



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 重视 2019 年军工主线——逆周期 调节因子+科技军民融合

2019 年 01 月 08 日

看好/维持

国防军工

事件点评

## ——国防军工行业事件点评

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:

我们看好 2019 年军工行业, 并给出 2019 年军工主线, 即逆周期调节因子和科技军民融合。

### 观点:

1、我们反复强调, 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。从市场层面看, 本质上军工跟 5G 特高压轨交一样, 都是逆周期调节因子。但军工更具有科技股属性, 订单爆发性更强, 还拥有巨大的制度改革空间。这些都是军工股特别是科技类军民融合公司的独特优势。

2、在科技军民融合方面, 经历 2015-2018 年的洗礼, 2019 年可以定义为科技军民融合的新起点。科技军民融合的本质是企业价值的提升。因为消费(军工本质上是防务消费)和社会进步会带来商业模式转型, 提升企业的内在价值和公共福利。IBM、谷歌、波音、通用汽车、通用动力、劳斯莱斯等等, 在所在国家都是军民融合的高科技企业。我们相信, 中国也会出现世界级的军民融合高科技企业。中长期看, 如果我们配置科技军民融合的龙头企业和有稀缺性的股票, 大概率能跑赢同类市场。

3、桥水基金的达里奥说: 所有有助于经济发展的商品或服务都将得到社会的热情回报, 而一切阻碍经济发展的模式或制度等都会被经济的竞争进化扼杀淘汰。对选股而言, 符合新军事变革方向、掌握扎实技术, 并拥有民用空间的科技公司, 通过军民融合获得热情回报的阶段渐行渐近。

4、2019 年, 我们除持续看好军工核心资产外(这是军工根据地和本大本营), 我们更看好科技军民融合类标的, 包括民营军工企业和军民双跨的科技类参军企业, 尤其是后者。不仅是因为他们经历了充分的调整, 更因为他们拥有扎实的民用业务作支撑, 再插上军用高科技的翅膀, 最有可能率先实现军民双跨, 军民一体, 而这正代表着未来的发展方向。

### 5、2018 年军工成绩单:

- ◆ 直-20 首飞成功: 10 吨的直-20 首飞成功, 预示着它将成为中国未来通用直升机装备的主力, 不仅为陆军插上翅膀, 而且将弥补海军长期以来缺乏 10 吨反潜直升机的短板, 航空反潜作战能力将得以起飞, 对海空军都意义重大。(中直股份)
- ◆ 歼-20 服役并形成战斗力: 春节前万众瞩目的歼-20 正式服役空军, 并迅速形成战斗力, 且非常大方地

在珠海航展上，打开了内置弹舱，露出了霹雳系列空空导弹，充分展示中国空军的自信。

- ◆ **歼-10B 惊艳航展**：装有矢量发动机的歼-10B 战斗机，在本届珠海航展上一飞冲天，表演了落叶飘、眼镜蛇、小筋斗等高难度动作，展示了歼 10B 强大的机动性能，单发战斗机能飞出这般高机动的动作，在全世界范围内绝无仅有。
- ◆ **运-20 加油机**：由运-20 改装的空中加油机已首飞成功，新改装的加油机可以搭载约 70 吨油料，能满足 6-8 架次歼-11 系列或歼-20 战机的空中加油，将大幅提升国产战斗机的空中续航能力，堪称“战力倍增器”。（中航飞机）
- ◆ **055 型大驱海试**：在连续下水 4 艘 055 型万吨级驱逐舰的同时，首艘该型舰进行了海试，即将正式服役海军，将赋予海军更为强大的作战能力，妥妥的全球最新锐战斗力最强的驱逐舰，没有之一，只有第一。（中国重工）
- ◆ **国产航母海试**：国产首艘从设计到建造全部由中国自主完成，并且在辽宁舰使用的经验基础上，进行了多项优化，性能得到进一步提升，其研制建造标志着中国已掌握了建造中型航母和后续更大型航母的能力，国产航母下水并已多次海试，离海军接收已经不远了，2019 年度海军双航母编队可期。（中国重工）
- ◆ **电磁炮上舰试验**：国产电磁炮第一次在 936 登陆舰上试验就取得了成功，在试验现场的一位专家留下了热泪说，曾经我们的北洋水师在此饱受欺凌，今天我在这个地方看到了阳光明媚和希望。确实，马伟明院士的创新团队在此领域，真正走在了世界的前列。（湘电股份）
- ◆ **东风-26 弹道导弹服役**：中国自行研制、具有完全自主知识产权的东风-26 新一代中远程弹道导弹服役，有效射程 4500 公里，是衔接东风-21 和东风-31 的主力弹道导弹，外界称其具备反航母作战能力。
- ◆ **CM-401 反舰导弹**：全球第一次亮相的弹道式高超音速反舰导弹，属于外贸型导弹，由于受到有关条约的制约，射程被严格控制在 290 公里，全程 4 倍音速飞行速度，末端 6 倍攻顶速度，对防空导弹和近防炮系统带来了严峻的考验，对 5000 吨级的水面舰艇一发消魂，即便万吨级的战舰，也极难经受其沉重的打击。
- ◆ **北斗将服务全球**：随着第 18、19 颗组网卫星成功发射，北斗三号基本系统星座部署完成，将为“一带一路”国家和地区提供基本导航服务，完成了北斗“三步走”战略中第三步服务全球的重要一环。（中国卫星、海格通信）
- ◆ 此外，试射巨浪 3 潜射导弹、反导导弹发射、彩虹-7 无人机、无人坦克、无人海上攻击艇、战场火力支援车、小型可重复发射火箭等，见证着中国科技发展的腾飞崛起，无不让国内军迷振奋。

**6、科技军民融合发展再成潮流。**在我国“去房地产化”的发展进程中，军工产业将成为中国新一轮科技革命的发端，也将成为社会资源不断涌入和集聚的焦点。这一过程包括军转民和民参军，最终目标是军民双跨，军民一体。

首先，在军工核心资产方面，2019 年主机厂面临的政策优势有三点：

- ◆ **未来成长的确定性。**上述军工总装类公司的稀缺性和独特性十分突出。公司具有稳定的业绩增长预期，而且十分确定，不受经济形势等外部局势的影响。
- ◆ **业绩释放在五年计划第 3-5 年加速，型号进度超预期。**根据我们对市场上军工总装类公司过去两个五

年周期的统计，军工总装企业的业绩释放往往从第三年开始加速，往往后 3 年收入及利润占五年总体的 70%-75%，后 2 年这一数据则为 50%左右。这与大部分主力型号成熟后并批量列装，以逐步实现国产化替代的假设相互印证。

- ◆ 受益于未来军品定价规则的改革落地。未来总装类公司净利率从目前的 4%提升至 8%的可能性很大，将释放巨大的潜在利润。在未来宏观经济增速趋于平稳的趋势下，资源必然向具备高抗风险能力的大中型企业集中。

其次，在科技军民融合方面，经历 2015-2018 年的洗礼，2019 年可以定义为科技军民融合的新起点。

- ◆ **科技军民融合的本质是企业价值的提升。**因为消费（军工本质上是防务消费）和社会进步会带来商业模式转型，提升企业的内在价值和公共福利。IBM、谷歌、波音、通用汽车、通用动力、劳斯莱斯等等，在所在国家都是军民融合的高科技企业。我们相信，中国也会出现世界级的军民融合高科技企业。中长期看，如果我们配置科技军民融合的龙头企业和有稀缺性的股权和股票，大概率能跑赢同类市场。
- ◆ **技术的发展一般都是从军用扩展到民用。**因为军事对国家政治和国际安全形势具有高度敏感性，所以军用技术具有高机密性的特点，同时又集高精度与高难度为一体，具体表现在设计研发难度大，生产技术要求高。所以技术的突破往往是在军事领域发生。随着社会生产力的逐步提高，民用企业技术和生产水平提高，所以这部分技术逐渐转向民用，促进民用产业技术升级。国际先进转包民品项目可以有效提升企业的技术实力和生产水平，尤其是产品可靠性方面的提高至关重要。
- ◆ **通过军转民，对民品项目的投入实际上也促进了军品的发展，以民养军，军民融合。**首先，民品项目为军品项目额外训练储备了大量的有经验的技术工人，这是在战时难以短期培养的；其次，通过大量民品项目，企业效益提高，除补贴军品研制项目经费外，职工收入也会水涨船高，有助于稳定人心，增强干劲，有效阻止高端技术人才外流。
- ◆ **各国对于军民融合的发展路径不一，中国可以参考借鉴。**军民融合的核心逻辑是军事引导下的科技创新。从国家创新体系的高度推进军民融合是世界主要国家采取的共同发展战略和政策取向。世界主要国家根据国际环境和本国国情采取了不同的发展路径，主要模式有美英等国的“军民一体化”、日本的“以民掩军”、俄罗斯的“先军后民”和以色列的“以军带民”。
- ◆ **我国军工企业未来发展方向是军民合一。**对军民合一企业来说，产品的技术特征是第一位的，用户性质则是第二位的。也就是说，企业更多地专注产品本身，至于客户购买是军用还是民用完全取决于需求。军民合一企业完全按照市场经济规律运作，同样的技术，有军品需求就生产军品，有民品需求就生产民品。军品订单是“输血”，民品订单是“造血”。军民合一企业的优势在于：国家投资所形成的专利技术和知识产权可以从企业之间的转让变成企业内部的转移，极大地降低了成本。同时，企业的生产成本可以在军民品之间分摊。当然，前提是拥有过硬的技术和适销对路的产品。

**建议关注：**主流白马：中航沈飞、中直股份、内蒙一机、中航科工；价值标的：航天电器、中航光电、中航机电；军民融合：卫士通、航天彩虹、湘电股份、四川九洲；民参军：高德红外、火炬电子、光威复材、瑞特股份等。

**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法律责任。

## 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。