

当我们看好军工时，我们在看好什么？

——国防军工行业事件点评

2019年01月04日

看好/维持

国防军工

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

昨日中信军工行业大涨 2.76%，在 29 个行业排名中位列第一。

观点：

军工昨日大涨，既有外部事件的刺激，也有自身超跌反弹的因素。我们认为，军工投资从不缺主题和成长，缺的永远是好起点，前期调整本身对军工就是最大利好。有人说，军工超跌反弹是脉冲式上涨，现在估值仍然偏高，后面还要继续下跌；也有人说，2019 年是弱经济+震荡市，投资风格得轮动，要更加重视主题投资。

我们认为，对军工而言，外部刺激和内部改革都不可或缺。看好军工的实质是相信硬实力，是押注生产力的发展和生产关系的进化升级。

1. 外部刺激

军工的发展需要“假想敌”。

马克思说：“暴力是每一个孕育着新社会的旧社会的助产婆。”“在真正的历史上，征服、奴役、劫掠、杀戮，总之，暴力起着巨大的作用。”

哈佛大学教授斯蒂芬·沃尔特说：“外部压力迫使相互竞争的国家建立有效的官僚机构、高效的税收体系和强大的军队，也推动了爱国主义的传播和内部分歧的弱化。当狼来到门外的时候，家中的争吵会被放在一边，以对付更为迫在眉睫的危险。”

没有了竞争的压力，也就失去了不断创新进步的动力。现在，这个“假想敌”已经无比真实，台海问题已经摆上桌面，不管结局如何，备战的需求是刚性的。

近年来，航空兵和陆军集团军“师改旅”已基本完成，海军陆战队大幅扩编，我军拥有比较优势的导弹、火箭弹类产品持续放量列装，新一代战机和军舰配备到位——这都是备战的前奏。也就是说，军工行业的景气度和订货量是有保证的。我们去调研的主机厂所也大都加班加点、产销两旺。销售回款也不再拖欠，甚至军方开展了“提速工程”。

2. 内部改革

军工永远是跟“科技”和“改革”联系在一起的。只要有货真价实的高科技含量，只要推动真刀真枪的改革，军工就是勇立潮头的旗帜，就是一马当先的前锋。2019 年的最大看点就是军品定价机制改革和军工企业大规模资产重组。

军品定价机制改革方面，拥有独家主战型号的军工总装企业将成为最大的赢家。另外，核心主力民参军企业也将全面受益。

军工企业大规模资产重组方面，现有军工股基本处于历史低位，重组窗口打开。这其中既有集团层面十大军工央企的合并预期升温，又有中航工业成为国有资本投资公司试点后的资本运作预期。

重组往往是悄无声息推进的，但财富效应则是惊天动地的。

从科技附加值角度看，军工企业拥有不断升级的高精尖技术；

从国家投入角度看，军工企业的重置成本和长期积淀极高；

从资产注入角度看，军工企业是确定的高成长公司。

漫长的研发周期、极高的技术难度、激增的投资规模、持续的现金流保证、类似风险投资的巨大不确定性——这是军工股高估值的来源，也是军工股的魅力所在。自从社会进入重大科技创新的发展阶段，特别是面对现代科技创新投资大、周期长、风险高、回报不明的客观现实，通过军民融合实现重大科技创新可能是主要甚至唯一的途径。

建议关注：航天电器、中航沈飞、中航光电、卫士通、航天彩虹、中直股份、高德红外、中航机电、中航科工等公司。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，五年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。