

# 国防军工

证券研究报告

2021年08月30日

## 重大节点确认：三大主机兑现大额合同，产业强需求获得数据确认

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李鲁靖

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519050003

lilujing@tfzq.com

刘明洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521080001

liumingyang@tfzq.com

张明磊

联系人

zhangminglei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《国防军工-行业投资策略:航空发动机产业链:板块最高持续性赛道或将进入拐点,新机型+维修带来中长期业绩弹性空间》2021-08-29

2 《国防军工-行业点评:国防信息化入拐点:集成电路供不应求、被动器件品类扩展,通信指控或进入洗牌》2021-08-22

3 《国防军工-行业点评:已披露中报全面确认行业高景气,中航集团半年交付过半超预期》2021-08-09

### ● 三大航空主机厂 H1 报表均出现大额合同负债，产业高景气首获下游确认

截至 8 月 29 日，军工航空五大主机厂已完成四家披露（航发动力、中航西飞、洪都航空、中航直股份），我们的分析暂不包含尚未将总装资产上市的中直股份和尚未披露的中航沈飞：

- 航发动力**：该企业为中国唯一的航发总装上市公司，核心资产已完成上市，代表整个航空产业对发动机的需求。我们看到航发动力 2021H1 资产负债表端，合同负债增加 852.9%，达到 248.2 亿元，全面兑现了行业高景气下出现的强需求。同时我们发现企业存货增加值 2021H1-2020H2 达 70.1 亿元，同期 2020H1-2019H2 为 36.1 亿元，增加值同比增长 94.4%，而企业收入 2021H1 增长为 9.68%。

因此我们判断航发产业因 248.2 亿巨额订单的落地，确认了航发细分的长期高景气，但由于存货增加值增长大幅高于公司收入增长，因此我们判断航发产业正处于获得大额订单任务后的产能爬坡和交付能力爬坡阶段。除航发动力总装企业确实确定外，其中上游配套产业链将获得更高增长弹性。

- 中航西飞**：合同负债+717.09%达 44.29 亿元，在建工程+228.67% 达 15.25 亿元，存货增长 20.63%。从在建工程可知，中航西飞或处于固定资产投资扩产阶段，存货增长高于收入增长，也与航发相似处于产能和交付爬坡阶段。
- 洪都航空**：合同负债 72.94 亿元，2020H2 为 0.17 亿元，2020H1 为 0.14 亿元，实现大幅增长，兑现长期高景气需求。预付款 2021H1 达 57.44 亿元，2020H2 为 1.36 亿元、2020H1 为 0.32 亿元，预付款已大幅拨付，原材料和劳务购买预示公司进入高景气。

因此我们判断军工产业因大额订单的落地，完成了行业高景气的确认，目前产业整体处于大额订单任务下达后的产能爬坡、交付能力爬坡、预备备货阶段，长期看好上中下游完成全产业链共振的军工行业。

### ● 中上游（已披露）：中上游在无低基数影响下兑现提前于主机的前置放量

代表企业

**（国防信息化）1、元器件**：集成电路类兑现强弹性属性，或为十五年期国防大发展中的主要受益者，逻辑主要为国产替代、型号渗透率提升、价值量占比提升、排产提升，四重受益。被动器件企业表现出强稳定性，未来增长预期或超预期。2、**系统集成**：中游集成类企业利润表未出现大幅释放，但主要因产业链景气传导顺序，如七一二等企业存货等指标已出现放量，预计集成类企业开始进入景气拐点。

**（航发）**中上游均出现净利润增长超预期，“小核心大协作”发展思路下，中上游企业具备高弹性。

**（飞机机体制造）**预期充分，表现为符合预期，如复合材料等长期景气赛道将持续作为板块支柱领域。

**投资建议**：在双周期重叠阶段（本代次装备与下代次装备同步共线生产与无缝衔接换装），主机企业进入持续的量产扩张阶段，放量过程将带来强规模效应，产业全面进入“边际成本下降”阶段出现毛利率与净利率的双升，此效应或导致板块盈利能力在之后阶段持续出现超预期现象。关注承担新机型研制任务，同时也是本代装备的核心供应商，聚焦具备规模效应或工序拓展或行业洗牌受益特点的企业。

我们认为军工板块将在高景气度的背景下持续成为机构配置的偏好类板块（超配代表偏好为正），本次 H1 持股比例较高个股出现的趋势为长期成长价值化趋势。机构持仓对于长期成长确定性高的行业细分寡头明显增配，机构对赛道细分行业寡头的集中持股趋势已显现，我们预计将持续，持续看好军工中长期赛道寡头企业的长期价值。

**（航空制造）主机厂-中航沈飞、航发动力；航发上游-抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、中航重机；飞机机体材料-中航高科、西部超导、爱乐达等；**

**（国防信息化）被动元器件-火炬电子、鸿远电子、中航光电；集成电路-紫光国微、睿创微纳、复旦微电、新雷能；通信指控：七一二、中科星图、海格通信**

**风险提示**：军工订单低于预期，军工企业产能爬坡进展低于预期

图 1: 军工产业链企业 2021-2023 年盈利预测及估值情况 (Wind 一致预期)

产业链企业2021-2023年盈利预测及估值情况														
重点换装领域	产业链及标的		股票代码	净利润				预测净利润(亿元)			预测P/E			
				2020A	2021H1	同比情况	环比情况	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
军用航空	航空钛材	宝钛股份	600456.SH	3.63	2.78	95.56%	88.80%	5.81	7.49	9.38	42.80	33.18	26.49	
		西部材料	002149.SZ	0.79	0.72	387.09%	33.99%	1.64	2.99	3.68	65.75	36.12	29.33	
		西部超导	688122.SH	3.71	3.13	136.36%	43.99%	6.10	8.00	10.61	63.89	48.72	36.77	
	航空复合材料	中简科技	300777.SZ	2.32	0.94	0.43%	93.85%	3.30	5.10	7.11	58.50	37.85	27.15	
		中航高科	600862.SH	4.31	3.84	19.15%	-38.26%	6.99	9.59	12.83	72.66	53.00	39.59	
		光威复材	300699.SZ	6.42	4.34	23.40%	-1.33%	8.12	10.27	12.86	47.72	37.75	30.15	
	高温合金	抚顺特钢	600399.SH	5.52	4.31	135.21%	49.48%	8.65	11.56	14.84	59.13	44.20	34.44	
		钢研高纳	300034.SZ	2.04	1.76	98.19%	116.80%	3.20	4.30	5.70	69.97	52.02	39.29	
		图南股份	300855.SZ	1.09	0.89	124.64%	47.25%	1.77	2.33	3.16	71.18	54.13	39.87	
	无人机	洪都航空	600316.SH	1.33	0.58	493.24%	-30.26%	2.13	3.96	6.23	141.94	76.35	48.53	
		航天彩虹	002389.SZ	2.74	0.63	119.48%	129.05%	3.79	4.82	5.98	61.80	48.61	39.21	
	机加工等中间工序	模锻件	中航重机	600765.SH	3.44	未披露			5.80	7.54	9.81	55.20	42.49	32.66
			派克新材	605123.SH	1.67	1.26	81.68%	25.88%	2.49	3.51	4.74	41.97	29.76	22.04
			航宇科技	688239.SH	0.73	0.62	102.82%	-9.65%	1.26	1.72	2.42	74.03	53.97	38.44
			航亚科技	688510.SH	0.60	0.10	-64.12%	194.61%	0.81	1.15	1.58	113.65	79.91	58.29
			三角防务	300775.SZ	2.04	1.65	64.06%	21.27%	4.42	6.29	8.38	56.34	39.59	29.72
		其他中间工序	利君股份	002651.SZ	1.92	1.42	104.79%	-20.27%	3.30	5.36	7.73	45.05	27.77	19.25
			爱乐达	300696.SZ	1.37	1.08	89.85%	29.63%	2.46	3.57	4.92	48.85	33.63	24.39
中航机电			002013.SZ	10.75	5.29	53.21%	50.99%	14.01	17.93	22.35	36.21	28.30	22.70	
中航电子			600372.SH	6.31	3.85	45.74%	76.06%	7.98	9.15	10.45	47.64	41.54	36.37	
江航装备			688586.SH	1.94	未披露			2.77	4.02	5.60	47.73	32.88	23.61	
航空配套	北摩高科	002985.SZ	3.16	2.26	109.65%	16.26%	5.16	7.08	9.55	59.77	43.57	32.30		
	航发动力	600893.SH	11.46	4.61	12.94%	1140.44%	15.96	19.79	24.36	104.90	84.60	68.71		
	中航西飞	000768.SZ	7.77	3.36	-4.92%	48.18%	9.69	12.01	14.65	85.62	69.14	56.66		
主机厂	中航沈飞	600760.SH	14.80	未披露			18.80	23.55	29.71	79.66	63.59	50.41		
	洪都航空	600316.SH	1.33	0.58	493.24%	-30.26%	2.13	3.96	6.23	141.94	76.35	48.53		
导弹	导弹材料	铂力特	688333.SH	0.87	(0.79)	-749.15%	-42.15%	0.67	2.01	3.12	273.59	91.22	58.94	
		菲利华	300395.SZ	2.38	1.83	111.42%	43.31%	3.34	4.43	5.72	63.19	47.57	36.88	
	导弹总装	大立科技	002214.SZ	3.90	2.60	-11.00%	56.70%	4.49	5.44	6.92	31.56	26.04	20.49	
		睿创微纳	688002.SH	5.84	3.19	3.41%	64.03%	7.95	12.04	17.38	68.50	45.25	31.34	
		新雷能	300593.SZ	1.23	1.20	320.42%	33.60%	2.44	3.66	5.09	62.83	41.94	30.12	
		高德红外	002414.SZ	10.01	6.94	34.01%	91.13%	14.67	19.26	24.36	43.52	33.15	26.21	
导弹总装	洪都航空	600316.SH	1.33	0.58	493.24%	-30.26%	2.13	3.96	6.23	141.94	76.35	48.53		
	高德红外	002414.SZ	10.01	6.94	34.01%	91.13%	14.67	19.26	24.36	43.52	33.15	26.21		
军工电子/信息化	集成电路	睿创微纳	688002.SH	5.84	3.19	3.41%	64.03%	7.95	12.04	17.38	68.50	45.25	31.34	
		智明达	688636.SH	0.86	0.46	186.47%	285.05%	1.23	1.73	2.28	70.04	49.78	37.81	
		紫光国微	002049.SZ	8.06	8.76	117.84%	70.46%	16.92	24.39	33.79	82.66	57.35	41.39	
	连接器	中航光电	002179.SZ	14.39	11.14	68.01%	-21.60%	21.11	26.84	33.97	50.45	39.68	31.35	
		航天电器	002025.SZ	4.34	2.55	38.04%	14.64%	6.01	7.92	10.21	47.16	35.80	27.78	
	被动元器件	MLCC	火炬电子	603678.SH	6.09	5.51	100.55%	13.28%	9.85	13.34	17.67	35.60	26.28	19.84
			鸿远电子	603267.SH	4.86	4.54	121.25%	8.38%	8.76	12.02	15.86	38.43	28.01	21.24
		钽电容	宏达电子	300726.SZ	4.84	3.99	108.46%	33.65%	7.80	10.94	14.98	44.29	31.59	23.07
	信息化	多品类	振华科技	000733.SZ	6.06	5.15	118.79%	8.94%	11.04	15.07	19.12	45.73	33.52	26.42
			上海瀚讯	300762.SZ	1.67	0.22	265.59%	84.06%	2.35	3.21	4.35	53.97	39.49	29.17
七一二			603712.SH	5.23	1.59	53.74%	735.93%	7.39	10.01	13.35	43.02	31.77	23.82	
中科星图			688568.SH	1.47	0.17	348.24%	-559.18%	2.19	3.18	4.56	77.35	53.28	37.13	
航天发展	000547.SZ	8.08	3.14	0.69%	-32.34%	11.59	15.14	19.33	31.84	24.38	19.10			

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com