



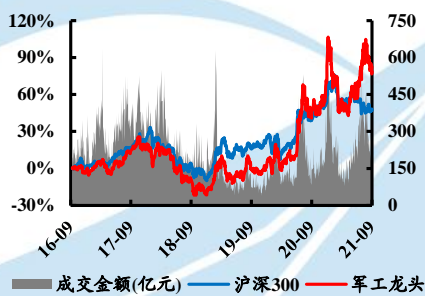
中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：梁晨
证券执业证书号：S0640519080001
电话：010-59562516
邮箱：liangc@avicsec.com

行业分类：军工

2021年10月7日

行业投资评级	增持
基础数据（2021.09.30）	
中证军工龙头指数	3984.20
近一周涨跌幅	-3.28%
军工行业 PE	68.48
军工行业 PB	3.94

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

4 本周行情

中证军工龙头指数 (-3.28%)，行业（申万）排名（25/28）；
上证综指 (-1.24%)，深证成指 (-0.34%)，创业板指 (+1.15%)；
涨幅前五：金通灵 (+9.83%)、海兰信 (+8.88%)、台海核电 (+7.28%)、
振华科技 (+6.36%)、铂力特 (+4.96%)；
跌幅前五：广联航空 (-20.22%)、中国船舶 (-13.60%)、卫士通 (-12.43%)、
东华测试 (-11.83%)、中国动力 (-11.64%)。

重要事件及公告

9月28日，中国商飞公司发布《中国商飞公司市场预测年报(2021-2040)》，
年报预测，未来二十年，中国航空市场将接收50座级以上客机9084架，
价值约1.4万亿美元。到2040年，中国的机队规模将达到9957架，占全
球客机机队比例22%，成为全球最大的单一航空市场。

9月28日，中国空军与中国航空工业举行中国航展首场发布会，中国空军
新闻发言人申进科表示，歼-20战机用上了国产发动机。他说，歼-20用上
了“中国心”，这个心，是心脏的“心”

9月30日，捷强装备公告，公司拟在四川省绵阳市建立核化生安全装备军民
两用制造中心，项目总投资不超过5亿元，建立精密仪器、透平机械、
传动机械、特种高端装备等核化生安全装备及大科学装备配套产品的生产
基地。

10月1日，中船防务公告，子公司中船黄埔文冲船舶有限公司与 EVERGREEN
MARINE (ASIA) PTE. LTD 签订的24艘集装箱船建造合同，合同交易总金额
约为10亿美元。

投资建议

一、核心观点

当下军工行业仿佛又陷入了一个令人左右为难的境地，上涨要冷静，下
跌更需理性，我们不妨看看当前境况究竟如何。

不利的几个因素：

- ① 本月即将迎来三季报，市场对三季报业绩增速下行存在普遍的担忧；
- ② 近期中美瑞士会晤、孟晚舟回国等一系列信号后，市场对国防建设的
底层逻辑有所动摇；

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

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

③ 9月军工行业下跌 10.27%，调整幅度似乎没有足够大，调整时间没有足够久，估值也没有足够便宜，下一阶段上攻的动力尚未积攒足够，时机仿佛尚未成熟。

再看相对有利的因素：

① **历史最好中报季**已经尘埃落定，足够振奋人心；

② 受疫情导致去年基数相对较低、均衡生产进一步提高了上半年增速等方面的影响，三四季度增速相对下滑是合理的，而且我们认为，这样的预期很大程度上已经 **price in**，一个典型的例子是，中简科技中报远不及预期，但中报披露后最大涨幅近 30%；从全年乃至未来几年的时间周期来看，军工行业保持中高增速是具有极高确定性的，这是我们的信心之源，而且在这一点上市场已经形成了较高度度的共识；

③ 我国国防建设的紧迫性突出体现在自身发展的需要，中国面临多元复杂的安全威胁和挑战，而国防实力与经济实力尚不匹配，机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，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，因此我们认为，我国大力推进国防建设的决心不会变、力度不会降、步伐不会慢；

④ **军工行业月度成交额，8月创出历史最高值**，考虑到近期 A 股成交额放大，我们对军工行业月成交额和 A 股月成交额的比值进行统计，4-8 月月成交额占 A 股月成交额比重分别为 1.97%、2.22%、2.62%、2.69%、3.75%，持续提升，考虑到军工行业当前并未处于历史高位，所以我们倾向于认为，成交额放大后更可能的是向上突破而非见顶标志。

因此，我们的预测和判断是：

① 高增长业绩已然兑现，**整体重心大概率是提升的**，深度回调回到 5 月甚至 7 月低位的可能性是很低的；

② 我们倾向于认为，经过一段时间后，回归到理性看行业，在“十四五”开局之年，实现 40%-50% 的增速，很大程度上是可以接受的，并且可以说已然相当理想，**“新预期”在一段时间后建立起来，很可能是回归冷静和理性的区间，并将形成市场的理性共识**；每一轮波澜壮阔大行情的持续展开，需要的是预期不断确立、并不断兑现的过程，也是“怀疑”者不断被“收编”的过程；确定性带来的估值溢价是有限的，唯有高增长且持续高增长才能给予高溢价；在新的预期和共识达成后，我们认为军工行业将继续向上突破；

③ 经过了一季报、中报的兑现和验证，当前市场对军工行业的中长期景气基本已经达成了共识，这是可喜的；短期都在等待一些不利因素有所落地，今年底或明年初再择机配置，但我们认为，在这样的预期之下，未尝不会出现“抢跑”现象，而且短期行情的判断是困难的，中长期视角看，当前的位置较大概率是配置的机会，一旦短期出现较大幅度的波动，应把握机会配置。

1、观点和结论

本轮军工行情，是行业景气确定性驱动带来的中报行情。在历史最佳中报季结束后，9月后的一段时间内缺乏业绩相关的催化刺激因素，再加上对增速下行、价格下降、中美关系缓和、资金减持等方面的隐忧，近期出现调整震荡。但当下，仅仅是军工行业此轮全面扩产的早期，仅仅是实现“2027、2035、2050”三个重要目标的开始，仅仅是军工行业黄金时代的序幕，声称行情结束言之尚早，陷入怀疑悲观也大可不必。基本面的坚实程度保证了行情表现上的坚韧程度，估值得以快速消化使得泡沫化距离尚远，因此，我们认为，业绩已然兑现，重心定要上移，回调至今年5月低点的可能性是极低的，无惧无忧，如出现较大幅度的回调（我们认为“较大幅度”的尺度是，指数15%、核心股25%），则是又一次的配置良机再现。

2、对当前四个担忧的解答

①担忧一：中美关系缓和

近期中美瑞士会晤、孟晚舟回国、中美元首通电话等事件的发生，让有人认为这些信号代表着中美关系的缓和，并会影响中国国防建设的力度和速度。我们的观点是，一方面，美对中战略已经发生实质性转变，预计中美博弈将长期而反复，短时期内难以转向；另一方面，我国国防建设的紧迫性突出体现在自身发展的需要，中国面临多元复杂的安全威胁和挑战，而国防实力与经济实力尚不匹配，机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，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。因此我们认为，我国大力推进国防建设的决心不会变、力度不会降、步伐不会慢，不会影响军工行业中长期的高度景气。

②担忧二：营收增长持续性和增速下行

对于营收增长持续性问题，面对百年未有之大变局，在外部形势倒逼和内部基本面向好的内外双重促进下，在练兵备战和技术升级紧迫需求的双重牵引下，在当前我国国防实力与经济实力还不匹配的现实矛盾下，我国国防建设和军工行业发展正迎来规模性快速增长和结构性转型升级，军工行业在数量、质量和结构三个维度都迎来了实质性的重大变化和历史性的发展机遇。军工行业的黄金时代方兴未艾，当前仅是武器装备“十四五”持续放量的初期，行业处于产能扩张早期，距离此轮扩产周期尾声，至少还有3年时间。因此，收入端增长可持续是无疑的，我们认为至少可看5-10年；而武器装备放量增速的高点，也应待行业产能全部投入并释放，因此增速拐点至少尚需3-5年。

对于增速问题，由于之前预期过高，一季度的高速增长下，线性外推导致对中报预期较高，中报披露后，欣喜程度并未到欢声雷动、满堂喝彩，更多是对比近期受限制行业的暗自窃喜。我们将核心军工股2021Q1和Q2的净利润增速进行比较，Q1为84.95%，Q2为36.44%，二季度增速放缓；事实是，去年一季度行业受疫情影响最为严重，基数低因此增速高，并且一季度的部分订单集中体现于二季度，造成了今年二季度增速显得降了下来；但统计数字上的增速下滑，成为市场的担心之处是可能的。我们倾向于认为，经过一段时间后，回归到理性看行业，在“十四五”开局之年，实现40%-

50%的增速，很大程度上是可以接受的，并且可以说已然相当理想。**“新预期”在一段时间后建立起来，很可能是回归冷静和理性的区间，并将形成市场的理性共识。**每一轮波澜壮阔大行情的持续展开，需要的是预期不断确立、并不断兑现的过程，也是“怀疑”者不断被“收编”的过程。确定性带来的估值溢价是有限的，唯有高增长且持续高增长才能给予高溢价。

③担忧三：军品降价和利润率下滑

对于主机厂，业务质量在提升，聚焦军工主业，紧抓研发总装高附加值业务；**资产质量在提升**，如中航西飞、洪都航空等的资产置换；**经营管理质量在提升**，如航天彩虹、航天电子（子公司）等的股权激励。因此主机厂利润率应当是**趋势性的提高**，主机厂业绩弹性的重要保障也是利润率的提升。

对于民营等配套厂商，市场担心的是军品降价问题。近日就有《陆军装备部关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》，提出“要加快大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价，多点挖潜、控价让利，通过精益管理实现价格整体最优；列装使用环节要统筹降价。”

我们认为，武器装备需求空前旺盛，军费使用效率的提高是必然选择。军工行业的主要物质来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升，提高军费的使用效率是必经之路。因此，近年来，军队改革、军队和地方工业部门反腐、军品定价议价规则修订等方面的动作，在武器装备层面，目标皆指向：提升军费使用效率，多买装备，买好装备。因此，一定程度引入市场化机制，就成为必然；继而，一定程度出现降价，也成为必然。

军、民品本质不同，保军乃第一要义。军品和民品本质不同，用民品逻辑，如医药集采等，去理解军品，显然是不适用的，是脱离本质的张冠李戴。理由有二：一是，对于军品，**“保军”是第一要义，“保军”需“保质”、“保量”、“保及时交付”**，这就导致，绝对不可能出现，以降价为目标导向。不合理降价或价格战，带来的供应体系破坏，以及军品质量的下降，如此后果是难以承受的，绝不可能以降低质量为代价换取假性低价。质不高，量不足，交付不及时，这同“练兵备战”的军队方针是相违背的；二是，纵然未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期，但是军品相比民品，毕竟还是“多品种、小批量”，如同样是飞机，波音737系列已生产上万架，而军机单个型号与其有数量级的差异。因此，军品不可能具有民品一般的规模化优势，成本和利润的压缩空间也都是有限的。

我们的判断是：当前还处于供需双方动态博弈阶段，部分军品出现一定程度降价是可能的，也是合理的，这也是军费使用效率提升追求的结果之一，但**大概率是价格略降、缓降，对于客户单一、品类单一的公司，短期可能出现价格和利润率的突变**，但中长期依然是略降、缓降；随着军品订单的迅速放量，由于规模效应，将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象，因此价格的降低基本可以通过军品放量得以补偿，我们预计，军工企业的利润率将保持相对稳定，不会出现较大幅度的下降；**长期来看，影响的是竞争格局，提升的是行业的整体效率**，有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益，**中上游企业的行业集中度有望逐步提升**。

④担忧四：减持

对于外资减持问题，我们在深度报告《外资“撤退”对军工行业影响几何》进行过深入分析，结论是，**军工行业定价权当前主要掌握在国内投资者手中**，个股股价长期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。

对于大小非、定增资金、产业资金等的解禁减持，我们认为，一方面，此类资金不关心价格砸盘式的减持可能性极低，另一方面，诸多历史表现已经充分证明，对于质优绩优者，减持仅会造成暂时的扰动和曲折，不影响长期趋势，尤其是**历史性趋势**。

3、中报情况

中报季尘埃落定，几个重要表现有（具体数据和分析可见后文）：

①**历史最好中报季**，对核心军工股进行统计，2020H1、2021H1 净利润增速分别为 **38.93%、52.77%**，2019H1 至 2021H1 两年复合增速为 45.68%；

②**合同负债激增**，航空工业集团 11 家军品上市公司同比大增 784.38%，航发集团三家上市公司同比大增 767.35%；

③**主机厂盈利能力提升**，2021H1 毛利率均值 9.63% (+0.42pcts)，净利率均值 3.83% (+0.25pcts)，ROE 均值 3.59% (+0.40pcts)，这是可喜的现象，**利润率的弹性是主机厂业绩弹性的重要保障**。

4、行情的几个迹象

①今年前九个月，月线“四连阴”（十年来第二次）、“四连阳”（六年来第二次）后，九月下跌 10.27%，年初至今涨幅（-4.48%）28 个行业中排名 17；

图表 1：国防军工月度表现及全年表现

时间	国防军工（申万）涨跌	申万 28 行业排名
1 月	-10.20%	28
2 月	-1.57%	21
3 月	-8.65%	27
4 月	-4.08%	26
5 月	+13.07%	1
6 月	+1.06%	11
7 月	+3.34%	7
8 月	+16.40%	4
9 月	-10.27%	25
年初至今涨幅	-4.48%	17

资料来源：WIND，中航证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 30 日）

②回调幅度，军工指数从近期高点最多回调 12.66%，中航沈飞、紫光国微、抚顺特钢等重点军工股从高点平均最高跌幅达 24.72%；

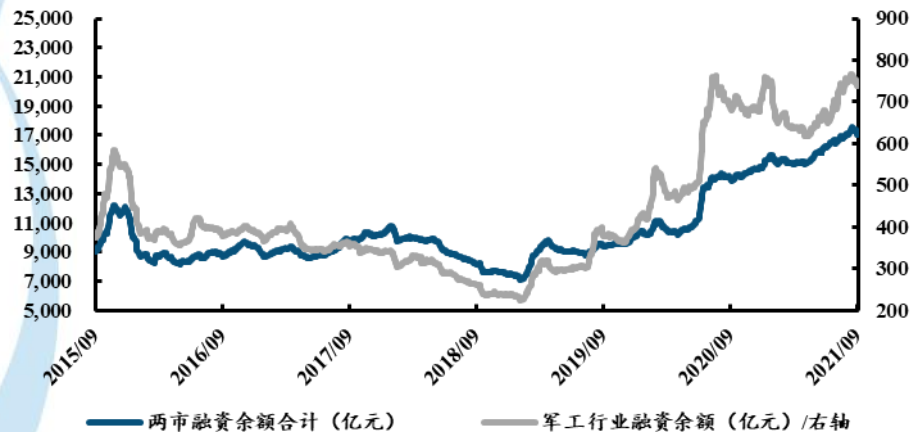
图表 2: 军工行业及代表公司近期高点后最高跌幅

名称	高点价格	低点价格	高点最高跌幅
振华科技	116.66	88.33	-24.28%
紫光国微	248.85	196.90	-20.88%
宏达电子	99.49	74.81	-24.81%
中直股份	70.16	54.88	-21.78%
洪都航空	51.46	36.85	-28.39%
抚顺特钢	29.30	20.60	-29.69%
中航沈飞	85.76	66.31	-22.68%
中航重机	37.64	29.16	-22.53%
航发动力	70.50	52.67	-25.29%
鸿远电子	185.30	134.80	-27.25%
火炬电子	89.80	67.99	-24.29%
平均值			-24.72%
国防军工(申万)	1922.19	1,678.81	-12.66%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (数据截至 2021 年 9 月 30 日)

③本周军工行业的融资余额继 9 月 10 日创五年内新高后, 小幅回落, 但依然维持高位, 我们认为这种情况容易造成大盘及军工的波动加大。

图表 3: 两市融资余额与军工融资余额走势情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (数据截至 2021 年 9 月 24 日)

5、对行情的预测和判断

- ①9 月后的业绩真空期, **波动加大是可能的;**
- ②高增长业绩已然兑现, **整体重心大概率是提升的;**
- ③在新的预期和共识达成后, 我们认为军工行业将**继续向上突破。**

6、基本面方面:

①2021H1 航空工业集团、航发集团合同负债+预收款激增验证军工行业景气度

军工行业中报已全部披露, 从航空工业集团和航发集团合同负债+预收款情况来看, 航空工业集团 11 家军品企业 2019H1、2020H1 和 2021H1 合同负债

+预收款合计分别为 87.57 亿元、65.26 亿元和 577.14 亿元，同比增速分别为-35.96%、-25.48%和+784.38%；航发集团 3 家企业 2019H1、2020H1 和 2021H1 合同负债+预收款合计 22.23 亿元、29.84 亿元和 258.82 亿元，同比增速分别为+24.83%、+34.21%和+767.35%。2021H1 两大军工集团合同负债和预付款激增验证了军工行业景气度。

图表 4：航空工业集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款 (亿元)				(合同负债+预收款) 变化		
	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2019H1 同比增速	2020H1 同比增速	2021H1 同比增速
中航高科	5.17	9.10	0.99	1.30	75.92%	-89.10%	30.90%
中航沈飞	67.62	19.41	3.67	377.37	-71.30%	-81.11%	10196.00%
中航重机	5.82	0.28	0.59	6.25	-95.23%	113.20%	956.36%
中航西飞	8.91	8.72	5.42	44.29	-2.11%	-37.86%	717.09%
洪都航空	1.62	0.42	0.16	72.94	-74.26%	-62.32%	46219.98%
中直股份	41.33	42.96	48.47	38.10	3.97%	12.82%	-21.41%
中航电子	1.09	1.01	1.14	6.42	-7.24%	12.89%	462.22%
中航机电	2.41	2.28	1.86	23.40	-5.37%	-18.19%	1154.54%
中航光电	1.27	1.21	1.13	3.81	-4.34%	-7.23%	238.58%
中航电测	1.50	2.07	1.66	1.03	38.04%	-20.01%	-38.04%
江航装备	0.00	0.11	0.17	2.22	-	58.15%	1229.12%
合计	136.75	87.57	65.26	577.14	-35.96%	-25.48%	784.38%

图表 5：航发集团合同负债+预收款情况

公司	合同负债+预收款 (亿元)				(合同负债+预收款) 变化		
	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2019H1 同比增速	2020H1 同比增速	2021H1 同比增速
航发动力	16.86	21.14	26.05	248.23	25.37%	23.25%	852.88%
航发控制	0.51	0.78	0.64	8.95	52.51%	-17.60%	1287.51%
航发科技	0.44	0.32	3.14	1.64	-28.21%	896.21%	-47.80%
合计	17.81	22.23	29.84	258.82	24.83%	34.21%	767.35%

数据来源：wind，中航证券研究所（注：数据截至 2021 年 9 月 24 日）

② 57 家核心军工股中报业绩增长 52.77%，表现喜人

本次是军工行业历史上业绩最佳的中报季，目前军工板块上市公司中，我们统计了中航军工股票池中 57 家核心军工股过去三年的中报业绩情况，2019H1、2020H1 和 2021H1 合计净利润分别为 68.85 亿元、95.65 亿元和 146.12 亿元，2020H1、2021H1 合计净利润同比增速+38.93%和+52.77%，2019H1 至 2021H1 两年的复合增速 45.68%。

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。从航空五大主机厂中报业绩来看，中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力 2019H1、2020H1 和 2021H1 合计净利润分别为 11.83 亿元、18.07 亿元、22.03 亿元，2020H1、2021H1 同比增速+52.69%，+21.89%，2019H1 至 2021H1 五大主机厂两年的复合增速 36.43%。

从盈利指标看，2021H1 五大主机厂毛利率均值 9.63% (+0.42pcts)，净利率均值 3.83% (+0.25pcts)，ROE 均值 3.59% (+0.40pcts)，显示盈利指标逐步改善。

以上 57 家核心军工股和 5 家航空主机厂的中报业绩增速、盈利指标变化验证了军工行业的高景气度。

图表 6：军工股半年报业绩增速

公司名称	净利润（亿元）			2020H1 同比增速	2021H1 同比增速
	2019H1	2020H1	2021H1		
航天发展	2.40	3.31	3.47	37.87%	4.80%
七一二	0.68	1.03	1.59	52.67%	53.74%
上海瀚讯	-0.15	-0.13	0.22	-12.91%	-267.35%
新光光电	0.05	-0.05	0.12	-189.98%	-372.11%
中国卫星	2.07	1.75	1.84	-15.54%	5.54%
航天电子	2.54	2.17	3.42	-14.61%	57.40%
高德红外	1.49	5.18	6.95	246.70%	34.05%
航天电器	2.04	2.18	2.90	6.91%	33.14%
天奥电子	0.29	0.25	0.34	-14.20%	36.40%
盟升电子	0.20	0.33	0.48	65.74%	45.92%
智明达	0.00	0.16	0.46	-	186.47%
亚光科技	0.84	0.57	0.57	-32.23%	0.47%
雷科防务	0.76	0.63	0.63	-17.36%	-0.13%
火箭科技	0.47	0.28	0.48	-40.10%	69.44%
振芯科技	0.08	0.09	0.83	11.18%	854.92%
睿创微纳	0.65	3.08	3.18	376.76%	3.18%
大立科技	0.59	2.91	2.56	397.05%	-12.17%
振华科技	2.18	2.35	5.18	7.67%	120.45%
宏达电子	1.85	2.02	4.33	9.10%	114.29%
火炬电子	2.17	2.80	5.64	28.62%	101.64%
新雷能	0.29	0.30	1.24	0.83%	320.95%
鸿远电子	1.77	2.05	4.54	15.90%	121.25%
铂力特	-0.02	-0.09	-0.79	287.75%	787.24%
派克新材	0.82	0.69	1.26	-15.37%	81.68%
中航电子	1.83	2.75	3.97	50.54%	44.54%
中航机电	3.37	3.53	5.60	4.93%	58.60%
江航装备	0.74	1.05	1.28	42.07%	22.02%
航发动力	3.40	4.24	4.85	24.84%	14.28%
航发控制	1.81	2.39	3.16	31.66%	32.06%
安达维尔	0.02	0.31	-0.12	1721.80%	-140.06%

公司名称	净利润 (亿元)			2020H1	2021H1
	2019H1	2020H1	2021H1	同比增速	同比增速
国睿科技	0.20	1.73	1.79	773.52%	3.37%
中直股份	2.35	2.93	3.75	24.84%	27.91%
中航沈飞	4.33	8.49	9.49	96.09%	11.71%
爱乐达	0.43	0.57	1.08	31.56%	89.85%
航天彩虹	0.44	0.36	0.69	-18.72%	95.44%
景嘉微	0.77	0.89	1.26	16.09%	41.11%
三角防务	0.94	1.01	1.65	7.62%	64.06%
北摩高科	0.60	1.08	3.02	80.40%	179.39%
航宇科技	0.00	0.31	0.62	-	102.82%
中航重机	1.22	1.57	3.28	28.78%	109.46%
中航高科	2.72	3.22	3.84	18.27%	19.40%
西部超导	0.87	1.28	3.13	47.24%	144.64%
利君股份	0.82	0.69	1.42	-15.23%	104.79%
图南股份	0.42	0.40	0.89	-5.24%	124.64%
航亚科技	0.00	0.29	0.10	-	-64.54%
航发科技	-0.19	-0.56	-0.40	198.49%	-28.55%
洪都航空	-0.45	0.10	0.58	-122.41%	477.20%
中简科技	0.53	0.93	0.94	77.53%	0.43%
光威复材	3.10	3.51	4.33	13.34%	23.23%
中航光电	6.18	6.99	11.80	13.09%	68.81%
抚顺特钢	1.26	1.83	4.31	46.07%	135.21%
宝钛股份	1.31	1.69	3.11	29.52%	83.80%
钢研高纳	1.05	1.05	1.91	-0.75%	82.00%
紫光国微	1.92	4.02	8.84	109.63%	119.69%
广联航空	0.13	0.11	0.24	-11.35%	111.18%
光启技术	0.49	0.70	0.92	43.99%	30.87%
中航西飞	2.20	2.30	3.36	4.44%	45.94%
合计	68.85	95.65	146.12	38.93%	52.77%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 9 月 24 日)

图表 7: 五大主机厂半年报业绩增速

公司名称	净利润 (亿元)			2020H1	2021H1
	2019H1	2020H1	2021H1	增速	增速
中航沈飞	4.33	8.49	9.49	96.09%	11.71%
中航西飞	2.20	2.30	3.36	4.44%	45.94%
洪都航空	-0.45	0.10	0.58	-122.41%	477.20%
中直股份	2.35	2.93	3.75	24.84%	27.91%
航发动力	3.40	4.24	4.85	24.84%	14.28%
合计	11.83	18.07	22.03	52.69%	21.89%

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 9 月 24 日)

图表 8: 五大主机厂半年报毛利率、净利率、ROE 变化

公司	毛利率			净利率			ROE		
	2020H1 (%)	2021H1 (%)	变化 pcts	2020H1 (%)	2021H1 (%)	变化 pcts	2020H1 (%)	2021H1 (%)	变化 pcts
中航沈飞	9.01	9.81	0.79	7.33	5.96	-1.37	9.31	9.07	-0.24
中航西飞	6.62	6.45	-0.17	1.71	2.23	0.52	1.41	2.18	0.78
洪都航空	2.92	2.34	-0.58	0.45	2.16	1.70	0.20	1.13	0.93
中直股份	10.57	12.04	1.47	3.82	4.00	0.17	3.62	4.27	0.65
航发动力	16.96	17.53	0.57	4.61	4.81	0.19	1.42	1.28	-0.14
平均值	9.22	9.63	0.42	3.59	3.83	0.25	3.19	3.59	0.40

数据来源: wind, 中航证券研究所 (注: 数据截至 2021 年 9 月 24 日)

③ 陆军“带量采购”倡议书短期引发军工板块波动，长期提升行业整体效率，产业链中上游企业集中度有望提升

8 月 23 日,《陆军装备部关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》扩散,其中提出“要加快大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价,多点挖潜、控价让利,通过精益管理实现价格整体最优;列装使用环节要统筹降价。”次日中证军工指数开盘大跌,全天下跌 0.71%,我们认为:

武器装备需求空前旺盛,军费使用效率的提高是必然选择。军工行业的主要物质来源是军费,若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升,提高军费的使用效率是必经之路。因此,近年来,军队改革、军队和地方工业部门反腐、军品定价议价规则修订等方面的动作,在武器装备层面,目标皆指向:提升军费使用效率,多买装备,买好装备。因此,一定程度引入市场化机制,就成为必然;继而,一定程度出现降价,也成为必然。

军、民品本质不同,保军乃第一要义。军品和民品本质不同,用民品逻辑,如医药集采等,去理解军品,显然是不适用的,是脱离本质的张冠李戴。理由有二:一是,对于军品,“保军”是第一要义,“保军”需“保质”、“保量”、“保及时交付”,这就导致,绝对不可能出现,以降价为目标导向。不合理降价或价格战,带来的供应体系破坏,以及军品质量的下降,如此后果是难以承受的,绝不可能以降低质量为代价换取假性低价。质不高,量不足,交付不及时,这同“练兵备战”的军队方针是相违背的;二是,纵然未来 10 到 15 年将是武器装备建设的收获期和井喷期,但是军品相比民品,毕竟还是“多品种、小批量”,如同样是飞机,波音 737 系列已生产上万架,而军机单个型号与其有数量级的差异。因此,军品不可能具有民品一般的规模化优势,成本和利润的压缩空间也都是有限的。

我们的判断是:当前还处于供需双方动态博弈阶段,部分军品出现一定程度降价是可能的,也是合理的,这也是军费使用效率提升追求的结果之一,但大概率是价格略降、缓降,对于客户单一、品类单一的公司,短期可能出现价格和利润率的突变,但中长期依然是略降、缓降;随着军品订单的迅速放量,由于规模效应,将会出现良率提升、边际成本降低、利润率提高的现象,因此价格的降低基本可以通过军品放量得以补偿,我们预计,军工企业的利润率将保持相对稳定,不会出现较大幅度的下降;长期来看,影响的是竞争格局,提升的是行业的整体效率,有核心技术、议价能力强、成本控

制好的企业将会长期受益，中上游企业的行业集中度有望逐步提升。

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9月30日，军工行业PE为63.40倍，处于2014年以来的25.52%分位。

考虑到军工行业高景气度以及中美博弈，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、计算机行业的 PE 比值分别为 21.44%分位、41.29%分位、30.02%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 20 家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 25.5 倍；若保持年复合 25%的增长率，20 家公司 2025 年 PE 均值为 20.8 倍；若保持年复合 30%增长率，20 家公司 2025 年 PE 均值为 17.1 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，航发动力、航发控制（发动机），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），西部超导、西部材料、宝钛股份（钛合金），铂力特（3D打印），爱乐达、派克新材（航空制造）等；

航天装备产业链：

天奥电子、康拓红外（星载微系统）、盟升电子（卫星导航通信）、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），大立科技（红外制导），国睿科技（雷达），北方导航（导航控制和弹药信息化），振华科技、火炬电子、鸿远电子、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，中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨，SAC 执业证书号：S0640519080001，北京科技大学材料硕士，中航证券金融研究所军工行业分析师。

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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。