

国防军工

景气依旧、攻防兼备

投资评级

强于大市

维持评级

行业表现 (2021-7-7)



%	1M	3M	12M
相对收益	3.43	3.26	7.81
绝对收益	0.75	3.26	17.89

资料来源: Wind, 万和证券研究所

作者

王轶铭

分析师

SAC 执业证书: S0380521010003

联系电话: 0755-82830333(108)

邮箱: wangym@wanhesec.com

相关报告

国防军工:《新型号持续服役, 行业景气无忧》2021-06-22

投资要点

- ◆ **2021年上半年申万国防军工指数下跌为11.5%**。同期沪深300指数微涨0.2%。A股军工板块在2021年上半年跑输沪深300,在28个一级行业指数中排第26位。2021年军工板块在经过2020年下半年的快速上涨后,进入调整期。申万国防军工指数最大跌幅一度为-23%。从2021年4月底开始,军工板块重新进入上升通道。
- ◆ **2020和2021Q1业绩变化和关联交易增长显示国防军工行业景气度持续提升**。万和证券根据军品收入占比、产业链相关度、大股东性质三个维度选择了A股市场上76家国防军工上市公司作为样本。2020年国防军工扣非后净利润增速为43%,2021Q1扣非后净利润增速为219%。其中有航空主机厂,宇航级碳纤维、军工电子的景气度高。2021年相关公司的关联交易数据也显示核心军工资产高景气度可期。
- ◆ **美国将中国视为体系性的竞争对手,中国需要实现国防发展与经济发展相匹配**。拜登上台以后,美国将中国视为最严峻的竞争者。军事方面,美国在南海、台湾等方向上不断试探中国的底线。科技领域,美国采取“小院高墙”策略遏制中国高科技发展。作为应对,中国需要实现国防发展与经济发展相匹配。我们一直向投资者强调这样一个观点:由于整体安全形势的变化,以及中国先进武器装备的陆续定型,中国武器装备采购从原来的装备维持型向作战任务型转变。核心军工资产订单景气的强度和长度都会超出投资者的历史经验。
- ◆ **中国有能力提升国防支出,不断增长的国防开支是军工行业景气度的保障**。2021年中国国防开支预算为13,553亿元,增速为6.8%,高于2020年的增速6.6%。从世界经验来看,军费支出占GDP的比例一般在2%~4%的区间时,国防建设与经济建设的关系能够总体保持协调。目前中国的比例低于2%,中国有能力根据需要将军国防开支占GDP的比重提升至2%以上。
- ◆ **军工板块估值合理、业绩无忧、短期有催化**。经过调整后的军工板块估值低于行业历史估值中枢,市场已经逐渐认可军工板块基本面良好、高科技属性强的投资逻辑。目前,申万军工指数PE在63倍左右。新型号批量入列使得行业业绩有保障。2021年下半年珠海航展、自主可控、中美地缘政治博弈等催化因素不仅没有消失,还在不断强化。
- ◆ **投资建议:维持行业“强于大市”的投资评级**。长期来看,在当前复杂的国际局势下,为了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,国防军工需求将持续景气。中短期来看,板块估值合理、业绩无忧、还有催化因素。我们认为,2021年下半年,国防军工行业上涨概率大,下跌空间有限,属于攻防兼备的投资赛道。有新型号和新订单的核心军工资产最受益,相关标的为:主机厂:中航西飞(000768)、航发动力(600893)、洪都航空(600316)、中航沈飞(600760);关键零部件:景嘉微(300474)、中航高科(600862)、航天电器(002025)、北摩高科(002985)。
- ◆ **风险提示**: 1、新型号研制交付出现延迟; 2、疫情严重导致珠海航展取消。



正文目录

前言	4
一、2021 年上半年国防军工板块市场回顾	4
(一) 2021 年上半年申万国防军工指数下跌 11.5%	4
(二) 整体估值在相对低位，二级行业估值分化	5
(三) 国防军工板块 2021 年上半年个股涨跌幅比较	6
二、国防军工行业景气依旧	6
(一) 国防军工 2020 年和 2021Q1 整体经营概要	6
(二) 航空装备在景气周期中	8
1、航空主机制造商的景气度持续	8
2、军用碳纤维产业维持高景气	10
3、航空装备系统和零部件业绩增速加快	11
(三) 航空发动机：曙光在前方	12
(四) 航天装备：关注航天核心元器件	13
(五) 军工电子：景气上升+自主可控的投资机会	15
三、军强才能国安、行业景气有保障	16
(一) 拜登政府认为中国是最严峻和体系性的竞争者	17
(二) 中国有能力持续增加国防投入	20
(三) 国防军工是“硬科技”的核心	21
四、2021 年下半年国防军工投资要点	23
(一) 军工板块估值目前仍在较低水平	23
(二) 核心资产全年增长可期	24
(三) 主题投资机会犹存	24
五、投资建议：维持“强于大市”的投资评级	25
风险提示	25

图表目录

图 1 2020H1 申万各行业指数与沪深 300 涨跌幅比较	4
图 2 2021H1 申万国防军工指数和沪深 300 涨跌幅变化	5
图 3 2021H1 申万国防军工各子板块涨跌幅变化	5
图 4 申万军工指数过去 10 年估值 PE (TTM) 变化	5
图 5 军工各子板块估值 PE (TTM) 水平	5
图 6 2021 上半年军工涨幅前 15 家公司	6
图 7 2021 上半年军工跌幅前 15 家公司	6
图 8 航空工业主机上市公司的重点型号和新订单	9
图 9 2020 年中国/全球碳纤维应用对比	11
图 10 2020 年航空航天领域碳纤维需求结构	11
图 11 A 股市场航空发动机上市公司及主要业务	13
图 12 1970-2020 年我国航天发射数量统计	15
图 13 长征 5 号火箭和中国空间站	15
图 14 新时代中国国防的目的	17
图 15 中国面临非常复杂的周边安全环境	17
图 16 冷战后美国战略的变化	18
图 17 2021 年美军飞机在我国周边海域飞行架次	18
图 18 2016-2020 年美军闯入南海岛礁领海或 12 海里次数	18

图 19	2007-2020 年美军穿越台湾海峡次数统计	19
图 20	2020 年美私人公司 CL-604 侦察机中国南海侦察情况	19
图 21	2021 年上半年解放军南海演习频次统计	19
图 22	2021 年解放军战机在台海地区飞行训练天数	19
图 23	中国 1998-2020 年军费开支情况	20
图 24	2018 年全球主要国家军费占 GDP 比重	20
图 25	中国军费占 GDP 比重变化趋势 (统计局+SIPRI 口径)	20
图 26	中、美、俄军费占 GDP 比重变化趋势对比	20
图 27	美国《出口管制改革法》重点监控和关注的 14 项关键技术	22
图 28	航空航天、军工电子是提升制造业核心竞争力的重要抓手	22
图 29	军工行业整体估值 (TTM,整体法) 大幅回调	23
图 30	申万军工整体估值相对沪深 300 整体估值的倍数	23
图 31	申万军工整体估值相对中小板指数整体估值的倍数	23
图 32	申万军工整体估值相对创业板指数整体估值的倍数	23
图 33	航空装备类上市公司 2021 年关联销售同比增速	24
图 34	航空装备类上市公司 2021 年关联采购同比增速	24
图 35	2010-2020 年申万军工指数月度涨跌幅	25
表 1	A 股国防军工板块 2020 年经营数据	7
表 2	A 股国防军工板块 2021 年 1 季度经营数据	7
表 3	航空装备样本公司 (主机厂) 2020 年财务数据	9
表 4	航空装备样本公司 (主机厂) 2021Q1 财务数据	9
表 5	航空装备样本公司 (碳纤维) 2020 年财务数据	10
表 6	航空装备样本公司 (碳纤维) 2021Q1 财务数据	10
表 7	航空装备样本公司 (系统及部件) 2020 年财务数据	11
表 8	航空装备样本公司 (系统及部件) 2021Q1 财务数据	12
表 9	航空发动机板块样本公司 2020 年财务数据	12
表 10	航空发动机板块样本公司 2021Q1 年财务数据	12
表 11	航天板块样本公司 2020 年财务数据	14
表 12	航天板块样本公司 2021Q1 财务数据	14
表 13	军工电子板块样本公司 2020 年财务数据	15
表 14	军工电子板块样本公司 2021Q1 财务数据	16

前言

“以史为鉴、开创未来，必须加快国防和军队现代化。强国必须强军，军强才能国安。”

——习近平 《庆祝中国共产党成立 100 周年大会》

习近平总书记在 2021 年 7 月 1 日《庆祝中国共产党成立 100 周年大会》上，再一次庄严宣告：“必须加快国防和军队现代化建设。强国必须强军，军强才能国安”。军工板块作为国之重器，是维护国家安全和发展的压仓石。

美国全面遏制中国发展的战略已经确立，美国及其盟友将不断试探中国国家安全底线，在中国周边主动挑起冲突的概率在上升。为了维护我们的安全与发展，中国必然不断加强国防力量建设，这为投资国防军工行业提供了历史机会。

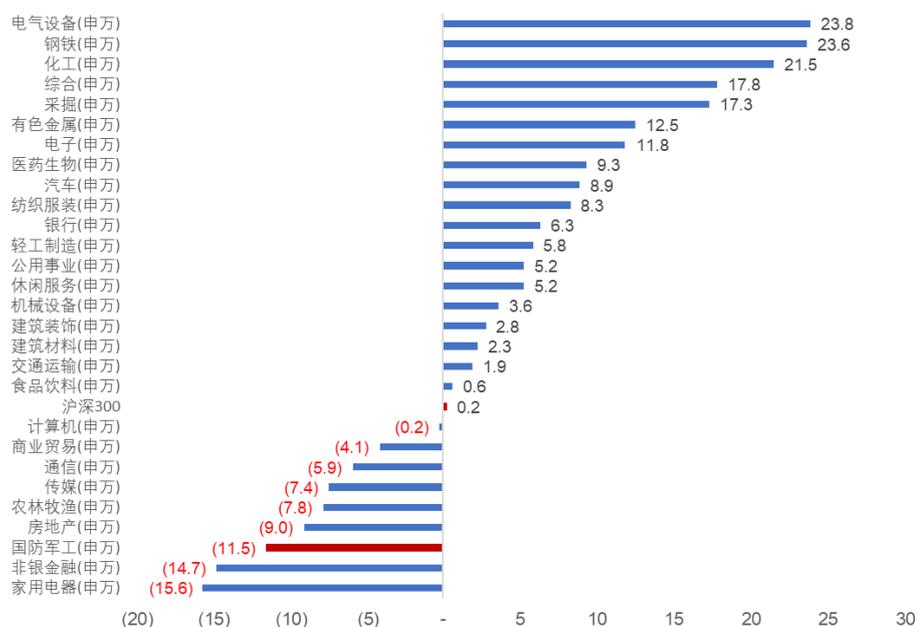
一、2021 年上半年国防军工板块市场回顾

从长期来看，投资国防军工行业就是投资中国的安全与发展。从中短期的角度来看，为了给投资者更好的展望 2021 年下半年军工行业投资机会，我们回顾一下 2021 年上半年 A 股市场国防军工板块的市场表现。

(一) 2021 年上半年申万国防军工指数下跌 11.5%

我们选择申万国防军工指数作为国防军工板块的代表。2021 年上半年（截止到 2021 年 6 月 30 日），申万国防军工指数下跌为 11.5%，同期沪深 300 指数微涨 0.2%。A 股军工板块在 2021 年上半年跑输沪深 300，在申万 28 个一级行业指数中排第 26 位。

图 1 2020H1 申万各行业指数与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：WIND、万和证券研究所

2021 年上半年军工板块行情演变的具体趋势为：经过年初的短暂上涨后，板块进入较快的下行通道。在 4 月底，军工板块最大跌幅一度达到 23% 左右。然后国防军工板块重新进入上升区间。

申万军工 4 个二级指数 2021 年上半年的表现分别为：航空装备指数下跌-12%；航天装备指数下跌-9%；兵器装备指数下跌-16%；船舶制造指数下跌-9%。

图 2 2021H1 申万国防军工指数和沪深 300 涨跌幅变化



资料来源：WIND、万和证券研究所

图 3 2021H1 申万国防军工各子板块涨跌幅变化



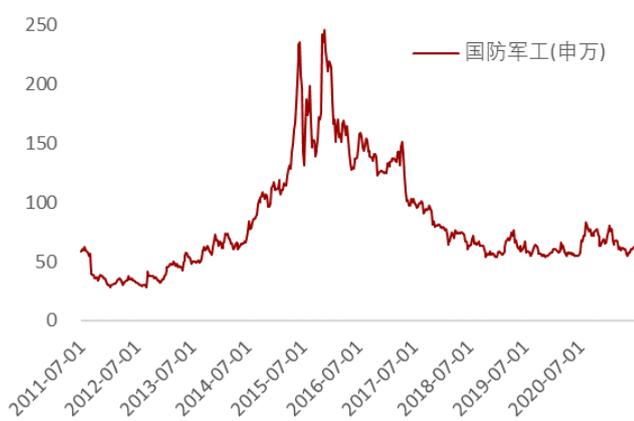
资料来源：WIND、万和证券研究所

我们认为，2021 年上半年，军工板块跑输市场的主要原因是：1、2020 年下半年，国防军工板块已经积累了较大的涨幅（申万军工指数 2020 年下半年上涨了 49%）；2、市场对军工行业长期增长趋势与短期增速之间存在较大的预期差。

（二）整体估值在相对低位，二级行业估值分化

截止至 2021 年 6 月 30 日，申万军工指数的整体估值约为 63 倍左右。与历史估值水平相比，依然在相对底部。其中二级行业的估值依然呈现分化态势：

图 4 申万军工指数过去 10 年估值 PE (TTM) 变化



资料来源：WIND、万和证券研究所

图 5 军工各子板块估值 PE (TTM) 水平



资料来源：WIND、万和证券研究所

1、航空装备子板块的估值维持在 67 倍左右，股价上涨主要动力开始由原来的主题投资向基本面变化带来的业绩增长驱动转变。

2、航天装备板块的估值为 62 倍，目前 A 股航天装备板块主要以航天装备零部件和民用装备为主，资产证券化和基本面驱动是航天装备板块的主要投资逻辑。

3、船舶板块方面的估值为 126 倍，我们认为船舶板块高估值的主要原因是船舶行业，特别是民船整体还在底部，尽管订单已经出现增长趋势，但反应到利润增长还需要一定时间。

4、地面兵装板块的目前估值在 32 倍左右，地面兵装估值较低的主要原因是，与空军、海军、火箭军等军兵种相比，陆军装备支出在军费支出占比相对下降。

(三) 国防军工板块 2021 上半年个股涨跌幅比较

2021 年上半年军工板块个股涨幅前 15 的上市公司主要集中在军工电子、复合材料及一些新的主题投资概念领域。

2021 年上半年军工板块个股跌幅前 15 位的上市公司主要集中在航空主机厂、船舶板块、业绩表现不佳的民参军标的。

图 6 2021 上半年军工涨幅前 15 家公司

序号	股票代码	股票简称	2021-1-1	2021-6-30	涨幅
1	603698.SH	航天工程	11.59	17.34	49.6%
2	300474.SZ	景嘉微	69.81	97.92	40.3%
3	300747.SZ	锐科激光	87.86	114.06	29.8%
4	300722.SZ	新余国科	46.08	56.85	23.4%
5	600151.SH	航天机电	8.65	9.80	13.3%
6	300101.SZ	振芯科技	16.12	17.91	11.1%
7	000801.SZ	四川九洲	6.16	6.77	9.9%
8	600760.SH	中航沈飞	55.68	60.30	8.3%
9	000519.SZ	中兵红箭	10.02	10.72	7.0%
10	300762.SZ	上海瀚讯	27.02	28.25	4.6%
11	600271.SH	航天信息	12.60	13.03	3.4%
12	600862.SH	中航高科	30.10	30.78	2.3%
13	002338.SZ	奥普光电	19.11	19.42	1.6%
14	002179.SZ	中航光电	77.86	79.02	1.5%
15	600343.SH	航天动力	9.76	9.89	1.3%

资料来源：WIND、万和证券研究所

图 7 2021 上半年军工跌幅前 15 家公司

序号	股票代码	股票简称	2021-1-1	2021-6-30	跌幅
1	688311.SH	盟升电子	119.90	73.00	-39.1%
2	002389.SZ	航天彩虹	33.19	21.83	-34.2%
3	600316.SH	洪都航空	56.87	38.48	-32.3%
4	000547.SZ	航天发展	27.50	18.87	-31.4%
5	000768.SZ	中航西飞	36.57	26.28	-28.1%
6	000697.SZ	炼石航空	11.67	8.43	-27.8%
7	002933.SZ	新兴装备	34.11	25.57	-25.0%
8	002025.SZ	航天电器	64.93	50.17	-22.7%
9	688011.SH	新光光电	51.09	39.50	-22.7%
10	002935.SZ	天奥电子	27.65	21.45	-22.4%
11	300065.SZ	海兰信	14.39	11.17	-22.4%
12	600764.SH	中国海防	36.21	28.30	-21.8%
13	600685.SH	中船防务	26.58	20.80	-21.7%
14	002189.SZ	中光学	20.57	16.25	-21.0%
15	002544.SZ	杰赛科技	16.78	13.34	-20.5%

资料来源：WIND、万和证券研究所

整体而言，在军工行业长期增长逻辑的背景下，市场对部分主机厂短期业绩增速有过分乐观的估计。当出现短期预期差后，叠加 2020 年下半年国防军工板块短期涨幅较大的因素，2021 年上半年军工板块出现明显的调整。

我们认为，尽管 2021 年上半年军工板块的调整幅度较大，但是在美国全面遏制中国安全和发展的战略大背景下，解放军需要不断提升维护国家安全与发展的能力，投资国防军工板块的大逻辑没有改变。于此同时，经过多年积累，军工核心资产的新型号和新订单不断出现。需求旺盛+供给能力的提升将带动 A 股市场上核心军工资产业绩的持续增长。

下面我们梳理 A 股市场上主要军工上市公司 2020 年和 2021 年 1 季度的业绩增长情况，帮助投资者把握收入和利润增速较快的赛道和上市公司的投资机会。

二、国防军工行业景气依旧

(一) 国防军工 2020 年和 2021Q1 整体经营概要

目前 A 股市场上有军工概念的上市公司已经超过了 120 家。为了更好的把握 A 股市场军工板块的核心投资逻辑。万和证券研究所根据下面三个维度：1、军品收入占比；2、产业链相关度；3、大股东性质，选择了 76 家上市公司作为分析 A 股军工板块的样本公司（后续国防军工板块即指代选择的 76 家样本公司），并将其分为 7 个子版块，分别是：

航空装备、航空发动机、航天装备、兵器装备、船舶装备、军工电子、民参军&地方军工。

我们重点通过分析**营业收入和扣非后净利润**两个指标，向投资者揭示行业景气的变化程度。选择扣非后净利润，是为了更好观察军工上市公司主业经营的基本面情况，剔除政府补贴等非经常性损益的影响。

整体而言，76 家样本公司 2020 年实现收入 4696 亿元，同比增速 7%，扣非后净利润 135 亿元，同比上升 43%。2021 年 1 季度实现收入 941 亿元，同比上升 26%，扣非后净利润 40.5 亿元，同比增长 219%。

表 1 A 股国防军工板块 2020 年经营数据

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
国防军工	4,696	7%	267	34%	135	43%	5.7%	1.2%
军工电子	307	25%	34	113%	28	158%	11.0%	4.5%
航空装备	1,655	8%	93	29%	73	28%	5.6%	0.9%
航空发动机	364	10%	18	12%	13	14%	4.9%	0.1%
航天装备	786	-13%	53	2%	29	12%	6.8%	1.0%
兵器装备	297	11%	13	14%	10	5%	4.5%	0.1%
民参军&地方军工	162	3%	14	-7%	10	2%	8.8%	-1.0%
船舶装备	1,110	18%	44	49%	-24	-60%	4.0%	0.8%

资料来源：WIND、万和证券研究所

从经营数据来看，国防军工板块 2020 年没有受疫情影响，收入和业绩进入景气周期，利润增速快于收入增速。2021 年 1 季度的数据表明，行业景气度持续提升。

表 2 A 股国防军工板块 2021 年 1 季度经营数据

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
国防军工	941	26%	54.5	11%	40.5	219%	5.8%	-0.8%
航天装备	154	20%	11.9	637%	6.2	2290%	7.7%	9.5%
军工电子	55	60%	5.4	259%	4.2	322%	9.7%	5.4%
兵器装备	51	44%	2.7	253%	2.2	282%	5.2%	3.1%
民参军&地方军工	30	16%	2.9	233%	2.3	154%	9.7%	6.3%
船舶装备	207	17%	2.7	-91%	0.7	134%	1.3%	-15.7%
航空装备	383	33%	27.0	67%	23.6	102%	7.1%	1.5%
航空发动机	57	18%	2.3	19%	1.8	37%	4.0%	0.0%

资料来源：WIND、万和证券研究所

从子板块来看，航空装备子板块在 2020 年、2021 年 1 季度的营业收入增速分别为 8%、33%。扣非净利润同比增速分别为 28%、102%。航空装备子板块的经营持续保持景气。

航空发动机子板块在 2020 年营业增速 10%，扣非净利润增速为 14%。2020 年 1 季度航空发动机营业收入增速 18%，扣非净利润增速为 37%。在航空发动机板块上市公司的 2020 年报披露后，市场一度对行业前景持悲观预期。但 2021 年 1 季度的经营数据揭示了行业景气度还是在逐渐提升。我们认为，中国的航空发动机行业已经开始新型号的突破，航空发动机板块的业绩增速将会加快。

航天装备子板块 2020 年的营业收入增速为-13%，扣非后净利润增速为 12%，2021 年 1 季度营业收入增速为 20%，扣非后净利润增速为 2290%。主要原因是航天装备板块中核心军工资产占比不高，大部分上市公司从事民用产品生产，2020 年 1 季度生产经营受疫情冲击较大，去年的低基数效益叠加 2021 年航天活动的活跃使得航天装备今年 1 季度利润增速波动大。

军工电子板块 2020 年营业收入同比增加 25%，扣非净利润同比保持了 158% 的增长。2021 年 1 季度收入增速 60%，扣非净利润同比增长了 322%。受益于解放军信息化建设的日益深化，以及自主可控战略的不断实施，军工电子板块在 A 股国防军工行业中的地位越来越重要。

兵器装备子板块 2020 年营业收入增速为 11%，扣非后净利润增速为 5%。2021 年 1 季度营业收入增速为 44%，扣非后净利润同比增速为 282%。兵器装备子板块面临的情况与航天装备子板块类似，兵器装备大部分上市公司的主营业务与核心军品资产关联度低，所以 2021 年 1 季度收入增速高主要是由于去年同期受疫情影响的低基数效应。

船舶装备子板块 2020 年实现营业收入 1110 亿元，同比增速为 18%，扣非净利润-24 亿，同比下降-60%。2021 年 1 季度船舶工业的营业收入增速和扣非净利润分别为 17% 和 134%。船舶行业 2020 年和 2021 年 1 季度的经营数据表明：除了军船的景气外，民用船舶经过长达 10 余年的下降周期后，有可能正在逐步迎来一个新的上升周期。

尽管从历史上看，民参军和地方军工的上市公司由于产品类型相对单一，业绩波动较大，主要的投资逻辑一般是主题投资。该子板块 2020 年营业收入增加了 3%，扣非净利润同比增加 2%，2021 年 1 季度，该子板块营业收入同比增加 16%，扣非净利润同比增加 154%。受益军工行业整体景气提升和去年低基数原因，民参军和地方军工 2021Q1 利润增速较高。

（二）航空装备在景气周期中

1、航空主机制造商的景气度持续

A 股的国防军工上市公司中，航空主机厂的资产证券化程度最高。历史上，每一次国防军工的行情都不能忽视航空主机厂的投资机会，在某种意义上来说，航空主机厂是 A 股国防军工板块的行业龙头。

目前 A 股的航空主机厂主要包括：研制生产大中型飞机的中航西飞（000768）、中国歼击机主要研制生产单位的中航沈飞（600760）、研制生产各种类型直升机的中直股份（600038）以及研制教练机和空对面导弹的洪都航空（600316）。从 2020 年和 2021 年 1 季度的经营数据中发现，航空工业主机厂的新型号和新订单保证了公司收入和利润的持续增长，是 A 股投资者需要重点关注的投资方向。

表3 航空装备样本公司（主机厂）2020年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
600316.SH	洪都航空	50.7	14.7%	1.34	60.1%	0.32	342.1%	0.6%	0.5%
600038.SH	中直股份	196.5	24.4%	7.58	28.8%	7.37	31.0%	3.8%	0.2%
600760.SH	中航沈飞	273.2	15.0%	14.84	68.5%	9.40	11.3%	3.4%	-0.1%
000768.SZ	中航西飞	334.8	-2.4%	7.77	36.6%	3.71	-15.9%	1.1%	-0.2%
	航空主机	855.2	9.3%	31.53	48.6%	20.80	12.1%	3.7%	1.0%

资料来源: WIND、万和证券研究所

2020年航空装备主机厂整体实现营业收入855.2亿元,同比增长9.3%。实现净利润31.53亿元,同比增长48.6%。扣非后净利润为20.80亿元,同比增长12.1%。净利润率为3.7%,比2019年增加1个百分点。2021年Q1航空装备主机厂整体实现营业收入162.3亿元,同比增长13.3%。实现净利润6.73亿元,微降-0.5%。扣非后净利润为5.51亿元,同比增长57.4%。

表4 航空装备样本公司（主机厂）2021Q1财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
600038.SH	中直股份	32.0	63.9%	1.58	226.2%	1.61	222.1%	5.0%	2.5%
000768.SZ	中航西飞	66.8	3.4%	1.35	225.5%	1.06	120.3%	1.6%	0.8%
600316.SH	洪都航空	5.6	163.2%	0.34	386.8%	-0.05	61.8%	-0.8%	5.0%
600760.SH	中航沈飞	57.9	1.6%	3.45	-42.4%	2.89	9.3%	5.0%	0.4%
	航空主机	162.3	13.3%	6.73	-0.5%	5.51	57.4%	4.1%	-0.6%

资料来源: WIND、万和证券研究所

航空主机厂收入和利润持续增长。根据2020年和2021Q1的经营数据可以看出,航空主机厂的收入和扣非净利润均保持了持续的增长。主要原因是由于中国航空工业近几年新型号不断列装,各主机厂的新订单保持了持续增长。图8列举了4大主机厂研制生产的重点型号。可以发现,这些重点型号涉及**战略运输、电子对抗、反潜作战、提升进攻能力、训练体系建设**等各个方面,均是解放军提升体系作战能力的重点发展方向。

图8 航空工业主机上市公司的重点型号和新订单



资料来源: 新浪军事、百度、公司网站、万和证券研究所

我们认为航空装备主机厂的新型号订单饱满，经营效率不断提高，业绩成长的幅度和时间长度均有可能超出市场预期。主要受益标的为：中航西飞（000768）、洪都航空（600316）、中航沈飞（600760）、中直股份（600038）。

2、军用碳纤维产业维持高景气

A 股市场上主要的航空碳纤维产业链的上市公司为：光威复材（300699）、中航高科（600862）、中简科技（300777）。航空装备碳纤维子板块 2020 年整体实现营业收入 54.2 亿元，同比增长 22.5%。扣非后净利润为 11.51 亿元，同比增长 37.9%。

表 5 航空装备样本公司（碳纤维）2020 年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
300777.SZ	中简科技	3.9	66.1%	2.32	70.1%	2.17	73.5%	55.7%	2.4%
600862.SH	中航高科	29.1	17.7%	4.30	-23.8%	3.68	46.6%	12.6%	2.5%
300699.SZ	光威复材	21.2	23.4%	6.41	22.8%	5.66	23.3%	26.7%	0.0%
	碳纤维	54.2	22.5%	13.03	6.5%	11.51	37.9%	24.1%	-3.6%

资料来源：WIND、万和证券研究所

2020 年 1 季度碳纤维子板块继续高景气度。碳纤维子板块整体实现营业收入 16.9 亿元，同比增长 29.6%。实现净利润 4.87 亿元，同比增长 26.7%。扣非后净利润为 4.62 亿元，同比增长 31.9%。

表 6 航空装备样本公司（碳纤维）2021Q1 财务数据

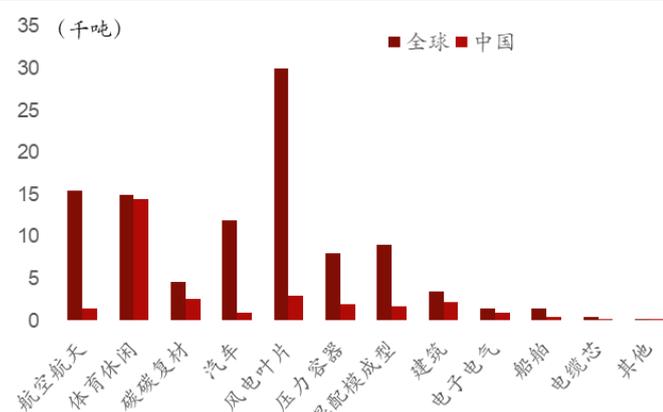
股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
600862.SH	中航高科	9.9	28.5%	2.37	27.8%	2.27	35.9%	23.0%	1.2%
300699.SZ	光威复材	6.2	28.1%	2.18	27.3%	2.08	32.0%	33.3%	-20.5%
300777.SZ	中简科技	0.7	64.2%	0.32	16.4%	0.26	4.3%	35.7%	1.0%
	碳纤维	16.9	29.6%	4.87	26.7%	4.62	31.9%	28.9%	-0.6%

资料来源：WIND、万和证券研究所

航空航天领域，中国碳纤维运用与美国等西方发达国家相比还有较大差距。在 2020 年全球航空航天碳纤维应用领域中，商用飞机需求位列第一占比为 53%，其次是公务机占比为 13%、军用飞机、直升机、无人机占比分别为 16%、9%、4%。中国在航空航天领域的碳纤维仅占全球用量的 10% 左右。

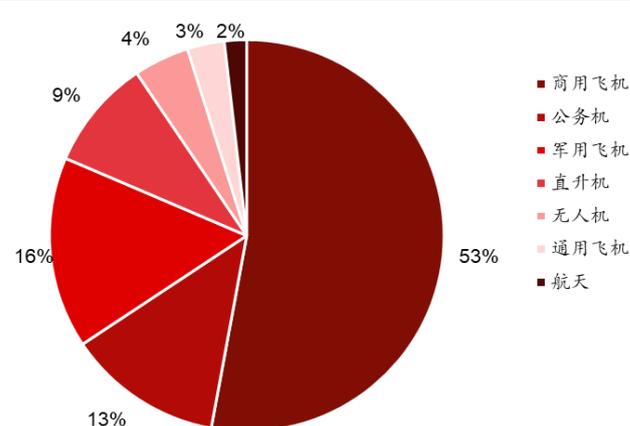
新型军用飞机和商业飞机的突破将保证中国碳纤维领域维持高景气。中国目前国产碳纤维在航空航天领域的需求主要是军用飞机、直升机、无人机。未来 5-10 年中，在军用领域，中国新型军用飞机型号（包含直升机、无人机型号）的碳纤维使用占比会更高；在民用领域，伴随中国商用飞机产业的发展，以及中国对基础先进材料自主可控日益重视，碳纤维在中国商用飞机领域的应用也将迎来快速增长。

图9 2020年中国/全球碳纤维应用对比



资料来源:《2020年全球碳纤维复合材料市场报告》、万和证券研究所

图10 2020年航空航天领域碳纤维需求结构



资料来源:《2020年全球碳纤维复合材料市场报告》、万和证券研究所

整体而言,我们看好航空材料领域碳纤维的成长空间,相关受益标的为中航高科(600862)、中简科技(300777)、光威复材(300699)。

3、航空装备系统和零部件业绩增速加快

2020年航空装备系统和部件子板块整体实现营业收入745.5亿元,同比增长5.3%。实现净利润48.93亿元,同比增长25.2%。扣非后净利润为40.48亿元,同比增长35.3%。净利率为6.6%,比2019年增加1.0个百分点。

表7 航空装备样本公司(系统及部件)2020年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		扣非后净利润(亿元)		净利率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
600372.SH	中航电子	87.5	4.7%	6.55	13.3%	5.48	139.3%	6.3%	3.5%
300696.SZ	爱乐达	3.0	64.9%	1.37	75.2%	1.33	93.4%	43.7%	6.4%
688586.SH	江航装备	8.3	23.2%	1.94	71.3%	1.57	78.6%	18.9%	5.9%
002985.SZ	北摩高科	6.9	65.9%	3.44	62.0%	3.08	47.3%	44.8%	-5.7%
002179.SZ	中航光电	103.1	12.5%	15.31	31.7%	13.79	33.4%	13.4%	2.1%
600973.SH	宝胜股份	341.4	2.6%	2.55	34.4%	1.62	21.0%	0.5%	0.1%
002013.SZ	中航机电	122.2	0.8%	11.45	8.1%	9.07	13.8%	7.4%	0.9%
600765.SH	中航重机	67.0	11.9%	4.26	33.0%	2.72	5.7%	4.1%	-0.2%
300775.SZ	三角防务	6.1	0.2%	2.04	6.4%	1.83	3.4%	29.7%	0.9%
	系统及部件	745.5	5.3%	48.93	25.2%	40.48	35.3%	6.6%	1.0%

资料来源:WIND、万和证券研究所

航空系统和零部件在2021年1季度整体实现营业收入204.1亿元,同比上升53.7%。实现净利润15.42亿元,同比增长178.0%。扣非后净利润为13.48亿元,同比增长189.3%。今年1季度的数据显示航空系统和零部件公司的收入保持50%以上的增速,而净利润增速远高于收入增速,这表明由于新型号的列装,高利润率产品占比在提高。

表 8 航空装备样本公司（系统及部件）2021Q1 财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
002179.SZ	中航光电	33.9	88.1%	6.61	301.1%	6.15	312.2%	18.2%	9.9%
002013.SZ	中航机电	35.8	72.5%	2.24	304.9%	1.93	255.5%	5.4%	2.8%
600973.SH	宝胜股份	89.5	39.0%	1.18	136.0%	0.92	134.2%	1.0%	0.4%
600372.SH	中航电子	19.6	59.5%	1.45	89.4%	1.18	130.9%	6.0%	1.9%
300775.SZ	三角防务	1.9	31.3%	0.75	99.5%	0.71	123.7%	37.4%	15.5%
300696.SZ	爱乐达	1.1	121.5%	0.47	76.9%	0.46	96.7%	42.4%	-5.3%
688586.SH	江航装备	1.9	78.8%	0.44	71.5%	0.39	96.6%	20.6%	1.9%
600765.SH	中航重机	17.9	34.3%	1.04	72.0%	0.72	79.1%	4.0%	1.0%
002985.SZ	北摩高科	2.5	150.7%	1.25	114.9%	1.01	78.6%	39.9%	-16.1%
	系统及部件	204.1	53.7%	15.42	178.0%	13.48	189.3%	7.6%	3.4%

资料来源: WIND、万和证券研究所

从产业链的角度来看,航空系统和零部件的景气度一般会领先主机厂。投资者有理由根据2021Q1航空系统与零部件上市公司的好业绩,推断出全年航空装备板块景气度将持续。

(三) 航空发动机: 曙光在前方

航空发动机子板块 2020 整体实现营业收入 364.4 亿元, 同比增长 10.0%。实现净利润 17.94 亿元, 同比增长 11.8%。扣非后净利润为 13.16 亿元, 同比增长 14.5%。

表 9 航空发动机板块样本公司 2020 年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
000738.SZ	航发控制	35.0	13.1%	3.72	41.5%	3.05	36.9%	8.7%	1.5%
300034.SZ	钢研高纳	15.8	9.6%	2.46	26.6%	1.83	27.6%	11.5%	1.6%
600893.SH	航发动力	286.3	13.6%	11.66	5.2%	8.72	11.6%	3.0%	-0.1%
600391.SH	航发科技	27.2	-19.6%	0.10	-74.6%	-0.44	-2201.9%	-1.6%	-1.7%
	航空发动机	364.4	10.0%	17.94	11.8%	13.16	14.5%	4.9%	0.1%

资料来源: WIND、万和证券研究所

航空发动机子板块 2020Q1 整体实现营业收入 57.2 亿元, 同比增长 17.6%。实现净利润 2.30 亿元, 同比增长 19.0%。扣非后净利润为 1.78 亿元, 同比增长 36.9%。

表 10 航空发动机板块样本公司 2021Q1 年财务数据

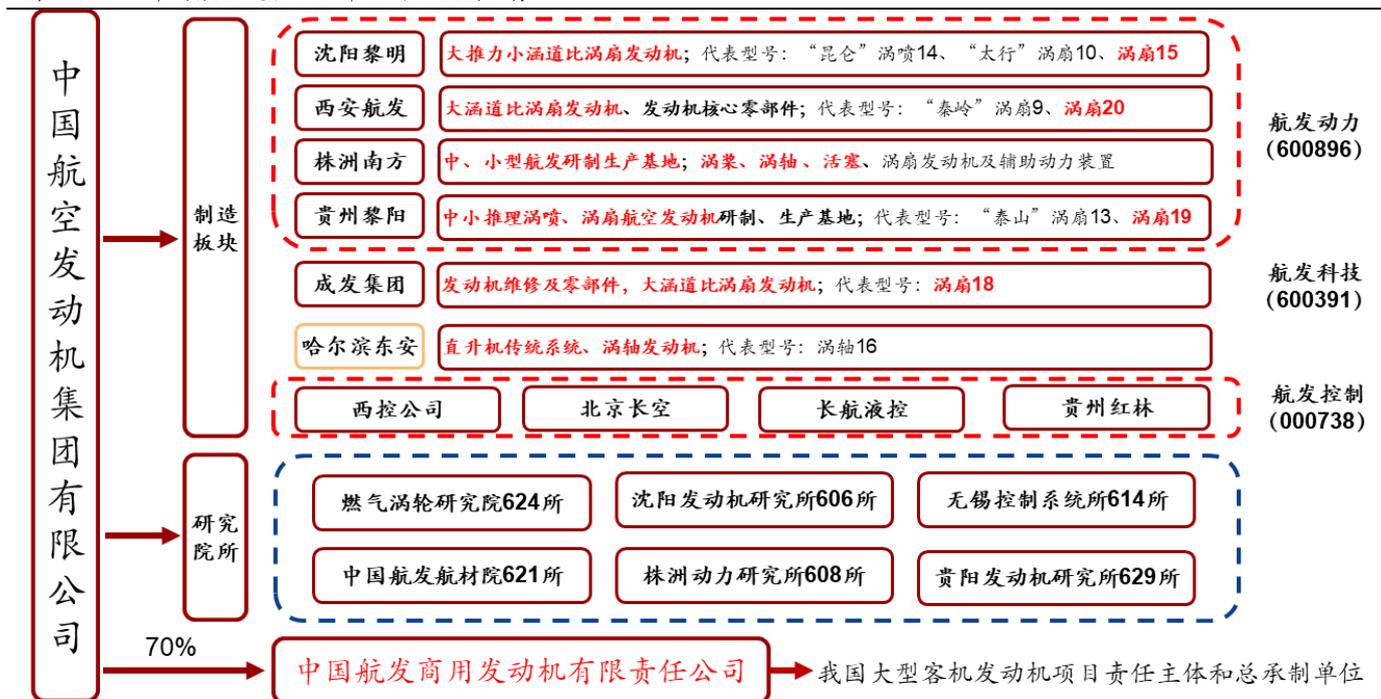
股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
000738.SZ	航发控制	9.2	29.7%	1.43	49.9%	1.28	67.1%	13.9%	3.1%
300034.SZ	钢研高纳	3.5	43.3%	0.60	92.9%	0.49	36.6%	14.0%	-0.7%
600391.SH	航发科技	7.0	54.7%	-0.18	37.4%	-0.29	35.8%	-4.1%	5.8%
600893.SH	航发动力	37.4	8.4%	0.46	-52.2%	0.30	-52.3%	0.8%	-1.0%
	航空发动机	57.2	17.6%	2.30	19.0%	1.78	36.9%	4.0%	0.0%

资料来源: WIND、万和证券研究所

航发动机板块的收入和利润增体表现不及航空主机厂，主要原因在于，我国航空发动机刚开始进口替代不久。以涡扇 15 和涡扇 20 为代表的新型号还在研制和小批量生产阶段，盈利能力不强。

整体而言，在中国航空发动机集团成立之后，中国航空发动机产业的进口替代正在加速。涡扇 10 系列正成为我军主力歼击机的发动机。经过多年的改进，可靠性不断提升。我们预计新一代的涡扇 15、涡扇 20 也即将在未来 1-2 年进入批量列装阶段。产品的成熟以及新型号不断投入使用，最终将反应在上市公司经营数据上。

图 11 A 股市场航空发动机上市公司及主要业务



资料来源：WIND、万和证券研究所

我们认为，航空发动机子板块正站在新型号突破的前夜。投资者需要密切关注上市公司财务数据和基本面的变化。一旦新型号取得突破，航空发动机巨大的市场空间能够帮助相关上市公司给投资者带来良好的投资机会。主要相关标的涉及：**航发动力 (600896)**、**航发控制 (000738)**、**钢研高纳 (300034)**。

(四) 航天装备：关注航天核心元器件

在 A 股市场上，航天领域的主机制造商只有从事小卫星研制的**中国卫星 (600118)**，**航天发展 (000547)**、**航天电器 (002025)**、**航天电子 (600879)** 主要从事与航天产业相关的系统及零部件配套。其他航天板块的上市公司尽管控股股东为航空科技集团或航天科工集团，但公司业务多以民用产品为主。

表 11 航天板块样本公司 2020 年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
600855.SH	航天长峰	27.6	6.6%	1.14	9.8%	1.00	374.3%	3.6%	5.0%
600501.SH	航天晨光	37.0	23.3%	0.65	28.4%	-0.08	78.5%	-0.2%	1.0%
600343.SH	航天动力	12.5	-52.9%	0.31	139.2%	-0.28	71.2%	-2.2%	1.4%
600151.SH	航天机电	60.9	-11.8%	1.25	116.5%	-3.05	61.9%	-5.0%	6.6%
688066.SH	航天宏图	8.5	40.8%	1.29	54.3%	1.15	57.1%	13.6%	1.4%
603698.SH	航天工程	20.7	16.6%	1.79	15.5%	1.76	26.7%	8.5%	0.7%
000547.SZ	航天发展	44.4	9.8%	8.73	20.8%	7.54	26.4%	17.0%	2.2%
600271.SH	航天信息	218.1	-35.7%	20.78	-13.9%	10.49	19.4%	4.8%	2.2%
002025.SZ	航天电器	42.2	19.4%	5.09	11.0%	4.02	8.6%	9.5%	-0.9%
600118.SH	中国卫星	70.1	8.4%	4.26	11.3%	3.27	6.5%	4.7%	-0.1%
300747.SZ	锐科激光	23.2	15.2%	3.13	-7.6%	2.50	2.6%	10.8%	-1.3%
601698.SH	中国卫通	27.1	-0.9%	6.46	-6.3%	4.11	0.5%	15.2%	0.2%
600879.SH	航天电子	140.1	2.2%	5.30	5.7%	4.05	-3.1%	2.9%	-0.2%
000901.SZ	航天科技	53.5	-9.8%	-6.71	-490.7%	-7.25	-616.2%	-13.5%	-15.9%
	航天装备	785.8	-12.6%	53.46	2.1%	29.23	12.2%	6.8%	1.0%

资料来源: WIND、万和证券研究所

航天相关性高的公司实现收入和利润的增长。航天装备子板块 2020 整体实现营业收入 785.8 亿元, 同比下降 12.6%。实现净利润 53.46 亿元, 同比上升 2.1%。扣非后净利润为 29.23 亿元, 同比上升 12.2%。收入下降主要是民用业务占比高的航天信息 (600271)、航天动力 (600343)、航天机电 (600151) 受疫情影响所致。而与航天业务相关性强的标的的基本在 2020 年实现了收入和利润正增长, 使得整个航天装备板块在 2020 年收入同比下降的环境下, 利润增速为正。

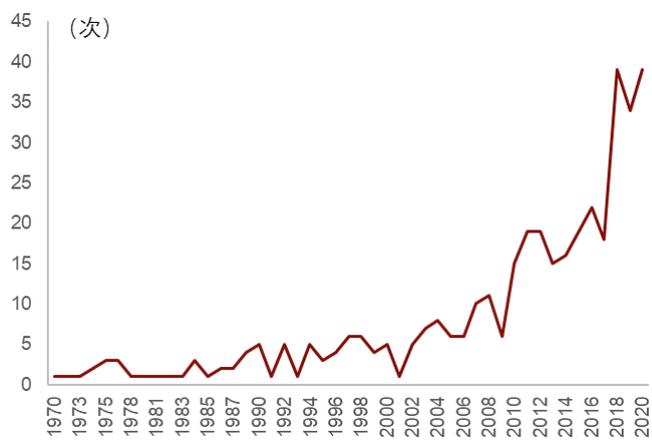
表 12 航天板块样本公司 2021Q1 财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
300747.SZ	锐科激光	5.8	331.3%	1.19	740.3%	1.07	2039.4%	18.4%	14.7%
600879.SH	航天电子	28.9	36.3%	1.38	228.9%	1.24	328.8%	4.3%	2.9%
603698.SH	航天工程	2.6	536.7%	0.16	154.3%	0.15	151.3%	5.8%	78.1%
600501.SH	航天晨光	6.1	31.8%	0.10	147.2%	0.09	144.4%	1.4%	5.6%
000901.SZ	航天科技	14.6	23.2%	0.20	132.7%	0.14	121.2%	1.0%	6.6%
600271.SH	航天信息	37.3	-5.1%	4.67	229.9%	0.12	115.3%	0.3%	2.3%
600151.SH	航天机电	13.0	-3.4%	-0.17	83.2%	-0.17	81.0%	-1.3%	5.4%
002025.SZ	航天电器	11.2	47.2%	1.36	67.0%	1.18	69.6%	10.5%	1.4%
000547.SZ	航天发展	9.5	23.1%	1.97	42.9%	1.83	48.2%	19.4%	3.3%
600343.SH	航天动力	2.0	4.6%	-0.09	50.1%	-0.13	26.4%	-6.5%	2.8%
600118.SH	中国卫星	13.6	22.3%	0.67	28.1%	0.53	22.5%	3.9%	0.0%
601698.SH	中国卫通	5.8	-4.1%	1.36	14.5%	1.00	18.7%	17.2%	3.3%
600855.SH	航天长峰	2.5	69.8%	-0.46	-2.7%	-0.42	-1.9%	-16.7%	11.1%
688066.SH	航天宏图	0.7	317.3%	-0.45	-26.3%	-0.47	-17.3%	-67.1%	171.6%
	航天装备	153.6	19.8%	11.90	636.6%	6.17	2289.6%	7.7%	9.5%

资料来源: WIND、万和证券研究所

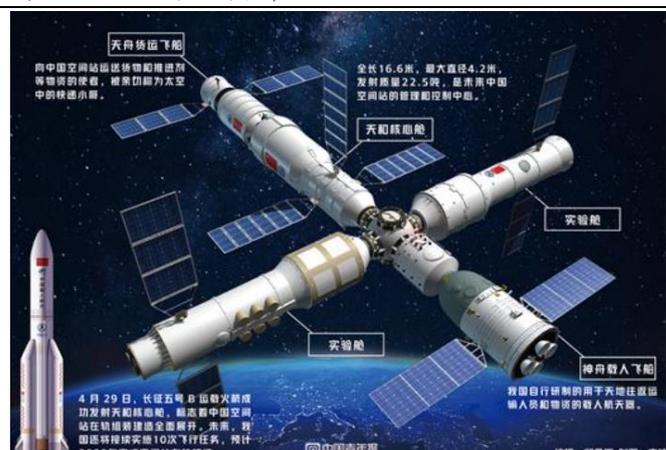
航天装备板块 2021 年 1 季度收入和扣非净利润增速加快。航天装备 2021Q1 整体实现营业收入 153.6 亿元，同比上升 19.8%。扣非后净利润为 11.9 亿元，同比上升 636.6%。主要原因是航天装备板块的上市公司中，民品业务占比较大，受疫情影响也大，导致业绩大幅波动。

图 12 1970-2020 年我国航天发射数量统计



资料来源：国家航天局、万和证券研究所

图 13 长征 5 号火箭和中国空间站



资料来源：中国青年报、万和证券研究所

2021 年我国航天发射次数预计将超过 40 次，以长征 5 号运载火箭、中国空间站等为代表的新一代航天器，正成为我国航天活动的主力。此外解放军实战训练强度加大，也将增加相关航天产品的需求。尽管我国航天产业景气度高，但由于航天装备主机厂大都没有在上市公司中，A 股市场上真正受益我国航天活动景气提升的是航天关键电子元器件的核心资产。相关标的有：航天电器 (002025)、航天电子 (600879)。

(五) 军工电子：景气上升+自主可控的投资机会

军工电子板块在 2020 年实现营业收入 306.6 亿，同比上升 25.5%，实现扣非后净利润为 27.65 亿元，同比增加 157.7%。2021 年 1 季度实现营业收入 55.4 亿元，同比上升 60.2%，扣非后净利润为 4.24 亿元，同比大幅增加 321.6%。

表 13 军工电子板块样本公司 2020 年财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	YOY (%)	2020	变化
600562.SH	国睿科技	36.1	210.7%	4.66	1019.7%	3.98	1221.7%	11.0%	8.4%
002414.SZ	高德红外	33.3	103.5%	10.01	353.6%	9.68	427.7%	29.0%	17.8%
300101.SZ	振芯科技	5.8	22.4%	0.84	1526.9%	0.51	356.5%	8.8%	13.0%
002214.SZ	大立科技	10.9	105.5%	3.96	190.4%	3.75	220.4%	34.4%	12.3%
002544.SZ	杰赛科技	63.0	1.1%	1.07	108.7%	0.49	118.2%	0.8%	0.4%
000801.SZ	四川九洲	33.0	10.4%	1.01	300.0%	-0.09	69.3%	-0.3%	0.7%
600990.SH	四创电子	39.4	7.4%	1.74	50.8%	1.11	64.9%	2.8%	1.0%
002465.SZ	海格通信	51.2	11.2%	5.82	4.2%	4.59	30.9%	9.0%	1.4%
300474.SZ	景嘉微	6.5	23.2%	2.08	18.0%	1.88	15.1%	28.8%	-2.0%
002338.SZ	奥普光电	4.4	9.6%	0.56	11.1%	0.41	11.0%	9.3%	0.1%
002935.SZ	天奥电子	9.2	5.7%	1.01	-9.0%	0.86	-10.6%	9.3%	-1.7%
000561.SZ	烽火电子	13.9	3.2%	1.10	13.5%	0.48	-12.5%	3.4%	-0.6%
	军工电子	306.6	25.5%	33.86	113.1%	27.65	157.7%	11.0%	4.5%

资料来源：WIND、万和证券研究所

重视军工电子景气上升+自主可控带来的投资机会。电子设备越来越成为武器装备的战斗力倍增器。与此同时，中国与美国在高科技领域的摩擦日益激烈，军工电子更是美国首当其冲的封锁对象。我们认为，军工电子不仅受益于新型号的服役，而且在自主可控领域的发展空间巨大。相关受益标的有：景嘉微（300474）。

表 14 军工电子板块样本公司 2021Q1 财务数据

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		扣非后净利润 (亿元)		净利润率	
		2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	YOY (%)	2021Q1	变化
600562.SH	国睿科技	8.3	708.8%	0.75	2644.1%	0.72	2161.1%	8.6%	12.0%
300101.SZ	振芯科技	1.7	152.1%	0.41	1283.5%	0.34	1138.0%	20.1%	16.0%
000801.SZ	四川九洲	7.8	23.0%	0.33	343.7%	0.15	813.2%	1.9%	2.2%
002465.SZ	海格通信	8.7	11.0%	0.45	108.6%	0.10	165.1%	1.2%	3.2%
002544.SZ	杰赛科技	11.4	68.2%	0.20	139.1%	0.11	121.9%	0.9%	8.1%
300474.SZ	景嘉微	2.1	79.9%	0.49	91.8%	0.46	83.8%	21.7%	0.5%
002338.SZ	奥普光电	1.4	88.7%	0.17	46.8%	0.15	70.8%	10.4%	-1.1%
000561.SZ	烽火电子	1.9	214.1%	-0.20	68.0%	-0.23	57.2%	-12.3%	77.8%
002414.SZ	高德红外	6.6	45.5%	2.39	50.1%	2.32	45.9%	35.4%	0.1%
002935.SZ	天奥电子	0.6	81.8%	-0.10	30.7%	-0.11	38.4%	-17.6%	34.3%
600990.SH	四创电子	1.9	29.3%	-0.47	22.9%	-0.76	-12.2%	-39.2%	6.0%
002214.SZ	大立科技	2.9	-4.0%	0.98	-14.8%	0.98	-13.8%	33.6%	-3.8%
	军工电子	55.4	60.2%	5.40	258.5%	4.24	321.6%	9.7%	5.4%

资料来源：WIND、万和证券研究所

通过回顾 2020 年和 2021Q1 主要军工子板块的业绩表现，我们认为航空、航天、军工电子正处在景气周期之中，航空发动机正处在行业拐点。那么展望未来，这些军工板块的景气度是否能够延续呢？

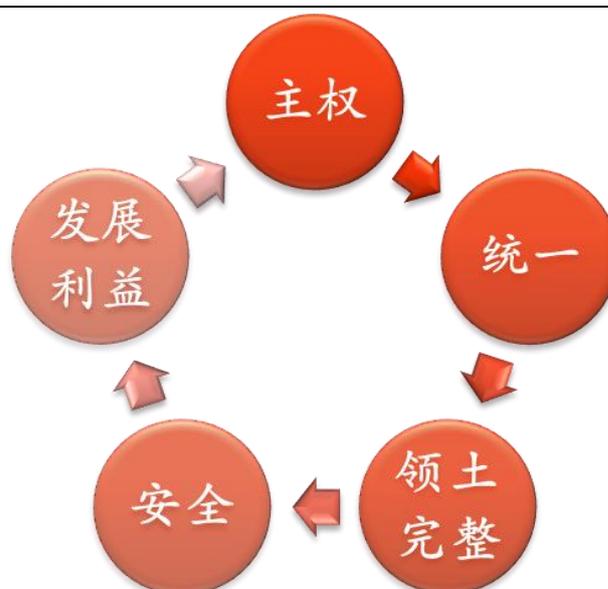
国防军工的主要客户是政府部门，一个国家的经济实力和安全感决定了该国在军费开支上投入的规模和持续性。理解中国当前面临的安全环境和解放军承担的历史使命，能够帮助投资者在更长的时间维度上理解国防军工板块的投资价值。

三、军强才能国安、行业景气有保障

经过改革开放 40 年的发展，中国经济实力、科技实力、综合国力在“十三五”时期跃上了新的台阶。中国已成为世界第二大经济体，但是我国的国防实力与经济实力还不相匹配，与我国国际地位和安全战略需求还不相适应。

在党的十九届五中全会审议通过的《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》（以下简称“十四五规划”）对加快国防和军队现代化建设作出了战略部署，明确提出：“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”。“确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标”。

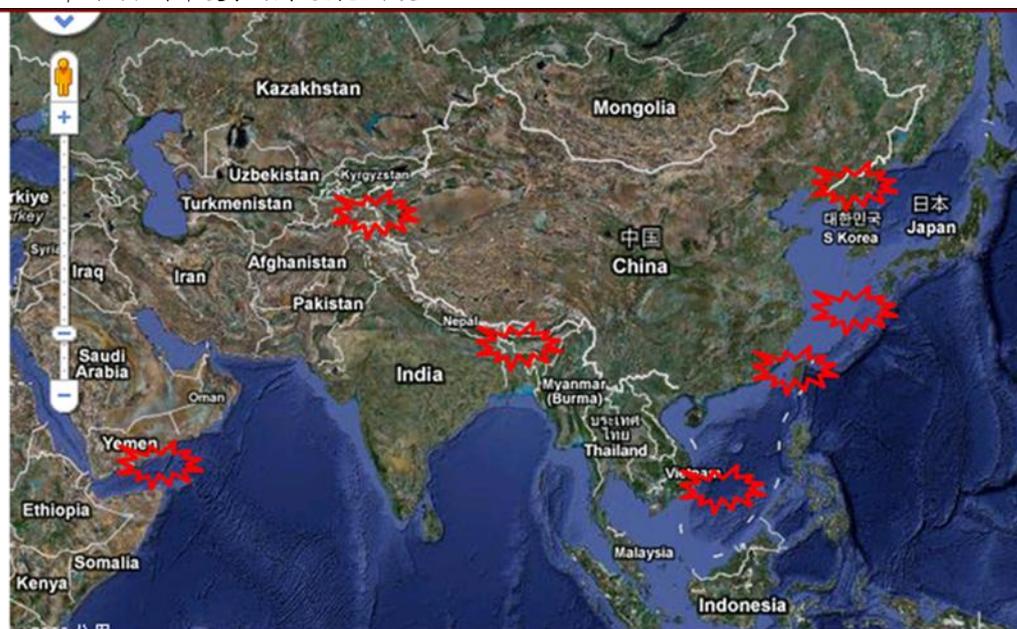
图 14 新时代中国国防的目的



资料来源：《国防法》、万和证券研究所

中国一直就面临非常复杂的周边安全环境，台湾问题、南海问题、钓鱼岛问题、西南方向都涉及国家的主权和领土完整，都有爆发高强度局部冲突的可能。在最新修订的《新国防法》中就明确指出：解放军的历史使命包括：保卫国家主权、统一、领土完整、安全和发展利益。

图 15 中国面临非常复杂的周边安全环境



资料来源：百度地图、万和证券研究所

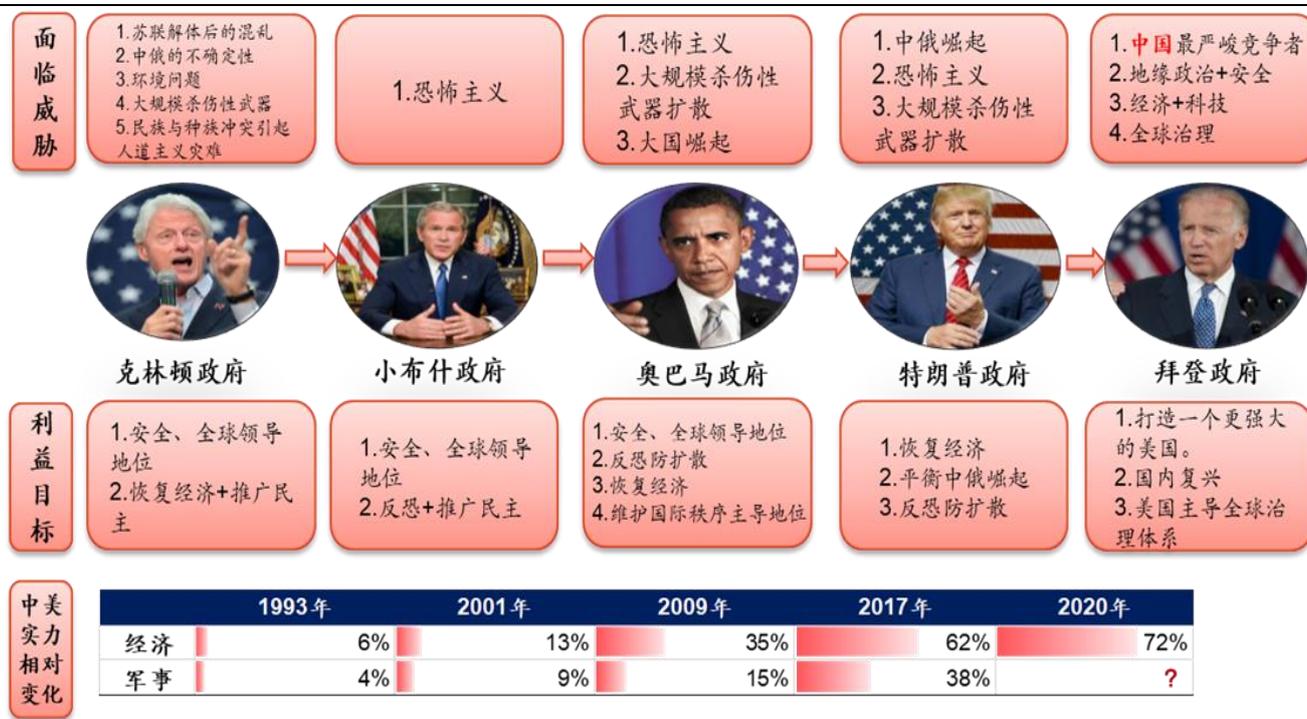
面对美国对中国实施全面遏制战略的大背景下，党中央已经做出了“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”的战略部署，核心军工资产业绩成长的幅度和时间长度可能都会超出 A 股投资者根据历史经验得出的线性结论。

（一）拜登政府认为中国是最严峻和体系性的竞争者

从 1993 年克林顿总统上台到 2017 年特朗普总统上台，中国占美国实力的比重由“量变”

到“质变”。权利格局，尤其是中美实力差距这一体系因素的持续变化，导致美国大战略在威胁认知上从模糊到清晰——应对中国的崛起，在目标的设定上从非传统安全到传统安全——大国竞争。由于美国已经判断中国崛起是影响美国利益和安全最主要的威胁，根据历史经验来看，美国将会在相当长的一段时间内对中国采取全方面的遏制战略。

图 16 冷战后美国战略的变化

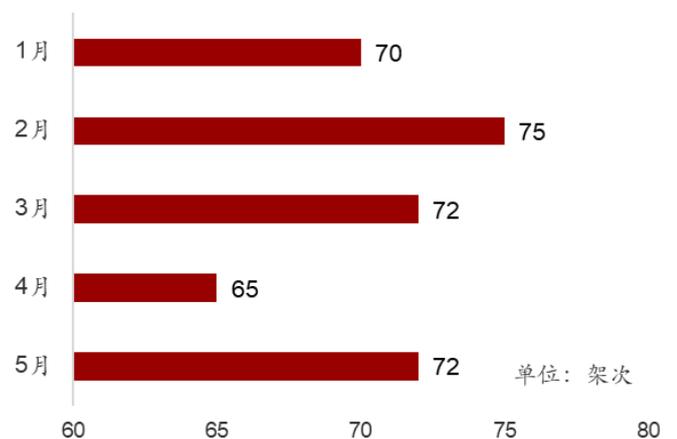


资料来源：《当代亚太》、《当代世界》、万和证券研究所

2021 年拜登政府上台后，并没有改变特朗普政府对中国的遏制政策。甚至在一定程度上还变本加厉。拜登政府认为中国是美国最严峻的竞争者，为了打造一个更加强大的美国，实现美国的国内复兴，同时维持美国主导的全球治理体系，拜登政府将与中国在地缘政治、国家安全、经济领域、科技领域、全球治理等全方位展开竞争。

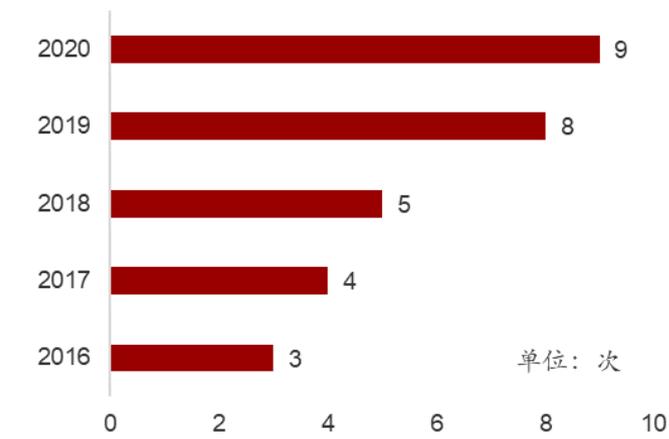
因此，美国不仅在新冠疫情防治领域不断“甩锅”和污蔑中国，在政治、经济、军事、科技等各个领域加大全面遏制中国的力度。我们观察到，美国在中国各个战略方向都采取了挑动争端，侦察试探的战略，试图鼓动中国周边的相关势力作为美国的马前卒。

图 17 2021 年美军飞机在我国周边海域飞行架次



资料来源：Aircraftspots、万和证券研究所

图 18 2016-2020 年美军闯入南海岛礁领海或 12 海里次数

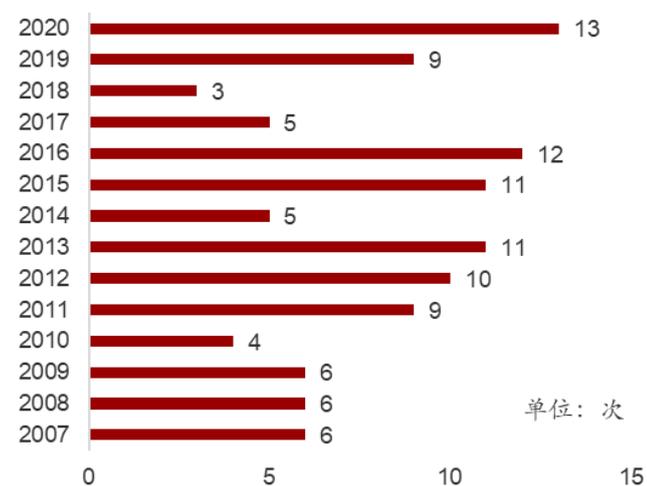


资料来源：《南海战略态势感知平台》、万和证券研究所

拜登政府上台后，美军飞机在我国周边的飞行侦察行动更加频繁。美军并没有因为拜登政府上台减少对中国的侦察和试探行动。恰恰相反，根据南海战略态势感知平台的统计，拜登政府就职以来，美国军舰在中国周边海域活动频次比去年同期增加逾 20%，侦察机活动频次增加了 40%。

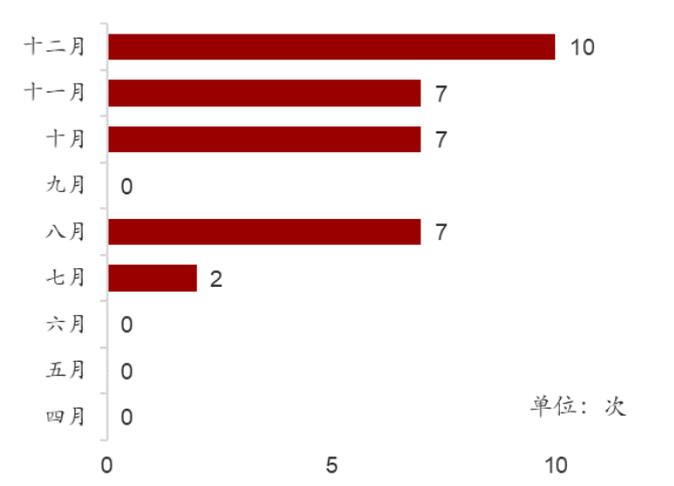
在事关中国核心利益的台湾方向，美国通过对台军售、军舰频繁穿越台湾海峡等多种行为支持台湾民进党当局，不断试探大陆底线。

图 19 2007-2020 年美军穿越台湾海峡次数统计



资料来源：《南海战略态势感知平台》、万和证券研究所

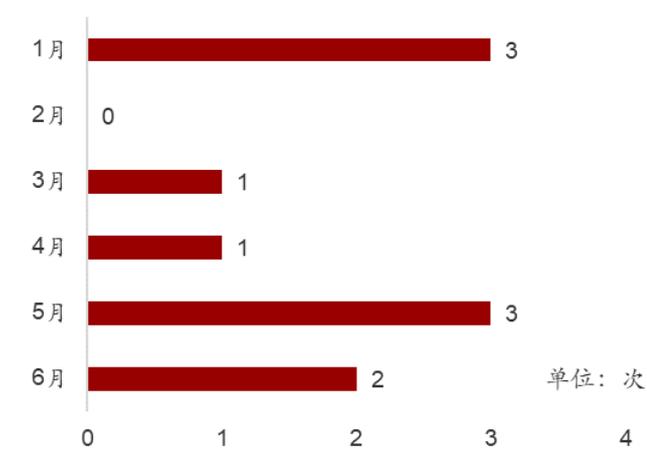
图 20 2020 年美私人公司 CL-604 侦察机中国南海侦察情况



资料来源：新浪军事、万和证券研究所

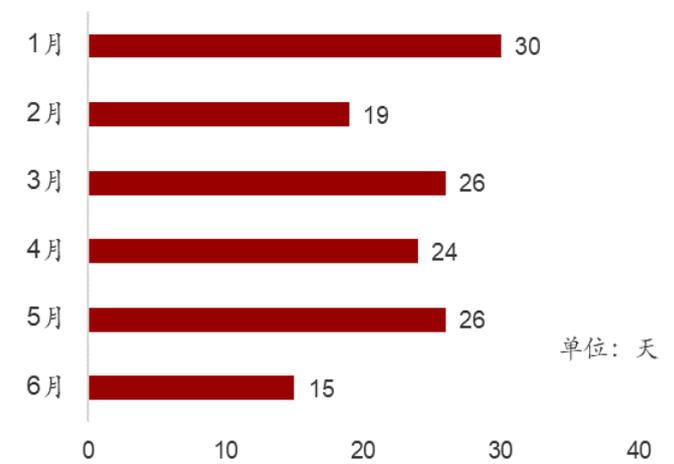
解放军为维护国家主权和统一，进行了争锋相对的斗争。无论是在南海方向，还是在台湾方向，解放军为了维护国家主权和领土完整，与美国进行了争锋相对的斗争。在南海海域，2021 年上半年多次举行演习。在台湾方向，解放军在进入台湾地区空域的训练活动已经实现了日常化。解放军正在切实的练兵备战，解放军军事斗争准备的越充分，就越有可能实现和平统一。

图 21 2021 年上半年解放军南海演习频次统计



资料来源：百度资讯、万和证券研究所

图 22 2021 年解放军战机在台海地区飞行训练天数



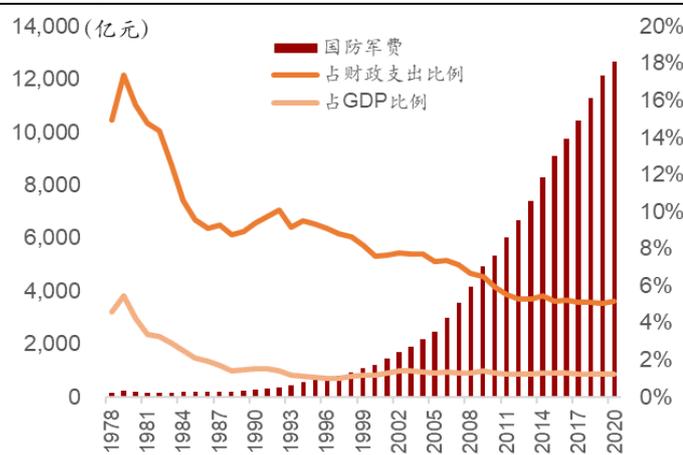
资料来源：新浪军事、万和证券研究所

面对复杂的国际环境，美国加强了对中国的军事威慑。为了实现我国国防目标，解放军必须加快机械化信息化智能化融合发展，加快武器装备现代化、将高质量发展放在首位，促进国防实力和经济实力同步提升。在这样的背景下，我们有理由相信国防军工行业可以在一个较长的时间内保持景气。

(二) 中国有能力持续增加国防投入

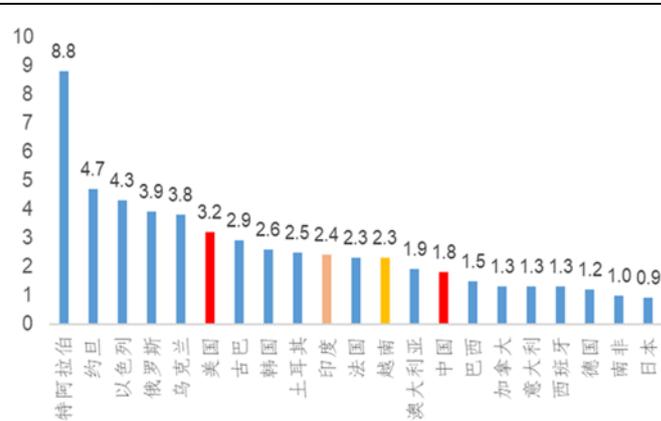
通过前面的分析，投资者应该能够发现，在美国将中国作为战略对手的大背景下，中国周边的潜在热点地区随时都有可能爆发高强度的局部战争。为了避免发生大冲突，制止美国和其附庸的军事冒险，解放军必须保证强大的威慑力，并且向潜在对手展示敢于使用这种力量的决心。

图 23 中国 1998-2020 年军费开支情况



资料来源：WIND、万和证券研究所

图 24 2018 年全球主要国家军费占 GDP 比重

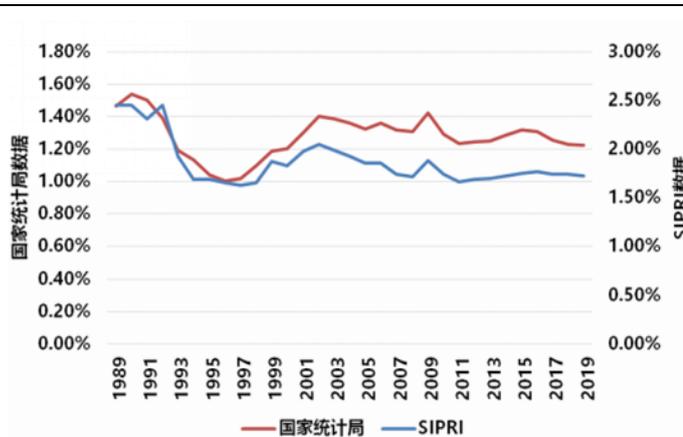


资料来源：世界银行、万和证券研究所

具体到武器装备领域，必须不断缩小与美军在数量和质量领域的差距。因此，中国的国防军工从需求端来看，在未来相当长的一段时间内都将处于景气上升阶段。中国不断提升的经济实力，也使得国家有能力保证军费开支逐年上升。

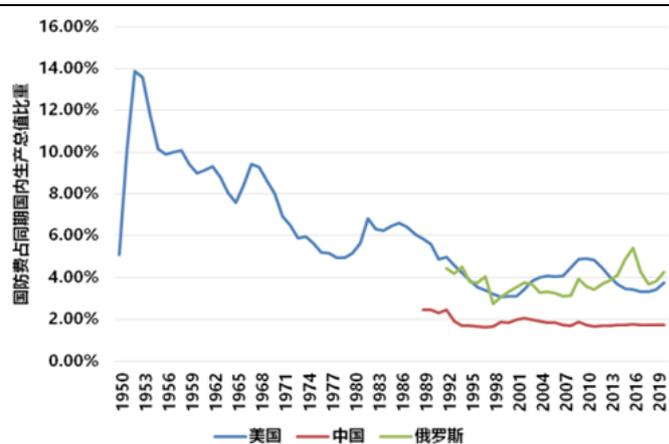
2021 年国防开支增速高于 2020 年，不断增长的国防开支是军工行业景气度的保障。2021 年中国国防开支预算为 13,553 亿元，增速为 6.8% 高于 2020 年的 6.6%。2016 年至 2020 年，国防费预算增幅分别为 7.6%、7.0%、8.1%、7.5% 和 6.6%。哪怕在新冠疫情背景下，中央依然保证了国防开支有足够比例的增长。这表明中央清楚的认识到了，为应对未来一段时间困难的局面，解放军必须保持足够的威慑力。

图 25 中国军费占 GDP 比重变化趋势（统计局+SIPRI 口径）



资料来源：SIPRI、世界银行、《空天防务观察》、万和证券研究所

图 26 中、美、俄军费占 GDP 比重变化趋势对比



资料来源：SIPRI、世界银行、《空天防务观察》、万和证券研究所

由于统计口径不同，国际上的一些机构，例如世界银行、斯德哥尔摩和平研究所(SIPRI)对我国国防开支占 GDP 的比重与我国国家统计局的数据有较大出入。例如，国家统计局 2019 年军费占 GDP 的比重约为 1.2%，而 SIPRI、世界银行的数据约为 1.8%，国外的数据比国

家统计局的数据平均高出约 46%，但整体趋势是一致的。

横向对比也可以发现中国军费占 GDP 比重不高。尽管国外的数据由于统计口径不同，与国家统计局的数据有较大出入，但为了方便进行国际间的比较，我们仍然选择了世界银行或 SIPRI 的数据。我们认为由于不同数据源显示的趋势一致，所以不会影响最终结论。根据 2018 年世界银行的数据，横向对比中国周边的强国，除了日本以外，美国（3.2%）、俄罗斯（3.9%）、印度（2.4%）、越南（2.3%）、韩国（2.6%）的军费占 GDP 的比重都高于中国的 1.8%。SIPRI 的数据也显示了同样的结果。

中国还有能力进一步提升军费开支占比。从世界国防开支的经验来看，军费支出占 GDP 的比例一般在 2%~4% 的区间，国防建设与经济建设的关系能够总体保持协调。根据 SIPRI 的数据，1992-2020 年期间，美国、俄罗斯国防开支占同期 GDP 比重均在 3% 以上，同期中国的比例在 1.8% 左右。这也是近期提出，中国的国防发展与我国的经济实力不相匹配的原因。与其他国家相比，未来中国军费占 GDP 的比例提升到 2% 以上，也依然是一个相对合理的水平。

整体而言，中国有能力保证国防开支持续增长。在当前复杂的国际局势下，为了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。我们认为国防开支增速不会下滑，未来增速还有提升的空间和可能。

（三）国防军工是“硬科技”的核心

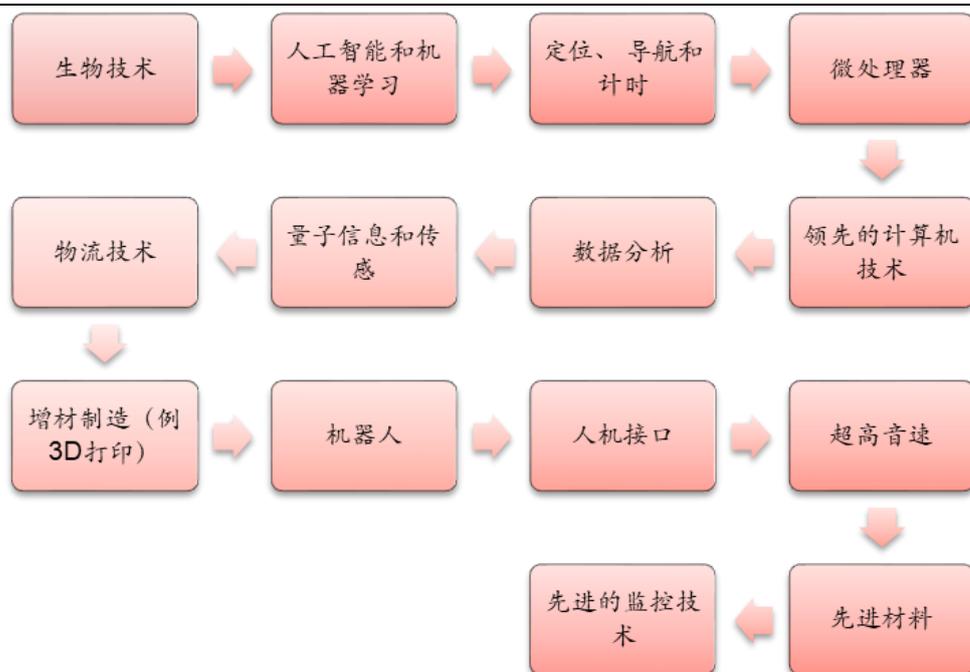
拜登政府在科技领域使用“小院高墙”策略替代特朗普时代的“脱钩”策略。2017 年特朗普政府上台后，美国就加大了对中国高科技发展的遏制。而拜登政府则更进一步：认为中美正在进行战略竞争，科技是其中的核心竞争领域。拜登政府使用“小院高墙”策略（small yard, high fence）替代特朗普时代的“脱钩”（decoupling）策略。“小院高墙”策略有两个特点：

- 1、拜登政府将美国与中国竞争的主战场聚焦到尖端科技领域，或将放弃特朗普时代实施的对华无差别贸易战。
- 2、拜登政府将在这些关键尖端科技领域对中国科技企业实施更加严格的出口限制。

美国重点监控和关注能对美国国防工业基础产生重大不利影响的技术。例如在美国 2018 年颁布的新《出口管制改革法》中，就明确指出该法案出口审查的重点和潜在管控放在“新兴和基础技术”上，将 14 项出口可能会对“美国国防工业基础产生重大不利影响”技术列为重点监控和关注的领域。

拜登政府希望通过“小院高墙”策略既打击中国的高科技产业，同时也能够获得中国的市场和利益。

图 27 美国《出口管制改革法》重点监控和关注的 14 项关键技术



资料来源：《美国出口管制改革法》、万和证券研究所

发展以航空航天、军工电子为代表的国防军工是提升中国核心“硬科技”的重要抓手。中国为了应对美国的在高科技领域的封锁，也制定了相应的战略，例如：实施自主可控战略，保障供应链安全，在十四五规划中明确提出要提升制造业的核心竞争力，加强基础研究，注重原始创新，做到“补短板、锻长板”。而从人类科技发展历史上看，以航空航天、军工电子为代表的国防军工行业一直走在技术突破的前沿。以国防军工领域相关技术突破为牵引，深度推进军民融合战略，是我国应对美国“小院高墙”策略的重要抓手。

图 28 航空航天、军工电子是提升制造业核心竞争力的重要抓手

十三五规划	十四五规划
高端制造创新发展工程	制造业核心竞争力提升
航空航天装备	高端新材料
航空发动机、燃气轮机、大型飞机等	稀土功能材料、高品质特殊钢材、高性能陶瓷等
海洋工程装备及高技术船舶	重大技术装备
深海探测、大洋钻探、海底资源开发等	CR450 高速动车组、谱系化地铁列车、 高端机床装备 、 先进工程机械 、 C919 示范运营 和 ARJ21 系列化发展等
先进轨道交通装备	智能制造与机器人技术
轨道交通、高速重载轨道装备等	分散式控制系统、可编程逻辑控制器、工业控制装备等
高档数控机床	航空发动机及燃气轮机
数控机床、基础制造设备、集成制造系统等	发动机关键材料、推进 CJ1000、突破宽体客机发动机关键技术等
机器人装备	北斗产业化应用
工业、服务、手术、军用机器人等	通信导航一体化融合、北斗应用产业创新平台等
现代农业装备	新能源汽车和智能(网联)汽车
大马力拖拉机、复式作业机具、联合收割机等	高安全动力电池、智能汽车技术平台及软硬件系统等
高性能医疗器械	高端医疗装备和创新药
核医学影像设备、超导磁共振成像系统、无创呼吸机等	腔镜手术机器人、体外膜肺氧合机、传染病疫苗等
先进化工成套装备	农业机械装备
煤化升级工程、炼油化工一体化、石化产品深加工等	智能型大马力拖拉机、精量播种机、喷杆喷雾机等

资料来源：《十四五规划》、《十三五规划》、万和证券研究所

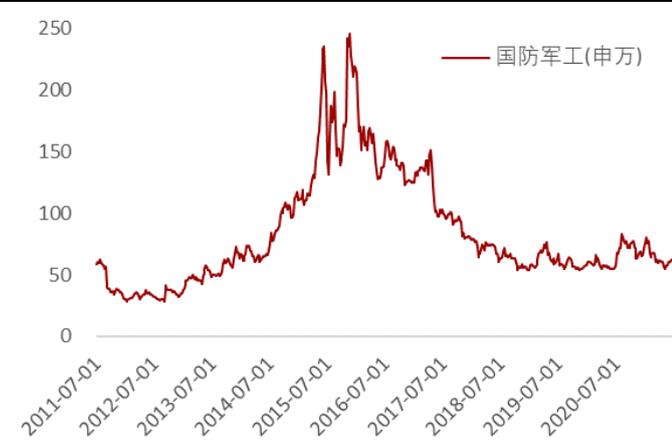
我们通过分析中国面临的严峻的战略安全形势，讨论了中国有能力加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一，以及国防军工行业在应对美国高科技领域封锁时，将发挥更加重要作用。回答了投资者对于军工行业长期景气度的担忧。在行业长期景气无忧的背景下，我们将继续讨论 2021 年下半年国防军工行业的投资要点。

四、2021 年下半年国防军工投资要点

(一) 军工板块估值目前仍在较低水平

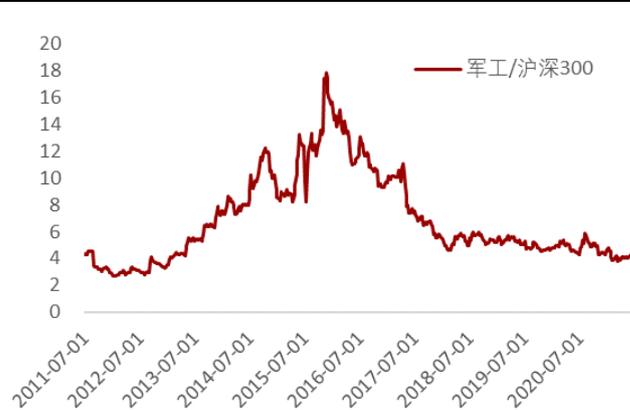
2015 年之后，伴随军工核心资产的业绩提升和市场股价的下行，军工板块的高估值压力已经得到比较充分的释放。尽管 2020 年下半年申万军工指数上涨了约 50%，2021 年上半年的调整使得行业估值回到历史较低的水平。

图 29 军工行业整体估值 (TTM, 整体法) 大幅回调



资料来源: WIND、万和证券研究所

图 30 申万军工整体估值相对沪深 300 整体估值的倍数



资料来源: WIND、万和证券研究所

从绝对水平的角度来看: 截止 2021-6-30 日, 申万军工指数 PE (整体法_TTM) 为 63 倍左右, 低于 2020 年底的估值水平。板块的估值基本回到 2013 年水平。

图 31 申万军工整体估值相对中小板指数整体估值的倍数



资料来源: WIND、万和证券研究所

图 32 申万军工整体估值相对创业板指数整体估值的倍数



资料来源: WIND、万和证券研究所

从与其他主要指数估值的相对比较来看, 目前申万军工指数 PE (TTM, 整体法) 是沪

深 300 指数 PE (TTM, 整体法) 的 4.27 倍, 该比值最高的时候为 17.8 倍。是中小板指数 PE (TTM, 整体法) 的 1.89 倍, 创业板指数 PE (TTM, 整体法) 的 1.00 倍。

目前, 军工板块的本身估值水平, 以及相对其他指数的估值倍数依然处于历史较低的水平, 现在配置优质军工上市公司的风险并不高。

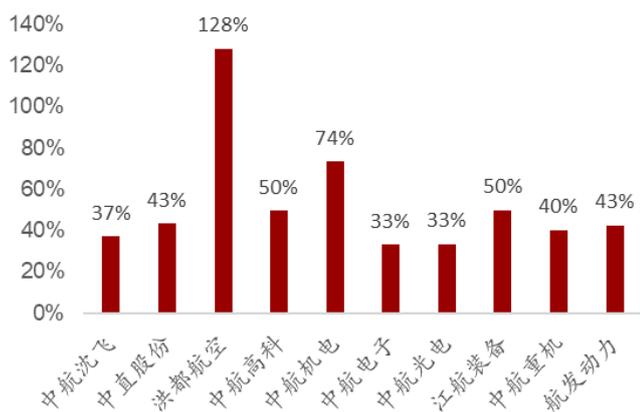
(二) 核心资产全年增长可期

我们在 2020 年和 2021Q1 的业绩分析中向投资者展示了军工行业景气度较好。并选出了相对表现良好的子板块: 航空装备主机厂、碳纤维新材料、核心军工电子。在选出上述基本面良好的子板块后, 我们需要为投资者回答下面的问题:

军工板块 2021 下半年的业绩表现会如何?

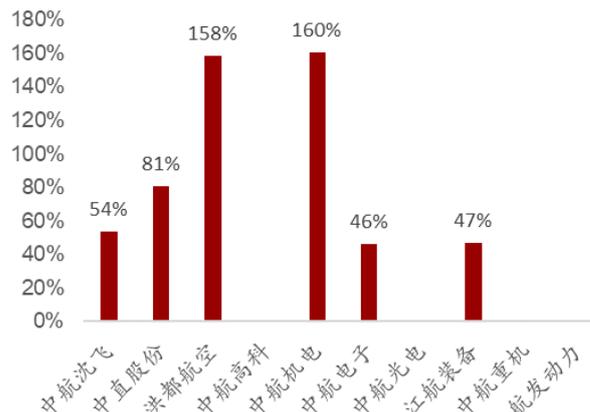
由于行业特殊的保密要求, 投资者一直认为研究军工难度比较高, 业绩预测困难大。实际上, 伴随中国资本市场法制化、规范化建设的不断完善, 以及军工上市公司自身信息披露制度建设的不断加强。投资者现在已经可以通过公开信息对军工上市公司的经营情况做出合理的预测。

图 33 航空装备类上市公司 2021 年关联销售同比增速



资料来源: 公司公告、万和证券研究所

图 34 航空装备类上市公司 2021 年关联采购同比增速



资料来源: 公司公告、万和证券研究所

以目前资产证券化率最高的航空装备产业链为例, 由于一些航空产业链上下游的上市公司是同一个控股股东, 根据监管要求, 需要披露每年的关联交易。通过研究军工上市公司披露的关联交易数据, 我们可以发现航空装备类的上市公司 2021 年关联销售预计增速都在 30% 以上, 而从为了满足生产需要的关联采购项来看, 披露的数据也都在 40% 以上。

根据这些信息, 我们有理由对以航空装备为代表的核心军工资产在 2021 年的景气保持乐观预期。

(三) 主题投资机会犹存

国防军工板块在 2021 年下半年还有一个重要的催化剂——珠海航展。由于新冠肺炎疫情的影响, 原定于 2020 年举办的第 13 届珠海航展延期至 2021 年 9 月底举办。我们回顾 2010 年以来 4 届珠海航展前军工板块的月度涨跌幅情况, 在航展前半年间, 珠海航展对军工板块行情正面影响的概率较大。投资者可以关注珠海航展带来的主题性投资机会。

图 35 2010-2020 年中万军工指数月度涨跌幅

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	3.16%	0.85%	-8.44%	7.38%	0.43%	2.95%	27.80%	6.96%	-4.82%	-4.20%	8.05%	10.89%	2020
2019	1.97%	22.24%	10.79%	-7.32%	-1.57%	-0.06%	5.00%	4.56%	-6.93%	-4.79%	-1.74%	5.67%	2019
2018	-4.53%	-4.07%	6.77%	-2.58%	-10.60%	-8.23%	4.68%	-6.04%	3.52%	-11.26%	3.78%	-5.90%	2018
2017	6.00%	1.36%	0.00%	-5.68%	-16.37%	5.43%	-1.79%	3.54%	2.30%	-5.06%	-3.82%	-1.79%	2017
2016	-27.96%	-4.18%	18.60%	-6.97%	-1.95%	7.93%	2.04%	4.45%	-7.30%	2.80%	2.24%	-2.74%	2016
2015	5.28%	5.63%	12.62%	24.99%	30.68%	-14.50%	-7.66%	-13.91%	16.45%	20.51%	-4.73%	-3.64%	2015
2014	1.58%	-2.46%	-9.00%	-0.13%	3.67%	11.04%	8.33%	4.96%	20.36%	1.99%	-3.07%	9.73%	2014
2013	18.14%	6.22%	-8.48%	-6.03%	16.00%	-16.60%	1.11%	7.88%	6.17%	-3.21%	25.14%	-8.94%	2013
2012	0.30%	10.98%	-8.16%	9.84%	-2.60%	-9.46%	-12.32%	0.67%	3.23%	-4.30%	-10.36%	21.90%	2012
2011	2.12%	7.86%	-4.50%	-7.85%	-7.32%	15.07%	0.26%	-8.98%	-14.88%	2.50%	-4.34%	-15.75%	2011
2010	-4.13%	7.31%	-1.07%	-9.23%	-3.32%	-7.41%	17.84%	9.96%	8.70%	10.16%	-11.03%	-0.12%	2010

资料来源：WIND、万和证券研究所

五、投资建议：维持“强于大市”的投资评级

投资建议：维持行业“强于大市”的投资评级。目前，国防军工板块估值合理，长期来看，在当前复杂的国际局势下，为了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，国防军工需求将持续景气。中短期来看，新型号批量入列、2021 年下半年珠海航展、自主可控、中美地缘政治博弈等催化因素不仅没有消失，还在不断强化。有新型号和新订单的核心军工资产最受益，相关标的为：主机厂：中航西飞（000768）、航发动力（600893）、洪都航空（600316）、中航沈飞（600760）；关键零部件：景嘉微（300474）、中航高科（600862）、航天电器（002025）、北摩高科（002985）。

风险提示

- 1、新型号研制交付出现延迟；
- 2、疫情严重导致珠海航展取消。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>