

行业研究

四个角度浅析当前国防军工的基本面

——对本轮军工板块股价上涨的思考

要点

需求侧——国防建设刚性需求长期存在，国产化替代及民用需求助推高景气：大国博弈的环境下，加强国防建设的必要性长期存在；高科技产品在国防及高端民用领域存在国产化替代需求；防务产品之外，民航逐步恢复使新客机交付数量在恢复，民用领域航运市场回暖使新造船订单显著增加，航空制造、船舶制造等产业链均迎来盈利水平提升的机遇。

供给侧——订单充足+运营质量提升=盈利水平提升：部分军工主机厂 2021 年度向关联方采购/销售的预计金额同比均出现较大幅度的增长，我们认为，战斗机、直升机、航空发动机等产业链在 2021 年有望保持较高的景气度，实现较大幅度增长。国企改革三年行动实施，提升国资国企改革成效。军工行业国企数量较多，因而军工行业是历次国企改革的重点领域。对于军工行业，各类激励将有助于激发员工的积极性，提升企业运营质量。

板块估值——得到一定修复，仍有上涨空间：军工板块自 21 年 1 月上旬之后，由于流动性收紧、板块估值达到阶段性高点、投资者对于板块后续增长可持续性存疑等方面原因，经历了 4 个月左右的下跌。而从 5 月上旬开始，板块估值持续得到修复，至 8 月 10 日收盘，CS 军工 PE (TTM) 为 85.89X，5 年分位点 75.00%，2 年分位点 78.64%，尚未到达历史估值高位，仍具有继续上涨的空间。

业绩——中报证实行业高景气度持续：部分公司已经发布 21 年半年报或业绩预告，北摩高科归母净利润同比增长 109.65%，西部超导归母净利润同比增长 136.36%；振华科技归母净利润同比预计增长 100-120%，宝钛股份归母净利润同比预计增长 94.16%。净利润同比实现较大幅度的增长，能够较好的体现出行业的高景气度。而考虑国防军工行业计划性较强的特点，我们认为高景气度有望在“十四五”期间持续。

投资建议：建议国防军工行业投资沿**国防建设刚需、内外循环拓展**两条主线进行。国防建设刚需主线，推荐中航沈飞、航发动力等核心主机厂，建议关注北摩高科、航亚科技、爱乐达、应流股份等产业链细分领域核心公司。内外循环拓展主线，推荐振华科技、中航光电、航天发展、宏达电子、光威复材、中航高科、中简科技、航天电器，建议关注鸿远电子、火炬电子。

风险分析：研发速度不及预期；市场竞争导致营收及利润下降；政策调整；主要原材料价格波动。

国防军工
增持（维持）

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

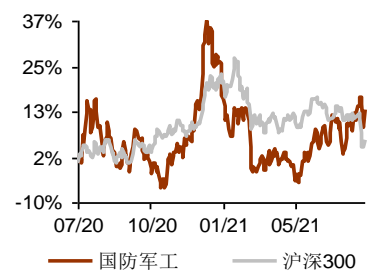
wangrui3@ebsec.com

联系人：刘宇辰

021-52523865

liuyuchen0@ebsec.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

紧锣密鼓，确保如期实现建军一百年奋斗目标——
—中央政治局集体学习强调军队建设目标事件
点评 (2021-08-03)

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 (2021-07-27)

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
000733.SZ	振华科技	92.00	1.18	2.11	2.84	78	44	32	买入
000547.SZ	航天发展	23.18	0.50	0.70	0.87	46	33	27	买入
300699.SZ	光威复材	82.65	1.24	1.59	2.02	67	52	41	买入
002179.SZ	中航光电	96.08	1.31	1.82	2.24	73	53	43	买入
002967.SZ	广电计量	37.46	0.41	0.61	0.87	92	61	43	增持
600760.SH	中航沈飞	76.79	0.75	0.82	1.01	102	93	76	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-10

目 录

1、需求侧：国防建设刚性需求长期存在，国产化替代及民用需求助推高景气	4
1.1、大国博弈环境下，加强国防建设的必要性长期存在.....	4
1.2、高科技产品在国防及高端民用领域存在国产化替代需求.....	5
1.3、下游民用领域需求复苏回暖.....	6
2、供给侧：订单充足+运营质量提升=盈利水平提升	7
2.1、关联交易变化预示任务量饱满.....	7
2.2、国企改革持续，注重运营质量提升.....	8
3、板块估值：尚未到达高位，仍存继续上涨空间	9
4、业绩：中报证实行业高景气度持续	9
5、投资建议	10
6、风险分析	10

图目录

图 1: 美国现役战斗机中, 四代、五代机数量占比达 96% (单位: 架)	5
图 2: 我国现役战斗机中, 二代、三代机数量占比达 55% (单位: 架)	5
图 3: 霍尼韦尔估计民航运输 2024 年可超过疫情前 2019 年的水平	6
图 4: 中国出口集装箱运价指数 CCFI 从 2020 年 6 月左右开始明显上升	6
图 5: 波罗的海干散货船运费指数 BDI 从 2020 年 6 月左右开始明显上升	6
图 6: 中国新造船价格指数 CNPI 从 2021 年初开始持续提升	7
图 7: 2021 年 CS 国防军工 PE-TTM	9

表目录

表 1: 拜登政府上台以来美国在国防、军事领域的大事梳理	4
表 2: 近年美国对华在科技领域的限制动作	5
表 3: 部分军工主机厂 2020、2021 年向关联方采购/销售预计及实际发生金额	7
表 4: 部分军工国企央企已先后实施股权激励计划	8
表 5: 部分军工核心公司 2021H1 归母净利润同比实现大幅提升	9
表 6: 重点公司盈利预测与估值表	11

本文我们从需求、供给、板块估值、公司业绩四个角度对当前国防军工板块的基本面情况进行简要梳理，分析本轮军工板块上涨的原因。

1、需求侧：国防建设刚性需求长期存在，国产化替代及民用需求助推高景气

1.1、大国博弈环境下，加强国防建设的必要性长期存在

当今世界正经历百年未有之大变局，国际战略竞争呈上升之势。美国调整国家安全战略和国防战略，奉行单边主义政策，挑起和加剧大国竞争，大幅增加军费投入，加快提升核、太空、网络、导弹防御等领域能力，损害全球战略稳定。北约持续扩员，加强在中东欧地区军事部署，频繁举行军事演习。俄罗斯强化核、非核战略遏制能力，努力维护战略安全空间和自身利益。欧盟独立维护自身安全的倾向增强，加快推进安全和防务一体化建设。

中国继续保持政治安定、民族团结、社会稳定的良好局面，综合国力、国际影响力、抵御风险能力明显增强，仍处于发展的重要战略机遇期，同时也面临多元复杂的安全威胁和挑战。

随着中国综合国力的提升以及国民经济的高速增长，美国感受到很多无形的挑战和压力。大国博弈的环境下，我国加强国防建设的必要性长期存在。

2021年1月20日，拜登正式就任美国第46任总统。拜登政府上台以来，在国防、军事方面的一系列举动，显示了其在该领域的态度，也一定程度上表明了对中国的态度。

表 1：拜登政府上台以来美国在国防、军事领域的大事梳理

时间	事件	影响
2021年2月11日	拜登上任后首次访问五角大楼时表示，国防部成立了一个新的中国工作组，以应对中国带来的日益严峻的挑战。	这个工作组将迅速开展工作，动用国防部各机构的文职和军职专家，在未来几个月内向奥斯汀部长提出涉及关键优先事项和决策要点的建议，以便“在与中国有关的事务上规划出一条坚实的前进道路”。
2021年2月	两支美国核动力航母编队在中国南海展开联合演习。	美国频繁派舰机进入南海活动，炫耀武力，不利于地区的和平与稳定。
2021年2月25日	拜登政府开展首次军事行动，对叙利亚东部发动了空袭，袭击对象为“伊朗支持的民兵组织使用的设施”。	显示出拜登政府对于中东问题的关切和重视。
2021年3月	美国白宫国家安全委员会发布《临时国家安全战略方针》，明确指出，中国是美国最大的安全威胁。	明确中美竞争的领域包括经济、军事、外交、科技等各方面，但也明确了合作的领域包括气候变化、全球卫生安全、军备控制和核不扩散等方面。
2021年5月	美军“威尔伯”号导弹驱逐舰5月18日穿航台湾海峡，两天后又未经中国政府批准，非法闯入中国西沙领海。解放军所属战区组织海空兵力对美舰进行跟踪监视并予以警告驱离。	我国国防部新闻发言人谭克非定性美舰的行为是“严重的挑衅行动，性质十分恶劣”。
2021年6月	美国空军国民警卫队一架 C-17 运输机降落台湾机场。	意图通过此次向大陆展示美军的紧急运输能力。
2021年7月	美国国会参议院军事委员会通过了2022财年7779亿美元的国防预算申请。其中，美军极力炒作所谓“中国威胁”、鼓噪中美战略竞争而提出“太平洋威慑倡议”。	“太平洋威慑倡议”在美军费分配中被置于更加突出位置，折射出军事化、冷战化、集团化正成为美国当下推进“印太战略”的突出特征。
2021年8月	美军举行“太平洋钢铁2021”军事演习。	展示自己的海陆空力量，以便向潜在对手彰显其行动和战斗能力，目的是向印太司令部责任区“投射兵力”。
2021年8月	美国务院批准对台进行军售，总额约7.5亿美元，标的包括40门M109A6自行火炮、20辆M992A2系列野战炮兵弹药补给车、一套野战炮兵战术数据系统、1698个精准导引炮弹套件等。	是落实拜登台海政策的具体举措，也体现了其维护“台海现状”、阻止两岸走向统一的战略目的。该举干涉中国内政，损害中国主权和安全利益。

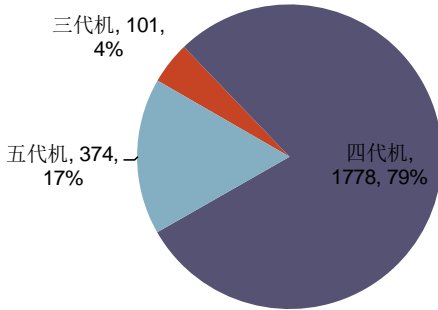
资料来源：环球网、光明网、新浪军事等，光大证券研究所整理

我们认为，拜登政府上台后，尽管与特朗普政府的执政理念有不同之处，但依然将中国视为美国最主要的竞争对手，着眼于追求战略主动权。

而在国防实力、投入方面，中国与美国及其盟友相比，差距较为明显。以空军主战装备为例，至2020年末，我国装备各型战斗机/武装直升机共1571/902架，而美军列装战斗机/武装直升机数量分别达到2717/5436架，其他机种差距

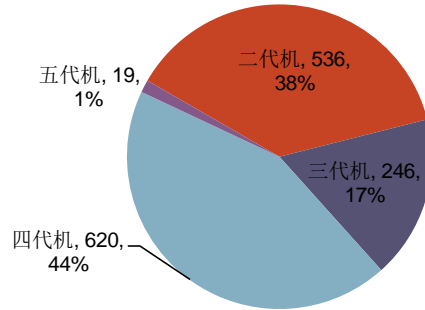
也较为明显；此外从机型构成来看，装备列装存在代际差距，我军战斗机中仍包含歼-7、歼-8、强-5等二、三代机型，五代机占比不足1%，美军战机以四、五代机为主。

图 1: 美国现役战斗机中，四代、五代机数量占比达 96% (单位: 架)



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

图 2: 我国现役战斗机中，二代、三代机数量占比达 55% (单位: 架)



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

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出，要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”，具体要“提高国防和军队现代化质量效益”和“促进国防实力和经济实力同步提升”。因此，我们认为，在大国博弈的环境下，加强国防建设的必要性长期存在。

1.2、高科技产品在国防及高端民用领域存在国产化替代需求

2021 年 6 月 3 日，美国总统拜登以“应对中国军工企业威胁”为由签署行政命令，将包括华为公司、中芯国际、中国航天科技集团有限公司等 59 家中企列入投资“黑名单”，禁止美国公民及机构与名单所列公司进行投资交易。而此前，特朗普政府也曾多次签署类似行政命令，禁止美国投资者对中国相关企业进行投资。美国对我国的科技封锁预计将成为长期趋势。

表 2: 近年美国对华在科技领域的限制动作

时间	事件
2020 年 2 月	美国政府称有可能通过拒绝发放许可证的方式，不再允许通用电气公司与法国赛峰集团旗下的合资企业 CFM 国际公司向中国出口更多 LEAP-1C 喷气发动机。这些发动机正被用于研发中国商用飞机公司的 C919 喷气式客机。
2020 年 5 月 22 日	美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，当中包括北京计算机科学与技术研究中心、奇虎 360、哈尔滨工业大学、哈尔滨工程大学、网易考拉、云从科技、东方网力等科技企业/机构。这意味着进入名单的企业无法与美国有着任何商业交易。
2021 年 4 月 8 日	美国商务部网站发布公告称，已将包括国家超级计算济南中心在内的 7 家中国实体列入所谓“实体清单”，实施出口管制，并声称其从事的活动“违反美国国家安全或外交政策利益”。
2021 年 5 月 11 日	美国总统拜登宣布延长前总统特朗普 2019 年签署的行政命令，继续禁止美国企业使用那些存在国家安全风险企业所生产的电讯设备。
2021 年 6 月 3 日	美国总统拜登以“应对中国军工企业威胁”为由签署行政命令，将包括华为公司、中芯国际、中国航天科技集团有限公司等 59 家中企列入投资“黑名单”，禁止美国公民及机构与名单所列公司进行投资交易。

资料来源: 环球网、新浪、网易新闻, 光大证券研究所整理

高科技产品在我国主要应用于国防以及高端民用等领域。美国对中国在高科技领域的遏制，对其他国家出售高科技产品给中国的行为予以干涉，无论发生在国防还是高端民用领域，都会对中国正在进行的项目造成极大影响。为避免“卡脖子”情况的发生，国内短时间内在重点领域加快自主可控、国产化替代的进程刻不容缓。

国内的先进技术，因较为高昂的研发成本，优先试验及应用于国防领域，而后向民用领域拓展是较为常见的模式，从该角度，我国在高科技领域加快实现独立自主，同样需要国防军工行业的加速发展。

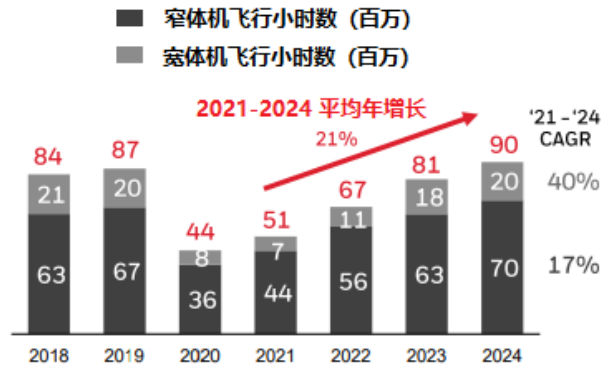
1.3、下游民用领域需求复苏回暖

国防领域之外，民用飞机、船舶等市场同样是部分军工上市公司重要的收入来源。

如世界航空巨头美国波音公司公布了 2021 年第二季度的财务结果，结束了连续六个季度的亏损。三个业务板块中，民机板块 Q2 虽然仍为亏损，但民机交付带来的收入增加成为波音扭亏为盈的关键，收入同比增长近 270%；防务部门收入稳定，增长 4%；波音全球服务板块（BGS）的收入也随着空中交通量的增长和货机改装需求增加而增长，并实现扭亏。

新冠疫情对民用航空产业的影响还未完全结束，但主流航空制造商已经形成了共识：整个行业在快速的复苏。根据知名航空配套厂商霍尼韦尔公布的数据，2021 年第二季度，公务机与通航市场的飞行小时数已经恢复到了 2019 年疫情前的水平。据霍尼韦尔估计，民航运输将以超过 20% 的年平均增长率复苏，至 2024 年可超过疫情前 2019 年的水平。

图 3：霍尼韦尔估计民航运输 2024 年可超过疫情前 2019 年的水平

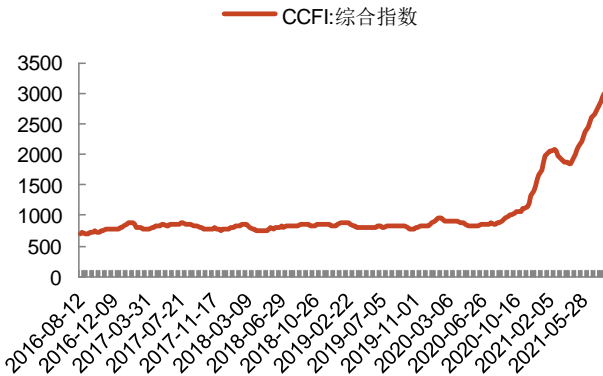


资料来源：霍尼韦尔预测，航空产业网

国际航空制造企业民机业务营收及盈利方面发生的变化，反应了民航领域需求的复苏。对于国内处于民机制造产业链上的企业来说，盈利水平有望迎来改善。

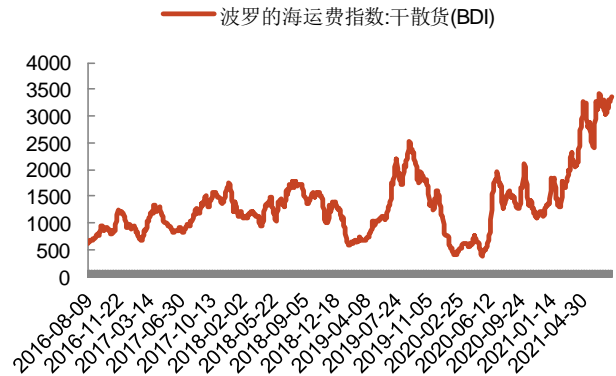
2020 年 6 月以来，随着疫情逐渐得到控制，航运市场持续向好，集装箱船、散货船的运价均出现了明显上涨。

图 4：中国出口集装箱运价指数 CCFI 从 2020 年 6 月左右开始明显上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间为 2021 年 8 月 6 日

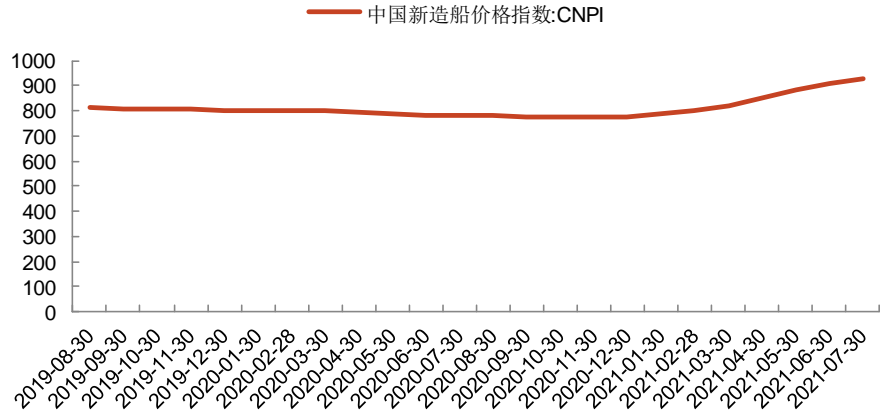
图 5：波罗的海干散货船运费指数 BDI 从 2020 年 6 月左右开始明显上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间为 2021 年 8 月 9 日

随着运价上涨，行业景气度沿产业链传导至上游，新造船的订单价格也从2021年初开始出现了上涨，国内造船企业有望迎来盈利水平的提升。

图6：中国新造船价格指数 CNPI 从2021年初开始持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间为2021年7月30日

2、供给侧：订单充足+运营质量提升=盈利水平提升

2.1、关联交易变化预示任务量饱满

我国军工产业链中，最终完成武器装备生产的单位大多为军工集团内的主机厂，而生产过程中主机厂与集团内上下游企业之间会有销售/采购货物的情形，即形成了关联交易。由于军工产业链格局较为稳定，通过跟踪主机厂的关联交易额或可在一定程度上了解其生产规模的变化情况。

中航沈飞、航发动力等主机厂2021年上半年先后公告了其在2020年关联交易金额的情况以及对于2021年关联交易金额的预计。

表3：部分军工主机厂2020、2021年向关联方采购/销售预计及实际发生金额

公司	项目	2020年预计金额 (单位：亿元)	2020年实际发生金额 (单位：亿元)	2021年预计金额 (单位：亿元)	预计金额同比
中航沈飞	向关联方购买原材料、燃料、动力等	135.28	124.78	191.63	41.65%
	向关联方销售产品、商品	31.04	27.44	37.67	21.36%
航发动力	购买商品（向中国航发、中航工业）	132.51	110.79	154.72	16.76%
	销售商品（向中国航发、中航工业）	133.25	115.06	162.83	22.20%
中直股份	向关联方购买原材料、燃料、动力等	124.71	77.50	138.46	11.03%
	向关联方销售产品、商品	214.85	178.17	255.52	18.93%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

比较可知，部分军工主机厂2021年度向关联方采购/销售的预计金额同比均出现较大幅度的增长，因此我们认为，战斗机、直升机、航空发动机等产业链在2021年有望保持较高的景气度，实现较大幅度增长。

中航沈飞2021年在关联方的财务公司存款达到500亿元，与2020年的110亿元相比增长355%，是2020年公司营业收入273亿的1.83倍。我们分析该款项有可能是公司收到客户的阶段性（至少为1年以上）预付款。高额的预付款，或对应更大规模金额的订单，同样反映出客户对于沈飞产品的强烈需求。而作为主机厂收到较大额度的预付款，或有望能更好的对限制产业链整体产能的“短板”

环节提前给予有效的支持和进行布局,从而使产业链产能足以满足下游客户的订单需求。

2.2、国企改革持续，注重运营质量提升

2020年5月22日提请十三届全国人大三次会议审议的政府工作报告提出,提升国资国企改革成效。报告同时明确,实施国企改革三年行动。

随着国企改革三年行动启程,国企灵活多样的中长期激励得到政策大力支持。为健全央企长效激励约束机制,2019年11月,国资委出台了《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》,进一步细化了激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益等方面的规定。

其中,《通知》将中小市值上市公司及科技创新型上市公司首次实施股权激励计划授予的股票数量从总股本的1%提高至3%,重大战略转型等特殊需要的上市公司两个完整年度内累计授予数量放宽至5%;将董事、高级管理人员的股权激励权益授予价值占授予时薪酬总水平的比例统一提升至40%,不再调控股权激励对象实际获得的收益。该股权激励新规,为央企股权激励打开了政策空间。

2021年5月16日,国资委党委召开会议,提出要进一步完善市场化经营机制,支持更多国有企业运用国有控股上市公司股权激励、国有科技型企业股权激励和分红激励等中长期激励政策,不断释放发展活力;并提出积极稳妥深化混合所有制改革。

军工行业因行业特性,国企数量较多,尤其是产业链中具有无可替代地位的角色,大多由国企央企承担,因而军工行业是历次国企改革的重点领域。截止2019年末,航天科技、航天科工、兵器工业、中国电科等军工集团资产证券化率仍不足30%,仍有进一步提升空间。近年以来多家军工企业陆续实施资产重组或股权激励。

我们认为,国企改革的持续推进,对于军工行业,各类激励将有助于激发员工的积极能动性,提升企业运营质量。

表 4：部分军工国企央企已先后实施股权激励计划

公司名称	股权激励预案公告日
烽火电子	2017年4月12日
中航沈飞	2018年5月16日
振华科技	2018年12月1日
钢研高纳	2019年3月19日
中航光电	2019年11月19日
中航重机	2019年12月31日
中航电测	2020年6月5日
中航高科(全资子公司优材百慕)	2020年8月28日
内蒙一机	2020年12月26日
航天彩虹	2021年7月16日

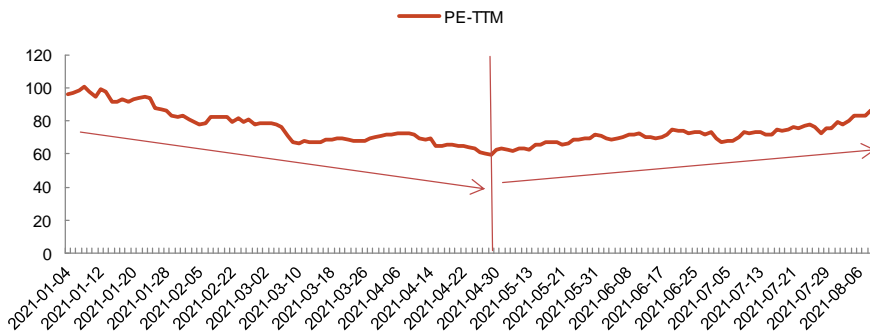
资料来源:各公司公告,光大证券研究所

3、板块估值：尚未到达高位，仍存继续上涨空间

军工板块自 21 年 1 月上旬之后，由于流动性收紧、原材料价格上涨、板块估值达到阶段性高点、投资者对于板块后续增长可持续性存疑等方面原因，经历了近 4 个月左右的下跌。

而从 5 月上旬开始，或是因为板块已积累较大幅度的下跌、行业逻辑并未发生变化、从各上市公司一季报仍然能够验证行业景气度在 2021 年将有望持续等原因，板块估值开始持续得到修复。

图 7：2021 年 CS 国防军工 PE-TTM



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计截至 2021 年 8 月 10 日

至 8 月 10 日收盘，CS 军工 PE (TTM) 为 85.89X，5 年分位点 75.00%，2 年分位点 78.64%，尚未到达历史估值高位，因此我们认为仍具有继续上涨的空间。

4、业绩：中报证实行业高景气度持续

至 8 月 10 日收盘，已陆续有军工上市公司发布半年报或半年度业绩预告。从结果来看，核心业务为军工，且在细分赛道具有龙头地位的上市公司，2021H1 净利润同比均实现了较大幅度的提升。

表 5：部分军工核心公司 2021H1 归母净利润同比实现大幅提升

公司名称	业务描述及行业地位	21H1 归母净利润同比增幅
图南股份	国内高温合金产品的主要生产企业之一，国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商，国内飞机、航空发动机用高温合金和不锈钢无缝管的主要供应商。	124.64%
北摩高科	主要从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统，系军工领域高端装备制造的国家级高新技术企业，属于国家重点扶持的战略新兴产业。	109.65%
西部超导	公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。	136.36%
科思科技	公司指挥控制信息处理设备、软件雷达信息处理设备为所处行业信息系统的重要组成部分。	77.81%
新雷能	通信、航空、航天、船舶、铁路等领域整机设备企业重要的电源供应商。	320.42%
振华科技	主营业务可分为新型电子元器件，产品广泛应用于国内航空、航天、电子、兵器、船舶及核工业等重点领域，并已成为该应用领域的重要支撑力量。	预计 100-120%
宝钛股份	主要从事钛及钛合金的生产、加工和销售，主要用作宇宙飞船的船舱骨架，火箭发动机壳体，航天方面的液体燃料发动机燃烧舱、对接件、发动机吊臂，飞机上的发动机叶片、防护板、肋、翼、起落架等。	预计 94.16%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

上述公司主营业务涉及原材料（图南股份、西部超导、宝钛股份），电子元器件及组件、模块（振华科技、新雷能），零部件及分系统（北摩高科、科思科技）；在产业链中大多处于上中游位置。考虑上中游企业的业绩增长与下游的旺盛需求密不可分，其 2021 年中报获得的盈利提升，我们认为是判断国防军工行业高景气度持续的有力依据。

5、投资建议

建议综合以下因素择优选择投资标的：

- (1) 细分赛道唯一标的，增长具有极强的确定性及持续性；
- (2) 估值与业绩增速匹配的标的，可考虑通过 PEG 估值进行判断；
- (3) 业务涵盖领域广泛，国防之外，产品在其他领域也极具竞争力的标的；
- (4) 业务相近具有竞争关系的标的中，盈利能力突出的标的；
- (5) 基本面得到显著好转（剥离低效资产、卸下历史包袱）的标的。

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，我们认为军工行业仍能保持高景气度，持续高速发展。建议国防军工行业投资沿**国防建设刚需、内外循环拓展**两条主线进行。

中国从武器装备总数量、武器装备作战性能等方面，与当今世界的军事强国仍然有着显著差距。中国在国际上的地位显著提升，国防建设及武器装备需与国际地位相匹配，而从目前数据来看，仍有较大提升空间，这为国内军工行业提供了成长机遇。国防建设刚需主线，**先进军用飞机、航天特种武器**为当前装备采购的重点方向。推荐中航沈飞、航发动力等核心主机厂，建议关注北摩高科、航亚科技、爱乐达、应流股份等产业链细分领域核心公司。

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。内外循环拓展主线，**信息化及电子元器件、新材料**子行业有望受益。推荐振华科技、中航光电、航天发展、宏达电子、光威复材、中航高科、中简科技、航天电器，建议关注鸿远电子、火炬电子。

6、风险分析

- (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。

表 6：重点公司盈利预测与估值表

子行业	产业链位置	核心业务	证券代码	证券简称	收盘价 [元]	EPS[元]				PE(X)				PEG 2021E	总市值 [亿元]
						2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
航空	主机厂	战斗机	600760.SH	中航沈飞*	76.79	0.75	0.82	1.01	1.21	102	93	76	64	5.51	1506
	系统设备	刹车、机轮	002985.SZ	北摩高科	132.40	1.24	2.02	2.76	3.73	107	66	48	36	1.48	338
	零部件	机加	300696.SZ	爱乐达	51.16	0.59	0.97	1.41	1.97	87	53	36	26	1.06	119
		锻造	300775.SZ	三角防务	47.34	0.41	0.87	1.25	1.66	115	54	38	29	0.92	235
		锻造	600765.SH	中航重机	30.89	0.33	0.52	0.67	0.85	94	59	46	37	1.58	325
	主机厂	航空发动机	600893.SH	航发动力*	67.20	0.43	0.53	0.63	0.76	156	127	107	89	6.12	1791
零部件	叶片、盘环件	688510.SH	航亚科技	29.49	0.23	0.34	0.45	0.62	127	87	65	48	2.23	76	
航天	导弹	总装	002683.SZ	宏大爆破	32.61	0.54	0.79	1.21	1.70	61	41	27	19	0.89	244
信息化	元器件	多品类	000733.SZ	振华科技*	92.00	1.18	2.11	2.84	3.55	78	44	32	26	0.98	474
		电容	300726.SZ	宏达电子*	89.88	1.21	1.66	2.23	2.87	74	54	40	31	1.62	360
		电容	603267.SH	鸿远电子	167.00	2.09	3.32	4.64	6.28	80	50	36	27	1.14	388
		电容	603678.SH	火炬电子	83.53	1.33	2.01	2.74	3.58	63	41	31	23	1.06	384
		连接器	002179.SZ	中航光电*	96.08	1.31	1.82	2.24	2.73	73	53	43	35	1.90	1057
		连接器	002025.SZ	航天电器*	67.55	1.01	1.34	1.71	2.16	67	50	40	31	1.74	290
	系统设备	蓝军	000547.SZ	航天发展*	23.18	0.50	0.70	0.87	1.06	46	33	27	22	1.18	372
		红外	002414.SZ	高德红外	31.38	0.43	0.62	0.83	1.07	74	50	38	29	1.40	736
	红外	688002.SH	睿创微纳	114.50	1.31	1.79	2.59	3.63	87	64	44	32	1.58	510	
新材料	非金属	石英纤维	300395.SZ	菲利华	56.89	0.70	0.97	1.31	1.76	81	59	43	32	1.65	192
		碳纤维	300699.SZ	光威复材*	82.65	1.24	1.59	2.02	2.40	67	52	41	34	2.10	428
		碳纤维	300777.SZ	中简科技*	56.00	0.58	0.85	1.26	1.63	96	66	44	34	1.61	224
		预浸料	600862.SH	中航高科*	38.78	0.31	0.46	0.61	0.79	125	84	63	49	2.31	540
	金属	高温合金	300034.SZ	钢研高纳	47.82	0.42	0.56	0.75	0.99	114	86	64	48	2.58	232
		高温合金	600399.SH	抚顺特钢	26.80	0.28	0.42	0.55	0.69	96	64	49	39	1.81	529
		钛合金	600456.SH	宝钛股份	52.97	0.76	1.15	1.44	1.82	70	46	37	29	1.37	253
		钛合金	688122.SH	西部超导	88.95	0.84	1.33	1.75	2.32	106	67	51	38	1.66	393
检测	检测	环境可靠性	002967.SZ	广电计量*	37.46	0.41	0.61	0.87	1.20	92	61	43	31	1.42	215

资料来源：Wind 及 Wind 一致预测值，标注*的公司为光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-10。注：PEG 中 G 按 2020-2023 三年复合增速计算。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE