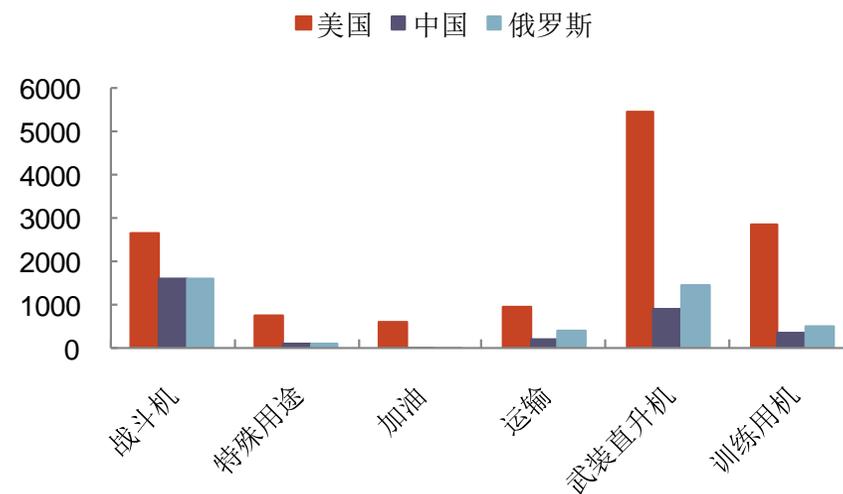
- 根据军事信息研究机构IISS的报告Military Balance 2020、Global Flight的报告World Air Forces中统计，中国在弹道导弹核潜艇、航空母舰、大型两栖作战舰船、战斗机、直升机等装备的数量上都落后于军事强国美国，在核潜艇、军用直升机的数量上与俄罗斯也存在较大差距。

图12：美、中、俄海军武器装备数量对比（单位：艘）



资料来源：Military Balance 2020（统计时间为2019年底），光大证券研究所

图13：美、中、俄空军武器装备数量对比（单位：架）

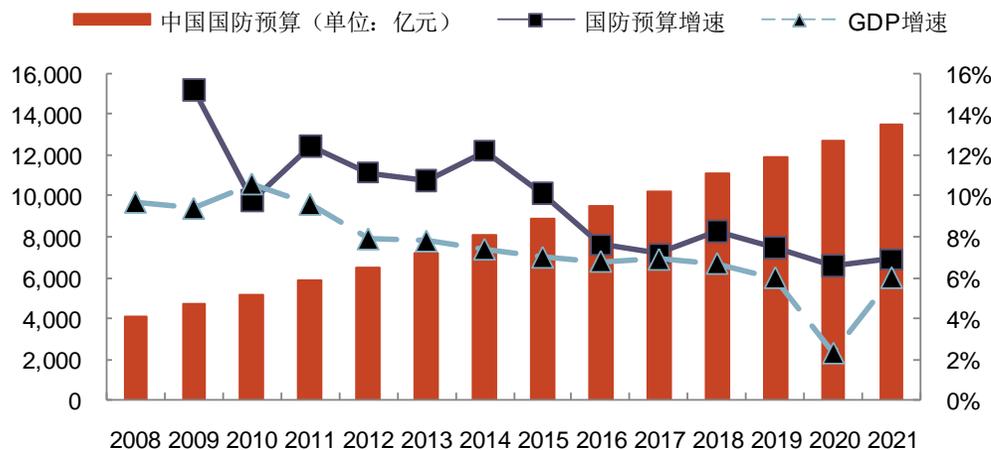


资料来源：World Air Forces 2020（统计时间为2019年底），光大证券研究所

国防军工行业的确定性增长为内循环提供了市场空间

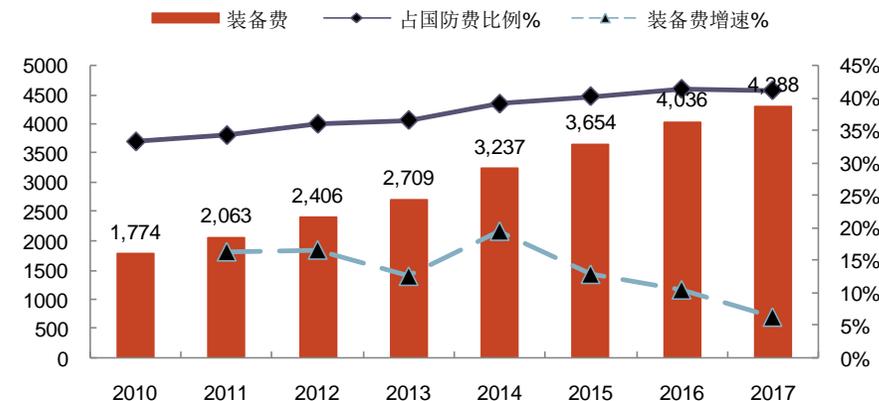
2021年国防预算增长目标设定为6.9%，GDP的增长目标为6.0%，国防预算增速继续保持高于GDP增速。增加的国防费主要用于以下几个方面：一是按照军队建设“十四五”规划布局，保障重大工程和重点项目启动实施；二是加速武器装备升级换代，推进武器装备现代化建设；三是加快推进军事训练转型，构建新型军事人才培养体系，改进和完善训练保障条件；四是与国家经济社会发展水平相适应，改善官兵生活福利待遇，服务军队基层建设。

图14：2021年中国国防预算增长目标设定为6.9%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图15：国防费中装备费及其占比持续增长 (单位：亿元)



资料来源：《新时代的中国国防》，光大证券研究所

国防建设的生产配套独立自主趋势为经济发展内循环提供了方向

国内配套需求最大的领域主要包括新材料、信息化、航空发动机等。在这些领域，自主可控、国产化替代完成国内生产配套，有望成为经济内循环发展的重点发展方向。

图16：ASML公司的光刻机产品



资料来源：电子发烧友

图17：C919型客机配置LEAP1-C型发动机



资料来源：网易新闻

军民融合是双循环的重要表现形式

国内军民融合发展所涉及的领域较为宽泛。如卫星通信、导航等技术及设施，都能够同时服务国防及民用。多家电子元器件企业，产品应用于国防，同时也应用于通讯、新能源汽车等领域。航空工业集团等军工集团，提出“小核心、大协作”等发展思路，有效激发了产业链中民营企业的积极性，优化了生产流程。

- 实现建军百年奋斗目标，要求加快**机械化信息化智能化**融合发展。通过长期努力，我军已经**基本实现机械化，信息化**建设也已取得重大进展。随着战争形态加速演变，建设**智能化**军事体系已成为世界军事发展重大趋势。
- 我们认为，国家将加强对国防建设的投入力度，重点方向是国防**现代化、智能化**。

表1：中央关于国防建设先后提出4个重要节点及对应目标

2020	2027	2035	2050
<ul style="list-style-type: none">• 基本实现机械化，信息化建设取得重大进展	<ul style="list-style-type: none">• 实现建军百年奋斗目标	<ul style="list-style-type: none">• 基本实现国防和军队现代化	<ul style="list-style-type: none">• 把人民军队全面建成世界一流军队

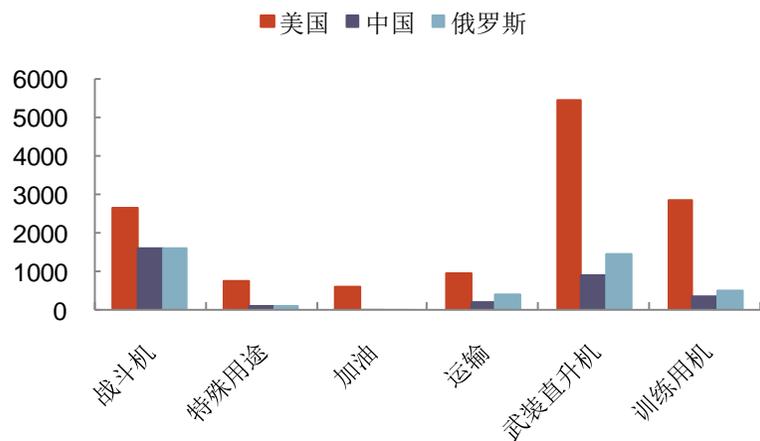
资料来源：《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，光大证券研究所

三、国防军工行业2021年投资主线

- ▣ 国防建设刚需主线：航空、航天、船舶
- ▣ 内外循环拓展主线：信息化及电子、新材料

航空：新机定型量产提升产业链景气度

图18：美、中、俄空军武器装备数量对比（单位：架）



资料来源：World Air Forces 2021
(统计时间为2020年底)，光大证券研究所

图19：海军版直20仍处于试验阶段，有望成为中国版“海鹰”



资料来源：环球军事

航空：新机定型量产提升产业链景气度

- 2021年6月18日，空军新闻发言人发布，中央军委授予“强军先锋飞行大队”荣誉称号的空军航空兵某旅飞行一大队，在新时代练兵备战中飞上了歼-20战机。
- 国内知名媒体《航空知识》分析，歼-20的数量可能已经接近100架。
- 至2020年底，美国F35型战斗机已经交付611架，并且目前每年以100架以上的速度在持续生产，从美国及其他国家订单数量来看，该机型有望达到3000架以上规模。该机型的用户除美国军队之外，大多为美国的军事盟友如英国、加拿大、意大利、日本、韩国等。此外，美国尚拥有F22型战斗机约178架，在4代机（西方称5代机）数量方面具有较大领先优势。

图20：歼-20已服役多支部队



资料来源：航空工业官方微博

图21：F-35已交付美军及其盟友客户611架



资料来源：洛克希德·马丁官网

航空：新机定型量产提升产业链景气度

- 6月，美国《The Drive》网站报道称中国的FC-31战机或其改进型出现在武汉航母模拟训练平台，其正在被评估是否能作为中国最新型的航母舰载机。军事专家表示，在航母的模拟平台上摆放舰载机，说明可能有某一型航母今后有望装备这种舰载机。FC-31战机或其改进型上舰并不意味着要取代当前辽宁舰和山东舰上的歼-15，在未来相当长一段时间内，FC-31与歼-15是搭配使用的关系。FC-31是中型四代机，歼-15是重型三代机。这样搭配使用格局在近期内乃至今后相当长一段时间内，是一个比较好的组合方式。

图22：中国新型舰载机尚未揭开神秘面纱



资料来源：航空工业官方微博

请务必参阅正文之后的重要声明

图23：FC-31现身航母模拟平台



资料来源：新浪网

航空：新机定型量产提升产业链景气度

- 航空子行业2020年实现营业收入1641.17亿元，同比增长7.44%；实现归母净利润55.48亿元，同比增长51.11%。2021Q1实现营业收入323.49亿元，同比增长22.37%；实现归母净利润16.65亿元，同比增长38.63%。
- 军机数量、先进机型占比方面提高的需求，以及子行业上市公司持续高速提升的收入与利润，反映出产业链的高景气度。

表2：航空产业链各方向及上市公司

产业链位置	业务方向	公司
上游	电子元器件	中航光电、振华科技、宏达电子
	非金属材料	中航高科、中简科技、光威复材、菲利华
	金属材料	宝钛股份、西部超导、钢研高纳、抚顺特钢
中游	结构制造	爱乐达、利君股份、西菱动力、航亚科技、航宇科技、航发科技、中航重机、三角防务
	机电系统	中航机电、江航装备、北摩高科
	航电系统	中航电子、七一二
	雷达	国睿科技、四创电子
下游	主机厂	中航沈飞、航发动力、中航西飞、洪都航空、中直股份
	检测	广电计量、苏试试验

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

☐ 航天：战略储备与实战化训练演习使需求激增

我们认为中国导弹的需求将持续增长，主要因为：

- 1) 现代化战争信息化程度越来越高，精准打击已成为重要手段，导弹的使用需求增加。
- 2) 各军兵种加强实战化训练，弹药类装备消耗相应加快。
- 3) 新型武器装备处于量产期，需要适配同样新型的导弹武器形成战斗力。

图24：驱逐舰在演习中发射导弹



资料来源：新浪网

图25：航展中的HD-1导弹模



资料来源：新浪网

2021年以来，各部队开训即掀起练兵热潮，突出按纲施训打基础，坚持实战练兵强能力，与往年同期相比，**全军弹药消耗大幅增加。**

船舶：航运需求提升明显，海军建设持续推进

近年来，海军不断建造交付各类新式舰艇，如075型两栖攻击舰、055型驱逐舰、052D型驱逐舰等，提升整体作战能力。海军建设也得到了党和国家、中央军委的重视。

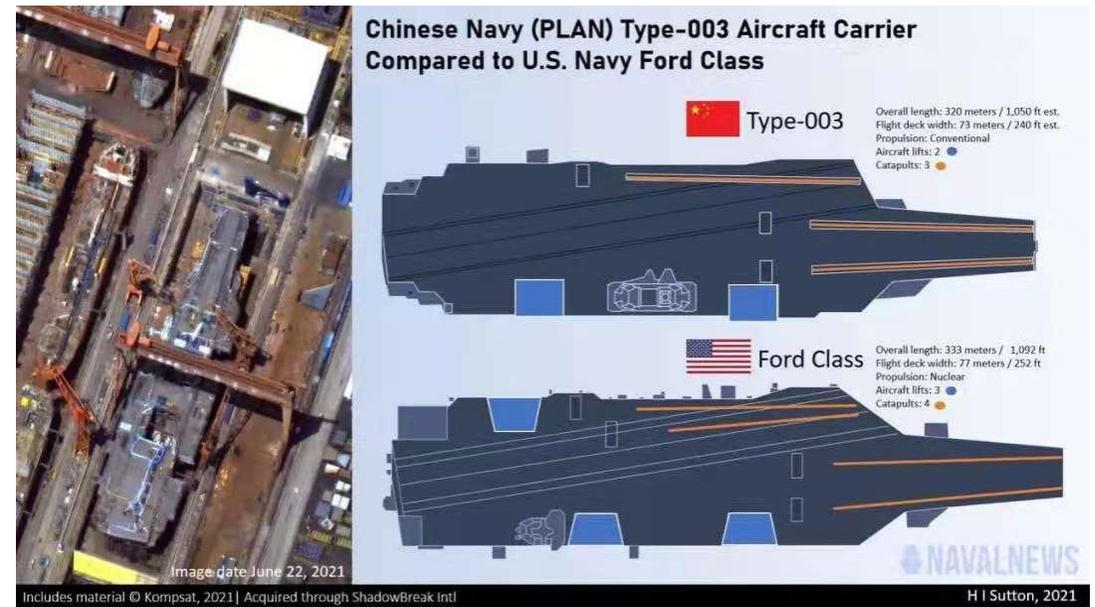
新型舰船的研制持续推进，新型航母主体部分已经接近完成。

图26：习近平同志出席海军舰船入列仪式



资料来源：新华社

图27：美国媒体关注我国新型航母进度



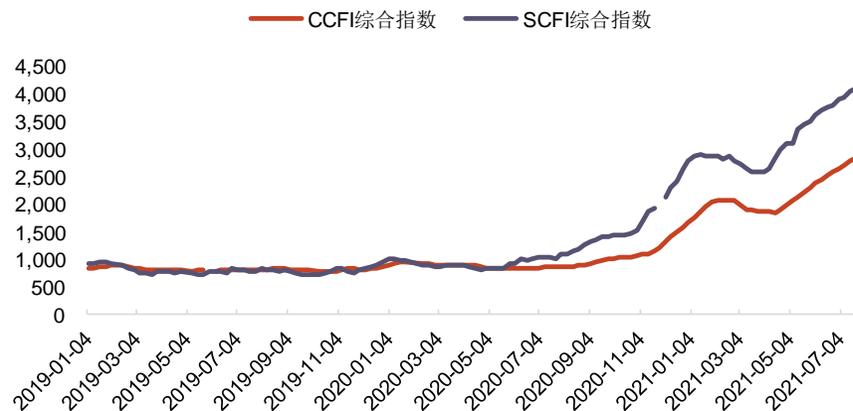
资料来源：环球时报

船舶：航运需求提升明显，海军建设持续推进

集装箱、散货等主力船型市场近期出现明显好转。船东对于补充运力的需求持续提升。

环保要求提升，加速了船舶新老交替的周期。同时，限制排放意味着降速航行，在当前运力需求不断上涨的背景下，航运业需要更多的船舶。

图28：中国出口集装箱运价指数CCFI和上海出口集装箱运价指数SCFI自2020年6月起大幅上涨



资料来源：上海航运交易所，光大证券研究所，统计至2021年7月23日

图29：为满足环保要求，船龄较长的船相比新船将花费更高成本

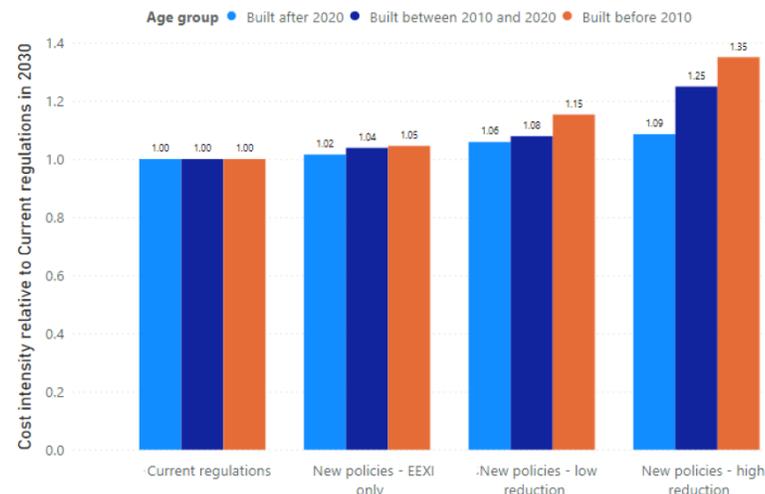


Figure 4-5 Relative cost intensity of ship generations compared to Current regulations in 2030. The cost intensity is set to 1 for each ship generation based on Current regulations in 2030.

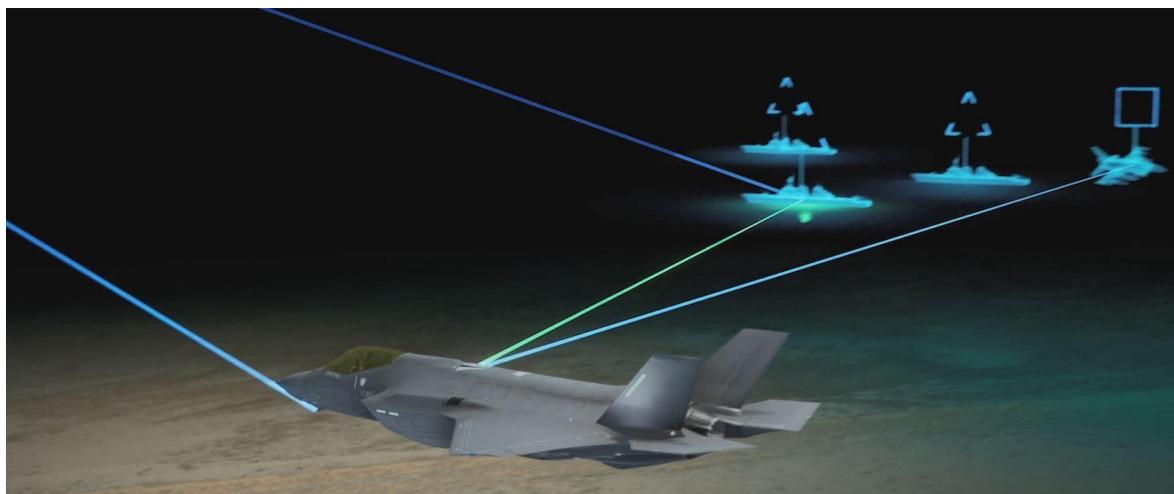
资料来源：IMO MEPC 76/INF.68/Add.1

内循环为主的双循环经济发展模式下，面对西方发达国家对中国在高技术领域的封锁，一方面军工装备的持续生产需要实现国内自主；另外先进的军工技术，也很有可能应用到进口受限的高端民用领域。该逻辑下，有望受益的方向包括军工信息化及电子、军工新材料等。

□ 信息化：国防机械化基本实现后的重要战略目标

国防信息化的产业链主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信等多个领域，涉及标的较多。国防信息化建设的趋势中，我们认为核心方向上的龙头标的增长具有更高的确定性。

图30：通过信息化实现装备互联是未来装备发展的趋势



资料来源：洛克希德·马丁官网

图31：通过信息化手段提升部队训练水平

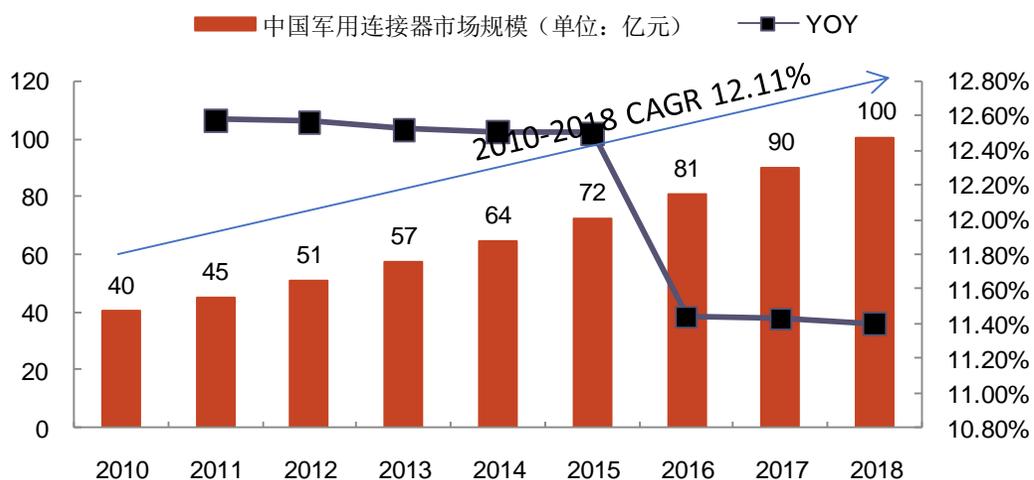


资料来源：航天发展公司公告

电子元器件：电子化、信息化的基石

从电子元器件的市场环境来看，国内的防务领域现代化建设不断加快，市场规模持续扩大。民用领域全球5G建设进入关键期；新能源作为国家战略性新兴产业，中长期成长趋势明确；物联网、人工智能、智能驾驶等新兴领域快速发展，给电子元器件行业发展注入了新动能。

图32：我国军用连接器市场增速远超行业平均水平



资料来源：产业信息网，光大证券研究所

图33：连接器在民用领域市场空间巨大



资料来源：中航光电官网

☐ 电子元器件：电子化、信息化的基石

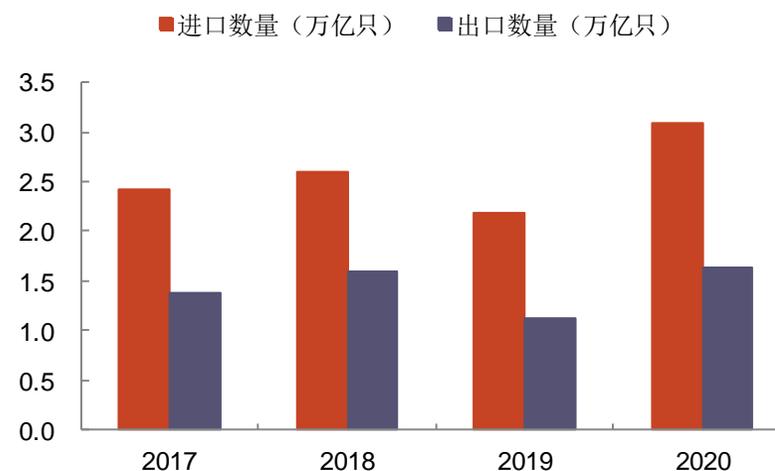
军工电子元器件产品由于其“基石”属性，有望在接下来的几年时间，在军、民领域，国内外市场，迎来重大机遇。另一方面，国内部分电子元器件产品的获取仍有较大比例依赖进口，以较常用的MLCC为例，中国市场需求保持较高速增长，而相关产品进口数量要远高于出口数量。如果未来电子元器件产品自主化水平能够进一步提升，国内厂商有望在市场规模方面的迎来增量。

图34：中国MLCC市场保持快速发展



资料来源：产业信息网，光大证券研究所

图35：2017-2020年，中国MLCC出口数量明显少于进口数量



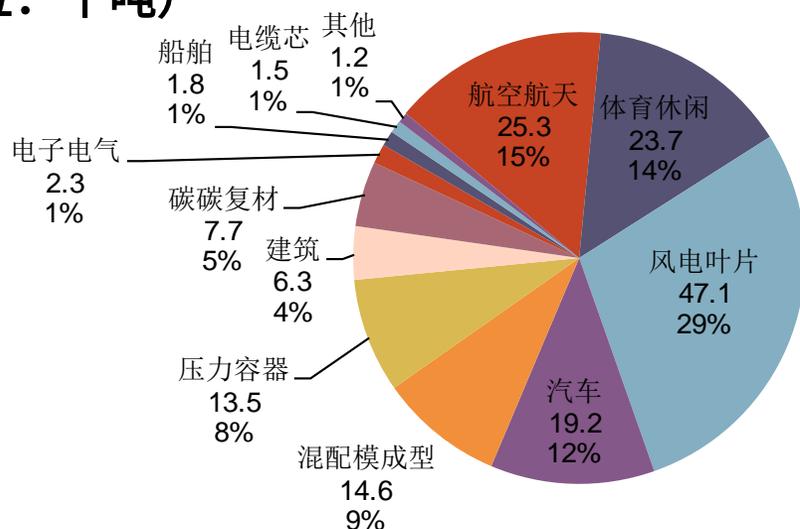
资料来源：产业信息网，光大证券研究所

新材料：碳纤维、钛合金等受益航空、航发需求增长

作为产业链的上游，材料过关是开展一切装备制造的基础。随着国内相关产业的发展，高性能新材料已经逐渐不再是国防武器装备制造的短板。

航空航天是碳纤维复合材料极其重要的应用领域，用量占比较大，而且由于对产品质量要求较高，单价也处于较高水平。

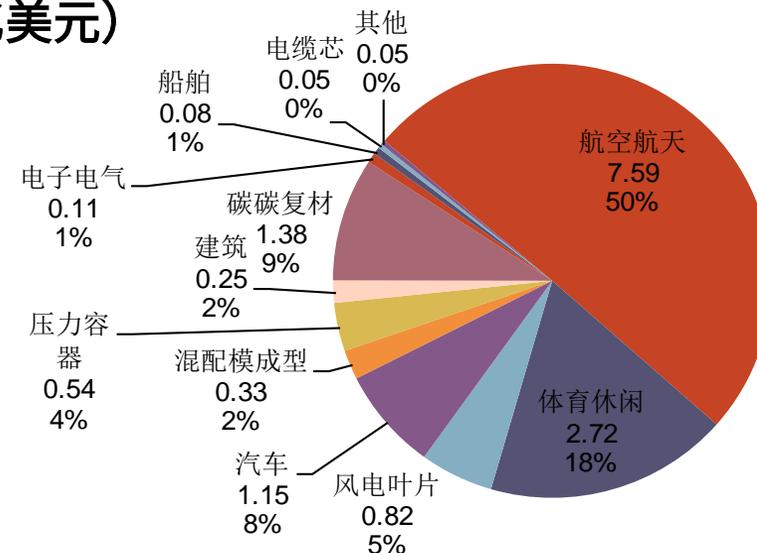
图36：2020年全球各领域碳纤维复合材料需求量
(单位：千吨)



资料来源：2020全球碳纤维复合材料市场报告，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图37：2020年全球各领域碳纤维复合材料市场规模
(单位：十亿美元)

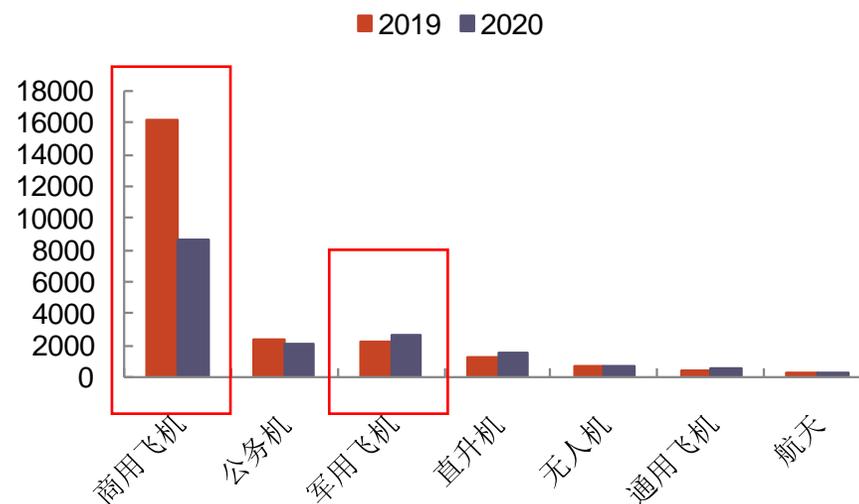
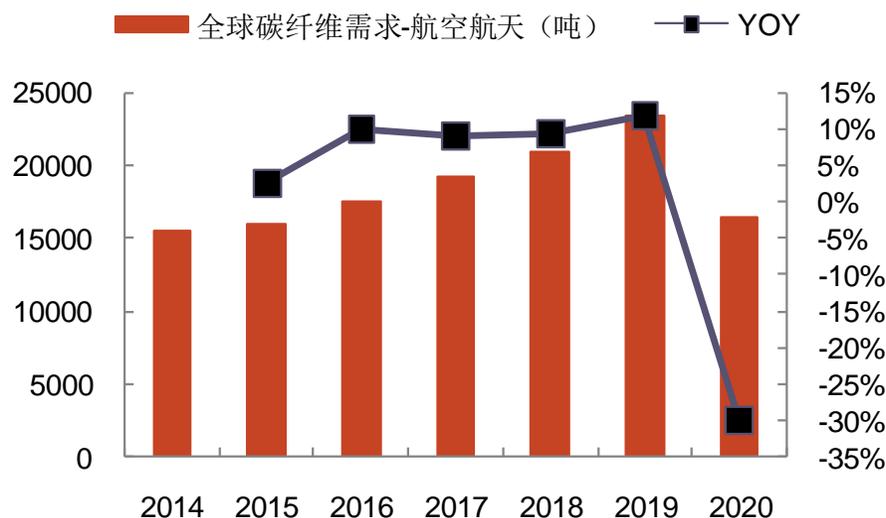


资料来源：2020全球碳纤维复合材料市场报告，光大证券研究所

新材料：碳纤维、钛合金等受益航空、航发需求增长

2020年，全球航空航天领域碳纤维需求出现下降，从各细分领域数据来看，主要因为受到疫情影响，商用飞机方面的需求急剧减少，而军用飞机对于碳纤维的需求仍然保持增加，反映出国防军工领域需求的稳定性和景气度。

图38：全球航空航天领域历年碳纤维需求（单位：吨） 图39：2020年军机用碳纤维需求保持增加（单位：吨）



资料来源：2020全球碳纤维复合材料市场报告，光大证券研究所

资料来源：2020全球碳纤维复合材料市场报告，光大证券研究所

四、投资建议及重点公司

▣ 内外循环拓展主线：

- (1) 信息化及电子子行业推荐中航光电（002179.SZ）、航天发展（000547.SZ）、宏达电子（300726.SZ）、航天电器（002025.SZ），关注振华科技、鸿远电子；
- (2) 新材料子行业推荐中航高科（600862.SH）、光威复材（300699.SZ）、中简科技（300777.SZ）。

▣ 国防建设刚需主线：

- (3) 航空子行业推荐中航沈飞（600760.SH）、航发动力（600893.SH），关注中航重机、爱乐达、应流股份、航亚科技；
- (4) 航天子行业关注宏大爆破；
- (5) 船舶子行业推荐中国船舶租赁（3877.HK）。

■ 防务与民品、国内与国外业务均获突破性进展

2020年公司全力保障防务领域配套交付，重点配套保障大型水陆两栖飞机AG600实现海上首飞，持续进行业务推广，成为国内首家进入商飞合格供方目录的连接器供应商；站稳国内5G市场；新能源汽车领域实现“国际一流、国内主流”转型发展，全年完成多个重点车型项目定点。

■ 业务领域聚焦，运营质量提升

公司业务聚焦于防务、通信、新能源汽车领域。根据2018年数据统计，公司在防务连接器领域的市场占有率约为40%，占据较大份额。公司积极推进通讯与工业业务产品结构和客户结构调整，拓宽应用领域，把握5G发展机遇。新能源汽车业务持续聚焦“国际一流，国内主流”客户，紧抓行业发展机遇，巩固和扩大市场。公司注重研发，通过提升运营质量不断提高利润水平，并通过有序的增资扩产，支撑公司规模稳步提升。

■ 投资建议

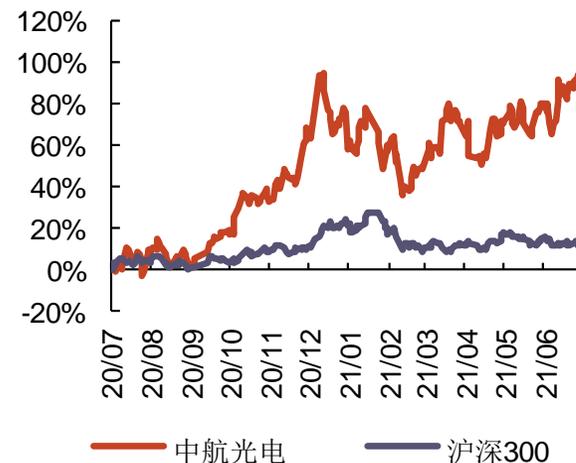
预计2021-2023年EPS分别为1.82、2.24、2.73元，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济波动风险、市场及业务经营风险、管理风险、应收账款增加的风险。

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,305.22	13,010.05	15,938.22
营业收入增长率	12.52%	26.25%	22.51%
净利润（百万元）	1,439.08	2,001.10	2,463.55
净利润增长率	34.36%	39.05%	23.11%
EPS（元）	1.31	1.82	2.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.78%	17.74%	18.75%
P/E	66	48	39
P/B	9.8	8.4	7.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

航天发展 (000547.SZ)

■ 数字蓝军与蓝军装备产品收入占比扩大，整体毛利率提升

数字蓝军与蓝军装备产品20年收入同比提升20%，整体收入占比由19年的38.83%提升至42.42%，毛利率提升1.9PCT。作为公司最为主要的业务，数字蓝军与蓝军装备产品收入占比及毛利率的提升，带动公司整体毛利率同比提升0.91PCT。

■ 注重加强研发，整体期间费用率下降

20年研发费用同比提升4.3%，研发人员数量增加140人，数量同比增长14.77%。销售、管理等费用率同比下降，整体期间费用率同比下降1.15PCT。

■ 蓝军、通信、网安等业务方向在“十四五”阶段有望持续高速发展

各军兵种、国防工业部门及相关行业单位对电子蓝军设备系统及仿真系统的需求不断加大。5G通信作为新一代移动通信技术，将赋能各行各业，万物互联将成为未来信息网络发展的趋势。复杂多变的国际形势促使网络空间安全的产业发展格局主动转变。

■ 投资建议

预计公司21-23年EPS分别为0.70/0.87/1.06元人民币。维持公司“买入”评级。

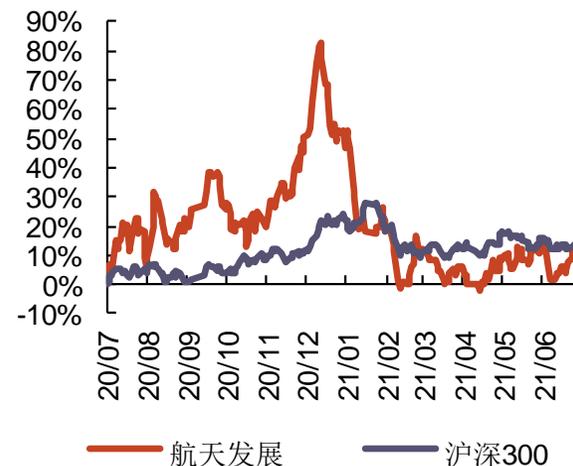
■ 风险提示：并购重组风险、市场竞争风险、收入及利润无法及时确认风险、新产业风险、多项业务实现有效协同风险。

请务必参阅正文之后的重要声明

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,436.05	5,455.95	6,593.16
营业收入增长率	9.82%	22.99%	20.84%
净利润（百万元）	807.85	1,117.94	1,390.64
净利润增长率	19.63%	38.39%	24.39%
EPS（元）	0.50	0.70	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.58%	11.78%	12.87%
P/E	39	28	23
P/B	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

宏达电子 (300726.SZ)

■ 高可靠领域“十三五”顺利收官，“十四五”景气度持续

2020年为“十三五”阶段最后一年，高可靠项目订单出现大规模释放。从预付账款及存货来看，公司业务的景气程度将在2021即“十四五”阶段的开局之年得以延续。

■ “非钽”业务实现有效拓展

随着公司不断拓展非钽电容产品市场，经过几年的推广铺垫，市场逐渐打开，非钽电容产品如瓷介电容器、电源模块等业务收入规模快速提升；并且在钽电容业务收入以较高增速增长的同时，实现了收入占比的持续提升。

■ 军转民、国产化替代乃是军工电子乃至军工行业增长的重要逻辑

由于人工智能、虚拟现实、5G通信、电动汽车等行业需求的激增，以及疫情未得到有效控制使海外供应链产能受限，大量配套订单转向国内厂商，民用电子元器件需求急剧上升。

■ 投资建议

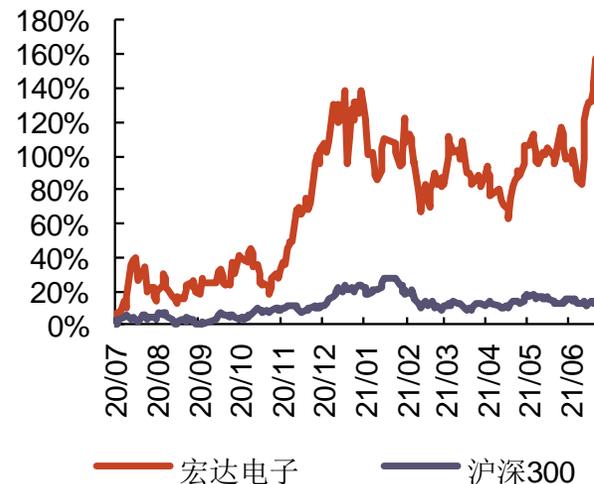
预计公司21-23年EPS分别为1.66/2.23/2.87元人民币。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：高可靠产品销量不及预期的风险；高可靠产品毛利率下降的风险；国外疫情逐渐得到控制后竞争对手产能恢复导致民品价格回落、毛利率下降的风险；新产品市场拓展进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,400.86	1,884.89	2,462.82
营业收入增长率	65.97%	34.55%	30.66%
净利润（百万元）	483.78	665.61	890.83
净利润增长率	65.12%	37.58%	33.84%
EPS（元）	1.21	1.66	2.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.89%	24.52%	25.31%
P/E	68	50	37
P/B	15.6	12.2	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

■ 20年公司营业总收入同比实现较快增长

2020年受益于国防装备、通信、消费电子、大数据、轨道交通等行业需求稳定增长，同时公司积极克服疫情冲击等不利因素影响，重点市场占有率持续提升，全年产品订货、营业收入实现较快增长。

■ 20年毛利率因疫情等原因同比下降，后续有望提升

2020年公司产品生产所需材料价格上涨，疫情防控物资支出、供应链保障及物流费用增加，使毛利率同比小幅下降0.49PCT。随疫情缓和经营活动恢复正常，毛利率有望提升。

■ 积极准备后续生产，显示下游需求的高景气度

公司20年期末应收账款同比增长22.54%，存货同比增长25.97%，预付账款同比增长27.50%；合同负债同比增长60.71%；反映出公司在积极备货以准备开展后续的生产任务。

■ 投资建议

预计公司21-23年EPS分别为1.34/1.71/2.16元人民币。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济波动风险、市场或业务经营风险、管理风险、应收账款增加的风险。

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,218.41	5,386.53	6,658.67
营业收入增长率	19.38%	27.69%	23.62%
净利润（百万元）	433.59	576.54	732.22
净利润增长率	7.80%	32.97%	27.00%
EPS（元）	1.01	1.34	1.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.73%	14.80%	16.20%
P/E	59	45	35
P/B	7.6	6.6	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

中航高科 (600862.SH)

■ **下游需求旺盛，公司航空复合材料业务收入利润持续高速增长**
公司作为国内高性能预浸料最为主要的供应商，开展航空复合材料业务的子公司航空工业复材2020全年实现营业收入26.70亿元，同比增长37.21%；实现利润总额5.84亿元，同比增长69.07%；实现净利润4.97亿元，同比增长66.92%。

■ 民机复合材料技术创新取得进展

2020年，公司在民机复合材料领域，C919、CRJ929、AG600等多个型号的项目上取得了进展和突破。

■ 复合材料业务毛利率持续提升，公司期间费用比率实现优化

公司复合材料业务随着生产规模的扩大以及公司管理水平及生产效率的提升，毛利率水平逐步提升，从2015年的24%提升至2020年的32%。2020年，公司销售、管理、财务等费用率全面下降，三项费用率相比2019年总计下降3.1个PCT。

■ 投资建议

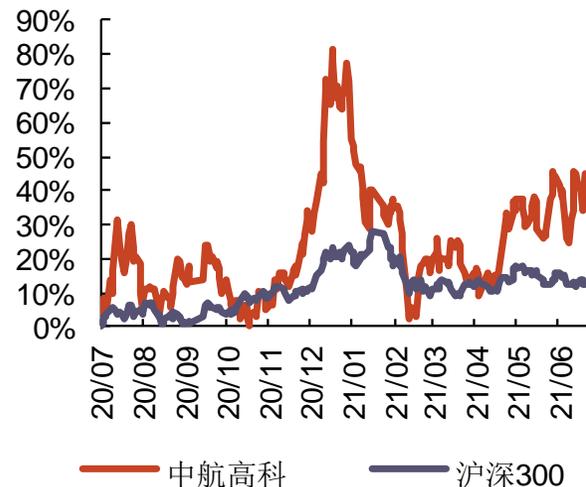
预计公司21-23年EPS分别为0.46/0.61/0.79元人民币。维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：国防事业及民用航空市场需求受国家政策及宏观经济波动影响的风险；市场竞争导致优势地位下降的风险；技术创新速度不及预期的风险。**

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,911.74	3,963.29	5,182.73
营业收入增长率	17.72%	36.11%	30.77%
净利润（百万元）	430.90	639.87	854.15
净利润增长率	-21.88%	48.50%	33.49%
EPS（元）（按最新股本计）	0.31	0.46	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.84%	13.09%	15.39%
P/E	111	74	56
P/B	11	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

光威复材 (300699.SZ)

■ 2020年碳纤维板块研发及市场拓展顺利

产品研发方面，各款T800级、T1000级以及高强高模系列碳纤维在国防及高端装备应用中的产品准备和应用验证得到推进。市场拓展方面，公司积极推动TZ700S产品的应用市场开发，全年在建筑补强、气瓶等一般工业和高端装备领域对外实现销售超过千吨，碳纤维及织物业务实现销售收入10.78亿元，同比增长35.11%。

■ 综合毛利率呈上升趋势

从公司整体来看，2020年毛利率相比2019年提升了1.8PCT，主要原因是毛利率相对较高的碳纤维及织物业务收入占比提升，毛利率较低的风电碳梁业务收入占比下降。

■ 加大研发力度，整体费用率略有提升

2020年研发费用率相比2019年提升了1.88PCT，2020年销售、管理费用率同比下降，整体费用率相比2019年略提升0.74PCT。

投资建议

预计公司21-23年EPS分别为1.59/2.02/2.40元人民币。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：

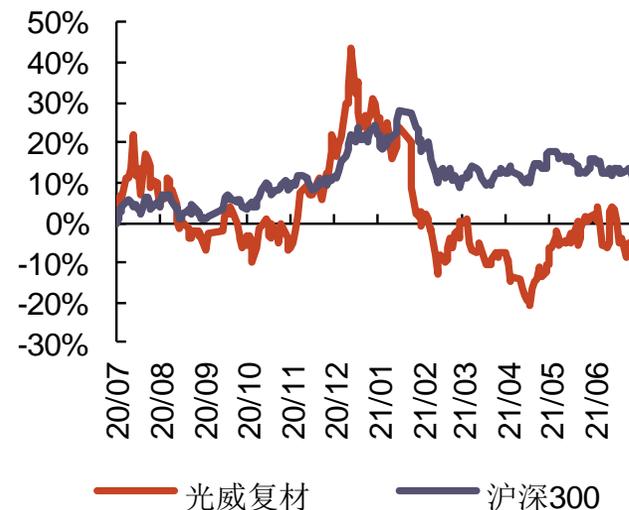
军品价格可能下调导致盈利能力下降的风险；新产品研发及新市场拓展进度不及预期的风险；市场竞争导致订单减少的风险；疫情控制情况不及预期导致公司海外业务减少的风险。

请务必参阅正文之后的重要声明

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,115.52	2,608.80	3,204.60
营业收入增长率	23.36%	23.32%	22.84%
净利润（百万元）	641.71	823.62	1,046.35
净利润增长率	22.98%	28.35%	27.04%
EPS（元）（按最新股本计）	1.24	1.59	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.65%	19.61%	21.29%
P/E	58	45	36
P/B	10	9	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

中简科技 (300777.SZ)

■ 产、销同比大幅上涨，重大合同顺利完成

公司销售产品主要为高性能碳纤维及碳纤维织物，2020年产量114.08吨，同比增长25.90%；销量116.16吨，同比增长45.47%。公司在20年与客户A签订的金额为26,465.8万元的重大合同当期已全部执行完毕，后续合同的签订正在按计划有序推进。

■ 客户集中度较高显示产品获得客户深度认可

公司生产的高性能碳纤维已通过航空航天产品验证，成为了国内航空航天企业集团的批量稳定供应商。2020年，公司来自于前五名客户的销售收入占公司营业收入的99.61%。

■ 核心业务收入、毛利率继续提升，经营活动现金流大幅增加

公司最为核心的业务碳纤维业务20年收入实现了85.27%的同比增长，达到3.29亿元，收入占比为84.56%；毛利率提升2.34PCT达到84.15%。主要由于2020年销售回款增加，使2020年经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长162.60%，达到2.98亿元。

■ 投资建议

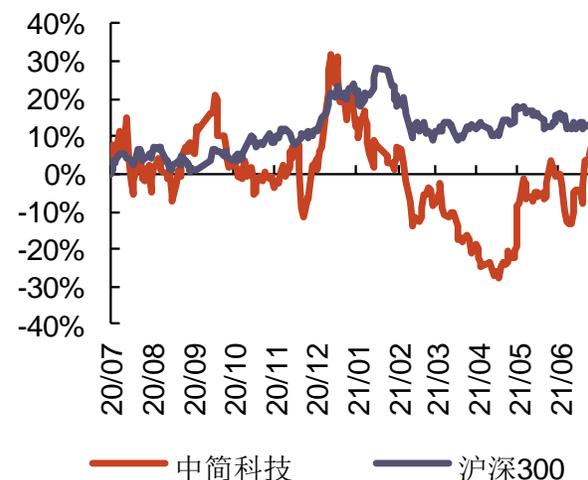
预计公司2021-2023年EPS分别为0.85/1.26/1.63元。维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：客户集中的风险；产品市场开发的风险；军品价格调整的风险；毛利率波动的风险；应收账款回收的风险；市场竞争的风险等。

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	389.52	600.69	896.47
营业收入增长率	66.14%	54.21%	49.24%
净利润（百万元）	232.34	339.46	504.01
净利润增长率	70.09%	46.10%	48.47%
EPS（元）（按最新股本计）	0.58	0.85	1.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.61%	22.90%	26.19%
P/E	94	65	43
P/B	18	15	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

■ “十三五”圆满收官，“十四五”聚力推进

2020年公司全力打赢科研生产经营与疫情防控“双线”战役，圆满完成了各项计划任务，实现“十三五”圆满收官。多重积累有望帮助公司更为顺利的推进“十四五”阶段的科研生产工作。

■ 提升管理，重视研发

2020年管理费用因疫情影响同比减少8.38%；销售费用因销售人员薪酬增加同比增长10.31%；研发费用由于加大研发投入，同比增长31.72%。整体费用率保持下降，体现了公司提升管理的效果。

■ 政府补助+转让民机资产提升净利润增幅

2020年公司归母净利润实现68.63%较大同比增长的主要原因为2020年全资子公司沈飞公司确认政府补助4.21亿元，以及协议转让沈飞公司所持有的中航沈飞民用飞机有限责任公司32.01%股权，确认投资收益1.35亿元。

■ 投资建议

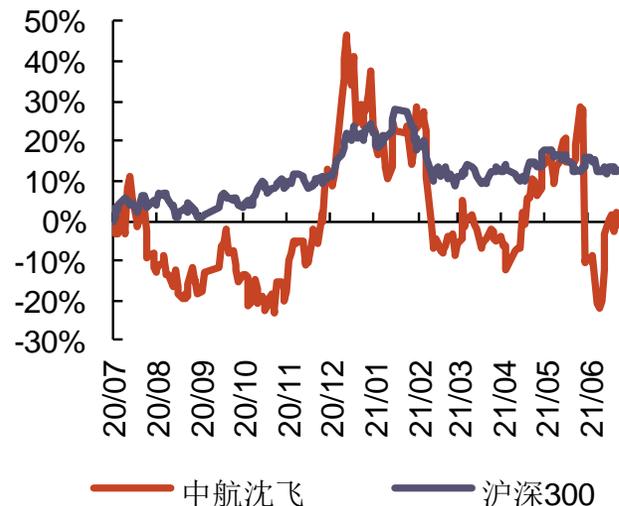
预计公司2021-2023年EPS分别为0.82 /1.01 /1.21元。维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：国防事业及民用航空市场需求受国家政策及宏观经济波动影响的风险；技术创新速度不及预期的风险；供应链部分环节产能不足影响整机制造进度的风险

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,315.91	32,206.92	39,244.49
营业收入增长率	14.96%	17.91%	21.85%
净利润（百万元）	1,480.20	1,613.05	1,988.87
净利润增长率	68.63%	8.98%	23.30%
EPS（元）	0.75	0.82	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.59%	14.12%	15.24%
P/E	94	86	70
P/B	10	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

航发动力 (600893.SH)

■ 主业实现较快增长，外贸业务受疫情影响明显

2020年公司主营业务三大板块中，航空发动机及衍生产品收入实现较快增长，主要受益于军机发动机需求提升带动产品交付及修理业务增加，实现收入262亿元，同比增长18.79%；外贸出口因受新冠疫情影响，存在客户推迟提货或取消订单的情况，实现收入15亿元，同比减少41.41%

■ 提升管理，重视研发

2020年公司销售费用同比降低7.35%，管理费用同比降低10.89%，研发费用同比增长6.38%，财务费用同比降低26.93%。整体期间费用率同比下降2.54PCT。

■ 积极备货，反映行业景气度

2020年报资产负债表中，应收票据年末较年初增长115.42%，应付票据年末较年初增长27.45%，反映公司正在积极备货，为后续的生产做准备。

投资建议

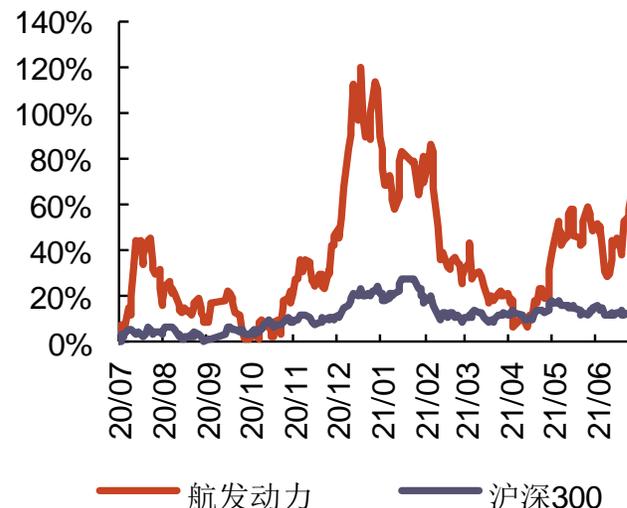
预计公司21-23年EPS分别为0.53/0.63/0.76元人民币。维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：技术创新速度不及预期的风险；市场竞争导致优势地位下降的风险；国际业务受中美贸易摩擦、新冠疫情影响的风险。

业绩预测和估值指标

财报货币：人民币	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,632.62	35,120.34	42,484.76
营业收入增长率	13.57%	22.66%	20.97%
净利润（百万元）	1,145.99	1,415.71	1,675.82
净利润增长率	6.37%	23.54%	18.37%
EPS（元）（按最新股本计）	0.43	0.53	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.17%	3.81%	4.36%
P/E	137	111	94
P/B	4	4	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

中国船舶租赁 (3877.HK)

■ 处于高速成长期，净利润快速增长

2020年，公司实现主营业务收入18.62亿港元，同比减少18.86%；实现净利润11.14亿港元，同比增长24.81%，2016-2020年净利润保持较快增速，CAGR达到26.70%。

■ 逆周期战略+厂商系背景，优化管理稳步向前

公司采用逆周期战略，在船舶市场低迷的阶段较低的价格获取了优质资产，并积累了优质客户。而隶属中国船舶集团的厂商系背景使公司在船舶专业知识技能与相关资源方面极具优势，能够及时把握业务机会，并存在与集团其他企业协同为客户提供一站式服务的可能性。通过提升管理，公司业绩实现较快增长，而且有意愿维持稳定的高分红政策。

■ 投资建议

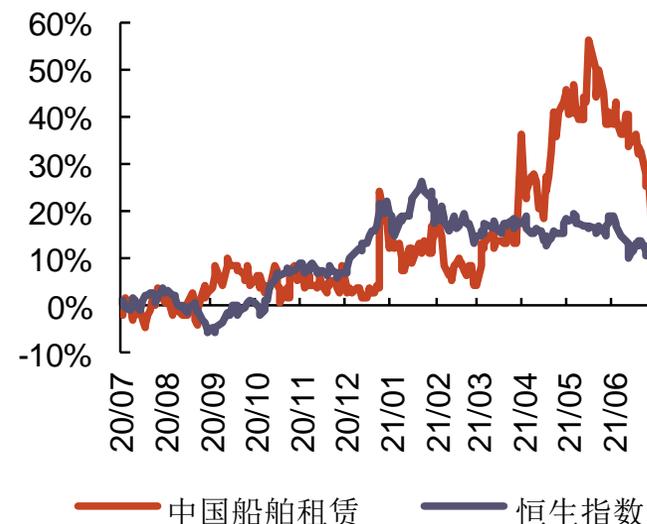
预计公司21-23年EPS分别为0.23/0.27/0.32港元。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：应收贷款质量降低风险；利率波动的风险；客户付款违约的风险；外汇汇率波动风险；海事业高度周期性可能带来的风险；全球租赁行业的竞争风险。

业绩预测和估值指标

财报货币：港元	2020	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	1,861.6	2,149.3	2,529.2
营业收入增长率	-18.9%	15.5%	17.7%
归母净利润（百万港元）	1,108.5	1,388.1	1,649.8
归母净利润增长率	25.5%	25.2%	18.9%
EPS（港元）	0.18	0.23	0.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.4%	14.2%	15.4%
P/E	6.64	5.30	4.46
P/B	0.82	0.75	0.69

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日



资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日

-  (1) 研发速度不及预期的风险：军工产品技术复杂、涉及知识技术领域广，研发进展存在不及预期的可能。
-  (2) 市场竞争导致营收及利润下降的风险：国内军工市场逐步降低准入资质要求，使得竞争愈发激烈。从业企业有可能因缺乏竞争力导致市场份额降低，营收及利润下降。
-  (3) 政策调整风险：国家对未来形势的判断和指导思想决定了军工行业的发展前景。军工企业产销规模与国家国防政策密切相关，若国家调整国防政策，改变国防投入规模，会直接影响到行业产销规模。
-  (4) 主要原材料价格波动风险：军工企业大多为制造业企业，受宏观经济及供需情况变化，以及新冠肺炎疫情影响，生产所需的主要原材料价格可能出现波动，对生产经营构成风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



军工研究团队

王锐

 执业证书编号：S0930517050004

 电话：010-56513153

 邮件：wangrui3@ebscn.com

联系人：刘宇辰



 电话：021-52523865

 邮件：liuyuchen0@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。