

2022年05月03日

行业研究·证券研究报告

航空军工

行业动态分析

财务领先指标持续向好，看好板块未来成长

投资要点

◆ **Q1 基金重仓持股中，国防军工板块持续提升，航空装备为重点配置板块。**Q1 重仓持股中军工板块持股市值达 1002 亿元，创新高，且军工持股占基金比例不断上升，已到 3.1%。2022Q1 重仓持股的十大标的为：振华科技、中航光电、中航重机、西部超导、航发动力、中航沈飞、中航西飞、菲利华、七一二、火炬电子。其中，航空装备板块占据 6 席。2022Q1，按加仓市值计，排名前 10 的公司分别为：中航重机、西部超导、中简科技、爱乐达、中兵红箭、振华科技、菲利华、海格通信、派克新材、华秦科技。航空装备板块也占据 6 席。

◆ **航空装备板块盈利能力明显提升，利润实现高基数下高增长。**2021 年，板块营收为 1992 亿元，同比增长 10.13%。实现连续 6 年增长。16 年至 21 年，CAGR 达 16.4%。归母净利润达到 116 亿元。2020/2021 年，归母净利润同比增速分别达 66.38%、80.59%。22Q1，航空装备板块营业收入 406 亿元，同比增长 9%。净利润突破 27.65 亿元。同比增长 17.42%，为 20 年同期的 2.1 倍。

◆ **根据 22 年关联交易预计值判断，22 年航空装备板块仍将维持高增长。**军工央企各公司已发布 2022 年关联交易预计值公告，根据数据统计，各公司 22 年关联交易预计增幅平均值为 49%，中位数为 52%。分产业链看，主机厂方面，中航沈飞预计 22 年关联交易值约 599.8 亿元，同比降低 11%。但中航西飞、中航直股份 22 年关联交易预计值将同比增长 49.8%/54.61%。零部件等中游企业方面，航发控制、中航高科、中航电测等企业，22 年关联交易预计值将同比增长 40.57%/55.65%/54.32%。

◆ **合同负债、预付款项等激增，预示订单量爆满，行业处于高景气。**军改后，行业付款方式改善，下游客户签订单、预付款，大额预付款落地带动行业合同负债激增。跟据各公司公告统计，2021 年，航空装备板块合同负债及预收账款合计为 821.73 亿元，同比增长 232%。2022Q1，航空装备板块合同负债及预收账款合计为 739.8，同比增长 248.8%。22Q1，中航沈飞、航发动力分别贡献 51.2%、35.7%的增量。预付账款反应企业备货情况，也体现上游军工企业订单增长情况。2021 年，航空装备板块预付账款合计为 373 亿元，同比增长 411%。22Q1，航空装备板块预付账款合计为 379.4 亿元，同比增长 344%。其中，主机厂中航沈飞、洪都航空分别贡献 70.5%、21.5%的增量。我们看好行业未来发展，维持“领先大市-A”投资评级。

◆ **风险提示：**军工行业增长不及预期；订单种类不及预期；订单数量不及预期；疫情持续影响市场；公司产品研发进度不及预期；公司产能不及预期；公司内部控制不及预期。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票

评级

02357

中航科工

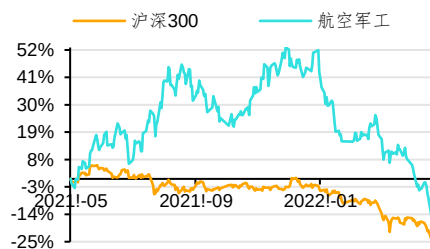
买入-A

600760

中航沈飞

买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.04	12.04	12.04
绝对收益	-8.61	-8.61	-8.61

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsec.cn

相关报告

航空军工：2020 年年报及 2021 年一季报总结：行业处于高景气，看好龙头公司中航科工 2021-05-11

航空军工：新型发动机揭开展新篇 2015-06-17

航空军工：成飞集成：期待锂电池业务的强劲复苏 2015-06-04

内容目录

一、	基金持仓分析	4
二、	航空板块 2021 年年报分析：利润实现高基数下高增长	9
三、	航空板块 2022 年一季度报分析：盈利能力持续改善	11
四、	行业未来展望	14
(一)	关联交易预计值预示航空装备板块 22 年继续高速增长	14
(二)	合同负债、预付款项显示行业处于高景气	14
(三)	存货增长显示航空装备企业积极备货生产	17
五、	投资建议	18
六、	风险提示	18

图表目录

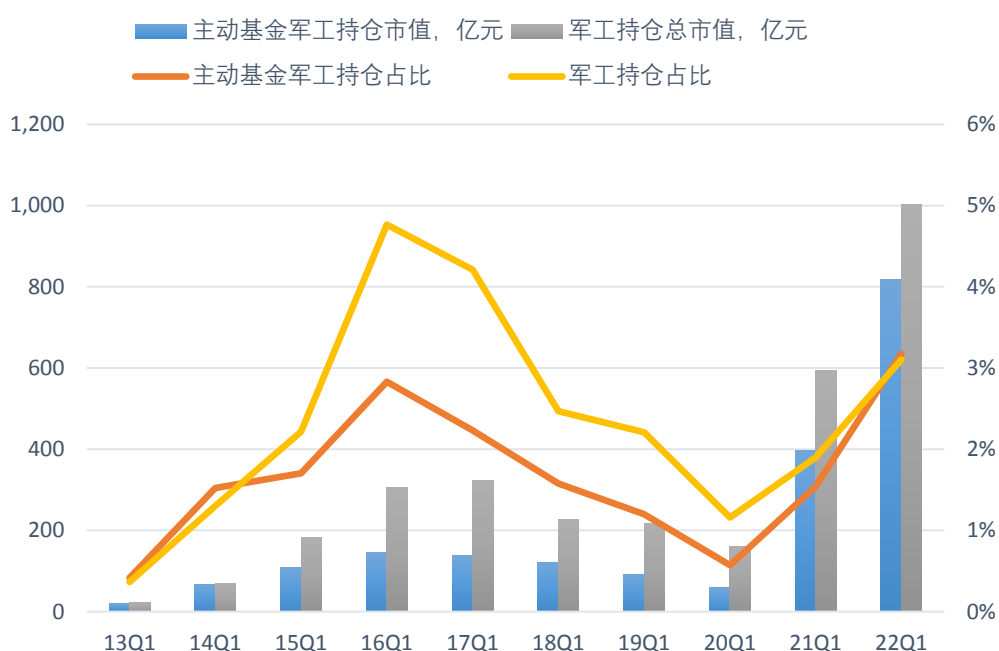
图 1：军工行业公募基金重仓持股分析	4
图 2：2022Q1 军工行业基金重仓持股集中度略降（亿元）	5
图 3：2022Q1 军工行业基金重仓持股中，民企份额提升	5
图 4：航空装备营收实现 6 连升，CAGR 达 16.4%	9
图 5：2019~2021 年，航空装备板块归母净利润 CAGR73%	9
图 6：2021 年，航空装备板块总资产达 4654 亿元	9
图 7：2021 年，航空装备板块 ROE 达 6.62%，创新高	9
图 8：2021 年，航空装备板块净利率提升 2.3pct	10
图 9：航空装备板块，期间费用率呈不断下降趋势	10
图 10：国企净利率不断提升，2021 年达 5.73%	10
图 11：民企净利率快速回升，达 14.9%	10
图 12：航空装备板块，经营性现金流净额不断创新高	11
图 13：22Q1，航空装备板块营收 406 亿元	11
图 14：22Q1，航空装备板块归母净利润达 27.65 亿元	11
图 15：22Q1，航空装备板块，总资产达 4734 亿元	12
图 16：22Q1，航空装备板块 ROE 达到 1.46%	12
图 17：航空装备板块净利率呈持续上升，22Q1 达 7%	12
图 18：航空装备板块期间费用率呈现连续快速下降特征	12
图 19：军工国企净利率稳步抬升	13
图 20：22Q1 军工民企净利率同比增加 2.32pct	13
图 21：22Q1 经营性现金流净额为 176 亿元	13
图 22：21 年，航空装备板块预收账款及合同负债合计同增 232%	15
图 23：22Q1，航空装备板块预收账款及合同负债合计同增 249%	15
图 24：2021，航空装备板块预付账款同增 411%	16
图 25：22Q1，航空装备板块预付账款同增 344%	16
图 26：21 年，航空装备板块存货 1000 亿元，同增 8%	17
图 27：22Q1，航空装备存货 1090 亿元，同增 6.9%	17
表 1：按持股总市值排名，2022Q1 持仓 TOP10 军工企业	6
表 2：按加、减仓市值排名，TOP10 军工企业	7
表 3：按持股占流通股比例计，TOP10 重仓持股的军工公司	8

表 4: 按持有基金数计, TOP10 重仓持股的军工公司	8
表 5: 2022 年, 军工央企披露 2022 年关联交易预计同比增速	14
表 6: 2021 年, 合同负债增量 TOP5 公司	15
表 7: 2022Q1, 合同负债增量 TOP5 公司	15
表 8: 按增量计, 2021 年预付账款变动 TOP5 公司	16
表 9: 按增量计, 2022Q1 年预付账款变动 TOP5 公司	16
表 10: 2021, 航空装备板块存货增量 TOP5 公司	17
表 11: 22Q1, 航空装备板块存货增量 TOP5 公司	18
表 12: 重点公司评级	18

一、基金持仓分析

Q1 重仓持股中军工板块持股市值创新高，且军工持股份额连续抬升。选取申万“国防军工”指数（共 121 个标的），对公募基金重仓持股情况进行分析，2020 到 2022 年，公募基金重仓持股中军工持仓总市值连续 3 年陡峭式上涨，2020Q1，重仓持股的军工持仓总规模为 160 亿元，2022Q1 达到 1001.53 亿元，较 21Q1 增长 68.8%，较 20Q1 增长 526% 倍。重仓持股中军工持仓市值占比达到 3.1%，较 21Q1 增长 1.2pct，为 18 年以来新高。主动基金重仓持股中军工总持仓规模为 817.2 亿元，同比增长 105.9%。主动基金重仓持股中军工持仓市值占比为 3.17%，较 21Q1 增长 1.64pct。

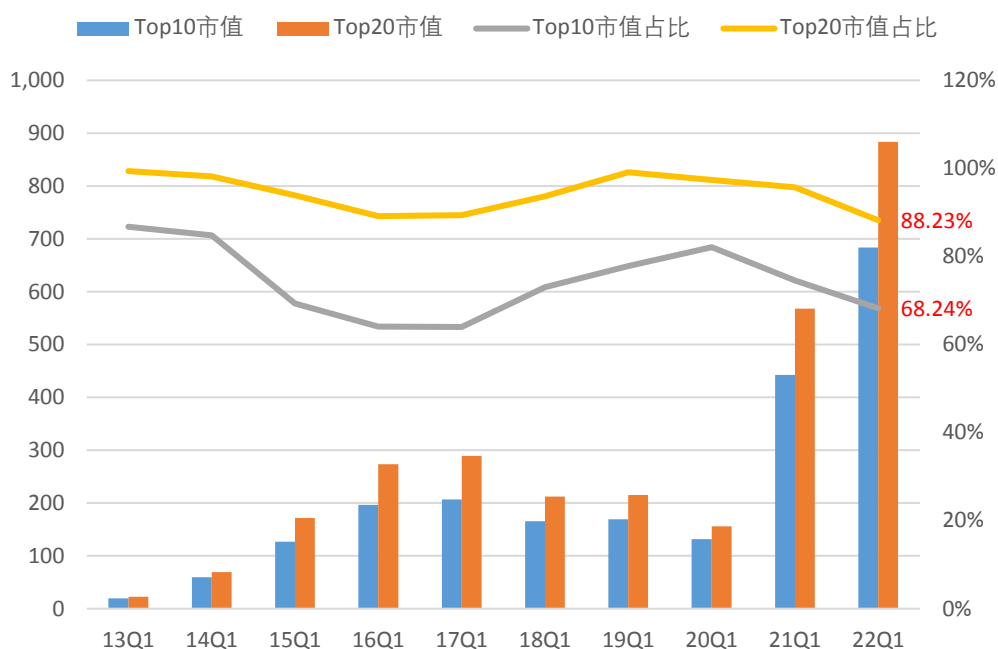
图 1：军工行业公募基金重仓持股分析



资料来源：Wind，华金证券研究所

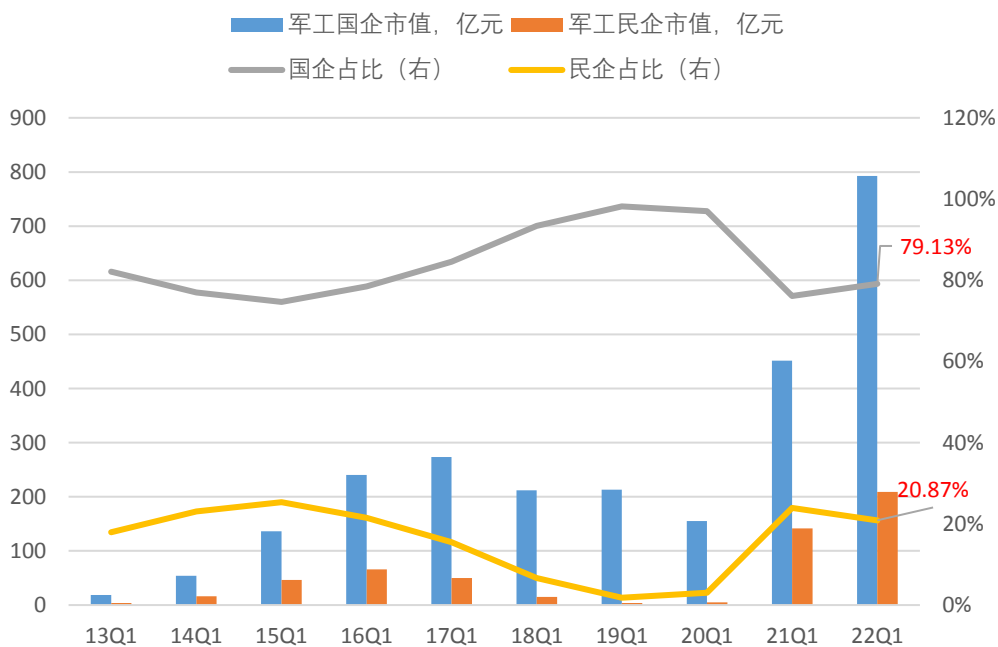
20Q1 至 22Q1，重仓持股集中度整体呈下降趋势，民企占比份额微降。其中，重仓持股前 10 持股总市值为 683 亿元，占比 68.24%，同比下降 6.32pct；重仓持股中，前 20 持股市值为 884 亿元，占比 88.23%，同比下降 7.46pct。从结构看，重仓持股中，军工民企持股市值上升明显，20Q1 仅为 4.8 亿元，22Q1 达到 209 亿元，同比增长 47%。而重仓持股中，民企持股市值份额达到 20.87%，同比略降 3.01pct。

图 2: 2022Q1 军工行业基金重仓持股集中度略降 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 2022Q1 军工行业基金重仓持股中, 民企份额提升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 按持股总市值排名, 2022Q1 持仓 TOP10 军工企业

2022Q1 持仓 TOP10 军工企业								
No.	代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通 股比(%)	持股总市值 (亿元)	区间涨跌 (%)
1	000733.SZ	振华科技	247	15,933.61	1,796.38	30.78	180.69	-8.8
2	002179.SZ	中航光电	204	14,346.11	738.43	13.31	111.45	-22.7
3	600765.SH	中航重机	144	16,108.39	6,671.84	16.92	69.09	-15.1
4	688122.SH	西部超导	107	7,909.56	2,854.80	25.30	68.51	-10.6
5	600893.SH	航发动力	110	14,365.71	-1,430.88	6.17	64.50	-29.2
6	600760.SH	中航沈飞	83	10,259.66	-658.65	5.24	57.68	-17.3
7	000768.SZ	中航西飞	74	12,437.25	2,049.20	4.49	35.81	-21.1
8	300395.SZ	菲利华	81	6,067.36	1,229.37	19.30	34.10	-14.5
9	603712.SH	七一二	33	9,181.36	-99.02	11.89	31.84	-19.9
10	603678.SH	火炬电子	37	5,741.44	-1,075.15	12.51	29.79	-31.4
2022Q1 持仓 TOP10 军工国企								
No.	代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通 股比(%)	持股总市值 (亿元)	区间涨跌 (%)
1	000733.SZ	振华科技	247	15,933.61	1,796.38	30.78	180.69	-8.8
2	002179.SZ	中航光电	204	14,346.11	738.43	13.31	111.45	-22.7
3	600765.SH	中航重机	144	16,108.39	6,671.84	16.92	69.09	-15.1
4	688122.SH	西部超导	107	7,909.56	2,854.80	25.30	68.51	-10.6
5	600893.SH	航发动力	110	14,365.71	-1,430.88	6.17	64.50	-29.2
6	600760.SH	中航沈飞	83	10,259.66	-658.65	5.24	57.68	-17.3
7	000768.SZ	中航西飞	74	12,437.25	2,049.20	4.49	35.81	-21.1
8	603712.SH	七一二	33	9,181.36	-99.02	11.89	31.84	-19.9
9	002025.SZ	航天电器	72	4,713.83	-726.26	10.42	29.00	-26.7
10	002013.SZ	中航机电	44	20,872.84	-17,513.28	5.37	22.58	-40.5
2022Q1 持仓 TOP10 军工民企								
No.	代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通 股比(%)	持股总市值 (亿元)	区间涨跌 (%)
1	300395.SZ	菲利华	81	6,067.36	1,229.37	19.30	34.10	-14.5
2	603678.SH	火炬电子	37	5,741.44	-1,075.15	12.51	29.79	-31.4
3	603267.SH	鸿远电子	44	2,159.47	-278.76	13.71	27.74	-28.4
4	300775.SZ	三角防务	37	4,890.85	10.61	18.52	20.24	-15.4
5	300777.SZ	中简科技	17	3,806.05	1,948.07	14.51	19.58	-16.9
6	300696.SZ	爱乐达	38	3,469.23	1,288.34	22.52	17.21	-4.5
7	688002.SH	睿创微纳	11	2,645.37	-547.02	10.33	11.92	-42.6
8	002985.SZ	北摩高科	13	1,572.50	-547.08	12.09	11.22	-40.8
9	300699.SZ	光威复材	24	1,724.28	87.01	3.39	10.17	-30.2
10	300726.SZ	宏达电子	15	815.95	-835.26	4.45	5.45	-32.9

资料来源: Wind, 华金证券研究所

按持股总市值计，2022Q1 重仓持股的军工行业前 10 公司，航空装备板块占据一半以上。2022Q1 重仓持股的军工行业标的中，持股总市值前 10 分别为振华科技、中航光电、中航重机、西部超导、航发动力、中航沈飞、中航西飞、菲利华、七一二、火炬电子。其中，航空装备板块占据 6 席，为重点配置的行业细分板块。从结构看，2022Q1 重仓持股的国企军工行业标的中，持股总市值前 10 分别为振华科技、中航光电、中航重机、西部超导、航发动力、中航沈飞、中航西飞、七一二、航天电器、中航机电。其中，航空装备板块占据 6 席。2022Q1 重仓持股的民企军工行业标的中，持股总市值前 10 分别为菲利华、火炬电子、鸿远电子、三角防务、中简科技、爱乐达、睿创微纳、北摩高科、光威复材、宏达电子。其中，航空装备板块占据 5 席，依旧是第一大板块。

细分行业看，航空装备板块为重点增减仓板块。2022Q1，按加仓市值计，重仓持股的军工行业前 10 公司分别为中航重机、西部超导、中简科技、爱乐达、中兵红箭、振华科技、菲利华、海格通信、派克新材、华秦科技。其中，航空装备板块占据 6 席。2022Q1，按减仓市值计，重仓持股的军工行业前 10 公司分别为中航机电、航发动力、中航高科、中航光电、火炬电子、中直股份、航天电器、中航沈飞、鸿远电子、北摩高科。航空装备板块占据 6 席。

表 2：按加、减仓市值排名，TOP10 军工企业

22Q1 加仓 TOP10

No.	代码	名称	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值 (亿元)	加仓市值, 亿元	区间涨跌 (%)
1	600765.SH	中航重机	16,108.39	16.92	69.09	21.44	-15.1
2	688122.SH	西部超导	7,909.56	25.30	68.51	19.51	-10.6
3	300777.SZ	中简科技	3,806.05	14.51	19.58	8.08	-16.9
4	300696.SZ	爱乐达	3,469.23	22.52	17.21	5.93	-4.5
5	000519.SZ	中兵红箭	8,794.30	6.32	19.79	5.31	-15.6
6	000733.SZ	振华科技	15,933.61	30.78	180.69	4.99	-8.8
7	300395.SZ	菲利华	6,067.36	19.30	34.10	2.30	-14.5
8	002465.SZ	海格通信	1,735.13	0.77	1.78	1.70	-6.3
9	605123.SH	派克新材	304.63	7.35	3.71	1.64	-11.3
10	688281.SH	华秦科技	61.87	4.01	1.55	1.55	-3.3

22Q1 减仓 TOP10

No.	代码	名称	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值 (亿元)	减仓市值, 亿元	区间涨跌 (%)
1	002013.SZ	中航机电	20,872.84	5.37	22.58	-47.20	-40.5
2	600893.SH	航发动力	14,365.71	6.17	64.50	-35.74	-29.2
3	600862.SH	中航高科	8,026.55	5.76	18.06	-33.76	-37.1
4	002179.SZ	中航光电	14,346.11	13.31	111.45	-25.38	-22.7
5	603678.SH	火炬电子	5,741.44	12.51	29.79	-21.78	-31.4
6	600038.SH	中直股份	1,289.50	2.19	6.56	-19.84	-36.6
7	002025.SZ	航天电器	4,713.83	10.42	29.00	-16.65	-26.7
8	600760.SH	中航沈飞	10,259.66	5.24	57.68	-16.47	-17.3
9	603267.SH	鸿远电子	2,159.47	13.71	27.74	-16.01	-28.4
10	002985.SZ	北摩高科	1,572.50	12.09	11.22	-14.16	-40.8

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2022Q1, 按持股占流通股比例计, 重仓持股的军工行业公司分别为振华科技、西部超导、爱乐达、菲利华、三角防务、中航重机、中简科技、鸿远电子、中航光电、火炬电子。2022Q1, 按持有基金数计, 重仓持股的军工行业公司分别为振华科技、中航光电、中航重机、航发动力、西部超导、中航沈飞、菲利华、中航西飞、航天电器、中兵红箭。

表 3: 按持股占流通股比例计, TOP10 重仓持股的军工公司

No.	代码	名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	区间变动 (%)
1	000733.SZ	振华科技	247	15,933.61	1,796.38	30.78	180.69	-8.8
2	688122.SH	西部超导	107	7,909.56	2,854.80	25.30	68.51	-10.6
3	300696.SZ	爱乐达	38	3,469.23	1,288.34	22.52	17.21	-4.5
4	300395.SZ	菲利华	81	6,067.36	1,229.37	19.30	34.10	-14.5
5	300775.SZ	三角防务	37	4,890.85	10.61	18.52	20.24	-15.4
6	600765.SH	中航重机	144	16,108.39	6,671.84	16.92	69.09	-15.1
7	300777.SZ	中简科技	17	3,806.05	1,948.07	14.51	19.58	-16.9
8	603267.SH	鸿远电子	44	2,159.47	-278.76	13.71	27.74	-28.4
9	002179.SZ	中航光电	204	14,346.11	738.43	13.31	111.45	-22.7
10	603678.SH	火炬电子	37	5,741.44	-1,075.15	12.51	29.79	-31.4

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 按持有基金数计, TOP10 重仓持股的军工公司

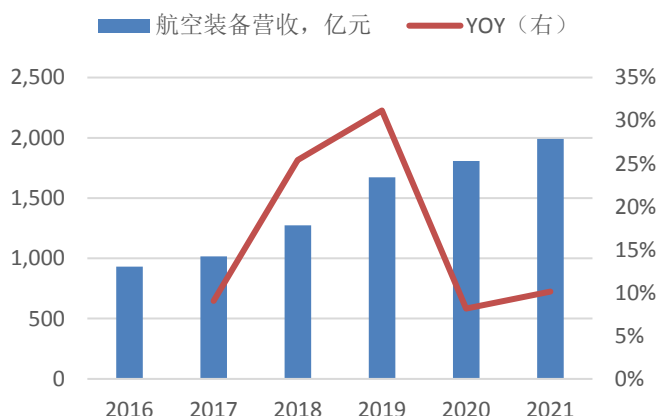
No.	代码	名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	区间变动 (%)
1	000733.SZ	振华科技	247	15,933.61	1,796.38	30.78	180.69	-8.8
2	002179.SZ	中航光电	204	14,346.11	738.43	13.31	111.45	-22.7
3	600765.SH	中航重机	144	16,108.39	6,671.84	16.92	69.09	-15.1
4	600893.SH	航发动力	110	14,365.71	-1,430.88	6.17	64.50	-29.2
5	688122.SH	西部超导	107	7,909.56	2,854.80	25.30	68.51	-10.6
6	600760.SH	中航沈飞	83	10,259.66	-658.65	5.24	57.68	-17.3
7	300395.SZ	菲利华	81	6,067.36	1,229.37	19.30	34.10	-14.5
8	000768.SZ	中航西飞	74	12,437.25	2,049.20	4.49	35.81	-21.1
9	002025.SZ	航天电器	72	4,713.83	-726.26	10.42	29.00	-26.7
10	000519.SZ	中兵红箭	54	8,794.30	3,367.16	6.32	19.79	-15.6

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、航空板块 2021 年年报分析：利润实现高基数下高增长

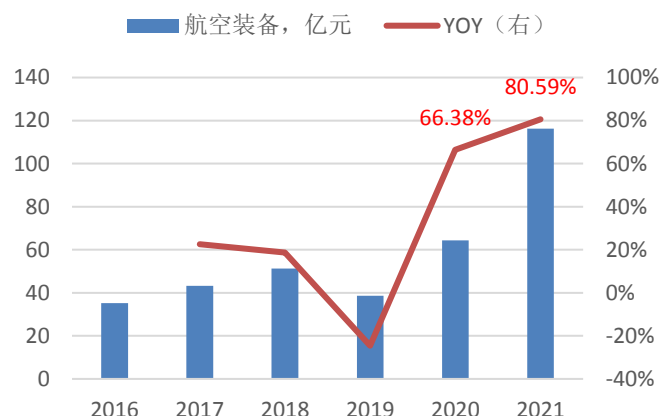
航空装备板块营收实现 6 年持续增长，近 2 年归母净利润 CAGR 达 73%。2021 年，航空装备板块营收为 1992 亿元，同比增长 10.13%，增速较上年上升 1.96pct。航空装备板块营收连续 6 年连涨，年复合增速达 16.4%。航空装备板块归母净利润连续两年高增长，2020/2021 年，归母净利润同比增速分别达 66.38%、80.59%。2021 年，航空装备板块归母净利润达到 116 亿元，约为 2019 年同期水平的 3 倍。

图 4：航空装备营收实现 6 连升，CAGR 达 16.4%



资料来源：Wind，华金证券研究所

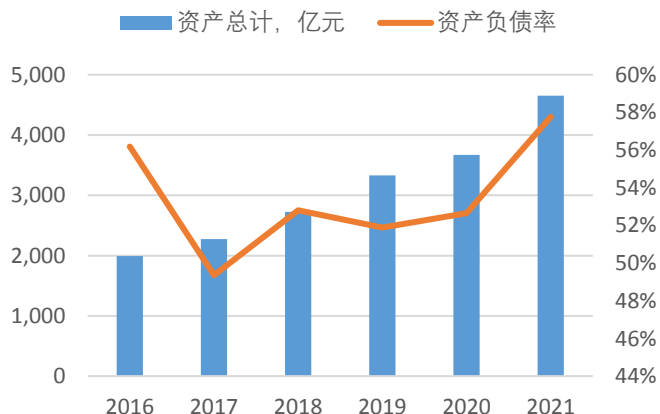
图 5：2019~2021 年，航空装备板块归母净利润 CAGR73%



资料来源：Wind，华金证券研究所

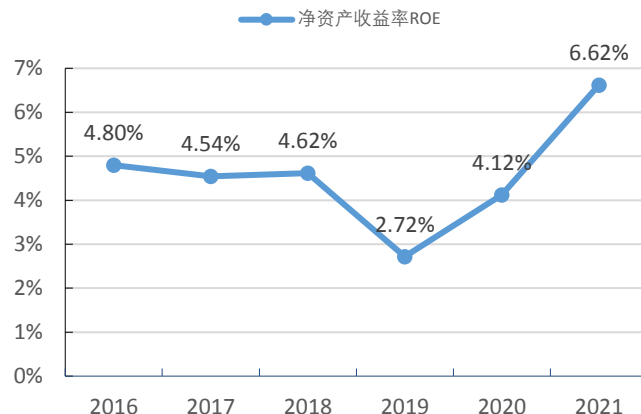
板块总资产连续增长，净资产收益率达到 6.62%，创新高。2021 年，航空装备板块总资产达 4654 亿元，较 20 年增长 26.75%。资产负债率达到 57.77%，较 20 年上涨 5.12pct。2019 至 2021 年，航空装备板块净资产收益率 ROE 抬升明显，2021 年为 6.62%，较 20 年上涨 2.5pct，为 2016 年以来最高水平。

图 6：2021 年，航空装备板块总资产达 4654 亿元



资料来源：Wind，华金证券研究所

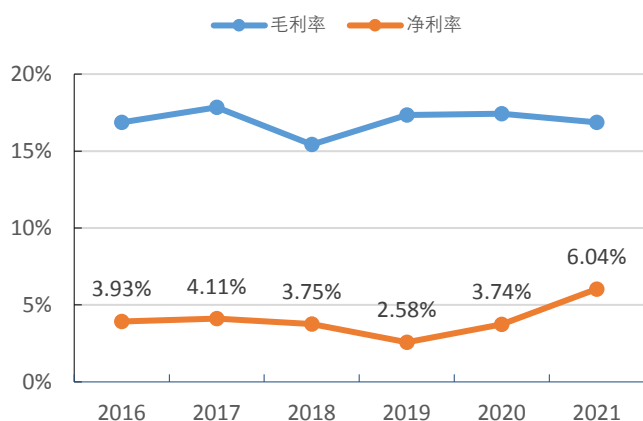
图 7：2021 年，航空装备板块 ROE 达 6.62%，创新高



资料来源：Wind，华金证券研究所

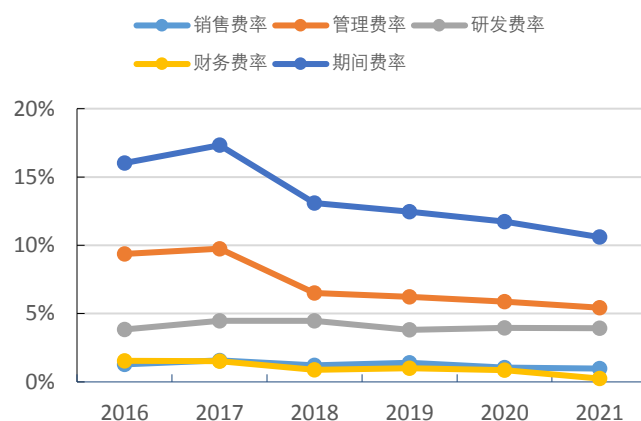
板块费用率不断下降，盈利能力大增。2021 年，航空装备板块净利率为 6.04%，连续 2 年上升，较 20 年提升 2.29pct，为 2016 年以来最高水平。毛利率方面，航空装备板块毛利率相对稳定，在 15.4%~17.8% 的小范围内波动，2021 年，板块毛利率为 16.87%，较 20 年略降 0.55pct。费用率方面，航空装备板块费用率呈现下降趋势，2021 年期间费用率为 10.6%，较 20 年下降 1.13pct。财务费率下降贡献最大份额，其次为管理费用率。2021 年，因合同负债、预收账款大增等影响，航空板块财务费率为 0.25%，较 20 年下降 0.6pct。2021 年，板块管理费用率为 5.43%，同比下降 0.45pct。

图 8：2021 年，航空装备板块净利率提升 2.3pct



资料来源：Wind，华金证券研究所

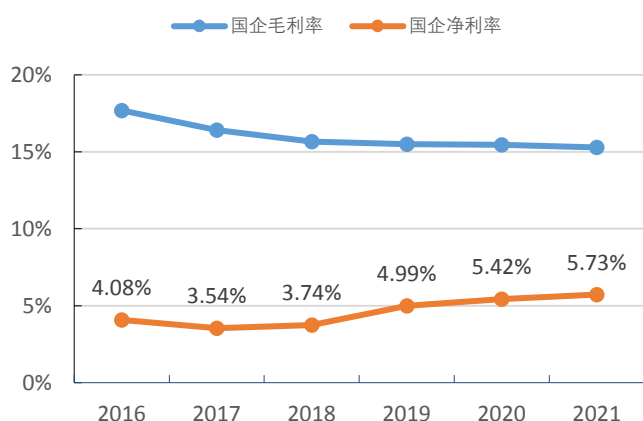
图 9：航空装备板块，期间费用率呈不断下降趋势



资料来源：Wind，华金证券研究所

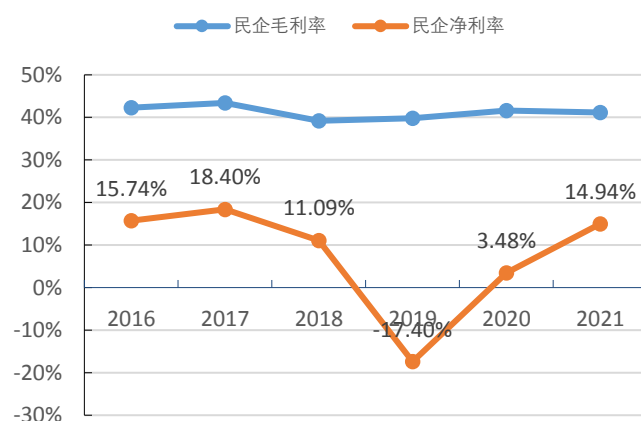
国企净利率稳定抬升，民企净利率已恢复到较高水平。分结构看，2021 年，国企净利率达 5.73%，较 20 年上升 0.31pct。国企净利率实现 2017 年以来连续上升。2021 年，国企毛利率为 15.29%，与 20 年基本持平。2021 年，民企净利率上升明显，达到 14.94%，较 20 年上升 11.46%。2021 年民企毛利率为 41.13%，与上面基本持平。

图 10：国企净利率不断提升，2021 年达 5.73%



资料来源：Wind，华金证券研究所

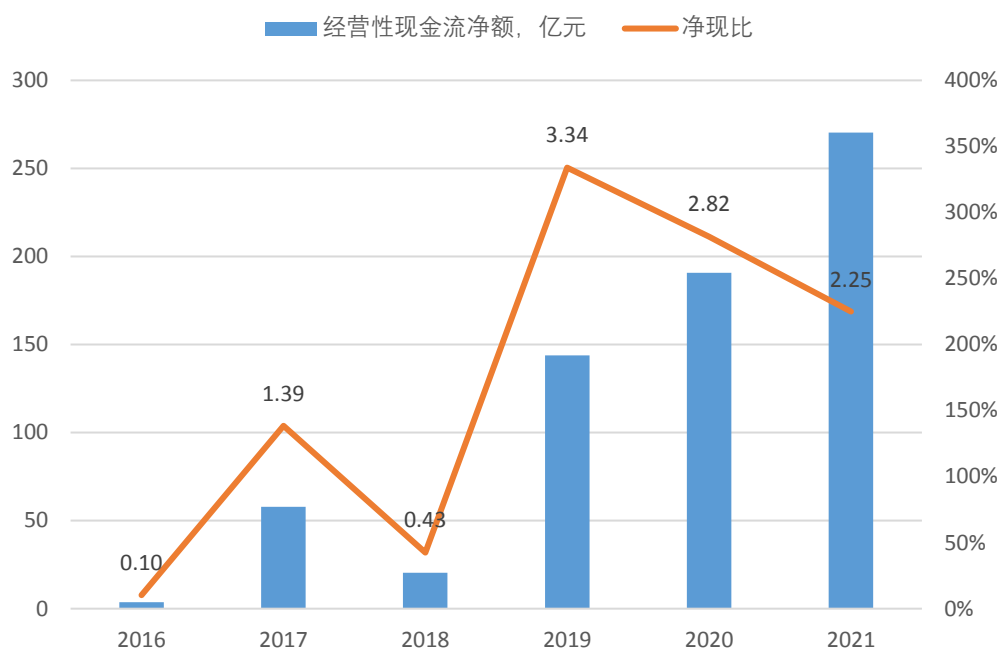
图 11：民企净利率快速回升，达 14.9%



资料来源：Wind，华金证券研究所

现金流方面，2021 年，航空装备板块经营性现金流净额为 270 亿元，同比增长 41.8%，为历年最高水平，净现比达到 2.25。

图 12：航空装备板块，经营性现金流净额不断创新高

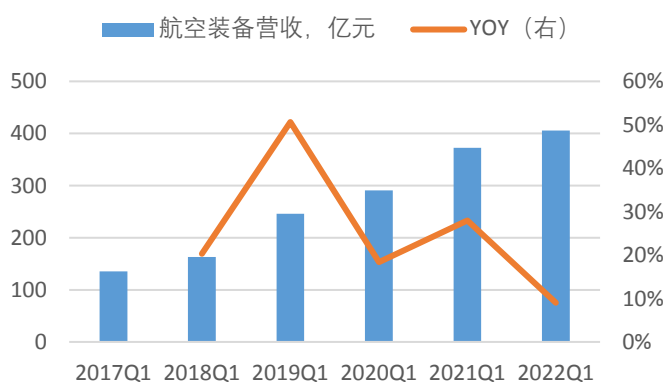


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、航空板块 2022 年一季度报分析：盈利能力持续改善

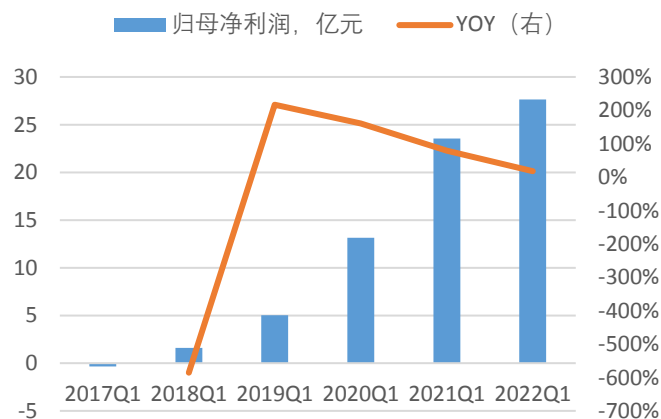
22Q1，航空装备板块营收保持增长趋势，净利润突破 27.65 亿元。2022 年一季度，航空装备板块（共 44 个标的），实现营业收入 406 亿元，同比增长 9%。2019Q1 到 2021Q1，板块归母净利润以年翻倍式速度增长，CAGR 达 116%。22Q1，增速相对放缓，2022Q1 归母净利润 27.65 亿元，较 21Q1 同比增长 17.42%，为 20 年同期的 2.1 倍。

图 13：22Q1，航空装备板块营收 406 亿元



资料来源：Wind，华金证券研究所

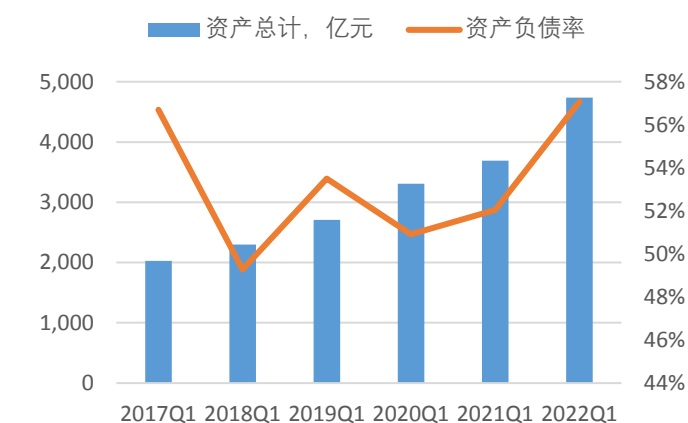
图 14：22Q1，航空装备板块归母净利润达 27.65 亿元



资料来源：Wind，华金证券研究所

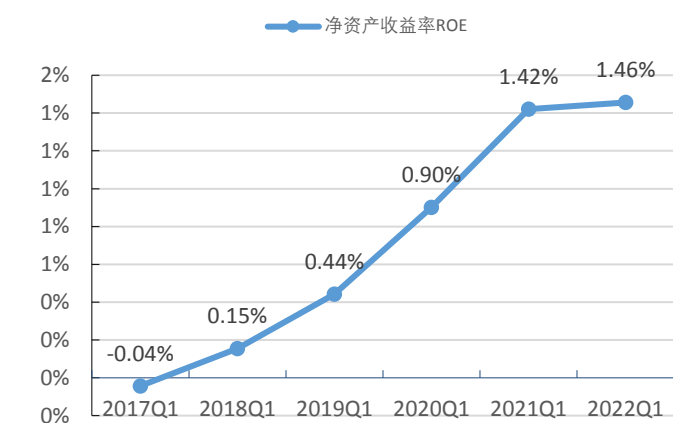
板块总资产不断增加，净资产收益率已达 **1.46%**，为历年同期最高水平。22Q1，航空装备总资产达 473 亿元，同比增长 28.2%。20Q1 至 22Q1，资产负债率呈上升趋势，22Q1 资产负债率达 57%，较 21Q1 上升 5pct。2017Q1 至 22Q1，航空装备板块净资产收益率 ROE 呈快速上升趋势，17Q1 航空装备板块 ROE 仅 -0.04%，21Q1 达到 1.42%，22Q1 航空装备板块净资产收益率 ROE 为 1.46%，较 21 同期基本持平。

图 15：22Q1，航空装备板块，总资产达 4734 亿元



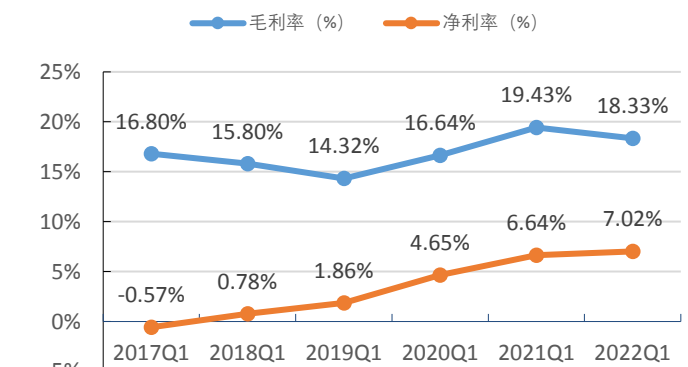
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：22Q1，航空装备板块 ROE 达到 1.46%



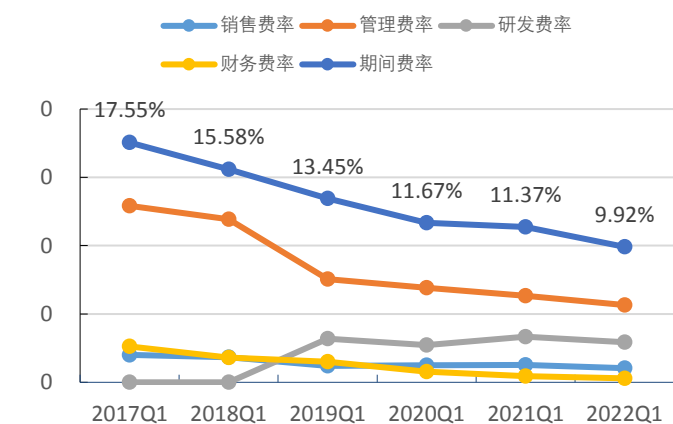
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：航空装备板块净利率呈持续上升，22Q1 达 7%



资料来源：Wind，华金证券研究所

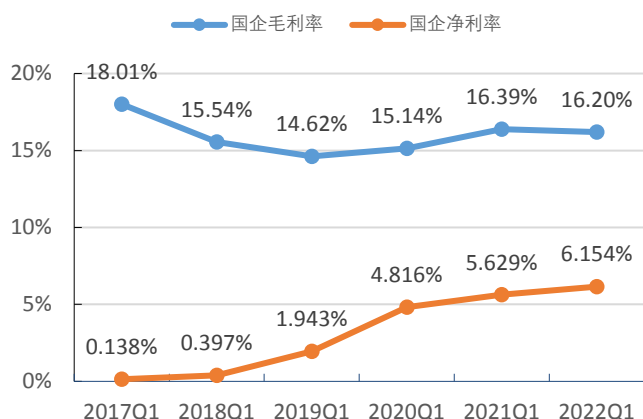
图 18：航空装备板块期间费用率呈现连续快速下降特征



资料来源：Wind，华金证券研究所

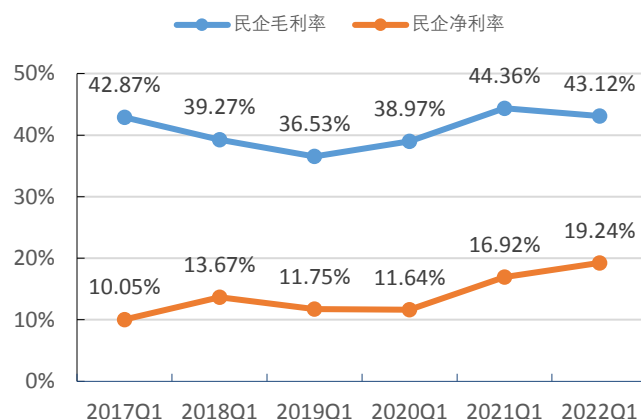
板块费用率持续快速下降，22Q1 净利率已达 **7.02%**。19Q1 至 22Q1，航空装备板块毛利率呈上升趋势，22Q1 板块毛利率为 18.33%，较 21Q1 同期毛利率下降 0.9pct。但 17Q1 至 22Q1，航空装备板块净利率持续上升，22Q1 达 7.02%，较 21Q1 上升 0.38pct，为 17 年以来同期最高水平。费用率方面，17Q1 至 22Q1，航空装备板块费用率呈现连续快速下降特征，年均降幅达 1.5pct，22Q1 仅 9.92%，较 21 年同期下降 1.45pct。其中，22Q1 航空装备板块管理费为 5.66%，较 21Q1 降低 0.67pct，贡献最大降幅。

图 19：军工国企净利率稳步抬升



资料来源：Wind，华金证券研究所

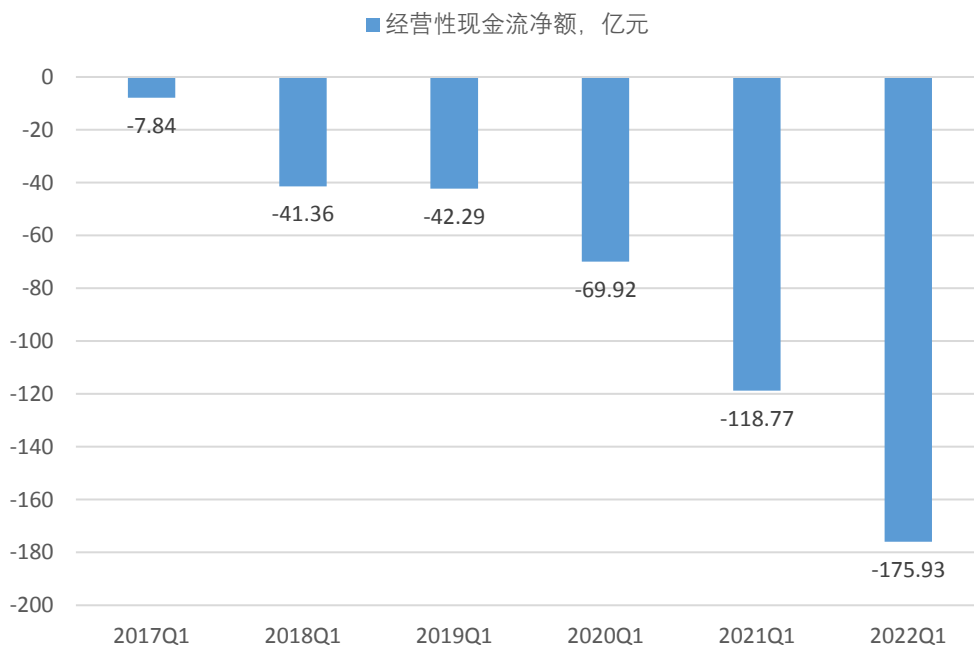
图 20：22Q1 军工民企净利率同比增加 2.32pct



资料来源：Wind，华金证券研究所

22Q1，经营性现金流净流出 175.93 亿元，反应行业订单饱满，积极备货扩产。军工行业订单交付及回款集中于下半年，17 年至 22 年一季度，军工企业经营性现金流均为净流出。而军品的回款主要集中在年底，所以 16 年至 21 年报经营净现金流量均为正流入，而一季度尤其是主机厂的一季度现金流量一般为负。一般来说，一季度经营性现金流负值的绝对值越大，说明生产经营越处于订单饱满，积极备货扩产状态。

图 21：22Q1 经营性现金流净额为 176 亿元



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、行业未来展望

（一）关联交易预计值预示航空装备板块 22 年继续高速增长

根据 22 年关联交易预计值判断，22 年航空装备板块整体将维持高增长。军工央企各公司已发布 2022 年关联交易预计值公告，除中航沈飞外，航空装备板块内军工央企 22 年关联交易预计值将在 21 年基础上大增长。根据数据统计，各公司 22 年关联交易预计增幅平均值为 49%，中位数为 52%。分产业链看，主机厂方面，包括中航沈飞、中航西飞、中直股份。中航沈飞预计 22 年关联交易值约 599.8 亿元，同比降低 11%。但中航西飞、中直股份 22 年关联交易预计值将同比增长 49.8%/54.61%。零部件等中游企业方面，航发控制、中航高科、中航电测等企业，22 年关联交易预计值将同比增长 40.57%/55.65%/54.32%，因此，预计 22 年，航空装备板块整体增速将在 50%左右。

表 5：2022 年，军工央企披露 2022 年关联交易预计同比增速

		22 年关联交易预计值，亿元	21 年关联交易值，亿元	YOY
航空工业集团	中航沈飞	599.78	675.92	-11.27%
	中航西飞	182.81	122.04	49.80%
	中航电测	8.00	5.18	54.32%
	中直股份	465.68	301.21	54.61%
	中航机电	249.14	114.71	117.20%
	中航电子	216.50	156.53	38.31%
	中航高科	70.80	45.49	55.65%
	中航光电	69.25	41.83	65.56%
航发集团	航发动力	207.46	164.69	25.97%
	航发控制	44.70	31.80	40.57%

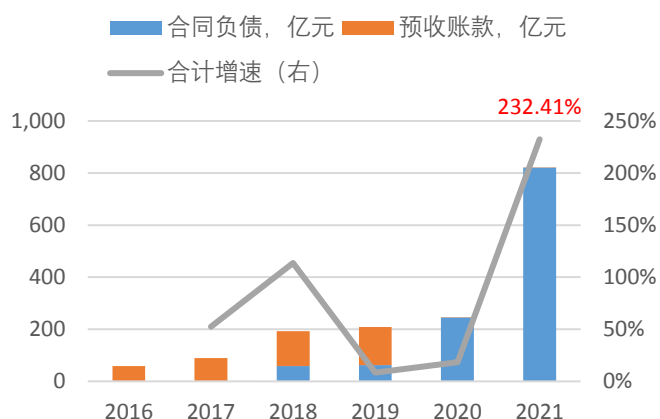
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

（二）合同负债、预付款项显示行业处于高景气

板块合同负债大增，主机厂贡献主要增量，反应航空装备行业景气度高，并逐步向中上游企业传导。军改之后，客户付款方式改善，对于主机厂而言，合同负债能体现在手订单情况。主机厂的下游客户为军方，军方通常先向主机厂支付预付款，一般为订单的 30%，大额预付款落地带动合同负债大增，因此，合同负债能够体现在手订单的情况。

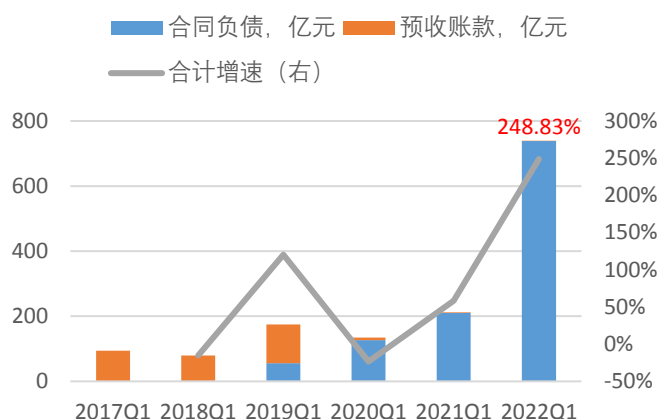
2021 年，航空装备板块合同负债及预收账款合计为 821.73 亿元，同比增长 232%。2022Q1，航空装备板块合同负债及预收账款合计为 739.8，同比增长 248.8%。2021 及 22Q1，航空装备板块中，合同负债增量前 5 公司，均为中航沈飞、航发动力、洪都航空、中航机电、中航电子。其中，22Q1，中航沈飞、航发动力、洪都航空分别贡献 51.2%、35.7%、12.7%的增量，为主要合同负债变动最主要增量来源。

图 22: 21 年, 航空装备板块预收账款及合同负债合计同增 232%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 22Q1, 航空装备板块预收账款及合同负债合计同增 249%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 6: 2021 年, 合同负债增量 TOP5 公司

代码	公司	类别	2020	2021	变动, 亿元	YOY
600760.SH	中航沈飞	主机厂	47.29	365.35	318.05	673%
600893.SH	航发动力	主机厂	28.05	217.52	189.47	675%
600316.SH	洪都航空	主机厂	0.17	68.48	68.31	39148%
002013.SZ	中航机电	零配件	3.18	24.99	21.81	686%
600372.SH	中航电子	零配件	1.20	14.26	13.06	1087%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 7: 2022Q1, 合同负债增量 TOP5 公司

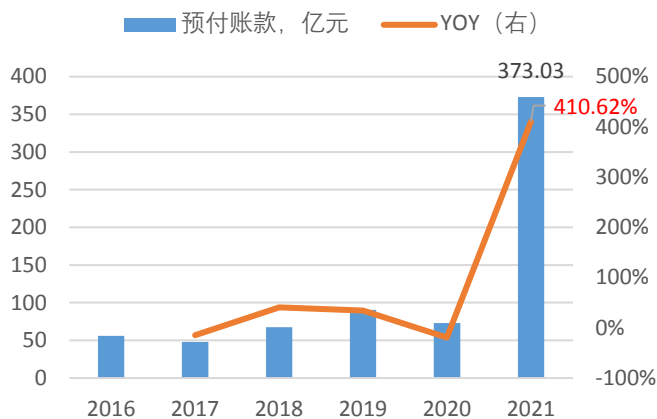
代码	公司	类别	2021Q1	2022Q1	变动, 亿元	YOY
600760.SH	中航沈飞	主机厂	33.82	304.52	270.70	800%
600893.SH	航发动力	主机厂	23.97	212.82	188.85	788%
600316.SH	洪都航空	主机厂	0.20	67.29	67.08	32821%
002013.SZ	中航机电	零配件	3.81	30.81	27.00	709%
600372.SH	中航电子	零配件	2.15	9.76	7.61	355%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

主机厂带动航空装备板块预付账款大增, 反应航空装备板块企业订单爆满, 企业积极备货生产。预付账款主要包括军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的预付款项, 也体现上游军工企业的订单增长情况。2021 年, 航空装备板块预付账款合计为 373 亿元, 同比增长 411%, 2020 年同期仅为 73 亿元。2021 年板块预付账款, 远超 16 年至 20 年的最高水平。22Q1, 航空装备板块预付账款合计为 379.4 亿元, 同比增长 344%。板块预付账款大增, 显示行业订单量爆满, 企业积极备货生产。细分看, 2021 年, 航空装备板块预付账款增量前 5 公司分别为中航沈飞、洪都航空、航发动力、中航重机、江航装备。其中, 主机厂中航沈飞、洪都航空分别贡献 69.2%、21.6%的增量。22Q1, 航空装备板块预付账款增量前 5 公司分

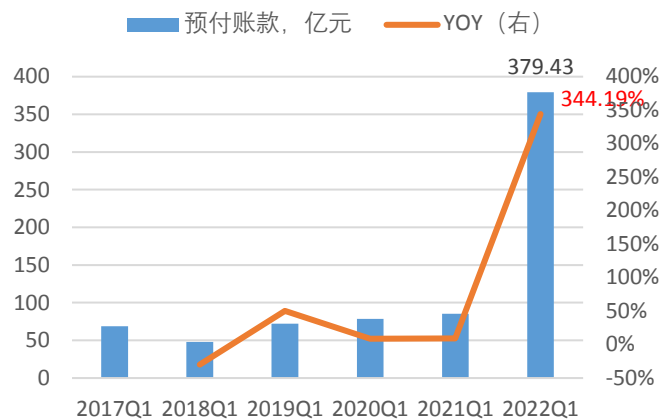
别为中航沈飞、洪都航空、航发动力、中航重机、中航西飞。其中，主机厂中航沈飞、洪都航空分别贡献 70.5%、21.5%的增量，持续贡献最大增量。

图 24：2021，航空装备板块预付账款同增 411%



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：22Q1，航空装备板块预付账款同增 344%



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 8：按增量计，2021 年预付账款变动 TOP5 公司

代码	公司	类别	2019	2020	2021	增量, 亿元	YOY
600760.SH	中航沈飞	主机厂	5.78	6.80	216.76	210.0	3085%
600316.SH	洪都航空	主机厂	0.54	1.36	66.90	65.5	4810%
600893.SH	航发动力	主机厂	4.87	5.03	27.53	22.5	447%
600765.SH	中航重机	零部件	1.93	1.58	3.01	1.4	90%
688586.SH	江航装备	零部件	0.12	0.17	0.91	0.7	437%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 9：按增量计，2022Q1 年预付账款变动 TOP5 公司

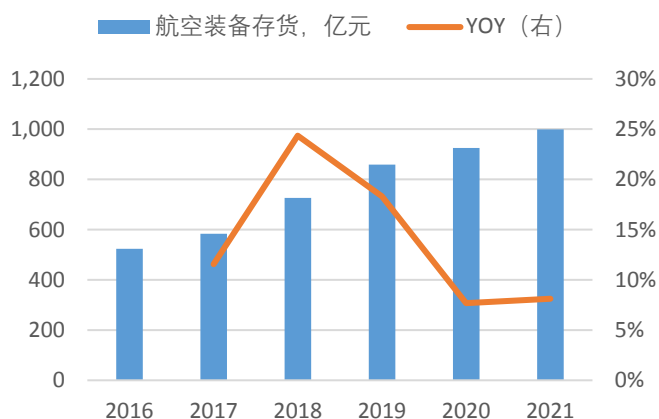
代码	公司	类别	2020Q1	2021Q1	2022Q1	增量, 亿元	YOY
600760.SH	中航沈飞	主机厂	2.91	5.21	214.58	209.37	4021%
600316.SH	洪都航空	主机厂	0.57	1.31	65.13	63.81	4858%
600893.SH	航发动力	主机厂	5.25	6.06	27.03	20.97	346%
600765.SH	中航重机	零部件	4.07	2.53	3.88	1.35	53%
000768.SZ	中航西飞	主机厂	42.48	43.89	44.84	0.95	2%

资料来源：Wind，华金证券研究所

(三) 存货增长显示航空装备企业积极备货生产

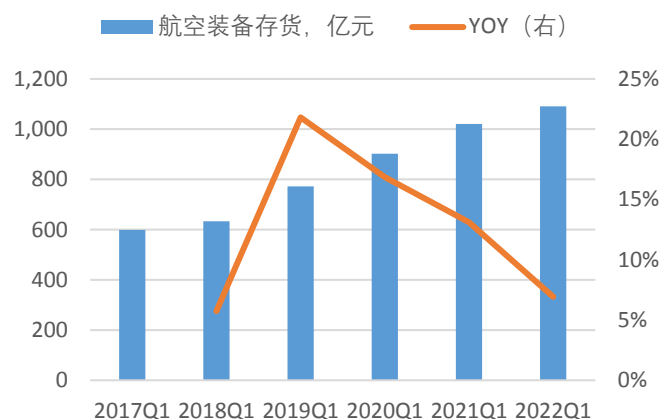
存货同比增长，反应航空装备企业订单饱满，相应原材料备货增加、在产品增加。2021 年，航空装备板块存货达到 999.55 亿元，同比增长 8%。其中，存货增量前 5 公司分别为中航西飞、航发动力、中航电子、中航沈飞、中航机电。2021 年，中航西飞存货达 248.6 亿元，同比增长 23.5%，增量 47.36 亿元，贡献 41.57% 的增量。航发动力、中航电子等零配件企业存货分别为 205/61 亿元，同比增长 9.4%、28.8%，分别贡献 15.5%、12% 的增量。

图 26：21 年，航空装备板块存货 1000 亿元，同增 8%



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：22Q1，航空装备存货 1090 亿元，同增 6.9%



资料来源：Wind，华金证券研究所

22Q1，航空装备板块存货 1091 亿元，同比增长 6.9%。其中，存货增量前 5 公司分别为中航西飞、中航沈飞、航发动力、中航电子、中航机电。主机厂中航西飞、中航沈飞存货分别为 270/80.7 亿元，同比增长 16.3%、23.3%，分别贡献 34.7%、14% 的增量。

表 10：2021，航空装备板块存货增量 TOP5 公司

代码	公司	类别	2019	2020	2021	增量, 亿元	YOY
000768.SZ	中航西飞	主机厂	146.86	201.22	248.58	47.36	23.5%
600893.SH	航发动力	主机厂	185.44	187.44	205.15	17.71	9.4%
600038.SH	中航电子	零配件	39.62	47.47	61.12	13.65	28.8%
600760.SH	中航沈飞	主机厂	104.86	77.78	87.90	10.11	13.0%
002013.SZ	中航机电	零配件	44.89	52.77	62.28	9.51	18.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 11: 22Q1, 航空装备板块存货增量 TOP5 公司

代码	公司	类别	20Q1	21Q1	22Q1	增量, 亿元	YOY
000768.SZ	中航西飞	主机厂	175.29	232.24	270.06	37.82	16.28%
600760.SH	中航沈飞	主机厂	66.1266	65.4503	80.678	15.23	23.27%
600893.SH	航发动力	零配件	207.3031	228.8605	241.733	12.87	5.62%
600372.SH	中航电子	零配件	43.1948	52.3534	62.504	10.15	19.39%
002013.SZ	中航机电	零配件	47.0512	53.9119	62.920	9.01	16.71%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、投资建议

国防预算增速重回“7%”时代。根据财政部《2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年预算草案》，2022 年国防支出 14504.5 亿元，同比增长 7.1%，增幅较 21 年上涨 0.3pct；在最新国防费安排上，明确指出，增加的国防费主要用于：按照军队建设“十四五”规划安排，全力保障规划任务推进落实，加快武器装备现代化建设；实施新时代人才强军战略；深化国防和军队改革。所以未来军工行业的景气度持续高涨。其中航空装备板块是国家的战略性新兴产业，是国家综合国力的重要组成部分，是维护国家安全的战略性新兴产业。我们维持航空板块“领先大市-A”投资评级。

表 12: 重点公司评级

代码	公司	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600760.SH	中航沈飞*	340.9	426.1	541.2	17.0	21.6	28.8	买入-A
2357.HK	中航科工*	601.6	709.8	834.0	23.7	31.7	36.4	买入-A
600038.SH	中直股份	217.9	254.6	303.4	9.1	11.1	13.8	
600316.SH	洪都航空	72.1	102.6	141.3	1.5	2.3	3.4	
600893.SH	航发动力	341.0	418.4	516.2	11.9	15.1	19.5	
000768.SZ	中航西飞	327.0	412.1	498.1	6.5	10.3	13.8	
600372.SH	中航电子	98.4	116.9	135.9	8.0	10.1	12.5	

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 标*标的业绩为华金预测, 其他为 Wind 一致预期

六、风险提示

军工行业增长不及预期；订单种类不及预期；订单数量不及预期；疫情持续影响市场；公司产品研发进度不及预期；公司产能不及预期；公司内部控制不及预期。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

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

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

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

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

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

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

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

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn