



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：qiujb@avicsec.com

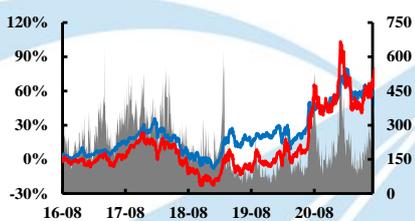
## 军工行业周报：大河水涨小河满

行业分类：军工

2021年8月7日

|                   |         |
|-------------------|---------|
| 行业投资评级            | 增持      |
| 基础数据 (2021.08.06) |         |
| 中证军工龙头指数          | 4376.88 |
| 近一周涨跌幅            | +8.86%  |
| 军工行业 PE           | 72.24   |
| 军工行业 PB           | 3.69    |

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 (+8.86%)，行业 (申万) 排名 (1/28)；  
上证综指 (+1.79%)，深证成指 (+2.45%)，创业板指 (+1.47%)；  
**涨幅前五**：霍莱沃 (+29.93%)、航天彩虹 (+29.89%)、广联航空 (+29.62%)、钢研高纳 (+29.50%)、西菱动力 (+26.64%)；  
**跌幅前五**：金信诺 (-5.48%)、睿创微纳 (-4.16%)、旋极信息 (-2.85%)、新雷能 (-2.49%)、苏试试验 (-2.31%)。

### 重要事件及公告

7月30日，国资委官网正式公布了《国有重点企业管理标杆创建行动标杆企业、标杆项目和标杆模式名单》。航空工业成飞、航空工业自控所两个企业，以及“适用航空工业发展趋势的战略规划体系”、“基于航空工业特点的薪酬管理体系”两个项目入选国资委“三个标杆”名单。

8月2日，《财富》世界500强排行榜单正式发布，中国航空工业集团有限公司以669.6亿美元的营业收入排名第140位，连续第13年入榜，入榜名次较2020年前进23位。其他中国军工企业排名如下：中国兵器工业集团有限公司 (排名第127位)、中国船舶集团有限公司 (排名第240位)、中国航天科技集团有限公司 (排名第307位)、中国航天科工集团有限公司 (排名第320位)、中国电子信息产业集团有限公司 (排名第334位)、中国兵器装备集团有限公司 (排名第351位)、中国电子科技集团有限公司 (排名第354位)、中国核工业集团有限公司 (排名第371位)。

8月2日，深南电路发布非公开发行A股股票预案，本次非公开发行股票的对象为包括中航产投在内的不超过35名特定投资者，募集资金不超过25.5亿元，18亿元用于高阶倒装芯片用IC载板产品制造项目，7.5亿元用于补充流动资金。其中，关联方中航产投拟以现金方式认购本次非公开发行股票金额1.50亿元。

8月3日，博云新材披露非公开发行股票发行情况及上市公告书，确定此次发行价格为6.20元/股，发行数量101,789,774股，募集资金总额约6.31亿元，国家军民融合产业投资基金获配3740.268万股，2.32亿元。

8月4日，美国国防安全合作局 (DSCA) 4日宣布，美国国务院已核准对台湾出售40门M109A6自行火炮、20辆M992A2系列野战炮兵弹药补给车、一套先进的野战炮兵战术数据系统 (AFATDS) 等，总额约7.5亿美元。这是拜登政府上任以来首度宣布对台军售。

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

8月4日，苏试试验发布公告，申请向特定对象发行股票获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过。

8月5日，菲利华发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予的限制性股票总量为850万股，占公司股本总额的2.52%。其中，首次授予限制性股票774.40万股，首次授予的激励对象总人数为397人，授予价格为26.54元/股。

8月6日，航空工业成飞发布2020年社会责任报告，2020年实现营业收入411.69亿元，净利润15.38亿元，EVA15.61亿元。

8月6日，中航科工发布公告，在审慎考虑市场状况和公司实际情况等多种因素后，公司决定终止探讨研究建议发行A股的计划。于该公告日，公司尚未向中国相关证券监管机构提出正式上市申请以批准建议发行A股。

## ➤ 投资建议

### 一、核心观点

本周军工行业涨幅第1。疫情反扑、外资撤离、政策限制等诸多不利因素纷沓而来，消费、互联网、教育等行业一时之间陷入了较为艰难的境地。反观军工，相比其余行业，疫情影响甚微、业绩长势喜人、政策倾力支持，“价值投资”的资金开始关注并涌入到军工行业。如此而来，虽然经历了外资集中撤退、产业资本陆续减持、获利资金部分兑现，却对军工的势如破竹几乎毫无影响。

我们的观点是：行业基本面高度景气，是无疑的，也是过去较长时间内，专业投资者预期之内的；当下的强势表现，更多地是由于越来越多的资金在“别无选择”的境况下，开始关注并且意识到军工行业的基本面“竟然”如此之强劲，买“茅台”者逐步青睐军工；而无论是“茅指数”还是“宁组合”，过去较长时间内，军工的身影是被忽视的，于是乎当下对军工行业高景气的一致预期者不断增加，资金的流入推动着行情的上涨，然而军工行业尚且缺乏如茅台、宁德等万亿公司，资金容量暂时有限，于是乎，资金也开始流入若干“洼地”，表现上看，呈现出“大河水涨小河满”，板块内的“洼地”开始回填，行情轮动以致全面开花。

本周内轮动和蔓延的若干表现：

- ① **主机厂的轮动**，由中航沈飞、航发动力，领跑接力棒交至中航西飞、航天彩虹、中直股份；
- ② **子行业的轮动**，沉寂已久的船舶板块大涨，如中国船舶、中国海防；
- ③ **产业链内的轮动**，如航空工业由主机厂到中航电子、中航机电等配套，碳纤维由中简科技到光威复材，高温合金由抚顺特钢到钢研高纳；

④ **A、H股的轮动**，中航科工开始大涨。

除此之外还有若干值得注意的现象：

- ⑤ **本周，共计 15 家公司创历史新高**（不考虑次新股）：鸿远电子、紫光国微、振华科技、景嘉微、派克新材、华测导航、西部超导、航锦科技、昊华科技、图南股份、应流股份、中航光电、铂力特、抚顺特钢、钢研高纳。**7月以来，共计 22 家公司创历史新高**（不考虑次新股）：火炬电子、鸿远电子、和而泰、紫光国微、泰和新材、振华科技、景嘉微、派克新材、华测导航、西部超导、航锦科技、新雷能、昊华科技、宏达电子、图南股份、应流股份、中航光电、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，紫光国微超千亿元市值，抚顺特钢涨幅两年五倍，中航沈飞创出新高。
- ⑥ 2016 年以来，军工行业周成交量明显放大出现三次，第一次是 2020 年 8 月，第二次是 2021 年 1 月，近期军工板块的周成交量开始呈现放大趋势，但尚未达到 2020 年 8 月的高点。

从抚顺特钢、紫光国微、中航沈飞周五的表现看，当前市场似乎出现了较大的分歧。我们认为，本月需要密切关注的是航发动力、中航沈飞等主机厂中报业绩情况，尽管当前种种迹象都表明，主机厂业绩大概率拐点向上，然而业绩当期的确认进度、利润率提升幅度等，都可能是影响主机厂短期业绩的潜在因素。

**北上资金“撤退”：对军工是短期扰动，军工定价权当前主要掌握在国内投资者手中，且当前北上资金持股比例已较低**

近期，受到教育行业“双减”政策叠加科技行业反垄断、中美会谈期间对中美冲突加剧的担忧深化等因素影响，A 股市场整体出现了大幅调整。军工行业也同样难以幸免。然而我们认为，外资“撤退”，对军工行业的影响更多是情绪上的冲击造成的“内卷”，且当前影响已较为有限，理由如下：

- ① 港股通的开通，以及 MSCI 的持续扩容后，北上资金持续增持军工行业，但中美关系终结了这一增长趋势，继 2020 年 11 月和今年 6 月，美国两次发布“中国涉军企业投资禁令名单”后，军工外资持股整体呈现下降趋势，由最高时北上资金军工持仓自由流通市值占比 2.69%，降到当前 1.81%，总市值占比当前不足 1%，整体影响已有限；
- ② 对于个股来说，长期来看，股价表现和其基本面更为相关，如中航

光电北上资金持股，最高时可占其总市值的 10.09%，当前只有 1.50%，北上资金一路减持，但无妨其股价不断新高；

- ③ 军工行业同个别其余行业不同，定价权当前主要掌握在国内投资者手中。

#### 基本面情况：有望迎来最佳中报季，航空、北斗尤佳

- ① 军工板块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。截至 2021 年 8 月 6 日，军工板块已有 82 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报。不考虑上市未满一年的公司，53 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 59%。
- ② 航空方面，截至 2021 年 8 月 6 日，在我们重点关注的上市公司中，已有 32 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报，不考虑上市未满一年的公司，23 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 94%，下限中位数为 67%，高于军工板块平均水平。
- ③ 航空工业成飞 2020 年实现营业收入 411.69 亿元，净利润 15.38 亿元，EVA15.61 亿元。在“十三五”期间实现营业收入 1352.8 亿元，是“十二五”的 2.2 倍；实现利润 49.86 亿元，是“十二五”的 2.3 倍；净资产总额 134.39 亿元，是“十二五”末的 1.46 倍。相较于 2019 年，航空工业成飞 2020 年净利润增长 8.9%，利润总额增长 42.7%，营业收入利润率增长 42.6%，资产负债率下降 2.5%，全员劳动生产率增长 11.3%，研发投入强度增长 3%。利润总额和营业收入利润率的大幅增长显示航空工业成飞的利润体量和盈利能力在“十三五”的收官之年均大幅提升，为“十四五”期间的大规模列装打下坚实基础。
- ④ 北斗领域，截至 2021 年 8 月 6 日，已有 12 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报，不考虑上市未满一年的公司，9 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 96%，下限中位数为 76%，高于军工板块平均水平。

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、外资减持等因素，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

本周军工板块有几个迹象是值得重视的。

#### ① 大涨行情轮动，资金涌入填补“洼地”

本周军工板块出现行情轮动，主要表现为以往中航沈飞的领涨接力棒传递到第二梯队的航天彩虹、中航西飞和中直股份手中；航空板块的景气行情向船舶板块蔓延；产业链同一环节的公司轮番大涨；A股向港股轮动。我们推测，近期军工板块的景气度持续向好，在部分个股达到历史行情顶峰之后，涌入的资金开始填补“洼地”，寻找其他个股机会。

具体而言，截至8月6日收盘，周涨跌幅方面：

- ① 航天彩虹 (+29.89%)、中航西飞 (+15.12%)、中直股份 (+12.40%)、中航沈飞 (+10.01%)，以往军工板块的大涨均是主机厂领头羊中航沈飞领涨，本周领涨的则是第二梯队的中航西飞、中直股份和航天彩虹；
- ② 中国海防 (+21.29%)，中国船舶 (+12.78%)，在航空板块经历了一段时间的景气行情之后，船舶板块也开始轮动；
- ③ 钢研高纳 (+29.50%)，光威复材 (+19.45%)，抚顺特钢 (+9.87%)，中简科技 (+8.05%)，抚顺特钢和中简科技在经历几番大涨之后增势有所放缓，而位于产业链同一环节的钢研高纳和光威复材则开始冒尖，行情景气度在产业链同一环节的公司之间轮动。
- ④ 中航科工 (+14.60%)，中证军工龙头指数 (+8.86%)，A股军工板块的景气度向港股轮动。

#### ② 本周，15家公司创出历史最高，7月以来，22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，共计15家公司创历史新高（不考虑次新股）：鸿远电子、紫光国微、振华科技、景嘉微、派克新材、华测导航、西部超导、航锦科技、昊华科技、图南股份、应流股份、中航光电、铂力特、抚顺特钢、钢研高纳。7月以来，共计22家公司创历史新高（不考虑次新股）：火炬电子、鸿远电子、和而泰、紫光国微、泰和新材、振华科技、景嘉微、派克新材、华测导航、西部超导、航锦科技、新雷能、昊华科技、宏达电子、图南股份、应流股份、中航光电、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，紫光国微超千亿美元，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，超千亿美元，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：本周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  | 603267.SH | 鸿远电子 | 2019-05-15 |
| 2  | 002049.SZ | 紫光国微 | 2005-06-06 |
| 3  | 000733.SZ | 振华科技 | 1997-07-03 |
| 4  | 300474.SZ | 景嘉微  | 2016-03-31 |
| 5  | 605123.SH | 派克新材 | 2020-08-25 |
| 6  | 300627.SZ | 华测导航 | 2017-03-21 |
| 7  | 688122.SH | 西部超导 | 2019-07-22 |
| 8  | 000818.SZ | 航锦科技 | 1997-10-17 |
| 9  | 600378.SH | 昊华科技 | 2001-01-11 |
| 10 | 300855.SZ | 图南股份 | 2020-07-23 |
| 11 | 603308.SH | 应流股份 | 2014-01-22 |
| 12 | 002179.SZ | 中航光电 | 2007-11-01 |
| 13 | 688333.SH | 铂力特  | 2019-07-22 |
| 14 | 600399.SH | 抚顺特钢 | 2000-12-29 |
| 15 | 300034.SZ | 钢研高纳 | 2009-12-25 |

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 8 月 6 日）

图表 2：7 月以来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  | 603678.SH | 火炬电子 | 2015-01-26 |
| 2  | 603267.SH | 鸿远电子 | 2019-05-15 |
| 3  | 002402.SZ | 和而泰  | 2010-05-11 |
| 4  | 002049.SZ | 紫光国微 | 2005-06-06 |
| 5  | 002254.SZ | 泰和新材 | 2008-06-25 |
| 6  | 000733.SZ | 振华科技 | 1997-07-03 |
| 7  | 300474.SZ | 景嘉微  | 2016-03-31 |
| 8  | 605123.SH | 派克新材 | 2020-08-25 |
| 9  | 300627.SZ | 华测导航 | 2017-03-21 |
| 10 | 688122.SH | 西部超导 | 2019-07-22 |
| 11 | 000818.SZ | 航锦科技 | 1997-10-17 |
| 12 | 300593.SZ | 新雷能  | 2017-01-13 |
| 13 | 600378.SH | 昊华科技 | 2001-01-11 |
| 14 | 300726.SZ | 宏达电子 | 2017-11-21 |
| 15 | 300855.SZ | 图南股份 | 2020-07-23 |
| 16 | 603308.SH | 应流股份 | 2014-01-22 |
| 17 | 002179.SZ | 中航光电 | 2007-11-01 |
| 18 | 688333.SH | 铂力特  | 2019-07-22 |

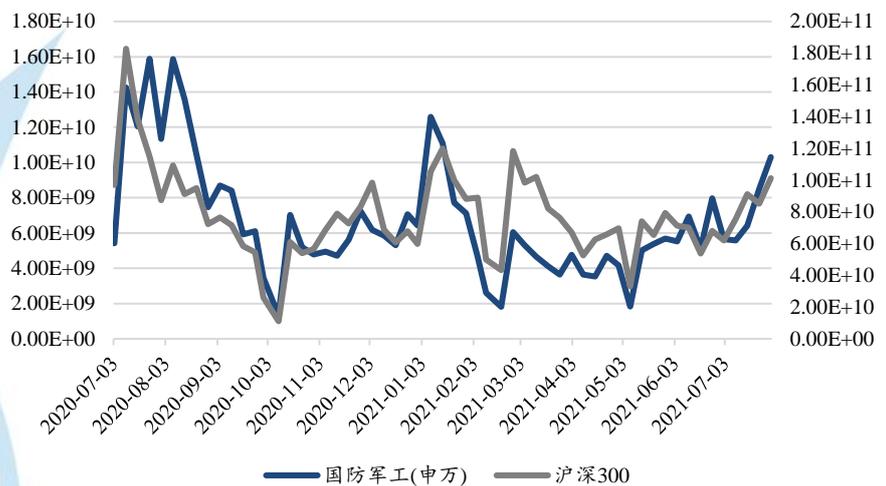
| 序号 | 证券代码      | 公司名称 | 上市日期       |
|----|-----------|------|------------|
| 19 | 600399.SH | 抚顺特钢 | 2000-12-29 |
| 20 | 300034.SZ | 钢研高纳 | 2009-12-25 |
| 21 | 300581.SZ | 晨曦航空 | 2016-12-20 |
| 22 | 600760.SH | 中航沈飞 | 1996-10-11 |

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 8 月 6 日)

### ③ 成交量开始放大, 但尚未达到去年高点

2016 年以来, 军工行业周成交量明显放大出现三次, 第一次是 2020 年 8 月, 第二次是 2021 年 1 月, 近期军工板块的周成交量开始呈现放大趋势, 但尚未达到 2020 年 8 月的高点。

图表 3: 近一年国防军工(申万)周成交量走势



数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 8 月 6 日)

## 2、航空产业链中报业绩捷报频传, 高于军工板块平均水平

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。业绩方面, 截至 2021 年 8 月 6 日, 军工板块已有 82 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报。不考虑上市未满一年的公司, 53 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 59%。

航空产业链上市公司方面, 截至 2021 年 8 月 6 日, 在我们重点关注的上市公司中, 已有 32 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报, 不考虑上市未满一年的公司, 23 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 94%, 下限中位数为 67%, 高于军工板块平均水平。

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%)、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、部组件上市公司，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：航空产业链上市公司 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 归母净利增速<br>(以下限或快报为准)<br>(单位: %) | 2021 年 H1 归母净利增速<br>(以上限或快报为准)<br>(单位: %) | 2021H1 相较于<br>2019H1<br>归母净利增<br>速(%) |
|----|-----------|------|---|---|---------------------------------------|
| 1  | 002023.SZ | 海特高新 | 1,793.73                                  | 1,793.73                                  | 1,367.90                              |
| 2  | 002985.SZ | 北摩高科 | 109.65                                    | 109.65                                    | 278.19                                |
| 3  | 688122.SH | 西部超导 | 136.36                                    | 136.36                                    | 265.53                                |
| 4  | 600399.SH | 抚顺特钢 | 126.38                                    | 145.47                                    | 230.66                                |
| 5  | 300733.SZ | 西菱动力 | 1,033.42                                  | 1,126.01                                  | 226.48                                |
| 6  | 002049.SZ | 紫光国微 | 50.00                                     | 100.00                                    | 212.71                                |
| 7  | 002149.SZ | 西部材料 | 340.22                                    | 407.94                                    | 153.07                                |
| 8  | 600456.SH | 宝钛股份 | 94.16                                     | 94.16                                     | 149.76                                |
| 9  | 300696.SZ | 爱乐达  | 85.00                                     | 93.00                                     | 143.39                                |
| 10 | 300855.SZ | 图南股份 | 124.64                                    | 124.64                                    | 112.87                                |
| 11 | 300775.SZ | 三角防务 | 64.06                                     | 64.06                                     | 76.56                                 |
| 12 | 002111.SZ | 威海广泰 | 50.00                                     | 65.00                                     | 70.21                                 |
| 13 | 002179.SZ | 中航光电 | 40.00                                     | 70.00                                     | 61.99                                 |
| 14 | 002389.SZ | 航天彩虹 | 92.71                                     | 148.77                                    | 53.76                                 |
| 15 | 300227.SZ | 光韵达  | 10.00                                     | 40.00                                     | 52.20                                 |
| 16 | 002013.SZ | 中航机电 | 40.00                                     | 60.00                                     | 48.60                                 |
| 17 | 600038.SH | 中直股份 | 20.00                                     | 40.00                                     | 48.58                                 |
| 18 | 300474.SZ | 景嘉微  | 27.30                                     | 43.56                                     | 47.77                                 |
| 19 | 002651.SZ | 利君股份 | 70.00                                     | 120.00                                    | 44.10                                 |
| 20 | 300699.SZ | 光威复材 | 20.00                                     | 25.00                                     | 36.10                                 |
| 21 | 002361.SZ | 神剑股份 | 90.00                                     | 120.00                                    | 18.82                                 |
| 22 | 300629.SZ | 新劲刚  | 28.18                                     | 28.18                                     | 扭亏为盈                                  |
| 23 | 002297.SZ | 博云新材 | 288.73                                    | 483.09                                    | 扭亏为盈                                  |
| 24 | 002171.SZ | 楚江新材 | 260.08                                    | 341.91                                    | -0.34                                 |
| 25 | 002520.SZ | 日发精机 | 45.00                                     | 65.00                                     | -2.35                                 |
| 26 | 002560.SZ | 通达股份 | -49.55                                    | -49.55                                    | -14.73                                |
| 27 | 688033.SH | 天宜上佳 | 48.07                                     | 48.07                                     | -63.21                                |



|    |           |      |         |         |         |
|----|-----------|------|---------|---------|---------|
| 28 | 002933.SZ | 新兴装备 | -132.75 | -132.75 | -128.26 |
| 29 | 300719.SZ | 安达维尔 | -141.78 | -132.14 | -861.14 |
| 30 | 000697.SZ | 炼石航空 | -1.11   | -1.11   | 续亏      |
| 31 | 688636.SH | 智明达  | 100.00  | 160.00  | 新上市     |
| 32 | 688239.SH | 航宇科技 | 96.55   | 108.71  | 新上市     |

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 8 月 6 日)

8月6日, 航空工业成飞发布2020年社会责任报告, 2020年实现营业收入411.69亿元, 净利润15.38亿元, EVA15.61亿元。在“十三五”期间实现营业收入1352.8亿元, 是“十二五”的2.2倍; 实现利润49.86亿元, 是“十二五”的2.3倍; 净资产总额134.39亿元, 是“十二五”末的1.46倍。交付方面, 全面完成各型军机生产交付和大修任务, 完成翼龙无人机交付任务, 全年批产交付ARJ21等各型机头及大部件1500架份。

日前, 国务院国资委组织开展国有重点企业管理标杆创建行动, 公布了管理标杆企业、标杆项目和标杆模式(以下简称“三个标杆”)名单, 航空工业成飞入选。相较于2019年, 航空工业成飞2020年净利润增长8.9%, 利润总额增长42.7%, 营业收入利润率增长42.6%, 资产负债率下降2.5%, 全员劳动生产率增长11.3%, 研发投入强度增长3%。“十三五”期间, 累计获得5项国家级管理创新成果, 18项国防企协成果, 60余项省市成果。

航空工业成飞是我国航空武器装备研制生产和出口的主要基地, 研制生产了歼-7、枭龙、歼-10、翼龙系列等为代表的多型飞机, 实现了我国航空武器装备自主创新跨越发展, 是我国航空武器装备的标杆性企业, 始终走在行业前端。我们判断, 利润总额和营业收入利润率的大幅增长显示航空工业成飞的利润体量和盈利能力在“十三五”的收官之年均大幅提升, 为“十四五”期间的大规模列装打下坚实基础。

7月23日, 航空工业党组召开2021年上半年经济运行分析专题会, 2020年, 航空工业国资委考核再获A级, 这是航空工业第16次获得国资委经营业绩考核A级, 在96家中央企业排名第17位, 较上年提升2位, 取得了历史第二高分, 连续三年排名前20。

2021年上半年, 航空工业实现营业收入同比增长26.1%, 利润同比增长41.4%, 净利润同比增长44.7%, EVA同比增长123.8%, 收入、效益指标均实现两位数增长; 重大装备研制任务按计划推进, 产品交付再创历史最好水平, 首次在上半年实现“时间过半、交付过半”。总体来看, 集团上半年整体盈利能力和创造利润的均衡水平不断提升, 经济指标和产品交付实现“双过半”, 经营质量稳步提升, 为实现“十四五”高质量开局奠定了坚实基础。

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；7 月 16 日，再度发布公告现金管理金额 46 亿元，两次合计 163 亿元。

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<br>(+53.57%) | —                    | 500.00<br>(+356.44%) |
| 中航西飞 | 整机         | 144.07<br>(+43.00%) | —                    | —                    |
| 洪都航空 | 整机         | 42.88<br>(+146.30%) | 105.22<br>(+128.00%) | —                    |
| 中直股份 | 整机、部组件、零部件 | 123.13<br>(+60.70%) | 255.52<br>(+43.42%)  | 60.00<br>(+118.12%)  |
| 航发动力 | 航空发动机      | 154.72<br>(+39.66%) | 142.03<br>(+42.64%)  | 200.00<br>(+312.09%) |
| 中航光电 | 零部件        | —                   | 22.43<br>(+33.41%)   | 12.00<br>(+33.95%)   |
| 中航机电 | 航空机电系统     | —                   | 100.00<br>(+73.64%)  | 150.00<br>(+248.20%) |
| 中航电子 | 航空电子系统     | —                   | 60.00<br>(+33.39%)   | 30.00<br>(+44.02%)   |
| 江航装备 | 航空制冷设备     | —                   | 5.50<br>(+50.11%)    | 10.00<br>(+48.98%)   |
| 中航高科 | 新材料及装备制造   | —                   | 35.00<br>(+49.86%)   | 20.00<br>(+78.59%)   |
| 中航电测 | 零部件        | —                   | 5.00<br>(+89.12%)    | —                    |
| 中航重机 | 零部件        | —                   | 30.00<br>(+40.35%)   | 30.00<br>(+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 8 月 6 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、北斗产业链中报业绩增势喜人，或将迎来重大发展机遇

北斗产业链上市公司方面，截至 2021 年 8 月 6 日，已有 12 家公司披露了 2021 年 H1 归母净利润数据或预报，不考虑上市未满一年的公司，9 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 96%，下限中位数为 76%，高于军工板块平均水平。

图表 6：北斗产业链上市公司 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<br>(以下限或快报为准)<br>(单位：%) | 2021 年 H1 归母净利润增速<br>(以上限或快报为准)<br>(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                                    | 1749.03                       |
| 2  | 300101.SZ | 振芯科技 | 586.81                                    | 586.81                                    | 949.54                        |
| 3  | 300456.SZ | 赛微电子 | 509.41                                    | 527.54                                    | 143.41                        |
| 4  | 300627.SZ | 华测导航 | 90.63                                     | 105.59                                    | 122.11                        |
| 5  | 688800.SH | 瑞可达  | -16.01                                    | -16.01                                    | 73.72                         |
| 6  | 300177.SZ | 中海达  | 60.98                                     | 68.96                                     | 58.08                         |
| 7  | 300075.SZ | 数字政通 | 40.00                                     | 60.00                                     | 5.60                          |
| 8  | 002151.SZ | 北斗星通 | 55.70                                     | 86.80                                     | 扭亏为盈                          |
| 9  | 002813.SZ | 路畅科技 | 108.91                                    | 113.37                                    | 扭亏为盈                          |
| 10 | 000901.SZ | 航天科技 | 119.06                                    | 128.58                                    | -54.44                        |
| 11 | 002405.SZ | 四维图新 | 59.99                                     | 71.99                                     | -176.27                       |
| 12 | 002383.SZ | 合众思壮 | 49.15                                     | 64.40                                     | 续亏                            |

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 8 月 6 日）

自 2020 年卫星互联网首次纳入“新基建”范围并写入政府工作报告以来，北斗应用加速推进，政府采购频出。根据中国卫星导航定位协会在京发布《2021 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》显示，2020 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4033 亿元人民币（+16.90%），2014-2020 年产值复合增速约为 20.11%。其中 2020 年，北斗上游、中游和下游产值约占产业链总产值 9.52%、43.88%和 46.60%。

在“十四五”规划及 2035 年远景目标中，北斗产业化被列为重大工程予以实施。我们判断，北斗产业链公司相关有望受益于行业需求提升，业

绩进一步释放提升。叠加北斗系统全球组网，卫星产业链即将迎来重大发展机遇。

#### 4、军工板块中报业绩可能成为历史上最佳

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8月6日，军工板块已有82家公司披露了2021年H1归母净利润数据或预报。不考虑上市未滿一年的公司，53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59%。

图表7：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<br>(以下限或快报为准)<br>(单位：%) | 2021年H1归母净利润增速<br>(以上限或快报为准)<br>(单位：%) | 2021H1相较于<br>2019H1<br>归母净利润增<br>速(%) |
|----|-----------|------|--|--|---------------------------------------|
| 1  | 000801.SZ | 四川九洲 | 308.49                                 | 337.67                                 | 1,749.03                              |
| 2  | 002023.SZ | 海特高新 | 1,793.73                               | 1,793.73                               | 1,367.90                              |
| 3  | 300101.SZ | 振芯科技 | 586.81                                 | 586.81                                 | 949.54                                |
| 4  | 300354.SZ | 东华测试 | 340.00                                 | 360.00                                 | 654.31                                |
| 5  | 002254.SZ | 泰和新材 | 255.01                                 | 255.01                                 | 369.15                                |
| 6  | 002414.SZ | 高德红外 | 20.00                                  | 50.00                                  | 316.05                                |
| 7  | 600590.SH | 泰豪科技 | 418.37                                 | 443.05                                 | 281.32                                |
| 8  | 002985.SZ | 北摩高科 | 109.65                                 | 109.65                                 | 278.19                                |
| 9  | 688122.SH | 西部超导 | 136.36                                 | 136.36                                 | 265.53                                |
| 10 | 600399.SH | 抚顺特钢 | 126.38                                 | 145.47                                 | 230.66                                |
| 11 | 300733.SZ | 西菱动力 | 1,033.42                               | 1,126.01                               | 226.48                                |
| 12 | 688788.SH | 科思科技 | 77.81                                  | 77.81                                  | 226.21                                |
| 13 | 002049.SZ | 紫光国微 | 50.00                                  | 100.00                                 | 212.71                                |
| 14 | 000576.SZ | 甘化科工 | 98.00                                  | 159.00                                 | 159.71                                |
| 15 | 002149.SZ | 西部材料 | 340.22                                 | 407.94                                 | 153.07                                |
| 16 | 600456.SH | 宝钛股份 | 94.16                                  | 94.16                                  | 149.76                                |
| 17 | 000818.SZ | 航锦科技 | 339.76                                 | 420.77                                 | 145.81                                |
| 18 | 300696.SZ | 爱乐达  | 85.00                                  | 93.00                                  | 143.39                                |



|    |           |      |           |           |        |
|----|-----------|------|-----------|-----------|--------|
| 19 | 300627.SZ | 华测导航 | 90.63     | 105.59    | 122.11 |
| 20 | 000733.SZ | 振华科技 | 100.00    | 120.00    | 115.03 |
| 21 | 300855.SZ | 图南股份 | 124.64    | 124.64    | 112.87 |
| 22 | 300416.SZ | 苏试试验 | 50.00     | 70.00     | 110.68 |
| 23 | 000519.SZ | 中兵红箭 | 64.25     | 83.41     | 85.95  |
| 24 | 600558.SH | 大西洋  | 60.00     | 80.00     | 81.83  |
| 25 | 003009.SZ | 中天火箭 | 47.89     | 52.82     | 79.78  |
| 26 | 300775.SZ | 三角防务 | 64.06     | 64.06     | 76.56  |
| 27 | 002111.SZ | 威海广泰 | 50.00     | 65.00     | 70.21  |
| 28 | 688011.SH | 新光光电 | 321.84    | 410.57    | 69.21  |
| 29 | 300185.SZ | 通裕重工 | 5.00      | 20.00     | 63.01  |
| 30 | 002179.SZ | 中航光电 | 40.00     | 70.00     | 61.99  |
| 31 | 002389.SZ | 航天彩虹 | 92.71     | 148.77    | 53.76  |
| 32 | 002402.SZ | 和而泰  | 55.00     | 75.00     | 53.42  |
| 33 | 300227.SZ | 光韵达  | 10.00     | 40.00     | 52.20  |
| 34 | 300114.SZ | 中航电测 | 30.00     | 40.00     | 49.61  |
| 35 | 002013.SZ | 中航机电 | 40.00     | 60.00     | 48.60  |
| 36 | 600038.SH | 中直股份 | 20.00     | 40.00     | 48.58  |
| 37 | 300474.SZ | 景嘉微  | 27.30     | 43.56     | 47.77  |
| 38 | 002338.SZ | 奥普光电 | 43.97     | 43.97     | 46.98  |
| 39 | 002651.SZ | 利君股份 | 70.00     | 120.00    | 44.10  |
| 40 | 300699.SZ | 光威复材 | 20.00     | 25.00     | 36.10  |
| 41 | 002189.SZ | 中光学  | 34.86     | 53.34     | 31.99  |
| 42 | 000099.SZ | 中信海直 | 65.00     | 75.00     | 29.18  |
| 43 | 002438.SZ | 江苏神通 | 25.00     | 50.00     | 28.12  |
| 44 | 300563.SZ | 神宇股份 | 0.00      | 10.00     | 22.79  |
| 45 | 300722.SZ | 新余国科 | 70.00     | 90.00     | 21.27  |
| 46 | 002361.SZ | 神剑股份 | 90.00     | 120.00    | 18.82  |
| 47 | 300516.SZ | 久之洋  | 50.00     | 60.00     | 13.30  |
| 48 | 300414.SZ | 中光防雷 | -16.61    | -16.61    | 4.36   |
| 49 | 300099.SZ | 精准信息 | 23,030.00 | 23,753.00 | 扭亏为盈   |
| 50 | 300629.SZ | 新劲刚  | 28.18     | 28.18     | 扭亏为盈   |
| 51 | 002151.SZ | 北斗星通 | 55.70     | 86.80     | 扭亏为盈   |
| 52 | 002297.SZ | 博云新材 | 288.73    | 483.09    | 扭亏为盈   |
| 53 | 300762.SZ | 上海瀚讯 | 250.98    | 269.59    | 扭亏为盈   |
| 54 | 002171.SZ | 楚江新材 | 260.08    | 341.91    | -0.34  |
| 55 | 002520.SZ | 日发精机 | 45.00     | 65.00     | -2.35  |
| 56 | 002977.SZ | 天箭科技 | 58.68     | 93.94     | -4.95  |
| 57 | 002560.SZ | 通达股份 | -49.55    | -49.55    | -14.73 |
| 58 | 002246.SZ | 北化股份 | 60.00     | 85.00     | -30.95 |
| 59 | 002011.SZ | 盾安环境 | 314.70    | 350.48    | -51.78 |
| 60 | 300427.SZ | 红相股份 | -61.20    | -54.94    | -56.43 |

|    |           |       |         |         |         |
|----|-----------|-------|---------|---------|---------|
| 61 | 002669.SZ | 康达新材  | -75.00  | -65.00  | -57.64  |
| 62 | 688033.SH | 天宜上佳  | 47.74   | 47.74   | -63.21  |
| 63 | 300810.SZ | 中科海讯  | 264.58  | 0.00    | -69.81  |
| 64 | 002519.SZ | 银河电子  | -79.88  | -74.13  | -77.90  |
| 65 | 000070.SZ | 特发信息  | 129.36  | 136.71  | -82.09  |
| 66 | 300527.SZ | 中船应急  | 164.00  | 183.12  | -82.87  |
| 67 | 002331.SZ | 皖通科技  | -74.70  | -62.05  | -89.62  |
| 68 | 002446.SZ | 盛路通信  | -98.00  | -96.00  | -98.97  |
| 69 | 300397.SZ | 天和防务  | -114.40 | -111.20 | -120.42 |
| 70 | 002933.SZ | 新兴装备  | -132.75 | -132.75 | -128.26 |
| 71 | 000066.SZ | 中国长城  | 61.69   | 75.02   | -180.20 |
| 72 | 300324.SZ | 旋极信息  | -383.66 | -280.69 | -211.86 |
| 73 | 300719.SZ | 安达维尔  | -141.78 | -132.14 | -861.14 |
| 74 | 300711.SZ | 广哈通信  | -89.69  | -45.92  | 续亏      |
| 75 | 002268.SZ | 卫士通   | 66.00   | 74.00   | 续亏      |
| 76 | 002366.SZ | 台海核电  | 10.15   | 10.15   | 续亏      |
| 77 | 000687.SZ | *ST华讯 | -34.49  | 10.34   | 续亏      |
| 78 | 000697.SZ | 炼石航空  | -1.11   | -1.11   | 续亏      |
| 79 | 002383.SZ | 合众思壮  | 49.15   | 64.40   | 续亏      |
| 80 | 688070.SH | 纵横股份  | -314.50 | -314.50 | 新上市     |
| 81 | 688636.SH | 智明达   | 100.00  | 160.00  | 新上市     |
| 82 | 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 8 月 6 日)

### 5、北上资金“撤退”对军工板块上市公司影响

近期,受到教育行业“双减”政策叠加科技行业反垄断、中美会谈期间对中美冲突加剧的担忧深化等因素影响,A股市场整体出现了大幅调整。军工行业也同样难以幸免。然而我们认为,外资“撤退”,对军工行业的影响更多是情绪上的冲击造成的“内卷”,且当前影响已较为有限,理由如下:

- ① 港股通的开通,以及MSCI的持续扩容后,北上资金持续增持军工行业,但中美关系终结了这一增长趋势,继2020年11月和今年6月,美国两次发布“中国涉军企业投资禁令名单”后,军工外资持股整体呈现下降趋势,由最高时北上资金军工持仓自由流通市值占比2.69%,降到当前1.81%,总市值占比当前不足1%,整体影响已有限;
- ② 对于个股来说,长期来看,股价表现和其基本面更为相关,如中航光电北上资金持股,最高时可占其总市值的10.09%,当前只有1.50%,北上资金一路减持,但无妨其股价不断新高;
- ③ 军工行业同个别其余行业不同,定价权当前主要掌握在国内投资者手中。

图表 8：北上资金流入我国 A 股军工板块的市场规模情况



数据来源：wind，中航证券研究所（注：Wind 陆股通交易时间仅可追溯至 2016 年 6 月 29 日，陆股通开通时间标注为 2016 年 6 月 29 日的上市公司有可能实际开通陆股通交易实际时间更早）

图表 9：历史至今北上资金对军工板块个股自由流通市值占比持仓规模下降前十名的近五年归母净利润增速与股价变化情况

| 序号 | 上市公司 | 2016 (%) | 2017 (%) | 2018 (%) | 2019 (%) | 2020 (%) | 股价变化 (%) |
|----|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1  | 高德红外 | 11.77    | -17.52   | 125.98   | 67.34    | 353.59   | 34.00    |
| 2  | 中航沈飞 | —        | —        | 5.16     | 18.10    | 68.63    | 57.62    |
| 3  | 中航光电 | 29.10    | 12.48    | 15.56    | 12.56    | 34.36    | 99.15    |
| 4  | 景嘉微  | 18.36    | 12.86    | 19.74    | 23.67    | 17.99    | 6.58     |
| 5  | 中直股份 | 0.48     | 3.69     | 12.07    | 15.26    | 28.81    | 12.78    |
| 6  | 中航电子 | -3.48    | 17.82    | -11.63   | 16.00    | 13.45    | -8.16    |
| 7  | 中国卫星 | 3.69     | 3.00     | 1.96     | -19.64   | 5.34     | -38.35   |
| 8  | 中船应急 | 14.08    | 24.50    | 6.33     | -28.56   | -51.28   | -20.70   |
| 9  | 中国动力 | —        | 11.97    | 15.33    | -26.45   | -45.23   | -47.61   |
| 10 | 台海核电 | 2,131.14 | 158.45   | -66.90   | -291.46  | -132.88  | -66.51   |

数据来源：wind，中航证券研究所

## 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8月6日，军工行业PE为72.24倍，处于2014年以来的44.55%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31.70%分位、33.64%分位、44.06%分位和15.28%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、航天彩虹、国睿科技、紫光国微等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，20家公司2025年PE均值为35.8倍；若保持年复合25%的增长率，20家公司2025年PE均值为29.2倍；若保持年复合30%增长率，20家公司2025年PE均值为24.0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）、**国睿科技**（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。