

“需求井喷倒逼企业扩张”现象已现，拥抱军工新时代

上次评级： 优于大势

报告摘要：

1、军工板块总体回顾

截止三季度末国防军工板块走势强于大盘，板块涨跌幅位于市场前列，在 28 个申万一级行业中，国防军工板块涨跌幅排名第 5，位于市场前列；2020H1 军工行业发展稳健，板块营业收入和归母净利润均实现增长，在上半年疫情冲击下军工行业整体表现出较强的韧性；二季度末基金重仓持股和军工重仓比例均达为近 5 年低点；申万国防军工板块估值位于 80% 的历史百分位水平，航天装备、航空装备、地面兵装、船舶制造板块估值分别位于 89%、64%、37% 和 77% 的历史百分位水平，板块进入估值修复通道。

2、行业大势判断一：强军目标和国际局势催生军工发展大机遇

强军具有重要战略意义，国家层面会坚定不移支持和推进，我国军工企业也将迎来重大发展机遇期，“需求井喷倒逼企业扩张”现象已现，行业景气度持续提升。以军机为代表的主战装备列装有望加速，“十四五”军工行业基本面有望大幅改善。

3、行业大势判断二：军工“硬科技”属性有望凸显，军民两用技术大有可为

民用市场是军工企业创造经济效益的主战场，军工领域高精尖技术向民用领域溢出是大势所趋。在未来内循环经济发展过程中，军工“硬科技”属性有望进一步凸显，看好信息技术、高端材料和卫星互联网等军民两用技术获得重大发展的细分领域。

4、投资建议

1) 长期军工基本面有望大幅改善，择机布局军工白马标的，重点推荐：中航沈飞、航发动力、中直股份、中航光电、航天发展；2) 积极配置业绩率先兑现、攻防兼备的优质上游配套标的，重点推荐：振华科技、宏达电子、利君股份、西菱动力、华伍股份、景嘉微、光威复材、菲利华

5、风险提示

军品订单释放不及预期；订单生产交付延迟风险；项目或产品研发进度不及预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1.29%	-2.65%	39.41%
相对收益	-2.71%	-2.78%	17.52%

行业数据

成分股数量 (只)	79
总市值 (亿)	15524
流通市值 (亿)	10722
市盈率 (倍)	88.46
市净率 (倍)	2.96
成分股总营收 (亿)	3803
成分股总净利润 (亿)	121
成分股资产负债率 (%)	49.28

相关报告

《北斗专题报告：北斗三号全面运营在即，开启全球服务新纪元》

2020-06-16

《国防军工 2020 年年度策略报告：关注优质军工资产证券化，挖掘军民两用技术投资价值》

2019-11-22

《2019 年军工中期策略报告：内部改革改善军工发展环境，外部承压坚定推行自主可控》

2019-06-24

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
振华科技	43.00	0.58	0.95	1.41	74	45	30	买入
宏达电子	45.26	0.73	1.08	1.25	62	42	36	买入
利君股份	10.25	0.18	0.26	0.39	57	39	26	买入
西菱动力	22.04	0.13	0.24	1.06	170	92	21	买入
航发动力	35.84	0.48	0.50	0.60	75	72	60	买入

证券分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0550518080002
010-63210892 chendr@nesc.cn

证券分析师：刘中玉

执业证书编号：S0550520100001
010-58034605 liuzy@nesc.cn

目 录

1.	军工板块总体回顾.....	4
1.1.	军工板块涨跌幅位于市场中游，细分行业表现分化明显.....	4
1.2.	2020H1 板块业绩稳健增长，疫情凸显行业发展韧性.....	5
1.3.	二季度末基金重仓比例处于低位，持仓集中于航空装备板块.....	6
1.4.	板块估值进入修复通道.....	8
2.	行业研判一：强军目标和国际局势催生军工发展大机遇.....	10
2.1.	“需求井喷倒逼企业扩张”现象已现，行业景气度持续提升.....	10
2.2.	军用飞机需求加速释放，民用飞机制造市场空间广阔.....	11
2.2.1.	军用飞机需求加速释放，带动航空制造行业景气度大幅提升.....	11
2.2.2.	民用飞机方面国际转包和国内分包市场前景广阔.....	12
2.2.3.	航空发动机国产化获得重大突破，发展潜力巨大.....	14
3.	行业研判二：军工“硬科技”属性有望凸显，军民两用技术大有可为...15	
3.1.	信息化领域：“军工电子”有望成为军民两用技术发展的典范.....	15
3.2.	航空新材料：有望成长于“军”，强大于“民”.....	16
3.3.	新兴产业：卫星互联网进入建设快车道.....	18
4.	投资建议.....	20
4.1.	长期军工基本面大幅改善，回调即是布局“军工白马”时机.....	20
4.2.	积极配置业绩率先兑现、攻防兼备的优质上游配套标的.....	20
4.3.	重点标的推荐.....	21
4.3.1.	中航沈飞：业绩增长稳健，盈利能力提升可期.....	21
4.3.2.	航发动力：聚焦航空发动机主业，铸军民两用国之重器.....	22
4.3.3.	中直股份：国内直升机研制龙头，新机型批产有望带动业绩释放.....	22
4.3.4.	中航光电：工业互连技术龙头，军民融合发展撬动成长空间.....	23
4.3.5.	航天发展：业绩持续高增长，内生和外延发展潜力巨大.....	24
4.3.6.	利君股份：受益军机加速放量，部组件装配助力再上新台阶.....	24
4.3.7.	西菱动力：积极布局航空航天制造，打造“汽车+军工”两翼发展格局.....	24
4.3.8.	华伍股份：制动器高速增长，军工业务受益航空装备加速放量.....	25
4.3.9.	振华科技：军用电子元器件龙头，转型升级释放新的成长动能.....	26
4.3.10.	宏达电子：业绩稳步增长，看好公司长期发展.....	26
4.3.11.	景嘉微：军用图形显控龙头，有望受益 GPU 国产化替代.....	27
4.3.12.	光威复材：军民市场先发优势显著，碳纤维龙头畅享行业红利.....	27
4.3.13.	菲利华：高端石英材料供应商，三大下游市场景气共振.....	28

图表目录

图 1:	2020 年前三季度国防军工板块与沪深 300 涨跌幅对比.....	4
图 2:	2020 年前三季度申万一级行业涨跌幅对比.....	4

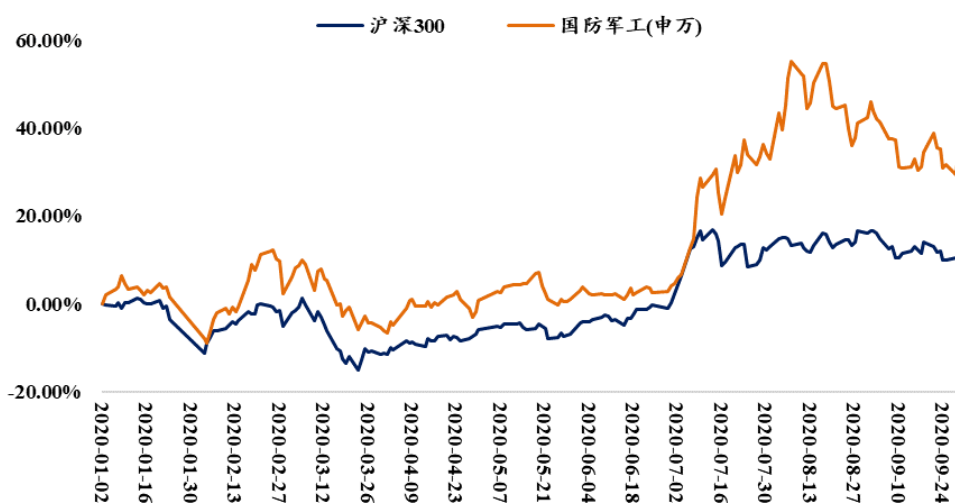
图 3: 2020 年前三季度申万军工板块总体营收情况	5
图 4: 2020 年前三季度军工板块成交量 (亿股)	5
图 5: 2020 年前三季度军工板块成交量 (亿元)	5
图 6: 2016H1-2020H1 军工板块营收及增速	6
图 7: 2016H1-2020H1 军工板块归母净利润及增速	6
图 8: 2016H1-2020H1 各子行业营收及增速 (亿元)	6
图 9: 2016H1-2020H1 各子行业净利润及增速 (亿元)	6
图 10: 基金重仓股和军工股持仓市值变化	7
图 12: 2020H1 军工重仓股的行业分布情况	7
图 13: 申万国防军工板块 PE-TTM	8
图 14: 申万国防军工板块各子版块 PE-TTM	8
图 15: 2019 年底全球主要国家军机数量	12
图 16: 2019 年底我国各类军机数量	12
图 17: 中国市场国产碳纤维需求 (吨)	18
图 18: 中国市场碳纤维需求的来源	18
图 19: 低轨卫星通信产业链	19
图 20: 航空飞机制造行业产业链	21
表 1: 2020 年二季度末基金前 15 重仓军工股数据	8
表 2: 申万国防军工板块个股估值	9
表 3: 主要军工上市公司扩产情况	11
表 4: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测	12
表 5: 预计 2019-2038 年波音、空客飞机国内采购量	14
表 6: 国际转包和国内分包中航空零部件市场空间	14
表 7: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测	15
表 8: 芯片分类	16
表 9: 航空材料发展进程	17
表 10: 我国航空材料发展现状与差距	17
表 11: 飞机主要部件的材料使用情况	17
表 12: 低轨卫星通信产业链主要参与者	19

1. 军工板块总体回顾

1.1. 军工板块涨跌幅位于市场中游，细分行业表现分化明显

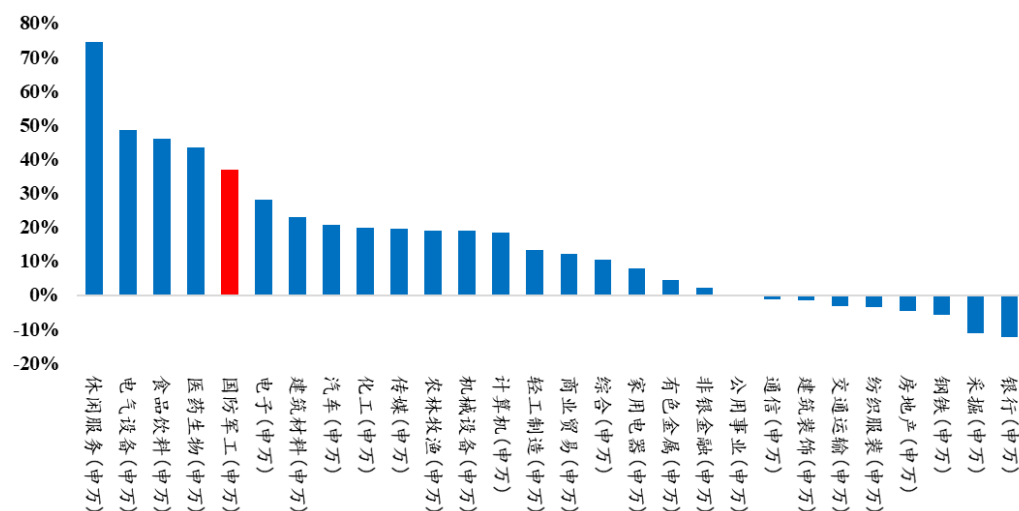
截止三季度末国防军工板块走势强于大盘，板块涨跌幅位于市场前列。截止 2020 年 9 月 30 日收盘，申万国防军工板块较年初上涨 37.62%，同期上证综指上涨 5.51%，创业板指上涨 43.19%，沪深 300 指数上涨 11.98%，板块涨跌幅大幅跑赢大盘。在 28 个申万一级行业中，国防军工板块涨跌幅排名第 5，涨跌幅位于市场前列，仅次于休闲服务、电气设备、食品饮料和医药生物。

图 1: 2020 年前三季度国防军工板块与沪深 300 涨跌幅对比



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 2020 年前三季度申万一级行业涨跌幅对比

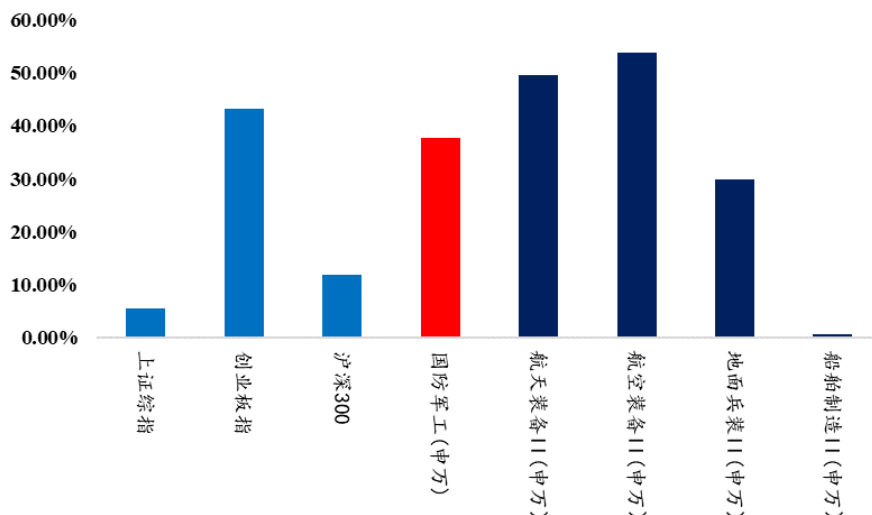


数据来源: 东北证券, Wind

各二级板块表现略有分化，航空装备板块超额收益较为明显。今年前三季度军工板块内部各二级板块表现略有分化，其中航天装备板块较年初上涨 49.63%，航空装备

板块上涨 53.70%，地面兵装板块上涨 29.90%，船舶制造板块上涨 0.69%，除船舶制造板块受民船业务拖累，板块指数跑输大盘外，航空装备、航天装备和地面兵装板块均跑赢大盘。

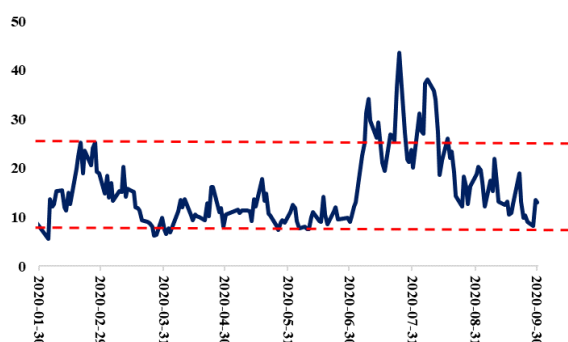
图 3：2020 年前三季度申万军工板块总体营收情况



数据来源：东北证券，Wind

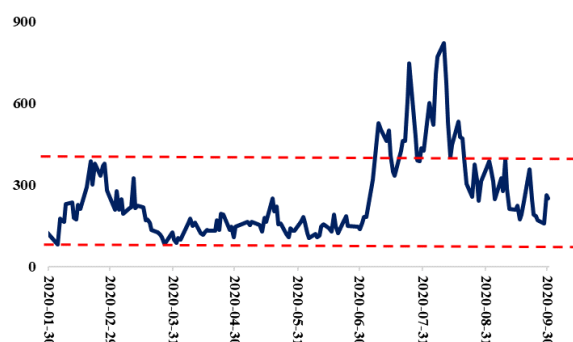
上半年板块成交量和成交金额总体较为平稳，三季度板块成交明显趋于活跃。在 2 月份经历了短暂的活跃以来，2020 年上半年板块日成交量和日成交金额分别保持在 10 亿股和 120 亿元左右。自 7 月份以来，军工板块成交活跃度随着市场关注度的提高迅速增加，板块日成交量和日成交金额迅速放大，其中 7 月 24 日板块日成交量达到 43.63 亿股的峰值，8 月 10 日板块日成交金额达到 822.17 亿元的峰值。

图 4：2020 年前三季度军工板块成交量（亿股）



数据来源：东北证券，Wind

图 5：2020 年前三季度军工板块成交金额（亿元）

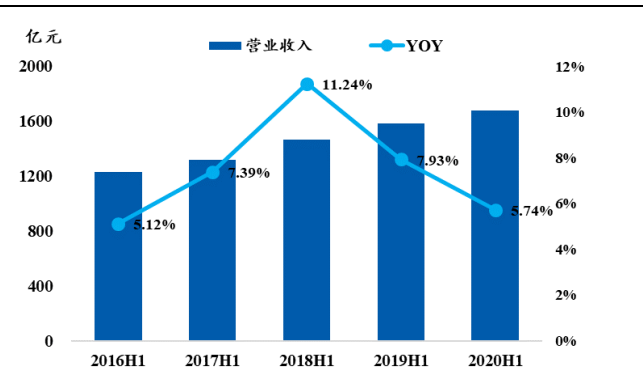


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 2020H1 板块业绩稳健增长，疫情凸显行业发展韧性

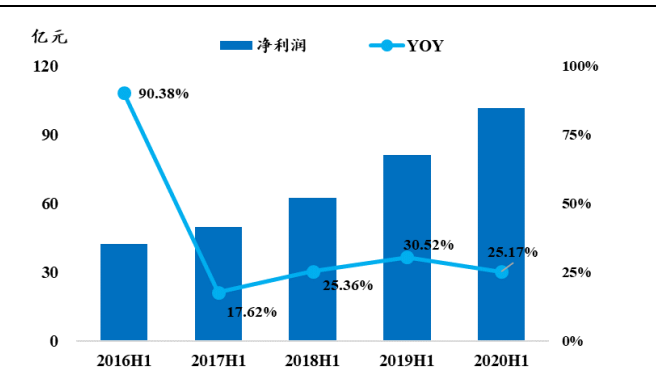
2020H1 军工行业发展稳健，板块营业收入和归母净利润均实现增长。今年一季度军工行业的生产交付收到疫情影响，部分企业营业收入出现一定程度的下滑。自国内疫情逐步得到控制以来，军工企业积极组织复工复产，部分企业采用 6 天工作制，弥补疫情导致的生产时间缩短的影响。跟据板块上市公司中报数据，2020H1 国防军工板块实现营业收入 1675.44 亿元，较上年同期增长 5.74%，归母净利润 101.78 亿元，较上年同期增长 25.17%，反映出军工行业的发展韧性。

图 6: 2016H1-2020H1 军工板块营收及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 2016H1-2020H1 军工板块归母净利润及增速

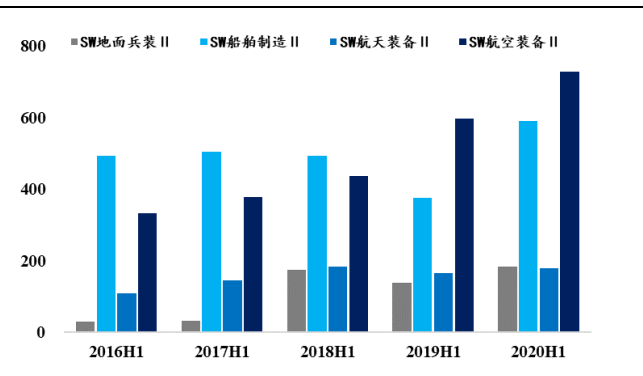


数据来源: 东北证券, Wind

各二级子行业发展势头良好, 航空装备与船舶制造是板块收入和利润的主要来源。

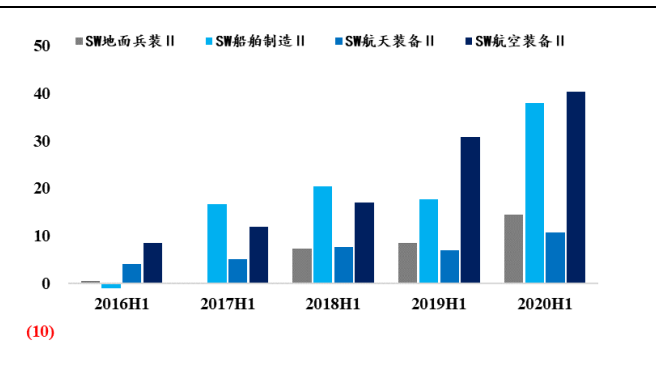
从各二级子行业上半年经营情况看, 地面兵装、船舶制造、航天装备、航空装备四个二级子行业分别实现营业收入 184 亿元、589 亿元、179 亿元和 728 亿元, 较上年同期均有不同程度的增长; 利润端, 上述四个二级子行业上半年规模净利润分别为 14 亿元、37 亿元、11 亿元和 40 亿元, 较上年同期均实现不同程度的提高, 其中地面兵装板块规模净利润较上年同期增加 68.35%。从收入和利润构成来看, 航空装备和船舶制造行业是板块收入和利润的主要来源, 营收占比分别达到 43% 和 35%, 归母净利润占比分别为 39% 和 37%。

图 8: 2016H1-2020H1 各子行业营收及增速 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 2016H1-2020H1 各子行业净利润及增速(亿元)

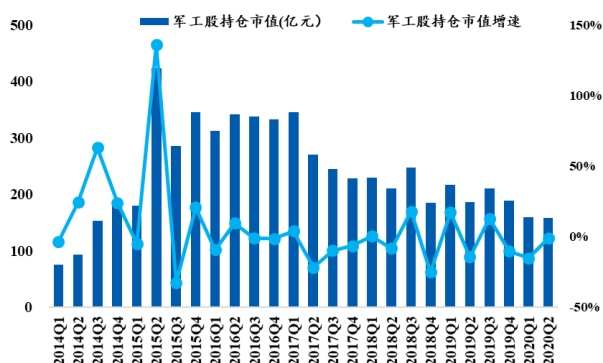


数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 二季度末基金重仓比例处于低位, 持仓集中于航空装备板块

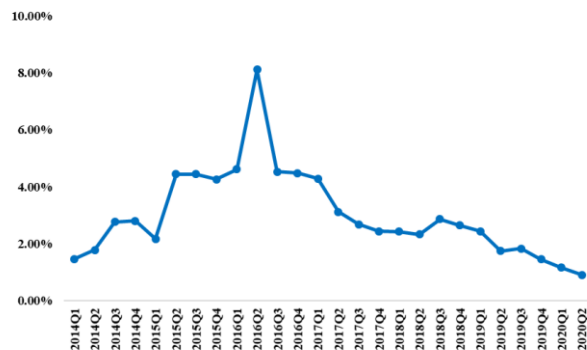
二季度末基金重仓持股和军工重仓比例均达为 5 年低点。截止 2020 年二季度末, 基金重仓股中军工股的持仓市值为 157.75 亿元, 持仓市值较一季度末下降 1.18%, 是近五年来持仓市值最低水平。从基金重仓股的行业配置角度看, 截止今年二季度末基金重仓股中, 军工股的配置比例为 0.90%, 较上个季度末下降 0.26pct, 也达到了近 5 年的最低水平, 也是近 5 年来首次降到 1% 以下, 基金重仓股市值和基金总股再军工行业配置比例均远低于历史平均水平。

图 10: 基金重仓股和军工股持仓市值变化



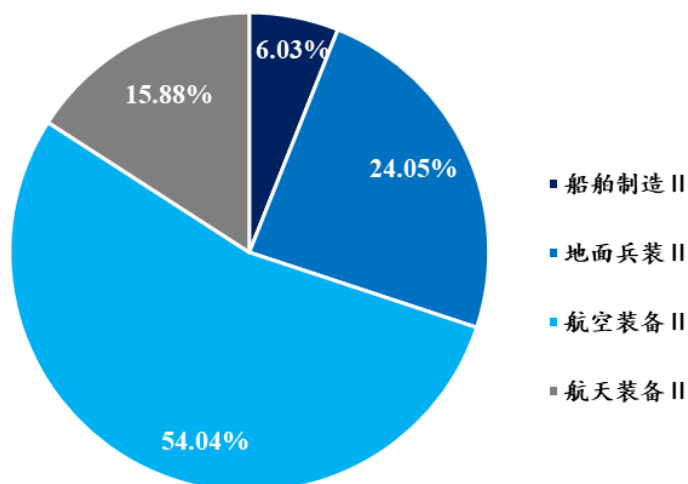
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 基金重仓股中军工股配置比例



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 2020H1 军工重仓股的行业分布情况



数据来源: 东北证券, Wind

基金持仓偏好航空装备，二季度基金重点配置中航光电、海格通信、中航飞机等军工股。截止 2020 年二季度末，基金重仓军工股中航空装备板块持仓比例为 54.04%，是基金重仓配置最多的二级行业，此外地面兵装、航天装备、船舶制造三个二级行业重仓配置比例分别为 24.05%、15.88%、6.03%。在基金重仓配置的个股方面，基金重仓市值占比较高的个股包括中航光电、海格通信、中航飞机、航发动力、中航机电等个股，其中中航光电基金重仓持仓市值为 2.27 亿元，占基金重仓军工股持仓市值的 14.37%。

表 1: 2020 年二季度末基金前 15 重仓军工股数据

排名	证券代码	证券简称	持仓市值	持仓占比	流通市值持仓占比
1	002179.SZ	中航光电	226712.11	14.37%	9.42%
2	002465.SZ	海格通信	157869.17	10.01%	8.19%
3	000768.SZ	中航飞机	146623.68	9.29%	5.10%
4	600893.SH	航发动力	136363.94	8.64%	3.18%
5	002013.SZ	中航机电	128407.74	8.14%	5.75%
6	000547.SZ	航天发展	127188.58	8.06%	4.99%
7	600118.SH	中国卫星	102959.55	6.53%	5.40%
8	002025.SZ	航天电器	96518.25	6.12%	7.80%
9	601989.SH	中国重工	92201.71	5.84%	2.50%
10	600967.SH	内蒙一机	82422.84	5.22%	10.29%
11	600760.SH	中航沈飞	55566.26	3.52%	2.60%
12	600862.SH	中航高科	51589.19	3.27%	3.42%
13	600765.SH	中航重机	38655.27	2.45%	5.72%
14	300696.SZ	爱乐达	27703.01	1.76%	3.05%
15	300034.SZ	钢研高纳	24027.94	1.52%	4.77%

数据来源: 东北证券, Wind

1.4. 板块估值进入修复通道

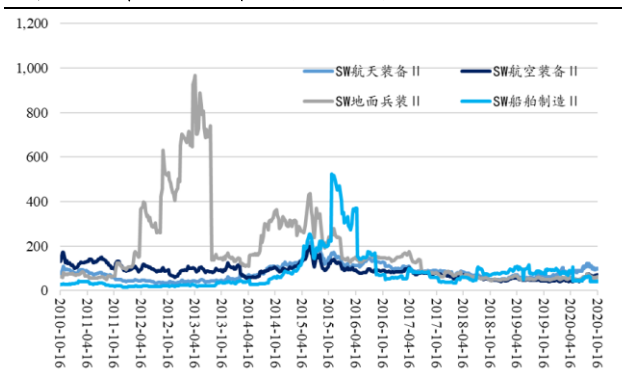
申万国防军工板块估值位于 80% 的历史百分位水平上, 地面兵装板块整体估值处于历史中低位。截止至 2020 年 10 月 16 日收盘, 申万军工板块 PE(TTM) 为 64.77 倍, 各子板块中航天装备板块估值为 98.92 倍, 航空装备为 70.42 倍, 地面兵装为 59.30 倍, 船舶制造为 40.31 倍。从估值水平看, 申万国防军工板块估值位于 80% 历史百分位上, 航天装备、航空装备、地面兵装、船舶制造板块估值分别位于 89%、64%、37% 和 77% 的历史百分位水平上, 除地面兵装板块以外的军工板块估值快速由过去的中低位水平上得到修复。

图 13: 申万国防军工板块 PE-TTM



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 申万国防军工板块各子版块 PE-TTM



数据来源: 东北证券, Wind

板块内 6 家公司估值处于历史正常偏低水平, 一半公司估值位于 60% 以上的历史百分位水平。截止 2020 年 10 月 16 日收盘, 从申万国防军工板块个股 PE 的历史百分位数据看, 共有 6 家公司 PE 处于 40% 以下的历史正常偏低百分位水平上, 包括中

国海防、中船防务、长鹰信质、中航电子、中直股份、景嘉微、中航重机，其中中国海防、中船防务两家公司 PE 处于 10% 以下的极低百分位水平上。此外，晨曦航空、中国应急、新余国科、江龙船艇、中国卫通等 33 家公司 PE 处于 60% 以上的百分位水平上，其中晨曦航空股价创历史新高。

表 2: 申万国防军工板块个股估值

股票代码	股票简称	PE	PB	PE 历史百分位	PB 历史百分位
600764.SH	中国海防	30.33	4.11	2%	28%
600685.SH	中船防务	12.49	3.04	8%	49%
002664.SZ	长鹰信质	26.72	2.85	24%	28%
600372.SH	中航电子	49.72	3.25	27%	33%
600038.SH	中直股份	50.72	3.94	29%	46%
300474.SZ	景嘉微	100.49	7.85	34%	27%
600765.SH	中航重机	46.88	2.25	34%	14%
002933.SZ	新兴装备	36.14	3.02	41%	27%
300397.SZ	天和防务	106.97	9.39	43%	85%
000561.SZ	烽火电子	50.43	3.27	46%	52%
000547.SZ	航天发展	48.85	4.71	48%	86%
600184.SH	光电股份	146.39	2.39	48%	18%
600482.SH	中国动力	45.42	1.08	49%	23%
600072.SH	中船科技	135.52	2.55	51%	25%
000738.SZ	航发控制	71.88	4.15	51%	64%
002829.SZ	星网宇达	81.01	7.22	53%	78%
300775.SZ	三角防务	90.02	9.85	53%	67%
002935.SZ	天奥电子	50.11	4.27	54%	44%
600879.SH	航天电子	44.53	1.54	55%	7%
300123.SZ	亚光科技	72.19	2.80	56%	51%
002013.SZ	中航机电	48.64	4.10	56%	64%
600760.SH	中航沈飞	65.67	8.92	58%	85%
300762.SZ	上海瀚讯	69.30	6.77	63%	47%
600990.SH	四创电子	51.75	2.86	65%	23%
002413.SZ	雷科防务	72.02	2.40	65%	48%
600862.SH	中航高科	59.02	8.62	65%	81%
601989.SH	中国重工	—	1.16	66%	3%
300034.SZ	钢研高纳	70.76	5.47	66%	74%
600967.SH	内蒙一机	31.03	2.01	66%	18%
300065.SZ	海兰信	123.28	3.69	68%	47%
002389.SZ	航天彩虹	100.57	3.51	68%	62%
002190.SZ	*ST 集成	125.62	3.93	69%	47%
002465.SZ	海格通信	54.25	2.91	70%	49%
600435.SH	北方导航	492.44	6.38	70%	65%
600893.SH	航发动力	91.38	2.85	73%	36%
000768.SZ	中航飞机	120.64	4.22	73%	78%
600562.SH	国睿科技	129.38	6.25	77%	46%

600150.SH	中国船舶	170.11	1.82	80%	17%
600118.SH	中国卫星	138.53	7.18	80%	53%
300456.SZ	耐威科技	182.96	6.72	82%	63%
601890.SH	亚星锚链	65.92	1.90	84%	48%
600316.SH	洪都航空	200.66	5.56	85%	86%
002179.SZ	中航光电	48.15	6.35	86%	71%
300424.SZ	航新科技	135.76	5.35	91%	39%
300600.SZ	瑞特股份	59.80	4.34	93%	63%
601606.SH	长城军工	100.76	4.46	95%	38%
002025.SZ	航天电器	50.86	6.45	95%	80%
300719.SZ	安达维尔	60.84	6.33	96%	94%
300101.SZ	振芯科技	1174.86	10.81	96%	73%
300696.SZ	爱乐达	121.89	12.66	98%	88%
601698.SH	中国卫通	178.25	6.66	99%	74%
300589.SZ	江龙船艇	176.97	16.40	99%	82%
300722.SZ	新余国科	299.90	24.37	99%	99%
300527.SZ	中国应急	5398.01	5.48	99%	57%
300581.SZ	晨曦航空	206.11	8.94	100%	93%
600677.SH	航天通信	---	---	---	3%
600343.SH	航天动力	---	2.96	---	33%
600391.SH	航发科技	---	5.39	---	68%
000697.SZ	炼石航空	---	5.14	---	49%
002023.SZ	海特高新	---	3.52	---	55%
000687.SZ	华讯方舟	---	-2.70	---	2%
002151.SZ	北斗星通	---	9.02	---	65%
000519.SZ	中兵红箭	---	---	---	1%
300159.SZ	新研股份	---	1.97	---	23%
300008.SZ	天海防务	---	19.20	---	98%
002297.SZ	博云新材	---	2.55	---	22%

数据来源：东北证券，Wind

2. 行业研判一：强军目标和国际局势催生军工发展大机遇

2.1. “需求井喷倒逼企业扩张”现象已现，行业景气度持续提升

十九大明确强军目标。适应世界新军事革命发展趋势和国家安全需求，提高建设质量和效益，确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，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。

强军是强国战略的重要组成部分，关系到国家安全和人民的根本利益。国防信息化和武器装备的更新换代是应对现代化战争、实现强军目标的必然选择。经过多年的发展和积累，我国已经形成较为系统的军工科研生产体系，在重要武器型号方面也取得重要突破，以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新一代武器装备在性能上已经达

到或接近世界先进水平，技术成熟度已满足批产要求，未来将大批量列装部队，对相关军工企业将产生积极影响。**强军具有重要战略意义，国家层面会坚定不移支持和推进，我国军工企业也将迎来重大发展机遇期。**

根据已公开信息，部分军工企业由于下游客户需求大幅提升，已开始进行大幅扩产准备，目前该现象主要出现在军机和导弹两个细分领域。其中，军机领域在进行产能扩张的上市公司主要包括西部超导、爱乐达、利君股份、通达股份、西菱动力和华伍股份等；导弹领域进行产能扩张的上市公司主要包括亚光科技、红相股份、菲利华、宏达电子、鸿远电子、火炬电子和上海沪工等。军机和导弹领域企业产能扩张是普遍现象，已充分表明下游需求已开始加速释放，彰显行业景气度持续提升。

表 3: 主要军工上市公司扩产情况

公司名称	扩产项目/产品	现有产能情况	扩产目标
西部超导	钛材	4950 吨	1 万吨
利君股份	钣金、工装和部装	目前业务主要集中在小钣金件和工装	现有产能扩充一倍； 向大钣金和部装拓展
通达股份	数控精密加工	-	定增 6 亿扩充精密数控加工产能
西菱动力	精密数控加工	新切入军工领域，目前不贡献业绩	军工自建产能投入预计约 3.5 亿元
亚光科技	射频微波组件		拟发行 18.9 亿可转债扩充微波组件产线
红相股份	射频微波组件		预计将扩产应对下游客户备产计划
菲利华	高性能纤维增强复合材料制品生产建设项目		项目建成后，将形成新增年产 36.3 吨高性能纤维增强复合材料制品生产能力
宏达电子	钽电容和非钽产品		5G 产业园预计投入 15 亿元
鸿远电子	MLCC、滤波器		电子元器件生产基地项目拟投入 4.86 亿元； 直流滤波器项目拟投入 0.49 亿元
火炬电子	MLCC、特种陶瓷材料		MLCC 项目发行可转债 6 亿元；
上海沪工	航天装备制造基地一期建设项目		拟投入 2.46 亿元

数据来源：东北证券，公开资料整理

2.2. 军用飞机需求加速释放，民用飞机制造市场空间广阔

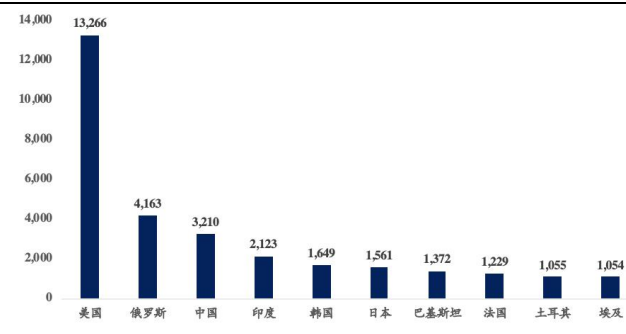
2.2.1. 军用飞机需求加速释放，带动航空制造行业景气度大幅提升

空军是现代化战争中的战略军种之一，先进战机作为我国空军主战装备亟待批量列装。军用航空器主要包括战斗机（又称歼击机）、攻击机（又称强击机）、轰炸机、武装直升机、军用运输机、预警指挥机、空中加油机、侦察机、教练机和无人机等。在军用航空领域，由于世界格局不断变化、周边环境仍存在不确定及不稳定因素，我国持续保持相对较高的国防投入，进行军队体制改革以适应国防和军队战略要求，提升军队战斗力。根据财政部发布的《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》，2019 年我国国防预算将增长 6.6%，达到 12684.08 亿元。国防投入持续增加，其中空军作为重要的战略军种之一，其现代化建设进入快车道，决定军用航空领域市场需求将在一段较长周期内持续旺盛。

我国军机总量与美国存在较大差距，对标世界一流军队，军机增补空间很大。截至 2019 年底，美国拥有军用飞机 13266 架，占比 25%，数量居全球第一；其次是俄罗

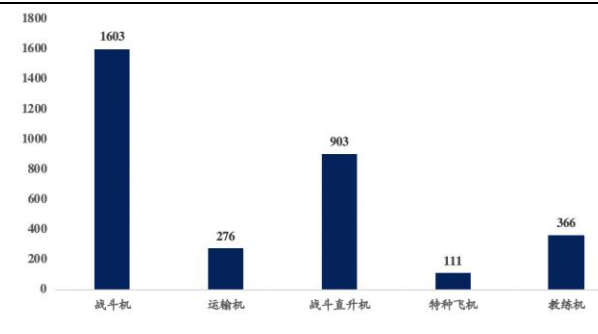
斯，数量达 4163 架，占比 8%；我国拥有军机数量为 3210 架，占比约为 6%，其中战斗机 1603 架、直升机 903 架、运输机 276 架、教练机 366 架、特种飞机 111 架，同美国存在较大差距。建设一流军队已成为国家发展战略，对标美国，我国军机尤其是先进战机在数量上存在很大增补空间，以“20 系列”为代表的国产先进战机已进入批产列装阶段，订单有望加速释放，带动我国航空产业景气度进一步提升。从战斗机的代际结构上看，中国战斗机中大量存在着歼-7、歼-8 等老旧二代机型，三代机、四代机数量占比远低于美国、俄罗斯两个世界强国。J-7、J-8 等二代机均为上世纪 90 年代以前的主流机型，服役时间较长，未来将逐步升级为 J-10、J-16、J-20 等三代半或四代新机型。此外随着国内新型直升机、教练机、运输机的成熟，相关飞机也面临着大量的列装、换装需求。

图 15: 2019 年底全球主要国家军机数量



数据来源：东北证券，World Air Force 2020

图 16: 2019 年底我国各类军机数量



数据来源：东北证券，World Air Force 2020

我国空军目前正在向战略空军转型，未来 10 年带来军机需求规模约 1.98 万亿元。当前我国军用飞机正处于更新换代的关键时期，未来 10 年现有绝大部分老旧机型将退役，歼-10、歼-11、歼-15、歼-16 和歼-20 等将成为空中装备主力，新一代先进机型也将有一定规模列装，运输机、轰炸机、预警机及无人机等军机也将有较大幅度的数量增长及更新换代需要。

表 4: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测

机种	飞机数量 (架)	单价 (亿元)	合计 (亿元)	
固定翼飞机	歼-10/歼-11	800	2.1	1680
	歼-10C	400	3.5	1400
	歼-15	240	4.2	1008
	歼-16	600	3.5	2100
	歼-20	800	10	8000
	作战支援飞机	300	2.8	840
	大型运输机	200	12	2400
直升机	武装直升机	600	1.3	780
	通用/运输直升机	1000	1.6	1600
合计	-	-	19808	

数据来源：东北证券，中国产业信息网

2.2.2. 民用飞机方面国际转包和国内分包市场前景广阔

航空工业是典型的知识密集型、技术密集型行业，产业链长、国际分工程度高、市

场容量大是国际航空工业的突出特征。随着经济全球化和区域经济一体化趋势愈加明显，我国航空工业融入世界航空产业链已经是大势所趋。航空工业作为参与国际化分工深入的行业之一，其健康发展可以有效带动国内企业参与国际竞争，充分利用国际国内两个市场、两种资源，分享世界经济发展带来的成果。随着我国现代制造业的发展，民用航空国际转包已经发展到新的高度，在国际转包业务配套过程中，国内航空零部件生产企业的技术实力明显得到提升，业务规模不断扩大。

目前中国民机国际转包规模较之美国、欧洲、日本仍有很大差距，甚至低于韩国。2014年，全球民机转包生产市场规模约250亿美元，其中日本承接的转包生产规模占比约13-17%，韩国约8.3%，而我国占比仅6.5%。而同期我国民机采购数量占波音空客交付总量的比例高达16.64%。我国现有的民机国际转包体量远低于发达国家所获得的国际贸易补偿的平均标准。究其原因，一方面我国航空零部件的国际转包业务中，除西子航空等个别公司直接承接了空客等整机厂的少量订单外，均由中航工业及其下属公司总揽承包并分包，但中航工业作为我国航空事业的中坚力量，主要精力更多投向自主机型的研发及生产；另一方面，民营企业虽有较强的国际转包业务承接意愿，碍于波音、空客一级供应商认证的严苛条件，民营企业极难直接从波音、空客取得订单。未来伴随着波音、空客国际采购趋势的加深和国内航空零部件制造主体的多元化特征凸显，一批实力雄厚、工艺完整、技术质量过关的民营企业将可能获得波音、空客一级供应商认证，突破现有制造格局。公司作为航空零部件制造领域的优势民营企业，随着自身加工实力和产品质量的不断提升，将优先受益于行业格局的调整。

从上世纪80年代开始，全球航空行业景气度持续上升，航空客运量持续走高，各国对飞机的需求量保持持续增长。根据《中国商飞公司市场预测年报(2019-2038)》，未来二十年，全球航空旅客周转量将以平均每年4.3%的速度递增，预计将有45,459架新机交付，价值约6.6万亿美元。同时，根据波音公司发布的《商业市场展望(2018-2037)》，在地区发展分布方面，亚太地区需求最为强劲，未来20年预计新增16,930架，市场价值达2.67万亿美元，成为全球最大的航空市场。根据《中国商飞公司市场预测年报(2019-2038)》，到2038年中国机队规模将达到10,344架，未来二十年，中国航空市场将接收50座以上客机6865架，价值约64586亿元。

以ARJ21和C919为代表的国产民航飞机批产在即，有望打开航空零部件国内分包市场空间。我国继运-10后自主研发的第二种大型客机C919已于2017年5月实现首飞。目前C919客机市场前景看好，全国人大代表、C919大型客机总设计师吴光辉在今年两会期间表示，目前C919的全球客户达到28家，订单总数达到815架，中航工业及下属成飞民机、沈飞民机等承担了C919大部分机身部件的生产工作，预计占飞机总价值量15%左右。此外，截止2020年3月我国ARJ21、新舟60和新舟600、新舟700分别获得订单724架、524架（根据2016年的343架推测）和285架，市场规模约为5216.65亿元。

表 5: 预计 2019-2038 年波音、空客飞机国内采购量

机种	飞机数量(架)	价值合计(亿元)
双通道客机	1479	64586
单通道客机	4478	
支线客机	908	
合计	6865	

数据来源: 东北证券, 中国产业信息网

表 6: 国际转包和国内分包中航空零部件市场空间

	制造商/型号	订单量(架)	订单规模(亿元)
国际转包市场	波音、空客	6865	64586
国内分包市场	新舟 60、600	524	550.20
	新舟 700	285	370.50
	ARJ21	724	1484.20
	C919	815	2811.75
合计	——	9213	69802.65

数据来源: 东北证券, 中国产业信息网

2.2.3. 航空发动机国产化获得重大突破, 发展潜力巨大

航空发动机作为飞机动力源, 是决定飞机性能的重要因素。航空发动机技术是国家综合国力、工业基础和科技水平的集中体现, 是军民用飞行器和航空工业发展的源动力, 为轻型燃气轮机、重型燃气轮机提供改型的技术基础。目前世界上能独立研制航空发动机的只有美国、俄罗斯、英国、法国、中国等少数几个国家。目前, 我国航空发动机核心部件关键技术尚未完全突破, 未来发展空间巨大。

航空发动机技术来自军用, 产业化要看民用。军用航空发动机需求主要来自于: (1) 军机生产配套以及后续维保服务; (2) 航空发动机的升级换代; (3) 军备的扩张。对于航空发动机产业来说, 军用产品的需求量并不能真正体现出这一高端技术的全部价值, 民用方向才能真正使技术产业化、产品规模化。

我国航空发动机国产化已取得重大突破, 正在向搭载先进战机和民用飞机迈进。我国航空发动机产业发展起步较晚, 随着国家对航空发动机自主研发的力度加大以及“两机专项”、“飞发分离”等政策红利的落实, 产业发展加速。在军航方面, 我国航空发动机研发早期以仿制改进为主, 从涡喷-13 开始, 我国开始向自主设计研发转变, 并逐渐实现军用航空发动机的国产化, 我国现已具备自主研发三代航空发动机的能力, 实现了航空发动机从中等推力向大推力、从涡喷到涡扇的跨越。目前, 我国国产发动机主要装配于歼击机、强击机、轰炸机、歼击轰炸机等主战飞机。其中, “昆仑”(涡喷-14) 于 2002 年 7 月被国家军工产品定型委员会正式批准设计定型, 从而使我国成为继美国、俄罗斯、英国、法国之后全球第五个具备独立研制航空发动机的国家, 主要搭载于歼-7、歼-8 等第二代战斗机上; “太行”(涡扇-10) 为我国第一台自主研发的具有自主知识产权的大推力加力式涡扇发动机, 主要搭载于歼-10、歼-11、歼-15、歼-16 等第三代战斗机上。中长期看, 民用航空发动机

对于国产设备的需求同样强烈。其中，C919 中型客机拟使用 SFA 涡扇发动机或长江 CJ-1000A，其目前搭载的发动机产品来自 CFM 国际公司；ARJ-21 支线客机拟使用涡扇-12，其目前搭载的发动机产品来自通用电气。

表 7: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测

	机种	飞机数量(架)	单价(亿元)	发动机发动机总价(亿元)
固定翼 飞机	歼-10/歼-11	800	2.1	420
	歼-10C	400	3.5	350
	歼-15	240	4.2	252
	歼-16	600	3.5	525
	歼-20	800	10	2000
	作战支援飞机	300	2.8	210
	大型运输机	200	12	600
直升机	武装直升机	600	1.3	195
	通用/运输直升机	1000	1.6	400
	合计	-	-	4952

数据来源：东北证券，中国产业信息网

我国军机与美国存在巨大的数量及质量差距，在国防和军队现代化建设快速推进的背景下，预计目前列装的二代机将逐步被歼-10/15/16 及歼-20 等三代、四代机替代。未来十年国内军用飞机市场规模约为 1.98 万亿元，按航空发动机价值占整机 25% 计算，以人民币计价的军用航空发动机市场规模年均 500 亿元。

3. 行业研判二：军工“硬科技”属性有望凸显，军民两用技术大有可为

3.1. 信息化领域：“军工电子”有望成为军民两用技术发展的典范

集成电路是电子信息产业的基石，电子信息产业对国民经济与社会发展具有重大推动作用。从全球集成电路产业发展历程来看，在美国、欧盟、韩国、日本的产业发展、崛起和形成的产业结构过程中，都得到政府长期、持续地大力支持。美国早期集成电路产业发展的动力是军事国防，发展至今，美国的集成电路产业已经拥有全球最大的产业规模，同时也是最先进的技术。美国集成电路产业的发展及其在全球的领先地位，得益于美国政府在战略发展方面的指导性政策、科技先导的技术发展模式以及全球最大的集成电路产品市场规模，这些成功经验对中国集成电路产业发展具有借鉴意义。

“大而不强”和核心元器件长期依赖进口是我国大陆电子产业的现状。中国电子产业既要加强核心技术和关键技术，实现既有产业技术的加速追赶；又要瞄准新一轮科技革命和产业变革带来的历史机遇，实现新兴科技的“弯道超车”。由于我国军用半导体芯片起步较晚，专业人员和核心技术与国际先进水平仍有较大差距，目前我国中高端芯片的国产化水平仍然较低。

表 8: 芯片分类

芯片分类			
通用芯片	微处理器	专用芯片	消费类电子
	存储器		通信类芯片
	逻辑电路		汽车电子
	A/D 和 D/A 芯片		工业电子
	其他		其他

数据来源：东北证券，互联网

高端芯片领域，军民两用技术推广正当时。军用集成电路是现代军事技术的核心和基础，我国在 2000 年后将军用集成电路的发展上升到了国家安全战略的高度，促进集成电路产业发展，尤其是加强军用集成电路的国产化工作。与民用芯片相同，军工芯片的产业链也分为芯片设计、芯片制造和封装测试三个环节，产业链上游为原材料和设备供应商，中游为涵盖上述三个环节的芯片制造商，下游为卫星、军机、舰船、军用计算机、导弹、雷达、运载火箭等需求端。**经过长期发展，我们在 CPU、GPU 和 FPGA 等为代表的高端芯片领域取得重大突破，以申威、龙芯和飞腾等为代表的自主品牌不断涌现，相关产品目前主要面向军用市场。**军工领域的应用带动了相关产品的研发和产品迭代，随着工艺水平的提升和批产规模的扩大，产品成本也呈现大幅下降的趋势，性价比与国际同类产品逐步拉近。目前美国在高端制造领域对我国进行极限施压，中兴事件和华为事件给我们敲响了警钟，推动芯片领域自主可控势在必行。在国家相关政策的支持下，部门国产化中高端芯片在民用市场的应用推广正在破冰，民用市场需求有望得到较好释放。

3.2. 航空新材料：有望成长于“军”，强大于“民”

以碳纤维、高温合金钢和钛材为代表的高端材料领域将为军民两用技术发展提供广阔市场空间。新材料产业作为先进制造、信息技术、新能源和医疗健康等高新技术产业发展的基础，在高新技术发展方面至关重要。我国在高端基础材料领域长期依赖进口，成为我国制造业技术创新和产品创新的主要瓶颈之一，军工领域尤其是航空航天领域对高端材料有很强需求，因此，我国航空航天技术的发展也带动了我国高端材料技术的发展。经过长期积累，我国军工企业在高端碳纤维、高温合金钢和钛材等领域取得了重大突破，并大量应用于军品研制，生产工艺水平不断提高，产品性能大幅改善，为民用市场的拓展奠定了良好基础。

航空技术的发展离不开航空材料的支撑。材料不仅是制造航空产品的物质基础，同时也是使航空产品达到人们所期望的技术性能、使用寿命与可靠性的技术基础。航空技术的进步与发展对航空材料起着积极的“牵引”作用；与此同时，新型材料的出现，制造工艺与理化测试技术的进步，又为航空新产品的设计与制造提供重要的物质与技术，从而有效推动航空产业的发展。例如，承载与隐形一体化材料的出现，既是隐形飞机设计构思提出的需求，同时也使隐形飞机从设想变为现实；优质单晶高温合金的出现，使发动机涡轮前温度得以大大提高，推动着高推重比航空发动机的进步。

表 9: 航空材料发展进程

发展阶段	年代	机体材料结构	发动机材料结构	代表机型
第一阶段	1903-1919	木、布	钢	“飞行者”一号
第二阶段	1920-1949	铝、钢	钢、铝	B29、波音 307
第三阶段	1950-1969	铝、钛、钢	镍、钛、钢、铝	F4、B737
第四阶段	1970-21 世纪初	铝、钛、钢、复合材料 (以铝为主)	镍、钛、钢、复合材料 (后期)	F22、A380
第五阶段	21 世纪初至今	复合材料、铝、钛、钢 (以复合材料为主)	镍、钛、钢、复合材料	B787、A350XWB

数据来源：东北证券，知网

我国航空材料的现状与新一代航空产品（飞机以 F-22 为代表，发动机以推比 10 为代表）对材料的需求之间尚存在较大的差距，主要有如下三方面：

表 10: 我国航空材料发展现状与差距

序号	我国航空材料发展现状与差距
1	前沿材料研究滞后，新材料储备小，第三代、第四代航空产品所需的一些关键材料，如快速凝固材料、高强轻质结构材料、热强钛合金、超高强度钢、金属间化合物及以其为基的复合材料、树脂基复合材料等的研究滞后，与国外先进新材料研制水平的差距约为 15~20 年
2	新材料研制、生产和应用研究的基础条件较差，如超纯熔炼、高温整体扩散连接、喷射成型、等温锻造、电子束沉积涂层、纳米材料制备、超高温检测、超声显微镜、激光无损检测等先进的合成与加工设备、质量检测与控制手段等不能满足新材料研制、生产与应用的需要
3	一些常用结构材料的质量不稳定，性能数据分散，表面质量差，尺寸精度低，有些品种规格不能正常供货，满足不了生产使用要求

数据来源：东北证券，知网

材料已经成为飞机研发和制造核心，飞机的更新换代，都伴随着机体材料、结构材料、发动机材料和各类组件材料的创新和应用。军用飞机性能提升都伴随着新材料技术的进步；民用飞机对经济性要求不断提高，结构减重和燃油效率提升促使各类新型航空材料在飞机中大规模应用。

表 11: 飞机主要部件的材料使用情况

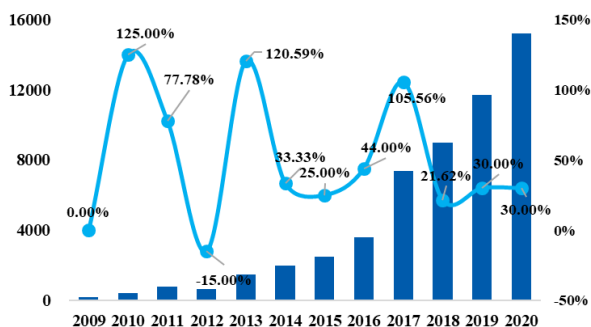
	载荷材料	机身材料	发动机材料	其他成型零件
主要部件	大梁/翼肋/起落架/吊舱等	蒙皮、内饰、防潮、吸波、隔音等	涡轮风扇发动机 单晶合金叶片	连接器等
原料	钛/钢等	铝合金/复合材料等	镍、铌、钨等	钛/复合材料等
材料	钛合金/钛钢合金等	铝合金、树脂基材料、碳纤维材料等	单晶镍合金、定向镍合金、高温合金；母合金生长技术	刹车副、航空电缆
加工	大型铸造件	挤压成型技术/焊接技术等	叶片铸造（复杂铸件）、叶盘成型	3D 打印

数据来源：东北证券，知网

国产碳纤维市场认可度明显提高，国内企业正逐步抢占外商市场份额。目前国内低

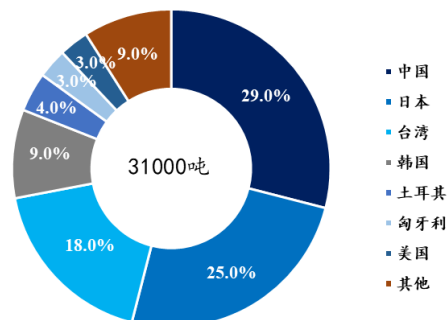
端碳纤维产品供大于求，中高端碳纤维产品仍严重依赖进口，2018年国内市场对进口碳纤维的需求量约为2.2万吨，占国内市场总需求量71%左右。国内市场对国产碳纤维需求占比逐年上升。2018年国内市场对国产碳纤维需求量约为9000吨，国产碳纤维的需求占比首次超过日本，成为国内市场最大的碳纤维供给国家，预计未来两年国产碳纤维需求量将保持在30%以上，远高于进口碳纤维5%以下的需求增速。随着国内企业整体工艺能力和产品质量的提高，市场对国产碳纤维的认可度显著提升，国产碳纤维将在国内各个应用领域得到快速推广。

图 17: 中国市场国产碳纤维需求 (吨)



数据来源: 赛奥碳纤维, 东北证券

图 18: 中国市场碳纤维需求的来源



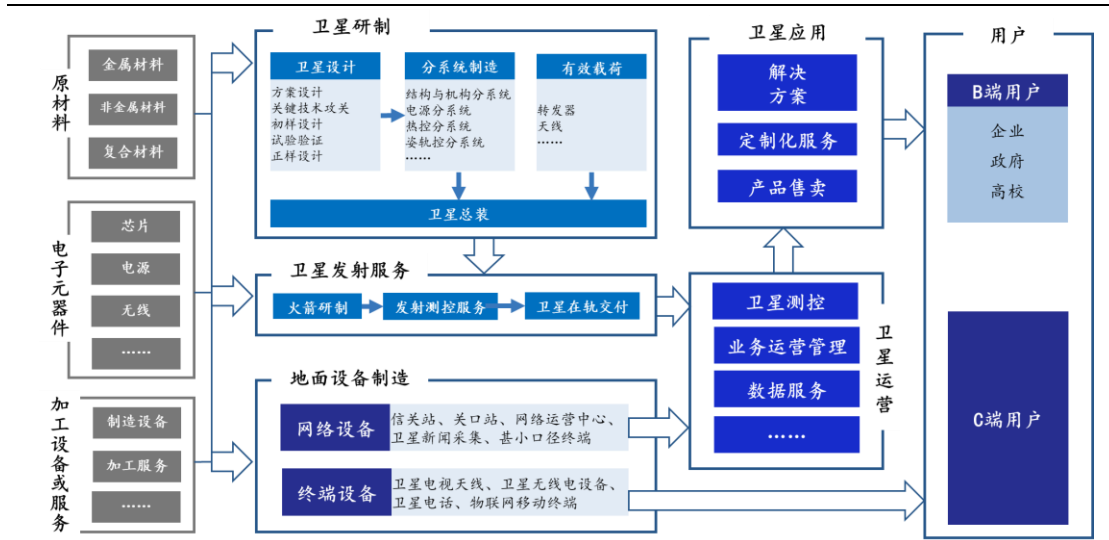
数据来源: 赛奥碳纤维, 东北证券

3.3. 新兴产业: 卫星互联网进入建设快车道

SpaceX、OneWeb 等国外巨头的低轨卫星通信星座进入密集组网阶段，抢占未来的发展先机，国内相应计划有望加快实施。国内低轨卫星通信系统的建设将全面带动空间段和地面段的基础设施建设投资，我国空天信息产业有望进入发展快车道。全球低轨卫星通信产业进入高速发展阶段，基于国家发展战略和商用价值考量，国内低轨卫星通信星座建设将加快推进，空间段建设、地面段建设、应用和运营等带来万亿市场空间，其中空间段和地面端建设预计带来超过千亿的市场空间，相关产业链公司将充分受益。

低轨卫星通信产业属于卫星应用的下属子行业，产业链空间段建设与运营、地面段建设与运营和终端市场，具体包括卫星/火箭零部件和元器件制造、卫星/火箭研制、卫星发射服务、地面网络设备制造、卫星运营、终端设备制造、应用与服务等环节。卫星发射服务环节由军方控制，航天科技、航天科工、中国电科等国有军工企业在卫星/火箭、地面网络设备、电子元器件等环节技术积累深厚，仍是上述环节的市场中起主导作用，民营企业主要在下游终端设备研制以及加工设备和服务环节起到主要作用。

图 19: 低轨卫星通信产业链



数据来源: 东北证券

表 12: 低轨卫星通信产业链主要参与者

产业链环节	释义	优势参与者
原材料	运作火箭和卫星结构件生产所需的金属、非金属和复合材料及其他材料。	航天科技、中铝集团、有研院等
电子元器件	组成分系统、有效载荷的宇航级电子元器件产品。	航天科技、航天科工、中国电科、中国电子、中国科学院
加工设备及服务	特种加工设备，零部件加工或代加工。	航天科技、航天科工、有研集团和部分民营企业
卫星研制	卫星总体设计、总装、测试	航天科技、航天科工、中国科学院和部分高校
运载火箭研制	运载火箭等运载工具总体设计、总装、测试	航天科技、航天科工
卫星发射服务	航天器贮存、检测、发射及测控	军方、中国科学院
地面设备	地面站、网络设备、终端设备等地面设备生产。	航天科技、航天科工、中国电科、中国电子
卫星运营	提供航天器运营和管理服务。	军方、航天科技
卫星应用	包括通信、导航、遥感等卫星的应用。	航天科技、民营企业

数据来源: 东北证券

我国北斗导航系统发展起步较晚，近年来发展呈加快布局趋势。北斗产业目前在国内导航市场占比不高，但产业发展空间较大。按照中国卫星导航定位协会的数据显示，2018年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达到3016亿元人民币，较2017年增长18.3%，近期北斗系统将开启全球服务，2020年产值将超过4000亿元，导航定位终端社会总持有量有望超过10亿台。随着北斗三号全球组网全面完成，将开启北斗系统应用新纪元。北斗卫星导航系统作为我国重要的空间基础设施，同时服务于国防建设和民用市场、国内市场和国外市场，也将成为一张闪亮的“国家名片”。北斗三号整体性能可比肩GPS，部分功能相比GPS具有一定优势，也为北斗系统参与民用市场和国际市场竞争提供了有力支撑。随着北斗三号全面投入使用，下游应用需求有望被全面打开，“北斗+”和“+北斗”是大势所趋，北斗产业将开

启发展新纪元。

4. 投资建议

4.1. 长期军工基本面大幅改善，回调即是布局“军工白马”时机

本轮军工行情启动是在6月30日前后，在此之前，军工板块的核心资产估值均处于历史底部，军工板块的基金配置比例也处于历史最低水平，在基本面大幅改善预期刺激下，军工板块行情开始启动。本轮军工板块行情有别于以往短期因素催生的主题性行情，是由基本面大幅改善驱动下的投资机遇，本轮行情远未结束。近期以中航沈飞、航发动力、中直股份、航天电器为代表的白马标的出现回调，也是较好的布局时机。

1) 本轮军工行情启动前的估值优势：军工板块调整近五年，板块整体估值尤其是核心资产估值经过反复筑底开始反弹，目前横向与TMT板块相比，估值存在明显优势。截至2020年5月1日收盘，SW国防军工板块PE为51倍，子板块中航天装备为88倍，航空装备为44倍，船舶制造为45倍，地面装备为51倍。国防军工板块整体估值处于2015年以来的底部；航天装备子板块估值较2018年四季度47倍有较大提升，主要由于年初卫星互联网发展带动航天板块出现较大幅度上涨；航空装备板块估值处于2015年以来底部；船舶制造板块估值也处于2015年以来较低水平，底部是2017年四季度的38倍。对于核心资产中的个股2020年PE，中航沈飞37倍、中直股份35倍、内蒙一机23倍、中航机电27倍、中航电子39倍、中航光电32倍、航天电器25倍、航天发展28倍、海格通信43倍、航天电子37倍。核心资产个股估值均处于较低水平。

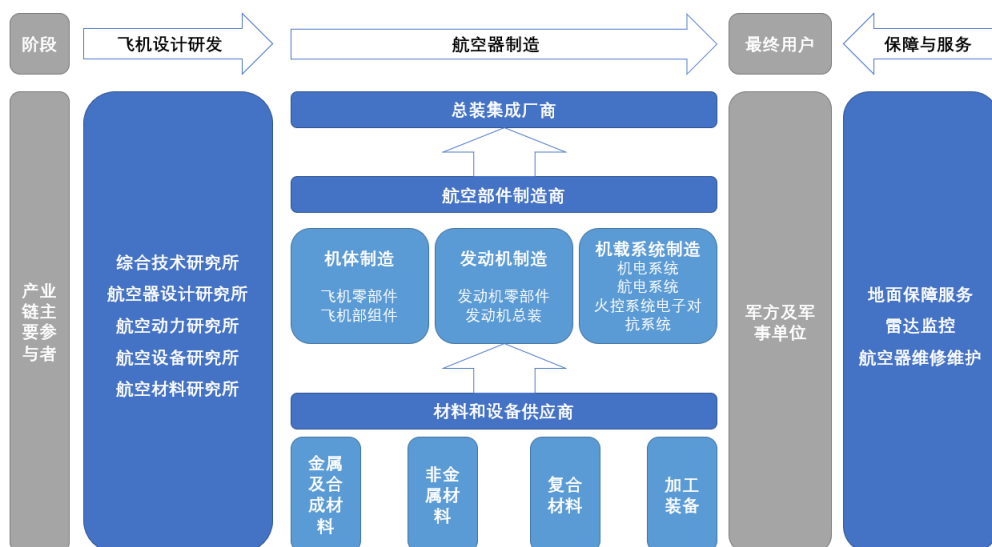
2) 基金配置比例处于历史最低水平：截至2020一季度末，基金重仓股中军工市值占比为1.06%，处于历史最低水平，较历史最高水平有近3倍的提升空间；

3) 基本面存在大幅改善预期：当前我国武器装备存在较大缺口，叠加疫情对宏观经济冲击和地区局势动荡加剧，军工行业作为国家“必选消费”，军事效益和经济效益将得到充分发挥，以导弹和军机为代表的武器装备“十四五”有望加速放量，带动军工行业基本面大幅改善。

4.2. 积极配置业绩率先兑现、攻防兼备的优质上游配套标的

飞机制造业通常采取“整机制造商—多级供应商”的制造模式。产业链的第一级为整机制造商，主要从事产品设计、总装制造、市场营销、客户服务和适航取证环节；第二级为关键航空子系统制造商，所提供的子系统包括机体、发动机、航空电子等主要机载设备；第三级主要包括众多为产业链上层的整机与子系统制造商提供零部件与材料的供应商。航空航天零部件制造是航空航天制造业的基础性子行业，是实现航空航天材料向关键子系统和整机制造转变的重要环节，具有产品门类繁多、工艺路线复杂和产品精密度高的特点。从军民融合与资产专用性角度，零部件制造业较专用于子系统及整机组装，在不同机型及军民应用领域之间具有更广泛的通用性及下游市场；同时，由于零部件产品的高度定制化，零部件制造商易与整机及子系统制造商形成较深入的合作关系。

图 20: 航空飞机制造行业产业链



数据来源：东北证券，立航科技招股说明书

主机厂推行“小核心大协作”发展模式，为上游零部件生产企业带来重大发展机遇。预计“十四五”期间我国新一代军机有望加速放量，为航空制造业带来巨大市场空间；同时，主机厂推行“小核心大协作”发展模式，在零部件生产和装配环节，外包比例有望大幅提升，产业分工更加精细，配套体系更为稳定，将为上游零部件生产企业带来重大发展机遇，业绩弹性有望高于主机厂。

上游企业业绩率先兑现，攻防兼备。从军品生产交付的一般规律来看，与分系统和整机产品相比，上游元器件、原材料和零件等产品生产交付时间靠前，而且生产周期一般较短；从价值链传导角度考虑，上游企业业绩率先兑现。对于军机产业链来讲，批产阶段，上游元器件、原材料和零件生产交付要早于整机 0.5-1.5 年，在业绩反应上面也要早于整机企业。长期来看，上游企业有望充分受益于主战装备加速列装，获得长足发展；短期看，上游企业业绩高增长已先于主机厂开始兑现，在市场风险偏好收紧情况下，也是市场配置的最佳选择。总体上，上游业绩高增长率先兑现的优质标的攻防兼备，是目前值得重点配置的方向。

4.3. 重点标的推荐

4.3.1. 中航沈飞：业绩增长稳健，盈利能力提升可期

军工行业高景气度再获确认，优质龙头有望获得估值溢价。从上游核心配套企业的中报和已披露三季报情况看，营收和利润增速同比均明显提升，反映了军工行业景气度持续上行。中航沈飞作为我国歼击机主要生产企业，其业绩表现直接反映了相关武器装备的需求和交付列装情况，公司业绩大幅增长再次确认军工行业的高景气度，作为主机龙头有望享受估值溢价。

长期看公司的利润率水平有望提升。2019 年公司航空产品毛利率为 8.94%，同比下降 0.17 个 pct，总体上较为稳定；整体的净利率为 3.71%，2018 年同期为 3.70%，在高端制造业中处于较低水平，主要是当前军品定价机制在过渡阶段，仍以成本加成模式为主，随着军品定价机制改革深入推进，公司作为歼击机整机龙头将直接受

益，利润率水平有望获得提升。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/21/22 年将实现营业收入 280.46/333.80/394.00 亿元，归母净利润分别为 13.65/14.95/17.95 亿元，EPS 分别为 0.98/1.08/1.29 元，维持“买入”评级。

风险提示：军品生产和交付不及预期；军品定价机制改革推进不及预期。

4.3.2. 航发动力：聚焦航空发动机主业，铸军民两用国之重器

国内航空发动机研制的主力军，产品覆盖航空动力系统所有谱系。公司是国内航空发动机产业的龙头，具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类航空发动机研制能力，是三代战机国内唯一发动机供应商。公司业务逐渐向航空发动机主业聚焦，核心主业贡献 85% 的营收和近 90% 的毛利。航空发动机研制技术壁垒极高，在两机专项、飞发分离等有利的宏观环境下，公司核心主业有望保持稳健增长。

军用大推力涡扇发动机逐渐替代进口产品，中小推力发动机市场需求旺盛。自主研发的 WS-10 系列发动机在多个系列战斗机实现对进口发动机的替代。我国共有 561 架二代机、651 架三代机和 10 架四代机，数量与质量与发达国家差距较大，未来先进战机有望规模化换装列装，释放大量大推力涡扇发动机配套、维修需求。中小功率涡轴、涡桨发动机产品谱系完整，国内通用航空产业快速发展、军用直升机快速列装，将催生大量中小型航空发动机的采购需求。

燃气轮机产品谱系较为完备，民用燃机将成为新的业绩增长点。燃气轮机产品覆盖 18kW 至 114kW 功率范围，微、小、中、大功率型号谱系完备，目前已在国内外市场供应 300 台套，安装维修 500 台套发电机组及 300 余台套余热、余压回收利用机组，未来有望在分布式能源、工业发电、海洋装备发电等领域打破外商对国内市场的垄断，成为新的业绩增长点。

布局国产商用发动机业务，有望打开国内千亿级大飞机配套市场。为 C919 客机配套研制的 CJ1000AX 已点火成功，预计将在 2025 年投入航线运营，配套 CR-929 的 AEF3500 发动机正在进行部件试验。C919 和 CR929 在手订单分别为 1015 架和 200 架，未来 20 年国内商发市场规模约为 770 亿元至 920 亿元，公司产品有望打开千亿级商发配套市场。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年营收为 285.06/333.57/395.20 亿元，归母净利润为 13.53/15.99/18.60 亿元，EPS 为 0.50/0.60/0.70 元，给予“买入”评级。

风险提示：军品订单及交付不及预期；新型号研发进度不及预期。

4.3.3. 中直股份：国内直升机研制龙头，新机型批产有望带动业绩释放

我国直升机龙头，新机型列装助力公司业绩高增长。公司是国内直升机制造业的主力军，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机及零部件、上述产品的改进改型和客户化服务，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，在国内处于技术领先地位。我国军用直升机未来三年的需求预计在 600 架左右，将新增 850 亿的市场空间。新型 10 吨级通用直升机未来将成为公司业绩增长的重要支撑。

国内军民市场直升机缺口巨大，未来市场空间广阔。我国军用直升机装备与国际先进水平差距巨大。此外，直升机装备谱系上，我国已具备部分吨位直升机的自主研发能力，但在 10 吨级中型直升机、20 吨重型直升机上仍存在空白。我国民用直升机数量仅为美国的 7%左右，随着低空空域逐渐开放，我国民用直升机市场将释放出巨大的需求。

直升机板块唯一 A 股上市平台，有望受益于中航工业资产整合。2018 年中航工业入选第二批国有资本投资试点名单，并出资主导设立航空工业产业基金，用于投资中航工业及其附属公司的航空发展项目、混改项目、结构调整项目、科研院所改制项目，未来其资产整合进程有望加速。公司作为中航工业直升机板块唯一的 A 股上市平台，有望受益于直升机板块优质资产的证券化。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/21/22 年将实现营业收入 189.89/227.08/273.00 亿元，归母净利润分别为 7.25/8.76/10.71 亿元，EPS 分别为 1.23/1.49/1.81 元。鉴于公司为国内直升机龙头企业，随着军用直升机加速列装，公司业绩加速释放；另外通航产业发展有望打开民用直升机市场空间，维持“买入”评级。

风险提示：重点型号交付放缓；直升机板块资产整合进度不及预期。

4.3.4. 中航光电：工业互连技术龙头，军民融合发展撬动成长空间

互连产品与解决方案龙头，出色的治理能力奠定稳健成长基础。公司防务市场份额超过 40%，新能源汽车市场份额第一，是世界主要通信设备巨头的供货商。公司治理能力出色，业绩稳健，且连年保持正增长，公司作为行业龙头将受益于未来市场规模扩大和行业集中度提升。

专注于中高端连接器研制，产品结构决定公司稳定的盈利能力。公司 33%的销售毛利率和 17%的 ROE 处于行业前列。目前军品占收入的 55%，通信和新能源汽车产品分别占 20%和 14%，并逐渐向集成产品、行业解决方案等高价值环节延伸。产品结构多样化，高毛利率和高附加值产品的开发，是公司保持高盈利水平的重要基础。

连接器市场空间稳定增长，公司受益于产业集中度的提升。中国是全球规模最大、增速最快的连接器市场，2017 年市场规模为 190.82 亿美元，增速达到 15.9%，中航光电等三大领先连接器厂商市场份额由 2010 年的 5.6%上升到 2017 年的 28.7%，作为行业龙头，公司将在产业集中度提升过程中充分受益。

主要下游市场需求旺盛，推动业绩增速再次上行。(1) 军改和“十三五”进入末期，国内军用连接器市场增速将超过 12%，公司军品业务将快速反弹；(2) 5G 商用开启、IDC 市场扩张、高端产品进口替代三大因素利好光器件行业，公司通讯与数据传输产品优势突出，业务即将进入高速发展期；(3) 募投产业化项目缓解产能瓶颈，项目达产将显著增厚公司业绩；(4) 公司已与知名跨国企业建立稳定合作关系，国际业务规模迅速增长，海外市场将成为公司业绩新增长点。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年公司营收分别为 108.35/130.50/157.51

亿元，归母净利润分别为 12.65/15.35/18.95 亿元，EPS 分别为 1.15/1.39/1.72 元，给予“买入”评级。

风险提示：国际市场增长不及预期；行业竞争导致市场占有率、毛利率下滑。

4.3.5. 航天发展：业绩持续高增长，内生和外延发展潜力巨大

传统业务稳步增长，新进业务迅猛发展。2020Q3 公司业绩仍保持较快增长，电子蓝军和通信指挥产品同比增长带动公司整体毛利率水平进一步提升。受益于国防信息化建设和实战化演练等旺盛需求，电子蓝军和通信指挥业务将长期保持稳步增长；网络信息安全和自主可控景气度持续提升，网络空间安全和微系统业务仍将保持高速增长。

内生和外延并举，公司发展前景广阔。公司通过一系列内生和外延发展，形成了目前电子蓝军、海洋信息装备、通信指挥、网络空间安全和微系统五大主业，各主业均处于高景气赛道，内生发展潜力巨大；另外，公司有望收购锐安科技剩余 56.66% 的股权，作为航天科工集团信息化资本运作平台，也有望获得集团优质资产注入。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/2021/2022 年实现营业收入 53.46 /68.27 /81.32 亿元，归母净利润 9.08 /11.72 /14.71 亿元，EPS 分别为 0.57/0.73/0.92 元。长期看好公司内生和外延方面的发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：军品生产和交付不及预期；网络安全业务不及预期。

4.3.6. 利君股份：受益军机加速放量，部组件装配助力再上新台阶

航空航天业务同比大幅增长，部组件装配助力公司发展再上新台阶。公司全资子公司德坤航空主营航空航天零部件制造业务，目前主营业务包括航空航天工装模具设计及制造、航空数控零件精密加工、航空钣金零件制造和部组件装配等，产品应用于波音、空客、IAI、中国商飞等民用飞机，多种型号军用飞机以及运载火箭等。2020H1 航空航天业务实现营业收入 0.21 亿元，同比增长 70.16%，航空航天业务迅猛发展。工装磨具、精密加工和钣金零件是目前德坤航空的主要收入来源，未来公司在航空航天领域部组件装配布局将进入收获阶段。我国国产军机进入加速放量阶段，不仅带动公司工装磨具和零件加工业务的发展，更重要的是为公司部组件业务发展带来重大机遇，公司将凭借自身技术实力实现向部组件装配的跨越式发展。

母公司主业短期受疫情影响较大，全年有望实现稳步增长。上半年受疫情影响，粉末系统及配套设备制造业务营收同比下降 3.22%，其中辊系（子）下降 31.93%，对整体营收影响较大，主要因为下有部分客户受疫情影响复工复产延迟导致需求量减少。随着国内疫情得到有效管控，预计下半年母公司主业有望出现明显改善，全年有望实现稳步增长。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/21/22 年实现营业收入分别为 9.23/12.57/17.76 亿元，归母净利润分别为 2.62/3.94/6.25 亿元，EPS 分别为 0.26/0.39/0.61 元。鉴于当前国产军机加速放量和未来国产大飞机批产将带动航空零件加工和部组件装配市场高速发展，公司有望充分受益，给予“买入”评级。

4.3.7. 西菱动力：积极布局航空航天制造，打造“汽车+军工”两翼发展格局

汽车业务市场拓展取得重大突破，汽车业务有望实现快速反弹。公司汽车业务主要产品为曲轴扭转减振器、连杆总成和凸轮轴等汽车发动机零部件，并向涡轮增压器等新产品不断拓展。目前公司与众多汽车厂商建立战略合作关系，在某国际著名汽车制造商配套方面取得重大突破，有望带动公司汽车业务实现快速反弹。

积极布局航空航天制造，有望受益军工行业高景气。公司长期深耕汽车发动机精密零件加工，在精密数控加工、铸造、锻造和热处理技术等方面积累了强大实力，凭借技术实力和地理位置优势，公司围绕主机厂实现航空航天零部件制造领域进行布局，预计 2021 年进入收获阶段，受益于军工行业高景气度不断提升，公司未来发展有望不断超预期。

实施股权激励，激发骨干员工积极性。公司拟实施股权激励，向 181 名骨干员工授予限制性股票 320 万股，占目前公司总股本的 20%，与公司发展进行利益绑定，有望激发骨干员工的积极性和创造力。

大股东认购定增，彰显对公司未来发展信心。公司拟通过定增方式募集资金 1.5 亿元，以补充公司流动资金，控股股东魏晓林先生全额认购本次定增额度，彰显对公司未来发展信心。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/2021/2022 年实现营业收入分别为 5.31/9.28/12.35 亿元，实现归母净利润 0.39/1.69/2.71 亿元，EPS 分别为 0.24/1.06/1.70 元，给予“买入”评级。

4.3.8. 华伍股份：制动器高速增长，军工业务受益航空装备加速放量

国内工业制动器行业领导者，布局航空航天实现业务结构优化升级。公司是国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广，是我国工业制动器现有多项行业标准的第一起草单位，产品广泛应用于港口、轨道交通、风力发电等行业，并配套出口到全球 92 个国家和地区。公司积极把握军用航空高端装备制造行业的发展机遇，立足工业制动器领域的优势地位，加强在军工领域的业务拓展，以实现自身产业布局的优化升级，通过并购安德科技和长沙天映形成工业制动器和航空高端制造双主业的发展格局。

港机、风电、轨交等下游市场景气较高，制动器产品收入有望稳定增长。公司制动器在重型装备市场占有率在 40% 以上，风电产品客户基本涵盖了国内主要风电设备主机厂商，也是国内唯一具备低地板有轨电车液压制动系统装车资质的民营企业，随着港机的自动化升级、国内风电装机规模快速扩张以及城市轨道交通投资规模的稳步增加，公司工业制动器产品业务规模有望持续稳定增长。

下游需求迅速扩张，航空航天业务将带动业绩快速增长。公司积极向航空航天领域进行业务拓展，业务涵盖航空工艺装备、发动机零部件、飞机维修服务，子公司安德科技和长沙天映在各自细分行业内都具有较强竞争优势。国内军用航空装备将进入列装/换装上行周期，有望带动上游航空工艺装备、航空零部件以及飞机/发动机维修需求的大幅增加，公司航空航天领域将带动公司整体业绩快速增长。

盈利预测与投资建议：预计 2020-2022 年营收为 13.92/17.70/22.09 亿元，归母净利

润为 1.68/2.22/3.05 亿元，EPS 分别为 0.44/0.59/0.80 元，给予“买入”评级。

4.3.9. 振华科技：军用电子元器件龙头，转型升级释放新的成长动能

出身于三线军工电子基地，是军用电子元器件领域的全能型龙头。大股东中国振华是“三线建设”时期的军工电子基地，长期为国家重点工程提供保障，在产业链、品牌、资本、渠道和市场等方面具有较强的竞争优势。电子元器件产品是公司的核心主业，2018 年毛利润占比约为 94%，产品覆盖被动元件、半导体分立器件、集成电路、机电元件、新能源等多个类型，广泛应用于飞机、卫星、运载火箭、雷达、电子对抗等军用领域，以及通信、物联网、新能源汽车等民用领域。

压缩亏损和低效业务，主业向军品聚焦奠定业绩稳健成长的基础。及时处置持续亏损或经营效率低下的子公司，提高资产质量与经营效率，2018 年主动压缩低毛利的通信整机业务 50%以上的收入，并将其剥离出并表范围。在保持核心主业军工领域竞争优势的同时，应用领域向汽车、光伏、电力等市场扩张。2018 年公司实现归母净利润 2.59 亿元，5 年复合增速约为 19%。在主业向核心业务聚焦，电子元器件产品快速向高端转型的背景下，公司业绩有望持续较快增长。

技术升级促进产品向高端转型，股权激励凝聚发展动力。上市以来直接募集资金 30.3 亿元，资金大多用于技术升级与产能扩张，提高技术成果的转化效率，推动核心产品向高端转型。重视人才队伍建设为发展提供智力保障，并在选人用人、员工保障、激励措施方面营造人才发展的有利环境，2018 年底向 147 名激励对象授予 938 万份股票期权，将充分调动骨干员工的积极性与创造性。

中国振华旗下唯一上市平台，后续优质资产注入预期较高。目前大股东旗下振华风光半导体、成都华微、盛科网络等优质子公司尚未上市，在大股东强化产融结合的背景下，优质资产未来有望逐步注入上市公司，有效增厚上市公司的业绩。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年营收为 41.20/50.05/62.15 亿元，归母净利润 4.90/7.25/9.25 亿元，EPS 分别为 0.95/1.41/1.80 元，给予“买入”评级。

风险提示：军品业务业绩不及预期；电子元器件产品毛利率下降；新能源业务未能有效减亏。

4.3.10. 宏达电子：业绩稳步增长，看好公司长期发展

在手订单充足，钽电容业务有望持续稳步增长。钽电容业务稳步增长，陶瓷电容和电源模块进入放量阶段。国家强军计划稳步推进，装备信息化水平不断提升，对钽电容器的需求有望快速增长，公司作为军用钽电容龙头企业，有望充分受益；民用钽电容国产替代空间广阔，公司先发优势明显。军工和民用市场需求有望为公司钽电容业务提供持续发展动力。

孵化产品有望放量，发展潜力巨大。公司立足钽电容，加强对 MLCC、SLCC、环行器、隔离器、电源模块和电源管理芯片等产品的孵化。其中 MLCC 市场规模远大于钽电容，公司 MLCC 产品已开始放量，市占率有望稳步提升；宏达恒芯已与光迅科技、新易盛等龙头企业建立战略合作，SLCC 业绩有望实现高增长；依托展芯半导体发展电源管理芯片业务，军民两端进口替代市场空间巨大，公司有望受益于电源管理芯

片的国产化。MLCC、SLCC 和电源管理芯片有望成为公司新的业绩增长点，看好公司长期发展。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020/21/22 年将实现营业收入 11.08/14.32/18.73 亿元，归母净利润分别为 4.35/5.95/7.57 亿元，EPS 分别为 1.08/1.25/1.90 元。鉴于军工行业景气度持续提升，长期看好公司新产品布局，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；新品研制进度不及预期；民品拓展不及预期。

4.3.11. 景嘉微：军用图形显控龙头，有望受益 GPU 国产化替代

传统军品业务竞争优势明显，保持较强的盈利能力。公司是国内军用飞机图形显控领域的行业龙头，近五年图形显控产品营收复合增长率约为 10.05%，毛利率保持在 75%-80% 的较高水平，预计未来十年市场空间约为 56 亿元；小型专用化雷达业务聚焦技术要求高的核心部件，业务规模随着主要产品定型批产快速增长，销售毛利率保持在 75% 以上，未来在装甲车辆、导弹武器、军用飞机等应用领域市场空间巨大。

第二代 GPU 产业化顺利推进，专用市场 GPU 订单有望放量。2018 年第二代 GPU 芯片 JM7200 成功流片，现已完成与国内主要的 CPU 和操作系统厂商的适配，并成功拿到首份订单，未来将向军队国防、党政及事业单位等关键领域推广。未来十年党政军领域年均 GPU 需求量约为 40.19 亿元，若国产化替代拓展至金融、石油、电力、电信等关键行业，未来国产 GPU 的市场空间有望增加一倍以上。

中高端 GPU 芯片投入力度加大，未来消费市场空间巨大。公司计划投资 11.52 亿元，推动第三代 GPU 芯片的研发及产业化，以期研发出满足个人电脑、人工智能等消费市场需要的中高档产品。国内消费市场 GPU 芯片需求旺盛，2018 年两大外商品牌在国内销售额高达 53.17 亿美元，五年复合增速约 40%，公司在 GPU 的技术和产品具有领先性和稀缺性，有望在国产高性能 GPU 市场保持较高的份额和毛利率。

布局消费电子芯片，打造新的业绩增长点。公司紧抓物联网与移动终端产业的发展机遇，重点布局蓝牙芯片、Type-C 芯片、通用 MCU 芯片等消费电子类芯片。上述通用型芯片在消费电子领域用途广泛，出货量增长迅速。随着相关产品在国内消费芯片市场的推广，公司的核心竞争力和持续盈利能力有望有效提升。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年营收分别为 8.57/12.42/16.15 亿元，归母净利润分别为 2.75/4.05/5.38 亿元，EPS 分别为 0.91/1.02/1.79 元，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发及产业化进度不及预期；军品订单不及预期。

4.3.12. 光威复材：军民市场先发优势显著，碳纤维龙头畅享行业红利

全产业链布局的国产碳纤维龙头，率先享受国内碳纤维产业的红利。公司是国内碳纤维行业品种最全、技术最先进、产业链最完整的企业，是国产碳纤维产业化的先驱。目前国产碳纤维产业日益成熟，2018 年国内国产碳纤维需求量已超过日本达到 9000 吨。公司已形成军品与民品协同发展的业务格局，率先享受国内碳纤维产业快速发展的红利，经营规模和效益均实现高速增长。

军品业务盈利能力强，核心供应商的地位稳固。公司国内军用市场占有率超过 70%，T300 级碳纤维在多型军机稳定应用十余年，销售毛利率在 80%左右，下一代 T800 级产品已小批量验证应用，有望继续保持军用碳纤维核心供应商的地位。国内军机 10%-20%的复材用量相比国外水平仍有增加空间，未来军品业务有望受益于下游市场持续拓展和复材用量的提升。

T300 级产品正参与 C919 适航认证，未来国产民机市场将远超军机。C919 的复材用量将由 12%提高至 25%左右，下一代宽体客机 CRJ929 复材用量将超过 50%，目前两型客机在手订单分别为 1015 架和 200 架，未来国产客机对碳纤维的需求远超军机。公司 T300 级产品正参与 C919 的 PCD 适航认证，未来有望正式进入中国商飞的供应商体系，替代国外同类的进口产品，打开国产民机碳纤维复合材料市场。

风电碳梁产品快速放量，万吨级大丝束项目奠定未来持续成长的基础。自进入 VESTAS 供应链以来碳梁产品快速放量，产品占 VESTAS 约 20%采购份额，今年碳梁生产线将从 30 条扩大至 50 条，产能达到 750 万米，未来市场份额有望随产能扩大继续提升。公司计划投资 20 亿元设立万吨级大丝束碳纤维产业化项目，将有效缓解碳纤维资源瓶颈、提升产品盈利能力，奠定民品业务持续快速成长的基础。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年公司营收分别为 21.32/26.96/34.35 亿元，归母净利润分别为 6.77/8.65/11.17 亿元，EPS 为 1.31/1.67/2.16 元，给予“买入”评级。

风险提示：军品订单及交付不及预期；碳梁业务市场竞争加剧。

4.3.13. 菲利华：高端石英材料供应商，三大下游市场景气共振

国内石英材料行业的领军企业，已在国际市场上崭露头角。公司是国内高端石英材料行业的领军企业，致力于航空航天、半导体、太阳能、光纤通讯、光学等高新技术领域的配套服务。公司现已发展为国内外具有较大影响力和规模优势的石英材料及石英纤维制造企业，是全球少数几家具有石英纤维批量生产能力的制造商，是国内航空航天等国防军工领域唯一的石英纤维供应商，也是国内唯一一家通过国际三大半导体原产设备商认证的石英材料企业。

国内唯一军用石英纤维供应商，将直接受益于航空航天领域的高速发展。公司是国内唯一具有军工资质的石英纤维供应商，产品广泛用于机载雷达罩、航天器隔热和耐高温结构上。国内 3187 架军用飞机与美国 13398 架的数量差距巨大，大量现役 J-7、J-8 等二代机面临升级需求，石英纤维在战机雷达天线罩总体成本中约占 45%，未来国内军用飞机列装、换装将带来大量的石英纤维市场需求。我国航天领域进入高速发展期，2018、2019 年宇航任务发射次数位列世界第一，预计 2020 年全年火箭发射次数将大幅增加至 50 次以上，航天器隔热、耐高温部件对石英纤维及其制品的需求将显著增长。

半导体、光通讯行业景气上行，有望受益于核心石英原材料供应商的地位。2020 年全球半导体市场销售额将增加至 4480 亿美元（+5.9%），在全球半导体产业景气向上、国内半导体产业的快速崛起的情况下，国内石英材料的需求将会被大幅拉动。

5G 网络架构下光纤使用量将是 4G 网络的 16 倍，5G 商用启动后三大运营商光纤采购量大幅增加。公司石英棒是长飞光纤的主要供应商，在日本市场的占有率高达 70%，全球范围内光纤预制棒需求的提升，公司作为主要原材料供应商将充分受益。

盈利预测与投资建议：预计 2020/21/22 年营收为 9.31/11.52/14.29 亿元，归母净利润为 2.35/3.07/3.76 亿元，EPS 为 0.69/0.91/1.11 元，给予“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；半导体、光通讯订单不及预期。

分析师简介:

陈鼎如: 清华大学精仪系硕士, 华中科技大学机械学院本科, 现任东北证券军工组组长。3年航天装备研发工作经验, 1年金融信息安全领域工作经验, 证券从业经历4年。2019年Wind国防军工行业“金牌分析师”第4名。

刘中玉: 中国科学院大学流体力学博士, 北京航空航天大学工程力学本科, 现任东北证券军工组证券分析师。曾任中国空间技术研究院总体部主管设计师, 2018年以来具有2年证券从业经历。2019年Wind国防军工行业“金牌分析师”第4名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn