



航天航空与国防深度报告：军 工 2021 半年报凝聚共识 景气 持续业绩兑现获验证



景气先导指标：产业链合同负债处历史高位，存货原材料占比再提升

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

军工行业盈利驱动决定论达成共识，基于景气度传导可把握投资节奏

军工行业业绩增速显示行业景气度的比较优势，但股价反映仍有限，把握军工产业链的景气度传导或可指导整体的产业投资节奏。军工行业 2019H1-2021H1 的业绩复合增速为 33%，位全行业第四名。军工行业 2021 年初至 8 月 31 日的股价涨跌幅仅位列全行业的第十二名。军工细分板块比较来看，航空结构件板块的涨幅最大，业绩中位数同样排名第一，其中，钢研高纳和中航重机涨幅较大，分别为 109%和 105%，业绩增速分别为 98%和 125%。整体航空发动机产业链格局较为清晰，景气度传导

情况或较为明显，以航发产业链为研究对象，其资本开支为景气度的先导性指标，上游的扩产前瞻性更强，2021年上半年上游扩产增速下降较为明显，而中下产业链的增速较平稳，或表明前期为了新机型交付进行的上游原材料资本开支已接近尾声，后续静待新机型交付。

强调军工投资盈利驱动决定论，聚焦“买机弹、配两端”投资主线在具体标的方面，我们采用组合型配置思路，依托不同风险偏好优选四类推荐：第一类推荐标的主要为优质景气赛道上业绩兑现度和确定性较高的优质白马标的，主要推荐【中航光电】、【中航高科】以及军用石英纤维龙头公司【菲利华】；第二类推荐标的适用于对军工有研究或产业深耕的投资者，目前推荐【三角防务】，建议关注【爱乐达】、【图南股份】、【航天电器】，等待公司治理结构调整后带来的戴维斯双升的机会；第三类推荐标的适合基于行业比较，以合理的估值买成长的投资者，我们基于能力圈，重点推荐【振华科技】、【睿创微纳】、建议关注【抚顺特钢】、【中航重机】、【鸿远电子】和【中航机电】；第四类推荐标的我们主要推荐主机厂，未来随着产量的提升、产业架构变革，主机厂地位必然越来越凸显，因此，我们重点推荐【中航沈飞】、【航发动力】、建议关注【中直股份】和【洪都航空】。

风险提示

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

关键词: 军工

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34981

