

推荐 (维持)

## 2020 年中期投资策略： 战略看多“十四五”，优选高成长标的

2020 年 06 月 07 日

### 相关报告

《兴证军工观察：战略看多“十四五”，优选高成长标的》  
2020-05-31

《兴证军工观察：国防开支增长稳健有力，战略看多“十四五”》  
2020-05-24

《兴证军工观察：军费有望稳健增长，战略看多“十四五”》  
2020-05-17

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

S0190520010001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

### 投资要点

- 根据最新的财政支出预算，2020 年我国国防开支预算同比增长 6.6%。尽管这一增速创 1999 年以来的新低，但国防开支占中央财政的比例从 2019 年的 33.6% 增长到了 2020 年的 36.2%，在经济下行压力加大的背景下实属不易。真正拉动军工行业需求的装备采购费用增速有望保持 10% 以上。
- 展望全年，伴随复工以后的加班赶工，自二季度起绝大部分军工企业营收及业绩将恢复增长。横向比较其它制造业，军工行业计划性更强、下游客户军方需求确定性更高、产业链相对封闭，科研生产的组织更加严密，受经济环境的影响相对较小。军工行业全年业绩确定性较高，当前尤显难能可贵。我们判断 2020 年全年以中航沈飞、中直股份为代表的主机厂需求增长中枢在 15% 左右，以中航光电、振华科技为代表的全行业均衡配套的上游军工电子元器件企业需求增长中枢也在 15% 左右。对一些下游需求加速的重点方向，核心标的业绩增速有望达到 30% 乃至 50% 以上。
- 科技封锁与战略打压愈演愈烈，外部环境压力加大，有助于提升军工板块整体估值水平。国防和军队建设是国家繁荣稳定、有效威慑外部敌对势力的基石，军工行业成长确定性将进一步强化。由于历史的原因，我国军工行业长期在西方封锁下成长，是我国各工业领域中自主可控需求刚性最强、对外依赖最小的方向，同时也是孵化高新技术企业的重要土壤。
- 军工板块逐步迈入价值成长阶段，基本面研究的重要性将越来越重要，标的股价走势与基本面关联度越来越高，自下而上选股将成为获得超额收益的关键。
- 横向比较其它制造业，军工行业的优势在于长期成长确定性。比较而言，部分国家重点建设的装备、部分渗透率显著提升的产品、部分业务开拓能力强竞争优势突出的企业需求增速将显著领先于整个行业，选择这类高成长性的标的是我们的核心投资策略。
- 展望未来 5 年，审视整个军工行业并考虑在 A 股中的有效投影标的，我们重点看好航空碳纤维复合材料、新型军机产业链、并战略看多“十四五”航天装备产业链。展望未来 5 年，审视整个军工行业并考虑在 A 股中的有效投影标的，我们重点看好航空碳纤维复合材料、新型军机产业链、并战略看多“十四五”航天装备产业链。
- 当前重点推荐菲利华、爱乐达、中简科技、航天电器、中航高科、中航沈飞、光威复材、中航机电、航发动力、中航光电、安达维尔等。

**风险提示：**1) 部分业绩成长性不强的公司短期难以有效消化较高估值；2) 部分上游配套企业收入确认节奏滞后于产品交付，影响短期业绩兑现；3) 部分主机厂存在型号批产初期因工艺不稳定、成品率低或暂定价偏低利润无法跟随营收同步增长的风险。

## 目 录

1、2020 年中期军工板块复盘 .....	4 -
1.1、年初至今军工板块走势：主题效应突出，业绩超预期标的抢眼 .....	4 -
1.2、机构军工股持仓：板块低配待否极泰来 .....	5 -
2、2019 年报及 2020 一季报：全年业绩确定，配置价值凸显 .....	6 -
2.1、横向行业比较军工业绩增速突出 .....	6 -
2.2、军品占比过半 52 个标的统计：行业景气向上持续 .....	7 -
2.3、细分方向分析：通用配套及电子元器件标的反映行业加速增长 .....	8 -
3、投资策略 .....	10 -
3.1、需求研判：长期成长确定，全年整体增长中枢 15% 左右 .....	10 -
3.2、外部环境：强化成长确定性，有望提升板块估值 .....	11 -
3.3、板块投资策略：战略看多“十四五”，聚焦高成长标的 .....	12 -
4、重点方向与标的 .....	13 -
4.1、航空碳纤维复合材料 .....	13 -
4.2、新型军机产业链 .....	17 -
4.3、航天装备产业链 .....	19 -
5、重点标的 .....	19 -
5.1、菲利华 .....	20 -
5.2、爱乐达 .....	20 -
5.3、中简科技 .....	21 -
5.4、航天电器 .....	22 -
5.5、中航高科 .....	23 -
5.6、中航沈飞 .....	24 -
5.7、光威复材 .....	24 -
5.7、中航机电 .....	25 -
5.8、航发动力 .....	25 -
5.9、中航光电 .....	27 -
5.10、安达维尔 .....	27 -
6、结论 .....	28 -
7、风险提示 .....	29 -
图表 1、年初以来中证军工指数走势 .....	4 -
图表 2、年初以来跑赢中证军工指数较多的标的 .....	4 -
图表 3、主动型公募基金前十大重仓股中军工股占比 .....	6 -
图表 4、主动公募基金重仓持有的军工股 top10 市值占比 .....	6 -
图表 5、2019 年国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较 .....	7 -
图表 6、2019 年国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较 .....	7 -
图表 7、2019 年 52 个标的及 2020Q1 51 个标的合计营收、归母净利润同比增速 ..	8 -
图表 8、各细分领域 2017-2019 年年报及 2020Q1 营收、净利润同比增速中位数 ..	9 -
图表 9、中央公共财政支出、预算及增速 .....	10 -
图表 10、中国国防支出装备费、训练维持费、人员生活费占比 .....	11 -
图表 11、全军装备采购信息网招标公告数量统计（截至 20200522） .....	11 -
图表 12、航空航天碳纤维复合材料增长逻辑 .....	13 -
图表 13、航空航天碳纤维复合材料增长逻辑 .....	14 -
图表 14、复合材料种类及占比在航空产品中的变化 .....	15 -

---

图表 15、光威复材、中简科技碳纤维及织物盈利能力变化趋势.....	- 16 -
图表 16、中航高科子公司中航复材盈利能力变化趋势.....	- 16 -
图表 17、航空碳纤维产业链 .....	- 17 -
图表 18、中美各型飞机数量对比 .....	- 17 -
图表 19、中国战斗机各代机型号占比 .....	- 18 -
图表 20、美国战斗机各代级型号占比 .....	- 18 -
图表 21、F-35 生产计划安排.....	- 19 -
图表 22、F-35 美日韩澳订单数量及列装数量 .....	- 19 -
图表 23、重点标的估值表格 .....	- 20 -

## 1、2020 年中期军工板块复盘

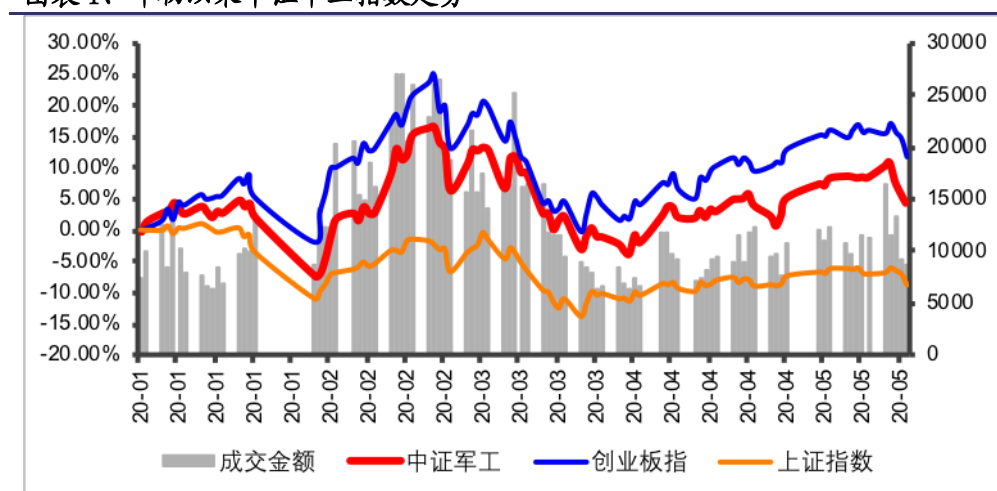
### 1.1、年初至今军工板块走势：主题效应突出，业绩超预期标的抢眼

年初至今（20200522，下同），中证军工指数涨 6.34%，跑赢上证指数 14.09%，跑赢创业板指数-7.48%，国防军工（中信）涨 5.94%，在中信 29 个行业指数中涨幅排名第 6 位。

军工板块总市值 8102 亿（在 A 股中占比 1.43%），市盈率（TTM，整体法，剔除负值）47.05，分别排名第 21、第 4。

年初至今军工板块涨幅相对较大的标的主要有：卫星互联网概念相关标的如天银机电、中国卫星、康拓红外、亚光科技、星网宇达、航天宏图等；军民融合型红外产品供应商如高德红外、大立科技等；业绩拐点驱动的标的如爱乐达、中航高科等。

图表 1、年初以来中证军工指数走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、年初以来跑赢中证军工指数较多的标的

证券简称	涨跌幅	证券简称	涨跌幅	证券简称	涨跌幅	证券简称	涨跌幅	证券简称	涨跌幅
天银机电	108.3	中国卫星	52.0	奥普光电	34.2	华力创通	28.4	七一二	19.7
高德红外	104.8	中航高科	50.4	凌云股份	34.1	天和防务	25.0	中航机电	18.3
大立科技	88.9	航天发展	46.0	广电计量	33.8	振华科技	24.9	中船防务	18.0
爱乐达	81.8	康拓红外	39.8	星网宇达	32.2	ST抚钢	23.9	睿创微纳	17.1
通光线缆	78.3	通达股份	39.2	航天长峰	32.2	金盾股份	23.8	航锦科技	17.0
宏大爆破	72.0	亚光科技	38.5	光威复材	30.6	日发精机	23.1	海特高新	15.5
*ST湘电	68.3	航发科技	37.2	航天宏图	30.5	泰和新材	22.9	红相股份	14.3
雷科防务	53.1	中航三鑫	34.4	北斗星通	28.9	华伍股份	21.2	振芯科技	13.5

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、机构军工股持仓：板块低配待否极泰来

对 A 股 125 个主要军工标的进行统计，剔除被动指数基金后，公募基金 2020Q1 前十大重仓股中军工股市值占比 0.93%，相比 2019Q4 回升 0.05 个百分点，但仍处于近年来低位。截止 2020Q1，A 股总市值中 125 个军工股占比 2.34%，相比 2019Q4 上升 0.13 个百分点。相对 A 股总市值中军工股的占比，主动型公募基金前十大重仓股中军工股市值占比自 2018Q3 以来持续下降，**并从 2019Q4 的低配 1.32% 扩大到 2020Q1 的低配 1.41%**。截止 2020Q1，A 股流通总市值中 125 个军工股占比 2.62%，相比 2019Q4 增加 0.05 个百分点，回升至 2019Q3 水平。相对 A 股流通总市值中军工股占比，主动型公募基金前十大重仓股中军工股市值占比从 2019Q4 的低配 1.69% 继续下降到 2020Q1 低配的 1.7%。

主动型公募基金重仓持有的军工股中，国有军工股占比连续六个季度下行，从 2019Q4 的 76.5% 下降到 2020Q1 的 72.6%。反映出公募机构军工持仓仍然偏向军工属性更强的国有军工股，但持有民参军股票的比例有所提升。

2020Q1 主动公募基金重仓股中加仓市值最多的个股是：光威复材（7.92 亿元）、航天发展（5.27 亿元）、广电计量（3.28 亿元）、宏大爆破（2.09 亿元）、红相股份（2.01 亿元）；2020Q1 主动公募基金重仓股中减仓市值最多的个股是：中国长城（5.38 亿元）、菲利华（2.97 亿元）、中直股份（2.74 亿元）、火炬电子（2.53 亿元）、航天电器（2.44 亿元）；2020Q1 主动公募基金重仓持有的基金数最多的个股是：航天发展（36 个）、中直股份（31 个）、中航沈飞（28 个）、光威复材（27 个）、中航机电（25 个）；2020Q1 主动公募基金重仓持有市值最高的个股是：光威复材（12.68 亿元）、中航机电（7.99 亿元）、内蒙一机（7.71 亿元）、航天发展（6.55 亿元）、中航沈飞（5.75 亿元）；2020Q1 主动公募基金重仓持有市值占比最高的个股是：内蒙一机（5.01%）、光威复材（4.95%）、湘电股份（4.56%）、爱乐达（4.16%）、红相股份（3.68%）；2020Q1 主动公募基金重仓持有市值占比降低最多的个股是：苏试试验（4.57%）、菲利华（3.91%）、火炬电子（2.34%）、四创电子（2.1%）、航天电器（1.85%）。

2016-2017 年，主动公募基金重仓持有的军工股持仓总市值 top10 市值占比基本维持在 45%-50% 区间。2017Q4 至 2018Q4，主动公募基金重仓持有的军工股持仓集中度逐步提升，持仓总市值 top10 市值占比从 2017Q4 的 51.7% 上升至 2018Q4 的 77.2%。2019 年持仓总市值 top10 市值占比下降并维持在 65%-70% 区间，2020Q1 进一步下降为 61%。

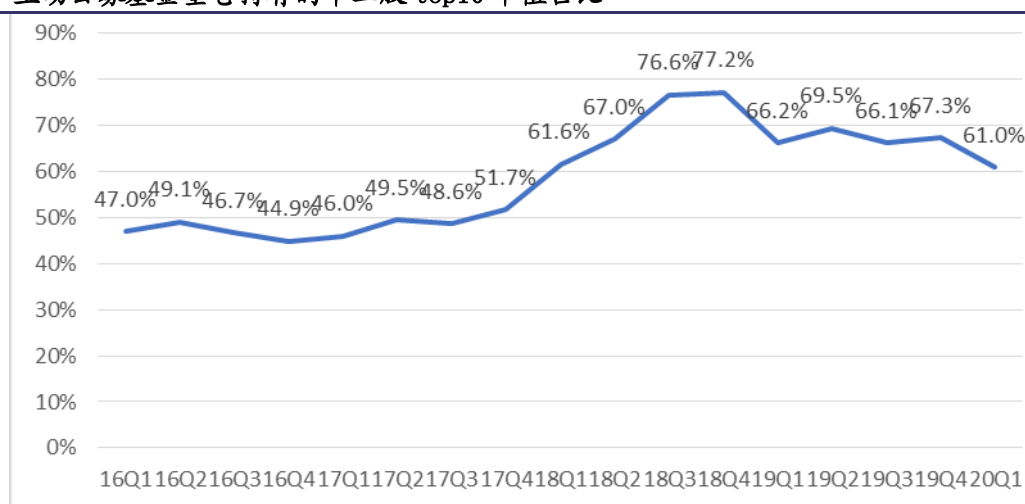


图表 3、主动型公募基金前十大重仓股中军工股占比

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	重仓持股比例	重仓持股增减
全部军工股	5.05%	5.63%	4.90%	4.63%	4.03%	2.68%	2.08%	1.81%	2.05%	1.57%	2.10%	1.70%	1.49%	1.16%	1.00%	0.88%	0.93%		
军工占A股	2.89%	3.03%	2.87%	2.76%	2.79%	2.38%	2.40%	2.24%	2.29%	2.02%	2.09%	2.03%	2.20%	2.08%	2.12%	2.21%	2.34%		
军工流通占A股	3.55%	3.63%	3.45%	3.38%	3.47%	2.91%	2.99%	2.68%	2.77%	2.49%	2.60%	2.54%	2.68%	2.55%	2.62%	2.57%	2.62%		
军工股超配	2.17%	2.60%	2.03%	1.87%	1.24%	0.30%	-0.32%	-0.43%	-0.24%	-0.44%	0.02%	-0.33%	-0.71%	-0.92%	-1.11%	-1.32%	-1.41%		
军工流通股超配	1.50%	2.00%	1.45%	1.25%	0.57%	-0.23%	-0.91%	-0.87%	-0.72%	-0.92%	-0.50%	-0.84%	-1.19%	-1.38%	-1.62%	-1.69%	-1.70%		
国有军工股	2.72%	2.57%	2.06%	2.31%	2.39%	1.76%	1.53%	1.45%	1.70%	1.35%	1.91%	1.55%	1.27%	0.98%	0.80%	0.68%	0.68%		
国有占A股	2.04%	2.04%	1.97%	1.93%	1.98%	1.69%	1.67%	1.56%	1.60%	1.42%	1.52%	1.56%	1.60%	1.53%	1.55%	1.53%	1.61%		
国有流通占A股	2.56%	2.50%	2.40%	2.39%	2.48%	2.04%	2.09%	1.88%	1.94%	1.74%	1.88%	1.87%	1.92%	1.83%	1.88%	1.80%	1.78%		
国有军工超配	0.67%	0.53%	0.09%	0.38%	0.40%	0.07%	-0.13%	-0.12%	0.10%	-0.07%	0.39%	-0.01%	-0.34%	-0.55%	-0.75%	-0.86%	-0.93%		
国有军工流通股超配	0.16%	0.07%	-0.34%	-0.08%	-0.09%	-0.28%	-0.55%	-0.44%	-0.24%	-0.38%	0.04%	-0.32%	-0.66%	-0.84%	-1.08%	-1.12%	-1.10%		
民参军	2.33%	3.06%	2.83%	2.32%	1.65%	0.92%	0.54%	0.36%	0.35%	0.22%	0.19%	0.15%	0.23%	0.18%	0.20%	0.21%	0.25%		
民参军占A股	0.84%	0.98%	0.90%	0.82%	0.81%	0.69%	0.73%	0.67%	0.69%	0.60%	0.56%	0.55%	0.60%	0.56%	0.57%	0.67%	0.74%		
民参军流通占A股	0.99%	1.13%	1.05%	0.99%	0.99%	0.87%	0.90%	0.79%	0.83%	0.75%	0.73%	0.71%	0.74%	0.72%	0.74%	0.77%	0.85%		
民参军超配	1.49%	2.08%	1.94%	1.50%	0.84%	0.22%	-0.19%	-0.31%	-0.34%	-0.38%	-0.38%	-0.40%	-0.37%	-0.38%	-0.36%	-0.47%	-0.48%		
民参军流通股超配	1.34%	1.93%	1.79%	1.33%	0.66%	0.05%	-0.35%	-0.43%	-0.48%	-0.53%	-0.54%	-0.56%	-0.52%	-0.54%	-0.54%	-0.57%	-0.60%		
国有军工股占比	53.8%	45.6%	42.1%	49.9%	59.1%	65.8%	73.8%	80.1%	83.1%	86.0%	91.1%	90.9%	84.9%	84.6%	79.9%	76.5%	72.6%		

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、主动公募基金重仓持有的军工股 top10 市值占比



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

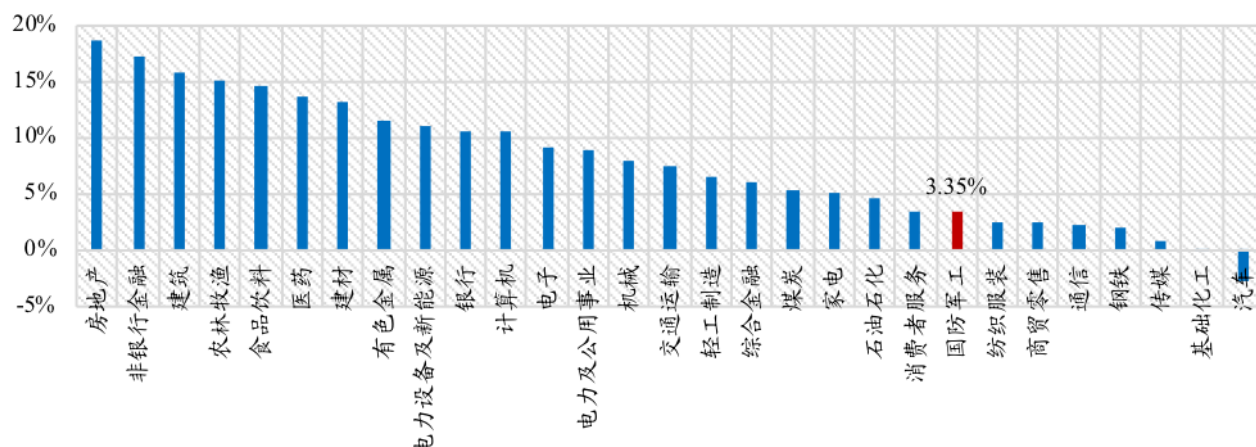
## 2、2019 年报及 2020 一季报：全年业绩确定，配置价值凸显

### 2.1、横向行业比较军工业绩增速突出

2019 年国防军工（中信）板块共实现营业收入 3271.01 亿元、归母净利润 124.89 亿元。营收、归母净利润同比增速分别为 3.35%、32.39%，在 29 个行业中分别排名第 22、第 4。

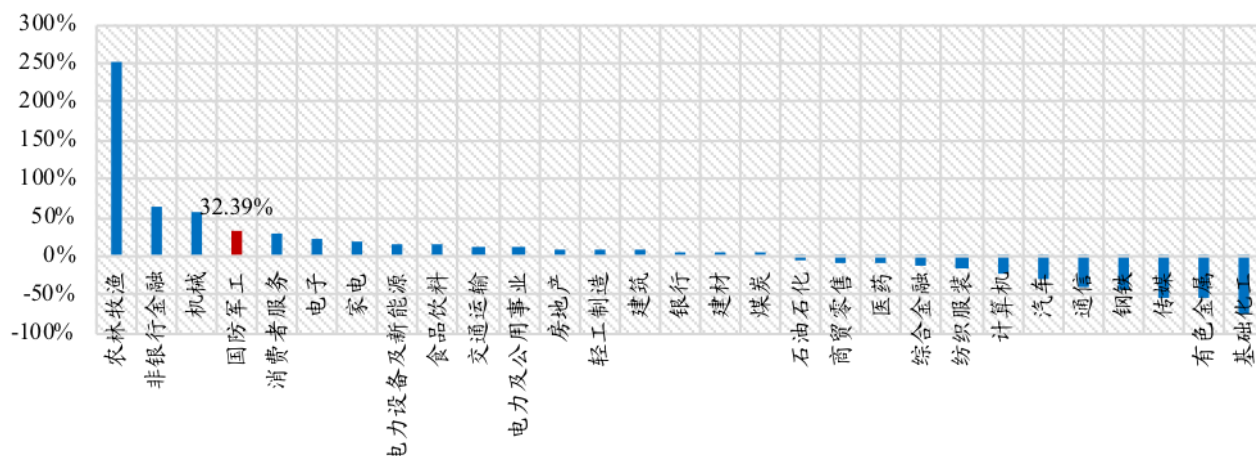
2020Q1 国防军工板块共实现营业收入 513.39 亿元，占 2019 年全年营收的 15.7%；归母净利润 53.96 亿元，占 2019 年全年归母净利润的 43.2%。营收、归母净利润同比分别下降 8.05%、增长 173.9%，在 29 个行业中分别排名第 12、第 2。

图表 5、2019 年国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、2019 年国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、军品占比过半 52 个标的统计：行业景气向上持续

2019 年国防军工（中信）板块 72 个军工标的中有相当一部分军品收入占比较低，如航天科技、航天晨光、\*st 集成等为资产注入驱动型标的，中国重工、中船防务、中国动力、金信诺、炼石航空等军品收入占比相对有限，中航机电、中国海防、洪都航空、雷科防务等口径变化，新研股份计提减值较大。为了更加客观的反映军工行业的整体及细分领域的变化趋势，我们将研究对象聚焦于军品收入或者利润占比过半且 2019 年口径并未变化的 52 个标的。

2020Q1 中航沈飞归母净利润受大额政府补助影响较大，在分析 2020Q1 财务数据时将其从 52 个标的中剔除，合计 51 个标的。

52 个标的 2019 年共实现营业收入 2107.35 亿元，归母净利润 136.9 亿元，分别同比增长 10.23%、19.75%。52 个标的营收同比增速中位数为 12.99%，归母净利润

同比增速中位数为 14.17%。

52 个标的 2019Q1 共实现营业收入 368.05 亿元，归母净利润 19.23 亿元，营收、归母净利润分别同比增长 28.02%、66.42%。52 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 18.92%、30.44%。

52 个标的 2019Q2 共实现营业收入 528.24 亿元，归母净利润 41.03 亿。营收、归母净利润分别同比增长 13.64%、16.96%。52 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 12.52%、17.65%。

52 个标的 2019Q3 共实现营业收入 410.63 亿元，归母净利润 28.12 亿元。营收、归母净利润分别同比下降 1.59%、增长 6.85%。52 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 11.52%、15.72%。

52 个标的 2019Q4 共实现营业收入 800.67 亿元，归母净利润 48.48 亿元。营收、归母净利润分别同比增长 8.19%、16.55%。52 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 10.28%、10.76%。

51 个标的 2020Q1 共实现营业收入 368.67 亿元，归母净利润 25.13 亿元。营收、归母净利润分别同比下降 1.75%、增长 11.01%。51 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-1.71%、-8.49%。

**图表 7、2019 年 52 个标的及 2020Q1 51 个标的合计营收、归母净利润同比增速**

季度	合计同比增速	2016	2017	2018	2019	2020
Q1	营业收入	24.87%	4.48%	20.50%	28.02%	-1.75%
	归母净利润	150.01%	-4.70%	69.11%	66.42%	11.01%
Q2	营业收入	18.71%	18.39%	19.87%	13.64%	-
	归母净利润	19.44%	24.98%	40.69%	16.96%	-
Q3	营业收入	10.73%	18.90%	14.41%	-1.59%	-
	归母净利润	48.82%	6.61%	46.57%	6.85%	-
Q4	营业收入	27.24%	5.35%	-1.99%	8.19%	-
	归母净利润	34.21%	9.95%	-8.38%	16.55%	-
全年	营业收入	17.00%	9.17%	7.80%	10.23%	-
	归母净利润	29.35%	7.70%	12.28%	19.75%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2016 年内蒙一机、航天电子重大资产重组影响当年增速。

### 2.3、细分方向分析：通用配套及电子元器件标的反映行业加速增长

我们将 52 个标的根据所在细分领域分为 6 个方向：航空、航天、舰船、地面兵装、通用配套、电子元器件。

2019 年，航空方向 21 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 12.6%、16%；



航天方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 2.94%、7.35%；舰船方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-3.85%、-12.55%；地面兵装方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 4.29%、-1.53%；通用配套方向 12 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 20.07%、20.32%；电子元器件方向 7 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 24.69%、27.62%。

2020Q1, 航空方向 20 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-4%、0.85%；航天方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-10.79%、-12.74%；舰船方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-39.62%、-86.53%；地面兵装方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-16.56%、-218.96%；通用配套方向 12 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 6.55%、15.09%；电子元器件方向 7 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 13.16%、-23.32%。

图表 8、各细分领域 2017-2019 年年报及 2020Q1 营收、净利润同比增速中位数

细分领域		航空	航天	舰船	地面兵装	通用配套	电子元器件
2017 年	营收	8.72%	10.41%	12.70%	3.76%	14.94%	16.85%
	归母净利润	8.00%	4.67%	15.23%	20.46%	2.13%	19.28%
2018 年	营收	8.44%	4.04%	28.97%	4.64%	16.71%	21.35%
	归母净利润	19.15%	3.70%	4.54%	17.63%	45.94%	15.56%
2019 年	营收	12.60%	2.94%	-3.83%	4.29%	20.07%	24.69%
	归母净利润	16.00%	7.35%	-12.55%	-1.53%	20.32%	27.62%
2020Q1	营收	-4.00%	-10.79%	-39.62%	-16.56%	6.55%	13.16%
	归母净利润	0.85%	-12.74%	-86.53%	-218.96%	15.09%	-23.32%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年起的“十三五”后两年，军工行业主战装备、非主战装备两大阵营驱动逻辑显著不同。作为武器装备体系的骨干，主战装备方向计划性强、仍将保持稳健增长；非主战装备方向受军队体制编制调整后的补偿式采购拉动有望显著加速。当前进入 A 股的军工资产总体未超过 30%，52 个标的中航天、舰船方向能够投影军工行业内生长标的仍然较少，航空方向标的较多。航空板块 2019 年营收利润增速稳健，2020 年一季度在疫情影响下业绩同比基本持平；舰船板块和地面装备板块 2019 年表现不佳，2020 年一季度业绩受疫情影响较大；通用配套企业中的大部分作为非主战装备方向的代表，2019 年其营收利润增速 20% 左右，2020 年一季度业绩仍保持 15% 左右增长；电子元器件板块 2019 年营收利润高速增长，2020 年一季度营收保持增长。

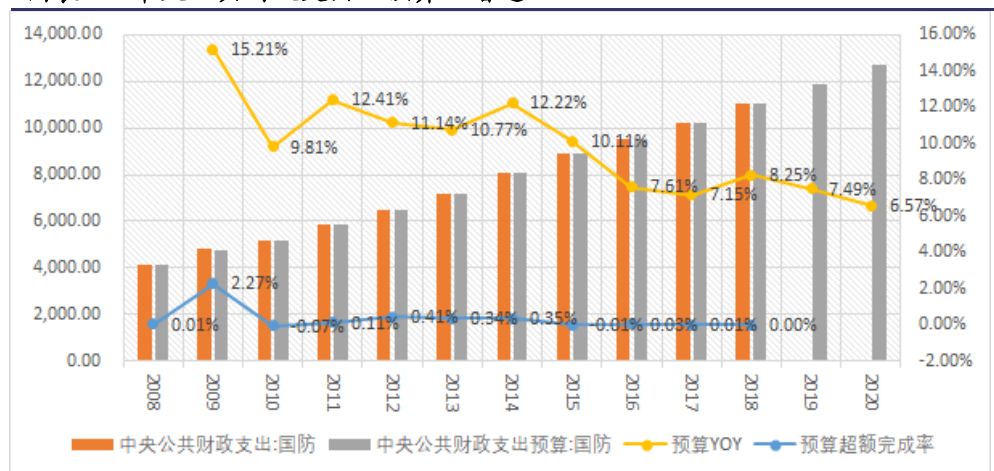
2017-2019 年，作为基础产品供应商的电子器件企业及通用配套企业的营收持续加速增长充分反映出军工行业尤其是非主战装备企业的加速增长态势。（详见《军工板块 2019 年报及 2020 一季报总结：全年业绩确定，配置价值凸显》2020-05-05）

### 3、投资策略

#### 3.1、需求研判：长期成长确定，全年整体增长中枢 15%左右

当前我国武器装备建设仍处于补偿式发展的关键时期。改革开放 42 年来的前 20 年，国家战略以经济建设为中心，国防和军队建设让位于经济发展，军费大幅压缩，先进武器装备研发与生产受到抑制。1999 年以来，以改革开放 20 多年的经济基础为基石，军工行业启动了高速补偿式发展的进程。我们判断，未来 5-10 年我国国防科技工业仍将处于补偿式发展的关键时期。

图表 9、中央公共财政支出、预算及增速

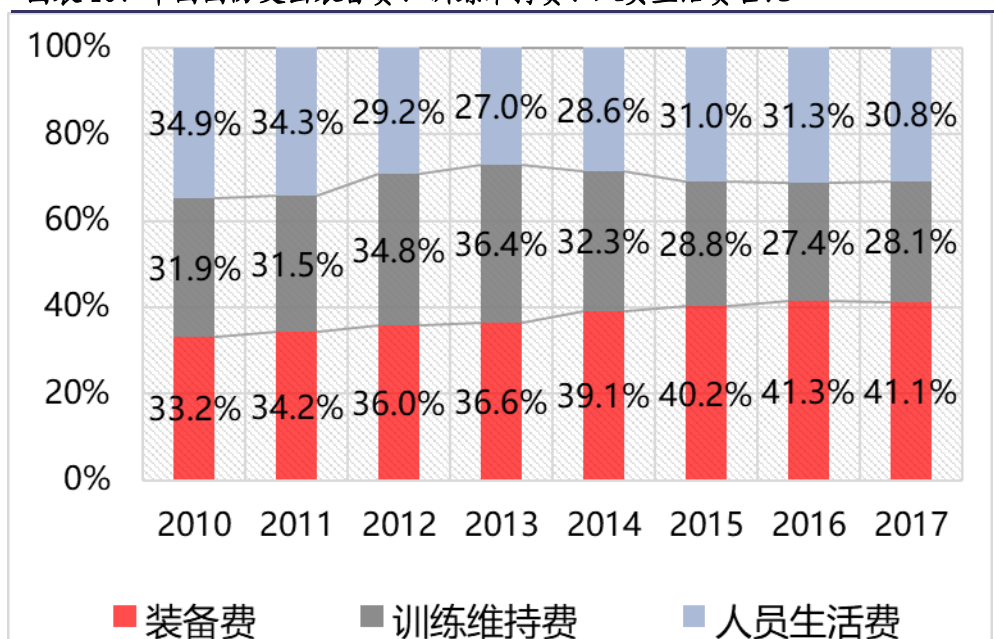


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

根据最新的财政支出预算，2020 年我国国防开支预算同比增长 6.6%。尽管这一增速创 1999 年以来的新低，但国防开支占中央财政的比例从 2019 年的 33.6% 增长到了 2020 年的 36.2%，在经济下行压力加大的背景下实属不易。另外一方面，我们认为真正拉动军工行业需求的装备采购费用增速有望保持更快增速。

根据 2019 年 7 月 24 日发布的国防白皮书，装备费占比从 2010 年的 33.2% 增长至 2017 年的 41.1%。2012-2017 年国防费开支年均增速 9.42%，而装备费的年均增速达 13.44%，超出 4.02 个百分点。随着 2015 年以来军队裁撤员额 30 万人即反腐力度的加强，未来装备费占国防费的比例有望进一步提升。

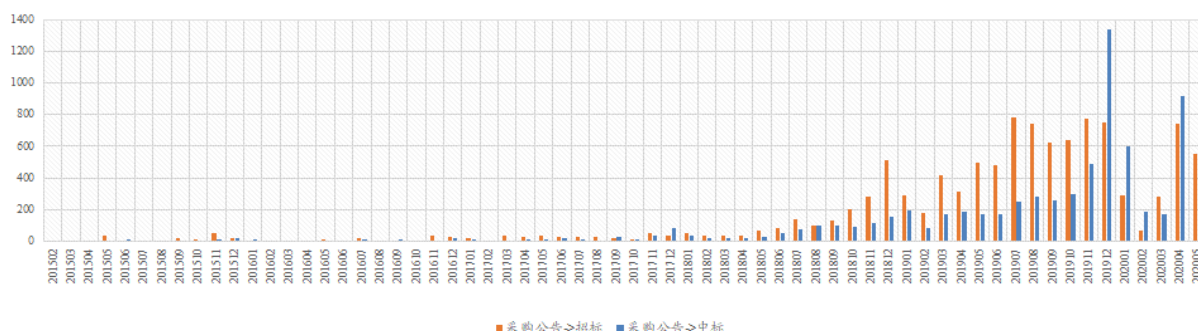
图表 10、中国国防支出装备费、训练维持费、人员生活费占比



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

展望全年，伴随复工以后的加班赶工，自二季度起绝大部分军工企业营收及业绩将恢复增长。横向比较其它制造业，军工行业计划性更强、下游客户军方需求确定性更高、产业链相对封闭，科研生产的组织更加严密，受经济环境的影响相对较小。军工行业全年业绩确定性较高，当前尤显难能可贵。我们判断 2020 年全年以中航沈飞、中直股份为代表的主机厂需求增长中枢在 15% 左右，以中航光电、振华科技为代表的全行业均衡配套的上游军工电子元器件企业需求增长中枢也在 15% 左右。对一些下游需求加速的重点方向，核心标的业绩增速有望达到 30% 乃至 50% 以上。

图表 11、全军装备采购信息网招标公告数量统计（截至 20200522）



资料来源：全军装备采购信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、外部环境：强化成长确定性，有望提升板块估值

美国商务部工业和安全局（BIS）4 月 27 日宣布将实施对中国、俄罗斯和委内瑞

拉新的出口限制，防止其实体通过民用商业等途径获取可用于发展武器、军用飞机或监视的美国技术并转为军用。该机构 5 月 22 日再次宣布，将 24 家总部设在中国、中国香港和开曼群岛的政府机关和商业组织，以“威胁美国国家安全，所使用美国的商品和技术，存在被用于军事项目的重大风险”的理由列入实体清单。科技封锁与战略打压愈演愈烈，外部环境压力加大。国防和军队建设是国家繁荣稳定、有效威慑外部敌对势力的基石，军工行业成长确定性将进一步强化。

由于历史的原因，我国军工行业长期在西方封锁下成长，是我国各工业领域中自主可控需求刚性最强、对外依赖最小的方向，同时也是孵化高新技术企业的重要土壤。外部环境压力加大有助于提升军工板块整体估值水平。

### 3.3、板块投资策略：战略看多“十四五”，聚焦高成长标的

自 2007 年国防科工委等部门发布《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》、启动军工资产证券化以后的十年时间是军工板块的洪荒时代。十年的资产证券化历程为 A 股提供了 40 家以上的军品营收超过一半的公司。2016 年以来，随着市场回归理性、超高的估值逐步回落，军工板块终于逐步迈入价值成长阶段，基本面研究的重要性将越来越重要。

伴随着军工板块主题光环的褪色，雨露均沾的阶段已过，标的股价走势与基本面关联度越来越高，配置整个板块已不是一个好的策略。由于军工资产证券化率整体仍处于较低水平、军工板块上百家标的中一半以上仅为军工概念股，且不同细分领域、不同产业链环节的标的基本面差异较大，自下而上选股将成为获得超额收益的关键。

军工行业公开数据较少，可供呈现的量化分析相对较少，对行业的动态把握更多的需要依赖对行业的持续跟踪。由于军工资产证券化率较低，且大部分军工上市公司均为军民业务并存，此前市场上不少看似数据工整的论述存在较大误导性，把行业基本面梳理清晰需要覆盖足够的产业纵深和宽度，并非易事。

横向比较其它制造业，军工行业的优势在于长期成长确定性。比较而言，部分国家重点建设的装备、部分渗透率显著提升的产品、部分业务开拓能力强竞争优势突出的企业需求增速将显著领先于整个行业，选择这类高成长性的标的是我们的核心投资策略。展望未来 5 年，审视整个军工行业并考虑在 A 股中的有效投影标的，我们重点看好航空碳纤维复合材料、新型军机产业链、并战略看多“十四五”航天装备产业链。



## 4、重点方向与标的

### 4.1、航空碳纤维复合材料

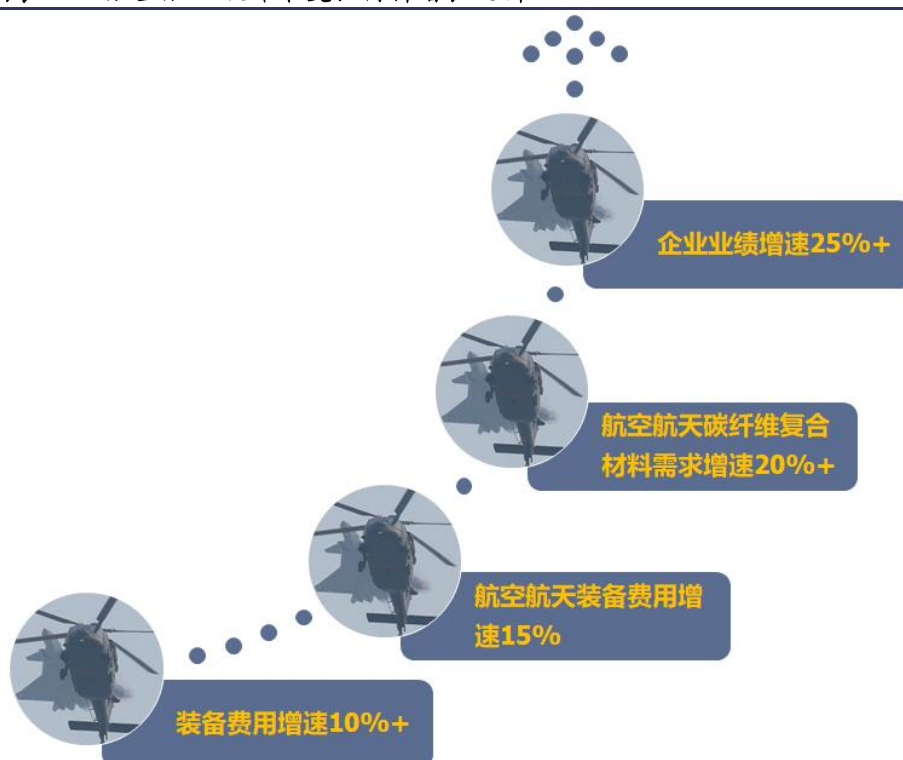
航空碳纤维复合材料是未来5-10年军工领域增长最快的细分领域之一。我们认为，“十四五”期间我国军费仍将处于6-8%的稳健增长通道，其中装备费占国防费的比例有望进一步提升，装备费开支有望保持10%以上增速。随着新一代高新机型的加速列装，军机产业链将继续保持高景气度，行业增速有望保持15%左右。受益于先进军机加速列装和复合材料在军机上应用比例提升，军机碳纤维复合材料需求有望保持20%以上增速。

此外，国产大飞机的商用有望助力公司切入民用大飞机碳纤维市场，未来产业空间巨大。公司依托雄厚的军用航空预浸料技术实力，有望逐步向民用航空市场渗透。

#### 军用航空：复材应用比例逐渐提升，军机列装需求缺口较大

军用航空对于碳纤维材料的需求拉动主要体现在两方面：一、军机碳纤维复材应用比例逐渐提升；二、我国军机与美俄相比数量缺口较大，列装需求旺盛。同时，伴随着产能的不断提升，产业链相关企业将呈现较强的规模效应，业绩增速有望显著领先于需求增速。

图表 12、航空航天碳纤维复合材料增长逻辑



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



### 1) 碳纤维复材在军机中的应用逐渐提升

碳纤维复合材料比强度是钢材的 20 倍，换言之，同等结构强度下碳纤维复合材料结构重量仅有钢材的 1/20。减重对于提高飞行器航程和有效载荷的重要性不言而喻，因此碳纤维复合材料被广泛应用于战斗机和直升机的机体、主翼、尾翼、刹车片及蒙皮等部位，减重效果显著。伴随着我国碳纤维及复合材料技术的突破，先进航空航天装备碳纤维的应用比例在不断提升。

以美军为例，1969 年，F14A 复合材料用量仅有 1%，而以 F-22 和 F35 为代表的第四代战斗机上复合材料用量达到 24% 和 36%。法国的阵风战机复合材料用量达到 24%；英国的台风战机（EF2000）复合材料用量达到 40% 左右，其中全机表面的 70% 采用碳纤维复合材料。

据《纤维复合材料》，我国歼-7III 中复合材料用量为 2%，歼-10 提升至 6%。据《合成材料老化与应用》，歼-11B 重型战机的机翼、垂直尾翼和水平尾翼等部件采用了复合材料，占飞机结构总重量的 9%。据《高科技纤维与应用》，直 9 大量采用了环氧基碳纤维等的复合材料，主要用于主桨叶、垂尾、平尾、侧端板、座舱罩等结构部件。虽然我国军机碳纤维适用量逐渐增加，但整体而言与美俄存在较大差距，有较大提升空间。

### 2) 我国军机列装需求缺口大

据 World Air Forces、Global Fire Power，我国军机数量与结构与美俄相比存在差距，列装需求缺口大。军队聚焦实战背景下，武器装备列装规模有望大幅提升，叠加碳纤维复合材料在军机使用比例的提升，我国军用航空碳纤维及其复合材料需求有望在较长时期内保持高速增长。

图表 13、航空航天碳纤维复合材料增长逻辑

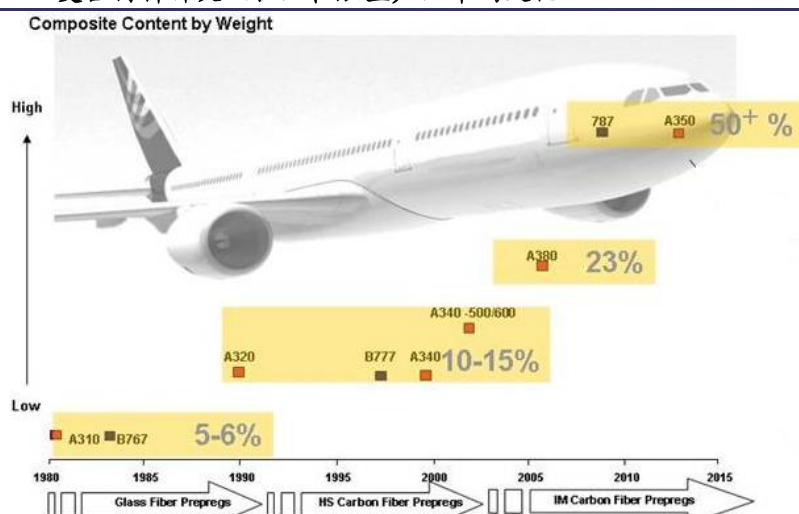
国别	军机数量 (架)	军队人数 (万人)	人均拥有军机 (架/万人)
中国	3210	200	16.1
美国	13266	140	94.8
俄罗斯	4196	101	41.5

资料来源：World Air Forces 2020、Global Fire Power，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：数据仅供参考。我国军队规模按照军改裁减后 200 万人计算。

### 3) 民航客机复材应用比例逐年上升

20 世纪 80 年代起，复合材料开始应用在客机上的非承力构件。在早期的 A310、B757 和 B767 上，复合材料的占比仅为 5%-6%，且多为玻璃纤维材料。21 世纪以来，碳纤维复材逐渐作为次承力构件和主承力构件应用在客机上，其质量占比也开始逐步提升。例如波音 B787 复合材料的用量达到了 50%；空客 A350XWB 在结构材料中，复合材料的结构重量高达 53%，是复合材料用量占全机结构重量比例最大的客机之一，其中碳纤维复合材料得到大量应用。

图表 14、复合材料种类及占比在航空产品中的变化



资料来源：Hexcel，兴业证券经济与金融研究院整理

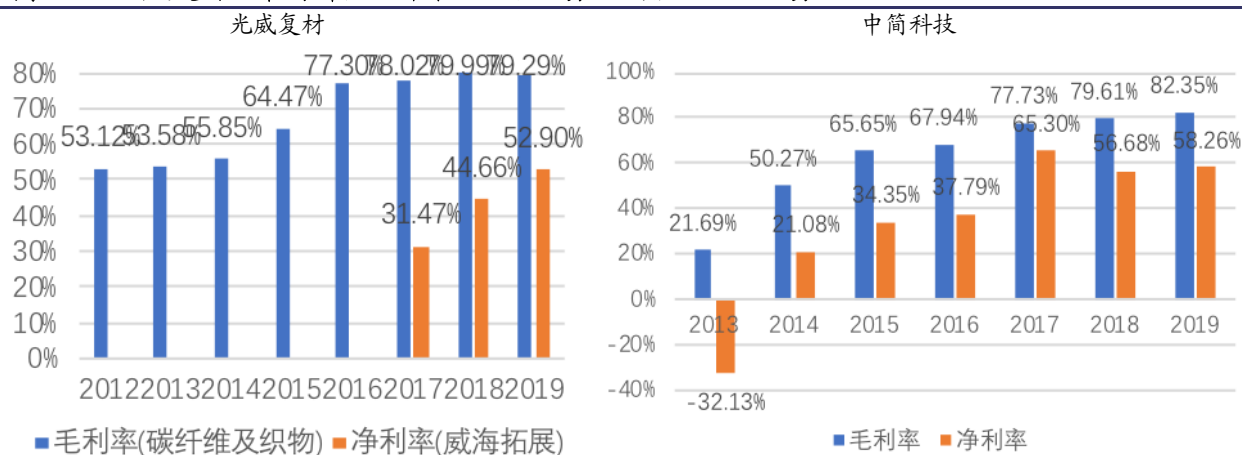
据澎湃新闻，中国商飞在 C919 的设计中也选用了包括碳纤维在内的复合材料。复合材料应用范围涵盖方向舵等次承力结构和飞机平尾等主承力结构，用量达到机体结构重量的 11.5%。据商飞官网，C919 已获累计 28 家客户 815 架订单。据中国新闻网报道，C919 总设计师吴光辉称，预计 C919 将于 2021 年交付首家用户。据中国商飞官网，C919 机身部分由我国制造。

据网易新闻，CRJ929 复合材料（碳纤维复材等）用量达到机体结构重量的 51%，机身和机翼都已复合材料化。据俄罗斯卫星通讯社 2019 年 6 月 7 日报道，俄罗斯与中国已签署 20 架 CRJ929 客机供应的软合同，预计将于 2019 年签订首份飞机供应的硬合同，预计 2026-2027 年向用户交付首架飞机。

#### 4) 航空碳纤维产业链

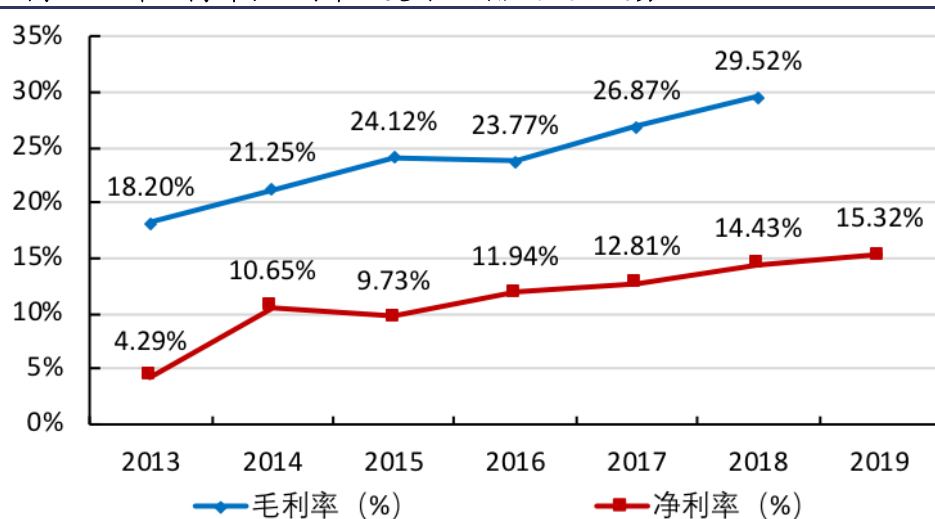
A 股中我国航空碳纤维产业链主要企业包括上游碳纤维供应商光威复材、中简科技，以及碳纤维预浸料供应商中航高科全资子公司中航复材。

图表 15、光威复材、中简科技碳纤维及织物业务盈利能力变化趋势



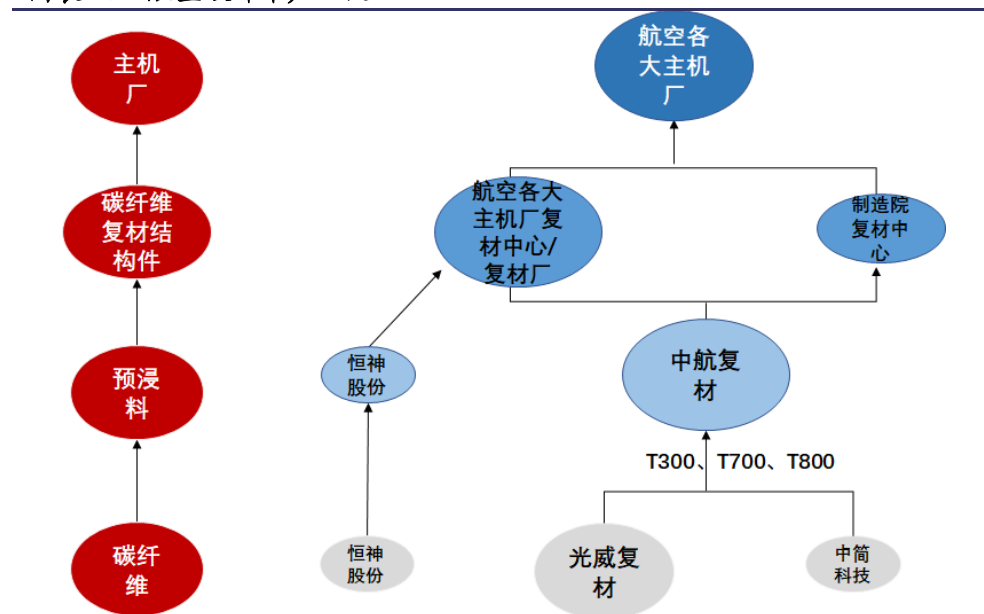
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、中航高科子公司中航复材盈利能力变化趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、航空碳纤维产业链



资料来源：各公司公告，各公司官网，新浪网等，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、新型军机产业链

十九大报告提出，我国国防和军队建设的目标是：确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。国防和军队建设的目标决定了我国军费仍将保持长期确定性的增长，航空装备作为重点建设方向将具备更快增速。

当前我国军用飞机与世界先进国家尚存在较大差距，未来市场空间巨大。据《World Air Force 2020》统计，截至 2019 年，中国各型军用飞机的保有量与世界先进国家相比仍存在巨大差距。以中美各型军机保有量对比为例，中国作战飞机仅占美国的 60.33%，运输机仅占美国的 23.7%，差距最大的加油机仅占美国的 0.49%。

图表 18、中美各型飞机数量对比

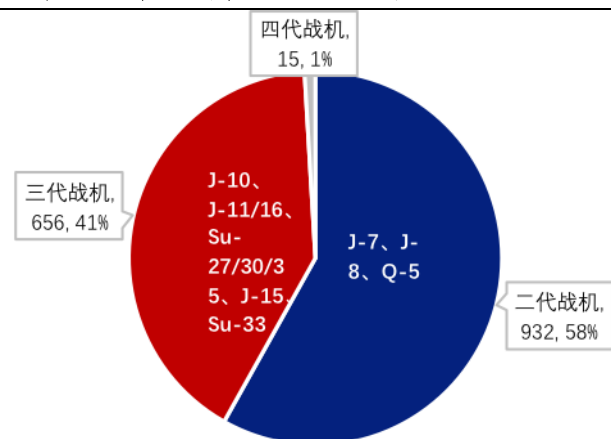
单位：架	全球总计	美国	中国	中国/美国比例
作战飞机	14596	2657	1603	60.33%
特种飞机	1951	744	111	14.92%
加油机	802	614	3	0.49%
运输机	4265	945	224	23.70%
武装直升机	20489	5471	903	16.51%
教练机	11787	2835	366	12.91%

资料来源：《World Air Forces 2020》，兴业证券经济与金融研究院整理

从战斗机机型结构来看，根据《World Air Force 2020》的统计，截至 2019 年，我国拥有战斗机 1603 架，其中二代机歼-7 为 418 架、歼-8 为 143 架，共计 561 架；

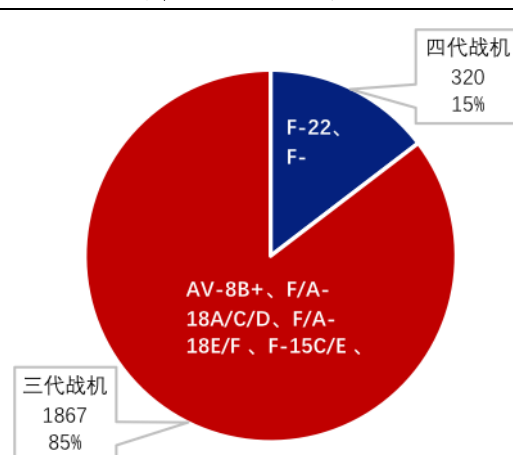
美国拥有战斗机 2657 架，其中数量最多的是 F-16C，共有 790 架，四代机 F-22 和 F-35 分别为 177 架和 143 架，占比分别为 6.66% 和 5.38%。按照代际划分来看，我国战斗机中二代机占比 58.14%，三代机占比 40.92%，四代机比例极小；美国战斗机中没有二代机，三代机占比 87.96%，四代机占比 12.04%。

图表 19、中国战斗机各代机型号占比



资料来源：《World Air Force 2020》，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、美国战斗机各代机型号占比

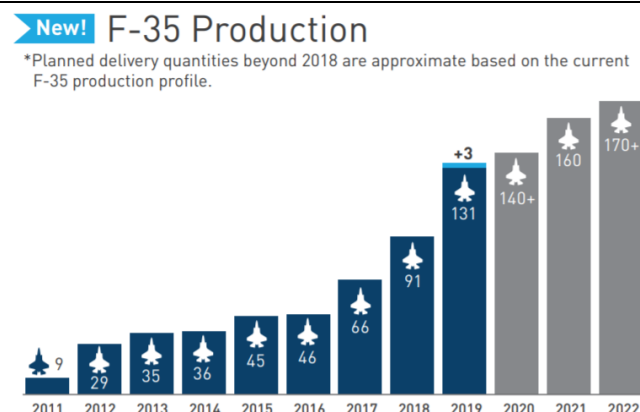


资料来源：《World Air Force 2020》，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2019 年底，F-35 全球订单量为 2743 架，其中美国 2456 架、中国周边国家订购数量达到 287，其中日本 147 架、韩国 40 架、澳大利亚 100 架。当前，美国正在不断扩大和完善在亚太地区的军事基地网络和军事力量部署，且美国在本地区的军力部署达到了前所未有的规模。根据《美国在亚太地区的军力报告(2016)》，美军在亚太和印度洋地区设有 7 个基地群，占其海外基地总数近 50%，其中日本 122 个，韩国 83 个；美国在亚太地区部署近 37 万人兵力，占其全部海外军力的比重超 50%。可以预料的是，美军 F-22 及 F-35 战斗机将大量部署在亚太地区，比重有望达到美军四代机总规模的 30% 以上。周边国家大量部署四代机，显著影响亚太地区军事力量的平衡，未来我国四代机有望加速列装，产业链相关企业有望显著受益。重点推荐爱乐达、中简科技，重点关注三角防务、西部超导，关注利君股份子公司德坤航空，通达股份子公司成都航飞、华伍股份子公司安德科技。



图表 21、F-35 生产计划安排



资料来源：洛克希德马丁公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、F-35 美日韩澳订单数量及列装数量

国家	订单数/架	列装数/架
美国	2456	293
日本	147	20
韩国	40	13
澳大利亚	100	18
总计	2743	344

资料来源：洛克希德马丁公司官网，网易军事，搜狐军事，环球军事，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.3、航天装备产业链

航天方向的军工资产证券化率仍处于较低水平，总体院所短期内实施证券化的可操作性较低。产业链相关企业中，来自航天领域的营收及业绩占比较高的包括菲利华、航天电器、钢研高纳等。我们看好“十四五”航天装备的行业需求，建议中长期战略重点关注产业链相关企业。

## 5、重点标的

综合考虑公司的核心竞争能力、长期成长确定性与当前估值，重点推荐以下标的。

图表 235、重点标的估值表格

代码	公司	市值/亿元	PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300395.SZ	菲利华	89.00	35	25	19	8.5	6.6	5.3
300696.SZ	爱乐达	51.44	28	21	16	18.3	14.1	10.8
300777.SZ	中简科技	132.00	69	43	28	39.1	24.9	16.5
002025.SZ	航天电器	116.86	25	22	19	2.5	2.1	1.7
600862.SH	中航高科	222.19	50	37	27	8.2	6.3	4.9
600760.SH	中航沈飞	455.97	33	25	20	1.7	1.4	1.2
300699.SZ	光威复材	300.23	45	34	27	14.5	11.6	9.3
002013.SZ	中航机电	284.72	25	22	18	2.4	2.2	1.9
600893.SH	航发动力	532.31	41	35	30	2.0	1.7	1.5
002179.SZ	中航光电	393.46	32	27	23	3.4	2.8	2.3
300719.SZ	安达维尔	27.66	28	22	18	-	-	-

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院，对应 2020 年 6 月 5 日收盘价

### 5.1、菲利华

公司主要从事高性能石英玻璃材料、石英纤维材料及制品的生产与销售业务，产品的应用领域主要包括：光通讯领域、半导体领域、航空航天领域。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石英材料企业，也是目前国内唯一通过国际三大半导体原产设备商认证的石英材料厂商。公司与亚洲和国内主要光纤光棒生产厂家均建立了合作关系，公司产品销往多个国家和地区。

2019 年，公司立足于“为半导体行业提供石英材料与制品的整体解决方案”和“延伸产业链发展高端复合材料”战略路径，顺应国际石英行业发展趋势，致力于材料和加工一体化，对公司组织架构进行了调整，将原有事业部整合为石英事业部、纤维与复合材料事业部，形成了石英与纤维复材两大业务板块。公司业务所在半导体和航空航天两大方向均处于景气周期。展望未来 3-5 年，公司围绕“为半导体产业提供石英材料和制品的整体解决方案”目标，有望获得持续快速发展；石英纤维及复合材料业务处于快速增长的前夜，预计“十四五”将会迈上新台阶。

我们预计公司 2020-2022 年可实现归母净利润 2.57/3.63/4.77 亿元，EPS 为 0.76/1.07/1.41 元/股，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 35/25/19 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：下游需求增速放缓；行业竞争加剧。

### 5.2、爱乐达

公司主要从事航空零部件的精密加工、特种工艺及部件组装业务。航空零部件是

组成飞机结构系统的基石，以机体结构为例，其占军机价值比约 20%，民机占比达到 35%。公司盈利模式为受客户委托来料加工产品，收取加工费，毛利率较高。公司产品包括飞机机身、机翼、尾翼、起落架及发动机等相关零部件，广泛应用于我国军机、波音/空客等国外民机及国内商用飞机等。

军品领域：未来我国军机零部件制造市场空间广阔，增速较快。公司是中航工业下属某主机厂机械加工领域唯一的战略合作伙伴，受益于军机补缺口及升级换代拉动，尤其是四代机需求的增长，公司军品业务有望加速增长。

民品领域：根据我们的测算，单纯中国市场采购的民航飞机对应的年均机体结构国际转包市场规模即可达 1167 亿元。国产民用飞机基于当前订单的机体结构分包市场总市场规模约为 568 亿元。公司当前除通过主机厂承接国际转包业务外，直接与法国赛峰合作，承接起落架全工序订单，自主拓展国际客户；公司自我商用飞机 ARJ-21/C919 研制初始便参与到相关零部件的加工制造；未来受益于我国商用飞机订单的增长和交付，以及国际转包市场的快速增长，民机业务领域潜力巨大。

公司逐渐打通产业链条，实现“零部件-组件-部件装配”的全面布局。根据公司公告，募投项目中特种工艺线子项目已完成实施，业务扩展热表处理（有望 2020 年实现营收）、无损检测等项目，打通了零件到部件关键工序环节，将是公司新的利润增长点；同时三轴、五轴数控加工子项目预计 2020 年全面投入生产（2019 年底实施完成），将显著打破公司的产能瓶颈，提高营收能力。

股权激励激发公司管理层及核心员工积极性。2019 年 5 月，公司向管理层及核心员工共计 120 人发行股票 198.5 万股，授予价格 11.34 元/股，分三期解锁，考核指标为 2019 至 2021 年营收增长相对 2018 年不低于 30%、50%和 70%。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.24/1.62/2.11 亿元，EPS 分别为 1.04/1.36/1.77 元/股，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 28/21/16 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：民品需求下滑或原材料供应受限；军品销售价格下调风险。

### 5.3、中简科技

中简科技是具有完全自主知识产权的国产高性能碳纤维及相关产品研发制造商，公司主营业务收入主要来自于碳纤维及碳纤维织物的销售，拥有高性能碳纤维柔性生产线，可在同一条生产线中生产不同规格和级别的聚丙烯腈（PAN）基碳纤维。公司核心技术能力突出，包括实际控制人在内的技术骨干均来自中科院山西煤化所。公司在受让取得山西煤化所“干喷湿纺高性能 CCF-3 制备技术”基础上，通过 9 年自主研发和技术创新，新增 4 项发明专利、15 项实用新型专利和 8 项非专

利技术，成为国内碳纤维技术研发和产业化领跑者。公司新建千吨柔性生产线兼容 ZT7-ZT9 系列碳纤维生产，其中 ZT9 系列碳纤维性能已达到 T1000 级碳纤维技术指标。

航空碳纤维复合材料是未来 5-10 年板块增长最快的细分领域之一。我国先进军机列装需求旺盛，碳纤维复合材料新型军机渗透率显著提升。我们判断当前我国军机碳纤维复合材料仍处于高速成长的初期，市场需求及规模效应带来的盈利能力提升均有较大提升空间。

碳纤维生产具有较强的规模效应，随着营业收入的增长，近年来公司盈利能力持续提升，毛利率 2017 年以来保持在 70%以上，2019 年突破 80%；净利率 2017 年以来保持在 50%以上，2018、2019 年稳定在 55%以上。

我国军机不仅数量与美国存在较大差距，结构上也亟待升级。周边国家大量部署四代机，将显著影响亚太地区军事力量的平衡。考虑到日本、澳大利亚、韩国等国家 F-35 的持续服役，以及四代机在美国印度太平洋地区众多军事基地的持续部署，我国未来对四代机的列装需求将非常迫切。假设我国四代机数量达到美军四代机数量的三分之一，则未来十年我国四代机缺口约为 600 架。假设我国四代机单机碳纤维用量与 F-22 相当，则仅四代机就将带来至少 45 亿元高端碳纤维市场需求。

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.92/3.07/4.81 亿元，EPS 分别为 0.48/0.77/1.2 元/股，对应 2020 年 6 月 5 日 PE 分别为 69/43/28 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：下游需求低于预期；产品交付不及预期；收入确认进度滞后。

#### 5.4、航天电器

公司 70%以上销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域，基本覆盖全部军工领域。作为山沟里走出来的三线建设企业，通过锐意进取的开拓精神、过硬的技术开发能力和较强的市场经营能力，公司上市以来取得了优秀的经营业绩，12 年来实现了 15 倍的营收增长。

公司是军工领域智能制造代表型企业。2013 年以来，通过实施智能制造，公司设备总体利用率提升 17%以上，产品整体合格率由 78%提升至 96%以上。通过持续实施智能化制造，公司产品生产效率和智能制造水平将得到大幅提升，综合竞争力有望继续强化。

大股东航天科工十院旗下尚有大量优质资产。2016 年航天十院营业收入 120.5 亿元，净利润 8 亿元，旗下从事军品配套业务的梅岭电源、航天控制、林泉电机等

多家企业质地优秀。公司 2017 年暂时终止收购十院及外部资产，但资产证券化的步伐并未停止，时机成熟时资产收购有望重启。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 4.67/5.39/6.2 亿元，对应 EPS1.09/1.26/1.45 元，对应 6 月 5 日收盘价的 PE 为 25/22/19 倍，继续给予公司“审慎增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧、毛利率下滑；军品订单增长低于预期；民品业务拓展低于预期。

### 5.5、中航高科

中航高科控股股东为航空工业集团，业务聚焦航空新材料、高端智能装备两大方向。公司是我国军用航空复合材料龙头企业，拥有国内规格最全的先进复合材料预浸料和树脂产品系列，在航空高性能预浸料、高性能树脂、航空级别的芳纶纸蜂窝等市场均具有较高的市场份额，在航空预浸料和树脂产品供应上具有垄断优势。

航空碳纤维复合材料是未来 5-10 年军工领域增长最快的细分领域之一。我国航空装备列装需求旺盛，碳纤维复合材料在新型航空装备上的应用显著提升，下游旺盛需求是公司复材业绩高速增长的基础。根据我们测算，未来 10 年我国航空装备碳纤维预浸料市场空间约为 485 亿元。近年来核心子公司中航复材盈利能力稳步提升，规模效应逐步显现，未来 3-5 年业绩增速有望继续显著超出营收增速。

国产大飞机商用有望助力公司切入民用大飞机复合材料市场，未来产业空间巨大。公司依托雄厚的航空装备碳纤维预浸料技术实力，逐步向民用航空市场渗透。2018 年，公司生产的单通道商用飞机用国产预浸料完成首批交付，实现了此领域国产材料零的突破；公司生产的双通道商用飞机前机身右/左/上三块全尺寸大型壁板完成交付。

公司股东制造院技术实力雄厚，包括本部业务单位（含复材中心、智能制造装备中心）、精密所和特种所，相关优质资产有望进一步整合。

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.46/6.02/8.17 亿元，EPS 为 0.32/0.43/0.59 元/股，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 50/37/27 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：复材业务增速不及预期；机床业务减亏不及预期；资产整合进度不及预期。



## 5.6、中航沈飞

公司 2017 年通过重大资产重组，出售全部原有业务相关资产和负债，购买沈飞集团 100%股权，沈飞集团成为公司的全资子公司，公司的主营业务变更为航空产品制造业务，成为三大主机厂上市公司之一，也是市场上唯一的战斗机资产平台。受益于航空装备持续列装的景气周期，作为航空主战装备三代重型战斗机承制企业，沈飞未来 5 年成长确定性极高。

公司是我国两家歼击机生产厂商之一，被誉为“中国歼击机的摇篮”，在我国歼击机研制生产领域占据重要地位。当前我军重点发展“战略空军”和“远洋海军”，展望未来，多用途歼击机和舰载机需求旺盛。

公司 2019 年实施推出第一期股权激励计划，成为目前唯一实施股权激励计划的总装上市公司。通过绑定管理层及核心骨干的利益，充分发挥相关人员的积极性，进一步释放公司经营活力，推动公司业绩持续健康增长。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 14.06/18.04/23.13 亿元，EPS 分别为 1.00/1.29/1.65 元/股，对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 33/25/20 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：军品研制进度不及预期，军品立项情况不及预期，军品价格不及预期。

## 5.7、光威复材

光威复材是国内碳纤维及复合材料领域的领军企业，伴随技术进步和市场拓展，未来有望崛起为全球碳纤维行业巨头，公司具备从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局，并具备碳纤维及碳纤维复合材料生产设备制造及生产线建设能力，是目前国内碳纤维行业生产品种最全、生产技术最先进、产业链最完整的企业之一。

公司 T300 级产品已稳定向军方供货十余年。我国军机列装需求旺盛，且碳纤维复材在军机上的应用存在较大提升空间，军用航空领域的旺盛需求是公司业绩快速增长的基础。我国军用碳纤维应用将逐步由低端向高端切换，中模高端碳纤维 T800 级是未来承力结构件应用的主流产品。公司完成了 T800 级碳纤维数字化车间评审和航空型号应用验证，并已在部分型号上小批量供货，产品性能指标与国外同类产品相当，处于国内领先地位。

光威复材是国内碳纤维领域当之无愧的龙头企业。公司是《聚丙烯腈基碳纤维》国家标准和《碳纤维预浸料》国家标准的起草单位，改变了国内无标准可依的局面。相比同行业企业，公司碳纤维产品营收、净利润体量最大，增长稳定。T300 级在航空、航天等高端领域大量应用十余年，是目前该牌号国产碳纤维的主要供

应商。T800H 碳纤维 2018 年已在某型号实现首飞。

公司已成为世界上最大的风电系统供应商维斯塔斯最主要的碳梁供应商之一，近两年碳梁业务迅速上量。公司积极参与了 C919 的试航认证，目前已经成为国产大飞机的合格供应商之一，未来有望正式进入供货体系。碳纤维在压力容器等新兴领域推广有望给公司业绩带来增量。

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.70/8.73/11.21 亿元，EPS 分别为 1.29/1.68/2.16 元，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 45/34/27 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：民品需求下滑或原材料供应受限；军品销售价格下调风险。

## 5.8、中航机电

中航机电大股东中航机电系统有限公司在航空机电设备领域处于绝对的垄断地位。公司作为其旗下航空机电资产唯一上市平台，业务涵盖航空机电系统的所有十二项子系统。随着我国空军以及海航、陆航的大力发展，航空机电装备的旺盛需求将推动公司业绩保持稳健高速增长。

机电系统有限公司主营业务分为航空产品、汽车产品以及其他非航空产品三大板块，其中航空产品近年来整体占比超过三成。据公司公告，机电系统有限公司在军用机电领域提供的产品涵盖全部 12 项航空机电电子系统，为我国在研、在产的各型军用飞机提供配套和服务，目前初步具备了为国产战斗机、航空发动机、导弹等飞行器配套机电系统、设备的研制与生产能力。随着我国航空业的发展，公司军用航空机电产品的产销量有望大幅增长。此外，公司军品业务毛利率稳定，未来随着产量的增加，业务的盈利能力也将持续增强。

在民用航空领域，随着具有自主知识产权的国产飞机推向市场，“国产化”逐步向各个机电电子系统渗透，加之国际转包业务的扩展，我国机电产业有望不断扩大在国际民用航空机电市场的市占比和影响力。

汽车零部件市场稳步增长，公司坚持技术创新与产业链延伸，同时通过国际合作积极拓展国外市场。公司在其他制造业领域坚持瘦身健体，进一步提升整体盈利能力，有利长远发展。

经过过去 20 年的持续发展，公司军机机电业务处于历史最好时期，前期技术积淀逐步向高附加值机电产品批产转化，公司业绩增速有望显著领先于收入增长。公司 2019 实现营收 121.31 亿元，同比增长 2.98%，其中航空产品业务实现收入 83.77 亿元，同比增长 11.04%，占公司营业收入的 69.05%；实现归母净利润 9.61 亿元，同比增长 12.44%；扣非后归母净利润 7.97 亿元，同比增长 11.90%。

展望未来 1-2 年，通过持续资产整合、民品资产剥离，公司 ROE 有望提升至 15% 左右。体外 609、610 两家轻资产、高收益的航空机电板块核心院所在 2017 年被科工局列入首批 41 家改制试点军工科研院所，政策障碍已得到解决；2019 年公司将面临亏损压力的贵阳电机剥离给集团，未来不排除继续剥离盈利能力较低的重资产业务。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.15/13.16/15.79 亿元，EPS 分别为 0.31/0.36/0.44 元/股，对应 6 月 5 日收盘价的 PE 为 25/22/18 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：军品订单增长不及预期，民品市场需求低于预期，资产证券化进程低于预期

### 5.9、航发动力

航空发动机是工业皇冠上的明珠，是人类工业文明的结晶。作为缺席了前两次工业革命的后发国家，我国航空发动机技术历史欠账较多，与国际先进水平差距巨大，半个多世纪来忍辱负重，历经引进、测绘、改进、创新四个阶段，近年逐渐迎来历史上最好的发展时期。

航发动力是中国航发集团旗下整机上市平台，是国内唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类航空发动机的企业，部分关键技术已接近世界先进水平。

我们判断未来 3-5 年是航发动力厚积薄发、迎来拐点的重要阶段。随着大涵道比、中推力涡扇发动机的陆续定型和大推力涡扇发动机性能及可靠性的不断提高，我国军机发动机有望全面实现国产化，公司有望充分分享军机列装数量持续增长与发动机国产化率提升的双重红利；而军队实战化训练也将对航空发动机维修和老机换发需求带来巨大拉动。

当前我国民用航空发动机仍依赖进口。展望未来 15 年，随着国产大飞机成功商用、国产大中型民用航空发动机成熟可用，作为我国民用航空发动机生产配套环节的主要供应商，公司中长期将迎来巨大发展机遇。

“两机专项”投资力度或在 3000 亿元以上。航发集团是承接“两机专项”的核心主体，航发动力占航发集团航空发动机业务营收的七成以上，公司将显著受益于我国“两机专项”的持续投入。在产业政策的大力扶持下，公司技术迭代与产品成熟周期将显著提速。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.09/15.10/17.86 亿元，EPS 分别为 0.58/0.67/0.79 元/股，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 41/35/30 倍，维持“审

慎增持”评级。

风险提示：新型号发动机定型批产节奏低于市场预期；工艺缺陷或质量问题影响批产进度；产能及研发投入短期影响业绩释放。

## 5.10、中航光电

中航光电（代号 158 厂）2007 年上市，隶属于中国航空工业集团，从事军工防务及高端制造领域光、电、流体连接器技术与设备的研究和开发，总部设于洛阳，在西安、深圳、东莞、沈阳、青岛、泰兴、合肥设有分公司和子公司。公司是国内唯一同时具备光、电、流体连接器及集成化技术的连接器厂商，竞争优势日渐突出。

对比安费诺等国际巨头，中航光电过去十年的成长性和盈利能力毫不逊色。作为曾经的三线建设企业，公司生于忧患，过去的 25 年励精图治，实现了从平凡到卓越的发展奇迹。军工产业链末端的行业地位和三线建设企业的成长背景倒逼公司建立起市场化的体制机制，磨砺出前瞻的战略布局能力和强大的产品开发与市场开拓能力。顺畅的晋升通道和与业绩挂钩的薪酬体系充分调动员工的主观能动性，保障公司始终保持强大的发展张力。针对性的外延并购投资和持续的研发投入，逐渐补齐公司业务短板，使公司竞争优势日渐突出。展望未来，凭借着优良的体制和长远的赛道，中航光电完全有条件持续成长为比肩安费诺的国际连接器巨头，实现从卓越到伟大的征程。

公司是华为公司金牌供应商之一，主要配套产品为线缆与连接器物料，线缆组件及集成类产品逐渐应用于飞机、舰船和轨道交通等领域，提升配套价值量，增强客户粘性，助力公司建立更宽的护城河，获得更大的市场份额。与公司同时上榜的相关企业有 7 家，5 家国外企业（美国企业 2 家），仅 2 家国内企业上榜。

公司在民用市场开拓多年，当前民品收入占比接近一半，产业进阶逻辑清晰，基础雄厚。随着高端工业连接器的逐步突破，公司民品业务盈利水平有望实现跨越式突破。国内连接器市场中高端产品的国产化进程将为中航光电等国内企业带来巨大的市场空间。

2019 年公司营收 91.59 亿元，同比增长 17.18%，2019 年国内经济增速放缓的情况下，公司营收增速虽略有下降，但仍保持在 15%以上；归母净利润 10.71 亿元，同比增长 12.56%；扣非后归母净利润 10.34 亿元，同比增长 17.12%。展望 2020 年，公司军品业务有望保持稳健增长，通信板块营收有望实现显著加速，盈利水平有望获得提升。

公司 2019 年推出第二期骨干激励计划，解锁条件包括：可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.3%、前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15%、前一

财务年度营业利润率不低于 12.2%。骨干激励为公司长远发展注入新动力。公司 2019 年 5 月实现可转债转股，预计 2020 年财务费用将显著下降。可转债募投项目达产，为公司业务增长提供了坚实基础。

我们预计公司 2020-2022 年净利润 12.27/14.54/17.40 亿元，EPS 为 1.11/1.32/1.58 元/股，对应 6 月 5 日收盘价的 PE 为 32/27/23 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：收入确认进度低于预期；市场竞争加剧、毛利下滑等。

### 5.11、安达维尔

公司是集航空机载设备研制、维修、测控设备研制、飞机加改装和航材贸易等业务为一体的航空技术解决方案综合提供商，客户为军方、商业航空、通用航空及航空制造企业等，2019 年军民品比例约 7:3。包括董事长等多名公司董事、高管及众多核心技术人员毕业于国内主要航空航天类院校，并在航空领域积累了丰富的研发生产及管理经验。公司在企业管理和企业文化建设上展现出一个卓越企业的特质，经营治理能力突出，未来 3-5 年有望获得长足发展。

机载设备市场广阔，公司发展空间大。我国军机机载设备市场空间年均超过 350 亿元；民机机载设备年均市场空间 825 亿元。其中，我国军用直升机航空座椅营收约在 1.64-3.28 亿元，其他军机机型的航空座椅市场数倍于此；民用航空座椅的年均市场容量约为 7 亿元。2017 年全球民航维修业市场总额预计为 756 亿美元，其中中国市场总额为 75 亿美元，约占全球份额的 10%。

公司业务有望多点开花。维修业务有望随着行业整体产值的扩张实现稳定增长。测控业务、信息技术开发业务逐渐成规模，与机载设备研制和维修共同发展，相互促进；复合装甲防弹技术主要用于直升机座椅，展望未来该项技术或可应用到直升机机身乃至各关键部位的安全防护，打开新的增长点。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.99/1.24/1.55 亿元，EPS 为 0.39/0.49/0.61 元，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 28/22/18 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：军品订单波动；毛利率下滑；新业务拓展不及预期。

## 6、结论

根据最新的财政支出预算，2020 年我国国防开支预算同比增长 6.6%。尽管这一增速创 1999 年以来的新低，但国防开支占中央财政的比例从 2019 年的 33.6%增长到了 2020 年的 36.2%，在经济下行压力加大的背景下实属不易。真正拉动军工行



业需求的装备采购费用增速有望保持 10% 以上。

展望全年，伴随复工以后的加班赶工，自二季度起绝大部分军工企业营收及业绩将恢复增长。横向比较其它制造业，军工行业计划性更强、下游客户军方需求确定性更高、产业链相对封闭，科研生产的组织更加严密，受经济环境的影响相对较小。军工行业全年业绩确定性较高，当前尤显难能可贵。我们判断 2020 年全年以中航沈飞、中直股份为代表的主机厂需求增长中枢在 15% 左右，以中航光电、振华科技为代表的全行业均衡配套的上游军工电子元器件企业需求增长中枢也在 15% 左右。对一些下游需求加速的重点方向，核心标的业绩增速有望达到 30% 乃至 50% 以上。

科技封锁与战略打压愈演愈烈，外部环境压力加大，有助于提升军工板块整体估值水平。国防和军队建设是国家繁荣稳定、有效威慑外部敌对势力的基石，军工行业成长确定性将进一步强化。由于历史的原因，我国军工行业长期在西方封锁下成长，是我国各工业领域中自主可控需求刚性最强、对外依赖最小的方向，同时也是孵化高新技术企业的重要土壤。

军工板块逐步迈入价值成长阶段，基本面研究的重要性将越来越重要，标的股价走势与基本面关联度越来越高，自下而上选股将成为获得超额收益的关键。横向比较其它制造业，军工行业的优势在于长期成长确定性。比较而言，部分国家重点建设的装备、部分渗透率显著提升的产品、部分业务开拓能力强竞争优势突出的企业需求增速将显著领先于整个行业，选择这类高成长性的标的是我们的核心投资策略。展望未来 5 年，审视整个军工行业并考虑在 A 股中的有效投影标的，我们重点看好航空碳纤维复合材料、新型军机产业链、并战略看多“十四五”航天装备产业链。

当前重点推荐菲利华、爱乐达、中简科技、航天电器，中航高科、中航沈飞、光威复材、中航机电、航发动力、中航光电、安达维尔等。

## 7、风险提示

- 1) 部分业绩成长性不强的公司短期难以有效消化较高估值;
- 2) 部分上游配套企业收入确认节奏滞后于产品交付，影响短期业绩兑现;
- 3) 部分主机厂存在型号批产初期因工艺不稳定、成品率低或暂定价偏低利润无法跟随营收同步增长的风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn