

2020 年 09 月 06 日

国防军工

军工行业 20 年中报综述：行业景气，盈利能力改善

■军工行业中报业绩增长好，行业景气度持续，资金加速配置。

我们选取军工行业 79 家军工企业全口径采用整体法统计，2020H1 实现营业收入（1197.58 亿，+5%）；实现归母净利润（98.20 亿，+21%），军工行业在 A 股 29 个行业中，收入增速排在第 8 位、归母净利润增速排在第 3 位，军工行业中报业绩增长好，行业景气度持续。军工行业整体毛利率及净利率均有提升，分别提升 0.8 和 1.08pct，期间费用率改善 0.7pct，继续加大研发投入（+0.2pct），军工行业整体盈利能力改善明显。

2020 年初至 2020 年 8 月底，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 4 位，排名处于行业前列。再次验证了我们前述观点：军工行业受短期经济波动影响较小，全年保军任务基本不变。疫情并不会对行业基本面带来根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力。截至 20H1，主动基金持仓市值较 Q1 提升 34.7%，其中军工持仓占比提升 0.007pct，有望呈现拐点向上。其中，军工持仓前十大股分别为光威复材、中航光电、海格通信、中航飞机、航发动力、中航机电、航天发展、高德红外、中国卫星、航天电器。

■利润表：民企参与度提高，航空装备及航天特种装备高景气，新材料和信息化盈利能力更上一层楼。

按照企业性质分类统计，2020 上半年，国企军工上市公司（36 家）实现营收（1004.65 亿，+2.78%）、归母净利润（61.63 亿，+17.82%）；民参军军工上市公司（43 家）实现营收（192.94 亿，16.93%）、归母净利润（36.57 亿，+26.09%）。整个军工行业中，国企营收占比 84.7%，归母净利润占比 63.47%，两者占比相比去年同期均有下降，主要系当前继续推进军民融合，民营企业军工参与度越来越高，民参军上市公司多是参与军工信息化领域或提高军工电子类产品，盈利水平上普遍高于国企，故归母净利润占比（36.53%）高于其营收占比（15.30%）。

按照子行业分类看，2020 上半年，航空装备收入基数大、利润增长快，收入占比已经达到 60%，归母净利润占比超行业整体的 43%（42.23 亿，+22.22%），受益军机换装礼装及均衡生产带动利润增长高于行业平均；信息化装备利润率水平较高，营收占比 21%，归母净利润占比 34%，营收、归母净利润增速均维持双位数，盈利能力更上一层楼。航天板块公司 20H1 实现营收（-4.05%），归母净利润（+0.25%），主要系一季度受疫情影响较大；新材料板块体量小，但收入、利润增长较快，新材料板块公司 20H1 实现营收（84.48 亿，+11.07%），归母净利润（13.65 亿，+25.69%），利润增速位于子版块首位。

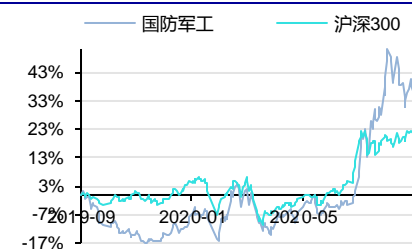
航空产业链尤其成飞产业链持续高景气。航空装备产业链来看，2020 上半年，下游主机厂实现业绩（收入+3%，利润+63%，剔除沈飞后利润增速 29%），业绩增速高于航空板块，一方面系航空装备高景气，另一方面均衡交付也带来中报增长较快；中游制造实现（收入+3%，利润+22%），业绩增速与航空板块持平；上游新材料（收入 7%，利润+26%），且 2019 年业绩已经呈现明显

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.92	-4.43	-23.53
绝对收益	-0.76	14.79	-2.72

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

王晗

报告联系人

wanghan1@essence.com.cn

相关报告

【安信军工】航空发动机：飞机心脏，国之重器 2020-08-10
维持军工 Q3 配置观点不变 2020-08-02
军工行情或进入第二阶段，向有基本面、估值尚未泡沫化标的扩散 2020-07-18
军工行情或进入第二阶段，向有基本面、估值尚未泡沫化标的扩散 2020-07-16
Q3 具备配置价值，行情或具持续性 2020-07-14

的提升, 2019H1 净利润增幅达 61%, 较早受益产业高景气, 随着产业链的不断向下传导, 预计中游制造及主机厂仍有增长动力。市场较为关注成飞产业链, 我们选取了成飞产业链上部分公司(航空零部件子公司), 2020H1 合计实现营收 7.9 亿元, 同比增长 36%, 实现净利润 1.82 亿元, 同比增长 95%, 呈现出高度景气, 反映重点机型交付量有所提升。

航天特种装备不受疫情影响, 产业放量带动营收高速增长。在疫情的背景下, 航天特种装备领域 Q1 收入增长 5%, Q2 收入增速 61%, 半年收入增速达 39%, 收入增速显著受益行业放量带动; 利润端来看, Q1 净利润与去年同期持平, Q2 利润与 H1 利润增速好于航天板块, 但净利润增速低于收入增速, 主要系毛利率的下降, 其中鸿远电子毛利率下滑 9pct, 主要因毛利率相对较低的代理业务收入增长迅速所致, 新光光电毛利率下降 25pct, 主要系收入减少导致单位产品分担的固定成本增加, 其余公司航天电器、菲利华、红相股份、天箭科技、亚光科技、洪都航空、盟升电子等毛利率均持平或有所上升。

信息化板块伴随军改逐步落地, 业绩存在一定业绩弹性。信息化板块 26 家标 2020 上半年实现收入增长 13.70%, 实现归母净利润增长 23.72%, 增速同比减缓主要因上半年疫情影响, 其中中国长城营收同比下降 9.27%, 归母净利润同比下降 259.89%, 主要由于其高新电子业务受疫情影响较大。

信息化板块业绩表现出众公司较多, 下半年或仍能持续。其中, 1) 航天发展电子蓝军业务受益导弹等武器型号上量及实战化训练等因素保持高增长, 20H1 净利润同比+40.15%, 超市市场预期; 2) 海格通信母公司 20H1 净利润同比+129.55%, 以及七一二 20H1 净利润同比+52.66%, 增幅明显, 或主要因军改进入尾声, 前期挤压订单正逐步释放。**考虑到军队信息化建设或是“十四五”重中之重, 预计信息化方向公司高增长或仍将持续。**

新材料板块收入利润稳步提升, 反映行业景气度持续上行。20H1 收入同比增长 11.07%, 净利润同比+25.69%, 因公司规模效应明显及产品结构优化, 行业盈利能力持续提升。受益下游航空航天重点型号上量, 20H1 中航高科新材料业务净利润同比增长 77.98%、中简科技净利润同比增长 77.53%, Q2 环比增长 140.48%, 西部超导净利润同比增长 54.65%, 均增长显著。

■ **资产负债表: 重点关注预收账款(体现在手订单情况)、存货(尤其重点看存货附注的原材料科目的变化, 反映中长期的增长)、应付账款(反映为满足订单生产的采购备货情况)等科目变化**

从 2020 半年报数据中可看出: 1) 军工行业预收账款及合同负债同比增加 0.59%, 其中信息化及航天板块分别增长 43.24%及 13.44%; 航空及新材料板块 20H1 预收账款及合同负债同比分别下滑 5.27%及 56.54%; 2) 军工行业存货同比增长 10.68%, 其中信息化及航天板块存货增长较快, 分别增长 32.80%、19.64%, 航空板块同比增长 7.48%, 新材料板块同比下滑 14.82%; 3) 20H1 军工行业应付账款及应付票据同比增长 9.58%, 各板块均实现正增长, 其中信息化及新材料板块实现两位数增长, 同比分别增长 21.58%, 10.71%。

■ **现金流量表: 军工回款集中于下半年, 上半年经营性现金流一般为负。**

2020H1 军工行业现金流同比出现下滑, 主要受航空板块下滑较多所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于下半年, 所以经营现金流上半年一般为负。从各板块看, 20H1 航空板块及新材料板块同比出现较大下

滑，其余板块变化不算太大，且回顾 2015-2019 年，除 2016 年受军改影响现金流情况经历低谷，行业整体现金流情况不断向好。我们认为，随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。

■行业观点：调整或带来配置机会，继续看多军工板块

调整带来配置机会，继续看多军工板块，仍重点关注航空、航天、信息化和新材料等方向。中证军工指数近一月有所调整，一度下跌 12.31%，位居所有板块第一名，军工板块跑输指数，或主要由于前期涨幅较大，6 月底以来中证军工指数一度上涨近 50%，且军工板块由于资金结构而杠杆率较高，融资余额占流通市值比例是 A 股平均水平 1.8 倍，因此波动较大。但调整带来配置机会，继续看多军工板块。其中，航空航天因主战装备等进入列装放量节奏，景气度明显提升，以亚光科技、红相股份和航天电器等公司为代表，其先导指标订单和资本开支已开始呈现，且考虑战机需求旺盛，军工行业公司普遍出现产能和交付吃紧，相关上游材料、中游制造等环节公司积极扩产应付。信息化因国产化进程、现代化建设、更新速度快等以因素，自 2018 年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向。新材料因叠加下游高景气及占比提升、规模效应、格局较好等因素成长性突出，关注碳纤维及复合材料等产业链。

第一阶段因航空航天等特种装备需求放量带动产业链标的表现突出，目前已进入第二阶段的提业绩预期、提估值阶段，基本面好的标的都有机会。重点关注：【航天发展】、【睿创微纳】、【紫光国微】、【振华科技】、【光威复材/中航高科】、【中航沈飞】、【中航机电】、【航发动力】、【航天电器/中航光电】、【北摩高科】、【红相股份】等。

■风险因素：

武器装备建设节奏低于预期。

内容目录

1. 盈利能力改善，ROE 持续上行，行业高景气度持续	7
1.1. 行情回顾：区间涨跌幅排名前列，资金加速配置	7
1.2. 上半年军工行业整体增长较好	8
1.3. 民参军营收及净利增长均好于国企	11
1.4. 航空装备及航天特种装备持续高景气，信息化、新材料盈利能力更上一层楼	13
1.4.1. 航空装备：均衡生产时间过半任务过半，费用降低盈利水平持续提升	14
1.4.2. 航天：一季度受疫情影响较大，Q2 业绩回升明显，整体业绩低于行业平均	20
1.4.3. 信息化：军工逐步落地，盈利能力持续向好	22
1.4.4. 新材料：收入利润继续保持增长，行业景气度向好	23
2. 资产负债表：行业基本面持续改善，未来业绩预期向好	24
2.1. 预收账款：信息化及航天板块增长较快，反映订单持续向好	24
2.2. 存货：整体增长稳健，信息化及航天板块增长较快	27
2.3. 应付账款：反映为满足客户订单采购情况，信息化与材料板块增长较快	29
3. 军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流一般为负	30
4. 行业观点：调整或带来配置机会，继续看多军工板块，仍重点关注航空、航天、信息化及新材料方向	33
5. 重点公司中报点评汇总	34
5.1. 中航光电：Q2 净利润同比增长 47%，军工、通讯、新能源汽车领域内生增长确定性高	35
5.2. 航天电器：2020Q2 营收、利润创季度新高，核心受益航天领域高景气	37
5.3. 中直股份：半年报净利润同比增长 24%，直-20 需求持续景气	39
5.4. 中航沈飞：H1 扣非净利润增长 11.63%，期待十四五的跨越式发展	40
5.5. 亚光科技：亚光电子高增长，股权激励费用拖累净利润	41
5.6. 红相股份：2020H1 净利润同比增长 12.28%，整体符合预期	43
5.7. 中航机电：机电系统龙头增长稳健，核心受益航空装备尤其新型战机高景气	45
5.8. 航发动力：2020H1 净利润同比增长 27%，我国发动机制造龙头企业	47
5.9. 爱乐达：2020H1 净利润同比增长 32%，专注航空制造领域，持续受益主机厂高景气	49
5.10. 菲利华：Q2 业绩同比增长 20%，航空航天领域稳定增长	51
5.11. 北摩高科：2020H1 净利润同比增长 80.4%，受益航空装备换装列装加速	53
5.12. 光威复材：20H1 归母净利润同比+13.42%，军品碳纤维稳健增长	55
5.13. 航天发展：20H1 归母净利润同比增长 40.15%，超市场预期	57
5.14. 中航高科：20H1 新材料业务归母净利润 3.39 亿元，同比增长 77.98%，符合预期	58
5.15. 振华科技：新型电子元器件业务持续向好，上半年同比增长 44.77%	59
5.16. 鸿远电子：20H1 净利润同比+15.90%，Q2 环比改善显著	60
5.17. 七一二：上半年归母净利润同比增长 52.67%，无线通信业务继续稳健增长	61
5.18. 睿创微纳：2020 年上半年净利润同比增长 367.70%，超市场预期	63

图表目录

图 1：中证军工指数区间涨跌幅行业排名第 4（2020/01/01-2020/08/31）	7
图 2：军工持仓总市值情况	7
图 3：各行业 2020H1 营收同比增速及排名	9
图 4：各行业 2020H1 归母净利润同比增速及排名	9

图 5: 2016-2020H1 收入及增速 (百万元)	10
图 6: 2016-2020H1 利润及增速 (百万元)	10
图 7: 军工行业近五年中报毛利率及净利率改善	10
图 8: 军工行业近五年中报期间费用率	10
图 9: 军工行业整体 ROE 水平连续三年持续上升	11
图 10: 军工国企近五年中报营收及增速 (亿元, %)	11
图 11: 军工国企近五年中报归母净利及增速 (亿元, %)	11
图 12: 军工民参军近五年中报营收及增速 (亿元, %)	12
图 13: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (亿元, %)	12
图 14: 军工国企毛利率及净利率 (%)	12
图 15: 民参军毛利率及净利率 (%)	12
图 16: 军工国企期间费用率	13
图 17: 民参军期间费用率	13
图 18: 航空板块 2016-2020H1 营收 (百万元)	14
图 19: 航空板块 2016-2020H1 归母净利润 (百万元)	14
图 20: 航空板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)	15
图 21: 航空板块历年期间费用率 (%)	15
图 22: 航空产业链下游主机厂营收及增速 (百万元)	17
图 23: 航空产业链下游主机厂及增速 (百万元)	17
图 24: 航空产业链下游主机厂毛利率与净利率	17
图 25: 航空产业链下游主机厂期间费用率	17
图 26: 航空产业链中游营收及增速 (百万元)	18
图 27: 航空产业链中游利润及增速 (百万元)	18
图 28: 航空产业链中游毛利率与净利率	18
图 29: 航空产业链中游期间费用率	18
图 30: 航空产业链上游营收及增速 (百万元)	19
图 31: 航空产业链上游利润及增速 (百万元)	19
图 32: 航空产业链上游毛利率与净利率	19
图 33: 航空产业链上游期间费用率	19
图 34: 航天板块代表性公司整体营收及增速变化	20
图 35: 航天板块代表性公司整体归母净利润及增速变化	20
图 36: 航天板块整体毛利率与净利率	21
图 37: 航天板块期间费用率 (%)	21
图 38: 特种装备收入及增速 (万元)	22
图 39: 特种装备净利润及增速 (万元)	22
图 40: 特种装备毛利率与净利率	22
图 41: 特种装备期间费用率	22
图 42: 信息化历年营收情况 (百万元)	23
图 43: 信息化板块历年归母净利润情况 (百万元)	23
图 44: 信息化板块历年利率及费用率情况	23
图 45: 新材料板块历年收入情况 (百万元)	24
图 46: 新材料板块历年归母净利润情况 (百万元)	24
图 47: 新材料板块历年利率及费用率情况	24
图 48: 信息化板块历年预收账款情况 (百万元)	26
图 49: 军工国企历年半年报经营性现金流 (百万元)	31

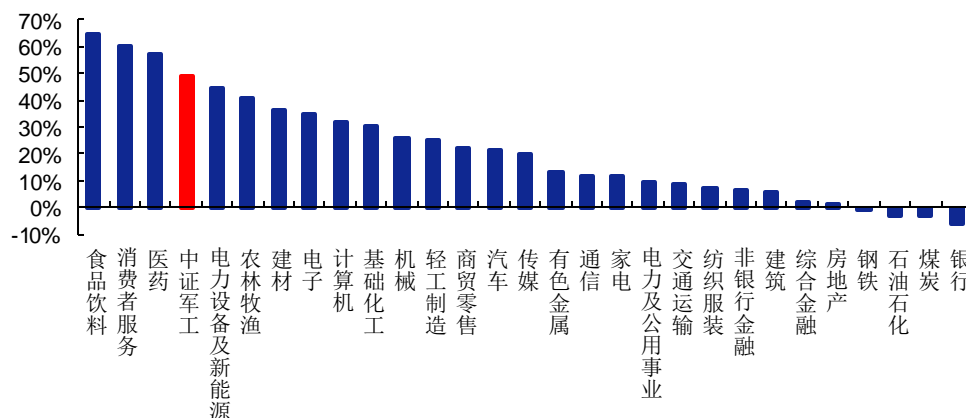
图 50: 军工民企历年半年报经营性现金流 (百万元)	31
图 51: 航空经营性现金流 (百万元)	31
图 52: 航空经营性现金流 (百万元)	32
图 53: 信息化板块历年经营性现金流 (百万元)	32
图 54: 新材料板块历年半年报现金流 (百万元)	33
表 1: 20H1 基金持仓前 20 大股东	7
表 2: 行业总体营业收入和归母净利	10
表 3: 军工按企业性质分类营收净利占比及同比变化 (百万元, %)	11
表 4: 军工各子行业占比及同比变化 (亿元)	13
表 5: 2016-2020 航空板块营收、利润及增速 (单位: 百万元)	14
表 6: 航空工业集团 2020 年上半年抗疫复工复产情况	15
表 7: 航空产业链 2016-2020H1 营收和利润对比	16
表 8: 航空产业链下游营收及利润	16
表 9: 航空产业链中游收入与利润 (百万元)	17
表 10: 航空产业链上游收入与利润 (百万元)	19
表 11: 成飞产业链部分公司收入利润	20
表 12: 航天板块收入与利润 (百万元)	20
表 13: 特种装备公司收入和利润及增速	21
表 14: 2020 年半年报预收账款情况 (单位: 百万元)	25
表 15: 航空板块预收账款与合同负债 (百万元)	25
表 16: 航天板块预收账款与合同负债 (百万元)	26
表 17: 2020 年半年报存货情况 (百万元)	27
表 18: 2020 年半年报原材料和在产品占比情况	27
表 19: 航空板块存货构成情况 (百万元)	28
表 20: 航天板块存货构成情况 (百万元)	28
表 21: 2020 年半年报应付账款及应付票据情况 (百万元)	29
表 22: 航空板块应付账款及应付票据 (百万元)	29
表 23: 航天板块应付账款及应付票据 (百万元)	29
表 24: 军工行业经营性现金流 (百万元)	30

1. 盈利能力改善，ROE 持续上行，行业高景气度持续

1.1. 行情回顾：区间涨跌幅排名前列，资金加速配置

2020 年初至 2020 年 8 月底，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 4 位，排名处于行业前列。再次验证了我们前述观点：军工行业受短期经济波动影响较小，全年保军任务基本不变。疫情并不会对行业基本面带来根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力。

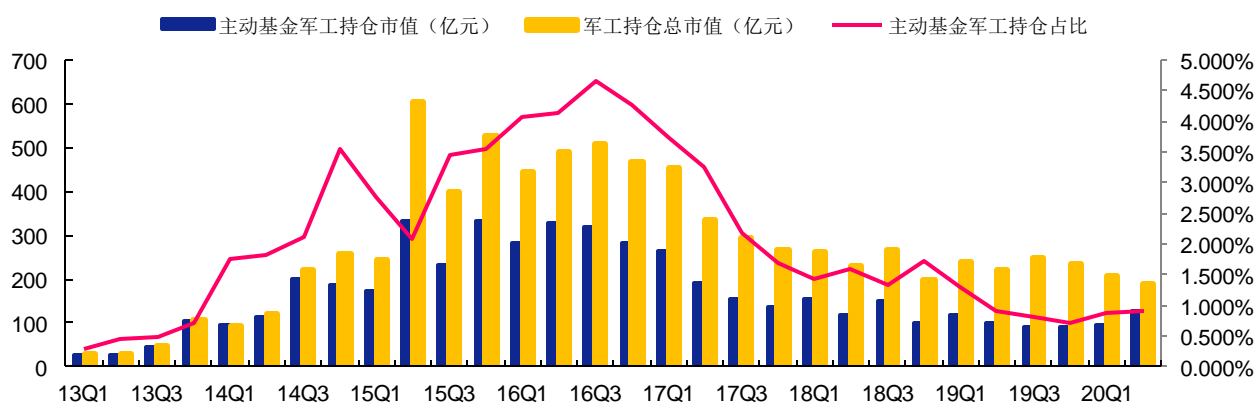
图 1：中证军工指数区间涨跌幅行业排名第 4（2020/01/01-2020/08/31）



资料来源：wind

截至 20H1，主动基金持仓市值较 Q1 提升 34.7%，其中军工持仓占比提升 0.007pct，有望呈现拐点向上。其中，军工持仓前十大股分别为光威复材、中航光电、海格通信、中航飞机、航发动力、中航机电、航天发展、高德红外、中国卫星、航天电器。

图 2：军工持仓总市值情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 1：20H1 基金持仓前 20 大股

股票名称	股票代码	基金持股数量 (万股)	基金持股占流通股比 (%)	基金持股总市值 (亿元)
光威复材	300699.SZ	4,659.70	14.44%	29.23
中航光电	002179.SZ	5,528.22	5.19%	22.67
海格通信	002465.SZ	12,200.09	5.58%	15.79

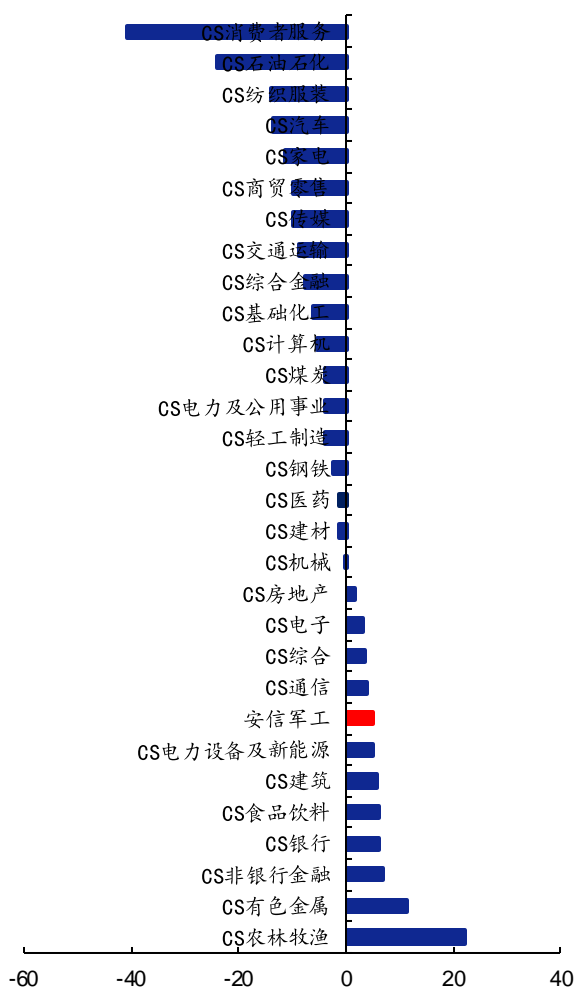
中航飞机	000768.SZ	8,265.15	2.99%	14.66
航发动力	600893.SH	5,807.66	2.98%	13.64
中航机电	002013.SZ	16,520.99	4.58%	13.05
航天发展	000547.SZ	9,304.21	7.72%	12.72
高德红外	002414.SZ	4,154.47	3.33%	12.16
中国卫星	600118.SH	3,339.59	2.82%	10.30
航天电器	002025.SZ	2,638.55	6.15%	9.65
中国重工	601989.SH	23,050.43	1.26%	9.22
七一二	603712.SH	2,199.88	6.00%	8.44
内蒙一机	600967.SH	7,932.90	4.70%	8.24
菲利华	300395.SZ	2,137.70	7.91%	7.03
中国长城	000066.SZ	5,305.81	2.13%	7.00
宏大爆破	002683.SZ	1,971.96	3.25%	6.88
应流股份	603308.SH	3,355.06	7.73%	6.84
火炬电子	603678.SH	2,049.72	4.53%	5.74
中航沈飞	600760.SH	1,693.06	4.25%	5.56
北摩高科	002985.SZ	435.06	11.59%	5.42

资料来源: wind、安信证券研究中心

1.2. 上半年军工行业整体增长较好

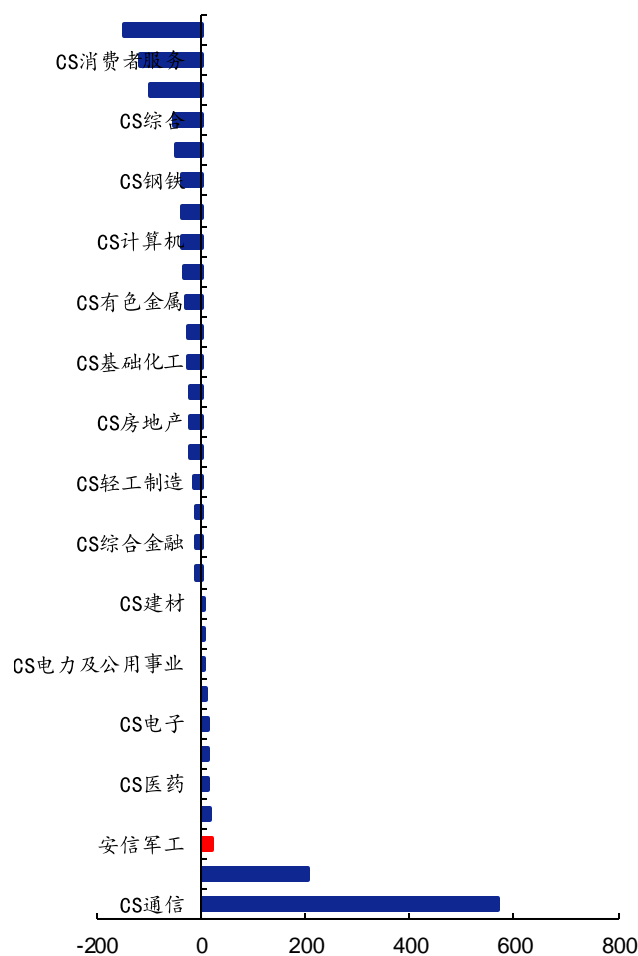
2020 年上半年军工行业整体业绩增长较好。我们本次利润表分析的样本为: 剔除军品业务占比较低、大幅计提商誉、减值影响较大、ST 公司、以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司, 选取有足够代表性的 79 家公司来分析。**2020 年 H1, 军工行业在 A 股 29 个行业中, 收入增速排在第 8 位、归母净利增速排在第 3 位, 处于靠前位置, 军工行业整体盈利能力改善明显。**

图 3：各行业 2020H1 营收同比增速及排名



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：各行业 2020H1 归母净利同比增速及排名



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2020H1 实现营业收入 (1197.58 亿, +5%); 实现归母净利 (98.20 亿, +21%), 其中爱乐达 (收入+47%, 利润+32%)、安达维尔 (收入+24%, 利润+1722%)、洪都航空 (收入+145%, 利润扭亏为盈)、北摩高科 (收入+50%, 利润+80%)、星网宇达 (收入+58%, 利润+1690%)、航天宏图 (收入+71%, 利润扭亏为盈)、盟升电子 (收入+46%, 利润+66%)、新劲刚 (收入+79%, 利润扭亏为盈)、大立科技 (收入+170%, 利润+400%)、高德红外 (收入+77%, 利润+247%)、睿创微纳 (收入+173%, 利润+377%) H1 收入和利润都实现较好增长。

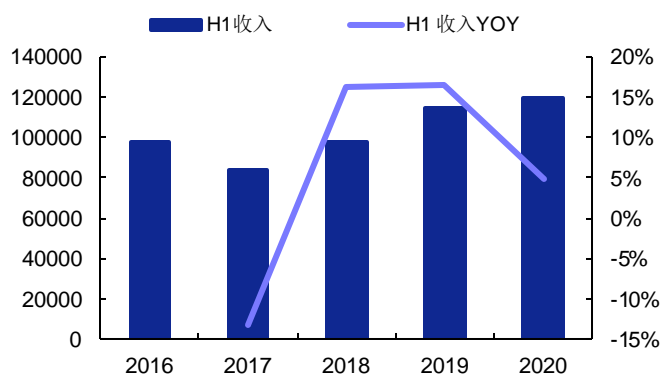
单季度看, Q1 收入下降 5%, 或主要受疫情影响, 生产和交付有所延误, 但由于费用等改善, Q1 净利润反而增长 6%; Q2 收入增长 12%, 净利润增长 28%, 恢复趋势明显。军工行业上半年业绩实现较好增长, 主要因为: 一方面军工行业整体受十三五后期武器装备换装列装进度加速带来的订单及收入确认加快, 军工行业保持较高景气度; 另一方面航空工业推进均衡生产, Q2 复工复产基本恢复, 盈利能力增长显著。

表 2：行业总体营业收入和归母净利（百万元）

百万元	2016	2017	2018	2019	2020
Q1 收入	42166	33830	38578	49362	46999
Q1 收入 YOY		-20%	14%	28%	-5%
Q2 收入	55163	50499	59433	64890	72760
Q2 收入 YOY		-8%	18%	9%	12%
H1 收入	97329	84329	98012	114251	119758
H1 收入 YOY		-13%	16%	17%	5%
	2016	2017	2018	2019	2020
Q1 利润	782	1262	1794	2770	2949
Q1 利润 YOY		61%	42%	54%	6%
Q2 利润	2624	3836	4586	5361	6871
Q2 利润 YOY		46%	20%	17%	28%
H1 利润	3406	5098	6379	8131	9820
H1 利润 YOY		50%	25%	27%	21%

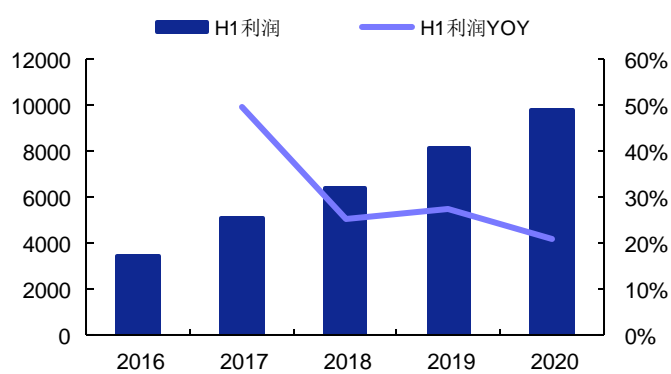
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：2016-2020H1 收入及增速（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

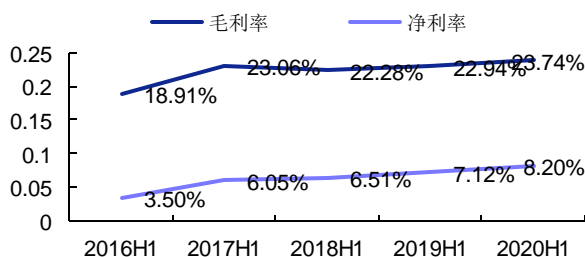
图 6：2016-2020H1 利润及增速（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

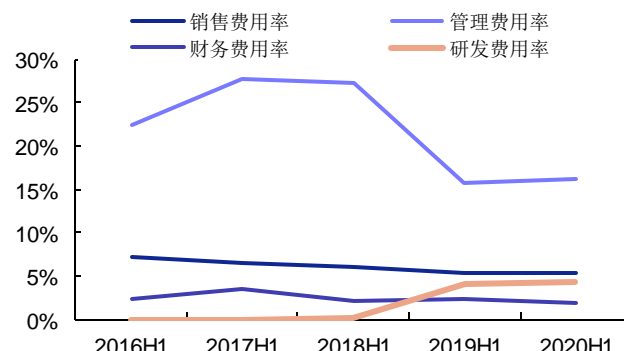
军工行业整体毛利率及净利率均有提升，期间费用率改善，继续加大研发投入。2020H1 军工行业整体毛利率 23.74%，同比改善 0.8 个百分点，或主要是产品结构上军品业务占比提高；2020H1 期间费用率 13.5%，同比下降 0.7 个百分点，其中研发费用率仍保持增长，同比提升 0.2 个百分点，主要系军工企业优化体制结构降本增效、以及上半年疫情影响下差旅费等费用缩水所致。毛利率和期间费用率改善的双重驱动下，2020H1 净利率 8.2%，同比提高 1.08 个百分点。

图 7：军工行业近五年中报毛利率及净利率改善



资料来源：wind、安信证券研究中心

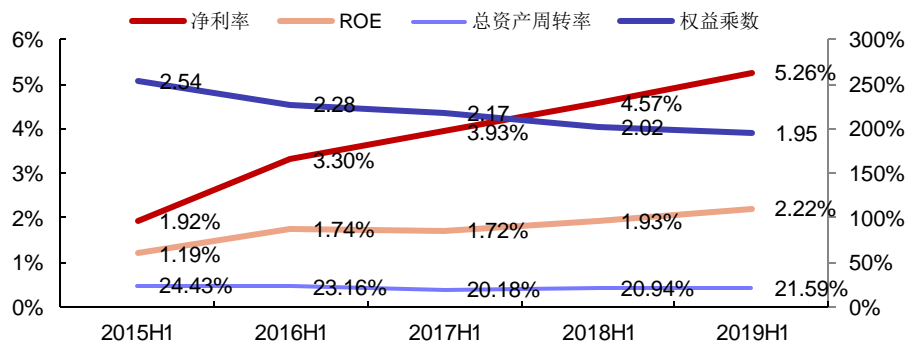
图 8：军工行业近五年中报期间费用率



资料来源：wind、安信证券研究中心

军工行业 ROE 水平已连续三年持续上升。一方面是军工企业净利率水平较好改善，盈利能力改善明显；总资产周转率保持平稳略有提升，认为主要跟航空工业近两年推进均衡生产，带来的资产周转改善有关；权益乘数持续下降，代表军工企业的资产负债率不断下降，我们认为跟近几年军工央企压缩层级，主动降低资产负债率有关。整体上，我们认为随着军工企业不断聚焦主业，提质增效，追求高质量发展，总资产周转率仍有较大提升空间，同时盈利能力有望继续改善，军工行业的整体 ROE 水平有望持续提高。

图 9：军工行业整体 ROE 水平连续三年持续上升



资料来源：wind、安信证券研究中心

1.3. 民参军营收及净利增长均好于国企

按照企业性质分类统计：2020 上半年，国企军工上市公司（36 家）实现营收（1004.65 亿，+2.78%）、归母净利（61.63 亿，+17.82%）；民参军军工上市公司（43 家）实现营收（192.94 亿，16.93%）、归母净利（36.57 亿，+26.09%）。整个军工行业中，国企营收占比 84.7%，归母净利占比 63.47%，两者占比相比去年同期均有下降，主要系当前继续推进军民融合，民营企业军工参与度越来越高，民参军上市公司多是参与军工信息化领域或提高军工电子类产品，盈利水平上普遍高于国企，故归母净利占比（36.53%）高于其营收占比（15.30%）。整体上看，2020H1 民参军上市公司的营收及净利增长态势均好于国企，我们认为国企承担大部分核心军工武器装备任务，更多受益十三五后期的行业高景气；民参军中虽然目前核心军工业务占比仍较小，但在行业高景气度影响下，民参军企业也正响应国家政策、积极开展军工业务，民参军总体盈利能力大幅增强。

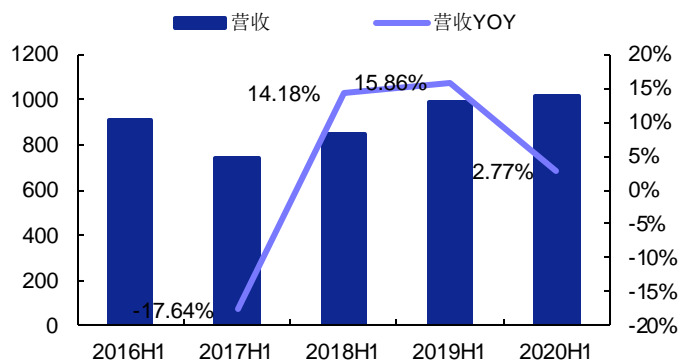
表 3：军工按企业性质分类营收净利占比及同比变化（百万元，%）

企业性质	数量	2019H1 营收	2020H1 营收	占比	2019H1 归母净利	2020H1 归母净利	占比	营收增速	归母净利增速
国企	36	97751.15	100464.80	84.70%	5230.73	6162.66	63.47%	2.78%	17.82%
民参军	43	16500.17	19293.65	15.30%	2900.37	3657.09	36.53%	16.93%	26.09%
总计	79	114251.32	119758.45	100.00%	8131.10	9819.75	100.00%	4.87%	16.73%

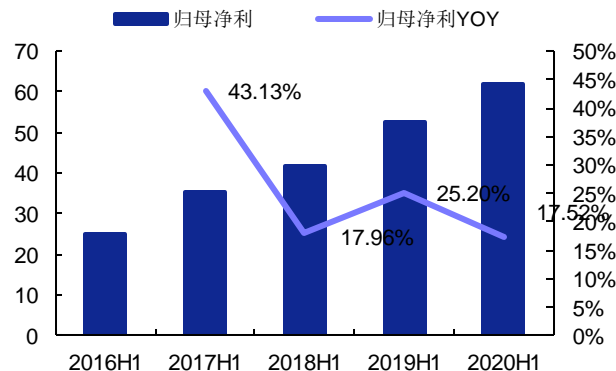
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10：军工国企近五年中报营收及增速（亿元，%）

图 11：军工国企近五年中报归母净利及增速（亿元，%）



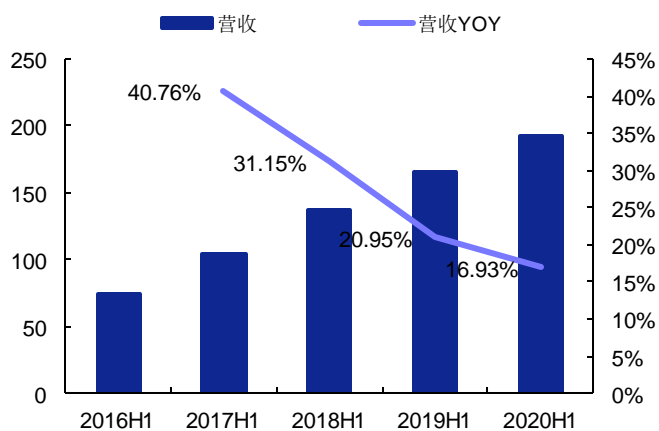
资料来源: Wind、安信证券研究中心



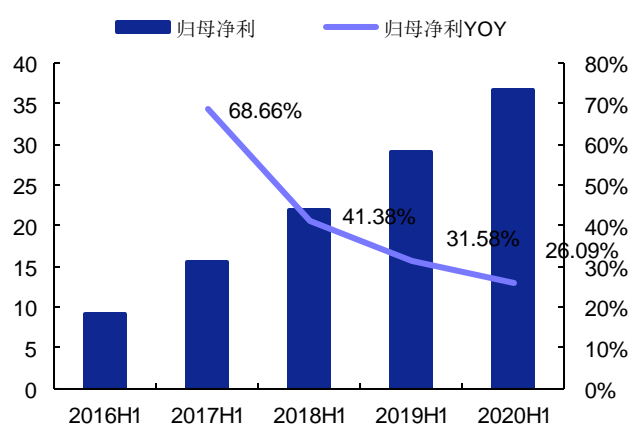
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 12: 军工民参军近五年中报营收及增速 (亿元, %)

图 13: 军工民参军近五年中报归母净利及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

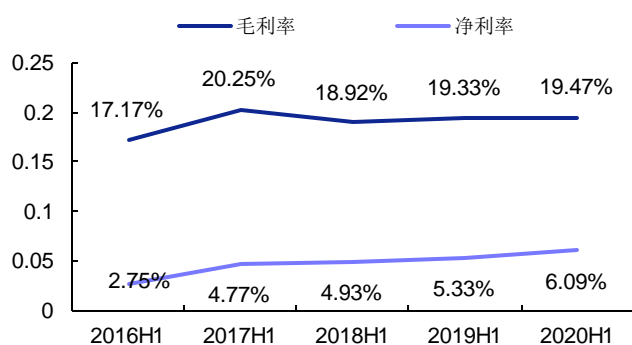


资料来源: Wind、安信证券研究中心

国企提质增效效果显著, 民企盈利能力持续提升。2020H1 国企毛利率 19.47%, 同比改善 0.14 个百分点, 期间费用率 11.94%, 同比改善 0.68 个百分点, 双重驱动下 2020H1 净利率 6.09%, 同比提高 0.76 个百分点, 反映国企提质增效效果显著, 经营效率不断提升, 整体盈利能力不断改善。民参军企业毛利率大幅提升 2.73 个百分点, 期间费用率改善 2.11 个百分点, 净利率提升 1.38 个百分点, 我们认为或是 2020 年行业景气下, 民参军整体军工业务占比提高, 导致公司综合毛利率水平上升, 另外 2020H1 受疫情影响公司差旅费等期间费用缩水, 净利率提升, 企业盈利能力显著增强。

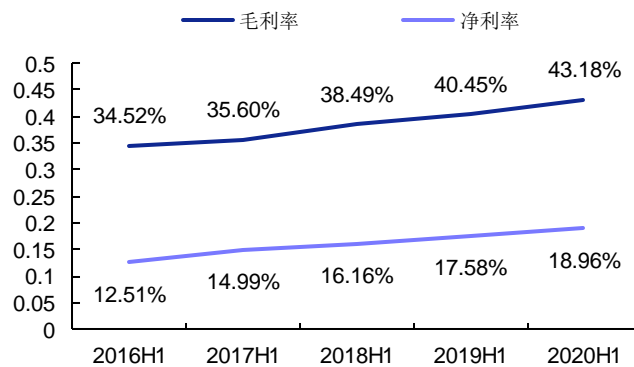
图 14: 军工国企毛利率及净利率 (%)

图 15: 民参军毛利率及净利率 (%)



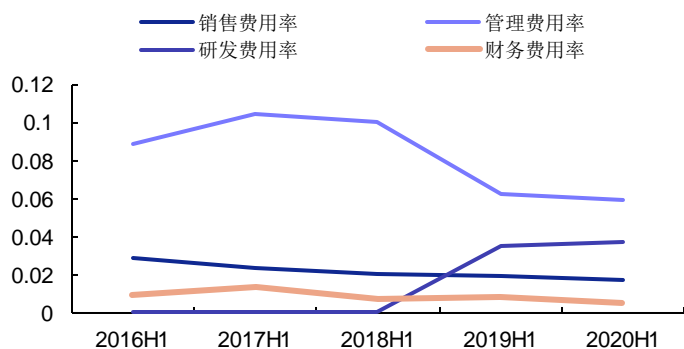
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 16: 军工国企期间费用率

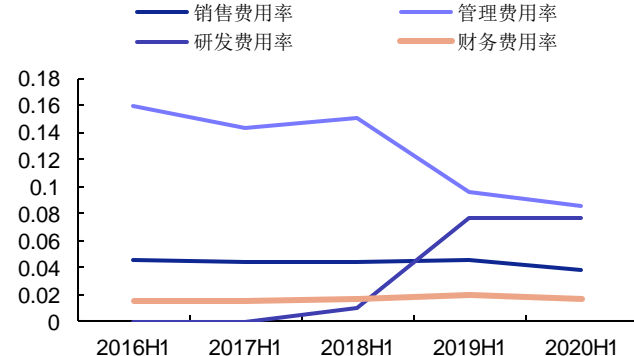


资料来源: wind、安信证券研究中心

图 17: 民参军期间费用率



资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 17: 民参军期间费用率

1.4. 航空装备及航天特种装备持续高景气，信息化、新材料盈利能力更上一层

按照子行业统计可以分为航空、航天、新材料和信息化四大板块：军工 4 个子行业中，航空装备收入基数大、利润增长快，收入占比已经达到 60%，归母净利占比超行业整体的 43%（42.23 亿，+22.22%），受益军机换装礼装及均衡生产带动利润增长高于行业平均；信息化装备利润率水平较高，营收占比 21%，归母净利占比 34%，营收、归母净利增速均维持双位数，盈利能力更上一层。航天板块公司 20H1 实现营收（-4.05%），归母净利（+0.25%），主要系一季度受疫情影响较大；新材料板块体量小，但收入、利润增长较快，新材料板块公司 20H1 实现营收（84.48 亿，+11.07%），归母净利（13.65 亿，+25.69%），利润增速位于子版块首位。

表 4: 军工各子行业占比及同比变化 (亿元)

	2019H1 营收	2020H1 营收	占比	2019H1 归母净利	2020H1 归母净利	占比	营收增速	归母净利增速
航空	691.84	714.31	60%	34.55	42.23	43%	3.25%	22.22%
航天	152.93	146.73	12%	8.92	8.94	9%	-4.05%	0.25%
新材料	76.06	84.48	7%	10.86	13.65	14%	11.07%	25.69%
信息化	221.69	252.06	21%	26.98	33.39	34%	13.70%	23.72%

资料来源: wind、安信证券研究中心 为了便于数据统计,该分类中航空、航天仅包括主机厂和部分中游制造企业,原材料和部分元器件分别归于新材料和信息化,下文航空产业链则包含所有航空产业链上中下游企业,因此与信息化和新材料有所交叉

1.4.1. 航空装备: 均衡生产时间过半任务过半, 费用降低盈利水平持续提升

(注: 本部分航空装备包括航空装备上中下游, 下游主机厂四家, 中游制造和分系统 24 家, 上游原材料 9 家, 合计 43 家, 多于前述分类中的 28 家, 与前述分类的新材料和信息化有所重复)

航空工业继续推进均衡生产, 半年生产受疫情影响, 众多企业实现时间过半、任务过半, 上半年业绩增稳健增长。航空板块 20H1 实现营收 (844.47 亿, +4%)、归母净利润 (66.4 亿, +25%, 剔除沈飞后净利润增长 19%), 业绩增速与行业基本持平, 业绩相较去年业绩增幅稍有降低主要系一季度生产交付受疫情影响, Q1 航空产业链 43 家企业中 26 家企业收入增速为负, 航空产业链 Q1 收入同比下滑 3.17%, 导致半年收入增速低于往期。

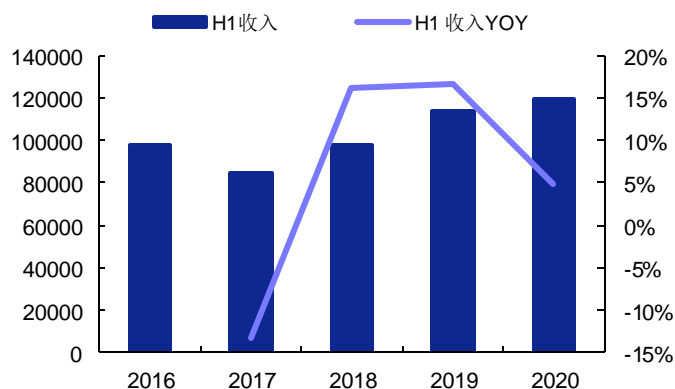
单季度来看, 2020Q1 实现营收 (341.5 亿, -3%)、归母净利润 (24.36 亿, +38%), 疫情背景下利润仍大幅提升, 主要系中航沈飞一季度计入当期损益的政府补助 4.09 亿元, 使得沈飞 Q1 净利润同比增长 97.07%, 若剔除沈飞, 则 2020Q1 净利润增长 17.14%, 利润增速仍高于行业增速。伴随着疫情影响的减弱, 航空板块公司二季度加紧生产, 众多企业都实现了时间过半、任务过半, 航空板块 Q2 实现营收 (502.97 亿, +10%), 归母净利润 (42.04 亿, +19%), 实现业绩的稳健增长。

表 5: 2016-2020 航空板块营收、利润及增速 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	百万元	2016	2017	2018	2019	2020/
Q1 营收	20210	22112	26475	35270	34150	Q1 净利润	436	640	1026	1767	2436
Q1 营收 YOY		9%	20%	33%	-3%	Q1 净利润 YOY		47%	60%	72%	38%/17%
Q2 收入	29487	35071	41845	45913	50297	Q2 净利润	1762	2409	2912	3531	4204
Q2 营收 YOY		19%	19%	10%	10%	Q2 净利润 YOY		37%	21%	21%	19%
H1 营收	49697	57183	68320	81183	84447	H1 净利润	2198	3048	3938	5298	6640
H1 营收 YOY		15%	19%	19%	4%	H1 净利润 YOY		39%	29%	35%	25%/19%

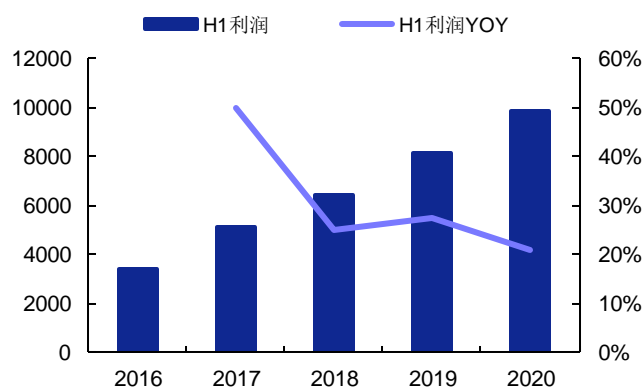
资料来源: wind、安信证券研究中心 注: /后的数据为剔除沈飞后的净利润增速

图 18: 航空板块 2016-2020H1 营收 (百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 航空板块 2016-2020H1 归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

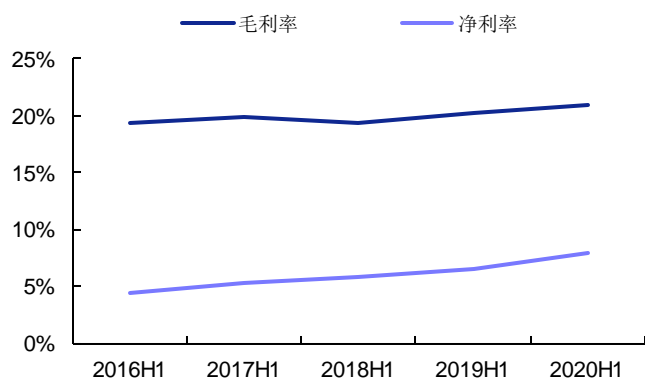
表 6：航空工业集团 2020 年上半年抗疫复工复产情况

	主要内容
沈飞	有序推进战略规划管理，组织开展了“十四五”规划编制工作；持续完善计划体系，抗疫复工“两手抓、两手硬、两不误”；大力开展技术创新，围绕核心技术和瓶颈问题开展基础研究与技术攻关；深入推进质量提升工程，实物质量持续向好；加强信息化建设及“两化”融合，扎实推进运营管控中心建设；打造优质的供应链体系，持续提升供应链管理能力和科学实施条件建设工作，按计划推进生产和研保条件建设。
西飞	为了确保新舟 700 研制顺利进行，航空工业西飞民机依托科学体系开展疫情应急防控工作，层层保障，顺利复工。在生产过程中，总装团队实时检查，避免人员过度集中，保障工位间的相对隔离，从而促进生产工作的有序进行。现阶段总装工艺团队的主要工作围绕新舟 700 的 10001 架机，保障机身、机翼的结构完整性，为后续的气密性实验做好准备。尽管疫情当前，防护环节复杂，但总装现场的工作人员们始终保持着良好的工作情绪，稳中求进。既确保生产稳步开展，更关注身体健康和防疫工作有效性。
陕飞	聚焦均衡交付目标，全面开展能力建设，改造两线装配工装，实现“两线共制”；开展“提质增效”工程，持续改善生产瓶颈；强化质量安全，加大现场技术问题处理力度。各零件生产单元对标科研生产管控计划，统筹各项资源，科学布置排产计划，力保零件计划、断线计划、三随计划和航空零备件计划完成率 100%。目前，陕飞零件生产稳步提升，铅封交付完成序时目标，飞机转场超额完成序时目标，均衡交付再创新高。

资料来源：公司半年报，航空工业相关报道、安信证券研究中心

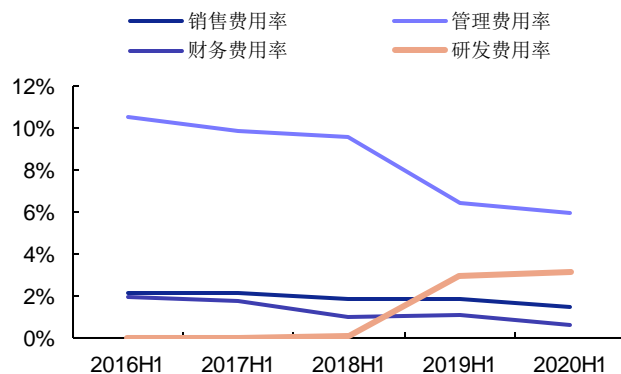
提质增效成果显著，期间费用大幅降低，毛利率和净利率有较好改善，继续加大研发投入。航空板块毛利率 20.92%，提升 0.7 个百分点，在研发费用率提升 0.2 个百分点的同时，期间费用率仍下降 1.2 个百分点，在毛利率和期间费用率双重驱动下，航空板块净利润率由 6.53% 提高至 7.86%，改善 1.3 个百分点。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果。

图 20：航空板块历年 H1 毛利率和净利率 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 21：航空板块历年期间费用率 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

产业链来看，航空装备产业链可以分为上中下游，下游主要为主机厂，中游主要为制造环节，包括机体制造基础配套和机载设备/系统，上游主要为原材料。收入来看，材料上市公司率先体现增速加快，2019H1 收入增速已经提升，而其余子行业仍是去年惯性增长的多，且交付等受疫情影响较大，营收增速整体较慢。利润来看，航空板块整体净利润增速较为一致，主机厂由于盈利能力和费用率的双重改善，净利润增速较快。

表 7：航空产业链 2016-2020H1 营收和利润对比

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1		2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
下游主机厂											
营收	16797	17576	25337	33779	34959	净利润	215	158	394	851	1390
营收 YOY		5%	44%	33%	3.49%	净利润 YOY		-26.3%	148%	116%/43%	63%/29%
中游机体制造、机载设备/系统											
营收	28137	32734	35158	37661	39046	净利润	1523	2155	2694	3195	3913
营收 YOY		16%	7%	7%	3.68%	净利润 YOY		42%	25%	19%	22%
上游原材料											
营收	3556	5220	5508	7022	7759	净利润	231	555	619	998	1251
营收 YOY		47%	6%	27%	10.49%	净利润 YOY		140%	11.53%	61.24%	25.44%

资料来源：wind、安信证券研究中心 43%，29%为剔除沈飞后的主机厂净利润增速

下游主机厂包括中航沈飞、中直股份、中航飞机和洪都航空，疫情影响 Q1 收入 (+1.4%)，但 Q1 利润 (+152%，主要系沈飞一季度包含政府补助，剔除后利润仍高增长+15%) 仍保持高增长，四家主机厂来看，中航沈飞 (Q1 收入+12%，扣非归母净利润+37.71%，收入和利润都不受疫情影响，主要系公司歼击机型号需求旺盛，交付量不断增加)、中直股份 (Q1 收入-18%，净利润-34%，收入下滑主要系疫情影响推迟复工复产，而利润下滑则主要系研发费用同比增长 100%，增长 1800 万元) 洪都航空 (Q1 收入-24%，Q1 净利润亏损大幅减少，收入下滑主要系按照会计准则及相关规定对 2019 年第一季度主要财务数据进行了重述调整)、中航飞机 (Q1 收入+1%，Q1 净利润+11%，扣非归母净利润增长 256.24%)。

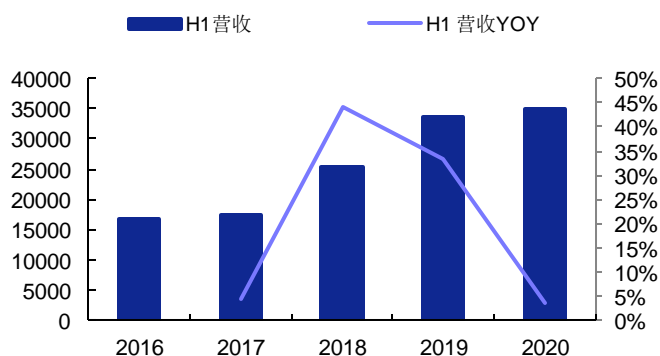
Q2 回升趋势明显 (收入+5%，利润+22%，其中洪都航空 Q2 收入增长 220%，净利润扭亏为盈，主要系产品交付量增加以及期间费用的改善)，H1 业绩高增速 (收入+3%，利润+63%，剔除沈飞后利润增速 29%)，业绩增速高于航空板块。

表 8：航空产业链下游营收及利润

	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Q1 营收	6856	5918	9384	14127	14325	Q1 净利润	-56	-56	57	271	682
Q1 营收 YOY		-13.69%	58.57%	50.55%	1.40%	Q1 净利润 YOY		-0.93%	-201.76%	378.48%	152%/15%
Q2 收入	9941	11658	15953	19652	20634	Q2 净利润	271	214	337	580	708
Q2 营收 YOY		17.28%	36.84%	23.18%	5.00%	Q2 净利润 YOY		-21.01%	57.39%	72.08%	22%
H1 营收	16797	17576	25337	33779	34959	H1 净利润	215	158	394	851	1390
H1 营收 YOY		4.64%	44.16%	33.32%	3.49%	H1 净利润 YOY		-26.27%	148.53%	116.20%	63%/29%

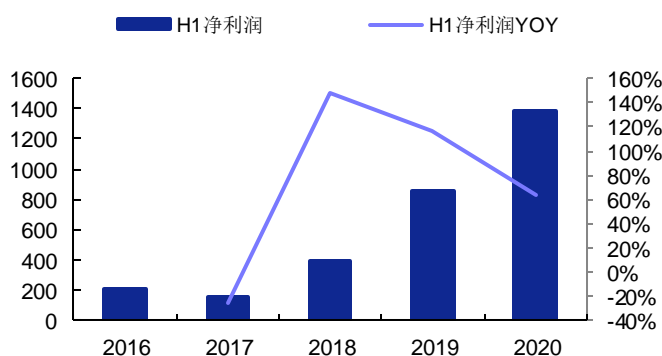
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 22: 航空产业链下游主机厂营收及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

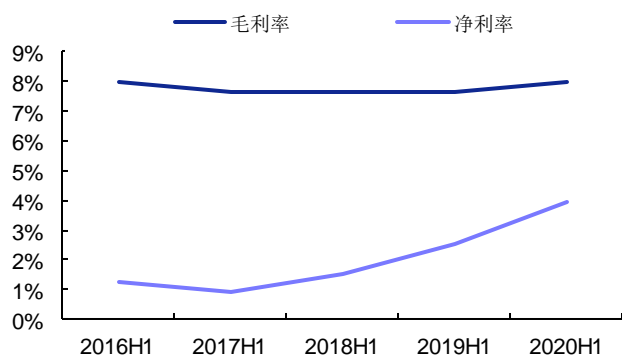
图 23: 航空产业链下游主机厂及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

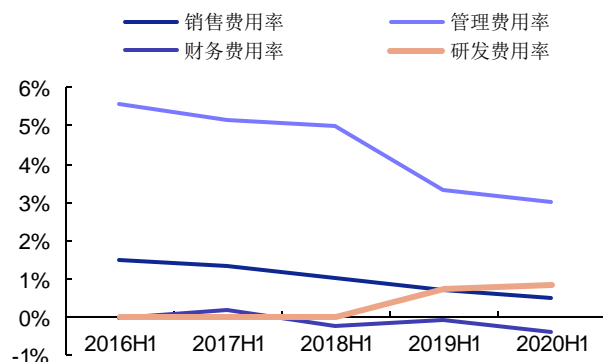
经营效率有所改善,研发投入保持高水平,盈利能力提升明显。2020H1 航空主机厂毛利率为 7.97%,同比提升 0.4 个百分点,同时航空主机厂经营效率有所改善,在研发投入增加 0.1 个百分点的同时,期间费用率下降 0.7 个百分点,双重驱动下净利率同比增长 1.5 个百分点,盈利能力提升明显。

图 24: 航空产业链下游主机厂毛利率与净利率



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 25: 航空产业链下游主机厂期间费用率



资料来源: wind、安信证券研究中心

中游为航空制造,包括零部件、分系统等。整体来看, Q1 受疫情影响收入 (-7%,但其中航发控制 Q1 收入增长 16%,爱乐达收入增长 40%,新研股份收入增长 37% (主要去去年一季度低基数),北摩高科收入增长 10%,广东甘化收入增长 25%,在疫情的情况,均保持了收入的增长),与行业基本保持一致,但 Q1 利润仍快速增长 (+30%,其中航发控制、爱乐达、安达维尔、洪都航空(扭亏为盈)、北摩高科 Q1 净利润增速分别为 31%、32%、1722%、-122%、80%,实现了快速的增长),一方面盈利能力有所提升,另一方或受疫情影响期间费用率比较明显;Q2 回升趋势明显(收入+11%,利润+19%),H1 实现(收入+3%,利润+22%),业绩增速与航空板块持平。

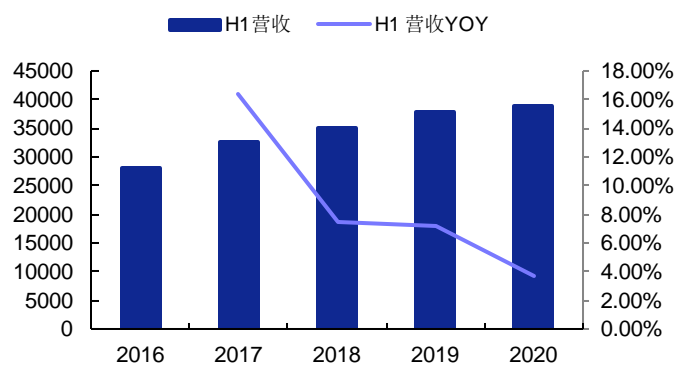
表 9: 航空产业链中游收入与利润 (百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Q1 营收	11689	13179	13577	16278	15224	Q1 净利润	460	466	636	957	1241
Q1 营收 YOY		12.74%	3.02%	19.89%	-6.47%	Q1 净利润 YOY		1.24%	36.62%	50.35%	29.76%
Q2 收入	16447	19555	21581	21383	23821	Q2 净利润	1063	1689	2058	2238	2671
Q2 营收 YOY		18.89%	10.36%	-0.92%	11.40%	Q2 净利润 YOY		58.96%	21.85%	8.76%	19.35%

H1 营收	28137	32734	35158	37661	39046	H1 净利润	1523	2155	2694	3195	3913
H1 营收 YOY		16.34%	7.41%	7.12%	3.68%	H1 净利润 YOY		41.52%	25.04%	18.58%	22.47%

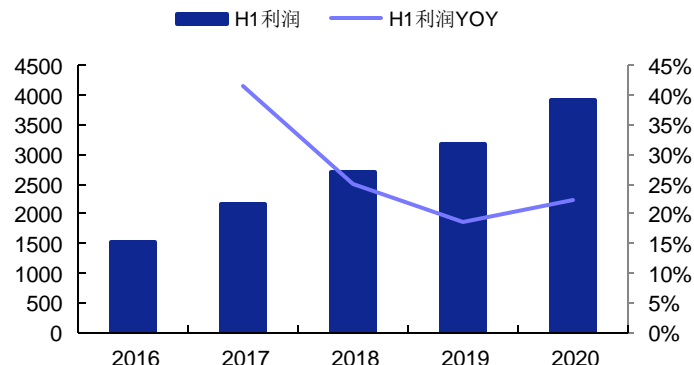
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 26: 航空产业链中游营收及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

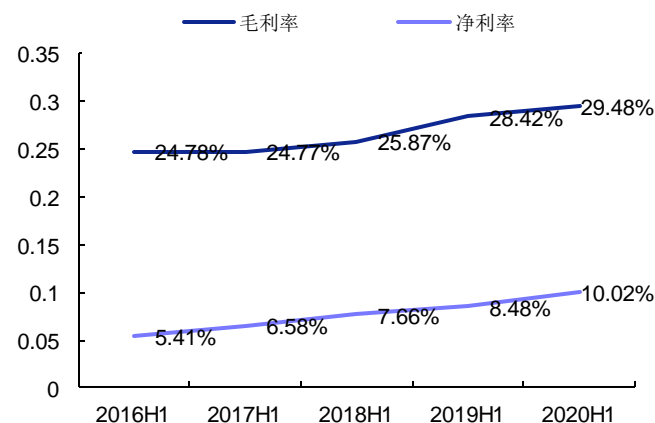
图 27: 航空产业链中游利润及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

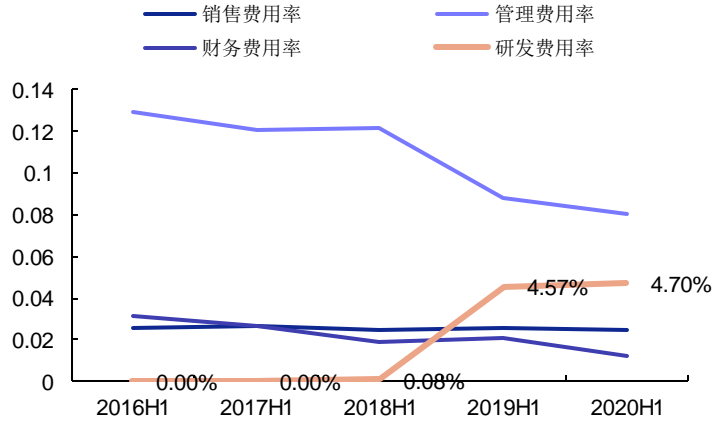
经营效率有所改善,研发投入保持高水平,盈利能力提升明显。2020H1 航空产业链中游毛利率为 29.47%,同比提升 1.06 个百分点,同时公司经营效率有所改善,在研发投入增加 0.1 个百分点的同时,期间费用率下降 1.5 个百分点,双重驱动下净利率同比增长 1.5 个百分点,盈利能力提升明显。

图 28: 航空产业链中游毛利率与净利率



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 29: 航空产业链中游期间费用率



资料来源: wind、安信证券研究中心

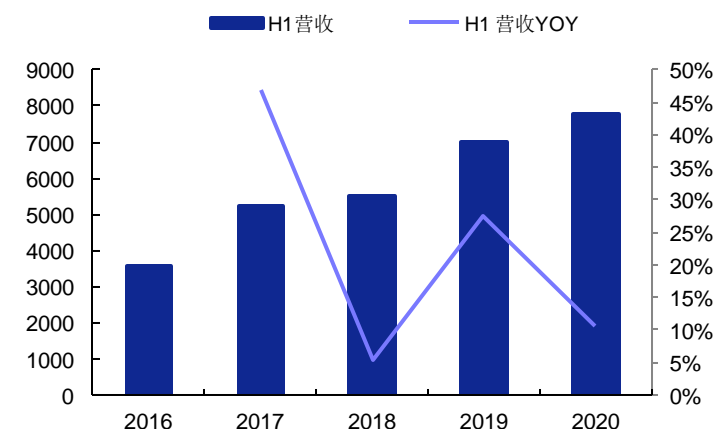
上游为材料, Q1 受疫情影响收入 (-5%), 与行业基本保持一致, 但 Q1 利润 (+24%) 仍保持高增长, 主要系盈利能力提升与费用率改善双重驱动, Q2 回升趋势明显 (收入+20%, 利润+28%), H1 业绩高增速 (收入 7%, 利润+26%), 其中中简科技净利润增幅达 77.53%, 西部超导利润增速超过 50%。而上游 2019 年业绩已经呈现明显的提升, 2019H1 净利润增幅达 61%, 较早受益产业高景气。

表 10: 航空产业链上游收入与利润 (百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Q1 收入	1153	2258	2509	3653	3523	Q1 利润	(45)	167	231	449	555
Q1 收入 YOY		96%	11%	46%	-4%	Q1 利润 YOY		-474%	38%	94%	24%
Q2 收入	2403	2962	3000	3369	4236	Q2 利润	275	388	388	549	697
Q2 收入 YOY		23%	1%	12%	26%	Q2 利润 YOY		41%	0%	42%	27%
H1 收入	3556	5220	5508	7022	7759	H1 利润	231	555	619	998	1251
H1 收入 YOY		47%	6%	27%	10%	H1 利润 YOY		140%	12%	61%	25%

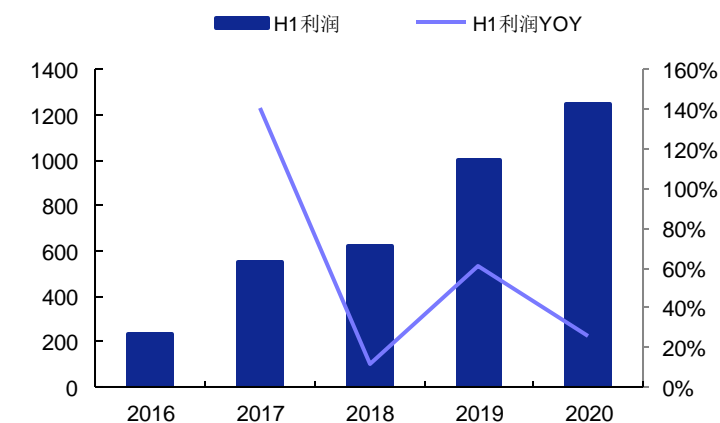
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 30: 航空产业链上游营收及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

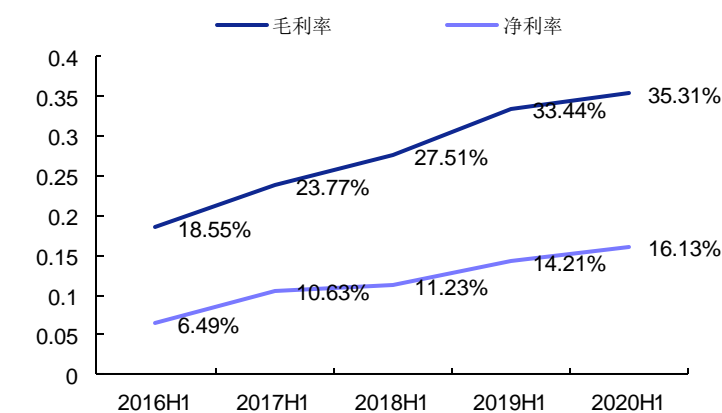
图 31: 航空产业链上游利润及增速 (百万元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

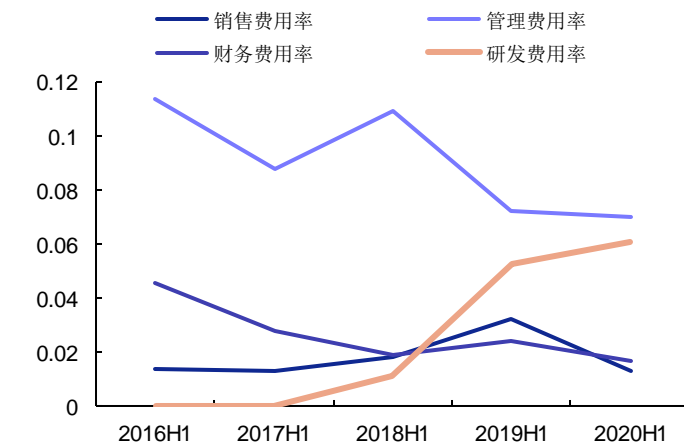
经营效率改善, 盈利能力提升。2020H1 上游原材料板块毛利率为 35.31%, 同比提高 1.87 个百分点。公司经营效率改善, 2020H1 原材料板块期间费用率 16.01%, 同比下降 2.03 个百分点, 同时研发费用率 6.09%, 同比提高 0.88 个百分点。双重作用带来板块净利率 16.31%, 同比提高 2.1 个百分点。

图 32: 航空产业链上游毛利率与净利率



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 33: 航空产业链上游期间费用率



资料来源: wind、安信证券研究中心

市场更关注成飞产业链, 我们选取了成飞产业链上部分公司 (航空零部件子公司), 2020H1 合计实现营收 7.9 亿元, 同比增长 36%, 实现净利润 1.82 亿元, 同比增长 95%, 呈现出高度景气, 反映重点机型交付量有所提升。

表 11：成飞产业链部分公司收入利润

	2018H1	2019H1	2020H1	2018H1	2019H1	2020H1
	收入 (万元)			利润 (万元)		
爱乐达	7252.10	7666.19	11289.42	3894.73	4303.97	5662.32
成都航飞 (通达股份)	2750.71	2306.25	5931.50	1663.16	1141.01	2761.92
德坤航空 (利君股份)	5280.13	1216.44	2,069.87	2559.14	-425.50	96.69
华伍股份	41093.28	45002.39	56986.08	2450.89	3272.18	8493.51
通宇航空 (光韵达)	0.00	1912.93	2868.90	0.00	1013.72	1175.49
合计	56376.22	58104.20	79145.77	10567.92	9305.38	18189.93
YOY						
爱乐达		6%	47%		11%	32%
成都航飞 (通达股份)		-16%	157%		-31%	142%
德坤航空 (利君股份)		-77%			-117%	
华伍股份		10%	27%		34%	160%
通宇航空 (光韵达)			50%			16%
合计		3%	36%		-12%	95%

资料来源：wind、安信证券研究中心

1.4.2. 航天：一季度受疫情影响较大，Q2 业绩回升明显，整体业绩低于行业平均

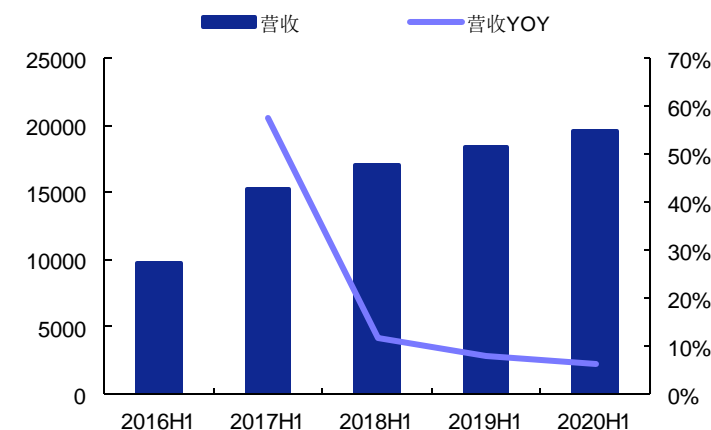
为更好反映军工行业的增长情况，我们选取航天板块中军工业务占比高的中国卫星、航天电子、航天发展、航天电器、航天动力等 18 家公司采用整体法统计：2020H1 实现营收 (195.37 亿，同比+6.33%)、归母净利润 (14.04 亿，同比+5.11%)，增速低于整个军工行业。单季度来看，Q1 实现收入 69.85 亿元，同比下降 12%，10 家公司营收下滑，15 家公司利润下滑，主要系一季度受疫情影响较大，Q2 业绩增幅明显，实现收入 125.51 亿元，同比增长 19%，归母净利润 10.16 亿元，同比增长 21%。

表 12：航天板块收入与利润 (百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Q1 收入	4075	5979	6671	7911	6985	Q1 利润	128.37	243.85	422.16	494.54	387.27
Q1 收入 YOY		47%	12%	19%	-12%	Q1 利润 YOY		89.96%	73.12%	17.14%	-21.69%
Q2 收入	5635	9320	10396	10509	12551	Q2 利润	387.45	645.71	747.33	841.45	1016.97
Q2 收入 YOY		65%	12%	1%	19%	Q2 利润 YOY		66.66%	15.74%	12.59%	20.86%
H1 收入	9709	15299	17067	18420	19536	H1 利润	515.81	889.56	1169.49	1335.99	1404.24
H1 收入 YOY		58%	12%	8%	6%	H1 利润 YOY		72.46%	31.47%	14.24%	5.11%

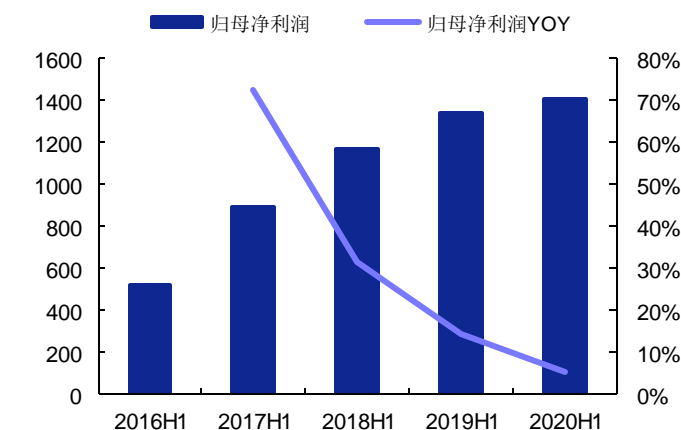
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 34：航天板块代表性公司整体营收及增速变化 (百万元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

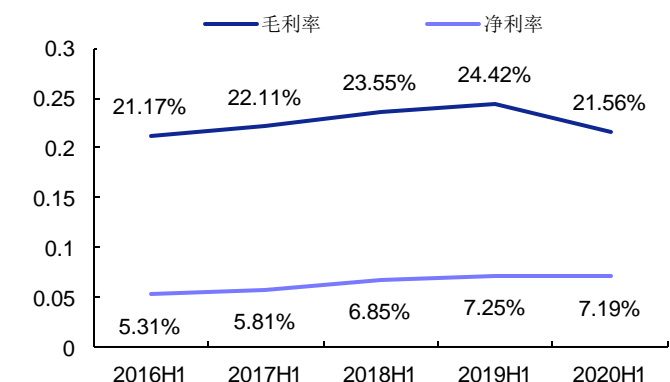
图 35：航天板块代表性公司整体归母净利润及增速变化 (百万元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

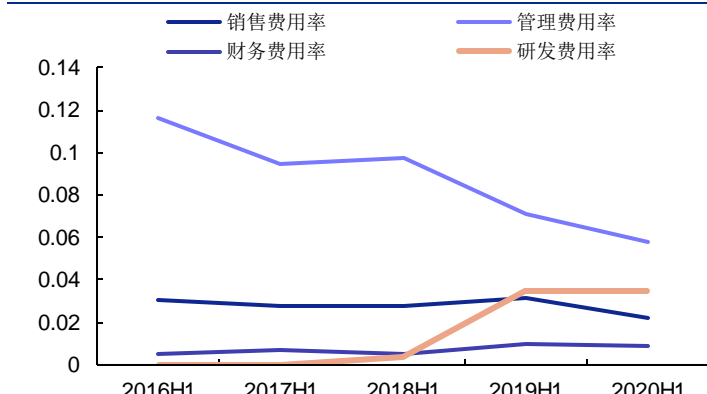
航天板块上半年毛利率水平 **21.56%**，比去年同期下降 **2.9** 个百分点，净利率 **7.19%**，同比下降 **0.06** 个百分点。板块整体经营效率有所改善，研发投入加大，其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率较去年同期分别下降了 0.90%、1.31%、0.06%，研发费用率提高了 0.05%。但 2020H1 航天板块毛利率 **21.56%**，同比下降 29 个百分点，净利率 **7.19%**，同比基本持平，我们认为部分原因可能是我国的战略武器装备主要存在航天军工集团内，目前多数航天优质资产并未在上市公司体内，因此数据反映可能无法反映航天领域真实的增长。

图 36：航天板块整体毛利率与净利率



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 37：航天板块期间费用率 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

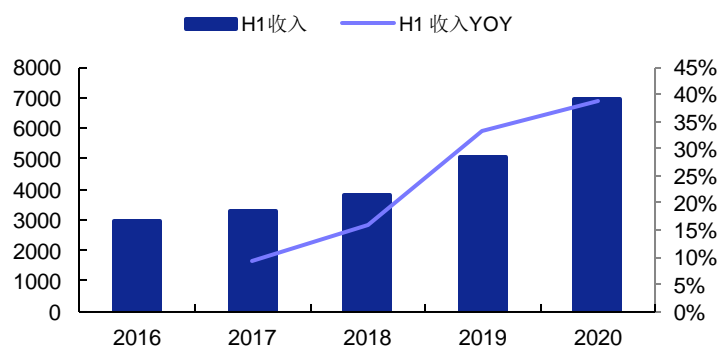
特种装备不受疫情影响，产业放量带动营收高速增长。在疫情的背景下，特种装备领域 Q1 收入增长 5%，Q2 收入增速 61%，半年收入增速达 39%，收入增速显著受益行业放量带动；利润端来看，Q1 净利润与去年同期持平，Q2 利润与 H1 利润增速好于航天板块，但净利润增速低于收入增速，主要系毛利率的下降，其中鸿远电子毛利率下滑 9pct，主要因毛利率相对较低的代理业务收入增长迅速所致，新光光电毛利率下降 25pct，主要系新冠影响使得收入大幅下降，因此分担固定成本增加所致，其余公司航天电器、菲利华、红相股份、火箭科技、亚光科技、洪都航空、盟升电子等毛利率均持平或有所上升。

表 13：特种装备公司收入和利润及增速

百万元	2016	2017	2018	2019	2020		2016	2017	2018	2019	2020
Q1 收入	1274	1308	1558	2038	2139	Q1 利润	25	47	230	257	252
Q1 收入 YOY		3%	19%	31%	5%	Q1 利润 YOY		85%	393%	12%	-2%
Q2 收入	1709	1953	2226	3001	4845	Q2 利润	164	211	330	447	500
Q2 收入 YOY		14%	14%	35%	61%	Q2 利润 YOY		29%	57%	36%	12%
H1 收入	2983	3261	3784	5039	6985	H1 利润	189	257	560	705	752
H1 收入 YOY		9%	16%	33%	39%	H1 利润 YOY		36%	118%	26%	7%

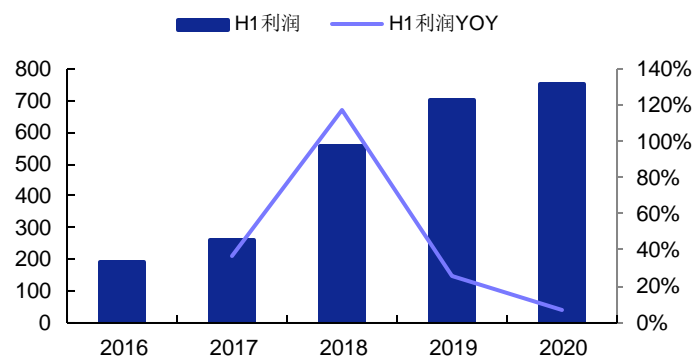
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 38：特种装备收入及增速（万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

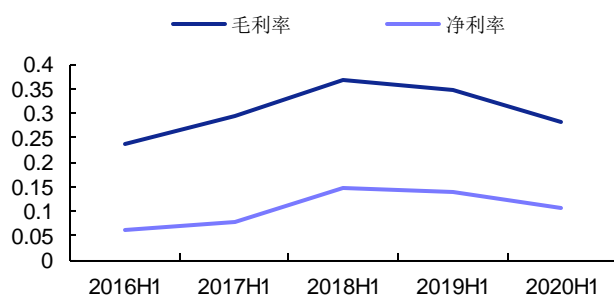
图 39：特种装备净利润及增速（万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

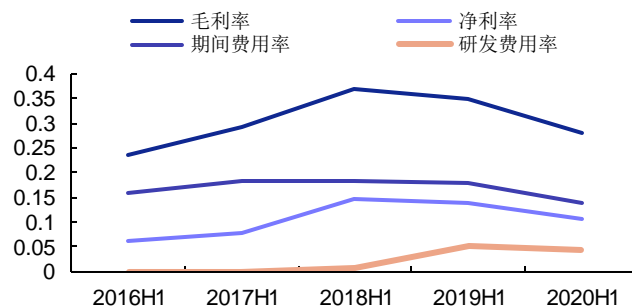
毛利率有所下滑，一方面个别公司毛利率下滑幅度较大，其中鸿远电子毛利率下滑 9pct，主要因毛利率相对较低的代理业务收入增长迅速所致，新光光电毛利率下降 25pct，主要系新冠疫情影响使得收入大幅下降，因此分担固定成本增加所致，其余公司航天电器、菲利华、红相股份、天箭科技、亚光科技、洪都航空、盟升电子等毛利率均持平或有所上升。另一方面随着放量，毛利率也呈现下降趋势，但是经营效率有所改善，期间费用率下降 3.7pct。

图 40：特种装备毛利率与净利率



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 41：特种装备期间费用率



资料来源：wind、安信证券研究中心

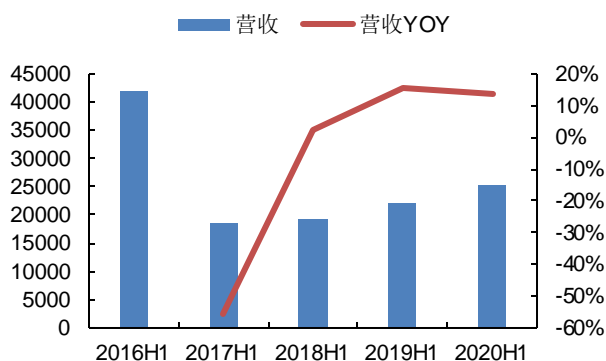
1.4.3. 信息化：军工逐步落地，盈利能力持续向好

信息化板块伴随军改逐步落地，业绩存在一定业绩弹性。信息化板块 26 家标 2020 上半年实现收入增长 13.70%，实现归母净利润增长 23.72%，增速同比减缓主要因上半年疫情影响，其中中国长城营收同比下降 9.27%，归母净利润同比下降 259.89%，主要由于其高新电子业务受疫情影响较大。

信息化板块业绩表现出众公司较多，下半年或仍能持续。其中，1) 航天发展电子蓝军业务受益导弹等武器型号上量及实战化训练等因素保持高增长，20H1 净利润同比+40.15%，超市场预期；2) 海格通信母公司 20H1 净利润同比+129.55%，以及七一二 20H1 净利润同比+52.66%，增幅明显，或主要因军改进入尾声，前期挤压订单正逐步释放。我们认为，考虑到军队信息化建设或是“十四五”重中之重，预计信息化方向公司高增长或仍将持续。

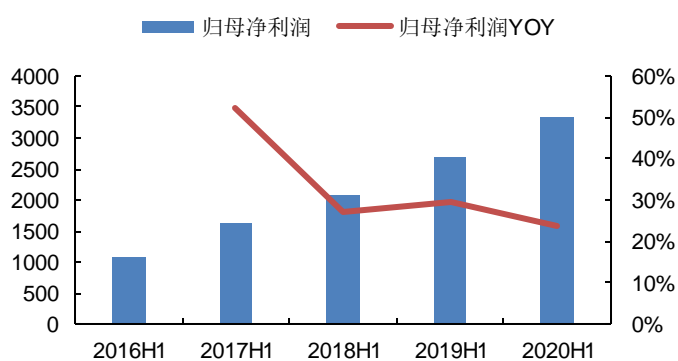
单看二季度，信息化板块实现收入同比增长 28.29%，环比增长 77.03%，实现归母净利润同比增长 50%，环比增长 210.96%，反映疫情影响逐渐消除，板块业绩向好趋势强劲。其中七一二、海格通信母公司、航天发展 20Q2 归母净利润分别实现环比增长 985.53%、124.70%、53.58%，板块盈利能力显著提升，三季度有望继续保持。

图 42: 信息化历年营收情况 (百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

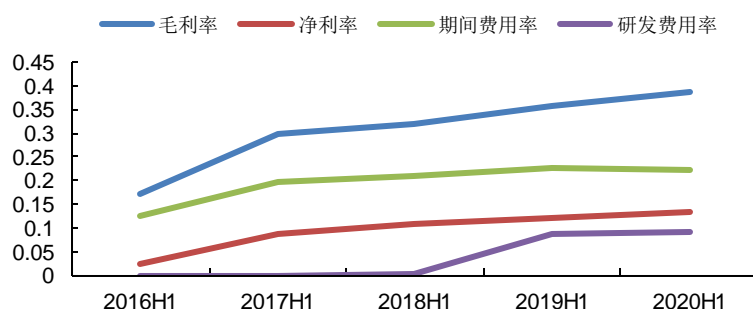
图 43: 信息化板块历年归母净利润情况 (百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

信息化板块毛利率净利率稳步提升，盈利能力持续向好。2020 上半年信息化板块毛利率提升 2.87pct 至 38.73%，提升或主要源于板块部分公司优化改善产品结构，聚焦主业逐步剥离低毛利率非主业所致；净利率提升 1.07pct 至 13.24%，净利率提升相对低于毛利率或主要因行业研发费用率稳步提升 0.13pct 至 9.03%、期间费用率下降 0.41pct 至 22.27%，反映板块内公司经营效益提升。

图 44: 信息化板块历年利率及费用率情况



资料来源: Wind、安信证券研究中心

细分方向之军工元器件：振华科技、鸿远电子、宏达电子、火炬电子

2020 上半年实现营收增长 13.30%，归母净利润增长 14.77%，保持稳健增长态势。其中，1) 振华科技 20H1 新型电子元器件业务利润总额同比增长 44.77%，超市场预期，毛利率提升 5.75pct 至 53.17%，主要因公司高附加值产品销售占比增加，预计相较行业同类公司或仍有提升空间；2) 鸿远电子自产业务 Q2 环比增长 67.14%，改善显著，毛利率提升至 82.14%，主要因 Q2 高毛利率产品交付量增加所致，考虑到公司自产业务前五大客户均为军工集团（根据招股说明书，其中航天科技占比 22%，航天科工占比 21%），且合作稳定，预计自产业务有望保持较高增长；

细分方向之军工半导体：睿创微纳、紫光国微、景嘉微

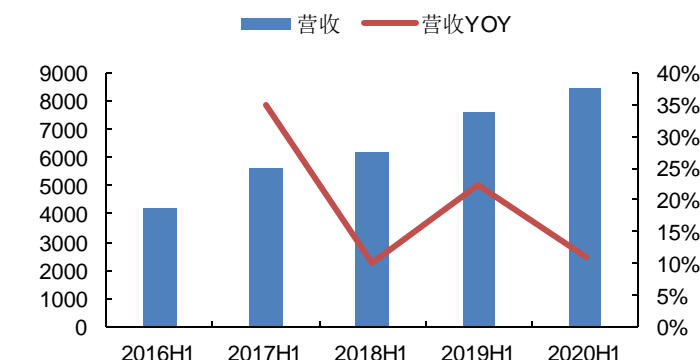
2020 上半年实现营收增长 19.17%，归母净利润增长 139.15%，盈利能力大幅提升，考虑特种领域自主可控需求强烈，或是国产替代最先开始兑现业绩方向，且当前部分领域国产化较低，未来高增长有望继续保持。其中，睿创微纳上半年受益军品枪瞄类产品放量及疫情催生红外需求，净利润同比+376.70%，远超市场预期。

1.4.4. 新材料：收入利润继续保持增长，行业景气度向好

新材料板块收入利润稳步提升，反映行业景气度持续上行。20H1 收入同比增长 11.07%，净

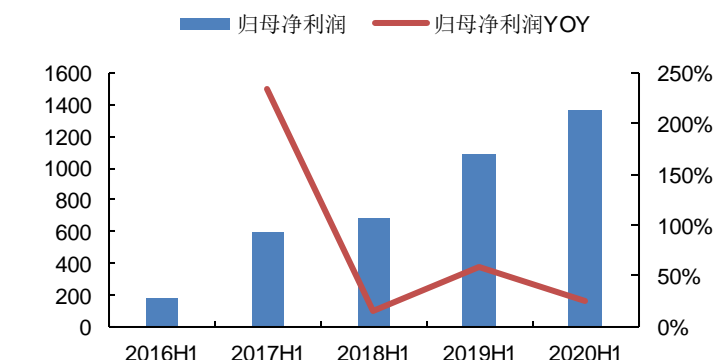
利润同比+25.69%，因公司规模效应明显及产品结构优化，行业盈利能力持续提升。受益下游航空航天重点型号上量，20H1 中航高科新材料业务净利润同比增长 77.98%、中简科技净利润同比增长 77.53%，Q2 环比增长 140.48%，西部超导净利润同比增长 54.65%，均增长显著。

图 45：新材料板块历年收入情况（百万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

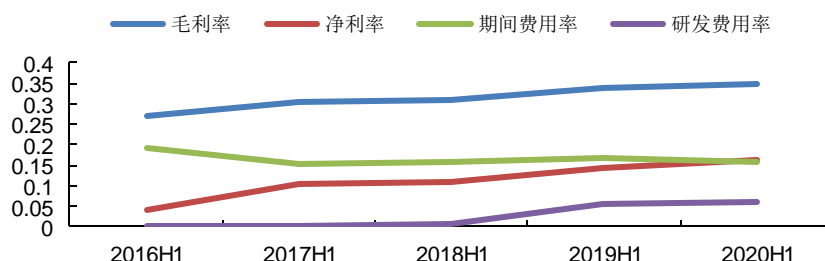
图 46：新材料板块历年归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

毛利率、净利率稳步增长，盈利能力不断提升。2020 上半年新材料板块毛利率 34.83%，同比上升 1.05pct，净利率提升 1.88pct 至 16.15%，增长高于毛利率或主要源于费用率同比改善显著，期间费用率减少 0.76pct 至 15.87%，同时不断加大研发投入，研发费用率上升 0.66pct 至 6.09%。

图 47：新材料板块历年利率及费用率情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2. 资产负债表：行业基本面持续改善，未来业绩预期向好

军工行业是典型的“订单驱动、以销定产”的行业，因此应重点关注军工板块资产负债表科目的变化，重点关注预收账款及合同负债（体现在手订单情况）、存货（尤其存货中原材料科目的变化，反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购备货情况）等科目变化。

从 2020 半年报数据中可看出：1) 军工行业预收账款及合同负债同比增加 0.59%，其中信息化及航天板块分别增长 43.24%及 13.44%；航空及新材料板块 20H1 预收账款及合同负债同比分别下滑 5.27%及 56.54%；2) 军工行业存货同比增长 10.68%，其中信息化及航天板块存货增长较快，分别增长 32.80%、19.64%，航空板块同比增长 7.48%，新材料板块同比下滑 14.82%；3) 20H1 军工行业应付账款及应付票据同比增长 9.58%，各板块均实现正增长，其中信息化及新材料板块实现两位数增长，同比分别增长 21.58%、10.71%。

2.1. 预收账款：信息化及航天板块增长较快，反映订单持续向好

预收账款主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会提前支付 30% 的预付款，预收账款能够体现在手订单的情况，且对于军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。军工行业 2020 年上半年预收账款（含合同负债）较上年同期增长 0.59%，表明“十三五”末年军工整体订单情况进入稳健收官阶段，其中信息化及航天板块增长较快，分别同比增长 43.24% 和 13.44%；航空板块同比下降 5.27%，小于军工行业平均增速；航空预收账款及合同负债同比下降 5.27%，小于军工行业平均增速，主要系中航沈飞由于前期预收账款随产品交付确认收入所致，剔除沈飞后，航空板块预收账款及合同负债同比增长 11.94%，仍然实现较好增长；新材料预收账款及合同负债同比下降 56.54%，主要系中航高科由于前期预收账款随产品交付确认收入及剥离江苏致豪所致。

表 14：2020 年半年报预收账款情况（单位：百万元）

分类	2019H1	2019	2020H1	同比
军工	17,228.69	27,632.68	17,330.76	0.59%
航空	10,494.29	20,991.91	9,941.58	-5.27%/11.94%
航天	3,542.26	3,799.58	4,018.40	13.44%
信息化	1,987.77	2,367.49	2,847.36	43.24%
新材料	1,204.35	473.70	523.42	-56.54%
国企	16,207.54	26,148.20	15,478.59	-3.70%
民企	1,139.06	1,484.48	1,852.18	62.61%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

1) 航空板块：预收账款小幅增长，或是生产和交付进度加快导致。

预收账款与合同负债实现较好增长，反映未来高景气。预收账款主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会提前支付 30% 的预付款，能反映订单及生产情况。2020H1 航空板块预收账款与合同负债仍保持较高水平（99.42 亿，-5.27%），下降主要系中航沈飞由于前期预收账款随产品交付确认收入所致，剔除沈飞后，航空板块预收账款及合同负债同比增长 11.94%，仍然实现较好增长，而考虑航空板块整体增速显著高于军工行业，或是产品交付确认收入导致预收账款等增速稍低，这反而反映航空板块目前高景气，生产和交付进度不断加快。

表 15：航空板块预收账款与合同负债（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
预收+合同负债	6383.472	6085.999	15291.3	10494.3	9941.584
预收+合同负债增速		-4.66%	151.25%	-31.37%	-5.27%/11.94%

资料来源：wind、安信证券研究中心

2) 航天板块：板块预收账款和合同负债稳健增长，特种装备高景气。

20 年半年报可比口径预收账款及合同负债 40.18 亿元，同比增加 13.44%，其中航天电器预收账款和合同负债同比增长 269%，而前期航天电器也公布拟实施继电器生产线扩充，率先出现扩产信号，我们认为其作为航天上游率先扩产，且预收账款同比增速较大，反映航天特种装备高景气。反映公司订单饱满，下半年收入增长可期。而中国卫星的预收账款和合同负债同比增长 244%，根据中国卫星公告，公司卫星接收机批生产任务获得年度订单，多型导航产品按计划开展研制，基于北斗时空基准服务的工业互联网安全保障平台项目完成合同签订并按计划开展；上海沪工预收账款和合同负债同比增长 76%，反映其订单的大幅增加。

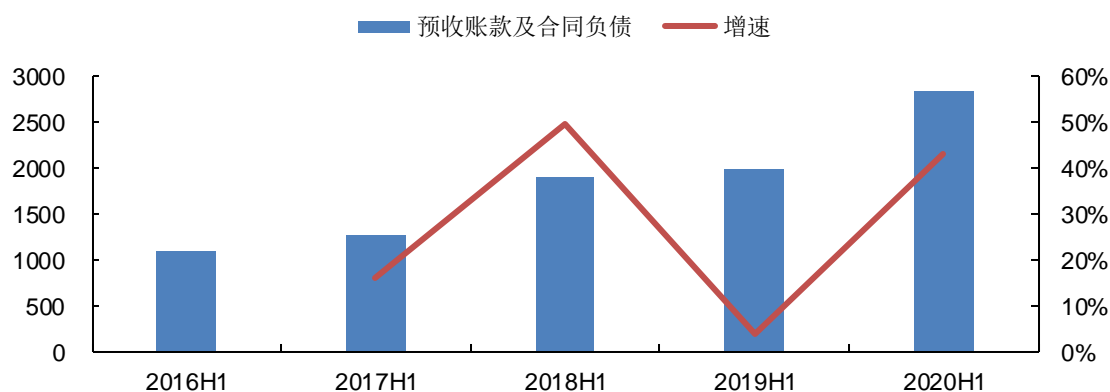
表 16：航天板块预收账款与合同负债（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
预收+合同负债	1238.1836	3777.8547	1839.9963	3542.2673	4018.4013
预收+合同负债增速		205.11%	-51.30%	92.51%	13.44%

资料来源：wind、安信证券研究中心

3）信息化：板块预收账款及合同负债增长迅速，半导体及元器件类公司增长较高。信息化板块 20H1 预收账款及合同负债（28.47 亿元，+43.24%），其中，红外类三家企业高德红外、睿创微纳及大立科技预收账款同比分别增长 545.32%、472.21%及 205.49%，或主要因疫情带动红外测温产品销量增加所致；宏达电子预收账款及合同负债增长 310.61%，或主要因疫情影响，民品市场供应不足，订单大幅增长；广哈通信预收账款及合同负债增长 309.50%，或主要因电力数字调度产品积极获取订单。

信息化企业受益于武器装备更新换代以及国产化进程。随着国防信息化建设进一步深化，预计信息化相关标的订单需求或将进一步提升，并带动资产负债表相关科目表现逐步转好。但信息化涵盖了雷达、通信、电子、导航等领域，因产品和下游客户的不同，导致相关公司存在明显的差异化。

图 48：信息化板块历年预收账款情况（百万元）


资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：含合同负债

半导体类公司 2020 上半年预收账款及合同负债同比增长 185.91%，特种领域自主可控需求强烈且当前部分领域国产化较低，未来高增长有望继续保持。其中，睿创微纳和紫光国微预收账款及合同负债分别增长 472.21%，63.00%，或反映下游对国产自主芯片类产品需求紧俏；景嘉微预收账款及合同负债增长 63.00%，预计或因新增订单较多，目前正积极备货应对订单增长。

元器件类公司 2020 上半年预收账款及合同负债同比增长 56.74%，信息化建设叠加国产替代背景下有望保持稳健增长。其中，宏达电子预收账款及合同负债增长 310.61%，或主要因疫情影响，民品市场供应不足，订单大幅增长；火炬电子及鸿远电子预收账款及合同负债分别增长 62.00%，22.33%，或主要来源于军用电子信息需求增加以及国产替代订单持续增长；振华科技预收账款及合同负债增长 19.45%，或主要来源于新型电子元器件业务不断拓展。

4）新材料：板块 2020 上半年预收账款及合同负债同比下滑 56.54%，主要因中航高科、应流股份同比下滑较大所致。其中，中航高科预收账款及合同负债同比下滑 89.10%，主要因商品交付及剥离江苏致豪；

2.2. 存货：整体增长稳健，信息化及航天板块增长较快

原材料增速高于存货增速，且原材料占存货比有所提升，或反映当前各公司在手订单充足，正积极备货准备生产，未来收入增长预期。存货构成主要包括原材料、在产品、产成品等，反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况，其中原材料对未来更长一段时间的交付，对考察中长期增长更有意义。我们可看出：

2020 年上半年军工行业存货同比增长 10.68%，其中信息化板块存货增长 38.94%，增势强劲。其中，原材料同比增长 11.19%，新材料及信息化板块原材料增长较快，分别增长 38.58% 及 29.21%，反映出两个板块订单情况良好，在对已有或意向订单做积极投产；在产品同比增长 9.30%，其中信息化及航天板块增长较多，分别实现增长 23.95% 及 18.56%。

表 17：2020 年半年报存货情况（百万元）

分类	存货			原材料			在产品		
	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1	同比
军工	123184.32	136343.02	10.68%	35073.58	38998.50	11.19%	66206.14	72365.63	9.30%
航空	83311.01	89541.53	7.48%	25186.12	26843.74	6.58%	47554.33	47558.67	9.03%
航天	14371.62	17193.76	19.64%	3778.67	4150.40	9.84%	8253.64	9785.44	18.56%
信息化	16561.41	21992.72	32.80%	4920.60	6357.74	29.21%	6239.86	7734.23	23.95%
新材料	8940.27	7614.99	-14.82%	1188.19	1646.62	38.58%	4158.32	2998.92	-27.88%
国企	110267.60	120804.18	9.56%	31189.61	34008.72	9.04%	62358.28	67425.23	8.13%
民企	12916.72	15538.83	20.30%	3883.97	4989.78	28.47%	3847.87	4940.40	28.39%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 18：2020 年半年报原材料和在产品占比情况

分类	原材料占存货比重		在产品占存货比重	
	2019H1	2020H1	2019H1	2020H1
军工	28.47%	28.60%	53.75%	53.08%
航空	30.23%	29.98%	57.08%	57.90%
航天	26.29%	24.14%	57.43%	56.91%
信息化	29.71%	28.91%	37.68%	35.17%
新材料	13.29%	21.62%	46.51%	39.38%
国企	28.29%	28.15%	56.55%	55.81%
民企	30.07%	32.11%	29.79%	31.79%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

1) 航空板块：2020H1 存货增速较为稳定，制造领域率先受益。

存货构成主要包括原材料、在产品、库存商品、发出商品等，我们认为应重点关注原材料的变化，其反映中长期的增长。航空板块 2020H1 存货同比增速 7.48%，其中原材料同比增长 7.48%，在产品同比增长 9.03%；其中爱乐达存货同比增长 43.44%，原材料同比增长 88.38%，在产品增长 140%，都反映生产加速，爱乐达作为中航工业某主机厂机加和热表领域唯一战略合作伙伴，反映航空板块的高景气；此外三角防务作为航空制造偏上游领域，存货同比增长 84.06%，原材料同比增加 47.78%，在产品同比增长 43.54%，作为偏上游更是率先受益。

表 19：航空板块存货构成情况（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
存货	59916.71	63947.2	78581.12	83311.01	89541.53
原材料	21390.35	20826.12	24255.84	25186.12	26843.74
在产品	30446.04	34649.84	44965.32	47554.33	51847.04
存货增速		6.73%	22.88%	6.02%	7.48%
原材料增速		-2.64%	16.47%	3.84%	6.58%
在产品增速		13.81%	29.77%	5.76%	9.03%

资料来源：wind、安信证券研究中心

2) 航天板块：

在产品增速高于原材料增速，反映接下来的收入增长预期。2020H1 航空航天板块存货账面价值 171.97 亿元，同比增长 19.64%。其中，原材料 41.5 亿元，同比增长 9.84%；在产品 97.85 亿元，同比增长 18.56%。其中航天电器存货同比增长 20.15%，原材料同比增长 21.28%，显著高于航天板块增速，结合其预收账款的高增长以及扩产公告，其作为特种装备上游元器件领域，反映特种装备的高景气。此外中国卫星存货同比增长 37.18%，原材料同比增长 28.51%，考虑其预收账款和合同负债的同比大幅提升，中国卫星作为航天龙头，预示未来航天领域的高增长；上海沪工 2020H1 存货同比增长 50.31%，原材料增长 14.26%，同样其预收账款和合同负债大幅提升，根据公司公告主要为订单增加所致，我们认为公司目前在手订单饱满，正处在加紧生产的状态，保障未来业绩增长。

表 20：航天板块存货构成情况（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
存货	7648.86	10461.51	11512.84	14371.62	17193.77
原材料	1986.42	2417.15	3151.68	3778.67	4150.40
在产品	4612.19	6341.17	6371.57	8253.64	9785.44
存货增速		36.77%	10.05%	24.83%	19.64%
原材料增速		21.68%	30.39%	19.89%	9.84%
在产品增速		37.49%	0.48%	29.54%	18.56%

资料来源：wind、安信证券研究中心

3) 信息化：信息化板块存货同比增长 32.80%，其中原材料增长 29.21%、在产品增长 23.95%。随着军改影响逐渐消除及国产化替代叠加信息化建设加速推进，信息化相关标的订单增长迅速，其中左江科技、中国长城存货分别增长 207.30%、123.66%，其中原材料分别增长 145.73%、89.10%，前者或由于 IPO 后积极备货应对扩产，后者或由于在手订单增长。

半导体类公司 2020 上半年存货同比增长 37.30%，特种领域自主可控需求强烈且当前部分领域国产化较低，未来高增长有望继续保持。其中，紫光国微在产品增长 117.26%，或反映下游对国产自主芯片类产品需求紧俏，公司正积极生产；景嘉微原材料增长 71.57%，睿创微纳存货增长 88.48%，预计新增订单较多，目前正积极备货应对订单增长。

元器件类公司 2020 上半年存货同比增长 15.98%，信息化建设叠加国产替代背景下有望保持稳健增长。其中，宏达电子和鸿远电子存货分别增长 54.77%，23.50%，振华科技原材料同比增长 27.27%，火炬电子在产品同比增长 31.32%，或主要来源于军用电子信息需求增加以及国产替代订单持续增长，各公司稳步推进备货及生产。

4) 新材料：2020 上半年存货同比下滑 14.82%，主要因中航高科同比下滑较大所致。其中，中航高科存货同比下滑 58.39%，主要因完成前期订单及剥离江苏致豪；博云新材下滑 14.79%。新劲刚和中简科技 20H1 存货增长较多，分别实现增长 110.76%、85.82%。

2.3. 应付账款：反映为满足客户订单采购情况，信息化与材料板块增长较快

应付账款主要包括军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项，亦能体现订单的增长情况。20H1 应付款项整体同比增长 9.58%，其中信息化及新材料分别增长 21.58%，10.71%，增速较快。

表 21：2020 年半年报应付账款及应付票据情况（百万元）

分类	应付账款			应付票据			应付账款及应付票据		
	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1	同比	2019H1	2020H1	同比
军工	97,658.08	108,006.59	10.60%	29638.43	32,129.95	8.41%	127886.91	140,136.54	9.58%
航空	68620.42	75,117.51	9.47%	22659.99	24,144.46	6.55%	91280.42	99,261.97	8.74%
航天	12663.81	13,594.31	7.35%	3291.96	3,393.90	3.10%	15993.655	16,988.20	6.22%
信息化	12782.81	15,317.53	19.83%	2654.96	3,451.36	30.00%	15437.77	18,768.89	21.58%
新材料	3591.03	3,977.24	10.75%	1031.52	1,140.24	10.54%	4,622.55	5,117.48	10.71%
国企	90804.20	99,845.76	9.96%	27438.81	29,455.95	7.35%	118795.54	129,301.71	8.84%
民企	6853.87	8,160.83	19.07%	2199.62	2,674.00	21.57%	9091.38	10,834.82	19.18%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

1) 航空板块：

应付款项（含应付账款及应付票据）稳定增长，订单增长良好。2020H1，航空板块应付账款及应付票据仍旧保持较高水平（992.62 亿，+8.74%），说明向上游购买原材料稳定增长，其中应付账款（751.18 亿，+9.47%），应付票据（226.60 亿，+15.26%）。其中三角防务作为航空产业链偏上游标的，应付款项同比增长 101.17%，考虑其存货的大幅增长，我们认为其率先受益航空装备放量的驱动；此外爱乐达应付款项同比增长 46%，考虑其存货和原材料的增长，我们预计其目前或处于加紧采购和生产的状态。

表 22：航空板块应付账款及应付票据（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
应付账款	41586.37	45945.01	58992.47	68620.42	75117.51
应付票据	75117.51	14529.13	16090.14	19660.73	22659.99
应付账款及应付票据	56115.5	62035.15	78653.2	91280.42	99261.97
应付账款增速		10.48%	28.40%	16.32%	9.47%
应付票据增速		-80.66%	10.74%	22.19%	15.26%
应付账款及应付票据增速		10.55%	26.79%	16.05%	8.74%

资料来源：wind、安信证券研究中心

2) 航天板块

应付款项（含应付账款及应付票据）主要为军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项，亦能体现订单的增长情况。20H1 航天板块应付款项及应付票据合计 169.88 亿元，同比增长 6.22%，其中应付账款（135.94 亿，+7.35%）、应付票据（33.93，+3.10%）。其中航天电器应付账款同比增长 36.53%，考虑其存货和预收账款的增长，我们认为多项指标都预示以航天电器为代表的航天特种装备领域的增长。

表 23：航天板块应付账款及应付票据（百万元）

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
--	--------	--------	--------	--------	--------

应付账款	8215.06	9776.44	10605.39	12663.81	13594.31
应付票据	723.15	1816.67	2121.14	3291.96	3393.90
应付账款及应付票据	8938.21	11593.11	12726.53	15993.65	16988.20
应付账款增速		19.01%	8.48%	19.41%	7.35%
应付票据增速		151.21%	16.76%	55.20%	3.10%
应付账款及应付票据增速		29.70%	9.78%	25.67%	6.22%

资料来源: wind、安信证券研究中心

3) 信息化板块: 20H1 应付账款及应付票据 (187.68 亿元, +21.58%), 其中应付账款同比增长 19.83%, 应付票据同比增长 30.00%。元器件中鸿远电子、宏达电子贡献较大, 鸿远电子应付账款及应付票据增长 1.07 亿元, 增幅 130.13%, 宏达电子增长 0.78 亿元, 增幅 140.19%; 此外, 民参军企业中, 睿创微纳、高德红外、振芯科技、大立科技则同比增长 209.59%、90.10%、75.72%、55.31%, 皆高于整体增速, 反映为订单生产的备产情况。

元器件类公司 20H1 应付款项同比增长 20.47%, 宏达电子、鸿远电子、火炬电子、振华科技分别增长 140.19%、130.13%、7.46%、7.02%, 总体增长情况较好。因振华科技剥离深圳通信影响, 故计算剔除振华科技后, 元器件类公司应付款项整体 38.71%。

半导体类公司 20H1 应付款项同比增长 5.24%, 其中睿创微纳大幅增长 209.59%, 反映公司为应对饱满需求备产备货; 景嘉微及紫光国微同比下降 18.18%、7.97%, 其中紫光国微应付票据下滑 49.80%, 主要由于偿还银行承兑汇票, 且紫光国微应付款项基数较大, 拉低半导体整体增速。

4) 新材料板块: 20H1 应付账款及应付票据 (51.17 亿元, +10.71%), 其中应付账款同比增长 10.75%, 应付票据同比增长 10.54%。其中宝钛股份、光威复材及钢研高纳贡献较大, 2020H1 分别实现同比增长 54.37%、36.87%及 16.47%, 宝钛股份主要因原材料采购及应付工程款同比增幅较大所致, 光威复材及钢研高纳增长或主要因存货及材料采购款增加所致, 材料行业受益我国航空航天行业高速发展, 有望维持高景气度。

3. 军工回款集中于下半年, 上半年经营性现金流一般为负

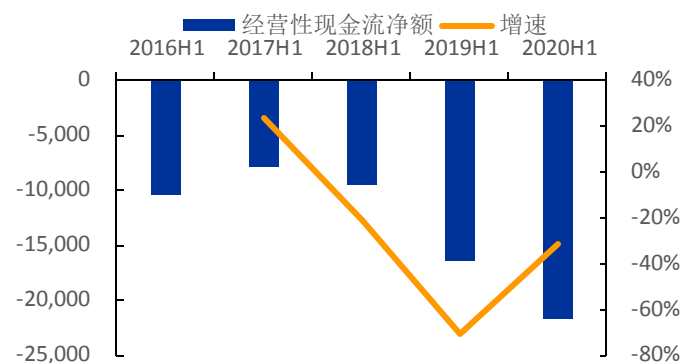
2020H1 军工行业现金流同比出现下滑, 主要受航空板块下滑较多所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于下半年, 所以经营现金流上半年一般为负。从各板块看, 20H1 航空板块及新材料板块同比出现较大下滑, 其余板块变化不算太大, 且回顾 2015-2019 年, 除 2016 年受军改影响现金流情况经历低谷, 行业整体现金流情况保持持续改善。我们认为, 随着军改继续深化和落地, 预计行业现金流情况将继续改善。

表 24: 军工行业经营性现金流 (百万元)

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
合计	-11326.04	-8990.15	-10508.30	-15626.27	-20833.51
国企	-10410.49	-7938.91	-9615.63	-16452.11	-21669.43
民参军	-915.54	-1051.24	-892.67	825.84	835.91
航空	-8859.95	-4624.30	-7590.41	-11937.91	-18278.26
航天	-1599.44	-1922.80	-1554.98	-2193.45	-1190.07
信息化	-1072.78	-2422.72	-1318.96	-2024.43	-1451.94
新材料	206.12	-20.33	-43.94	529.52	86.77

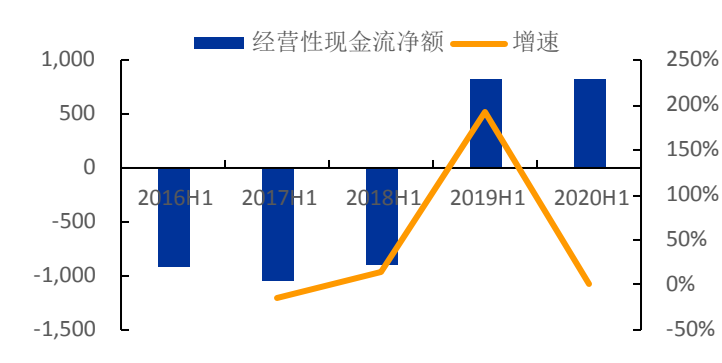
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49：军工国企历年半年报经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

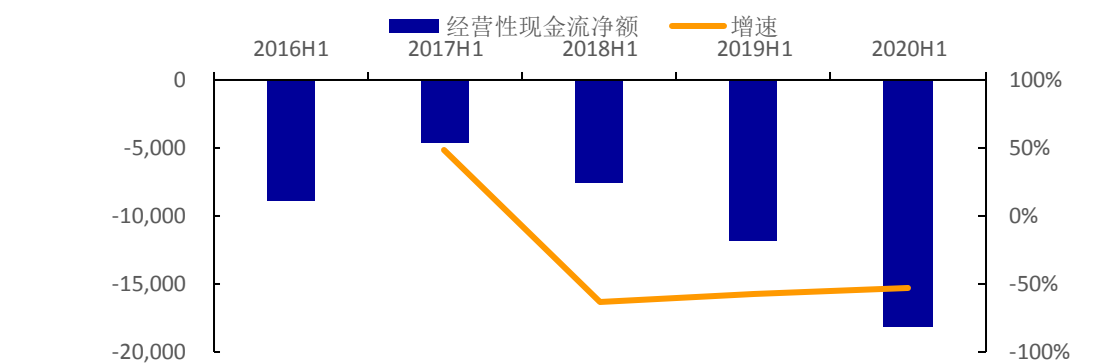
图 50：军工民企历年半年报经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

1) 航空板块：航空板块 20 年上半年经营性现金流-182.78 亿，同比减少 63.4 亿，其中航发动力减少 25.07 亿元，中航飞机减少 21.81 亿，主要原因是销售回款滞后以及支付供应商货款增加所致。

图 51：航空经营性现金流（百万元）

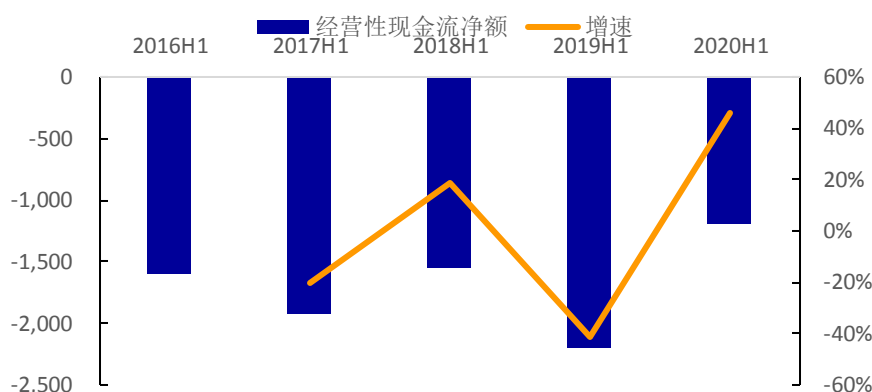


资料来源：wind、安信证券研究中心

2) 航天板块：

2020H1 航天板块经营性现金流较去年同期增长 10.04 亿元，为军工四大板块中现金流好转幅度最大的子行业，航天板块代表标的 20 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 4%，购买商品接受劳务支付的现金同比减少 4%，导致经营性现金净流量较去年增长。其中航天晨光和航天动力经营现金净流量由正转负，航天晨光主要是因为报告期内回款同比增加，中国卫星则主要原因是报告期公司宇航制造类业务的到款高于上年同期。

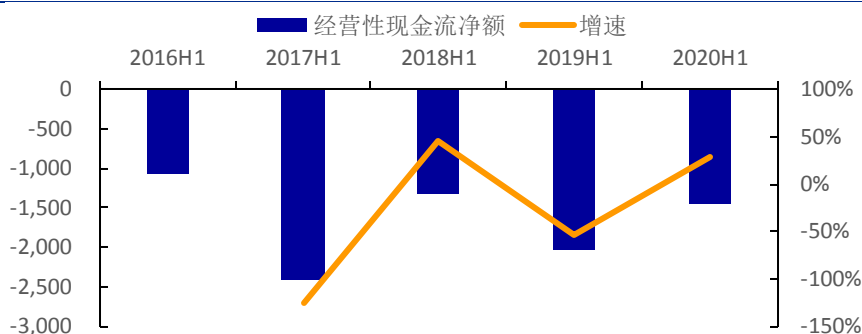
图 52：航空经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

3) 信息化：军改影响逐步削弱，现金流情况持续改善。20H1 信息化板块实现现金流净额-14.52 亿元，上年同期增加 5.72 亿元，主要因行业整体销售商品及提供劳务收到现金同比增长 19.70%。其中，睿创微纳、大立科技及高德红外等红外标的受益疫情销售收入同比出现较大幅度提升；海格通信、七一二及上海瀚讯等在军改逐步落地背景下，订单逐步恢复；火炬电子、红相股份等受益下游装备需求增加订单情况良好。信息化行业回款持续改善再次验证了军改影响的削弱。

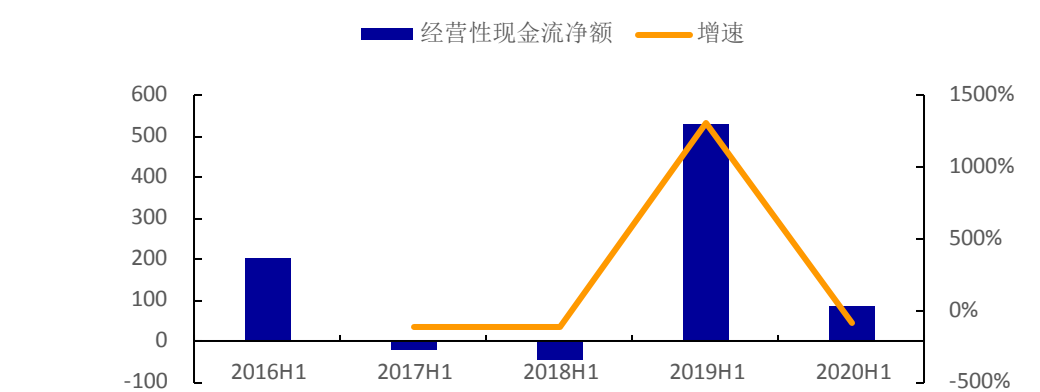
图 53：信息化板块历年经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

3) 新材料：20H1 同比下滑较大，预计后续将逐步好转。20H1 新材料板块经营性现金流同比下滑 83.61%，主要因光威复材（购买商品现金增加及军品回款同比减少）、中航高科（因剥离江苏致豪，剔除江苏致豪后现金流同比减少 1.38 亿元，主要因中航复材原材料采购同比增加所致）、应流股份（销售商品收入现金同比减少及现金流流出增加）及西部超导（采购原材料与接受劳务及支付职工薪酬等支出同比增加所致）下滑较大所致。预计伴随我国航空航天发展稳步推进，新型号战机逐步批产列装且复合材料用量占比提升，以及航空发动机产业国产替代趋势，后续现金流情况有望持续改善。

图 54：新材料板块历年半年报现金流（百万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

4. 行业观点：调整或带来配置机会，继续看多军工板块，仍重点关注航空、航天、信息化及新材料方向

根据 20H1 中报已初步体现今年稳健增长态势，预计十四五增速或将再上一个台阶：

1) 20H1 行业利润增长为 21.83%，Q2 环比 Q1 明显改善，通过赶工完成上半年任务，多家增长水平拉回到全年预期水平，其中航空、航天、信息化和新材料净利润增速分别为 22%、5%、24.77%、22.70%，上游信息化和部分材料公司率先体现增速加快，多数子行业目前仍体现的是去年的订单的惯性增长，跟预期比较一致，预计行业全年增长 15-20%，2021 年行业增长将加快，主要因为今年中期以来备战带来的订单变化很多公司尚未体现在报表中，预计最早在今年年报资产负债表里公开体现，业绩体现要到 2021 年。

2) 行业盈利水平继续提高，2019 年报中综合毛利率和净利率已是多年来最好水平，但 20H1 继续保持提升，其中航空、航天、信息化和新材料毛利率分别为 20.93%、22.7%、42.58%、33.07%，净利率分别为 7.48%、7.59%、29.29%、15.31%，主要受益于量的变化，也包含走向高端、走向集成、央企子公司削减成本和费用的影响。

3) 子行业里信息化、新材料等继续高增长，逻辑继续存在；航空装备领域 20 产业链已出现高增速，这跟年初就出现的订单大增相关，其他航空装备大多符合预期；航天特种装备领域目前在电子元器件领域已经出现订单变化和业绩变化，相当于年初的 20 产业链，完整业绩体现要靠明年。

调整带来配置机会，继续看多军工板块，仍重点关注航空、航天、信息化和新材料等方向。中证军工指数有所调整，或主要由于前期涨幅较大。6 月底以来中证军工指数一度上涨近 50%，且军工板块由于资金结构而杠杆率较高，融资余额占流通市值比例是 A 股平均水平 1.8 倍，因此波动较大。但我们认为，调整或带来配置机会，继续看多军工板块。其中，航空航天因主战装备等进入列装放量节奏，景气度明显提升，以亚光科技、红相股份和航天电器等公司为代表，其先导指标订单和资本开支已开始呈现，且考虑战机需求旺盛，军工行业公司普遍出现产能和交付吃紧，相关上游材料、中游制造等环节公司积极扩产应付。信息化因国产化进程、现代化建设、更新速度快等因素，自 2018 年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向。新材料因叠加下游高景气及占比提升、规模效应、格局较好等因素成长性突出，重点关注碳纤维及复合材料等产业链。

表 25：订单逐步落地，佐证十四五预期

红相股份	公告子公司星波通信签订军品 2.9 亿元+2.1 亿元订货合同
亚光电子	拟通过公开发行可转换公司债券募集资金，投入微波电子扩产、技改项目，以应对客户井喷式的需求
航天电器	拟实施继电器生产线扩充，率先出现扩产信号

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

推进国防和军队现代化建设奠定长期发展基调。习近平在中央政治局第二十二次集体学习时强调，“奋力推进国防和军队现代化建设”，并 11 次提到现代化。按十九大报告对国防和军队建设的三步走战略，2020-2035 年是国防和军队建设现代化和信息化的关键时期，通稿中 11 次提到国防和军队现代化，一方面新式武器装备占比将继续提高，另一方面国防信息化是武器装备的耳朵、鼻子和眼睛，按十九大报告部署，**2020 年我们军队和国防的信息化建设将取得重大进展，未来信息化建设一定是现代化建设的重中之重。**

表 26：现代化的重要内涵

新式装备占比提升	以战斗机、无人机及航天装备等为代表或将加速列装。以俄为例，目前俄战略核力量的现代化武器装备率达到 82%，空军达到 74%，空降兵和海军超过 60%，陆军接近 50%
信息化水平提升	军队战斗力生成离不开信息化发展，无论是导弹精确制导、战斗机航电系统更新换代还是各军兵种联合作战体系的建立，都离不开态势感知、信息传输、存储分析、信息安全等
无人化装备的发展	"加快机械化信息化智能化融合发展"。我们认为无人化或是智能化的重要内涵，美国加速推进无人化装备研发部署亦是对我军现代化发展的重要启示

资料来源：安信证券研究中心

预计行业 2020 年增长 15-20%左右，2021-2022 年或呈现加速态势。当前经济情况、军工周期和订单水平决定 2020 年行业增长稳健，预计主要公司增速仍在 20%附近；因留存资金较多和订单加速等原因，2021 年可能突破过去五年规律，呈现加速增长格局。其主要逻辑如下：

- 1) **军费和资金投入，国防支出是公共消费重要内涵，2020 年国防预算增速将 6.6%，**且市场上也有很多其他类资金，如地方资金和军民融合资金支持，多投入供给侧的制造阶段，持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。
- 2) **军工体制改革提升企业经营效率，随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。**且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。
- 3) **军改影响逐步消除。**此前影响订单和回款，随着负面影响削弱，预计未来同比增长相对加快。
- 4) **主战装备列装势头较快。**比如某主力战机和某通用直升机等，预计 2020 年全行业增速在 15-20%附近，相比 2019 年呈现稳健并略有加快的态势，备战逻辑带来 2021 年—2023 年的高速增长

第一阶段因航空航天等特种装备需求放量带动产业链标的表现突出，目前已进入第二阶段的提业绩预期、提估值阶段，基本面好的标的都有机会。重点关注：**【航天发展】、【睿创微纳】、【紫光国微】、【振华科技】、【光威复材/中航高科】、【中航沈飞】、【中航机电】、【航发动力】、【航天电器/中航光电】、【北摩高科】、【红相股份】**等。

5. 重点公司中报点评汇总

5.1. 中航光电：Q2 净利润同比增长 47%，军工、通讯、新能源汽车领域内生增长确定性高

■ 事件：

公司发布 2020 半年报，实现营业收入（48.10 亿元，+4.64%），归母净利润（6.63 亿元，+15.71%），其中 Q2 实现营收（30.1 亿元，同比增长 23.31%，环比增长 67.22%），归母净利润（4.99 亿元，同比增长 46.76%，环比增长+204.27%）

■ 点评：

疫情防控与复工复产双线作战，二季度业绩同比增长 46.76%，防务领域较好发展。

2020H1 公司实现收入 48.10 亿元，同比增长 4.64%，归母净利润 6.63 亿元，同比增长 15.71%，报告期内，面对外部环境的复杂变化和不确定性，公司实现疫情防控和复工复产双线作战，实现了收入的正增长以及利润同比 16% 的增长。

分业务来看，电连接器收入 36.27 亿元，同比增长 0.94%，占营收比达 75.41%，为公司主要业绩贡献，其中防务领域受益防务需求增加发展较好，而民品发展则受到新能源汽车、通讯等行业一定影响；光器件及光电设备收入 9.55 亿元，同比增长 16.68%，占营收比 19.86%；流体、齿科及其他产品收入 2.28 亿元，同比增长 23.37%，占营收比 4.73%。

单季度来看，受疫情影响，2020Q1 营收 18 亿元，同比下降 16.52%，净利润 1.64 亿元，同比下降 29.71%。根据调研活动信息表，公司自 3 月份开始，产能恢复正常，在手订单饱满，公司抓紧组织生产交付，且随着防务领域计划需求的增加，公司防务领域发展较好。公司 2020Q2 业绩快速回升，实现营收 30.1 亿元，同比增长 23.31%，环比增长 67.22%，二季度归母净利润 4.99 亿元，同比增长 46.76%，环比增长+204.27%。

毛利率保持稳定，期间费用率有所改善，带动净利润增速高于营收。2020H1 综合毛利率为 33.26%，同比持平，其中电连接器毛利率 37.81%，同比小幅提升 0.44%，光器件及光电设备毛利率 16.24%，同比小幅下降 1.37%；期间费用率 15.31%，同比下降 1.92 个百分点，使得净利润增速高于营收。其中，受疫情影响，人工、差旅和销售服务费较去年同期下降，销售费用率同比改善 1.15 个百分点；由于较上年同期新增二期股权激励摊销（2020H1 摊销约 8000 万），管理费用率上升 1.25 个百分点，若扣除股权激励摊销，则管理费用率下降 0.4 个百分点，反映内部运营效率提升；由于较上年同期可转债利息减少，汇兑收益增加，财务费用率改善 0.87 个百分点；去年为确保公司优势地位，加大技术开发研发费用，导致去年研发投入绝对值和营收占比都达到历史最高点（2019 年全年研发投入 9.2 亿元，占比 10.04%，2019H1 研发投入 4.04 亿元，占比 8.8%），2020H1 研发费用率同比下降 1.16 个百分点，但仍保持在 7.63% 的高研发水平，且公司预计 2020 全年研发投入绝对值仍将在 2019 年的基础上有所提升。

资产负债表来看，在手订单饱满，抓紧组织生产交付。公司期末应收账款较期初增长 34.91%，预付账款较期初增长 43.4%，其中 89.31% 为一年以内账龄，期末存货同比增长 5.17%，其中原材料增长 39.86%，以上反映公司生产任务饱满，预计全年业绩有保障；期末在建工程较期初增加 30.56%，系公司光电技术产业基地项目（二期工程）投资增加，将解决公司进一步业务扩张及新产品产业化的产能问题。

现金流量表来看，经营活动现金净流出 9569 万，去年同期净流入 2.19 亿元，主要系较上年同期应付票据到期所致；筹资活动产生现金净流入 3.03 亿元，去年同期净流出 1.85 亿元，主要系股权激励二期收款所致；投资活动现金净流出 2.21 亿元，净流出增加 15.72%，主要系较去年同期投资新技术产业基地项目和光电二期项目增加。

■ **以军为基，防务领域地位进一步巩固，受益防务需求增加，预计 20 年较好发展。**公司防务领域产品涉及航空航天、船舶、通信指挥以及兵装等几乎所有军品市场。报告期内，公司紧抓型号项目，加强配套交付能力建设，防务领域行业地位进一步巩固，预计随着我国武器装备更新换代需求加速释放，信息化程度提高带动连接器系统需求不断增长，以及国产化替代趋势叠加军改负面影响削弱，根据投资者关系记录，防务各领域客户订单充足，各项研制项目均正常开展，2020 年是“十三五”收官之年，随着防务领域计划需求的增加，公司防务领域 2020 年发展预计较好。

■ **深入布局通讯领域连接器市场，关注 5G 建设进展。**公司通讯领域产品是华为、中兴等国内企业及三星、爱立信等国际厂商的重要供应商，5G 建设蓄势待发，将带动公司通信业务开启新一轮增长。根据公司主页，2019 年 11 月公司研制的具有自主知识产权的 56Gbps 高速连接器通过全项目试验检测和用户的应用验证与使用，性能稳定且技术达到国际先进水平，同时公司自主研发的十多条高速连接器全自动生产线，已实现了各型号高速连接器 1000 万只以上的规模化生产能力。2019 年公司在高速背板业务有部分小批量生产，目前已有部分客户批量生产，预计 2020 年增长较快。通讯领域通过产品结构调整、平台产品开发和成本优化等措施的实施，产品市场竞争力显著提升，5G 相关产品参与多个型号编码的研制供货。

■ **国内新能源汽车连接器龙头，获多个国内及国际重点客户项目突破。**公司是我国较早接入新能源汽车连接器的供应商，能够为汽车行业提供全面的新能源汽车高压互连及充电系统解决方案，助力国家汽车产业的电动化快速升级，根据公司主页，其客户包括比亚迪、北汽、东风、宇通、中通、奇瑞等我国主要新能源汽车厂商，并与国轩高科等签订核心供应商战略合作协议。2020 上半年我国新能源车销量同比下降 44%，或将影响公司新能源汽车业务增长。但公司与部分国际一线车企开展合作或接触，且半年报显示，公司在新能源汽车领域上半年完成多个重点新车型项目定点，开展自动化和智能化生产线建设，加快与国际一流车企的认证审核和合作进程，我们认为这将为新能源汽车领域新增长奠定基础。

■ **加快能力建设步伐，股权激励助力长期发展。**2018 年 11 月，公司可转债发行申请获得通过，主要用于新技术产业基地、光电技术产业基地二期项目等。此次公司拟发行可转债募集资金 13 亿元，将解决公司进一步业务扩张及新产品产业化的产能问题，预计将分别为公司新增收入 13.75、10.03 亿元，满足新一轮增长需求。此外报告期内，公司限制性股票激励计划（第一期）完成第二次解锁，实现了激励效应，限制性股票激励计划（第二期）完成股份授予，进一步激发了公司人力资本活力，增加了公司长期发展动力。

■ **投资建议：**公司是军工板块持续增长，较为稳健的标的，是国内领先的光电连接技术解决方案提供商。随着防务领域计划需求的增加，防务领域 2020 年发展预计较好，仍是目前最主要的业绩增长点；新技术产业基地项目和光电技术产业基地项目（二期）持续推进，5G 通讯高速连接器、新能源汽车高压连接等产品研发和产业化能力进一步提升，强力支撑公司市场开拓和业务发展。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 12.35、14.88、17.65 亿元。

风险提示：军品业务放量不及预期；新能源汽车及 5G 通讯等民品业务拓展不及预期

5.2. 航天电器：2020Q2 营收、利润创季度新高，核心受益航天领域高景气

■ 事件：

2020 年 8 月 24 日发布半年度报告，实现营收（18.78 亿元，+15.99%），归母净利润（1.85 亿元，同比-1.21%）。单季度来看，Q2 实现营收（11.18 亿元，同比+17.99%，环比+47%），归母净利润（1.12 亿元，同比+2.28%，环比+53%）。

■ 点评：

1) 2020 年二季度公司实现营业收入、利润创季度新高。

2020H1 实现营收（18.78 亿元，+15.99%），实现利润总额（2.51 亿元，+8.23%），实现归母净利润（1.85 亿元，-1.21%）。单季度来看，Q2 实现营收（11.18 亿元，同比+17.99%，环比+47%），归母净利润（1.12 亿元，同比+2.28%，环比+53%），Q2 收入和归母净利润绝对额都创历史新高，环比恢复明显。我们认为增长较快的原因主要是上半年公司军品、民品市场订货实现较快增长，公司加紧复工复产工作，保订单、保产品交付顺利，同时公司上半年圆满完成北斗导航、火星探测等国家重大工程研制配套任务，预计全年经营目标的完成有保障。

分产品看，公司连接器收入 12.58 亿元（+26.49%），占营收比重提高至 66.97%，增长一方面系受益军工行业整体高景气，公司航天、航空领域订单增长较好，另一方面去年广东华旗 3 月份并表增厚公司业绩；公司占比 22.90%的电机业务上半年实现 4.30 亿元（-0.27%），净利润 4229.56 万元（+32.58%），收入持平而净利润增幅较高的主要原因是林泉电机推进精益生产、成本管控工作，生产效率提升、降本效果显著，电机业务毛利率同比提高了 5.14 个百分点。

毛利率小幅下降，费用率改善，继续保持高研发投入。2020H1 综合毛利率 34.37%，同比小幅下降，一是是报告期疫情防控物资支出、供应链保障及物流费用增加；二是报告期公司民用产品收入占营业总收入比例上升，但相关产品综合毛利率低于公司产品平均毛利率；三是报告期公司主要产品生产所需的贵金属、特种化工材料供货价格持续上涨。2020H1 期间费用率 17.96%，同比上升 0.21pct，其中销售费用率和管理费用率分别改善 0.27 和 0.41 个百分点，财务费用率小幅提升 0.12 个百分点，期间费用率的提升主要系研发费用率由 7.47% 提升 0.78 个百分点至 8.25%所致，研发投入提升主要是报告期公司持续加大 5G 用连接器、高速连接器、板间射频连接器、光背板及传输一体化、整体链路等新产品的开发投入，研发费用支出较上年同期增加。

公司 2020 年 1-6 月，公司计提资产减值准备 7,526.78 万元，相比去年增加 1700 万元，相应减少利润总额 7,526.78 万元，减少净利润 5,261.88 万元，不考虑资产减值准备对净利润的影响，公司半年度业绩依旧保持正增长。

2) 资产负债表看，公司期末存货 6.01 亿，相比期初增加 20%，其中库存商品同比增加 53%，预示公司下半年的增长仍有望持续向好；期末应付账款较期初增长 70.39%，主要包括应付材料款、加工款和设备款等，均未超过一年，反映公司目前加紧采购和生产；期末应收账款较期初增长 146.69%，一是 2020 年持续加大新市场、新领域开发力度，航天、航空、电子、通讯等领域新产品订单增长，营收增长带动应收账款相应增加；二是公司货款回笼集中于第 4 季度。

3) 现金流量表来看，报告期经营现金净流出 2.94 亿元，净流出同比减少 14.6%，主要系公司面对严峻复杂的经济形势，制定实施专项措施，严控非生产性支出、强化货款回笼，2020

年上半年公司货款回笼情况优于上年同期；投资活动现金流出净额 5440 万元，净流出同比增加 73%，主要系报告期内公司及子公司技术改造，设备采购等业务结算支付的现金较上年同期增加所致；筹资活动现金净流出 6120 万元，净流出增加 23.35%，主要吸收投资收到的现金减少。

■弹载连接器和微特电机等产品在航天领域优势突出，将核心并广泛受益行业增速的提升。

公司 70%以上的产品销售给航天、航空等领域的高端客户，军品基本覆盖全部军工装备领域。公司的连接器产品在航天领域市场份额居首。在弹载连接器领域，公司的优势产品绞线式弹性毫微插针连接器，该种连接器的“心脏”部分是绞线插针，俗称“麻花针”，为电子设备微型化、高可靠，创造了有利条件，它的独特优点使的该类连接器是导弹上应用最为广泛的品类。伴随着航天装备领域的高景气，公司凭借产品优势核心受益这一进程。

公司的微特电机产品覆盖航天所有型号，同时也为电子、航空、船舶型号配套，在产品性能、可靠性等方面具有高端技术优势。贵州林泉作为国内精密微特电机研制与工程应用的领军企业，公司拥有国家级的“精密微特电机工程技术研究中心”和航天“微特电机专业技术中心”、“微特电机检测中心”。公司的微特电机产品广泛应用于导弹舵机、水中兵器舵机、导引头伺服机构，此外还有弹上电源、弹上遥测等产品，航天业务占比高，同样受益。

■民品在通信领域拓展迅速，已涵盖通信、工业、新能源等多个下游领域，受益于 5G 基站建设。

公司加快光传输、高速互连与新能源互连等新业务的拓展，民品中通信领域业务占比可观，受益 5G 基站建设等带动，2020 年公司为国家国内主流通信设备厂家生产 5G 基站的连接器，根据贵阳日报报道，截至 4 月初已接到 1.8 亿余元订单额；另公司连接器产品品类齐全，包括高速连接器等，自主可控趋势下受益国产替代机会。获得了某国际通信设备巨头重点高速编码独家开发资格，转变公司在通信市场单一产品（电源类）配套的被动局面。根据东莞日报，公司华南基地于 6 月 3 日举办了动工仪式，将是 5G 通讯和物联网、新能源汽车、消费终端和工业控制领域电子元器件的科研生产基地，计划投资 20 亿元，计划用地 100-150 亩，达产后预计年产值 35 亿元，税收 8000 万元，长期空间进一步打开。

■航天科工集团提出积极推进实施股权激励等中长期激励措施，航天电器有望受益这一进程。

2019 年 8 月，航天科工集团官网指出，要完善利益传导机制，完善基于实际绩效的激励机制，积极推进实施股权激励等中长期激励措施，加快推进“薪酬+股权分红”多元化收入分配体系建设。股权激励手段对企业经营和业务具有积极作用，同时对提升投资信心上也具备积极效果。

投资建议：航天产品领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度，公司的连接器产品在宇航、弹载连接器领域市场份额居首，优势突出，核心受益；此外民品发展具有潜力，受益于 5G 基站建设及元器件的国产替代。此外，公司作为航天科工十院旗下上市公司，股权激励仍可期。预计 2020-2022 年净利润为 5.00、6.51、8.64 亿元，公司是军工板块中增长确定性较好、估值与业绩匹配，可长期关注。

风险提示：武器装备列装进度不及预期、航天发射任务失利或延后影响公司军品业务。

5.3. 中直股份：半年报净利润同比增长 24%，直-20 需求持续景气

■事件：公司发布 2020 年半年报：营业收入 76.77 亿元，同比增长 11.26%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 23.82%；扣非净利润 2.89 亿元，同比增长 24.97%。

■点评：

2020H1 整机交付量增加带动营收同比增长 11.26%，应是直-20 机型的增长拉动。分部看，哈尔滨分部实现营收 25.95 亿元，占总营收比重 34%，同比增长 40.6%，预计主要是直-20 通用型直升机延续去年的增长态势，交付量继续增加；景德镇分部实现营收 46.96 亿元，占总营收比重 61%，同比略有-1.6%下滑，或是部分机型已过装备高峰，处于需求稳定阶段。公司二季度全力冲刺“时间过半、任务过半”，单二季度实现营收 57.25 亿元，同比增长 26.86%、净利润 2.46 亿元，同比增长 51.92%，绝对额均创历史新高，为确保“十三五”圆满收官打下良好基础。

公司 2020H1 整体毛利率 10.56%，净利率 3.82%，毛利率略有下降 0.72 个百分点，但净利润有所提高 0.41 个百分点。毛利率略有下降的原因我们认为应是机型结构变化原因导致。净利率不降反升的主要原因是期间费用率相比去年改善 1.33 个百分点，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别降低了 0.13、0.85、0.37 个百分点。销售费用、管理费用变动主要是受到新冠疫情影响，差旅费、运输费、管理人员薪酬、差旅费、水电费等各项费用降低。

资产负债表来看，期末合同资产较期初同比增加 354.15%，系已向客户转让商品而有权收取对价的权利，增加的主要原因是本期航空整机收入增加，均为对航空工业集团下属子公司和政府部门等销售或提供服务形成的，预计全年业绩有保障；期末货币资金较期初下降 32.08%，主要是本期购买商品、接收劳务支付的现金较多；应收票据较期初下降 23.51%，主要票据承兑较多；应付票据减少主要是本期到期承兑较多；长期借款较期初增加 2355%，主要是本期新增长期借款。

■直 20 战术通用直升机 2020 年需求仍保持旺盛。直 20 通用直升机可比照美军“黑鹰”，其强大拓展能力，满足我陆、海、空三军通用。美军“黑鹰”直升机是 10 吨级通用直升机的典型代表，占美国军用直升机整体数量比高达 53%。未来我国直 20 战术通用直升机的需求总量大，有望成为我国军用直升机主力机型，需求空间大。整体看，公司不同机型需求上有些结构的变化，持续关注后续不同分部产品的需求变化。

■投资建议：中直股份是 A 股直升机龙头标的，在陆航部队及海军陆战队扩编，075 直升机航母列装等背景下将显著提升我国军用直升机的需求，比如直 20 机型未来三年有望保持持续增长。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.01、8.14、9.41 亿元。

■风险提示：陆航旅建设速度不达预期；新产品交付进度不及预期。

5.4. 中航沈飞：H1 扣非净利润增长 11.63%，期待十四五的跨越式发展

■ 事件：

2020 年 8 月 30 日，公司发布半年报，实现营收（115.87 亿元，同比增长 2.68%），归母净利润（8.49 亿元，同比增长 97.07%），扣非归母净利润（4.58 亿元，同比增长 11.63%）。

■ 点评：

1) 2020H1 实现收入正增长及扣非净利同比增长+11.63%，盈利能力持续提高。

2020H1 实现营收（115.87 亿元，同比增长 2.68%），其中主营业务为歼击机的子公司沈飞公司实现收入 115.78 亿元，同比增长 2.96%。营收增速较低，原因主要系，一方面，受新冠疫情影响，公司生产和供应链系统受到较大冲击，一二季度分别实现收入 57.01 亿元和 58.86 亿元（Q2: Q1=1.03:1），公司上半年抗疫复工两手抓，实现了收入的正增长以及均衡生产目标；另一方面，公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则。在新收入准则实施前，公司航空产品收入确认时点为根据相应的合同约定，取得验收单或者完成工作确认证明及开具具有收款权利的票据时确认收入；在新收入准则实施后，公司对履约义务实现方式为在某一时段内履行履约义务的，按照履约进度确认收入，也对公司收入确认造成一定的影响。

2020H1 归母净利润（8.49 亿元，同比增长 97.07%），净利润大幅提升主要系：一方面，2020H1 计入当期损益的政府补助 4.09 亿元，相比上年同期增加 3.78 亿元，主要是全资子公司沈飞公司获得的政府补助增加所致。2020H1 扣非归母净利润（4.58 亿元，同比增长 11.63%），疫情背景下仍然实现利润的较好增长。另一方面，毛利率、期间费用率和净利率均有所改观。2020H1 综合毛利率 9.01%，同比增长 0.47pct，扣非净利率 3.95%，同比提升 0.3pct。期间费用率 2.72%，同比下降 0.52pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别改善 0.01pct，0.45pct，0.36pct，但研发费用率同比提升 0.29pct，继续保持高研发投入。整体毛利率、净利率情况看，军品定价机制改革预计仍在推进中，目前仍以成本加成模式定价。

2) 从资产负债表看，期末货币资金较期初下降 48%，主要是支付的款项大于收到的货款所致；期末应收账款较期初增长 70%，主要系部分新增销售产品未到收款期所致；期末存货较期初下降 42%，主要系执行新收入准则使得部分直接材料等计入合同履约成本以及在制品减少所致，而目前计入存货的原材料期末余额 27.13 亿元，较期初增长 25.3%，反映中长期的增长；期末应付账款较期初增长 15%，主要是部分采购商品未到付款期所致；期末预收账款较期初减少 100%，而合同负债较期初增加 3.48 亿元，主要系执行新收入准则及前期预收账款随产品销售在当期确认收入所致。

3) 从现金流量表看，公司经营活动现金净流出 41.41 亿元，净流出同比下降 7%，主要是支付的采购货款减少所致。投资活动现金净流出 3.01 亿元，净流出同比增加 78%，主要是购建固定资产增加所致。筹资活动产生的现金流量净额 7.9 亿元，同比增长 23%，主要系取得的借款增加所致。

■ 空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快升级换代。

美国印太战略，遏制中国意图非常明显，根据参考消息报道，预计到 2025 年，整个印太地区美军与盟友的 F-35 部署数量将超过 220 架，力量平衡迫使我们加快升级换代。目前，我国空军从结构和数量上与实现现代化战略空军的目标仍存在较大差距，跨代发展，优化结构的需求迫切。根据《World Air Forces 2020》数据：从作战飞机总量看，我国约为美国的 60%；从代际结构看，中国三代半及四代战机占总量比例极低，而同期美国早已经淘汰二代战机并且完全过渡到三代及以上战机，其中三代战机仅占总量的 86%、四代机占总量的 14%。

■沈飞未来五年的需求空间有保障，其长期增长空间较为明朗，是可观的增长预期。细分机型看，沈飞现役及在研机型是我国空军重要支柱，预期仍需求旺盛，有望进一步上量。歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间打开，有望继续上量。歼-15 是我国目前唯一舰载机，满足弹射需求机型是重要增量。在研四代机“鹞鹰” FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。

1) 歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间大，未来一段时间仍将是装备重点，有望继续上量。歼 16 最大特点是具备远距离超视距攻击能力和强大的对地、对海打击能力，装备自动电子扫描相控阵雷达 (AESA)，可同时攻击多个目标并识别目标的相关信息，是空军和海军未来的对地对海打击主力。根据新浪军事报道，自 2017 年东部战区空军某旅换装歼-16，成为第一支歼-16 航空旅以来，我国空军陆续装备歼-16 战机，歼-16 成建制装备，该机型仍是未来需求重点。

2) 歼-15 是我国目前唯一舰载机，满足弹射需求机型是重要增量。首艘国产航母已正式入列，能够搭载 36 架歼-15 战斗机，是“辽宁舰”的 1.5 倍。未来两到三年，考虑到首艘国产航母舰载机的新装需求，叠加现服两艘航母的训练更新，歼-15 及满足弹射需求的歼-15 的需求同比预计将有大幅提升。

3) 在研四代机“鹞鹰” FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。公司年报中指出，预研工作有序推进，新型号投入研制，为公司持续快速发展积淀能量。“鹞鹰” FC-31 是沈飞独立自主研制的新一代中型隐形战机，或可接替 J-15 成为下一代航母隐身舰载机。

■投资建议：中航沈飞作为战斗机整机唯一标的，在空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快升级换代的大背景下，远期空间区别于以往空间有限的看法。歼-16 是空军新一代主战机型，需求空间大，未来一段时间将是装备重点，有望继续上量；歼-15 及满足弹射需求的歼-15 的需求同比预计将有提升，将为沈飞贡献业绩增量。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 14.12、15.01、18.03 亿元，考虑到未来五年的增长空间，持续重点推荐。

■风险因素：武器装备采购不及预期，新机型进展不及预期。

5.5. 亚光科技：亚光电子高增长，股权激励费用拖累净利润

■事件：

2020 年 8 月 27 日发布半年报，实现营收 (9.1 亿元，同比增长 41.09%)，归母净利润 (4924.57 万元，同比下降 34.73%)，其中报告期内摊销股权激励费成本合计 4096.68 万元计入管理费用，若不考虑股权激励费成本的影响，则归母净利润 (9011.24 万元，同比增长 19.43%)。

■点评：

1) 卫星、弹载拉动军工电子业绩高成长，股权激励成本拖累净利润。2020H1 实现营收 (9.1 亿元，同比增长 41.09%)，上半年收入实现快速增长，主要系报告期内，公司全力推动技术营销、制造模式与运营模式创新，提升基础管理，加大市场开拓力度，促使公司转型升级，确保了公司平稳、健康发展。分业务来看，受下游导弹、电子对抗、卫星、雷达等配套需求激增的影响，公司军工电子业务上半年订单和收入继续保持较高增速，成都亚光 H1 收入 6.8 亿元，同比增长 67.95%，系公司上半年营收快速增长的主要拉动因素；而受疫情影响，公司船艇订单延期交付较多，船艇业务收入 1.89 亿元，同比下滑 10.66%。我们认为随着军工

电子下游需求的提升，以及下半年船艇业务的不断恢复，预计全年收入增长较为确定。

2020H1 实现归母净利润 (4924.57 万元，同比下降 34.73%)，下降主要原因系，一方面，公司按照《会计准则》的相关规定于 2020 年上半年摊销股权激励费成本总计 4,086.68 万元并计入当期管理费用，导致表观净利润显著下降了 34.73%。分业务来看，亚光电子 H1 净利润 1.01 亿元 (分摊股权激励成本 2343.77 万元)，不考虑股权激励成本则同比增长 53.88%，实现了收入和利润的双提升；而 H1 船艇业务净亏损 3939.83 万元，其中分摊股权激励成本 1742.91 万元，不考虑股权激励成本则同比下滑 198.58%。另一方面，即使不考虑股权激励成本，公司船艇业务仍净亏损 2196.92 万元，主要系疫情影响，船艇订单延期交付，预计随着二季度疫情影响的逐减弱，公司船艇业务有望回升。

Q2 毛利率大幅提升，2020H1 综合毛利率同比持平；股权激励成本导致期间费用率大增。2020H1 综合毛利率 29.03%，同比小幅下降 0.89pct，其中 Q1 毛利率 22.46%，同比下降 9.81pct，Q2 毛利率 35.24%，同比提升 7.24pct，环比提升 12.78pct。Q1 毛利率较低主要原因系，一方面船艇业务受疫情影响较大，船舶制造毛利率同比下降 3.84pct；另一方面公司 Q1 开展 3C 电子产品及电子元器件毛利率业务，实现 1.71 亿元收入，占 Q1 营收比重 39.06%，但其毛利率较低，仅为 4.73%，因此拖累 Q1 综合毛利率。而 Q2 来看，毛利率恢复态势明显。

2020H1 期间费用率 20.32%，同比提升 4.04pct。其中销售费用同比增长 10.85%，销售费用率同比改善 0.76pct，销售费用的增长主要系收入增加所致，由于收入增幅较大使得销售费用率反而有所改善；财务费用率小幅提升 0.71pct，主要系公司规模扩大银行借款增加所致；研发费用同比增长 32.05%，研发费用率同比持平，研发费用增长主要系报告期内加大的军品研发投入所致；但是管理费用率为 11.44%，同比大幅提升 4.14pct，主要系本期股权激励成本 4088.68 万元计入管理费用，若不考虑则管理费用率同比改善。

2) 资产负债表来看，期末货币资金较期初增加 90%，主要系加大销售回款力度所致；期末应收票据较期初下降 39.6%，主要系客户直接汇款现金增加，减少票据收款所致；期末其他应收款较期初增加 43.285，主要系投标保证金等增加所致；期末长期应收款较期初减少 86.35%，主要系凤凰融资租赁公司收回融资款所致；期末存货较期初同比增长 25%，其中原材料、在产品、库存商品分别较期初增加 22%、32%、18%，周转材料减少 100%，发出商品较期初下降 21%，主要系公司订单增加在产品及原材料备件增加所致；期末短期借款增加 39%而长期借款减少 33%，主要系公司归还部分长期借款，扩大银行借款所致。

3) 现金流量表来看，经营活动现金净流出 76 万，去年同期净流入 3.04 亿元，主要系去年同期收到太阳鸟控股归还占用资金所致；投资活动现金净流出 1.73 亿元，净流出增加 17.375，主要系去年在建项目本期继续投入所致；筹资活动现金净流入 3.03 亿元，主要系公司扩大银行借款增加所致。

■军用微波第一阵营，受益卫星互联网星座、弹载领域行业高景气，订单饱满，扩产在即。

1) 低轨卫星星座蓬勃发展，积极扩充产能应对卫星领域爆发的需求。未来三年卫星互联网方面业务有望爆发，按照目前我们汇总的公开披露的由国家队建设的星座计划，按照未来三年预计发射 1000 颗，平均每年约 300 多颗。公司首批国网星项目配套备产任务已按客户要求及时完成研制与交付，公司现有产能已严重不足，目前正逐步扩产。4 月份，成都亚光与成都灏德科技有限公司签署了增资协议，进一步增强了公司射频信号发射端产品种类和技术实力，拓宽了公司功放、发射机等产品在卫星互联网地面信关站等领域的应用。

受益于导弹战略储备增加及实战化训练拉动，公司弹载微波业务进入快车道。自去年 9 月与

航天科工二院 XX 所共建的“微波高密度集成工艺技术联合实验室”揭牌以来，联合实验室所需设备和人员在今年上半年已全部到位，同时，公司科技专项“高密度集成封装微波电路”项目正式启动，以满足星载和弹载领域对射频微系统应用快速增长的需要。航天科工二院是中国最大的空天防御导弹研制生产单位，是中国导弹工业的摇篮。

在手订单充足，下游客户需求快速增长。公司公告显示，截至 8 月 7 日，成都亚光今年累计可执行的军工电子合同订单金额为 8.4 亿元，数量为 158.1 万只/套，分别同比去年增长 25% 和 49%；同时，今年内接到特殊客户备产订单（有书面的备产通知，但尚未确定合同金额及须在后续逐步签订合同的订单）的数量为 30.85 万只/套，按之前销售价格预计为 1.86 亿元。中长期，公司与二院 25 所的合作模式，为公司客户渠道上深度绑定，嫁接中长期的发展订单需求。

产能扩充在即，高增长可期。2020 年 7 月 27 日，公司披露《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 189,000 万元，其中 9.8 亿元投向星座互联网微波集成电路和新一代微电子器件技术改造项目，6.8 亿投向低轨卫星互联网微波集成电路建设项目；其余补充流动资金。

■此外，公司微波芯片发展快速，5G 建设有望打开公司微波组件更大民用空间。2019 年公司外销芯片增长迅速，亚光电子本部自研芯片外销客户从 2018 年的 7 家增长到超过 100 家，销售型号数量从 2018 年 36 项增长到接近 200 项；华光瑞芯自研芯片 2019 年出货量也同比增长 196%。5G 通信向高频段拓展，微波组件的军民融合程度有望不断提升。亚光电子早期积极布局 5G 通信领域，2018 年开始研发用于 5G、雷达、卫星等的系列功放芯片并与华为、中兴等建立合作。

■国内复合材料船艇龙头，船艇业务逐步改善。受经济下行和航运市场萧条影响，船舶市场需求疲软以及前期海警局暂停大量招标，近年来业绩压制。公司销售工作 4 月份逐步回归，先后实现上海市客运轮船公司 410 客位双体铝合金高速客船、湖南省水运建设投资集团湘江航道建设批量工作艇等项目的销售。8 月，孙公司益阳中海中标 2 艘船舶建造合同金额合计 7400 万元，预计船艇业务有望改善。

■股权激励计划彰显公司发展信心。2020 年 1 月 16 日，公司发布 2020 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），限制性股票和股票期权占计划公告时公司股本总额的 5.16%。其中股票期权考核指标为：2020-2022 年营收增速分别不低于 30%、40%、50%（基于 2018 年），实现了公司利益的绑定，彰显公司对未来业绩增长的信心。

■投资建议：军工电子业务是公司业务最大的亮点和增长点，公司处于国内微波组件行业内第一梯队，受益武器装备建设高速发展和国产替代进程加速。暂不考虑股权激励费用的影响，我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 3.50、4.68 亿元、6.03 亿元。

■风险提示：船艇业务发展不及预期；军工订单低于预期。

5.6. 红相股份：2020H1 净利润同比增长 12.28%，整体符合预期

■事件：2020 年 8 月 26 日，公司发布半年报，实现营收（6.95 亿元，+5.54%），归母净利润（1.60 亿元，+12.28%）。

■点评：

1) 业绩整体符合预期，子公司星波通信 2020H1 净利润同比增长 40%。

2020H1 实现营收 (6.95 亿元, +5.54%), 归母净利润 (1.60 亿元, +12.28%)。营收实现稳定增长, 主要系公司及各子公司贯彻落实疫情防控措施的基础上, 稳步开始各项工作, 总体实现了稳定增长, 报告期内, 公司电力板块、军工板块及铁路与轨道交通板块的各项业务稳步推进; 孙公司中宁县银变新能源有限公司建设的 100MW 风力发电项目通过 240 验收并正式投入商业运行。

分部来看, 电力分部实现营收 2.83 亿元, 同比小幅下降 5%, 实现营业利润 9077 万元, 同比下降 21%, 主要系疫情对产品交付有一定影响; 按照 19 年同口径来看, 铁路与轨道交通分部和新能源分部合计实现收入 4.05 亿元, 同比增长 29%, 毛利率由 35% 增长 8pct 至 43%, 营业利润同比增长 54.7%, 主要系新能源分部中发电业务毛利率较高带动铁路轨交与新能源整体毛利率的提升; 军工分部收入来自子公司星波通信, 报告期军工分部实现收入 3987.4 万元, 同比下降 16%, 但星波通信净利润同比增长 40%, 主要受益军工行业高景气。

2020H1 归母净利润增速高于营收, 主要系铁轨与新能源、及军工业务毛利率提升所致。

2020H1 综合毛利率 48.89%, 同比提升 4.75pct, 其中电力分部毛利率小幅下降 3pct, 铁路与轨交和新能源分部则由于发电业务毛利率较高, 毛利率提升 8pct 至 43%, 军工业务毛利率则提升 15pct 至 77%, 考虑到星波通信前期公布合同高达 5 亿元, 预计随着军工业务占比的不断提升, 公司毛利率将再上新台阶。2020H1 期间费用率 22.76%, 同比提升 3.17%, 其中销售费用率下降 2.38pct, 主要系统计口径导致销售有关的运费重分类至营业成本所致, 研发费用率小幅下降 0.4pct, 管理费用率小幅提升 0.35pct, 而财务费用率同比提升 5.6pct, 主要系报告期内发行可转债按实际利率调整的利息增加所致。

2) 资产负债表来看, 期末应收账款较期初增长 25%, 公司主要客户来自电力、军工、铁路等国有大型企业和部分海外客户, 受到其结算惯例的影响, 公司应收账款收款周期相对较长, 导致期末应收账款相对较高; 期末存货较期初增长 22%, 其中原材料较期初增长 74%, 在产品较期初增长 68%, 半成品较期初增加 41%, 而库存商品、在途物资和低值易耗品基本持平, 发出商品较期初下降 32%, 以上反映公司处于加紧生产的状态; 期末在建工程较期初增长 51%, 增加的主要是子公司浙江涵普新厂房工程、星波通信实验楼装修及银川卧龙试验站更新改造等项目的陆续投入。

3) 现金流量表来看, 经营活动现金净流入 8995 万元, 去年同期净流出 1921 万元, 主要系子公司银川卧龙办理的保函及银承业务减少, 导致保函及银承的保证金减少, 以及去年银龙支付诉讼冻结资金而本报告期未发生, 因此现金净流出减少; 投资活动现金净流出 9419 万元, 净流出减少 49.93%, 主要系中宁风电项目投资发生于 2019 年, 因此本期购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少所致; 筹资活动现金净流入 1.54 亿元, 同比增长 29.48%, 主要系报告期内发行可转债使得取得借款收到的现金增加额高于流出的增加。

■全资子公司星波通信航天装备业务占比高, 在手订单饱满, 具备高弹性。

公司旗下全资子公司星波通信是航天装备雷达导引头的核心配套单位, 公司年报显示, 星波通信是国内少数为多个弹载武器平台提供组合级产品的民营企业之一, 配套层级较高, 配套武器装备多, 配套价值量高, 航天装备领域高景气将为公司贡献相当大的业绩弹性。

从技术积累角度看, 星波通信长期聚焦在雷达、电子对抗微波领域, 已经发展为军用微波民营企业的第一梯队, 其微波混合集成电路业务成长空间大, 增速快于军工行业整体增速。

从订单来看, 仅近两次公告订单已达星波通信 2019 年营收 (1.4 亿元) 的 3.6 倍, 交付时间主要在 20 和 21 年, 而星波通信航天装备领域配套层级高, 盈利能力强, 2019 年星波通信净利率高达 46.4%, 按照 19 年净利率水平, 仅公告订单预计就将为公司带来超过 1.6 亿元

的净利润，预计公司未来业绩高成长。

■前期发布收购电子战标的志良电子公司 100%股权草案，强化军工电子业务再进一步。志良电子产品覆盖电子侦察、电磁防护、雷达抗干扰和模拟仿真训练四大类别，是典型的高壁垒、轻资产、高技术含量的优质、成长型企业。根据 MarketsandMarkets 预测报告，到 2022 年全球电子战市场空间将超 300 亿美元，随着国内体系对抗的迫切需要，国内电子战领域预计将以较高增速增长。电子战装备是我军体系对抗背景下的发展重点，目前国内除了中电 29 所、航天科工 8511 所、中船 723 所等以外，志良电子是国内极少数具有雷达对抗系统级和全产业链配套合作能力的企业，拥有军用电子对抗、电子侦察、电子防御和雷达模拟仿真多个产品线。

志良电子业绩高速增长，根据本次交易对方的业绩承诺，志良电子 2020 年至 2022 年扣非净利润业绩承诺为：4780 万元、5736 万元、6883 万元，增长率分别为 18.80%、20%、20%。2019 年实现营收 8782 万（同比增长+52%）元，扣非净利润 4,023.17 万元（同比增长+72%）。2020 年 1-5 月，营收 3655 万元，净利润 2252 万元，净利润率高达 61.2%。

■强化发展军工业务板块是公司长期发展战略，军工业务高成长带动占比迅速提升。

2017 年通过收购星波通信快速切入军工电子领域，新增微波器件、微波组件及子系统等军工业务。公司公告显示，公司子公司成都鼎屹已经成功研制出红外导引头、激光导引头、瞄准用红外机芯组件等军用红外产品，未来将大力向军工领域扩展销售渠道，扩大市场份额。考虑收购志良电子 100%股权后，军工业务再添新军，进军电子对抗领域。公司围绕军工电子领域内生+外延式发展，军工电子业务的占比有望快速提升，2020 年是公司军工战略发展的关键之年，在军工电子这一优质赛道下深入布局值得期待。

■电力、轨道交通板块稳健增长，受益特高压、轨交等新基建投资，盈利稳健。

公司是电力监测检测细分行业龙头，产品多应用在 110kv 及以上的电网领域，受益电网公司继续推进状态检修的设备管理模式、坚强智能电网+泛在电力物联网建设和配网建设，保持稳健增长。旗下银川变压器是铁路牵引变压器龙头，核心受益我国持续投入的铁路基础设施建设，包括我国中西部地区的主干线，中东部地区的复线、支线、联络线铁路建设，旧线的电气化改造，以及运行年限在 15 年以上线路的自然更换等。

■投资建议：看好公司后续军工业务占比提高后将成为军工电子核心标的，预计随着电子对抗公司志良电子的进入，军工业务具备更高的成长性，公司军工利润占比有望快速提升。旗下星波通信是航天装备赛道中较为纯正的公司，航天装备业务占比高，多型产品正处于放量初期，已签订单十分饱满，业绩高弹性。另外，公司在军工的长期布局，预计志良电子进入后，公司军工业务占比快速提升，我们认为公司军工业务的价值还未充分体现，估值方面有望继续重塑。暂不考虑志良并表，我们预计 2020、2021、2022 年归母净利 3.3 亿、4.5 亿、5.8 亿。

■风险提示：电力监测检测产品招投标不达预期、铁路投资不达预期、武器装备采购不达预期、志良电子收购不及预期

5.7. 中航机电：机电系统龙头增长稳健，核心受益航空装备尤其新型战机高景气

■事件：2020 年 8 月 25 日公司发布半年度报告，实现营收（52.08 亿元，-3.67%），归母净利润（3.45 亿元，+3.43%）；其中 Q1 营收（20.76 亿元，同比下降 16%），归母净利润（0.65 亿元，同比增长 12%）；Q2 营收（31.32 亿元，同比增长 9%，环比增长 51%），归母净利润（2.8 亿元，同比增长 5%，环比增长 331%）。

■ 点评:

1) 聚焦航空机电主业, 致力于核心竞争力及盈利能力的持续提升。

2020H1 实现营收 (52.08 亿元, -3.67%), 归母净利润 (3.45 亿元, +3.43%)。单季度收入, Q2 营收 (31.32 亿元, 同比+9%, 环比+51%), Q1 营收下降或主要是非航空业务受疫情和行业的影响下滑导致, 公司在 Q2 积极复工复产, 同时受益航空主业产品增长带动以及非航空业务的下滑趋稳, 相比 Q1 来看, Q2 营收增速已经转正, 恢复趋势明显; 单季度利润来看, Q1 归母净利润 (0.65 亿元, 同比+12%), Q2 归母净利润 (2.8 亿元, 同比+5%, 环比+331%), 营收小幅下降而归母净利润均保持增长, 主要系公司聚焦航空主业, 狠抓提质增效, 致力于核心竞争力及盈利能力的持续提升。

分业务来看, 航空产品实现收入 39.18 亿元, 同比+8.93%, 占营收比重达 75%, 航空产品增长持续向好且其毛利率更高, 是公司利润增长的核心来源; 非航空产品实现收入 12.67 亿元, 同比-28.19%, 占营收比重 24%; 现代服务业营收 0.23 亿元, 同比-49.5%, 系公司 H1 营收下滑的主要原因。

疫情影响, 公司毛利率有所下降, 费用率改善。2020H1 综合毛利率 21.38%, 下降 1.61pct, 我们认为一方面疫情导致公司非航空业务大幅下滑; 另一方面航空业务虽然增长较好, 但是其原材料价格、生产及交付进度难免受疫情影响, 预计随着公司继续聚焦航空主业, 毛利率较低的非航空业务占比不断降低, 公司毛利率趋势向上。2020H1 期间费用率 14.47%, 同比改善 1.51pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别小幅改善 0.42pct、0.67pct、0.16pct 和 0.27pct, 其中销售费用同比下降 33.52%, 变动幅度较大, 主要系制冷产品销售运输费减少。

2) 资产负债表看, 公司期末存货 47.14 亿, 相比期初增加 5%, 其中原材料和在产品较期初分别增长 9%和 14%, 而库存商品和周转材料均较期初有所下降, 反映公司生产任务较为紧张; 期末应收账款较期初增长 22%, 应付账款较期初增长 16%。

3) 现金流量表来看, 报告期经营现金净流出 6.55 亿元, 净流出同比增加 102.82%, 主要系货款回收比上年同期减少, 购买原材料比上年同期增加; 投资活动现金流出净额 1.86 亿元, 净流出同比下降 54.47%, 主要系报告期固定资产投入减少; 筹资活动现金净流入 2.08 亿元, 同比下降 46.9%, 主要本期借款同比有所下降。

■ 公司作为我国机电系统的绝对龙头, 航空主业突出, 内生增长稳健, 将核心受益我国军民两大机电产业的发展。公司主营业务是航空产品、非航空产业及现代服务业; 公司航空主业突出, 航空产品贡献 70%以上业绩, 核心受益我国军民机电产业发展。

1) 航空装备尤其是先进战机处于迫切列装阶段, 机电龙头核心受益行业高景气。2020 年我国空军要构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的装备体系, 当前我国军机数量和结构都亟需优化。根据目前我国空军军机的装备数量和结构看, 预计军机未来十年的换装列装规模达 6500 亿, 对应机电系统市场规模达 1250 亿, 其中战机带来的机电系统增量达 961 亿元, 是航空装备增量最大、最迫切的机型, (详细测算参见 8 月 7 日发布的报告《中航机电深度: 机电系统龙头增长文件, 核心受益航空装备尤其新型战机高景气》)。此外如果考虑维修市场则机电系统空间更为广阔。公司在国内军机机电系统占有绝对龙头地位, 是中航工业旗下唯一的机电系统平台, 产品已涵盖各机电子系统, 基本覆盖国内军机市场。综合看, 军机机电系统仍将是公司内生增长的核心驱动因素, 主要受益以下核心逻辑: 一方面, 未来几年我国军机尤其是战机新型号换装列装处于加速态势, 保持较高景气度; 另一方面, 机电系统综合化、多电化技术趋势决定了新机型中机电系统的单架价值量占比有提升, 公司产品毛利率有望稳中有升; 再者, 公告显示, 公司未来以航健作为平台打造一站式航空维修服务模式, 未

来目标是维修和备件占比提升至 50%左右。

2)以 C919 为代表的国产民机上量及机电系统国产化趋势将是拉动我国民机机电系统快速增长的主要力量。长期看,预计我国民用飞机机电系统总规模达 2 万亿元;短期看,预计 2020 年机电系统在国产民用飞机中市场规模超 200 亿元;民机机电系统的国产化率也有望进一步提升。公司依托军机航空核心技术优势大力拓展民用航空产品,已实现从国内机型配套向全球民机市场配套发展,民机产品配套从初级向中高级产品发展,从单个产品向系统级产品的发展。我国机电系统产品在 C919 项目中有 5 个系统先后与国外知名企业开展合作,其中液压、燃油、电源系统分别与派克宇航、UTAS 组建了合资公司,高升力系统与 MOOG 开展了项目合作,空气管理系统与 LIEBHERR 开展了项目合作,座椅系统实现自主研制;MA700 支线飞机实现 5 个机电系统的自主牵头研制,实现了系统级研发、关键部件研制;AG600 大型水陆两栖飞机几乎所有机电系统实现自主研制等。综合看,公司民机机电系统业务有望伴随我国以 C919 国产大飞机为代表的民机产业,未来体量上升一个大的台阶。

■**公司是唯一的航空机电全科目平台,优质资产注入仍有望有序推进。**公司自 2013 年托管 18 家机电系统下属企业以来,截至目前已陆续收购了托管公司中的 4 家,目前仍托管包括一个优质研究所:南京机电液压中心(609 所)(2018 年 6 月新增)等在内的 8 家公司。我们认为:不管是军机还是民机在综合化、多电化发展趋势下,现有机电系统“小、散、弱”的局面只能通过整合来建立系统供应商级的能力,中航机电作为唯一平台,资产注入仍有望继续,核心优质资产注入将带动中航机电在系统级供应能力上再上升一级,协同效应有望进一步凸显。中航工业整合组建机载公司有利于更好地承担国家机载重大专项,是顺应全球航空机载产业机、电一体化发展趋势的需要。公司未来将受益于相关资源的整合。

■**投资建议:**中航机电作为我国机载机电系统绝对龙头,航空主业突出,内生增长稳健,将核心受益我国军机尤其是战机新机型换装列装加速、新机型机电系统价值量占比逐渐提升以及维修市场空间的逐渐打开;同时民机机电系统在以国产大飞机等为代表的民机中市场占有率逐渐提升,国产替代空间巨大。公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台,平台地位稳固、唯一,前期资本运作有序开展,后续优质资产注入仍有望有序推进,大机电产业协同效应逐渐凸显,公司盈利能力持续改善。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.27、11.83、13.76 亿。

■**风险提示:**武器装备列装换装不达预期;民用航空机电产品订单及国产替代不达预期;院所改制及资产注入进度不及预期。

5.8. 航发动力: 2020H1 净利润同比增长 27%, 我国发动机制造龙头企业

■**事件:**

2020 年 8 月 25 日发布半年度报告,实现营收(91.93 亿元,+4.19%),归母净利润(4.08 亿元,同比+26.52%),扣非归母净利润(3.07 亿元,同比+35.64%)。

■**点评:**

1) 聚焦航空发动机主业,生产任务完成好于预期,2020H1 净利润同比增长 27%。

公司 2020H1 实现营收(91.93 亿元,+4.19%),归母净利润(4.08 亿元,同比+26.52%),扣非归母净利润(3.07 亿元,同比+35.64%)。2020 上半年,公司聚焦主业,积极推进复工复产,全面聚焦型号研制、生产交付任务等,各项任务目标完成情况好于预期。

分产品看,2020H1 主营业务收入 90.57 亿元,同比增长 4.72%;其他业务收入 13,628 万元,同比下降 22.13%。公司主营业务三大板块中,航空发动机及衍生产品实现收入 79.42 亿元,

同比增长 9.76%，占营收比重达 86.38%，主要受益航空装备的换装列装加速，生产交付任务完成较好。外贸转包业务主要受到全球疫情对航空业的影响冲击实现收入 9.08 亿元，同比下降 29.91%；非航空产品及其他实现收入 2.08 亿元，同比增长 76.26%。

主要控股子公司来看，黎明、南方、黎阳三个主要公司 2020H1 收入分别为 45.28 亿元、24.47 亿元和 9.99 亿元，分别同比增长 6.24%、49.29%和 11.47%，占营收比重为 49%、27%和 11%，合计占营收比重的 87%，是公司收入的主要来源；利润来看，黎明、南方、黎阳 2020H1 利润总额分别为 1.7 亿元、1.8 亿元和 0.2 亿元，其中黎明和南方分别同比增长 15%以及下降 12%，而黎阳去年同期利润总额为-0.4 亿元。

毛利率有所下降，期间费用率大幅改善使得利润增速高于营收增速。2020H1 综合毛利率 16.96%，同比下降 1.99pct，我们认为原因系，一方面，产品结构优化，新产品比例逐步增加，部分产品制造成熟度不高使得毛利率降低；另一方面，随着民营企业积极参与军工产品市场竞争使得公司在航空发动机及衍生产品市场竞争压力加大；此外公司外贸出口业务或将受疫情影响相关成本有所提升。2020H1 期间费用率 12.14%，改善 2.91pct，其中销售费用率提升 0.28pct，主要系产品返修费增加；管理费用率下降 1.58pct，主要系职工薪酬、修理费等费用减少；财务费用率下降 1.38pct，主要系债转股项目实施后带息负债规模下降，利息支出减少；研发费用率同比下降 0.22pct，主要系本期科研课题阶段任务减少。

公司 2020 年 1-6 月，公司非经常性损益为 1.02 亿元（去年同期为 9626 万元），增厚公司净利润，其中包括 7567 万元的计入损益的政府补助以及公允价值变动损益 3900 万元，公允价值变动损益增幅达 254.55%，主要系贵州银行股权公允价值上升。

2) 资产负债表看，期末货币资金 25.86 亿元，较期初下降 68.6%，主要系货款回收滞后，支付运营支出所致；期末存货 221.5 亿元，较期初增长 19%，其中原材料和在产品较期初增长 9%、23%，库存商品、周转材料、发出商品等基本持平；期末应付账款 99.6 亿元，较年初增幅 34.01%，主要是生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加；期末合同负债 26 亿元，预收账款为 0，主要是执行新收入准则将预收账款重分类至合同负债；期末应收账款 1,35.8 亿元，较年初增幅 44.74%，主要是销售收入增加，回款滞后，其中航空发动机及衍生品业务应收账款为 130.75 亿，为应收账款主要组成，而公司应收账款主要来自于中航工业系统内公司等军工央企，前五大客户营收占比大 69%，虽然比较集中，但应收账款回收风险较小。

3) 现金流量表来看，报告期经营现金净流出 52.6 亿元，净流出同比增加 91.17%，一是本期销售回款滞后，二是支付供应商货款增加；投资活动现金流出净额 10.8 亿元，净流出同比增加 33.44%，主要系股东资产投资增加；筹资活动现金净流入 6.77 亿元，同比下降 61.8%，主要是流动资金借款减少。

■ 军机换代渐入高峰，预计未来十年军机发动机市场达 4200 亿元。

在军机领域，我国与美国军机数量和结构都有较大的差距，根据《World Air Forces》数据，我国当前军机数量仅为美国的 1/4，结构来看，我国目前二代机占比仍高达 46%，而美国早已淘汰二代机，三代机占比达 85%，与到 2020 年基本跨入战略空军门槛，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系不相符。参考目前中美军机的数量和结构差距，考虑存量飞机分为换发 1 次和 2 次两部分，增量飞机分为不换发和换发 1 次两部分，发动机单价取可参考型号价格。经测算，未来十年，我国军用发动机购置经费共 2799 亿，维修经费 1400 亿，合计 4199 亿；平均每年购置经费 280 亿，维修费 140 亿，合计 420 亿。按各部分拆分费用，平均每年叶片 161 亿、零部件 182 亿、动力控制系统 49 亿，（详细测算参考 8 月 10 日发布的行业深度报告《航空发动机：飞机心脏，国之重器》）。

公司在发动机整机制造行业处于垄断地位，具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨等全种类军用航空发动机生产能力，是我国三代主战机型国产发动机唯一供应商。公司主要产品包括 WS-9（秦岭）系列发动机整机，以及 WS-10（太行）发动机约 35% 零部件。WS-10 是我国第三代军用发动机的代表型号，经过多年发展，目前已应用到歼-11B、歼-16 等机型。预计随着军机平台的上量带来发动机需求的提升以及新型号的逐步定型，公司核心受益，航空发动机主业有望快速发展。

■民机发动机市场空间广阔，生产制造向研制维修拓展业务链条。

在民机领域，国际民用航空市场窄体客机用大型涡扇发动机已发展了四代，宽体客机用大型涡扇发动机发展了三代，民用大功率涡桨发动机、民用涡轴发动机已经发展了四代，耗油率不断降低、首翻期不断延长，产品经济性不断提高；用于中小型多用途的小功率民用涡桨发动机在经济性、安全性等方面不断提高；用于教练机/特种作业飞机（直升机）的民用航空活塞发动机产品成熟且已大众化。国内民用航空市场空间巨大，随着我国经济的持续增长以及现有城市规模的扩大与新城市群的产生，中国航空工业发布的《2019~2038 年民用飞机中国市场预测年报》，预计未来 20 年，中国民用航空市场需要补充 7630 架价值超过 1 万亿美金的客机，预计到 2030 年，我国将成为世界第一大单一国家航空运输市场。受中美贸易形势不确定性增加、发达国家制造业回流以及新冠疫情等因素影响，对公司外贸转包生产带来一定风险。公司半年报显示，公司目前外贸出口转包业务当前处于产业链中游，以生产制造为主，参与部分国际新型民用航空发动机零部件试制，未来将逐步拓展业务链条，广泛参与新产品研发及维修保障。

■航发集团成立带动产业发展，“两机”专项带来政策红利。航发集团成立，飞发分离体系正式确立，航空发动机国产化高度可期；两机专项的推出必定会给两机行业带来巨大的政策红利，将从根本上解决长期困扰我国航空发动机与燃气轮机产业的投入不足问题，在政策和资金的有利支持下，将推动我国航空发动机与燃气轮机技术赶超世界先进水平，实现历史性飞跃，我国航空发动机和燃气轮机产业将加速发展，并有望在未来打破巨头垄断进入国际市场。公司作为我国发动机制造龙头企业，核心受益。

■投资建议：公司在发动机整机制造行业处于垄断地位，具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨等全种类军用航空发动机生产能力，是我国主战机型国产发动机唯一供应商。航空发动机研制技术壁垒极高，随着军机换代渐入高峰，未来十年军机发动机及民用发动机市场空间大，公司作为我国航空发动机龙头，核心主业有望保持稳健增长。预计 2020-2022 年净利润为 12.67、15.07、17.89 亿元。

■风险提示：军机换代更新不及预期，民用航空市场发展不达预期。

5.9. 爱乐达：2020H1 净利润同比增长 32%，专注航空制造领域，持续受益主机厂高景气

■事件：2020 年 8 月 23 日，公司发布 2020 年半年度报告，实现营收（1.13 亿元，+47.26%），归母净利润（5662.3 万元，+31.56%）。单季度来看，Q2 营收（6395.46 万元，同比+53.54%，环比+30.7%），归母净利润（3016 万元，同比+57.5%，环比+10.78%）。

■点评：

1) 20H1 净利润同比增长 32%，业绩增速逐季提升，持续受益主机厂高景气。

收入来看，2020H1 实现营收（1.13 亿元，+47.26%），公司专注航空制造，报告期内飞机零部件业务实现收入 1.13 亿元，同比增长 48.27%，占营收比重 99.99%；单季度来看，Q2 营收（6395.46 万元，同比+53.54%，环比+30.7%），收入增速逐季提升。我们认为原因主要

系，一是由于主机厂保持高景气，中航工业也在推行“小核心、大协作”，公司作为核心配套商订单和生产任务都比较饱满，产能扩充助力业绩增长；二是，公司自 2019 年下半年正式开展特种工艺表面处理业务，公司热表处理和无损检测特种工艺业务 Q2 确认收入为 318.06 万元，预计在 2020 年下半年陆续有收入体现。

利润来看，2020H1 归母净利润（5662.3 万元，+31.56%），其中毛利率 73.71%，虽然较 2019H1 的 83.03%有所下降，但相较同行业仍保持较高水平。下降原因一方面是结算产品结构差异影响；另一方面公司承接国际直接业务，自行采购原材料，后续公司部分产品将实现原材料采购、全工艺链制造，到合格装机产品交付的转变。2020H1 期间费用率 12.75%，同比大幅改善 10.06pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别改善 0.17、7.02、2.42 和 0.44pct。

单季度来看，业绩逐季提升明显。Q2 归母净利润（3016 万元，同比+57.5%，环比+10.78%）。Q2 毛利率 76.63%，环比提升 6.74pct；Q2 期间费用率 12.44%，环比改善 0.7pct，其中销售费用率基本持平，管理费用率小幅改善，财务费用率则由于存款余额增加导致利息收入增加，研发费用率则环比提升 1.21 个百分点，保障技术优势。

2) 资产负债表来看，期末在建工程较期初增长 149.01%，主要系生产设备增加；期末货币资金较年初增加 120.74%，主要系购买理财产品到期银行余额增加；期末应收账款较期初增加 72.58%，主要系业务增长，根据合同约定部分款项尚未到结算期；期末应收票据较期初增加 168.98%，主要系客户结算票据增加；期末预付账款较期初增加 54.63%，主要系业务增长，材料采购预付款增加；期末存货较期初增长 43.44%，其中原材料、在产品和已交付受托加工产品分别较期初增加 47.7%、45.84%和 24%，反映公司当前处于加紧扩产、采购和生产状态，预计未来业绩有保障。

3) 现金流量表来看：经营活动现金净流出 5310 万元，去年同期净流入 2594 万元，主要系根据合同约定部分款项尚未到结算期，导致现金减少，同时因业务增长导致的本年度购买商品、接受劳务支付的现金以及支付各项税费增加；投资活动现金净流入 2.18 亿元，去年同期净流出 712 万元，主要系到期收回的理财产品金额较上年同期增加；筹资活动现金净流出 2467 万元，去年同期净流入 77.8 万，主要系报告期分配股利、利润或偿付利息支付增加，而去年同期实施股权激励发生筹资活动。

■中航工业下属某主机厂机加和热表处理领域唯一战略合作伙伴，军机业务直接受益我国某隐身战机放量。根据《World Air Forces 2020》数据，与美国相比，我国战斗机存在数量不足、代际老旧劣势，当前美国四代机占比达 15%，而我国仅为 1%，与我国“以四代装备为骨干、三代装备为主体”战略空军目标还有很大差距。“战略空军”导向下，我国战斗机亟需装备，将推动我国航空装备换装列装加速，四代战机将处于快速爬坡上量阶段。中航工业明确“强核心、大协作”的发展模型，公司是中航工业下属某主机厂机加领域和热表处理领域唯一战略合作伙伴，多次获得中航工业下属飞机制造单位颁发的“优秀供应商”称号，客户合作关系稳定，将显著受益这一进程。

■国产民机配套市场空间巨大，国际转包业务有望进一步拓展。公司目前主要从中航工业集团下属单位承接国产民机配套及国际转包生产业务。中国航空工业发布的《2019-2038 年民用飞机中国市场预测年报》，预计未来 20 年，中国民用航空市场需要补充 7630 架价值超过 1 万亿美元的客机，根据机体零部件价值占约 30%，可预见的市场规模将超 3000 亿美元；同时，国际航空转包业务持续增多，其中 A320 增幅比较明显。公司 2019 年取得法国赛峰（Safran）起落架相关零组件正式产品全工序生产订单，开始承接国际直接业务，并陆续发展直接业务，我们认为公司国际业务有望进一步拓展。虽然民机业务短期受到疫情影响，

但是长期来看增长空间充足，预计公司民机业务占比不断提高。

■ **热表处理和无损检测特种工艺已有收入体现，有望提升公司整体效益。**公司建有无损检测、酸洗、钝化、电镀、热处理等特种工艺生产线，具备航空铝合金、钛合金、不锈钢等产品热表特种工艺处理能力。自 2019 年下半年开始陆续开展表面处理业务，2020 年上半年度公司加快推进热表特种工艺各线投产。各产线产能利用率陆续提升，其中阳极氧化、喷漆生产线产能利用率提升较为明显。后续，公司将进一步加快拓展无损检测、电镀、热处理等特种工艺产线利用，提升公司整体效益，热表处理和无损检测特种工艺业务 Q2 确认收入为 318.06 万元，预计在 2020 年下半年陆续有收入体现。

■ **着力装配业务能力建设，储备部组件装配承接能力。**公司定位于航空零部件全流程制造，部组件装配为重点发展方向。公司是某主机厂确定的四家部组件装配单位之一，自 2018 年陆续开展某无人机机翼、挂飞吊舱、某型机 PCU 等部组件装配业务；2020 年上半年，公司着力加强装配专业人员培训，增加装配设施设备配备，以为后续装配业务订单奠定坚实基础。与此同时，公司积极与某主机厂及相关客户单位对接，开展相关专业培训，拓展装配业务订单，目前已经从小部件装配业务，向大部件发展，预计有望起量。

■ **为满足未来市场增长需求，内部挖掘与小发展扩充产能。**针对 2020 年市场增长需求，2019 年公司完成了“航空零部件科研、生产及检测项目”投资建设进行战略产能储备；在此基础上，2020 上半年公司挖掘场地可利用潜力，新增数控精密加工设备 10 余台，以扩充数控精密加工产能；2019 年公司投资新建新都子公司、航空智能制造及系统集成中心项目，以促进公司智能制造、产能和产业升级。报告期内，公司已完成新都子公司设备准备，以及航空智能制造及系统集成中心项目建设规划，新都子公司预计在本年度内陆续投产，航空智能制造及系统集成中心项目预计在本年度内开工建设。

■ **投资建议：**公司专注航空制造领域 16 年，在航空结构件精密制造方面积累了质量管控、成本控制、客户认同等优势，已具备航空零部件全流程制造能力。公司是中航工业下属某主机厂机加和热表处理领域唯一战略合作伙伴，今年起显著受益军机放量；考虑到特种工艺已有收入体现，以及未来在国际转包、国内民机等民机业务的占比的不断提升等驱动因素，预计 2020-2022 年归母净利润 1.30、1.80、2.45 亿元。

■ **风险因素：**航空装备换装列装不达预期；民机业务拓展不达预期；热处理产线产能达产不及预期。

5.10. 菲利华：Q2 业绩同比增长 20%，航空航天领域稳定增长

■ **事件：**2020 年 8 月 19 日，公司发布半年报：实现营收 3.48 亿元，同比下降 7.13%，归母净利润 8632.70 万元，同比下降 8.79%。单季度来看，2020Q2 实现营收 2.41 亿元，同比增长 19.9%，环比增长 123.15%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 4.48%，环比增长 337.5%。

■ **点评：**

■ **疫情影响一季度业绩，半导体和航空航天带动二季度逆势回升。**

1) **利润表来看：**公司 2020H1 实现营收 3.48 亿元，同比下降 7.13%，归母净利润 8632.70 万元，同比下降 8.79%。单季度来看，一季度实现营收 1.08 亿元，同比下降 38%，归母净利润 1613 万元，同比下降 42%，主要系公司地处湖北，受疫情影响较大，有 30 天的完全停产和 25 天的不足 50%产能局部复工，有效生产经营时间的缩短造成了公司营收和利润都大幅下降；二季度实现营收 2.41 亿元，同比增长 19.9%，环比增长 123.15%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 4.48%，环比增长 337.5%。主要系公司实现复工后，短时间将产能提升

至 100%，生产经营态势良好，尤其是半导体上半年在手订单同比增加超过一倍，出货量也大幅增加，2020H1 半导体产品营收同比增加 24%，航空航天领域产品营收稳定增长。

2020H1 综合毛利率为 50.64%，同比增加 1.85%，其中石英玻璃制品毛利率 37.31%，同比下降 0.87%，石英玻璃材料毛利率 57.02%，同比提升 0.9%；2020H1 期间费用率 21.33%，同比提升 1.1%，其中销售费用和管理费用率同比基本持平，财务费用同比下降 2.02%，主要系将暂时闲置资金用于现金管理导致本期利息收入增加，期间费用率的提升主要系研发费用率的提升，2020H1 研发费用率 10.37%，同比提升 3.13%，高研发投入保障未来产品核心竞争力。

2) 资产负债表来看：期末预付账款较期初增长 92.88%，主要是本期募投项目预付款增加；其他应收款较期初增加 94.85%，主要是个人往来款有所增加；开发支出较期初减少 100%，主要系开发项目于报告期完工审计结题；长期待摊费用较期初增长 68.21%，主要是本期电力管道租赁费增加。

3) 现金流量表来看，2020H1 经营活动现金净流入 3874 万元，同比下降 51.56%，一方面系新冠疫情导致营收减少，另一方面系客户回款周期及应收票据结算周期影响，当期到期承兑金额减少；投资活动现金净流出 6.26 亿元，流出同比增加 852.85%，一方面系闲置资金用于现金管理，另一方面系募投项目工程款和设备款增加；筹资活动现金净流出 6167 万元，流出同比减少 32.28%，主要系上年已偿还请银行贷款，本期无新的借款。

■军用石英材料龙头，受益航空航天领域高景气，产业链延伸带来公司发展新动能。公司是军用石英材料龙头、国内航空航天领域主导石英纤维产品供应商，是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，并正依托自身优势沿产业链向下延伸，拓展至三维织造和高端无机非金属增强复合材料这一具备巨大市场空间的行业，业绩增长确定且公司发展新动能充足。

1) 中国航空航天等国防军工领域主导石英纤维供应商，受益航空航天领域高景气。公司公告显示，公司生产的石英纤维是航空航天领域不可或缺的战略材料，石英纤维市占率高，受益航空航天高景气。其中雷达天线罩是制导武器弹头的重要组成部分，近年来，国内外的高马赫数弹头雷达天线罩材料多采用石英纤维织物作为透波复合材料的增强相，石英纤维作为透波复合材料的增强体，其性能直接影响着复合材料的性能。在与先进平台匹配形成实质战斗力、战略储备需求的增加以及实战化训练带来的消耗需求等多重背景驱动下，航天领域产品有望呈现高景气，公司作为国内最早开始生产石英纤维、全球少数几家具有石英纤维批量生产能力、以及我国航空航天等国防军工领域主导石英纤维供应商，有望直接受益。

2) 实现产业链延伸，由石英纤维的材料端延伸到复合材料的产品端。在航空航天领域，公司除生产石英纤维材料系列产品外，开发了改性耐高温石英纤维、极细石英纤维、超薄石英纤维布及各种混杂石英纤维等新型石英纤维产品，其销售量呈现了较大幅度的增长，并沿石英纤维产业链向下延伸，拓展至立体编织、高端无机非金属纤维增强复合材料制造领域，目前已有两个型号的石英纤维复合材料产品进入定型阶段，另有多型号高性能复合材料项目在研发过程中，在技术的先进程度、应用的广泛程度上均有较大突破。2019 年，复材产品取得研发收入 3812 万元。

■市场需求拉动和半导体国产化驱动下，半导体用石英材料维持增长，公司半导体订单和出货量快速增长。根据公司 2020 半年报，公司是全球第五家、国内首家获得国际半导体设备商认证的企业，获得日本东京电子株式会社（TEL）、科林研发（Lam Research）、应用材料公司（AMAT）认证的产品规格在持续增加，FLH321 和 FLH321L 牌号产品已进入国际半导

体产业链。

1) 随着信息化进程加快,消费类电子产品需求旺盛,与半导体工业密切相关的石英行业也得到快速发展。随着国内半导体市场需求规模进一步扩大,以国产替代为主的国内石英产业发展空间进一步增大,在市场需求拉动和半导体国产化的国家政策支持下,半导体用石英材料维持增长的趋势。根据公告,公司上半年半导体在手订单同比增加超过一倍,出货量也大幅增加,显著受益市场需求拉动和半导体国产化。

2) 向全品类石英材料发展,气熔已经通过认证,电熔产品研发成功,送样客户得到认可。在芯片制程中气熔产品主要用于刻蚀的低温区域,而电熔石英可用于扩散高温区域,公司已将电熔产品纳入定增募投项目,已于 2019 年四季度引进首台电熔设备,当前已取样送交客户进行前期检测,将电熔短板补齐后,公司将具备全品类石英材料的供应能力。

3) 向产业链下游延伸,从材料到制品,预计市场空间扩大一倍(材料、制品市场空间 1:1)。上海石创主要为半导体领域提供精密石英制品,在国内石英玻璃生产开发领域具有较强竞争力,并通过给韩国、台湾客户代工,已逐步掌握了半导体石英器件加工技术,当前已购置相关设备,成立了半导体器件加工事业部。2019 年上海石创半导体器件产品已通过了中微公司的认证,预计今年有批量订单,目前下游半导体设备上较认可公司制品发展思路。

■ **5G 带来光纤光缆行业新机遇,带动公司业绩稳定增长。**据中国移动、中国电信、中国联通 2019 年度报告统计,三大运营商 2020 年将全面加码 5G 建设,预计投资 1800 亿,新增基站有望破 60 万站。5G 基站密度相比 4G 将大幅度增加,5G 基站致密化发展将直接拉动光纤需求。公司作为亚洲和国内光通讯行业用石英辅材主要供应商,与主要光纤光棒生产厂家均建立了长期的战略合作关系,同时在巩固光通讯行业现有主导产品支撑棒、厚壁管的基础上,逐步扩展了炉芯管、石英器件生产及预制棒对接业务,完善了产品链。在国内独家研发生产 G8 代光掩膜基板,打破了长期以来国外垄断,为平面显示器国产化进程提供了良好的材料支撑。预计替代需求广阔。

■ **加快募投项目建设,布局新的效益增长点。**根据公司公告,2019 年 9 月公司非公开发行股票 3863 万股,发行价格 18.12 元/股,募集资金总额 7 亿元用于集成电路及光学用高性能石英玻璃以及高性能纤维增强复合材料制品的生产建设。公司积极克服疫情影响,2020H1 投入募集资金 2.1 亿元,“高性能纤维增强复合材料制品生产建设项目”和“集成电路及光学用高性能石英玻璃项目”建设按照时间节点推进。“高性能纤维增强复合材料制品生产建设项目”预计 2020 年三季度末基础建设将全面完工,进入设备安装调试阶段。“集成电路及光学用高性能石英玻璃项目”中新增 120 吨合成石英产能项目已变更到潜江子公司建设,预计今年四季度建成达产,预计为公司带来新的效益增长点。

■ **投资建议:** 公司是我国军用石英材料龙头,受益航空航天,尤其是航天产品领域高景气,同时产业链延伸带来公司发展新动能。在市场需求拉动和半导体国产化驱动下,半导体用石英材料维持增长,带动公司半导体订单和出货量快速增长;此外公司募投项目建设进度加快,未来业绩增长可期。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.5、3.2 和 3.9 亿元。

■ **风险提示:** 军品订单不及预期;新产品及产能进展不及预期

5.11. 北摩高科: 2020H1 净利润同比增长 80.4%, 受益航空装备换装列装加速

■ **事件:** 2020 年 7 月 31 日,公司发布 2020 年半年度报告: 2020 年上半年实现营收 2.29 亿元,同比增长 50.45%; 实现归母净利润 1.08 亿元,同比增长 80.4%。

■ 点评

1) 防疫复工两手抓，半年度业绩大幅提升。2020 年 1 月以来，新冠肺炎疫情爆发，公司密切关注疫情发展，积极采取应对措施，保障复工复产顺利进行，全力确保生产进度按要求完成。报告期内营收 2.29 亿元，同比增长 50.45%，归母净利润 1.08 亿元，同比增长 80.4%，实现了防疫复工两手抓。

收入端来看，报告期内，分军民品来看，军品收入 2.25 亿元(+53.47%)，营收占比达 98.62%，民品收入 314 万 (-37.56%)，占比约 1.38%；分业务来看，飞机刹车控制系统及机轮收入 1.77 亿元 (+27.51%)，占营收比达 77.25%，是公司最主要的收入来源；刹车盘（副）实现收入 4652.16 万元 (+668%)，占营收比达 20.35%，是公司主要收入的来源之一。当前刹车盘业务依旧快速提升，同时向飞机刹车制动领域延伸进展顺利。其他业务主要为航空维修及配套服务业务，报告期收入 548.3 万元，同比减少 189.79 万元。

利润端来看，报告期内公司实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 80.4%，综合毛利率 74.04%，同比或环比基本持平，净利润增速高于营收增速主要系期间费用率的下降。毛利率来看，军品毛利率 74.77%，同比减少 3.36%；分业务来看，飞机刹车控制系统及机轮毛利率 72.5%，同比下降 4.87pct，主要系交付产品结构影响，仍保持在较高水平；刹车盘（副）毛利率 83.46%，同比提升 9.35pct，主要系交付量增长所致，综合作用下公司综合毛利率继续保持在较高水平。2020H1 期间费用率 12.58%，同比下降 7.94pct，拆分来看主要是销售费用和财务费用的大幅下降：销售费用率 0.82% (-2.05pct)，主要受新冠疫情影响，售后服务费节约较多；财务费用率 -1.49% (-1pct)，主要是本期募集资金到账，银行存款增加导致利息收入增加；而管理费用同比增长 1.24% 基本持平，研发费用同比增长 21.68%，依旧保持较高的研发投入。

2) 资产负债表来看，期末货币资金 6.72 亿元，为期初的 2.2 倍，主要系募集资金的到账；应收账款较期初增加 42.77%，主要受公司业务规模的扩大、军品业务的结算特点及对主机厂商销售收入占比上升的影响，反映公司当前已交付产品充足，但本期应收账款占总资产的比重 31.11%，下降 8.69pct，反映公司收款状况逐渐好转；存货 1.91 亿元，较期初增长 11.72%，为上市以来最高水平，其中原材料、在产品、库存商品、半成品、发出商品均稳步增长。应付账款 1.04 亿元，同比增长 7.2%，主要是应付供应商货款及外协加工费增幅较大为 11%。结合经营活动净现金流以及存货数据，我们认为公司正处在加紧采购原材料、加紧生产的状态。

3) 现金流量表来看，经营活动产生的现金净流出 7262 万元，净流出同比增加 99.73%，主要系随着销售增加采购付款增加；投资活动产生的净现金流出 1.97 亿元，净流出同比增加 111.26%，主要系购买的银行理财产品较上年同期增加；筹资活动净现金流入 6.34 亿元，同比增长 100%，主要系本期募集资金到账。

■ 以刹车盘为基，向飞机刹车制动领域全系统延伸，系统集成优势明显。公司主要产品包括飞机刹车控制系统及机轮、刹车盘（副）等，军品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、直升机、航天高空飞行器及坦克装甲车等重点军工装备，同时也可应用于民用航空、轨道交通领域。目前公司以刹车盘（副）为基，逐步向飞机机轮、刹车控制系统、起落架着陆全系统延伸，单个价值量更大，同时公司也朝着集成化和智能化方向发展。目前公司具备独立完成飞机起落架全系统设计、制造及实验能力的集成优势，能够为军工航空领域提供全系列刹车制动产品。

■ 军机机轮与刹车控制系统的龙头，受益航空装备换装列装加速，新增及更换空间较大。根据《world Air forces 2020》数据，截至 2019 年我国军机数量不到美国的四分之一，军机数

量与美国有较大差距，且军机结构方面和美国相比类型单一，难以满足我国战略空军的要求。在我国军费使用向装备费尤其是海空军倾斜的背景下，航空装备换装列装有望加速。一方面，根据公司招股说明书预计未来 15 年，中国军用飞机采购需求在约 3,280 架，按照军用飞机主机轮一般装配数量计算，则新装机主机轮市场总容量有望达到 15,970 余个，未来市场发展空间广阔；另一方面，公司产品刹车盘、机轮等具有一定的使用寿命，属于耗材类产品，若按照约 5 年的更换周期，按照军用飞机主机轮一般装配数量平均为 5 个，则存量军机(3210 架)更换主机轮/刹车盘分别的市场容量将达到 16000 个，存量替换空间同样较大。公司飞机刹车控制系统及机轮产品在已经定型及列装的军机机型上具有先发优势，在多种机型的研发过程中持续占有主导地位，预计随着航空装备换装列装加速，新增及更换市场空间的增加，公司核心受益。

■立足军品，拓宽民航飞机起落架着陆系统及高速列车刹车制动等民用市场。公司在立足军品的同时，进一步夯实和拓展刹车制动产品在民用航空、轨道交通市场的应用。民航刹车产品具有广阔的市场空间，根据商飞《2019-2038 年民用飞机中国市场预测年报》预计我国未来二十年民机新增市场约 1.4 万亿，国产民机的发展则带来的更大的机遇，公司具有民航刹车产品制造许可证及维修许可证。将在波音系列飞机及空客系列飞机刹车产品上加大市场开发力度，预计将成为新的经济增长点。

高铁刹车产品市场空间很大，公司研制的高铁闸片产品已获得国内、国际发明专利，使用寿命提高 30%，已取得的 CRCC 认证，凭借独特的技术优势，不断扩大高铁刹车产品市场。根据招股说明书，公司募集资金投资项目投向包括高速列车基础摩擦材料及制动闸片产业化项目，公司预计项目完成后，年均新增营收 1.67 亿元，净利润 5834 万元，预计将为公司带来可观的业绩增量。

■投资建议：公司主营军民用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品，公司以刹车盘为基，向飞机刹车制动领域全系统延伸，系统集成优势明显。一方面，军机领域优势突出，受益航空装备换装列装加速，新增及更换空间较大；此外公司立足军品，拓宽民航飞机起落架着陆系统及高速列车刹车制动等民用市场，民航市场空间广阔，且随着高速列车制动闸片募投项目投产后产能的释放，将为公司带来新的盈利增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.80 亿元、3.71 亿元、4.92 亿元。

■风险提示：军机换装列装进度不及预期；民用航空发展不及预期；国内军方调整价格的盈利波动性

5.12. 光威复材：20H1 归母净利润同比+13.42%，军品碳纤维稳健增长

■事件：公司发布半年度报告，实现收入（10.05 亿元，+20.17%），归母净利润（3.52 亿元，+13.42%）；单看 Q2 实现收入（5.17 亿元，+28.66%），归母净（1.80 亿元，+18.79%）。

■军品碳纤维稳健增长，民用领域拓展已见成效

20H1 碳纤维及织物业务保持稳定增长，同比提升 36.47%，带动收入利润同步提升，或因民品业务逐渐起量，碳纤维业务毛利率同比下滑 3.13%pct，其中：1)军品方面，上半年重大合同工执行平稳，实现安全连续生产，订单执行率 55.43%，对应收入(5.53 亿元，+32.61%)；2)民品方面，已在募投项目建成之前实现小规模生产，当前订单充足且贡献度显著提升。

疫情影响逐步减弱，Q2 环比改善。Q2 收入利润分别环比增长 5.90%及 4.99%，或主要源于 Q1 受疫情影响导致军品收入确认延期的情况有所改善，结合下游生产按计划进行，且考虑未来航空航天装备放量及海外碳梁业务逐步恢复，有望呈现逐季改善态势。

预浸料及复材业务实现增长，装备制造业务增长显著。伴随国内疫情缓解及复工复产快速推进，预浸料及复材板块快速恢复，其中：1)预浸料板块收入(0.93 亿元，+6.73%)，并通过进一步优化客户结构，盈利能力明显改善，毛利率同比提升 7.23pct；2)复材板块收入(0.14 亿元，+1.68%)，根据半年报，AV500 无人直升机首批订单实现陆续交付，并依托全产业链布局优势，为向下游高端复合材料装备领域延伸奠定良好基础。公司装备制造产品获得航空航天领域高度认可，已对外积极承接订单，20H1 实现收入(688 万元，+714.52%)。

碳梁业务受海外疫情影响增长放缓，后续或逐步好转。20H1 受海外疫情影响出现发货推迟现象，但仍实现 3.85%增长，考虑到全球疫情好转及风电机组推广及组装将推进，向欧洲推迟发货的碳梁预计有望于下半年陆续发货，风电碳梁出口业务或将逐步恢复。

毛利率同比提升，净利率出现下滑。20H1 因毛利率较高军品交付同比提升及预浸料业务盈利能力改善，毛利率同比提升 2.14pct 至 54.04%；净利率下滑 2.11pct 至 34.98%，虽销售及财务费用分别下滑 28.34%、35.96%，但考虑 20H1 计入当期损益的政府补助同比减少约 4,690 万元，或是导致净利率下滑 2.11pct 至 34.98%主要原因。计入当期损益政府补助主要包括军品退税，由于退税流程较为繁琐，时间跨度可能为 1-2 年，上半年退税进度或同比变缓。我们认为军品退税属于经常性损益，长期看不影响公司的经营和盈利能力。

预付账款大幅增长，现金流同比下降。根据资产负债表，因业务规模扩大采购量增加，预付账款较期初增长 86.24%；存货中在产品较期初增长 42.86%，伴随后续交付或可逐步兑现至收入；固定资产同比增加 1.66 亿元，主要因高强高模碳纤维产业化募投项目转固所致。根据现金流量表，因购买商品现金增加及军品回款同比减少，导致经营性现金流净额同比下滑 66.17%。

■ 国产军用碳纤维龙头，有望保持稳定增长态势

公司军品碳纤维涵盖 T300H、T800H、M40J 等产品，仍是公司主要利润来源。其中，湿法 T300H 稳定供货十余年，等同性验证工作正常推进，将进一步打开产能空间；根据年报，湿法 T800H 在某型号首飞预示一条龙项目取得标志性进展，已实现小批量，但因涉及多个型号，与资产有关的递延收益尚不能确认。考虑到航空产业链仍保持较高景气度，以沈飞为代表三代机列装加速、新机型上量节奏快、复材占比提高，预计订单仍将保持稳健增长态势，而碳纤维作为重资产行业、标准化产品，规模效应突出，在军品价格目前仍稳定的情况下，盈利能力或持续提升。

■ 关注干喷湿纺和大丝束等低成本民品项目投产情况，打开长期成长空间

公司 2000 吨/年 12K T700S/T800S 碳纤维募投项目预计年底投产，此前已通过试验线，并积极推动 T700/T800/T1000 等碳纤维产品在工业与高端装备上的应用并取得成果，为后续募投项目投产和产能消化奠定坚实基础，预计 2021 年伴随产能爬坡，市场销售或将覆盖成本费用，有望形成新业绩增长点。此外，包头大丝束项目已竞得土地使用权，将加快项目建设，由于包头电价仅 0.26 元，低于威海 0.6-0.7 元，成本端有较大节省空间；公司是国内领先碳纤维应用单位，仅碳梁业务 2018 年消耗碳纤维 4600 余吨，目前其大丝束纤维以国外采购居多，若自产纤维能满足需求则有助降低成本的同时亦有利拓展民品碳纤维业务布局。

■ 先进复合材料制品长期看或成为新业绩增长点

公司募投项目先进复合材料研发中心已建设完成并验收结项，基地内目前包括无人机方向和高铁部件方向在内的复合材料应用研发工作，如中航工业直升机所 AV500 无人机，预计建成后可生产涵盖航空航天、有轨交通等领域的 150 多种碳纤维复合材料制品，随着复材中心建成和设备的陆续投入使用，或将为公司打造新业务增长极。

■投资建议：公司既是国内碳纤维生产的龙头企业，已形成产品系列化发展，并且依托风电碳梁生产及航空、轨交等复材研发，也是国内领先的碳纤维应用企业。军品仍是主要利润来源，依托航空高景气 T300 稳健增长，关注 T800 等高性能产品跟随型号定型列装带来的业绩弹性；民品重点关注低成本化拓展，干喷湿纺 T700S 量产或将带来业绩增量，大丝束则有助于不断拓展应用市场并降低自身采购成本。

■风险提示：军品新产品开发验证风险；价格下滑风险；安全生产风险

5.13. 航天发展：20H1 归母净利润同比增长 40.15%，超市场预期

■事件：公司发布 2020 半年报，实现收入（19.32 亿元，+29.47%），实现归母净利润（3.12 亿元，+40.15%）；单看 Q2 实现收入 11.64 亿元，同比+57.75%，环比+51.55%，归母净 1.89 亿元，同比+58.16%，环比+53.58%。

■电子蓝军仍是主要收入利润来源，并保持高速增长

收入端：20H1 公司实现收入（19.32 亿，+29.47%），电子蓝军收入（9.44 亿，+12.56%），收入占比 49%，利润占比 89%，毛利率 48.96%，较去年同期提升 6.71pct，或主要由于电子蓝军装备平台化发展，以及电磁防护整合具备微波暗室建设系统集成一体化解决方案能力，产品附加值提升。

利润端：公司实现归母净（3.12，+40.15%），其中南京长峰实现收入（10.35 亿元，+65%），净利润（2.39 亿元，+44%），其持有 65%股权的江苏大洋收入为 5.34 亿元，净利润 2669 万元，即南京长峰本部实现收入 5.01 亿元、净利润 2.22 亿元；仿真公司实现收入 2.55 亿元，净利润 3031 万元；北京京航为原波平和长屏的军品业务，实现收入 1.93 亿元、净利润 2922 万元。即电子蓝军业务实现净利润 2.79 亿元。公司统筹蓝军整体发展，积极筹建蓝军装备研究院，考虑到实战化训练演习加剧以及航天特种装备上量等带来的项目系统化、大型化及高附加值化，预计将继续保持高速增长。

预付账款及原材料增长显著，现金流逐渐改善。20H1 预付账款及存货中原材料分别较期初增长 66.70%及 67.53%，或反映公司为应对订单增长而积极备货。受益于公司防务装备产业销售商品回款同比增加，经营性现金流净额同比增长 24.20%，呈现逐渐改善态势。

■网络信息安全或将是公司未来重要增量

公司通过收购锐安科技等 3 家标的打造网安国家队，以公安、网信、运营商和航天科工集团网络安全需求为牵引，在疫情影响、公安部大力推动信息化建设成立大数据局以及网络安全已成为中央企业负责人经营业绩考核指标的时代背景下，壹进制制和航天开元实现收入（1.08 亿元，+11.81%），锐安科技上半年实现收入（3.77 亿元，+8.53%），并扭亏为盈实现净利润 1060 万元。目前公司持有锐安科技 43%股权，公司半年报明确提出通过新设、收购方式加速外延发展，稳步推进锐安科技控股权收购，网安业务将成为公司的重要业绩贡献点。

■微系统业务加大整合，未来成长可期

微系统 2018 年 11 月成立，2019 年收入 1.39 亿元，20H1 收入（1619 万元，-37.29%）。公司在半年报明确提出，加大产业上下游整合力度，实现业务并购拓展，持续推进微系统产业发展；重点围绕复杂微系统、核心系统级芯片、关键设计仿真软件和核心工艺能力四大发展方向，积极开展国家级重点研发计划项目申报及研制。

■投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团电子信息技术产业化集成平台，而集团持股比例较低，关注集团后续安排。公司以电子信息为核心，通过新产业布局和非核心业务剥离，不断优化产业结构。其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；通过收购锐安科技等，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。

■风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合进程低于预期

5.14. 中航高科：20H1 新材料业务归母净利润 3.39 亿元，同比增长 77.98%，符合预期

■事件：公司发布 2020 半年报，实现收入（17.69 亿元，+22.26%），实现净利润（3.22 亿元，+28.93%）；单看 Q2，实现收入 9.98 亿元，同比+30.74%，环比+29.53%，归母净利润 1.36 亿元，同比+0.46%，环比-26.78%。

■复材业务持续高景气，20H1 中航复材净利润同比增长 77.91%

公司 20H1 整体收入增长 22.26%，归母净利润同比增长 28.93%，主要因 19H1 原江苏致豪地产业务贡献归母净利润 0.95 亿元，若剔除则同比增长 107.55%。上半年新材料业务利润总额同比增加 1.71 亿元，且实现归母净利润（3.39 亿元，+77.98%），利润增速显著源于销售规模增长及中航复材产品结构变动带动毛利率提升，参考新材料业务 Q1、Q2 净利润分别为 1.92、1.47 亿元。

中航复材 20H1 收入（16.94 亿元，+50.55%），其中关联交易收入（14.84 亿元，+45.39%），实现利润总额（4.07 亿元，+76.61%），净利润（3.50 亿元，+77.91%），净利率同比提升 3.18pct 至 20.66%，主要因确认收入产品结构变化及规模效应带动毛利率提升。考虑十四五期间我国航空重点型号有望加速放量，且新机型复材占比提升显著，复材业务或将保持稳健增长。

■积极备产，并关注集团压降两金下存货等科目的可能变化

公司产能扩充建设加速推进，顺义生产园区一期工程建设全面收官，二期 2 号实验厂房完成建设，并为满足职工倒班宿舍等需求计划投资 5860 万元在顺义园区新建附属设施。公司为应对航空复材订单增长的提前备产，20H1 公司原材料及预付账款较期初分别增长 43.29% 及 76.22%。20H1 公司存货中库存商品较年初下降 19.5%，除产品交付因素外，同时关注 2020 年集团两金压控年对公司发出商品等科目的影响。

■民用复材拓展可期，子公司改革有序推进

公司南通大尺寸蜂窝生产线二期建设项目、航空工业复材 5 号铺丝间改造项目的建设为民机业务发展、发动机零部件业务的快速发展奠定基础，此外完成 4 米级民机复材机身筒段坠撞试验件交付任务、25 吨牵引车复合材料后簧开发项目结构设计、以及向 FACC 供货蜂窝产品完成试制及相关工艺改造及验证，或贡献新增长极。优材百慕混合所有制改革有序推进，上半年销量同比增加，收入同比增长 2.45%，利润总额较去年减亏 255 万，并在完成民航飞机刹车盘副及高铁制动闸片产品批量生产的同时，开展了炭/炭刹车盘副、碳陶刹车盘副、炭材料试验件等研制。

■公司卡位优势明显，处于复材产业链中游关键环节预浸料，并在军航占据主导地位

子公司中航复材处于航空复合材料产业链中游预浸料的关键环节，并占据主导位置，依托复合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建了深厚的壁垒，其 2015-2019 年

利润复合增速为 28.39%。目前以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比较原有机型均有较大幅度的提高（根据知网，国外先进战机复合材料占比 30%甚至更高、先进直升机复合材料占比近 50%），势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，有望至少保持 30%以上的复合增长，成长性突出。

■投资建议：公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出，且控股股东航空工业作为国有投资改革试点，关注后续变化。

■风险提示：军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期。

5.15. 振华科技：新型电子元器件业务持续向好，上半年同比增长 44.77%

■事件：公司发布半年报，实现收入（20.25 亿元，-6.82%），归母净利润（2.36 亿元，-2.84%），扣非归母净（1.93 亿元，+2.91%）；单看 Q2，实现收入 11.36 亿元，同比+12.04%，环比+27.92%，归母净 1.25 亿元，同比-7.15%，环比+12.86%，二季度逐渐改善。

■深通信出表致使整体收入下滑，新型电子元器件业务同比增长 44.77%

因深通信出表致使公司上半年收入同比下滑 6.82%，但若按同口径剔除深圳通信，则收入同比增长 9.76%；上半年利润总额（3.02 亿元，+6.81%）。

20H1 新型电子元器件业务实现收入（20.11 亿元，+9.79%），累计实现利润总额（3.94 亿元，+44.77%），继续保持增长态势，毛利率因高附加值产品销售占比增加，同比提升 5.75pct 至 53.17%。其中新型电子元器件子公司总收入（15.30 亿元，+19.28%），总净利润（3.42 亿元，+53.14%），利润增速显著高于收入或因公司持续推进结构调整转型升级，着力于提质增效、降本控险，高附加值产品销售占比增长，预计相较行业同类公司或仍有提升空间。考虑到“十四五”期间航空航天重点型号需求上量、国产替代进程加速及军队信息化建设，高端电子元器件企业增长确定性较强，公司作为军工电子元器件上游企业，新型电子元器件业务或将继续保持稳健增长。

毛利率净利率同步提升。20H1 公司毛利率同比提升 12.21pct 至 53.39%，或主要源于新型电子元器件业务自身毛利率提高，且占收入比提升 9.79pct 至 99.30%，以及深通信出表后营业成本减少 3.09 亿元；20H1 净利率同比提升 1.56pct 至 11.60%，净利率提升较少或因管理费用及销售费用分别同比增加 20.82%及 9.10%，且上半年全额计提持有深通信其他应收款及委托贷款净额 1.1 亿元，以及信用减值损失 0.9 亿元所致。

应收账款大幅增长，现金流出现下滑。20H1 存货同比增长 6.82%，其中原材料较期初增长 23.98%，或反映公司为应对订单增长积极备货；应收账款较期初增长 88.24%，主要因新型电子元器件销售规模增长，回款主要集中在下半年所致；应付账款较期初增长 35.86%，为材料采购增加所致，或再次验证订单增长逻辑；预付账款较期初增长 21.78%，主要为募投项目设备采购预付款。根据现金流量表，上半年现金流净额同比减少 251.67%，主要系公司报告期支付代收的客户回款 6.07 亿元。

■加速向高端芯片转型，打造我国军用 IGBT 核心供应商

公司目前持有成都森未科技 20%股权，其 IGBT 产品可对标英飞凌，并已实现小批量量产及销售。森未科技产品均采用第六代或第七代 IGBT 相关技术，已实现第六代产品国产化，其中 650V/50A 和 1200V/100A 产品已实现小批量量产和销售。森未已经掌握全球 IGBT 产品市场上普遍采用的“沟槽栅+场截止技术”主流技术，通过国内工艺代工验证，通过与英飞

凌公司同类产品进行对比测试和实际工况下的性能对比,结果表明其系列产品性能可完全对标德国英飞凌产品。当前我国 IGBT 芯片制造行业仍以国际半导体巨头公司为主,特种领域自主可控及国产替代刚性需求强烈,预计公司 IGBT 业务发展前景或将持续向好。

关注公司后续在 IGBT 领域进展。根据 2019 年报,公司作为我国军用领域 IGBT 核心供应商,已成功研制多款 IGBT 芯片,并完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制,IGBT 模块已配套多家用户。考虑公司拥有领先的产品技术布局,并依托中国电子集团渠道优势,或可占据军工市场较高的份额,持续关注公司后续在 IGBT 领域的布局进展,或将打造新业绩增长点。

■关注集团内芯片等优质资产后续安排

公司作为集团电子元器件业务的上市平台,此前已先后整合振华永光、振华新云等,目前中国电子和振华集团旗下仍然拥有较多元器件和芯片业务资产有待整合。振华集团目前持有振华风光 51.6%、成都华微 54.1% 等股权,其中成都华微是国内自主替代 FPGA 龙头、ADDA 骨干企业;振华风光是国内半导体分立器件的研制生产骨干厂家,持续关注相关优质资产的后续安排,有望进一步增强公司在高新电子领域竞争实力。

投资建议:公司聚焦军工电子元器件业务,将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长,仅依托原有军工电子的利润体量并给与可比公司一般估值即可支撑百亿市值,而 IGBT 业务的拓展,并依托集团芯片资产的期权或带来公司价值重估。

风险提示:订单不及预期;集团相关资产安排不及预期。

5.16. 鸿远电子: 20H1 净利润同比+15.90%, Q2 环比改善显著

■事件:公司发布半年报,实现收入(6.93 亿元,+27.44%),归母净利润(2.05 亿元,+15.90%);单看 Q2,实现收入 4.18 亿元,同比+35.56%,环比+52.34%,归母净 1.32 亿元,同比+43.13%,环比+81.46%,环比改善明显。

■自产业务稳定增长,代理业务显著上量

20H1 受益自产及代理业务均实现不同程度增长,公司收入利润同步提升:

1) 自产业务:受 Q1 疫情影响上半年收入(3.74 亿元,+7.22%),其中瓷介电容器同比+7.06%,直流滤波器同比+26.22%。若单看 Q2,则实现收入 2.34 亿元,环比+67.14%,改善显著,且上半年毛利率较一季度 79.89%提升 2.25pct 至 82.14%,或主要源于二季度高毛利率产品交付量增加所致。考虑到“十四五”期间军队信息化建设或是重中之重,且公司自产业务前五大客户均为军工集团(根据招股说明书,其中航天科技占比 21%,航天科工占比 20%),且合作稳定,预计自产业务有望保持较高增长;

2) 代理业务:20H1 实现收入 3.18 亿元,同比+63.71%,环比+39.10%,主要因光伏发电等新能源行业上半年景气度较高,且公司新代理品牌及新拓展客户进一步促进代理业务的增长,根据年报,代理业务前五大客户上半年实现收入(1.70 亿元,+89.63%),占代理业务收入较 2019 年提升 8.44pct 至 53.53%,集中度进一步提升。上半年因新开拓高周转、低毛利特点主动元器件产品收入增速较快,且公司为巩固及拓展市场份额调整部分产品毛利水平,代理业务毛利率同比下滑 5.38pct 至 12.34%。

毛利率、净利率出现下滑。20H1 毛利率同比下降 9.45pct 至 50.05%,主要因毛利率相对较低的代理业务收入增长迅速所致;虽管理及财务费用分别下滑 4.35%、269.71%,但因 20H1 毛利率下滑较大,导致上半年净利率下滑 2.95pct 至 29.64%。但考虑到公司高毛利率自产业务或逐季好转,后续毛利率净利率有望重回增长,盈利能力或将逐步提升。

预付账款大幅增长，经营性现金流收紧。根据资产负债表，预付款项同比增长 239.34%，主要因公司代理业务增速较快，支付代理业务原厂预付款大幅增加所致；存货中库存商品较期初增长 36.59%，或源于代理业务积极备货，伴随后续订单完成可兑现至收入；根据现金流量表，因预付款项增加较多以及军款回款集中第四季度，导致经营性现金流净额同比下滑 25.77%。

■自产业务不断扩充产品线，内生外延同步推进

根据半年报，公司以多层瓷介电容器等核心产品为主线，逐步实现了单层瓷介电容器、射频微波多层瓷介电容器、金端多层瓷介电容器等系列化产品的量产和销售。此外，在脉冲储能电容器、交流滤波器、陶瓷材料、电极浆料以及低温共烧陶瓷等方面继续加大研发投入，其中高性能镍电极用电容器陶瓷材料技术已经达成批量生产能力，未来有望形成新业绩增长点。此外，公司 2019 年 12 月作价 5796 万元收购宏明电子 2.0001% 股份，其是我国军用 MLCC 及民用精密组件核心供应商之一，入股宏明电子一方面有利于公司在科研、技术和业务等多方面与宏明电子建立起合作通道，共同推动电子元器件发展；另一方面有利于公司从宏明电子持续发展中获取投资收益。我们认为，伴随我军信息化建设及国产替代进程不断加速，公司依托高性能及高品质 MLCC 作为基础单元有望核心受益于下游需求放量。

■代理业务受益光伏产业景气度回升，横向拓展未来业绩增长确定性较高

公司代理元器件主要为国际知名厂商生电容器、电阻及滤波器等，销售集中于新能源、消费电子及轨道交通等民用领域。考虑到光伏发电等新能源行业景气度持续上行，公司光伏类客户业务或进入持续上量阶段。此外，公司 2019 年新签约 Amphenol（安费诺）、普思等品牌代理，横向拓宽产品种类及行业领域，积极响应市场需求，我们认为，公司在加强与原有客户合作的基础上，通过不断横向拓展客户数量，且考虑代理业务产品线丰富及客户源稳定等市场优势，有望为公司未来业绩持续增长奠定良好基础。

投资建议：公司电子元器件技术行业领先，自产业务属于军用 MLCC 龙头企业，在航天市场占有率有较大份额，考虑我军信息化建设及国产替代趋势不断加速，公司有望核心受益；代理业务现有客户稳定且不断横向拓展，未来有望为公司贡献新业绩增量。

风险提示：军品订单不及预期；民品拓展不及预期

5.17. 七一二：上半年归母净利润同比增长 52.67%，无线通信业务继续稳健增长

事件：公司发布 2020 半年报，实现收入（8.40 亿元，+16.12%），实现归母净利润（1.03 亿元，+52.67%）；单看 Q2 实现收入 5.76 亿元，同比+25.97%，环比+118.37%，归母净 0.95 亿元，同比+59.08%，环比 986.04%。

■无线通信业务稳健增长，盈利能力不断提升

公司继续保持高比例研发投入，无线通信多产品研制取得重要突破，市场开拓取得良好成绩，且系统产品在多个平台实现应用，带动收入利润同步提升：

1) 军用领域，通过对现有产品进行升级改造，不断巩固并提升公司市场份额。20H1 中标多个地面通信终端项目，并开展机载通信系统多平台论证及设计，为开拓系统产品市场打下坚实基础；同时在保持超短波通信优势基础上，向卫星通信等领域拓展，应用范围逐步扩大。此外，公司自主研发民航卫星导航地基增强系统已通为后续取得民航局的相关许可奠定良好基础；

2) 民用领域，铁路市场方面，公司完成与国家铁路集团等签订设备采购合同，且基于 LTE

的多媒体调度机车通信设备已正式投产交付；**城市轨交方面**，相继签订西安 6 号线、重庆轨道交通 6 号线等合同，市场份额稳步增加，同时基于 LTE 的宽带调度通信系统相关项目研发进展顺利，为后续市场开拓做好了相关技术储备。

毛利率净利率同步提升，利润增速高于收入增速。20H1 毛利率提升 2.04pct 至 46.21%，或主要源于毛利率较高的军品地面及航空无线通信终端交付量增加所致。费用端除研发费用因公司研发项目关键节点投入增加增长 27.67%外，财务、销售及管理费用分别下降 18.62%、23.38%及 6.92%，带动净利率同比提升 2.94pct 至 12.29%，从而使得利润增速高于收入增速。

预付账款及合同负债保持增长，现金流持续改善。根据资产负债表，上半年因采购材料增加导致预付账款增长 154.15%，且因订单增加，下游客户预付款带动合同负债增长 13.17%，或表明公司当前在手订单充足，正积极备产备货，同时存货科目中在产品以及发出商品分别增长 13.10%及 10.96%。此外，受益于上半年订单及回款情况良好，现金流流入同比增长 22.08%，实现经营性现金流净额提升 18.20%。

■ 装备实现覆盖全兵种，受益信息化建设推进未来成长可期

公司是我军无线通信装备主要供应商，是业内少数可以实现产品全军种覆盖的企业。军品主要为航空无线终端（语音电台、数据链电台、数据处理终端等）、地面无线通信终端（手持、背负和车载终端）以及系统产品（机载 CNI 系统），根据招股说明书，军品占比在 80%以上。与中电科 10 所、海格通信、烽火电子、中原电子等相比，各有侧重，公司是我军超短波无线通信设备的主要供应商，尤其在机载超短波通信领域，具有核心技术研发能力。

信息化建设或是十四五重中之重，受益新机型放量成长可期。军队信息化建设成为我军装备建设重点工作，且指挥控制一体化市场规模迅速增长，公司紧跟军用通信装备发展趋势，多领域展开下一代通信关键技术的研究工作，同时深度参与军用超短波通信、数据链、卫星通信、卫星导航等诸多通信体制的制定，在军用无线通信领域已形成较强核心竞争力。考虑到军队信息化建设或是十四五重中之重，以及以 20 等为代表的新机型等核心装备逐步列装，公司未来成长可期。

■ 城市轨交领域发展迅速，或是未来业绩重要支撑

公司是我国铁路无线通信领域的领军者和行业标准的主要制定者。无线通信设备成功应用于复兴号、和谐号等高铁列车，目前正在积极研制基于新技术的下一代铁路无线通信产品。根据 2020 政府工作报告，铁路部门将投产新线 4000 公里以上，其中高铁 2000 公里，城市轨交 2020 上半年新增线路 10 条，预计全年新增地铁通车里程超过 1400 公里，或将为公司发展带来新动力。且公司通过对轨交系统基于 LTE 及下一代的系统解决方案研究及加大系统集成开拓力度，已参与多条线路项目的方案设计，为后续拓展市场打下良好开端。

■ 混改加速推进，有望为公司注入发展新动力

公司当前控股股东为中环电子集团，其持有公司 52.53%的股权；第二大股东为 TCL 集团，持有公司 19.07%的股权。根据公告，中环集团计划将持有的公司 52.53%股权无偿划转给智博科技，当前公司股票仍处于限售期无法变更，待限售期解除，在实控人仍为天津市国资委的前提下，控股股东将变更为智博科技，我们认为，混合制改革或将为公司注入发展新动力。

投资建议：公司是国内军用无线通信设备核心供应商，已实现全兵种覆盖，并在航空超短波领域具有核心技术优势。随着军改落地，军队信息化推进，以及高研发投入带来的高附加值产品定型，成长性可期。此外控股股东作为天津地区国企混改先锋，关注后续进一步混改推进。

■风险提示：订单节奏不及预期；混改进展不及预期

5.18. 睿创微纳：2020 年上半年净利润同比增长 367.70%，超市场预期

■事件：公司发布中报，2020H1 实现收入（6.93 亿元，+172.86%），归母净（3.08 亿元，+376.70%），超市场预期。仅 Q2 实现营收（4.62 亿元，+201.23%），归母净（2.23 亿元，+438.85%）。

■测军品业务同比增长 129.90%，关注弹载制导类产品放量节奏

20H1 军品收入（1.63 亿元，+129.90%），占收入比重 23.58%，目前多个型号陆续交付使用，2020H1 新增 4 个配套中标重点项目，预计在未来两年内将陆续完成研制定型和批产交付，并有 2 个重点项目进入定型、批产阶段，为军品高增长奠定良好基础，并关注十四五弹载制导类产品放量可能。

■测温产品是重要增量，但扣除测温成长性仍十分突出

2020H1 公司测温产品实现收入 2.41 亿元，同比增长 545 倍，非测温产品实现收入（4.49 亿元，+77.60%）。其中：

- 1) 国内民品市场实现收入 3.13 亿元，其中国内测温收入 1.31 亿元，非测温收入 1.82 亿元。公司 12μm 全系列红外探测器的大规模量产出货，国内国际市占率持续加大，从人体测温、工业测温、电力测温、安消防等领域进一步拓展和巩固了与下游国内头部企业原有的深度合作，积极加强与国内 AIoT 龙头企业合作；加快汽车自动驾驶红外夜视产品的推广；并进一步拓展智能穿戴和消费电子领域市场，空间可期。
- 2) 海外市场实现收入（2.17 亿元，+172.09%），其中户外产品虽因疫情有一定负面影响，但仍实现收入（1.07 亿元，+30.33%），公司产品性价比高，12μm 红外探测器量产的先发优势，并与多个国际著名品牌达成战略合作，国际化战略夯实。而测温是海外主要增量来源，实现收入 1.10 亿元，考虑到疫情防控趋势，预计具备持续增长能力。

■毛利率、净利率大幅提升。20H1 公司毛利率 62.86%，较去年同期提升 11.48pct，或主要由于：1) 价格端因防疫等需求端影响价格维持；2) 产品规模效应、产品技术工艺提升带来成本下降；3) 产品结构变化，高附加值和高毛利率的探测器和整机增速更快，预计 2020 年毛利率或将持续。同期实现净利率 44.50%，提升 19.03pct，主要由于运营和研发费用增幅较小，其中研发费用（0.69 亿元，+46.10%），作为专业从事非制冷红外热成像与 MEMS 传感技术开发的半导体集成电路芯片企业，公司不断提升红外器件能力并拓展红外产品品类，并延申切入激光、太赫兹、微波等新技术领域，预计全年研发费用将保持较高增长。

■存货、应付与合同负债均大幅增长。公司预收货款 1.09 亿元，较期初 0.15 亿元大幅增长；期末存货 5.25 亿元，其中原材料、库存商品、自制半成品分别为 2.04、0.73、1.63 亿元，较期初分别增长 123%、205%、30.4%；应付账款 1.52 亿元中货款 1.24 亿元，较期初增加 91.3%，均反映公司为应对饱满需求备产备货，考虑探测器、机芯、整机的生产周期一般分别为 6.5、1-3、1 个月，基本奠定全年业绩增长。

■产能近乎每年翻倍式增长。公司与晶圆代工厂共建的 8 英寸 MEMS 晶圆生产线已投入量产，产能达到每月 1500 片晶圆，可年产各类芯片 360 万颗，产能端限制主要在封装环节。目前公司金属封装和陶瓷封装探测器产能达到 50 万只/年，新建晶圆级封装探测器产线产能达到 100 万只/年；完成一期晶圆级模组产品线建设，产能达到 50 万只/年；户外观瞄监控产品和测温产品等整机产品产能提升到 20 万只/年。目前公司固定资产和在建工程分别为（3.13

亿元，+38.31%)、(0.21 亿元，133.44%)，产能扩张所投固定资产有限，预计明年或仍有较大提升，且产能释放后将带动 ROE 不断提升。

■投资建议：坚定看好公司的长期成长性。公司是国内非制冷红外探测器龙头，技术国内领先、国际先进，军用普及率较低、国产化替代带动观瞄和制导等产品逐步进入批产放量节奏，民品因疫情影响加速红外作为图像传感器逐渐成为标配化，不断打开安防、消费、汽车等终端市场，打开成长天花板。

■风险提示：军品及民品市场开拓不及预期；红外测温产品波动较大

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓萱	010-83321365	liuwx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034