

2018年09月17日

美股复盘，军工股为何5年涨3倍？ 增持（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 现象：军工巨头业绩稳增，估值大涨

2013-2018Q1期间美国上市的5大军工巨头洛克希德马丁、波音、通用动力、诺斯罗普格鲁曼、雷神的股价平均涨幅为356%，同期标普500涨幅为85%。从业绩上看，5家公司每股收益的平均复合增速为7.26%，从估值上看，5家公司平均PE TTM从2013年初的10倍，到2017年底增长到了23倍，增幅130%，同期标普500的平均PE由16倍增长到24倍，增幅50%。可以看出，2013至2017年，美国军工股的大涨的原因除了业绩增长外，更多是估值水平的提升。

■ 宏观和行业层面：资金偏好高分红+军工逆周期

2013是军工股牛市的起点，美国正处于量化宽松时期，1年期国债收益率为0.12%-0.17%，原本配置于固定收益资产的资金流入股市，偏好具有债券性质并且收益率高的股票，5大军工巨头中股息率最低的是波音2.32%，最高的是洛克希德马丁4.55%，高股息率成为军工股大涨的重要原因。然而从2016年以后，军工股在股息率方面相对于债券的优势减弱，但股价依然继续大幅上涨，是因为在宏观经济增长乏力时，军具有逆经济周期的特性，而特朗普上台后大幅增加军费开支改善了市场对军工行业前景的预期。从市场和行业层面看，驱动美国军工股大涨的因素主要有以下2点：1、宽松货币环境下资金对高股息的偏好；2、军具有逆经济周期的性质。

■ 公司层面：基于现金流估值显示股价低估

从美国证券研究机构的报告来看，机构非常看重公司产生自由现金流的能力，以及股东回报，在估值方面也将FCF企业自由现金流作为重要指标。现实中军工股的现金流波动很大，但稳定增长的分红和股票回购让市场对未来现金流具有信心。机构普遍依据预期现金流评估公司价值，并且采用P/FCF、现金流折现等多种估值方法。从公司层面看，现金流是驱动股价的重要指标。

■ 总结：他山之石，可以攻玉

整体上看，美国军工股2013-2017年大涨是宏观环境、行业前景和公司基本面共同驱动，反观中国军工股，我们认为，第一，目前国内军工行业的各种改革都将行业向更市场化和高效的方向推进，从这个角度看中国军工行业在向美国靠近，同时，与美国相同的是，在当前整体经济增速下滑的环境中，我国国防支出增速上升，军工行业逆周期特性凸显；第二，我们认为特别值得借鉴的是美国证券研究机构对个股的研究角度和估值方法，一方面不仅看收入和利润，也看重现金流和分红，另一方面估值方法多元化，相对估值与绝对估值并重，纳入估值框架的指标也非常丰富，包括净利润、EBITA、现金流、现金转化率等，我们认为现金流应成为纳入国内主流军工企业估值框架的重要指标，而随着国内军工行业现金流情况的持续向好，主流军工企业的估值水平仍有提升空间。

■ 风险提示：武器装备研制进度不及预期；军工行业改革推进不及预期

行业走势



相关研究

- 1、《国防军工行业双周报：全产业链景气得到验证，当前时点坚定看好板块行情》2018-09-10
- 2、《军工行业2018中报总结：全产业链景气得到验证，当前时点坚定看好板块行情》2018-09-04
- 3、《东吴军工双周报：板块又到历史低位，持续战略看好军工板块2018年整体行情》2018-08-28

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600760	中航沈飞	509.91	36.50	0.51	0.61	0.79	73.76	61.67	47.62	买入
600967	内蒙一机	232.38	13.75	0.31	0.45	0.56	38.78	30.47	24.48	买入
603678	火炬电子	90.06	19.88	0.52	0.85	1.18	53.09	25.13	18.10	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

前言	4
1. 现象：军工巨头业绩稳增，估值大涨	4
2. 宏观和行业层面：资金偏好高分红+军工逆周期	5
3. 公司层面：基于现金流估值显示股价低估	8
4. 总结：他山之石，可以攻玉	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 2000 年以来美股大盘和 5 家军工巨头走势	4
图 2: 5 家军工巨头 2013-2017 年基本每股收益 (美元)	4
图 3: 2013-2017 年标普 500 和 5 家军工巨头估值水平变化	5
图 4: 2010-2017 美国名义和实际 GDP 增速	6
图 5: 2010-2018Q1 美国 1 年期国债收益率	6
图 6: 2013-2018 年 5 大军工巨头股息率、标普 500 股息率与国债收益率对比	6
图 7: 美国国防支出及增速 (十亿美元)	7
图 8: 波音 2013-2017 每股现金流和每股收益情况 (美元)	9
图 9: J.P.Morgan 的报告中对波音下一年美股自由现金流预测情况	10
图 10: 波音 2013-2017 年自由现金流、分红和股票回购情况 (万美元)	10
图 11: 2013-2018Q1 波音股价涨幅	11
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 美国证券研究机构报告中对于 5 家军工巨头的观点和估值方法	8
表 3: 波音股票回购计划	11

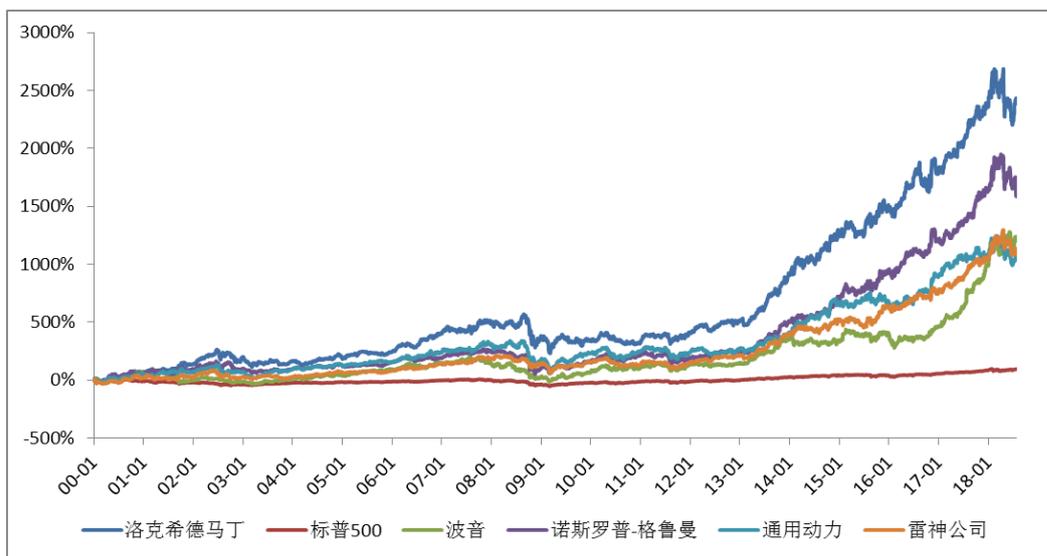
前言

相比中国,美国的资本市场和上市军工企业发展的历史更长,更加成熟,我们认为,研究美国军工股的涨跌及其原因,对于A股军工股具有很强的借鉴意义。美股的5大军工巨头在2013-2017年股价大幅上涨,显著跑赢指数,本文主要从不同角度去探究股价大涨背后的逻辑,以及美股投资者认可军工股的原因。

1. 现象：军工巨头业绩稳增，估值大涨

回顾2000年以来的股价走势,美国的5家军工巨头整体跑赢大盘,并且在2013-2018Q1期间大幅上涨,涨幅远超标普500指数,2013-2018Q1期间洛克希德马丁、波音、通用动力、诺斯罗普格鲁曼、雷神的股价平均涨幅为356%,同期标普500涨幅为85%。

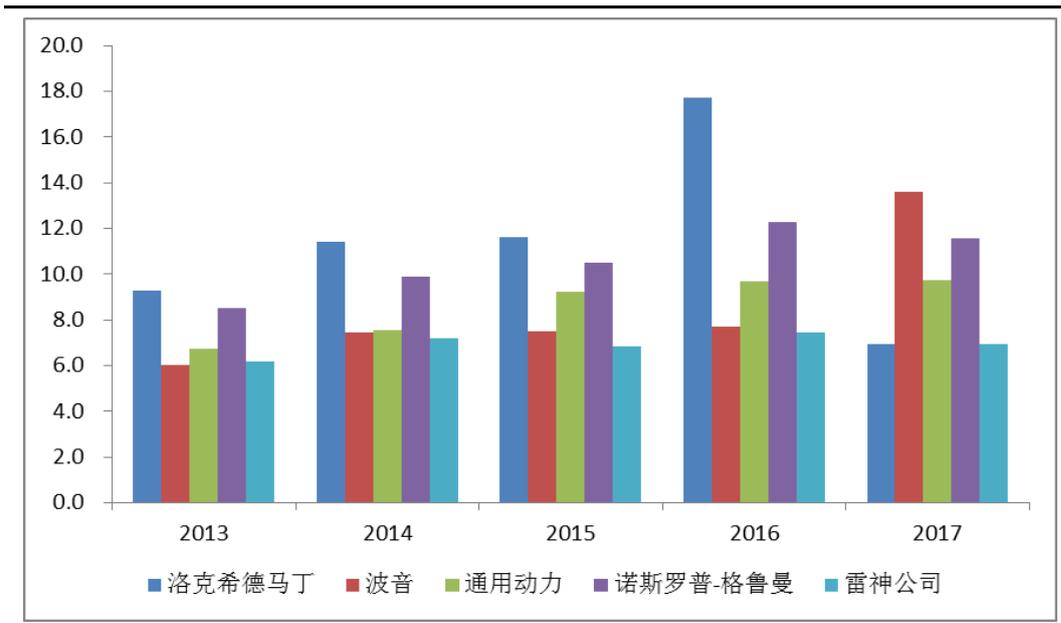
图1：2000年以来美股大盘和5家军工巨头走势



数据来源：彭博，东吴证券研究所

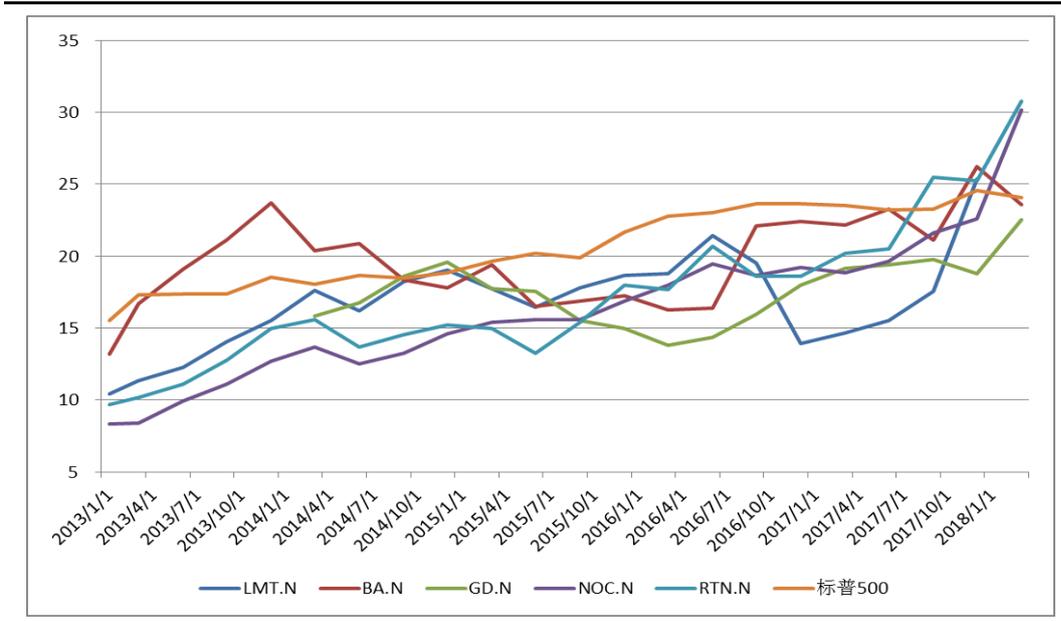
一般来说,股价的涨跌一方面受到业绩驱动,另一方面来自于估值(PE等指标)的变化,因此我们从这两个方面来观察美国军工股股价变化的原因。业绩方面,整体上看5家公司的利润在2013-2017年有所增长,每股收益的平均复合增速为7.26%,远小于股价的增速;估值方面,我们统计了5家公司2013年初至2018Q1的PE TTM数据,2013年初平均PE TTM为10倍,到2017年底增长到了23倍,增幅130%,同期标普500的平均PE由16倍增长到24倍,增幅50%。

图2：5家军工巨头2013-2017年基本每股收益(美元)



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图 3：2013-2017 年标普 500 和 5 家军工巨头估值水平变化



注：数据均采用 PE TTM

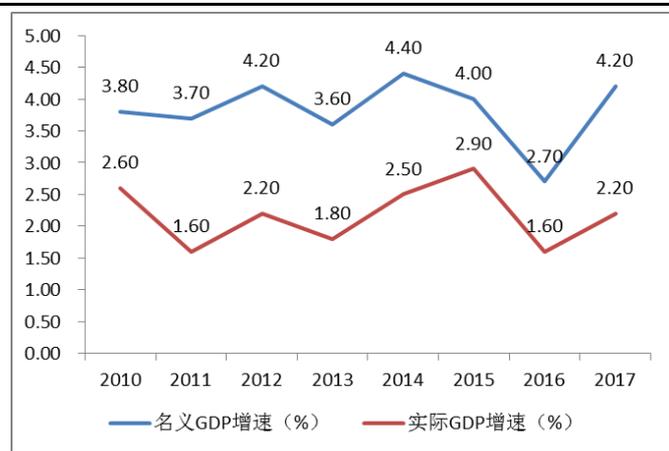
数据来源：彭博，东吴证券研究所

可以看出，2013 至 2017 年，美国军工股的大涨的原因除了业绩增长外，更多是估值水平的提升，估值的影响因素很多，包括宏观经济环境、货币政策、市场对行业前景和公司增速的预期等，下文我们将从不同角度探究美国军工股大涨的原因。

2. 宏观和行业层面：资金偏好高分红+军工逆周期

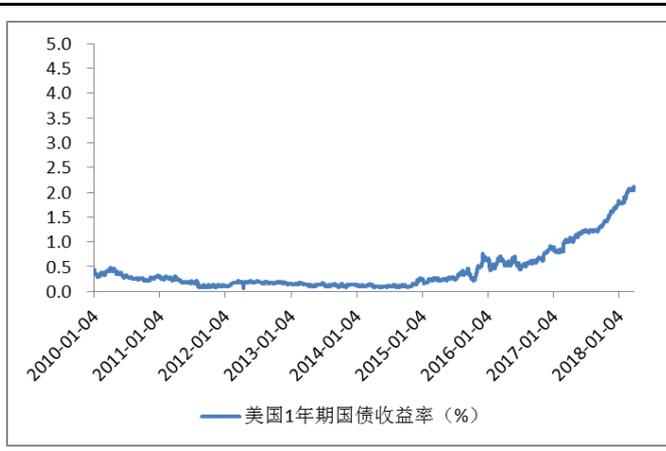
我们认为，一个行业板块整体估值的提升首先应从宏观经济和整体市场环境方面找原因。2013 是军工股牛市的起点，这一年，美国整体经济增速平稳，名义和实际 GDP 增速分别为 3.6%和 1.8%，同时利率处于低位，一年期国债收益率在 0.12%-0.17%。

图 4：2010-2017 美国名义和实际 GDP 增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图 5：2010-2018Q1 美国 1 年期国债收益率



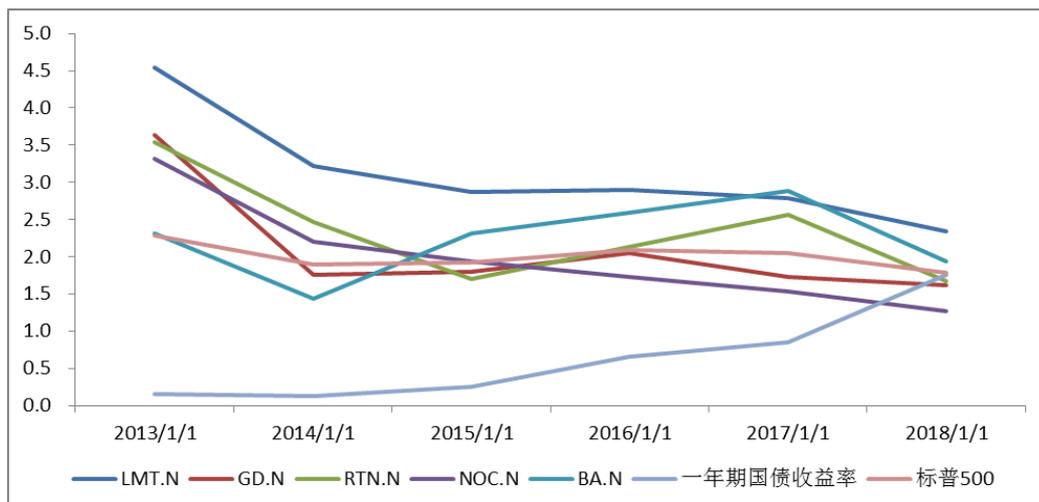
数据来源：彭博，东吴证券研究所

货币宽松环境下，增量资金进入股市，驱动整个二级市场估值上升，但军工股估值提升幅度明显高于市场平均水平，这说明此时军工股的某种特质让资金更加青睐，结合当时的市场环境，我们认为，高股息率是军工股受到资金追捧的重要原因。

在利率很低的情况下，原本配置于固定收益资产的资金为寻求更高的收益率流入股市，会更加偏好具有债券性质并且收益率高的股票，即稳定的现金分红和高股息率，而军工股刚好具有这种特质，2013 年初美国一年期国债收益率仅为 0.15%，纽交所上市公司平均股息率为 1.11%，标普 500 指数的股息率为 2.29%，5 大军工巨头中股息率最低的是波音 2.32%，最高的是洛克希德马丁 4.55%。我们认为，军工股高股息率符合了当时资金的偏好，是 2013 年开始大幅上涨的重要原因。

从股价走势上看，股息率最低的波音在 2013-2016 年涨幅并不明显，也进一步印证的上述观点——高股息率是驱动股价攀升的重要因素（见图 2）。

图 6：2013-2018 年 5 大军工巨头股息率、标普 500 股息率与国债收益率对比



注：某一时点上股息率的算法为过去一年每股现金分红的加总除以股价

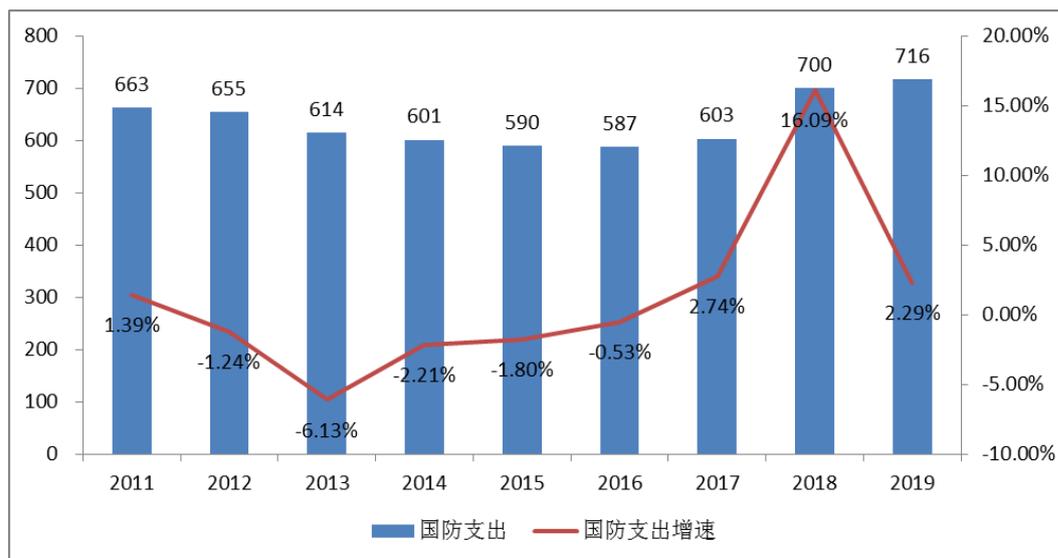
数据来源：彭博，东吴证券研究所

从 2016 年以后，随着美国利率的提升以及军工股股价的上涨，军工股在股息率方面相对于债券的优势减弱，相对于标普 500 甚至已没有优势，但股价依然继续大幅上涨跑赢指数。J.P.Morgan 在 2016 年行军工业策略报告中指出，**在全球经济增速缓慢，新兴市场、能源、商品等领域风险提升的环境中，军工股与宏观经济的关系较弱，是当下市场环境中最佳的选择。**可以看出，此时军工行业自身的逆经济周期特性，一定程度上成为了股价的支撑，从美国军费支出的数据来看也确实如此。

我们统计了 2010 年以来美国国防支出的情况，2011 年，阿富汗战争进入尾声，奥巴马政府决定开始从阿富汗撤军，国防开支也随之下滑，2012-2016 年，美国的国防支出每年都在缩减，然而 2017 年初特朗普上台后，大幅提升了美国国防支出，将 2017 年国防预算提升了 10% 至 6030 亿美元；2017 年 11 月美国国会以压倒性的优势通过了 2018 年 7000 亿美元的国防支出法案；2018 年 8 月，特朗普在纽约州德拉姆堡举行的仪式上签署了国防支出总额高达 7160 亿美元的 2019 财年国防授权法案，军费再次创下历史新高。

与此同时，美国整体经济增速依然缓慢，2016、2017 年实际 GDP 增速分别为 1.6% 和 2.2%，实际工业生产总产值增速为 0.2%、0.98%，相比之下军工行业的景气程度较高。

图 7：美国国防支出及增速（十亿美元）



注：2011-2016 年数据来自 wind，2017-2019 年数据来自于搜狐网

数据来源：wind，搜狐网，东吴证券研究所

综上，我们认为，从市场和行业层面看，驱动美国军工股大涨的因素主要有以下 2 点：

1、**宽松货币环境下资金对高股息的偏好。**主要表现在 2011-2016 年，军工股高股息率优势明显，但行业景气度偏弱（国防开支缩减），因此股息率是驱动股价攀升的主要原因；

2、**军工具有逆经济周期的性质。**主要表现为 2016 年以后，全球经济增速缓慢、市场风险增大时，军工股受宏观经济影响较弱，虽然股息率优势消失，但行业的逆周期特性以及 2017 年特朗普上台后加大国防投入继续驱动股价攀升。

3. 公司层面：基于现金流估值显示股价低估

公司基本面状况是股价最基本的支撑，下文我们从美国证券研究机构的报告切入，探究在公司层面，市场看好军工股的原因。从研报的内容来看，机构非常看重公司产生自由现金流的能力，以及股东回报，在估值方面也将 FCF 企业自由现金流作为重要指标。

表 2：美国证券研究机构报告中对于 5 家军工巨头的观点和估值方法

公司	研究机构	研报发布时间	评级	主要内容
洛克希德马丁	J.P.Morgan	2017 年 4 月	中性	<p>主要观点：美国国防支出增加将使龙头公司收益，F-35 业务带来业绩增长。</p> <p>估值方法：按照预期 2018 年 FCF 给予 5.5% 的 FCF yield（即 19.61 倍 P/FCF），对应 14.4x 倍的 EBITDA 倍数，高于同类公司，但由于现金流前景较好并且公司在现金</p>

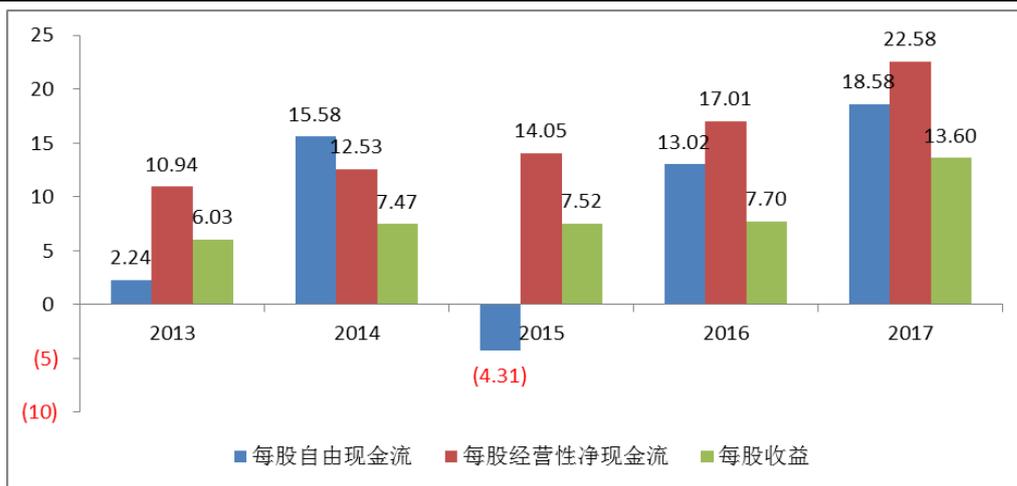
波音	Citi Research	2017年2月	买入	<p>分配方面对股东友好，公司应该享受溢价。</p> <p>主要观点：基于现金流和股东回报，认为虽然飞机的订单周期结束，但管理层依然能够通过提升管理来驱动现金的增长，当前的 FCF yield 具有吸引力。</p> <p>估值方法：给予 2017 年 14.3x 倍 P/FCF。</p>
霍斯罗普格鲁曼	J.P.Morgan	2016年10月	中性	<p>主要观点：预计现金流和利润都能强劲增长，但以当前股价对应的 FCF yield 在同类公司中较高，股价向上空间有限。</p> <p>估值方法：给予 2018 年 18.5x 倍 P/FCF。</p>
雷神	J.P.Morgan	2016年11月	买入	<p>主要观点：看好公司业务布局，爱国者导弹系统为未来增长提供保障，同时公司受益于中东地区局势动荡。</p> <p>估值方法：给予 2018 年 17.5x 倍 P/FCF。</p>
通用动力	J.P.Morgan	2016年10月	中性	<p>主要观点：湾流商务飞机前景不明朗，其他业务经营情况良好。</p> <p>估值方法：给予 2018 年 6.2% 的 FCF yield，对应 16x 的 P/FCF。</p>

数据来源：J.P.Morgan 和 Citi Research 报告，东吴证券研究所

企业自由现金流量是指扣除税收、必要的资本性支出和营运资本增加后，能够支付债权人和股东的现金流量，是企业能够以真金白银形式分配给债权人和股东的最大潜在回报，因此对于评估任何企业的价值来说，自由现金流都是非常重要的指标。再结合 2013-2016 年的市场环境，机构偏好具有高分红的标的，而充沛的现金流是进行现金分红的基础，我们认为这是美国机构投资者看重军工股现金流的原因。

然而现实中，军工股的自由现金流并不稳定，以波音为例，2013-2017 年，波音每股自由现金流整体呈增长趋势，但波动很大，其中 2015 年为负值，2016 和 2017 年现金流和利润都为正并且快速增长。5 年加总来看，每股自由现金流的总和是大于每股收益的。

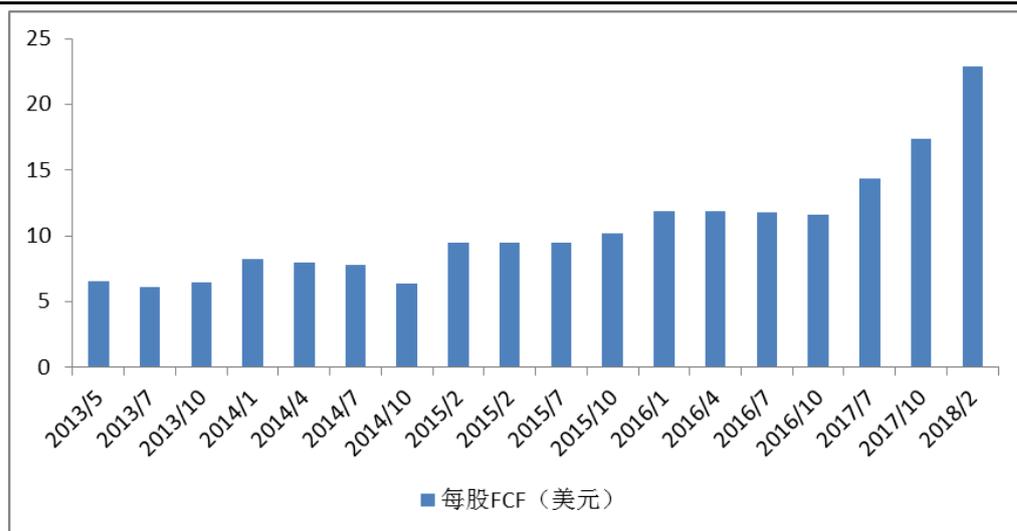
图 8：波音 2013-2017 每股现金流和每股收益情况（美元）



数据来源：彭博，东吴证券研究所

我们认为，先进的武器装备与民航客机在研发的前期需要大量资金投入，在项目进展的不同时期，波音的现金流有较大幅度波动是正常现象，然而在历史自由现金流波动幅度大的情况下，市场依然预期自由现金流未来稳定增长，并将其作为重要的定价依据。

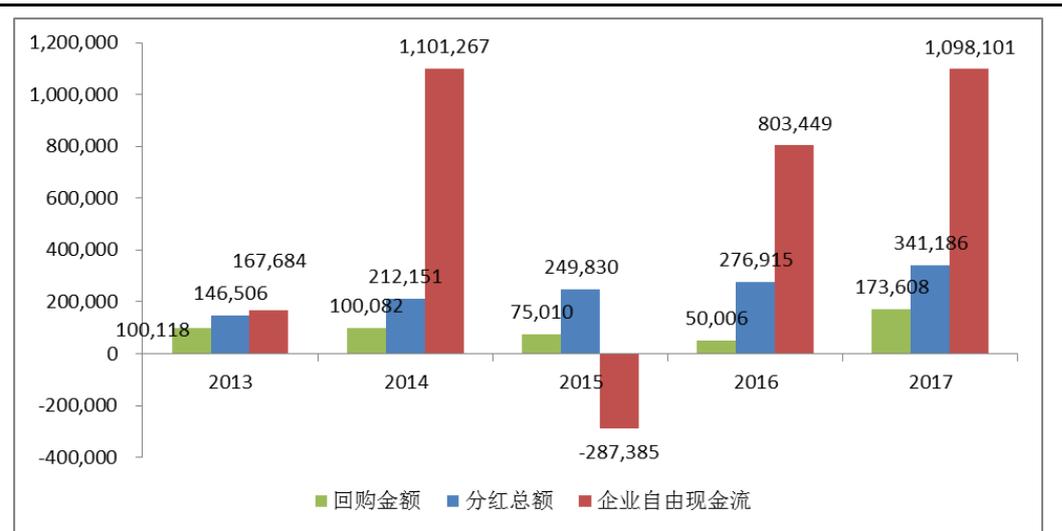
图 9：J.P.Morgan 的报告中对波音下一年每股自由现金流预测情况



数据来源：J.P.Morgan 报告，东吴证券研究所

我们认为，市场对波音现金流的信心，一方面来自于看好公司业务前景，另一方面来自公司稳定增长的股东回报。2013-2017 年，波音的股票分红稳健增长，复合增速 23.53%，并且每年都有股票回购，平均金额约为 10 亿美元，即使在自由现金流为负的 2015 年，波音的分红依然稳定增长，并实施了股票回购。2013-2017 年，波音用来分红和回购的资金占总自由现金流比例为 59.85%。此外波音还在 2013、2015 和 2017 年底三次公告长期的股票回购计划，金额分别为 100 亿、140 亿和 180 亿美元。

图 10：波音 2013-2017 年自由现金流、分红和股票回购情况 (万美元)



数据来源：彭博，东吴证券研究所

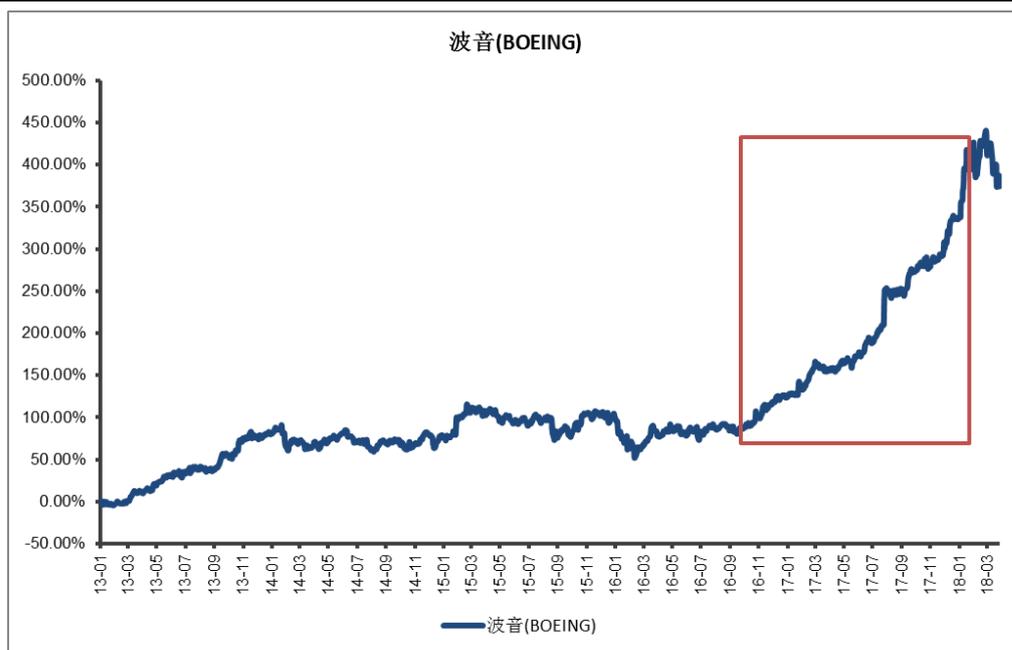
表 3：波音股票回购计划

时间	公告内容
2017/12/17	董事会授权 180 亿美元股票回购
2015/12/15	董事会授权 140 亿美元股票回购
2013/12/17	董事会授权 100 亿美元股票回购

数据来源：波音公司公告，东吴证券研究所

若市场按照预期现金流情况给波音定价，保持 P/FCF 倍数的稳定，则 2013-2017 年底的股价涨幅应与预期现金流涨幅一致，为 167%，但实际上波音 2013-2017 年底股价涨幅为 335%，我们认为其中还有第二章中宏观与行业方面的原因。从股价走势上看，不同于其他军工股 2013 年就开始上涨，波音是在 2016 年底才开始大幅上涨，这主要是由于 2016 年以前，高股息是资金青睐军工股的重要原因，而波音在股息率方面优势并不明显，而 2016 年以后，随着特朗普当选带来行业预期的改善，以及波音本身的现金流、利润都稳步增长，因此股价迎来了大幅上涨。

图 11：2013-2018Q1 波音股价涨幅



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

此外, 估值方面, 我们总结了美股研究机构对于军工股采用的估值方法, 大致有 3 种, 除了 P/E、P/FCF 之外, 还采用了现金流折现等方法:

第一, 采用利润倍数与 P/FCF 结合的估值方法, 一般是以 P/FCF 为主, P/E 或者 EBITDA 倍数作为参考, 以波音为例, 历史上波音的自由现金流大于净利润, 机构预期未来的自由现金流也将高于净利润, 因此波音的预期 P/FCF 比 P/E 低, 与工业领域上市公司的平均水平相比也较低, 股价具有吸引力。

第二, 现金流折现模型, Citi Research 在 2016 年的报告中对整个军工行业的上市公司进行了现金流折现, 折现率取 9%, 永续增长率 3%, 估值结果显示部分军工上市公司股价低估。美国 2015、2016 年的名义 GDP 增速分别为 4%、2.7%, 我们认为 Citi Research 报告中的折现率和永续增长率取值过于乐观, 但现金流折现的方法对于军工领域龙头是适用的。现金流折现模型最重要的前提是企业永续经营, 我们认为, 国家对国防建设的投入是永续的, 因此在国防军工领域中具有绝对龙头地位的公司, 符合永续经营的特征, 适用于现金流折现模型;

第三, 采用 EV/EBITA 相对估值法, 目标 EV/EBITA 倍数综合考虑利润增速和现金转化率 (当期现金指标与利润指标的比率), 利润增速越高、现金转化率越高, 给予的目标 EV/EBITA 倍数越高。

整体上看, 美国军工股的现金流是机构最为看重的指标, 自由现金流的的增长也是股价攀升的重要原因, 同时美股研究机构对军工股的估值方法比较多样, 每一种都将现金流作为重要考虑因素。

4. 总结: 他山之石, 可以攻玉

整体上看，美国军工股 2013-2017 年大涨与宏观环境、行业前景和公司基本面都分不开，从宏观和行业层面看，是因为低利率环境中资金对高分红股票的偏好，以及在宏观经济不景气时军工行业逆周期的特性，从个股层面看，市场非常重视企业现金流，在各种估值方法中都将现金流作为重要的指标，着重考虑现金流的估值结论显示军工股股价低估。

反观中国军工股，我们认为：

第一，虽然中国军工企业在体制和发展程度上与美国有所差别，但近年来不断推进的资产证券化、军民融合、科研院所和定价机制的改革，都是在将整个产业链向更市场化和更高效的方向推进，从这个角度看中国军工行业在向美国靠近。同时，与美国相同的是，在当前整体经济增速下滑的环境中，我国国防支出增速上升，军工行业逆周期特性凸显，而今年以来军工板块的走势也一定程度上反映了对军工逆周期特性的认可。

第二，我们认为特别值得借鉴的是美国证券研究机构对个股的研究角度和估值方法，一方面不仅看收入和利润，也看重现金流和分红，另一方面估值方法多元化，相对估值与绝对估值并重，纳入估值框架的指标也非常丰富，包括净利润、EBITA、现金流、现金转化率等。从国内的主机厂类上市公司 2017 年报和 2018 中报可以看出，主机厂的现金流情况从 2017 年底开始显著好转（详情见我们的 2017 年报总结报告《主流军工企业年报分析 从现金流和关联交易看产业链地位和成长性》以及 2018 中报总结报告《全产业链景气得到验证，当前时点坚定看好板块行情》），我们对重点推荐标的中航沈飞采用了自由现金流折现模型，结论显示公司合理市值为 729 亿元，当前市值显著低估（详情见公司深度报告《中航沈飞深度报告：主力战机列装带动业务快速发展》）。我们认为现金流应成为纳入主流军工企业估值框架的重要指标，而随着国内军工行业现金流情况的持续向好，主流军工企业的估值水平仍有提升空间。

5. 风险提示

武器装备研制生产进度不及预期。大型武器装备系统复杂，研制周期长，技术突破与试验结果具有不准确性，若研发和批产的进度不及预期，将对整个产业链的业绩放量产生影响；

军工行业改革推进不及预期。军工行业改革包括科研院所改制、混合所有制改革、军民融合、军品定价机制改革等，相关政策的出台、执行进度具有不准确性，改革推进的不及预期将影响整个军工产业链运行效率的提升。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

