

# 军工2021半年报凝聚共识， 景气持续业绩兑现获验证

## 分析师及联系人

• 王贺嘉

(8621)61118728

wanghj4@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490520110004

• 杨晨

021-61118728

yangchen1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490520080001

• 邬博华

(8621)61118797

wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490514040001

• 吴爽

(8621)61118728

wushuang4@cjsc.com.cn

## MAIN POINTS OF REPORT

报告日期 2021-09-08  
行业研究 深度报告  
评级 看好 | 维持

### 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002179	中航光电	买入
300395	菲利华	买入

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究

- 《为什么军工板块走势的波动性会显著降低?》2021-09-05
- 《2021年Q2基金持仓与一周行情回顾》2021-08-02
- 《模块电源: 军民双景气, 国内龙头崛起时刻》2021-07-22

## 航天航空与国防

# 军工 2021 半年报凝聚共识, 景气持续业绩兑现获验证

### ● 景气先导指标: 产业链合同负债处历史高位, 存货原材料占比再提升

2021 年半年报首次在公开层面面向市场展示军工基本面兑现的证据, 上游景气释放、景气顺畅传导以及大额预付款落地助力形成业绩共识。总量角度来看, 航空产业链的整体回款情况近三年持续显著改善, 大额定金落地后主机厂率先改善现金流, 后续各配套商有望充分受益。从资产负债端分析, 2021 年上半年航空下游主机厂预收账款(含合同负债)明显提升, 相较 2020 年上半年大幅提升 819.0%, 达到 533.5 亿元, 大额订单落地对于产业链企业提前规划生产节奏、均衡交付、供应链管理等具有重大意义, 我们分析预付款项传递至中上游配套商仍需一定时间, 在下半年的报表有望看到中上游核心配套商的相关财务特征显现; 2021 年上半年军工上游公司存货同比增加 27.9%, 其中原材料科目同比增加 33.0%, 增长幅度高于整体存货, 而存货原材料占比持续提升, 预示订单饱满及正在加紧生产, 未来存货将逐步转化为公司收入, 带动营收持续增长。

### ● 军工行业盈利驱动决定论达成共识, 基于景气度传导可把握投资节奏

军工行业业绩增速显示行业景气度的比较优势, 但股价反映仍有限, 把握军工产业链的景气度传导或可指导整体的产业投资节奏。军工行业 2019H1-2021H1 的业绩复合增速为 33%, 位全行业第四名。军工行业 2021 年初至 8 月 31 日的股价涨跌幅仅位列全行业的第十二名。军工细分板块比较来看, 航空结构件板块的涨幅最大, 业绩中位数同样排名第一, 其中, 钢研高纳和中航重机涨幅较大, 分别为 109%和 105%, 业绩增速分别为 98%和 125%。整体航空发动机产业链格局较为清晰, 景气度传导情况或较为明显, 以航发产业链为研究对象, 其资本开支为景气度的先导性指标, 上游的扩产前瞻性更强, 2021 年上半年上游扩产增速下降较为明显, 而中下游产业链的增速较平稳, 或表明前期为了新机型交付进行的上游原材料资本开支已接近尾声, 后续静待新机型交付。

### ● 强调军工投资盈利驱动决定论, 聚焦“买机弹、配两端”投资主线

在具体标的方面, 我们采用组合型配置思路, 依托不同风险偏好优选四类推荐: 第一类推荐标的主要为优质景气赛道上业绩兑现度和确定性较高的优质白马标的, 主要推荐【中航光电】、【中航高科】以及军用石英纤维龙头公司【菲利华】; 第二类推荐标的适用于对军工有研究或产业深耕的投资者, 目前推荐【三角防务】, 建议关注【爱乐达】、【图南股份】、【航天电器】, 等待公司治理结构调整后带来的戴维斯双升的机会; 第三类推荐标的适合基于行业比较, 以合理的估值买成长的投资者, 我们基于能力圈, 重点推荐【振华科技】、【睿创微纳】、建议关注【抚顺特钢】、【中航重机】、【鸿远电子】和【中航机电】; 第四类推荐标的我们主要推荐主机厂, 未来随着产量的提升、产业架构变革, 主机厂地位必然越来越凸显, 因此, 我们重点推荐【中航沈飞】、【航发动力】、建议关注【中直股份】和【洪都航空】。

### 风险提示:

1. 军工后续大额合同订单落地不及预期, 以及景气传导的不确定性;
2. “十四五”武器装备建设规划牵引下, 大批量交付的产能及时释放不确定性;
3. 产业链相关个股在业绩收入和利润兑现能力上存在不确定性。



## 目录

航空领域盈利能力显著提升，上游环节业绩高增且兑现度好 .....	4
大额定金落地现金流优化，上游增加资本开支加码扩产能 .....	9
景气先导指标：产业链合同负债处历史高位，存货原材料占比持续提升 .....	12
军工行业盈利驱动决定论达成共识，基于景气度传导可把握投资节奏 .....	14
组合配置思路占优，精选结构性增量机会 .....	17

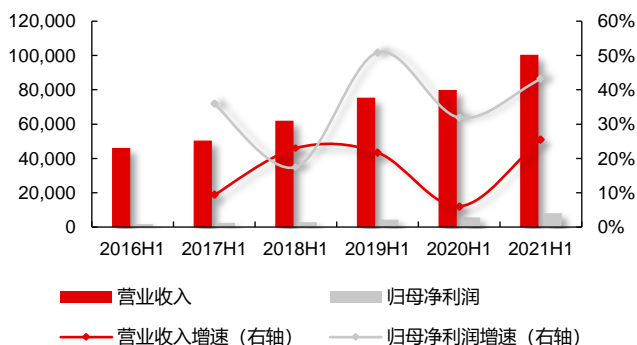
## 图表目录

图 1：航空板块半年度营收、归母净利润及增速情况 .....	4
图 2：航空板块单季营收、归母净利润及增速情况 .....	4
图 3：航空板块半年度毛利率、净利率及各期间费用率情况 .....	6
图 4：上游公司半年度营业收入、归母净利润及增速情况 .....	7
图 5：上游公司单季度营业收入、归母净利润及增速情况 .....	7
图 6：航空板块历年上半年度经营性现金流情况 .....	9
图 7：航空产业链库存情况（百万元） .....	12
图 8：航空产业链中存货增速情况 .....	13
图 9：军工核心标的池 19H1-21H1 业绩的复合增速排名全行业第 4 .....	14
图 10：军工行业年初至 8 月 31 日涨跌幅为 9%，全行业仅排名第 12 .....	14
图 11：军工行业分板块 2021.4.1-2021.8.31 的涨跌幅比较 .....	15
图 12：航空发动机产业链的营收增速拟合度较高，2021H1 存在偏离 .....	16
图 13：航空发动机产业链的业绩增速拟合度较高 .....	16
图 14：航空发动机产业链的存货传导从上游至下游，节奏约为 1 年 .....	16
图 15：航空发动机产业链的资本开支或预示着新机型交付在即 .....	16
图 16：长江军工组基本面标的池 .....	17
图 17：盈利驱动决定论：“买机弹、配两端” .....	19
表 1：分半年度、分季度航空板块营收、归母净利润情况 .....	4
表 2：分半年度、分季度航空板块上游细分领域的营收、归母净利润情况 .....	5
表 3：2021 年 Q2 航空板块各项盈利能力和费用率情况 .....	5
表 4：航空板块内国企与民企毛利率、净利率及费用率情况 .....	6
表 5：航空板块内中国航空工业集团下属国企毛利率、净利率及费用率情况 .....	6
表 6：军工上游企业营收、利润增速情况 .....	7
表 7：上、中、下游企业经营性现金流净额情况 .....	9
表 8：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及增速 .....	10
表 9：航空板块内部上、中、下游新增固定资产情况（百万元） .....	10
表 10：航空板块内部下游主机厂预付账款情况（百万元） .....	12
表 11：军工上、中、下游库存情况 .....	13

## 航空领域盈利能力显著提升，上游环节业绩高增且兑现度好

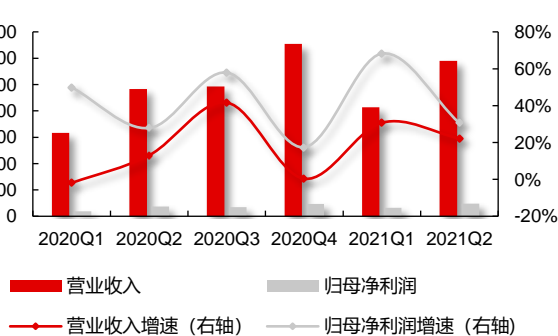
**2021 半年度行业景气上行趋势不变，2021Q2 单季度收入和利润增速持续提升。**长江军工基本面标的中的航空产业链 2021 年上半年实现营收 1003.6 亿元，归母净利润 80.2 亿元，分别同比增长 25.6%、43.2%。2021 年 Q2 实现营收 589.7 亿元，归母净利润 48.3 亿元，同比 20 年 Q2 分别增长 22.3%、30.5%，环比 21 年 Q1 分别提升 42.5%、51.2%。此处，为了更好地展示航空产业链的实际增长情况，我们通过计算 2020 年 H1 单季度的平均值作为基数，在收入端，航空产业链 2021 年 Q2 营业收入相较平滑后的基数实现增长 47.62%；在利润端，公司 2021 年 Q2 归母净利润相较平滑后的基数实现增长 72.52%，我们认为，上述经调整后的数据可以更真实地反应出航空产业链良好的实际生产经营情况以及单季度增长与行业高景气度的匹配度。

图 1：航空板块半年度营收、归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

图 2：航空板块单季营收、归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

**下游航空主机厂整体盈利规模提升，Q2 交付显著好于 Q1。**在航空主机厂环节，2021 年上半年实现营收合计为 441.2 亿，同比增长 23%，归母净利润合计为 17.9 亿，同比增长 26%，其中中航沈飞基于莱特定律，产品交付能力和盈利能力提升，2021 年上半年实现营业收入 159.2 亿元，同比增长 37.4%；实现归母净利润 9.5 亿元，同比增长 11.9%；扣非后，同比增长 93.1%。2021 年 Q2 在航空主机厂环节，实现营收合计为 274.0 亿，同比增长 29%，环比增长 64%，归母净利润合计为 10.9 亿，同比增长 50%，环比增长 56%。剔除中航沈飞去年大额国家补贴影响后，利润端同比增长 143.6%，反映今年二季度主机厂的交付情况显著好于一季度。

表 1：分半年度、分季度航空板块营收、归母净利润情况

	营业收入						归母净利润					
	2020H1	2021H1	YOY	21Q2	同比	20Q2环比	21Q1	2020H1	2021H1	YOY	21Q2	同比
航空	79,903	100,363	26%	58,975	22%	42%	5,604	8,024	43%	4,827	31%	51%
主机厂	35,997	44,121	23%	27,398	29%	64%	1,418	1,788	26%	1,091	50%	56%
分系统	21,736	26,667	23%	15,636	10%	42%	1,515	1,879	24%	1,380	10%	176%
上游	22,170	29,575	33%	15,941	24%	17%	2,624	4,319	65%	2,175	20%	1%

资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

**2021 年上半年航空上游企业继续延续单季度的业绩高增长态势。**2021 年上半年航空上游企业合计营收 295.7 亿，同比增长 33%，归母净利润 43.2 亿，同比增长 65%；21Q2 航空上游企业持续高速增长，合计营收 159.4 亿，同比增长 24%，归母净利润 21.8 亿，同比增长 20%，环比 21Q1 持平。其中，值得重点关注的是合金钢、钛合金原材料公司利润端的优异表现：2021 年上半年抚顺特钢归母净利润实现 4.3 亿元，同比增长 135.2%，业绩增长源于公司中高端产品持续发力，产品结构优化助力毛利率提升；西部超导归母净利润实现 3.1 亿元，同比增长 136.4%，核心受益于十四五期间军机换装列装进程加速叠加用钛量占比提升。

表 2：分半年度、分季度航空板块上游细分领域的营收、归母净利润情况

	营业收入						归母净利润							
	2020H1	2021H1	YOY	21Q2	同比	20Q2环比	21Q1	2020H1	2021H1	YOY	21Q2	同比	20Q2环比	21Q1
上游	22,170	29,575	33%	15,941	24%	17%	2,624	4,319	65%	2,175	20%	1%		
结构件	9,452	12,634	34%	7,066	29%	27%	955	1,482	55%	842	51%	31%		
原材料	7,271	9,350	29%	5,099	30%	20%	856	1,512	77%	721	11%	-9%		
元器件	5,447	7,591	39%	3,776	10%	-1%	813	1,325	63%	613	0%	-14%		

资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

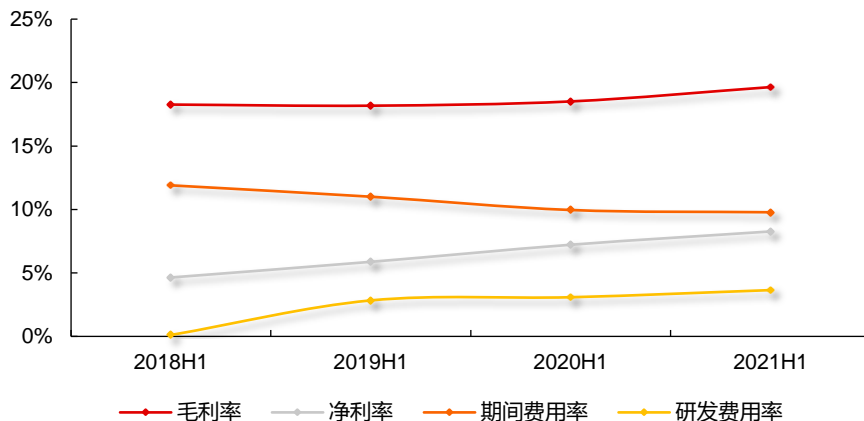
**航空板块毛利率持续提升，研发投入加大的同时期间费用率不断改善，牵引净利率持续提升。**2021 年上半年航空板块毛利率为 19.6%，提升 1.1 个百分点，在研发费用率大幅提升 0.6 个百分点至 3.7%的同时，期间费用率反而同比下降 0.2pct，在毛利率和期间费用率双重驱动下，航空板块净利润率提升 1.1 个百分点至 8.3%。2021Q2 环比 Q1 盈利水平持续提升，毛利率提升 0.5 个百分点至 8.8%，净利率提升 0.4 个百分点至 8.4%。

表 3：2021 年 Q2 航空板块各项盈利能力和费用率情况

	2021Q2	同比 2020Q2	环比 2021Q1
毛利率	9%	0.48pct	0.49pct
净利率	8%	0.51pct	0.42pct
期间费用率	9%	0.05pct	-1.71pct
研发费用率	4%	0.79pct	0.31pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：航空板块半年度毛利率、净利率及各期间费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

国有军工企业盈利能力持续改善，民企受季节波动短期小幅下滑。航空板块内部，国企毛利率和净利率都呈现上升趋势。21 年 Q1 国企毛利率和净利率同比去年同期均有所提升，毛利率大幅提升 0.8 个百分点至 6.6%，净利率提升 0.8 个百分点至 6.2%；民企 21 年 Q1 毛利率小幅下滑 2.1 个百分点至 23.7%，净利率小幅下滑 1.4 个百分点至 24.1%。

表 4：航空板块内国企与民企毛利率、净利率及费用率情况

	20Q2	21Q1	21Q2	同比 20Q2	环比 21Q1
<b>国企</b>					
毛利率	6%	7%	7%	0.82pct	-0.40pct
净利率	5%	8%	6%	0.83pct	-1.35pct
期间费用率	9%	12%	8%	-0.77pct	-3.08pct
研发费用率	3%	4%	3%	0.16pct	-1.18pct
<b>民企</b>					
毛利率	26%	27%	24%	-2.11pct	-3.08pct
净利率	25%	28%	24%	-1.41pct	-4.07pct
期间费用率	20%	23%	24%	3.36pct	0.56pct
研发费用率	11%	11%	12%	1.24pct	1.18pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

中国航空工业集团近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果，2021Q2 净利率提升 1.3 个百分点至 6.6%，改善幅度明显高于一般国企。

表 5：航空板块内中国航空工业集团下属国企毛利率、净利率及费用率情况

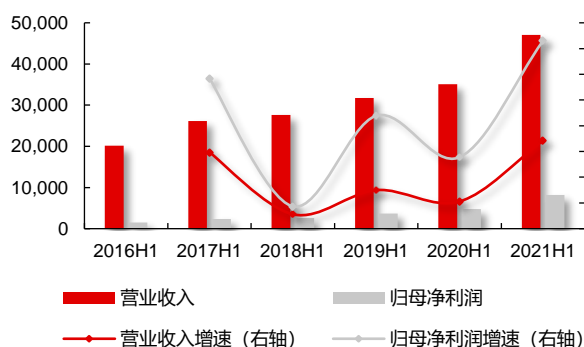
	20Q2	21Q1	21Q2	同比 20Q2	环比 21Q1
<b>中航工业下属国企</b>					
毛利率	4%	4%	7%	2.50pct	2.56pct

净利率	5%	5%	7%	1.31pct	1.41pct
期间费用率	10%	11%	10%	-0.23pct	-1.03pct
研发费用率	2%	3%	3%	0.53pct	-0.61pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

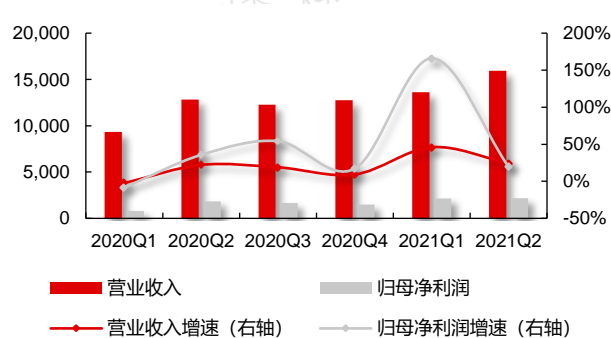
**2021 年上半年航空上游企业继续延续单季度的业绩高增长态势。**上游公司包括航空、航天、信息化产业链企业，2021 年上半年收入达到 470.9 亿元，同比增长 34%，归母净利润达到 81.9 亿元，同比大幅提升 73%。2021 年 Q2 上游各环节企业收入达到 159.4 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润达到 21.8 亿元，同比大幅提升 19.6%。

图 4：上游公司半年度营业收入、归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

图 5：上游公司单季度营业收入、归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

其中信息化元器件产业链 2021 年上半年收入达到 120.3 亿元，同比增长 42%，归母净利润达到 28.8 亿元，同比大幅提升 90%，其中睿创微纳、鸿远电子、振华科技、紫光国微作为信息化元器件代表性企业，下游订单充足带动业绩增长，对板块近期景气提升和业绩兑现的贡献比较大。

表 6：军工上游企业营收、利润增速情况

		营收增速		归母净利润增速		21Q2 营收增速		21Q2 归母净利润增速	
		2020H1	2021H1	2020H1	2021H1	同比 20Q2	环比 21Q1	同比 20Q2	环比 21Q1
上游		11%	34%	28%	73%	24%	19%	54%	28%
结构件		9%	31%	12%	53%	27%	29%	56%	33%
原材料		8%	30%	27%	75%	29%	19%	53%	29%
元器件		13%	38%	35%	79%	21%	13%	54%	30%
信息化		14%	42%	71%	90%	33%	25%	54%	29%
002049.SZ	紫光国微	-6%	57%	108%	118%	64%	41%	165%	70%
603678.SH	火炬电子	41%	61%	29%	101%	41%	9%	45%	13%
300726.SZ	宏达电子	29%	78%	6%	108%	45%	43%	56%	34%
002935.SZ	天奥电子	-13%	27%	-14%	36%	20%	365%	25%	-557%
688002.SH	睿创微纳	173%	26%	377%	3%	6%	29%	-10%	64%
300456.SZ	赛微电子	16%	10%	-60%	516%	-2%	-2%	4120%	11%
002151.SZ	北斗星通	21%	22%	248%	75%	17%	15%	79%	68%

000733.SZ	振华科技	-7%	39%	-3%	119%	33%	15%	122%	9%
-----------	------	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	----

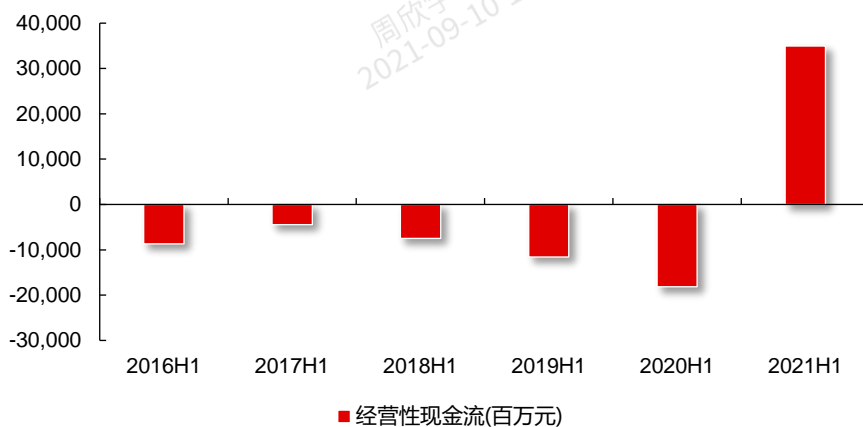
资料来源：Wind，长江证券研究所



## 大额定金落地现金流优化，上游增加资本开支加码扩产能

**大额订单预付款落地，大幅度改善全产业链现金流。**总量角度来看，航空产业链的整体回款情况近三年持续显著改善，季度间现金流波动属于行业均衡生产带来的正常现象。2021H1 航空板块实现经营性现金流 349.8 亿，同比大幅度扭负为正，主要系主机厂端大额定金落地，并一定程度拨付上游改善企业经营性现金流。按过去节奏展望下半年现金流本身较好，牵引整年现金流情况处历史高位。军工行业由于交付周期和付款节奏接近一年的影响，回款主要集中于下半年；我们分析认为，下半年行业整体现金流情况按惯例依然良好，全年产业现金流情况无虞。

图 6：航空板块历年上半年度经营性现金流情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

**大额定金落地后主机厂率先改善现金流，后续各配套商有望充分受益。**按军工行业产业链进行划分，下游主机厂经营活动产生的现金流较好，2021 年上半年经营性现金流净额达到 148.9 亿元，大幅度扭负为正。而上游原材料配套企业，2021 年上半年经营性现金流净额达到 7.5 亿元，同样转正，但幅度小于主机厂。我们分析预测，大额定金主要由需求端直接拨付给主机厂，付款传递至中上游配套商仍需一定时间，从而导致上游存货及应收账款回款节奏仍不明显。在下半年的报表有望看到中上游核心配套商的相关财务特征显现。

表 7：上、中、下游企业经营性现金流净额情况

	2020H1	2021H1	增速	2021Q2	同比 2020Q2	环比 2021Q1
航空	-18138	34978	293%	47674	528%	475%
主机厂	-11335	14895	231%	22650	392%	392%
分系统	-6447	19335	400%	21846	605%	970%
上游	-355	748	310%	3178	242%	231%
结构件	-62	622	1101%	1443	154%	276%
原材料	-87	-302	-249%	836	346%	173%
元器件	-207	427	307%	898	423%	291%

资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元，注：增速的算法是 21H1 减 20H1 的差除以 20H1 的绝对值

**航空产业链上游配套企业存在明显加大资本开支的财务特征。**2021 年上半年上游航空结构件、元器件和原材料公司继续保持高速资本性支出，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金达到 27.4 亿元，同比增加 93.4%；其中，元器件产业链公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金达到 7.5 亿元，同比增加 171.5%。

表 8：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及增速

	2019H1	2020H1	上期增速	2021H1	本期增速
航空	3,562	4,030	13%	5,483	36%
主机厂	569	556	-2%	868	56%
分系统	1,697	1,939	14%	1,945	0%
上游	1,207	1,419	18%	2,745	93%
结构件	706	813	15%	1,191	47%
原材料	266	329	23%	800	143%
元器件	235	277	18%	753	172%

资料来源：Wind，长江证券研究所，单位：百万元

**2021 年上半年上游航空元器件公司扩产能趋势明显。**航空上游结构件公司新增固定资产达到 5.0 亿元，同比大幅增加 138.0%。其中，锻铸造代表性企业钢研高纳 2021 年上半年新增固定资产达到 1.4 亿元，大幅提升 1032.9%；另一代表性企业三角防务 2021 年上半年新增固定资产达到 0.2 亿元，大幅提升 269.5%。

表 9：航空板块内部上、中、下游新增固定资产情况（百万元）

产业链	股票代码	公司名称	2020H1	2021H1	YOY
航空主机厂	600760.SH	中航沈飞	202	252	25%
	000768.SZ	中航西飞	60	331	452%
	002389.SZ	航天彩虹	7	4	-45%
	600038.SH	中直股份	26	33	24%
航空主机厂小计			295	620	110%
航空分系统	600893.SH	航发动力	944	802	-15%
	300114.SZ	中航电测	29	54	86%
	603712.SH	七一二	28	41	44%
	300719.SZ	安达维尔	5	8	69%
	600562.SH	国睿科技	5	3	-40%
	600372.SH	中航电子	101	174	73%
	002013.SZ	中航机电	129	321	150%
	002933.SZ	新兴装备	1	3	335%
	300581.SZ	晨曦航空	56	21	-62%
	航空分系统小计		1297	1426	10%
航空结构件	600862.SH	中航高科	7	23	251%
	600765.SH	中航重机	64	113	76%
	300034.SZ	钢研高纳	12	136	1033%
	688333.SH	铂力特	18	20	7%
	000738.SZ	航发控制	87	110	25%

	300775.SZ	三角防务	5	19	270%
	600391.SH	航发科技	14	67	367%
	300696.SZ	爱乐达	4	16	332%
	<b>航空结构件小计</b>		<b>212</b>	<b>504</b>	<b>138%</b>
<b>航空原材料</b>	300699.SZ	光威复材	241	590	145%
	600399.SH	抚顺特钢	21	36	69%
	300777.SZ	中简科技	515	15	-97%
	688122.SH	西部超导	21	25	18%
	<b>航空原材料小计</b>		<b>798</b>	<b>666</b>	<b>-17%</b>
<b>航空元器件</b>	002179.SZ	中航光电	86	354	311%
	300447.SZ	全信股份	2	3	32%
	300474.SZ	景嘉微	6	20	265%
	<b>航空元器件小计</b>		<b>94</b>	<b>377</b>	<b>302%</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 景气先导指标：产业链合同负债处历史高位，存货原材料占比持续提升

主机厂合同负债高增表征十四五期间军工行业景气度的方向、幅度和节奏。2021 年上半年航空下游主机厂预收账款（含合同负债）明显提升，相较 2020 年上半年大幅提升 819.0%，达到 533.5 亿元。十四五期间采购制度变革，大额订单提前预付显示了需求端的确定性，订单落地对于产业链企业提前规划生产节奏、均衡交付、供应链管理等具有重大意义，有望实现整体的提质增效。

表 10：航空板块内部下游主机厂预付账款情况（百万元）

		2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
航空主机厂	600760.SH 中航沈飞	57	52	6,762	1,941	367	37,737
	000768.SZ 中航西飞	1,731	732	891	872	542	4,429
	002389.SZ 航天彩虹	5	10	22	19	34	79
	600316.SH 洪都航空	20	80	162	42	16	7,294
	600038.SH 中直股份	2,354	2,695	4,133	4,296	4,847	3,810
预收款项+合同负债小计		4,167	3,570	11,971	7,170	5,805	53,349
增速			-14%	235%	-40%	-19%	819%

资料来源：Wind，长江证券研究所

21Q2 存货处历史高位水平，航空上游企业存货加速上升态势明显。细分产业链中，主机厂存货规模较大，2021 年 Q2 达到 485.0 亿元，同比增加 8.9%，且部分主机厂呈现加速上升趋势，其洪都航空存货（35.8 亿，+50.4%）达到历史最高值，预计随着新型号的不断交付，存货将逐步转化为收入，带动未来营收的增长。

图 7：航空产业链库存情况（百万元）

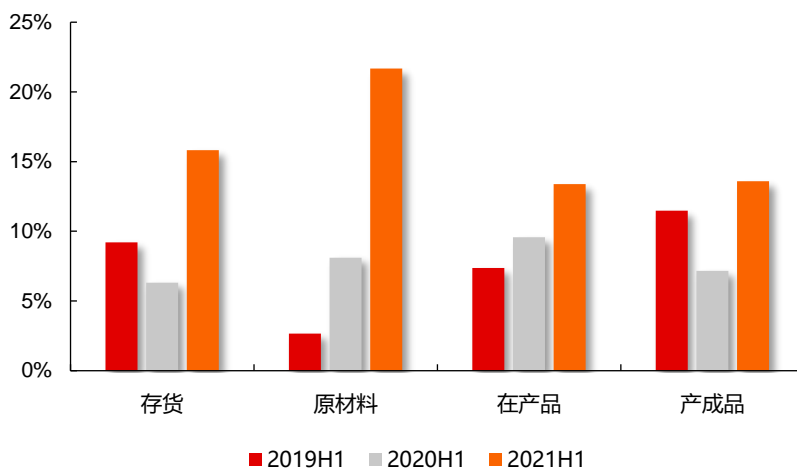
细分行业/产业链	证券代码	证券简称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
航空主机厂	600760.SH	中航沈飞	6,612.7	6,124.5	5,419.8	7,778.5	6,545.0	5,227.2
	000768.SZ	中航西飞	17,529.2	19,626.4	20,243.3	20,122.0	23,223.7	23,675.3
	002389.SZ	航天彩虹	611.3	536.8	668.9	597.5	608.3	725.5
	600316.SH	洪都航空	3,324.9	2,380.8	2,472.1	2,682.5	3,981.5	3,579.7
	600038.SH	中直股份	17,287.4	15,856.5	16,785.5	15,308.9	15,870.0	15,293.6
航空分系统	600893.SH	航发动力	20,730.3	22,149.8	23,343.0	18,744.3	22,886.0	25,751.4
	300114.SZ	中航电测	435.5	434.6	466.5	593.5	641.3	615.4
	603712.SH	七一二	2,432.8	2,465.1	2,774.3	2,813.2	3,231.9	3,403.3
	300719.SZ	安达维尔	231.5	248.5	268.3	232.3	250.1	270.9
	600562.SH	国睿科技	745.8	2,168.4	2,349.4	2,086.0	2,341.3	2,449.5
航空结构件	600372.SH	中航电子	4,319.5	4,223.2	4,613.3	4,746.8	5,235.3	5,338.8
	002013.SZ	中航机电	4,705.1	4,713.5	5,027.6	5,276.7	5,391.2	5,311.0
	002933.SZ	新兴装备	126.7	131.3	144.1	137.1	157.8	165.9
	300581.SZ	晨曦航空	213.1	237.2	241.5	221.3	214.2	226.8
	600862.SH	中航高科	1,384.7	1,272.6	1,352.9	1,459.7	1,433.6	1,710.7
航空原材料	600765.SH	中航重机	2,508.5	2,549.2	2,436.9	3,061.6	3,151.8	2,930.0
	300034.SZ	钢研高纳	549.1	561.9	585.5	591.9	766.1	858.4
	688333.SH	铂力特	130.1	174.4	196.8	195.3	244.7	313.9
	000738.SZ	航发控制	953.6	1,059.3	1,136.6	993.1	966.5	979.1
	300775.SZ	三角防务	382.7	554.5	718.1	763.8	794.4	857.9
航空元器件	300855.SZ	图南股份	218.2	192.3	179.3	192.9	220.7	240.0
	600391.SH	航发科技	2,191.9	2,458.4	2,754.9	2,518.8	2,641.7	2,837.0
	300696.SZ	爱乐达	126.2	145.9	153.7	157.7	156.0	165.4
	605123.SH	派克新材	0.0	248.2	253.7	281.9	308.4	334.1
	300699.SZ	光威复材	328.3	340.2	283.0	286.3	348.5	390.5
航空新材料	600399.SH	抚顺特钢	1,631.2	1,474.5	1,556.8	1,586.0	1,764.5	1,870.8
	600456.SH	宝钛股份	2,097.9	2,175.2	2,149.2	2,223.9	2,166.0	2,410.6
	300777.SZ	中简科技	33.0	31.7	32.8	28.7	30.1	24.2
	688122.SH	西部超导	1,071.0	1,082.8	1,103.1	1,139.3	1,277.0	1,388.3
	002179.SZ	中航光电	2,164.8	2,155.0	2,200.4	2,791.9	3,066.3	3,611.8
航空元器件	300447.SZ	全信股份	261.2	305.7	341.8	340.4	394.7	482.5
	300474.SZ	景嘉微	195.8	168.9	211.8	294.1	325.7	356.3

资料来源：Wind，长江证券研究所



航空原材料增速高于存货增速，原材料、在产品在存货占比所有提升。2021 年上半年存货达到 1138.0 亿元，同比增加 15.8%，主要来自原材料。其中存货在产品达到 642.8 亿元，同比增加 13.4%，占存货比达 56.5%；存货原材料达到 344.7 亿元，同比增加 21.7%，占存货比例提升 1.5pct 达到 30.3%，原材料增速高于存货增速，且原材料占存货比所有提升。

图 8：航空产业链中存货增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

2021 上半年军工上游公司存货同比增加 27.9%，其中原材料科目同比增加 33.0%，增长幅度高于整体存货，预示订单饱满及正在加紧生产。其中，元器件公司中航光电公司 2021 年上半年存货达到 36.1 亿元，较去年年末增加 29.4%，较去年同期数值增加 67.6%；其中，存货原材料达到 9.0 亿元，较去年年末增加 68.7%，较去年同期数值增加 106.8%，库存结构占比相比同期提升 4.3pct，侧面印证公司在手订单充足，直接表明下游需求旺盛。上游原材料企业菲利华公司 2021 年 H1 存货达到 2.7 亿元，相较于期初值（2020 年年末）增加 34.8%；其中，存货在产品达到 0.6 亿元，较期初值增加 102.7%，同比口径实现增长 433.4%，占存货的比例为 17.9%，相较于期初值（11.9%）提升 5.9pct；考虑到航空航天和半导体应用场景都是面向少数大客户，生产模式是典型的“订单驱动、以销定产”，在产品高增表明公司全年产品交付可期，公司在高端石英玻璃材料的龙头地位有望进一步巩固。

表 11：军工上、中、下游库存情况

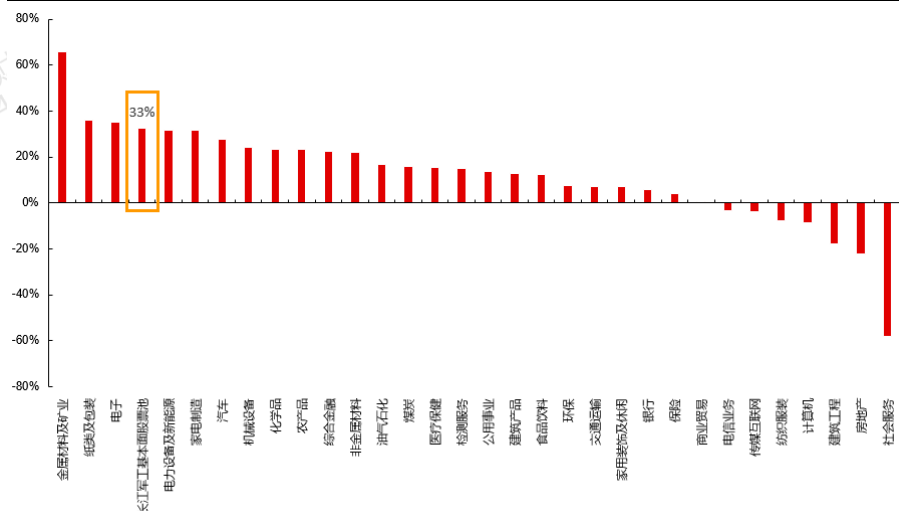
	存货		原材料				在产品				产成品			
	20H1 增速	21H1 增速	20H1 增速	21H1 增速	20H1 占比	21H1 占比	20H1 增速	21H1 增速	20H1 占比	21H1 占比	20H1 增速	21H1 增速	20H1 占比	21H1 占比
上游	1%	28%	27%	33%	30%	31%	-8%	21%	34%	32%	12%	27%	38%	37%
结构件	-14%	22%	19%	32%	33%	36%	-39%	17%	31%	30%	4%	12%	38%	35%
原材料	7%	21%	22%	15%	27%	26%	29%	26%	43%	44%	43%	20%	32%	31%
元器件	21%	38%	41%	43%	29%	30%	31%	21%	33%	29%	9%	45%	41%	43%
信息化	30%	29%	53%	28%	32%	31%	56%	10%	30%	25%	17%	37%	40%	43%
中游分系统	18%	16%	14%	20%	25%	26%	29%	12%	58%	57%	5%	16%	18%	18%
信息化	9%	27%	12%	36%	26%	28%	14%	15%	51%	46%	14%	43%	21%	23%
下游主机厂	-3%	48%	17%	0%	33%	22%	-22%	94%	48%	63%	20%	-17%	6%	3%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 军工行业盈利驱动决定论达成共识，基于景气度传导可把握投资节奏

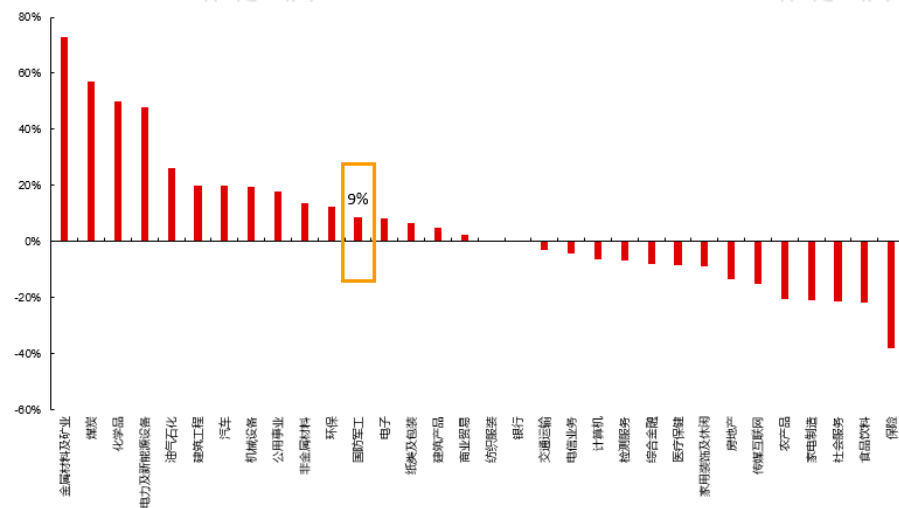
军工行业业绩增速显示行业景气度的比较优势，但股价反映仍有限。由于 2020H1 绝大部分行业受新冠疫情影响，财务数据不存在可比性，选取 2019H1-2021H1 业绩的复合增速来比较。军工行业 2019H1-2021H1 的业绩复合增速为 33%，位列全行业的第四名。军工行业 2021 年初至 8 月 31 日的股价涨跌幅为 9%，仅位列全行业的第十二名。

图 9：军工核心标的池 19H1-21H1 业绩的复合增速排名全行业第 4



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：军工行业年初至 8 月 31 日涨跌幅为 9%，全行业仅排名第 12



资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利驱动决定论，军工各板块比较中业绩增速较快的涨幅较大。军工细分板块比较来看，航空结构件板块的涨幅最大，业绩中位数同样排名第一。航空主机厂板块，中航沈飞涨

幅最大，为 77%，其扣非归母净利润增长 93%。航空分系统中，晨曦航空涨幅最大，为 80%，其业绩增速为 294%。航空结构件中，钢研高纳和中航重机涨幅较大，分别为 109%、105%，其业绩增速分别为 98%、125%。军用元器件中，振华科技和紫光国微涨幅较大，分别为 111%、109%，其业绩增速分别为 119%、118%。军用新材料中，抚顺特钢涨幅最大，为 105%，其业绩增速为 135%。

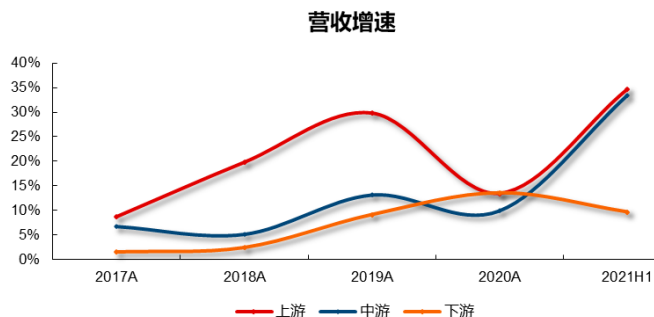
图 11：军工行业分板块 2021.4.1-2021.8.31 的涨跌幅比较

产业链	证券简称	涨跌幅	半年报业绩增速	产业链	证券简称	涨跌幅	半年报业绩增速
航空主机厂	中航沈飞	77%	93% (扣非)	军用元器件	中航光电	49%	68%
	中航西飞	25%	44%		全信股份	95%	40%
	航天彩虹	16%	119%		景嘉微	51%	41%
	洪都航空	44%	493%		航天电器	44%	38%
	中直股份	25%	28%		鸿远电子	18%	121%
	航发动力	50%	13%		亚光科技	26%	2%
航空分系统	中航电测	51%	31%		紫光国微	109%	118%
	七一二	26%	54%		火炬电子	41%	101%
	安达维尔	20%	-140%		宏达电子	28%	108%
	国睿科技	6%	3%		天奥电子	4%	36%
	中航电子	30%	46%		睿创微纳	40%	3%
	中航机电	45%	53%		赛微电子	42%	516%
	新兴装备	1%	-133%		北斗星通	-2%	75%
航空结构件	晨曦航空	80%	294%		振华科技	111%	119%
	中航高科	45%	19%	军用新材料	光威复材	6%	23%
	中航重机	105%	125%		抚顺特钢	105%	135%
	钢研高纳	109%	98%		宝钛股份	56%	96%
	铂力特	81%	-749%		中简科技	11%	0%
	航发控制	49%	27%		西部超导	84%	136%
	三角防务	91%	64%				
	图南股份	95%	125%				
	航发科技	26%	20%				
	爱乐达	63%	90%				
	派克新材	59%	82%				

资料来源：Wind，长江证券研究所

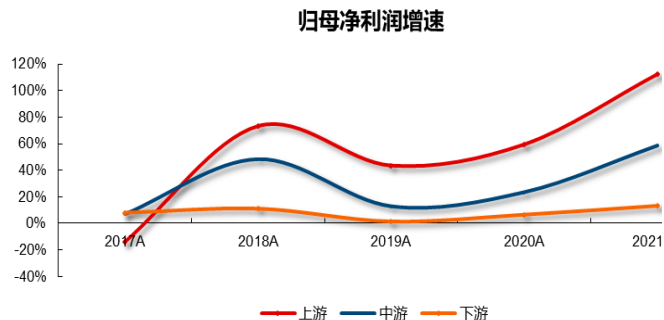
把握军工产业链的景气度传导或可指导整体的产业投资节奏。整体航空发动机产业链格局较为清晰，景气度传导情况或较为明显，因此以其作为研究对象。2019 年前航发产业链上游的营收增速显著高于中下游，2020 年后中游的增速提升，目前接近上游，而下游仍未显现。归母净利润方面上中下游的增速拟合度极高，但幅度来说上游的增速仍显著较高，业绩端的景气度传导尚未显现。

图 12: 航空发动机产业链的营收增速拟合度较高, 2021H1 存在偏离



资料来源: Wind, 长江证券研究所

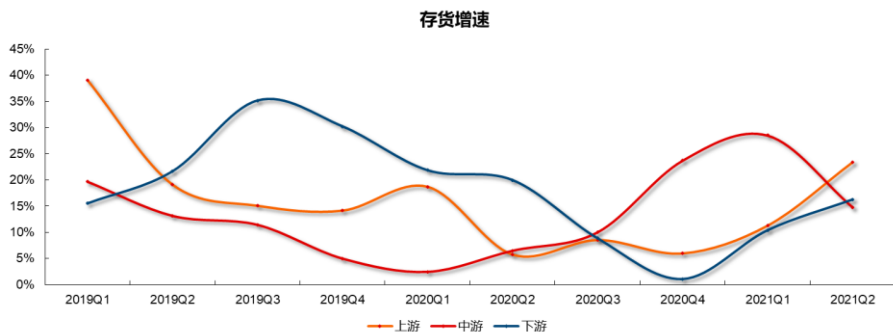
图 13: 航空发动机产业链的业绩增速拟合度较高



资料来源: Wind, 长江证券研究所

航发产业链的存货传导主要从上游传导到中游最后到下游, 景气度传导的时滞或为 1 年左右。2020 年开始上游的存货增速显著提升, 其次中游的增速在 2021 年开始迅速提升, 而今年上半年下游的增速也开始提升, 反映存货这一科目是上游开始传导至下游。

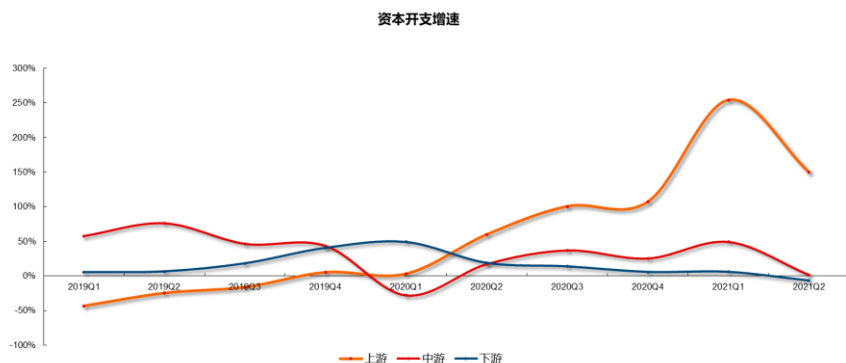
图 14: 航空发动机产业链的存货传导从上游至下游, 节奏约为 1 年



资料来源: Wind, 长江证券研究所

航发产业链的资本开支为景气度的先导性指标, 一般上游的扩产前瞻性更强。对比历年的航空发动机产业链资本开支增速, 2020 年开始航发产业链的上游开始加速扩产, 直到 2021 年上半年增速下降较为明显, 而中下产业链的增速较为平稳, 或表明前期为了新机型交付进行的上游原材料资本开支已接近尾声, 后续静待新机型交付。

图 15: 航空发动机产业链的资本开支或预示着新机型交付在即



资料来源: Wind, 长江证券研究所



## 组合配置思路占优，精选结构性增量机会

**A 股军工板块，是一个多元投资属性的集合。**目前 A 股核心国防资产证券化率仍较低，涉军上市公司的样本仅是我国国防科技工业体系中的一个小子集，这是解释行业景气趋势与个股财务报表、与股票收益缺乏完整或者紧密映射的关键所在。个股的推荐逻辑和投资风格往往与其所在的不同应用领域和不同产业链环节有强相关性，因此牵引出多元的投资方法论：周期、周期成长、成长、价值；订单驱动、赛道型、商业模式驱动等。

图 16：长江军工组基本面的池

		航空			航天			地面			舰船			信息化		
下游	下游主机厂	中航沈飞	中航西飞	中航彩虹	中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
		中航西飞	中航彩虹	中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航彩虹	中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
		中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
中游	分系统	中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航光电	中航机电	中航重机	中航高科	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
上游	结构件	中航高科	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
		中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
	元器件(单列)	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
		中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
	原材料	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机
		中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电
		中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机	中航光电	中航重机

资料来源：长江证券研究所

**组合配置思路占优：依托不同风险偏好优选四类推荐。**在具体标的方面，我们采用组合型配置思路。目前军工行业告别了主题投资时代，是基于产业研究的盈利驱动投资的新时代，而不同类型投资者风险偏好和投资组合是不一样的，所以我们给出四类投资标的组合，方便投资者基于风险偏好进行组合配置：

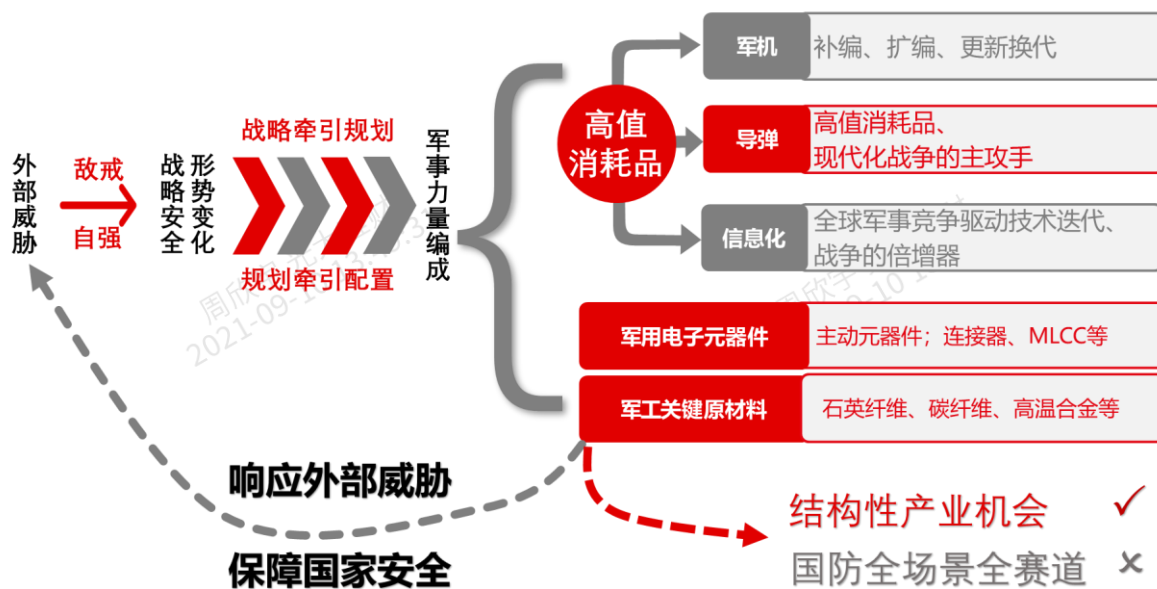
- 第一类推荐标的主要为优质景气赛道上业绩兑现度和确定性较高的优质白马标的，主要推荐【中航光电】、【中航高科】以及军用石英纤维龙头公司【菲利华】；
- 第二类推荐标的适用于对军工有研究或产业深耕的投资者，目前推荐【三角防务】，建议关注【爱乐达】、【图南股份】、【航天电器】，等待公司治理结构调整后带来的戴维斯双升的机会；
- 第三类推荐标的适合基于行业比较，以合理的估值买成长的投资者，我们基于能力圈，重点推荐【振华科技】、【睿创微纳】、建议关注【抚顺特钢】、【中航重机】、【鸿远电子】和【中航机电】；

- 第四类推荐标的我们主要推荐主机厂，未来随着产量的提升、产业架构变革，主机厂地位必然越来越凸显，因此，我们重点推荐【中航沈飞】、【航发动力】、建议关注【中直股份】和【洪都航空】。

我们强调，军工投资盈利驱动决定，聚焦“买机弹、配两端”的投资主线，深度的产业研究将会为专业投资人掘金军工创造超额收益。精选“结构性增量”个股机会，“非线性业绩扩张”为认知差：

- 首先，王者归来；在产业趋势确定的大背景下，拥有国防科技产业的稀缺资产的主机厂或具备较高的投资价值，但国企改革推进和股权激励落地是必要条件：  
重点推荐【中航沈飞】和【航发动力】，建议关注【中直股份】和【洪都航空】；
- 其次，强者恒强，建议继续配置当前市场关注度较高、增量资金易理解的优质个股：  
重点推荐【振华科技】和【睿创微纳】，建议关注【抚顺特钢】、【中航重机】、【鸿远电子】和【中航机电】；
- 最后，多元加仓，从风险收益比的角度，推荐配置当前估值和未来增速仍存在低估的优质个股：  
重点推荐【中航光电】、【中航高科】、【菲利华】和【三角防务】，建议关注【爱乐达】、【图南股份】和【航天电器】；

图 17：盈利驱动决定论：“买机弹、配两端”



资料来源：长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  
中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平  
看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%  
增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间  
中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  
减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。