

2020年9月21日

# 军工行业重点领域业绩实现高增长、盈利能力持续改善

## ——国防军工行业 2020H1 业绩汇总

看好

### 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com

### 研究支持

武雨桐 A0230520090001  
wuyt@swsresearch.com

### 联系人

高晗  
(8621)23297818×转  
gaohan@swsresearch.com

### 本期投资提示：

- 我们从盈利能力、营运能力等方面全面细致地分析了 2020 H1 军工行业的变化，通过同比数据研究军工行业的边际变化。通过数据分析，我们总结出了如下特点：
- 1) 从业绩表现来看：行业整体业绩同比持续增长；航空及电子信息化板块业绩表现亮眼，舰船板块业绩较为低迷。2020H1 军工行业整体归母净利润同比下滑 5.29%，扣非归母净利润同比增长 22.39%，行业整体业绩同比出现下滑，主要是因为舰船板块拖累，若剔除舰船板块标的，行业整体归母净利润同比增长 19.00%，扣非归母净利润同比增长 20.11%。其中，**分武器装备板块来看**，航空板块归母净利润同比增长 25.55%，增速最高，体现重点型号放量带来较高的业绩增长；**分产业链环节来看**，分系统类业绩增长最快，归母净利润同比增幅达到 21.52%，主要因为下游型号快速放量拉动备货需求。
- 2) 从盈利能力来看：若剔除舰船板块，军工行业整体归母毛利率、净利率及 ROE 均有所提升、期间费用率有所下降。2020H1 行业整体毛利率为 17.21%，相较于去年同期的 17.05% 有所提升；四费营收占比为 11.13%，较去年同期的 10.98%，略有上升；行业整体归母净利率、ROE 分别为 5.00%、2.18%，相较同期的 5.38%、2.64% 有所下降，但剔除舰船板块后，行业整体毛利率、净利率和 ROE 均有所提升，期间费用率则有所下降。其中，**分武器装备板块来看**，航空板块的净利率、ROE 均有小幅提升，四费营收占比有所下降，反映航空板块随着重点机型列表，规模效应提升带来单位成本下降，同时体现航空板块标的降费增效举措实施卓有成效；**分产业链环节来看**，分系统盈利能力改善明显，毛利率、净利率与 ROE 同时增长；上游零部件及原材料企业则由于订单规模上升后固定成本摊薄明显，降费增效成果显著，盈利能力有所改善。
- 3) 从营运能力来看：各板块表现较为分化，舰船板块标的实现预收账款+合同负债的高增长，彰显订单充足。行业整体存货同比上升 5.05%、应收账款及票据同比增长 1.17%、预付账款同比增长 22.27%、应付账款同比增长 10.09%、预收账款+合同负债同比增长 103.54%，但各武器装备板块表现较为分化。其中，舰船板块预收账款+合同负债同比增长 261.74%，总装类标的预收账款+合同负债同比增长 138.24%，我们分析认为，应收账款+合同负债增长迅速，显示在手订单充沛，从而或将保障未来业绩持续向好。
- 坚定看好航空及导弹等重点领域业绩释放，建议重点关注中航沈飞、航发动力、中直股份；高端原材料领域建议关注碳纤维复材及钛合金优质赛道，中航高科、光威复材、三角防务、西部超导、火炬电子为细分龙头；航天防务武器建议关注航天电器、鸿远电子、菲利华等。
- 风险提示：下游采购需求不达预期、资产整合进度迟缓、外部事件催化不达预期等。



## 投资案件

### 结论和投资建议

我们从盈利能力、营运能力等方面全面细致地分析了 2020H1 军工行业的变化，通过同比数据研究军工行业的边际变化。通过数据分析，我们总结出了如下特点：1) 从业绩表现来看：行业整体业绩同比稳定，主要是因为舰船板块影响；航空及电子信息化板块业绩表现亮眼。2020H1 军工行业整体归母净利润同比下滑 5.29%，扣非归母净利润同比增长 22.39%，行业整体业绩同比出现下滑，主要是因为舰船板块拖累，若剔除舰船板块标的，行业整体归母净利润同比增长 19.00%，扣非归母净利润同比增长 20.11%。其中，分武器装备板块来看，航空板块归母净利润同比增长 25.55%，增速最高，体现重点型号放量带来较高的业绩增长；分产业链环节来看，分系统类业绩增长最快，归母净利润同比增幅达到 21.52%，主要因为下游型号快速放量拉动备货需求。

**坚定看好航空及导弹等重点领域业绩释放**，建议重点关注中航沈飞、航发动力、中直股份；高端原材料领域建议关注碳纤维复材及钛合金优质赛道，中航高科、光威复材、三角防务、西部超导、火炬电子为细分龙头；航天防务武器建议关注航天电器、鸿远电子、菲利华等。

### 原因及逻辑

**军工行业“强军、采购、型号”三大周期叠加推动需求持续增长，行业需求持续扩大。**1) **强军建设周期**：随着军改即将完成、人员基本到位，我们认为武器装备采购量有望得以提升；2) **装备采购周期**：我国武器装备采购以五年为一个周期，装备采购节奏大抵遵循前低后高，逐年增长的经验规律，2020 为十三五最后一年，或遵循军需采购“前低后高”的惯例，有望迎来采购高峰；3) **型号研制周期**：先进武器型号量产，供给层面提供有力支撑，在强军目标指导下，多种新型号武器投入量产，为满足用户扩编下武器装备新增+替代需求提供保障。

**军费预算稳定增长，为装备采购提供资金保障**：一方面，2020 年，预计国防军费支出预算仍将保持 7%以上增速，军费预算总额规模持续扩张、军费增长趋势确定，能够为武器装备采购提供良好资金保障，军工行业总需求也更加确定。另一方面，五年采购周期前 2 年，军改导致采购需求递延，带来的后三年军费补偿性增长，进一步拉动军工行业需求。

### 有别于大众的认识

**市场对于军工行业整体业绩增长持续性存在分歧**：因过往年度整体订单规模以及产品排产交付等诸多原因，军工行业整体业绩在过往年度低于预期，在此背景下，市场有部分投资者认为军工行业近年来整体业绩改善为阶段性短期时间，长期可持续性存在分歧。我们分析认为，当前军工行业“强军+采购+型号”三大周期叠加，行业需求持续扩大，叠加国防预算持续保持增长趋势，为装备采购提供资金保障，且 2020H1 重点标的业绩超预期，由资产负债表到利润表的业绩兑现路径也已逐步打通，

# 目录

<b>1. 从装备板块来看，航空和电子信息化板块标的业绩实现中高速增长</b>	<b>5</b>
1.1 业绩表现：航空和电子信息化板块业绩增幅较高，航天及地装板块业绩实现稳定增长	5
1.2 盈利能力：行业盈利水平基本稳定，其中航空和电子信息化板块有所提升	6
1.3 营运指标：板块内部分化明显，舰船板块指标彰显订单充足	7
<b>2. 从产业链来看，总装环节中航空板块表现最佳</b>	<b>8</b>
2.1 业绩表现：分系统企业增长最快，上游零部件及原材料次之，总装类企业受舰船板块拖累有所下滑	8
2.2 盈利能力：分系统盈利能力改善明显，受总装舰船拖累整体盈利水平略有下滑	9
2.3 营运指标：各产业链环节表现各异，分系统及总装舰船指标显示订单充沛	10
<b>3. 从公司属性来看，民参军股业绩表现较好</b>	<b>11</b>
<b>4. 三大主线确定军工行业核心投资逻辑，业绩增长持续性为核心优势</b>	<b>12</b>
4.1 航空主机厂：军机建设持续推进，战斗机+直升机产业链增速有望持续	12
4.2 高端材料：下游军用领域增长，牵引碳纤维+钛材放量	15
4.3 芯片/电子元器件：军工电子信息化进程提速，芯片/元器件将成未来发展趋势	16
<b>5. 重点公司估值表</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：中美军用飞机数量仍有差距（单位：架） .....	12
图 2：中美歼击机代次差异显著（单位：架） .....	12
图 3：航母建设加速将大幅带动舰载机生产装备 .....	13
图 4：中美直升机总数与军种分配对比图（单位：架） .....	13
图 5：中国主力舰和舰载直升机配比远低于美国 .....	13
图 6：美军主力型号钛合金占比提升显著（钛合金占比，单位：%） .....	15
图 7：军工电子信息化具体体现为五大核心作战能力 .....	16
图 8：电子元器件加四大核心装备为军工自主可控重点领域 .....	16
图 9：预计我国军工电子信息化至 2025 年累计投入将超万亿 .....	16
表 1：国防军工行业不同装备板块 2020H1 业绩汇总 .....	6
表 2：国防军工行业不同板块 2020H1 盈利能力汇总 .....	7
表 3：国防军工行业不同板块 2020H1 营运指标增速汇总 .....	8
表 4：国防军工行业不同产业链环节的 2020H1 业绩汇总 .....	9
表 5：国防军工行业不同产业链环节 2020H1 盈利能力汇总 .....	10
表 6：国防军工行业不同产业链环节 2020H1 营运指标增速汇总 .....	10
表 7：国防军工行业不同属性企业 2020H1 业绩汇总 .....	11
表 8：直-20 研制完成填补我国 10 吨级直升机空白，或者带来通用运输直升机列装高峰 .....	14
表 9：不考虑更新换代，中性假设下未来国内军用直升机市场空间近 2800 亿（总需求减存量） .....	14
表 10：以碳纤维为主的复合材料已成为新型战斗机的主要结构材料 .....	15
表 11：我国部分军用电子元器件研制主体及应用领域 .....	17
表 12：重点公司估值表 .....	18

# 1. 从装备板块来看，航空和电子信息化板块标的业绩实现中高速增长

## 1.1 业绩表现：航空和电子信息化板块业绩增幅较高，航天及地装板块业绩实现稳定增长

**（一）受海空军建设加速牵引，重点型号持续放量，航空板块 2020H1 收入利润增长较快**

2020H1 航空板块 33 家上市公司营收总和同比增长 4.79%，归母净利润总和同比增长 25.55%，扣非归母净利润总和同比增长 22.88%。航空板块内 33 家上市公司中，有 23 家公司归母净利润同比增加、6 家公司同比下降、2 家公司扭亏、1 家亏损，1 家续亏。

航空板块 2020H1 受国内环境影响交付延迟，收入增速有所放缓，但利润端仍实现快速增长。我们分析认为，航空板块在海空军建设加速牵引下，预计 2020 年下半年重点型号放量仍将持续，行业景气度将持续提升，板块公司业绩也将快速增长。

**（二）航天板块业绩持续分化，北斗系统及天基互联网建设有望推动板块业绩改善**

2020H1 航天板块 19 家上市公司营收总和同比下降 2.08%，归母净利润总和同比增长 4.46%，扣非归母净利润总和同比增长 10.70%。其中，5 家公司归母净利润增长、1 家公司扭亏，13 家公司下滑。2020H1 主要增长来源于航天发展、宏大爆破等重点标的业绩大幅增长。

航天板块 2020H1 受国内环境影响，收入略微有所下降，但利润受重点标的带动仍然实现增长。我们分析认为，航天板块内部持续出现分化，以航天防务、电子蓝军等军用业务为重点标的的业绩持续向好；以北斗导航、卫星研制及服务为基础业务为主营业务的公司业绩受导航及卫星系统建设周期影响，2020H1 收入利润增长有限，预计在北斗导航系统全面建成后，叠加卫星互联网战略快速实施，此类航天基础业务标的的业绩有望迎来拐点。

**（三）地装板块 2020H1 收入和利润均实现稳定增长**

2020H1 地装板块 5 家上市公司的营收总和同比增长 6.42%，归母净利润总和同比增长 7.05%，扣非归母净利润总和同比增长 4.97%。其中，有 3 家公司归母净利润增加、2 家公司下降。

地装板块 2020H1 景气度稳定。地装板块 2020H1 收入和利润整体略有增长，显示出陆军主战装备及单兵装备生产交付仍处于稳定放量过程中。我们分析认为，2020 年陆军仍处于机械化向信息化转型的关键时刻，指挥及作战体制改革完成后带来的新型装备缺口仍存在。

#### (四) 军工电子信息化板块业绩出现分化，红外等电子元器件标的业绩增长显著

2020H1 电子信息化板块 30 家上市公司的营收总和同比增加 11.40%，归母净利润总和同比增长 19.59%，扣非归母净利润总和同比增长 24.84%。其中，14 家公司归母净利润增加、1 家公司扭亏、8 家公司下降、2 家公司亏损、2 家公司减亏、3 家公司续亏。

军工电子信息化板块业绩出现分化，电子元器件、红外及通信等通用型产品持续高景气，北斗系统及卫星相关产品受下游建设周期影响，部分公司业绩出现下滑。军工电子信息化板块 2020H1 在七一二、高德红外等公司带领下，整体收入实现增长；但受下游影响，华讯方舟、合众思壮等以卫星通讯及导航为主营业务的公司业绩出现较大幅度下滑，对电子信息化板块整体形成拖累。我们分析认为，我们正处于军队信息化建设的加速期，对标美国整体电子信息化投入仍有较大增长空间，因此持续看好军工电子信息化板块，建议关注电子元器件、通信等相关标的。

#### (五) 受困于民船行业景气度持续低迷，舰船板块公司 2020H1 业绩持续下滑

2020H1 舰船板块 10 家上市公司营收总和同比下滑 7.71%，归母净利润总和同比下滑 78.60%，同时扣非归母净利润总和实现减亏。板块内 10 家上市公司中，有 1 家公司归母净利润增加、7 家公司下降、1 家公司亏损、1 家减亏。

民船行业景气度持续低迷，船板板块上市公司 2020H1 持续下滑。2020H1 全年国内民船行业景气度仍处于历史低点附近，受下游整体景气度影响，船舶板块上市公司收入利润持续下滑。我们分析认为，2019 年南北船合并为国内船舶行业新一轮整合起点，在全球造船行业持续低迷的大环境下，通过资产整合提升运营效率并最终抢占市场份额为主要发展路径，预计 2020 年下半年船舶行业下游需求将持续下滑，上市公司业绩将持续承压。

表 1：国防军工行业不同装备板块 2020H1 业绩汇总

装备板块	公司数量	营业收入		归母净利润		扣非归母净利润	
		2020H1	同比	2020H1	同比	2020H1	同比
地装	5	10,433.55	6.42%	634.85	7.05%	571.66	4.97%
航空	33	93,492.34	4.79%	5,435.03	25.55%	4,585.77	22.88%
航天	19	21,859.82	-2.08%	1,635.58	4.46%	1,427.36	10.70%
舰船	10	58,228.39	-7.71%	645.02	-78.60%	-1.22	减亏
军工电子信息化	30	45,505.05	11.40%	3,120.44	19.59%	2,642.76	24.84%
总计	97	229,519.15	1.88%	11,470.92	-5.29%	9,226.33	22.39%

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：营收、归母净利润和扣非归母净利润单位均为百万元

## 1.2 盈利能力：行业盈利水平基本稳定，其中航空和电子信息化板块有所提升

2020H1 军工行业盈利能力整体稳定，板块内部分化情况较为明显

从毛利率来看，除军工电子信息化板块外，各板块毛利率均有所下滑。其中，军工电子信息化上升 1.25Pcts，增幅明显；航天及航空板块分别下滑 0.06Pcts、0.16Pcts，降幅较小；地装及舰船板块毛利率则分别下滑 1.25Pcts、0.75Pcts。

从四费营收占比来看，总体占比由去年同期 10.98% 上升至 11.13%，主要由于当期舰船板块占比提升较大所致。其中，舰船板块四费营收占比增长 2.67Pcts；地装、航空、航天、军工电子信息化板块四费营收占比分别下降 1.15Pcts、1.20Pcts、0.22Pcts、0.69Pcts。

从归母净利率及 ROE 表现来看，总体均有所下滑，主要受舰船板块影响。当期部分舰船板块上市公司业绩亏损严重，归母净利润由 4.78% 下滑至 1.11%、ROE 由 2.18% 下降至 0.36%。地装、航空、航天、军工电子信息化板块归母净利率分别上升 0.04Pcts、0.96Pcts、0.47Pcts、0.47Pcts。

总体来看，航空和电子信息化板块盈利能力较为突出。2020H1，航空板块的净利率和 ROE 均有提升，四费营收占比有所下降，体现航空板块标的降费增效举措实施卓有成效，板块业绩持续向好；军队信息化板块的毛净利率和 ROE 均有提升，四费营收占比有所下降，反映电子元器件、红外及通信等通用型产品持续高景气助力企业业绩提升。

表 2：国防军工行业不同板块 2020H1 盈利能力汇总

装备板块	毛利率		归母净利率		四费营收占比		ROE	
	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减
地装	14.09%	-1.25	6.08%	0.04	7.22%	-1.15	2.65%	0.02
航空	16.45%	-0.16	5.81%	0.96	9.25%	-1.20	3.36%	0.41
航天	25.65%	-0.06	7.48%	0.47	15.86%	-0.22	2.53%	-0.04
舰船	9.94%	-0.75	1.11%	-3.67	9.57%	2.67	0.36%	-1.82
军工电子信息化	24.71%	1.25	6.86%	0.47	15.59%	-0.69	3.25%	0.33
总计	17.21%	0.16	5.00%	-0.38	11.13%	0.15	2.18%	-0.46

资料来源：Wind、申万宏源研究

### 1.3 营运指标：板块内部分化明显，舰船板块指标彰显订单充足

从 2020H1 情况看，军工行业整体营运能力基本稳定，板块内部出现分化

从存货情况来看，2020H1 航天和电子信息化板块出现快速增长，行业总体存货同比上升 5.05%。其中，航天及电子信息化板块存货同比分别增长 18.23%、12.64%；航空板块存货同比增长 5.14%；地装和舰船板块存货分别同比下滑 1.27% 和 3.03%。

从应收票据及应收账款情况来看，2020H1 行业总体同比上升 1.17%。2020H1 除了航空和电子信息化板块同比增加 5.13% 和 6.28% 以外，其余板块均呈现下滑趋势，其中地装板块同比下降 28.47%，下滑幅度最大；航天和舰船板块分别同比下降 4.50% 和 4.53%。

从预付账款情况来看,2020H1 总体同比增长 22.27%。2020H1 除航天板块下滑 8.32%外,其余板块均有所增长,地装板块同比增幅最大为 127.00%;舰船板块次之,同比增长 37.82%;军工信息化及航空板块分别增长 1.00%、2.40%。预付账款位于高位体现行业景气度回升,上市公司加大备货以满足下游增长的需求。

从应付账款情况来看,军工行业上市公司采购金额需求持续扩大,2020H1 期间同比增长 10.09%。各板块均有增长,地装板块同比增长 17.30%,增长最快,舰船板块次之,同比增长 14.67%;航空、航天和电子信息化板块分别同比增长 7.65%、6.22%和 9.69%。

从预收账款及合同负债合计情况来看,军工板块增长迅速,2020H1 总体同比增长 103.54%。2020H1 除航空板块下滑 6.79%外,其余军工板块预收账款及合同负债合计均同比上升,其中,舰船板块同比增长 261.74%,增幅最大。我们分析认为,应收账款及合同负债增长迅速,显示在手订单充沛。2020 年为十三五的最后一年,军品采购处于高峰期,订单充裕或将保障未来业绩持续向好。

表 3：国防军工行业不同板块 2020H1 营运指标增速汇总

装备板块	存货 (同比%)	应收票据及应收账款 (同比%)	预付账款 (同比%)	应付账款 (同比%)	预收账款+合同负债 (同比%)
地装	-1.27%	-28.47%	127.00%	17.30%	9.39%
航空	5.14%	5.13%	2.40%	7.65%	-6.79%
航天	18.23%	-4.50%	-8.32%	6.22%	19.48%
舰船	-3.03%	-4.53%	37.82%	14.67%	261.74%
军工信息化	12.64%	6.28%	1.00%	9.69%	28.11%
总计	5.05%	1.17%	22.27%	10.09%	103.54%

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 从产业链来看，总装环节中航空板块表现最佳

### 2.1 业绩表现：分系统企业增长最快，上游零部件及原材料次之，总装类企业受舰船板块拖累有所下滑

#### (一) 产业链上游的零部件及原材料类业绩稳定增长

2020H1 零部件及原材料类 28 家上市公司的营收总和同比增长 4.95%，归母净利润总和同比增长 11.75%，扣非归母净利润总和同比增长 15.07%。其中 15 家业绩增加、1 家公司扭亏、11 家业绩下滑、1 家公司持续亏损。

我们分析认为，上游零部件及原材料类公司 2020H1 业绩实现稳定增长，主要受益于下游总装厂订单增长牵引上游零部件及原材料类企业提前充足备货，收入利润均实现稳定增长。预计 2020 年下半年在下游型号持续放量拉动下，原材料及零部件类公司业绩仍将持续向好，建议关注航空钛合金及碳纤维产业链相关标的。

### （二）总装中地装及航空板块业绩增幅较大

2020H1 总装类 15 家上市公司营收总和同比增加 0.61%，归母净利润总和同比下滑 39.82%，扣非归母净利润总和同比下滑 5.13%。其中航空和地装板块业绩增幅较高，归母净利润同比增长 43.03%和 13.11%。舰船板块归母净利润同比减少 94.23%，是拖累总装环节公司整体业绩表现的原因。

### （三）产业链中游的分系统类业绩增幅较大

2020H1 分系统类 54 家上市公司的营收总和同比增长 2.07%，归母净利润总和同比增长 21.52%，扣非归母净利润总和同比增长 41.37%。其中，板块内 54 家公司中，有 25 家公司归母净利润同比增加、2 家公司扭亏、18 家公司下降、3 家公司亏损、3 家公司减亏、3 家公司续亏。尽管一季度受国内环境影响，大部分企业出现延迟复工情况，分系统类企业普遍生产交付减少，收入利润出现下滑，但随着二季度生产交付正常后，分系统类公司业绩显著改善，预计下半年业绩继续稳定增长。

表 4：国防军工行业不同产业链环节的 2020H1 业绩汇总

产业链环节	公司数量	营收		归母净利润		扣非归母净利润	
		2020H1	同比增速	2020H1	同比增速	2020H1	同比增速
总装	15	99,557.86	0.61%	2,967.23	-39.82%	1,885.65	-5.13%
其中：地装	1	5,331.37	0.31%	377.96	13.11%	362.13	16.89%
航空	7	46,366.56	3.24%	1,920.34	43.03%	1,390.26	26.39%
航天	3	6,634.57	-3.71%	511.99	-4.20%	463.90	-8.55%
舰船	4	41,225.36	-1.46%	156.94	-94.23%	-330.64	亏损
零部件及原材料	28	36,725.28	4.95%	2,540.85	11.75%	2,218.15	15.07%
分系统	54	93,236.02	2.07%	5,962.83	21.52%	5,122.53	41.37%
总计	97	229,519.15	1.88%	11,470.92	-5.29%	9,226.33	22.39%

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：营收、归母净利润和扣非归母净利润单位均为百万元

## 2.2 盈利能力：分系统盈利能力改善明显，受总装舰船拖累整体盈利水平略有下滑

### 2020H1 军工行业整体盈利能力受舰船板块拖累有所下滑

从毛利率来看，军工行业整体毛利率由 17.05% 上升至 17.21%，其中分系统毛利率上升较大。分系统毛利率上升 1.01Pcts；原材料及零部件环节毛利率下降 0.36Pcts；总装类环节毛利率由去年同期的 10.35% 下降至 9.78% 其中航天及舰船板块毛利率下降较大，分别下降 1.37Pcts 和 0.80Pcts。

从四费营收占比来看，总体占比由去年同期 10.98% 上升至 11.13%。其中，总装板块四费营收占比略有上升 0.55Pcts；零部件及原材料环节四费营收占比下降 0.94Pcts；分系统环节则基本稳定。

从归母净利率及 ROE 表现来看，零部件及原材料、分系统均有上升，总装环节受舰船板块拖累下滑明显。其中，分系统盈利能力改善明显，净利率与 ROE 同时增长；上游零部件及原材料企业均属于重资产类，订单规模上升后固定成本摊薄明显，降费增效成果显著，盈利能力有所改善。总装环节主要受舰船板块下游周期牵制，盈利能力出现下滑情况。

表 5：国防军工行业不同产业链环节 2020H1 盈利能力汇总

产业链环节	毛利率		归母净利率		四费营收占比		ROE	
	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减	2020H1	同比增减
总装	9.78%	-0.57	2.98%	-2.00	6.88%	0.55	1.25%	-1.18
其中：地装	10.66%	0.75	7.09%	0.80	2.21%	-0.53	3.95%	0.15
航空	10.43%	-0.39	4.14%	1.15	6.05%	-1.17	2.49%	0.63
航天	19.53%	-1.37	7.72%	-0.04	7.86%	-0.79	2.48%	-0.24
舰船	7.36%	-0.80	0.38%	-6.12	8.26%	2.80	0.12%	-2.54
零部件及原材料	19.91%	-0.36	6.92%	0.42	11.23%	-0.94	3.98%	0.04
分系统	24.07%	1.01	6.40%	1.02	15.62%	0.06	2.65%	0.17
总计	17.21%	0.16	5.00%	-0.38	11.13%	0.15	2.18%	-0.46

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.3 营运指标：各产业链环节表现各异，分系统及总装舰船指标显示订单充沛

从 2020H1 情况来看，军工行业整体运营能力基本稳定，但产业链内部分化情况明显，具体来看：

从存货情况来看，除零部件及原材料环节下滑 3.57% 外，其余产业链环节均稳定增长，总体同比增长 5.05%。总装板块同比增长 0.66%，其中航空板块增幅为 8.21%；分系统同比增加 14.70%。

从预付账款情况来看，总体同比增长 22.27%，主要由总装、分系统环节贡献金额较大。总装同比增长 35.67%，其中总装地装板块同比增加 239.49%，分系统同比增长 9.27%。

从应付账款情况来看，各产业链环节均有所增长，总体同比增长 10.09%。其中，总装环节同比增长 11.68%，增长最快。

从预收账款及合同负债情况来看，总装及分系统环节增长迅速，军工行业总体同比增长 103.54%。总装及分系统环节分别同比增速为 138.24%、35.54%。其中，总装地装、航空及舰船分别同比增长 4.26%、10.53% 及 326.22%，零部件及原材料类同比增长 5.73%。我们分析认为，应收账款及合同负债增长迅速，显示在手订单充沛，从而或将保障未来业绩持续向好。

表 6：国防军工行业不同产业链环节 2020H1 营运指标增速汇总

产业链环节	存货 (同比%)	应收票据及应收账款 (同比%)	预付账款 (同比%)	应付账款 (同比%)	预收账款+合同负债 (同比%)
-------	-------------	--------------------	---------------	---------------	--------------------

总装	0.66%	3.37%	35.67%	11.68%	138.24%
其中：地装	-6.47%	-58.15%	239.49%	14.47%	4.26%
航空	8.21%	5.32%	2.53%	10.70%	-9.30%
航天	0.56%	-18.42%	-5.60%	-9.75%	10.53%
舰船	-13.32%	19.70%	37.23%	15.94%	326.22%
零部件及原材料	-3.57%	6.33%	-22.24%	4.43%	5.73%
分系统	14.70%	-1.25%	9.27%	8.84%	35.54%
总计	5.05%	1.17%	22.27%	10.09%	103.54%

资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3. 从公司属性来看，民参军股业绩表现较好

从公司属性来看，2020H1 民参军股收入及业绩均实现稳定增长，央企军工集团股业绩出现下滑，地方国企参军企业受湘电股份减亏影响，业绩实现快速增长。

#### （一）央企军工集团股 2020H1 业绩同比下滑

2020H1，36 支央企军工集团股的营收总和同比增加 0.39%，归母净利润总和同比下降 19.84%，扣非归母净利润总和同比增长 6.90%。其中，有 17 家公司归母净利润增加，1 家公司扭亏、13 家公司归母净利润下降，2 家亏损、2 家续亏、1 家减亏。我们分析认为，主要是部分舰船及军工电子信息化标的业绩表现较差所致。

#### （二）民参军股业绩实现稳定增长

2020H1，46 支民参军股营收总和同比增长 10.45%，归母净利润总和同比增长 14.66%，扣非归母净利润同比增长 26.12%。其中，有 20 家公司归母净利润增加，2 家公司扭亏、20 家公司归母净利润下降，1 家公司亏损、1 家公司减亏、2 家公司续亏。我们分析认为，当前国内大多数民参军企业所处产业链环节为中上游，企业整体收入利润受益于下游景气度持续提升。

#### （三）地方国企参军股业绩大幅增长，主要为湘电股份减亏所致

2019 年 15 支地方国企参军股营收总和同比下滑 2.34%，归母净利润总和同比增加 33.00%，同时扣非归母净利润续亏。其中，有 10 家公司归母净利润增加，2 家公司下滑、3 家公司亏损。

2020H1，15 支地方国企参军股营收总和同比下降 3.26%，归母净利润总和同比增长 106.94%，同时扣非归母净利润大幅提升 12578.99%。其中，有 9 家公司归母净利润增加，1 家公司扭亏、3 家公司归母净利润下滑、1 家公司亏损、1 家公司减亏。我们分析认为，湘电股份大幅减亏是地方国企参军股业绩大幅增长的主要原因，扣除湘电股份影响后的整体业绩同比增长 3.03%。

表 7：国防军工行业不同属性企业 2020H1 业绩汇总

公司属性	公司	营业收入	归母净利润	扣非归母净利润
------	----	------	-------	---------

	数量	2020H1	同比	2020H1	同比	2020H1	同比
央企军工集团股	36	167,192.22	0.39%	6,477.72	-19.84%	4,868.96	6.90%
民参军股	46	44,254.92	10.45%	4,157.88	14.66%	3,757.27	26.12%
地方国企参军股	15	18,072.01	-3.26%	835.31	106.94%	600.10	12578.99%
总计	97	229,519.15	1.88%	11,470.92	-5.29%	9,226.33	22.39%

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：营收、归母净利润和扣非归母净利润单位均为百万元

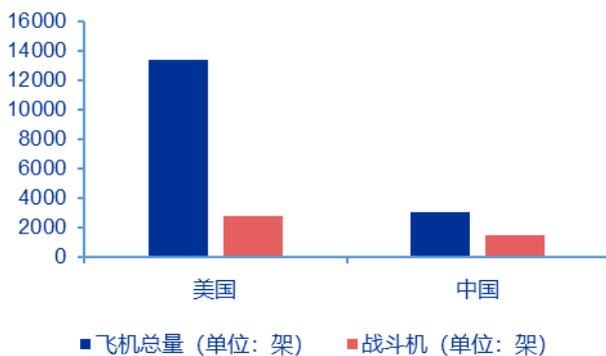
## 4. 三大主线确定军工行业核心投资逻辑，业绩增长持续性为核心优势

### 4.1 航空主机厂：军机建设持续推进，战斗机+直升机产业链增速有望持续

#### （一）迭代更新及航母建设带动战斗机加速列装

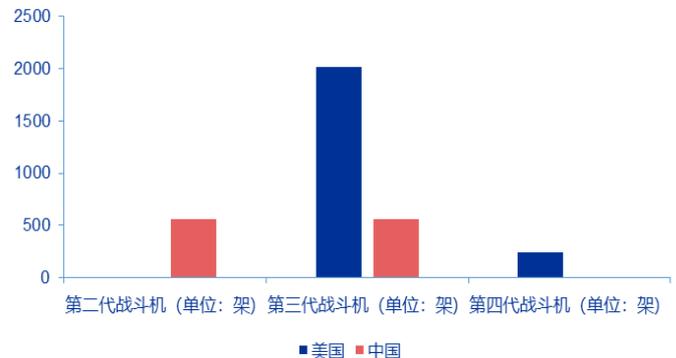
对标美国，中国飞机数量及装备结构目前尚不完善，急需补齐体系化作战所需作战支援飞机短板。1) 在数量上，中国无论是作战飞机还是作战支援飞机，与美国比都存在较大差距，截止 2017 年底，中国各型军用飞机总量约为美国军机量的 1/5，数量差距显著；2) 在军机代次上，中美军机代差明显。美国三代机占比 90%以上，中国总体仍是以第二代、第三代战斗机为主，第四代战斗机刚刚列装，整体相比美国落后了一代水平；3) 在机型配备结构上，中国作战支援飞机占比较低。中国作战与作战支援飞机比例仅为 2.44 比 1，机型配比结构差距巨大且部分特种机型仍是空白。

图 1：中美军用飞机数量仍有差距（单位：架）



资料来源：Flight International、申万宏源研究

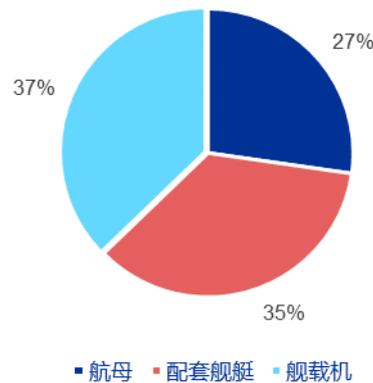
图 2：中美歼击机代次差异显著（单位：架）



资料来源：Flight International、申万宏源研究

迭代更新及航母建设加速牵引战斗机千亿市场空间，歼击机产业链直接受益。海空军建设加快战斗机迭代更新步伐。中性假设前提下，对标美国空军，我们情景假设分析：未来 10 年我国新增歼击机数量将达到中美现存差距 1304 架的 2/3，即新增 869 架战斗机。国际主要型号歼击机的平均价格为 6.0 亿元人民币，我们预计，未来 10 年中国歼击机市场空间近 5214 亿元人民币。同时，海军作战平台建设将带动舰载机装备需求量倍增。媒体预计未来中国拥有 4-6 艘航母，同时航母编队拉动小鹰级航母、配套舰艇、舰载机需求量递增。据分析，小鹰级（CV-63）航母编队的构成中舰载机体量占总价值的 37%，价值体量巨大。因此，航母加速建设将大幅带动舰载机生产装备需求。

图 3：航母建设加速将大幅带动舰载机生产装备



资料来源：Wikipedia、Military Equipment、申万宏源研究

（二）直升机与世界先进仍存差距，更新换代带来上千亿市场空间

对标美国，我国直升机在数量、各军种配置、结构配比上有较大的差距。在数量方面来看，国内军用直升机总量仅为美国的 1/5；从各军种配置来看，我国陆军因空中突击力量尚处于起步阶段，对于各型直升机需求仍然强劲；从结构配比来看，我国平均每艘舰艇配备 1.14 架直升机，舰艇与直升机配比只有美军的 1/7，数量配比上与美国相差甚远。美国军机数量多、种类丰富、谱系完整，在技术和应用场景上具有绝对的优势。新列装的国产 10 吨级通用直升机直-20 在未来将会填补我国在 10 吨级直升机的巨大空缺。

图 4：中美直升机总数与军种分配对比图（单位：架）

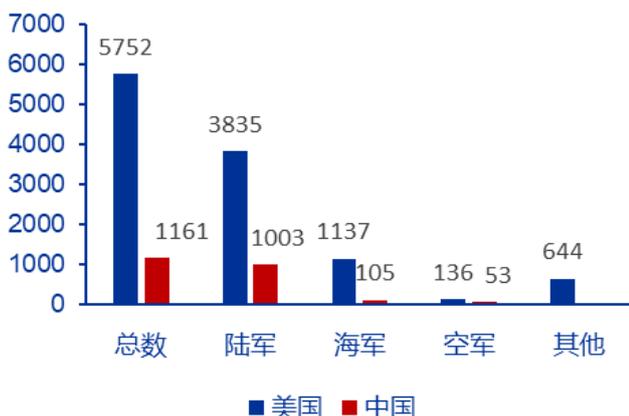
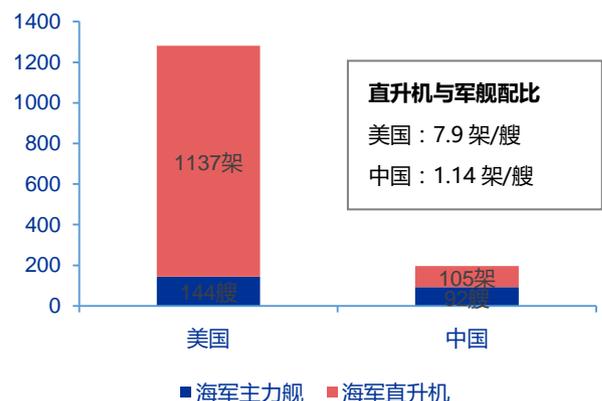


图 5：中国主力舰和舰载直升机配比远低于美国



资料来源：《The Military Balance 2019》、申万宏源研究

资料来源：《The Military Balance 2019》、申万宏源研究

**表 8：直-20 研制完成填补我国 10 吨级直升机空白，或者带来通用运输直升机列装高峰**

吨级	美国	中国	
		中国国产	中国进口
30	CH-53E、CH-53K	--	
20	CV-22、CH-47D/F/MH-47G	--	
13		Z-8、Z-18	Mi-8、Mi-17
12			Ka-31
10	S-70/EH/HH/MH-60G/UAH-64D/ES-72/EH/HH/MH/UH-60	<b>直-20</b>	S-70、Ka-27、Ka-28
8	AH-1Z、UH-1Y	--	
6	AH-1W	Z-10	
4	UH-1N、UH-1H、EC145	Z-9、Z-19	AS365/565
2	MD500、OH-58A/C/D/F、OH-58	Z-11	AS350、EC-120

资料来源：Global Military Helicopter 2015-2016 Market Report、申万宏源研究

**陆军空突部队建设有望继续扩大直升机的市场空间。**空中突击部队是以直升机为主要载体灵活机动的独立作战单位，对于各型直升机需求量大。空中突击部队是通过使用直升机和步兵空地配合的战术方式，让陆军拥有立体作战和全域作战的能力，是一个独立的作战单元。根据解放军报报道，中国已在 2017 年组建了第一支空中突击力量，空突部队代表了陆军未来改革与发展方向。可以预见未来我国陆军将参考美军，组建规模化空中突击部队，有望再次拉动武装与通用直升机的需求。

**我国陆军空中突击力量建设需求加速牵引军用直升机未来十年近 2800 亿元市场空间。**不考虑更新换代需求，仅考虑新增需求的背景下，对标美国在中性假设前提下：1) 武装直升机数量：假设未来国内武装直升机数量达到美国当前数量（971 架）的 2/3 比例；2) 武装直升机与运输直升机数量配比：假设未来国内武装直升机数量与运输直升机数量的比例达到 1/4；3) 军用直升机均价：国际主要武装型直升机的平均价格为 1.5 亿元人民币，国际主要运输型直升机的平均价格为 1.2 亿元人民币，我们保守假设国内军用直升机价格为 1.2 亿元/架。**由此计算，国内军用直升机需求空间广阔，外加目前直升机种类尚存在空白，直-20 或将带来通用运输直升机列装高峰，直升机产业链业绩增长强。**

**表 9：不考虑更新换代，中性假设下未来国内军用直升机市场空间近 2800 亿（总需求减存量）**

新增价值量(亿元)	武装直升机与运输直升机比例		
	1/3	1/4	1/4.6
武装直升机数量	471	860	1093
占美国的比重	2025	2802	3268
	3578	4744	5443

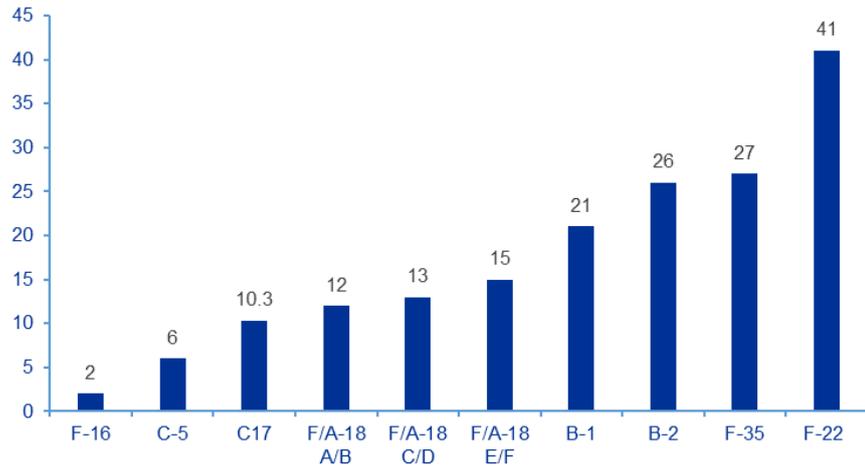
资料来源：《World Air Force 2019》、申万宏源研究

## 4.2 高端材料：下游军用领域增长，牵引碳纤维+钛材放量

新老机型加速更替是大势所趋，新型战机用钛比例持续提升，预计高端钛材需求将随之提升。钛合金是军用飞机结构材料的重要组成部分，已成为三代机、四代机及其配套航空发动机承力结构件的主要金属材料选材。以美国为例，目前含钛量最高的是第四代战斗机 F22，高端钛合金含量占比约为 41%。预计重点型号相继定型并进入列装周期，叠加钛材等级提高将显著拉动上游钛合金生产加工主体业绩。

碳纤维复合材料 (CFPR) 在新型直升机及战斗机应用范围拓宽，国产复材受下游拉动有望快速放量。CFPR 应用的已成为衡量一个国家在航天航空领域发展水平的重要标志之一。目前，国内高端航空航天用碳纤维复合材料已实现突破，T-300/800 等级碳纤维已广泛应用于航空航天领域，但其比例远不及美国成熟型号。预计未来中国 CFPR 在高端航空航天领域的应用占比将显著提升，上游碳纤维复合材料企业有望受益于下游重点型号放量。

图 6：美军主力型号钛合金占比提升显著（钛合金占比，单位：%）



资料来源：《材料导报》、申万宏源研究

表 10：以碳纤维为主的复合材料已成为新型战斗机的主要结构材料

飞机型号	开始服役时间	钢 (百分比)	铝合金 (百分比)	钛合金 (百分比)	复合材料 (百分比)
C-5	1970	-	19	6	-
F-16	1978	5	83	2	3
F/A-18 A/B	1980	15	73	12	9.5
F/A-18 C/D	1986	16	50	13	10
B-1	1986	9	-	21	29
B-2	1991	6	41	26	38
C-17	1992	12.3	69.3	10.3	8.1
F/A-18 E/F	2002	14	50	15	23
F-22	2005	5	29	41	24

资料来源：《航空用钛及钛合金的发展及应用》、申万宏源研究

### 4.3 芯片/电子元器件：军工电子信息化进程提速，芯片/元器件将成未来发展趋势

自主可控是保障国家安全的必要条件，军工电子信息化水平决定战争走向。只有发展自主可控的技术，才能扭转信息技术长期受制于人的格局，从而解决国家信息安全的核心问题。目前，在内外部局势叠加政策利好的背景下，世界新军事变革的本质和核心是信息化，军工领域电子信息化的全面推进，最终以五大作战能力：态势感知能力、态势共享能力、作战指控能力、信息对抗能力和精确打击能力的实现以及各军兵种、装备互联互通为目标。

C4ISR 是军工电子信息化的核心，军用电子元器件是信息化装备实现战斗力的基础和关键。军工电子信息化在作战任务应用层面，主要涉及四大类装备，分别为：雷达、卫星、光电设备、通信设备，四类装备均以军用电子元器件为基础。军用电子元器件选用质量和性能较为成熟的民用产品进行军用化改造，发展趋势是小型化、智能化和通用化。我国目前在军用电子元器件领域已实现自主可控，但仍有小部分元器件依赖进口或仿制，国产替代仍有较大市场空间。

图 7：军工电子信息化具体体现为五大核心作战能力



资料来源：申万宏源研究

图 8：电子元器件加四大核心装备为军工自主可控重点领域



资料来源：申万宏源研究

自主可控进程加速牵引军工电子信息化装备更新替代。目前我国的自主可控领域有较大的发展空间，电子信息化装备有自主研发与更新需求，国家加大研发预算投入，军工电子信息化装备市场空间广阔。假设未来十年我国国防预算增速将保持 7%左右，装备费用在国防费用中占比保持 1/3 不变，以美国信息化支出在装备费中占比 25%计算，预计至 2025 年我国军工电子信息化投入累计将达 1.5 万亿元。

图 9：预计我国军工电子信息化至 2025 年累计投入将超万亿



资料来源：Wind、DOD、《新时代的中国国防》白皮书、申万宏源研究

**新型军机信息化程度大幅提升带动军用芯片价值量占比与整体需求量上升。**新军用芯片按照功能可分为通用级：中央处理器（CPU）、数据处理器（DSP）、图像处理器（GPU）、可编程组件（FPGA）以及各类专用芯片如红外、射频、微波组件等。信息化程度越高，军用芯片在核心元器件整体价值占比也会更高；应用场景越多，军用芯片需求旺盛。

**自主配套芯片+国产信息化装备核心元器件，两类型公司或将大幅受益军用芯片行业发展红利。**1) 掌握军用芯片自主可控能力的上市公司，如：景嘉微、振华科技、火炬电子，拥有强大的自研核心技术确保公司长期享受行业新增加升级红利；2) 背靠我国军用芯片核心主体的上市公司，如：四创电子、国睿科技、杰赛科技等，集团旗下重点上市公司，享有集团优质资产，确保技术领先地位。

表 11：我国部分军用电子元器件研制主体及应用领域

突破情况	类别	产品型号	应用场景	芯片特点	研制单位	上市公司	国内外差距
已实现突破	GPU	JM5400	军用：航空/航天 民用：PC/AI/云计算	图像渲染和处理	景嘉微	景嘉微	10年
	DSP	魂芯 华睿 银河飞腾	军用：航天/电子信息 民用：5G/AI/3C	专用于大规模数字信号处理，军用为雷达及电子对抗领域	国微电子	紫光国微	5年
					中电科 38 所	四创电子	
					中电科 14 所	国睿科技	
	FPGA	军用：航天/电子信息 民用：5G/AI	可编程逻辑组件，可用于模拟 GPU/DSP 等其他芯片用于图像或逻辑计算，军用为导弹及机载数据处理	国防科技大学	复旦微电子	10年	
中国振华电子集团有限公司				振华科技			
			中电科 58 所	紫光同创	紫光国微		
			航天科技九院 772 所	航天电子			
	MEMS		军用：航空/航天 民用：自动驾驶/医疗	微机电组件，军用主要为惯性导航和仿真模拟领域	耐威科技	耐威科技	5年

正在突破中	高速+高精度 AD/DA	军用：航空/航天/电子信息化 民用：5G/AI/自动驾驶	数字-模拟/模拟-数字转换器，速度和精度要求较高，一般与DSP或FPGA等计算芯片搭配使用	中国振华电子集团有限公司 中电科 11 所 上海贝岭	振华科技 上海贝岭	5 年
-------	-----------------	---------------------------------	---	----------------------------------	--------------	-----

资料来源：Wind、公司官网、新华网、中国知网、申万宏源研究

## 5. 重点公司估值表

表 12：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2020/9/18 收盘价(元)	EPS				PE ( TTM )				当前 PB
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
600760.SH	中航沈飞	55.48	0.63	0.97	1.04	1.17	89	57	53	48	8.1
600038.SH	中直股份	54.50	1.00	1.22	1.50	1.86	55	45	36	29	3.9
300696.SZ	爱乐达*	53.05	0.44	0.73	1.00	1.34	122	73	53	40	10.8
600456.SH	宝钛股份	29.30	0.56	0.74	0.99	1.22	53	40	30	24	3.3
688122.SH	西部超导*	55.28	0.36	0.54	0.74	1.05	154	102	75	53	9.5
603678.SH	火炬电子	43.45	0.84	1.04	1.37	1.78	52	42	32	24	5.9
600862.SH	中航高科	24.49	0.40	0.35	0.45	0.60	62	71	54	41	8.0

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：标\*的公司对应的 EPS 数据来源于 Wind 一致预期，其余公司 EPS 数据来源于申万预测

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。