

国防军工

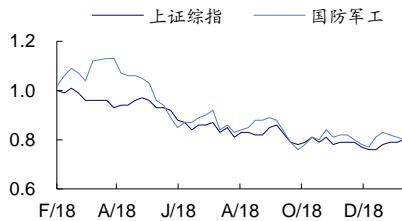
国防军工 02 月投资策略暨 2018 年业绩前瞻

超配

(维持评级)

2019 年 02 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国防军工 2019 年投资策略: 行业指数渐独立于创业板, 关注核心资产业绩与改革进度》——2018-12-12

《珠海航展重大事件快评: 矢量推进已经成熟, 地面无人平台引领军转民方向》——2018-11-19

《国防军工 2018 年 11 月月度投资策略: 改革题材已可布局, 关注总装及核心配套企业》——2018-11-12

《国信证券-国防军工 2018 年中期投资策略: 改革性政策落地预期增强, 聚焦题材不可忽视安全边际》——2018-07-06

《国防军工 2018 年二季度投资策略: 军改影响结束基本面向好, 行业周期特点催生新三年行情起点》——2018-04-16

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308

E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080004

行业投资策略

核心军工资产业绩上行, 盈利能力与改革题材并重

● 一月行情回顾:

2019 年 1 月份依然是十分重视业绩涨幅的, 市场预期的高低直接决定了当月的板块走势。而从配置角度上来说, 其他板块的估值在 2018 年出现大幅下行, 而军工板块由于其确定的成长性跌幅较少, 导致避险资金流向其他板块。这些因素使得板块估值处于较低水平。

● 根据军工板块已发布业绩预告的公司情况来看, 上市公司体内有核心资产的企业业绩较好

从已发布业绩预告的公司的情况来看, 军工板块核心 82 家企业中, 已披露业绩同比上涨的有 39 家, 占比 48%; 同比下降的有 20 家, 占比 24%; 未披露的有 23 家, 占比 28%。板块整体上保持业绩上升趋势。

根据已经发布业绩预告的上市公司的情况来看, 业绩出现下滑的企业有个共同的特点, 就是这些公司的军品业务占比较小, 或者是这些公司的大股东是军工集团或主要从事军事装备研制的科研院所, 但这些上市公司体内以民品业务为主。而上市公司本身以经营军品业务为主的企业, 大部分保持了向上趋势。

● 军工板块将继续表现出较强的抗经济周期性

对比其他与经济周期高度相关的行业的业绩预告, 军工行业则颇显不同, 主要就是不少公司继续保持增长。造成这个情况的主要原因就是军工行业是一个相对于经济周期保持独立的行业, 军工产品的主要市场是军队而不是传统消费市场, 行业景气程度与军队的需求和购买力是高度相关的, 与社会购买力基本无关, 而社会对这类产品则几乎完全没有需求。因此, 强军兴军的目标和时间表的确定, 奠定了军工行业长期景气的基础。

● 投资建议: 重点关注有核心资产的企业及可能的改革利好

军工板块的主要逻辑一直没有发生大的变化, 主要是核心军工资注入上市公司以及随着如定价机制改革的不断深入带来的盈利能力的上升。在 2018 年发生的变化主要是由于 A 股市场的整体下行, 使得市场对企业自身的盈利能力的关注度提升。但是站在目前的时间点来说, 距离十三五末期越来越近, 对于改革落地的预期越来越强, 因此可以关注可能受到军工核心资产注入利好的标的, 如四创电子; 从抗风险的角度来说, 总装类及核心配套标的依然是首选, 而且总装类企业也是可能的定价机制改革的直接受益者, 如内蒙一机、中航机电、航天电器、中航股份、中航沈飞。

● 风险提示

军工企业改革进度可能低于预期, 企业业绩增长可能低于预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

一月行情回顾：板块下行，估值处于较低水平 .....	3
军品收入占比较高的公司业绩较好.....	4
军工行业具有独立于经济周期的属性 .....	6
关注业绩增长与改革落地相关标的.....	7
风险提示 .....	8
国信证券投资评级.....	9
分析师承诺 .....	9
风险提示 .....	9
证券投资咨询业务的说明 .....	9

## 图表目录

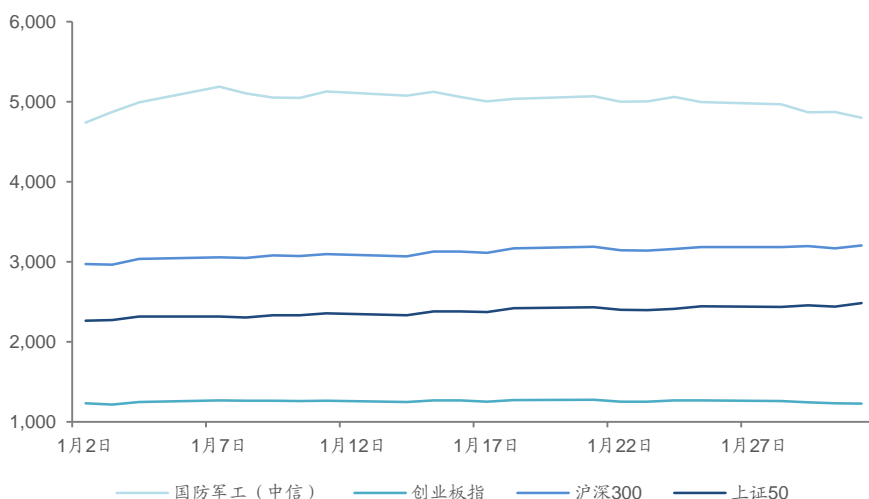
图 1：2019 年 1 月军工板块（中信）与主要指数走势比较图 .....	3
图 2：82 家军工板块核心上市公司 2018 年度业绩预告披露情况统计图 .....	4
表 1：军工板块核心上市公司 2018 年度业绩预告统计 .....	4

## 一月行情回顾：板块下行，估值处于较低水平

2019 年错误!未找到引用源。军工板块在本月的第一周出现了上行，而随后的三周则呈现出下行趋势。造成这种情况的主要原因有两个，首先是开年第一周其他板块的业绩预期继续降低，迫使市场上的资金到业绩成长性及确定性较强的军工板块继续避险，这在本质上是 2018 年市场逻辑的延续，但这也使得军工板块的估值继续走高；其次，进入第二周以后，市场对于板块业绩的预期已经比较充分，而市场已经开始察觉军工板块整体业绩平稳增长且能持续较长时间，但对单一年度的业绩涨幅预期过高，导致板块整体下行。可以说 2019 年 1 月份依然是十分重视业绩涨幅的，市场预期的高低直接决定了当月的板块走势。而从配置角度上来说，其他板块的估值在 2018 年出现大幅下行，而军工板块由于其确定的成长性跌幅较少，导致避险资金流向其他板块进行抄底。

经过一月份的调整，军工板块的数个龙头标的的估值水平已经创历史新低，按照 2019 年的业绩预期计算，内蒙一机、中航机电、航天电器、四创电子均已经不到 30 倍市盈率，中航沈飞也处于历史估值低位，中直股份则呈现出上行的趋势。整体上，板块估值已经处于低位。

图 1：2019 年 1 月军工板块（中信）与主要指数走势比较图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

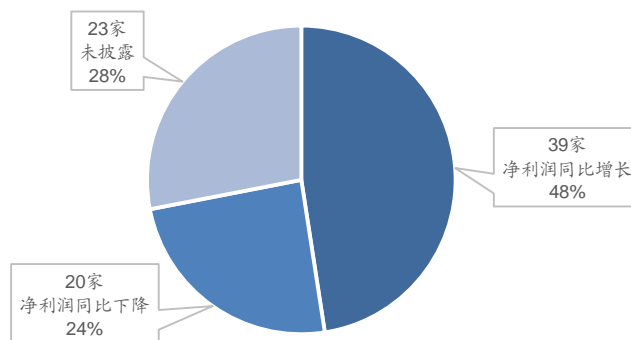
## 军品收入占比较高的公司业绩较好

从已发布业绩预告的公司情况来看，军工板块核心 82 家企业中，已披露业绩同比上涨的有 39 家，占比 48%；同比下降的有 20 家，占比 24%；未披露的有 23 家，占比 28%。板块整体上保持业绩上升趋势。

出现大幅增长的企业其主要经营业务是给总装或分系统企业院所配套军工产品或者是自身就是总装或分系统企业，这些企业业绩在 2017 年受到军改影响，导致 2017 年业绩基数较低，2018 年则是由于军队各项装备采购的恢复及加速，使得业绩大幅上行。而下滑的企业中，其上市公司体内业务民品占比较高，即使其大股东是主要从事军品研制的单位，其上市公司体内业务也主要是民品，这类企业在 2018 年的业绩出现下行，是主要受到了经济周期的影响。

由于 2018 年 A 股市场的情绪出现了很大的变化，对于抗风险性的要求提高。因此，对于在之前市场并不特别关注其业绩表现而是关注其体外资产的证券化进度的企业来说，在去年其业绩表现反而成了决定其股价走势的重要因素。可以说，对于军工板块来说，2018 年是一个忽视题材性事件的一年，这也说明市场的风险偏好出现了大幅的下行。

图 2: 82 家军工板块核心上市公司 2018 年度业绩预告披露情况统计图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 军工板块核心上市公司 2018 年度业绩预告统计

板块分类	产品分类	公司名称	代码	总市值 (亿元)	归母净利润预告 (亿元)		2018 同比 (%)			
					2017	2018	2017	2018		
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	165.58	5.25	-	-	-	-	
		中航沈飞	600760.SH	420.96	7.07	-	-	-	-	
	战机整机	中航飞机	000768.SZ	391.76	4.71	-	-	-	-	
		中直股份	600038.SH	244.22	4.55	-	-	-	-	
		洪都航空	600316.SH	73.86	0.31	1.33	-	1.53	334.00	399.00
		贵航股份	600523.SH	38.45	1.94	-	-	-	-	
	舰艇整船	中国重工	601989.SH	999.85	8.38	-	-	-	-	
		*ST 船舶	600150.SH	177.23	-23.00	4.35	-	5.25	118.91	122.83
		中船防务	600685.SH	111.48	0.88	-19.70	-	-16.50	-2338.64	-1975.00
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	90.80	1.26	2.50	-	3.20	98.40	153.95
		高德红外	002414.SZ	133.15	0.58	1.29	-	1.40	120.00	140.00
		长城军工	601606.SH	87.70	1.15	-	-	-	-	-
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	82.65	1.69	0.35	-	0.41	-79.00	-76.00
		四创电子	600990.SH	55.39	2.01	-	-	-	-	-
		天和防务	300397.SZ	22.13	0.70	-1.55	-	-1.50	-321.14	-314.01
卫星总体	四川九洲	000801.SZ	51.24	0.07	0.80	-	1.00	998.09	1272.61	
重大分系统与子系统	导引头	中国卫星	600118.SH	214.74	4.10	-	-	-	-	
		光电股份	600184.SH	49.71	0.44	-	-	-	-	
	红外子系统	雷科防务	002413.SZ	63.03	1.23	1.35	-	1.84	10.00	50.00
		久之洋	300516.SZ	33.49	0.45	0.45	-	0.49	0.00	10.00
		奥普光电	002338.SZ	26.83	0.38	0.31	-	0.42	-20.00	10.00
大立科技	002214.SZ	27.02	0.30	0.45	-	0.54	50.00	80.00		

发动机(火箭发动机、航空发动机、舰艇推进系统)	航天动力	600343.SH	50.80	0.16	-	-	-	-	-	-
	航发动力	600893.SH	501.94	9.60	-	-	-	-	-	-
	航发科技	600391.SH	37.14	0.47	-3.00	-	-3.00	-740.01	-	-740.01
	中国动力	600482.SH	380.50	12.02	-	-	-	-	-	-
发动机子系统	湘电股份	600416.SH	51.17	0.91	-19.80	-	-19.80	-2271.12	-	-2271.12
	航发控制	000738.SZ	144.12	2.18	-	-	-	-	-	-
通信与电子类配套设备	海特高新	002023.SZ	77.80	0.34	0.65	-	0.72	90.00	-	110.00
	卫士通	002268.SZ	187.03	1.69	1.20	-	1.75	-29.02	-	3.52
	烽火电子	000561.SZ	35.62	0.70	-	-	-	-	-	-
	天银机电	300342.SZ	30.24	1.91	0.95	-	1.43	-50.00	-	-25.00
	欧比特	300053.SZ	58.56	1.21	1.21	-	1.39	0.00	-	15.00
	华讯方舟	000687.SZ	48.96	1.31	0.12	-	0.18	-90.84	-	-86.26
	川大智胜	002253.SZ	31.00	0.45	0.50	-	0.59	10.00	-	30.00
	航天电子	600879.SH	157.45	5.25	-	-	-	-	-	-
	杰赛科技	002544.SZ	59.80	2.02	0.10	-	1.11	-95.00	-	-45.00
	航天发展	000547.SZ	155.75	2.76	4.18	-	4.63	50.00	-	66.00
	海格通信	002465.SZ	185.02	2.93	3.81	-	4.40	30.00	-	50.00
	航天通信	600677.SH	59.48	1.00	1.80	-	2.10	80.00	-	110.00
	北斗终端	中国海防	600764.SH	91.91	0.82	-	-	-	-	-
振芯科技		300101.SZ	50.68	0.31	0.15	-	0.24	-50.00	-	-20.00
火炮系统	华力创通	300045.SZ	49.36	0.81	1.10	-	1.34	35.00	-	65.00
	北方股份	600262.SH	29.75	0.37	1.14	-	1.14	205.00	-	205.00
电力系统类	银河电子	002519.SZ	36.27	1.87	-12.50	-	-9.50	-767.43	-	-607.24
	瑞特股份	300600.SZ	37.11	1.08	1.08	-	1.29	0.21	-	19.69
	泰豪科技	600590.SH	47.82	2.52	-	-	-	-	-	-
	航天机电	600151.SH	58.23	-3.09	0.25	-	0.35	108.09	-	111.32
飞控系统及航空配套	中航电子	600372.SH	239.95	5.42	-	-	-	-	-	-
	航新科技	300424.SZ	33.50	0.67	0.50	-	0.60	-25.00	-	-10.00
无人机	长鹰信质	002664.SZ	43.96	2.56	2.30	-	3.07	-10.00	-	20.00
惯性导航系统	晨曦航空	300581.SZ	22.53	0.49	0.56	-	0.70	15.41	-	45.09
	中航电测	300114.SZ	45.90	1.29	1.49	-	1.68	15.00	-	30.00
	耐威科技	300456.SZ	84.34	0.48	0.92	-	1.07	90.00	-	120.00
	北方导航	600435.SH	113.19	0.47	-	-	-	-	-	-
基础配套产品	光威复材	300699.SZ	146.99	2.37	3.68	-	3.91	55.00	-	65.00
	*ST 抚钢	600399.SH	52.46	-13.38	24.00	-	28.00	279.43	-	309.33
	钢研高纳	300034.SZ	43.46	0.58	0.95	-	1.12	63.26	-	92.47
	炼石航空	000697.SZ	68.77	0.58	0.21	-	0.21	-63.90	-	-63.90
	西部材料	002149.SZ	25.31	0.54	0.58	-	0.68	7.26	-	25.75
	宝胜股份	600973.SH	48.27	0.86	1.12	-	1.47	30.00	-	70.00
	泰和新材	002254.SZ	65.18	1.00	1.50	-	1.80	49.90	-	79.88
	火炬电子	603678.SH	73.33	2.37	-	-	-	-	-	-
	台海核电	002366.SZ	103.44	10.14	3.00	-	4.00	-70.41	-	-60.55
	菲利华	300395.SZ	50.33	1.22	1.46	-	1.83	20.00	-	50.00
	中航高科	600862.SH	96.40	0.84	3.09	-	3.09	270.00	-	270.00
	新研股份	300159.SZ	70.49	4.05	3.04	-	4.26	-25.00	-	5.00
	中航机电	002013.SZ	250.44	5.79	7.45	-	9.58	5.00	-	35.00
	中船科技	600072.SH	54.56	0.30	0.60	-	0.74	97.24	-	143.27
	银邦股份	300337.SZ	27.04	0.08	-0.55	-	-0.50	-801.77	-	-737.97
	中航三鑫	002163.SZ	40.02	-0.09	0.10	-	0.40	209.38	-	537.51
	爱乐达	300696.SZ	23.81	0.74	0.66	-	0.72	-10.22	-	-2.66
	鹏起科技	600614.SH	69.38	3.87	-33.10	-	-28.10	-954.92	-	-825.78
	航天长峰	600855.SH	38.65	0.10	0.77	-	0.80	649.41	-	678.49
航天晨光	600501.SH	26.16	0.12	-	-	-	-	-	-	
电子元器件	振华科技	000733.SZ	58.84	2.04	-	-	-	-	-	-
	亚光科技	300123.SZ	53.63	0.97	1.72	-	2.00	78.13	-	107.13
	中航光电	002179.SZ	287.74	8.25	8.25	-	9.49	0.00	-	15.00
	航天电器	002025.SZ	107.25	3.11	3.27	-	3.89	5.00	-	25.00
	旋极信息	300324.SZ	93.41	3.89	3.50	-	4.36	-10.00	-	12.00
	航天彩虹	002389.SZ	115.51	1.87	2.24	-	2.99	20.00	-	60.00
	航天科技	000901.SZ	61.66	1.70	1.40	-	1.65	-17.69	-	-2.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 军工行业具有独立于经济周期的属性

与经济周期关系较小或者是抗经济周期性是军工行业的自身属性，因为军工行业相对于国民经济是独立的，其不与传统的国民经济的市场主体发生供需关系。军工行业主要由两部分构成，一个是需方，这个需方是比较特定的，一般是我国的军方和外国军队；另一个是供方，这主要是科研院所、军工企业。供需双方在封闭的系统内独立运行，不受国民经济的影响。影响军工行业景气度的因素可以归纳为：1、国家对于发展国防工业和强军兴军的态度，这一点直接体现在军费的投入上；2、相关武器装备型号的科研生产进度，由于武器装备既要求其足够先进，又要求其足够可靠，其技术上的复杂程度导致了其研制试验周期较长，并且可能受到各类技术因素的影响导致其研制进度不及预期以影响交付，从而影响企业业绩；3、军方自身的接装换装能力，军方自身的接装能力与其人员素质高度相关，随着我军整体学历的不断上升、基层部队高素质人才的增多，接装能力将持续提升。

总结起来，军工行业是一个呈现出竞标市场化、采购计划性特点的行业。在武器装备的研制阶段，要想获得军方立项及订单，需要多家单位同时提出方案进行选型，之后还有方案阶段、型号阶段等，在这个过程中，没有竞争力的产品随时会面临被淘汰的可能。一旦通过军方评审及定型，该产品的采购又是十分具有计划性的，军方会严格按照装备计划进行采购。



## 关注业绩增长与改革落地相关标的

虽然在 2018 年市场对于军工行业上市公司的体内资产的盈利能力关注度提高，但是在 2019 年依然不能忽视改革与资产注入等题材的利好，尤其是在 2018 年全年板块估值出现整体下行，市场情绪和风险偏好已经处于极低水平的情况下，应该更加重视改革题材所带来的利好，以及市场的风险可能提升带来的影响。

从配置的角度来说，总装及核心配套类企业估值水平相对较低，业绩成长相对稳定，前景确定性强，在抗跌性和上升空间均比较可观。

内蒙一机是地面主战装备的龙头企业，是我国最大的地面装甲车辆研制单位，根据全军在 2020 年实现机械化的目标，是全军机械化目标的直接受益者，装甲车辆订货的增加尤其是新型履带式坦克的定型服役成为其业绩新增长点，轮式战车业务有望保持平稳增长。随着中东友好国家的武器禁运解禁，外贸业务有可能成为爆发性增长点。

中航沈飞是 A 股战斗机第一股，是我国战斗机的主要生产企业。随着空军现代化的加速和海军舰载航空兵建设的加速，公司将持续受益。不论是新型多用途战斗机还是舰载战斗机，均可保持较长时间的增长。随着国际市场对于新型隐身战斗机需求的兴起，FC-31 战斗机的外贸前景将更加明朗。

中航机电的主营业务是为我国航空及航空发动机产业进行零配件及分系统级别的配套，其处于整个航空产业链中游，具有承上启下的作用。我国生产的绝大多数战机和发动机均由其进行配套，是最能代表我国航空产业链各个子行业的企业。

中直股份是我国直升机的主要生产企业，其将受益于陆军航空兵和海军舰载直升机部队规模不断扩大。目前我国陆军航空兵和舰载直升机不仅数量不足，而且缺乏中型多用途直升机，随着直-20 系列飞机的入役，公司业绩将保持持续增长。

航天电器的主营业务是宇航级连接器，主要应用于运载火箭、弹道导弹、巡航导弹等航天产品。数年来，我国的火箭发射次数保持持续增长，火箭军建设不断加速，公司将持续受益。

四创电子自身主营业务是安防产品、雷达电源等，子公司博微长安为军用雷达。其民品业务受到经济周期影响较大，军品业务持续增长。其大股东电子科技集团第 38 所是我国主要的雷达研制单位，随着电科院所改制及资产证券化的不断深入，公司将持续受益。而且公司经历去年的调整，估值处于历史低位。

## 风险提示

军工企业改革进度可能低于预期，企业业绩增长可能低于预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
600967	内蒙一机	买入	10.33	0.31	0.34	0.39	33.32	30.38	26.49	2.24
600760	中航沈飞	买入	32.16	0.51	0.54	0.62	63.06	59.56	51.87	6.31
002013	中航机电	买入	7.16	0.24	0.23	0.27	29.83	31.13	26.52	3.03
600038	中直股份	买入	43.39	0.77	0.79	0.93	56.35	54.92	46.66	3.54
002025	航天电器	买入	26.41	0.73	0.83	0.94	36.18	31.82	28.10	4.78
600990	四创电子	买入	37.98	1.26	1.29	1.32	30.14	29.44	28.77	2.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032