

## 国防军工

## 行业中期策略

### 投资中国的安全与发展

#### 投资要点

- ◆ **中国的安全和发展需要先进的国防军工行业。**中国庞大的经济规模和对外投资总量，需要强大的国防来保护自身利益。因此，中国国防开支保持了长期稳定增长。截止到2019年，中国国防开支预算为1.19万亿元，同比增长7.5%。过去10年主要军工集团的收入和利润复合增长率保持在10%以上。国防开支持续增长，为投资A股市场上的军工上市公司，提供了良好的基本面支持。
- ◆ **中国军工技术不断突破，进口替代取得明显进步。**从武器装备细分行业的进出口分析表明，航空、舰船、航天等细分行业的进口替代刚刚完成，新型号已经处于世界先进水平，正开始批量装备部队。军工电子的进口替代正在进行中，航空发动机的进口替代刚刚开始。
- ◆ **良好的基本面保证拥有核心军工资产的A股公司长期跑赢市场。**2005-2019年，国防军工板块涨幅为470%，沪深300涨幅为280%。军工板块涨幅明显超过市场基准，并且市场底部逐步抬升。军工板块良好的长期表现根本原因是中国国防工业良好的基本面。由于行业正处在长期景气周期之中，再叠加改革等因素，A股市场上的拥有核心资产的军工上市公司在投资长跑中跑赢市场基准。
- ◆ **2019年下半年影响国防军工板块的积极因素较多。**2019年下半年新型号和新订单有望提升投资者对军工板块的关注度。国庆70周年阅兵也是行情重要的催化因素。军工资产证券化也在稳步推进。科创板的开设不仅扩大了国防军工上市公司的标的，还为现在A股的军工上市公司提供了对标。此外，科创板同股不同权的制度创新为军工资产证券化提供了新思路。
- ◆ **给与行业评级为领先大市-B。**国防军工板块整体还处在景气周期中。相关的上市公司是保证中国安全与发展的核心资产，具备良好的长期投资价值。2019年下半年，伴随新的订单和型号逐渐落地，上市公司的业绩将继续保持增长。科创板的设立将提升投资者对高科技股的热情，A股军工对标公司会迎来新的投资机会。10月的国庆阅兵也将提升市场对国防军工板块的关注度。整体而言，我们认为2019年下半年国防军工板块具备投资机会。给与行业评级为领先大市-B。
- ◆ **投资标的选择思路。**我们遵循下面3个标准：1、新型号+新订单；2、有核心技术壁垒；3、具备资本运作概率和主题机会。建议关注：核心资产：中航飞机（000768）、洪都航空（600316）、中直股份（600038）、钢研高纳（300034）、光威复材（300699）。主题投资：海特高新（002023）、国睿科技（600562）、四创电子（600990）、中国海防（600764）、贵航股份（600523）。
- ◆ **风险提示：**1、新型号和新订单进度低于预期；2、经济大幅低于预期导致市场风险偏好下降；3、信用收缩超预期；4、改革进度低于预期。

投资评级

领先大市-B 下调

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.25	-7.68	2.18
绝对收益	1.18	-4.82	14.19

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号：S0910519030001  
wangyiming@huajinsec.com

#### 相关报告

- 国防军工：降准释放流动性提升风险偏好，军工景气上行 2019-01-09
- 国防军工：美商务部出口管制新增44家军工企业，影响有限 2018-08-02
- 国防军工：2018年国防预算超预期，开启新时代强军路 2018-03-06
- 国防军工：鼓励军工资产注入，军民融合深度发展 2017-12-05
- 国防军工：军民融合步伐加快，进入实质落实和加速实施期 2017-06-23

## 内容目录

一、中国安全与发展需要持续成长的国防工业.....	4
(一) 国内外政治经济形势是影响国防军工需求的重要因素 .....	4
1、世界已经发生改变 .....	4
2、世界正在发生变化 .....	6
3、世界或许一直没有变 .....	7
(二) 国防军工是中国产业创新的引领力量 .....	8
1、国防军工是中国工业化的先行者 .....	8
2、高科技的国防工业是中国产业升级的方向 .....	9
二、中国国防军工基本面发展良好.....	11
(一) 从武器装备进出口看细分行业进口替代.....	12
1、中国高技术武器装备进口替代进入新阶段 .....	12
2、军机进口替代基本完成，发动机刚刚开始 .....	13
3、陆军装备以自主研发为主，进口替代已经完成 .....	14
4、舰船、导弹进口替代基本完成，军用传感元件有替代空间 .....	15
(二) 主要军工集团收入利润持续增长 .....	16
三、A股市场国防军工板块结构分析 .....	19
(一) 根据产业链划分 A 股军工上市公司 .....	20
1、主承包商 .....	20
2、系统承包商 .....	21
3、零部件、原材料承包商 .....	22
(二) 根据股东背景划分 A 股军工上市公司 .....	23
四、2019 年下半年投资机会展望 .....	28
(一) 2019 年上半年市场回顾 .....	28
(二) 2019 年下半年国防军工板块投资机会 .....	29
1、新型号和新订单 .....	30
2、改革与创新 .....	31
3、资产证券化 .....	32
(三) 投资建议 .....	33

## 图表目录

图 1：1978-2018 年中国 GDP 保持高速增长.....	4
图 2：2006-2017 年中国对外直接投资增量变化.....	5
图 3：2006-2017 年中国对外直接投资存量变化.....	5
图 4：中国国防开支保持长期稳健增长 .....	5
图 5：世界正在改变——逆全球化和民粹主义.....	6
图 6：中国周边的热点地区 .....	7
图 7：中国工业化的路径.....	8
图 8：中国产业的升级方向 .....	9
图 9：2016 年中国高科技产业 R&D 经费投资强度 .....	10
图 10：2004-2019 年国防军工板块与沪深 300 涨幅比较.....	11
图 11：中航飞机：比较基准日 2005-01-01.....	11
图 12：中国卫星：比较基准日 2005-01-01 .....	11

图 13: 中直股份: 比较基准日 2005-01-01 .....	12
图 14: 中航光电: 比较基准日 2005-01-01 .....	12
图 15: 1978-2018 年中国武器装备进出口额 .....	13
图 16: 中国 1978-2018 年军用飞机进出口额 .....	14
图 17: 中国 1978-2018 年航空发动机进出口额 .....	14
图 18: 中国 1978-2018 年坦克装甲车进出口额 .....	15
图 19: 中国 1978-2018 年火炮进出口额 .....	15
图 20: 中国 1978-2018 年导弹进出口额 .....	15
图 21: 中国 1978-2018 年防空系统进出口额 .....	15
图 22: 中国 1978-2018 年海军装备进出口额 .....	16
图 23: 中国 1978-2018 年军用传感元器件进出口额 .....	16
图 24: 中国十一大军工集团简介 .....	17
图 25: 2006-2017 年十大军工集团营业收入 .....	18
图 26: 2006-2017 年十大军工集团营业利润 .....	18
图 27: A 股市场国防军工板块结构 .....	19
图 28: A 股国防军工上市公司按产业链划分 .....	20
图 29: 中国航空工业集团旗下主要上市公司 .....	24
图 30: 中国航天科技集团旗下主要上市公司 .....	24
图 31: 中国航天科工集团旗下主要上市公司 .....	25
图 32: 中国兵器工业集团旗下主要上市公司 .....	25
图 33: 中国兵器装备集团旗下主要上市公司 .....	25
图 34: 中国船舶重工集团和中国船舶工业集团旗下主要上市公司 .....	26
图 35: 中国电子科技集团旗下主要上市公司 .....	26
图 36: 中国电子信息集团旗下主要上市公司 .....	27
图 37: 中国航空发动机集团旗下主要上市公司 .....	27
图 38: 中国核工业集团旗下主要上市公司 .....	27
图 39: 地方军工国企和民参军上市公司 .....	28
图 40: 2019 年上半年市场回顾 (20190101-20190626) .....	29
图 41: 2019 年上半年市场回顾 (20190101-20190404) .....	29
图 42: 影响国防军工板块投资机会的三要素 .....	30
图 43: 新型号-直 20 .....	30
图 44: 新型号-高新 6 号反潜机 .....	30
图 45: 新型号-歼 16 .....	31
图 46: 新型号-轰 20? .....	31
图 47: 改革创新有利提升国防军工投资价值 .....	31
图 48: 我国十一大军工集团资产证券化水平 .....	32
表 1: 主要军工集团 2006-2017 年收入利润情况 .....	17
表 2: 定位为主承包商的 A 股上市公司 .....	21
表 3: 定位为系统集成的 A 股上市公司举例 .....	22
表 4: 定位为零部件和原材料供应商的 A 股上市公司举例 .....	23

## 一、中国安全与发展需要持续成长的国防工业

2019年是中华人民共和国成立70周年。70年前，中国人民在中国共产党的领导下，经过艰苦卓绝的斗争，实现了民族独立和自由，建立了中华人民共和国。为了保卫来之不易的胜利果实，新中国的领导层在规划中国经济蓝图时，将建设国防工业放在十分重要的位置。

因此，中国工业化体系的建设，是从建立国防工业和重工业体系开始的。在苏联的援助下，第一个五年计划期间实施的156项重点工程中，大部分是国防工业和重工业项目。这些工程项目的建成为中国工业化打下了良好的基础。独立自主的国防工业使得中华民族在之后的70年中，有足够能力面对风云变化的国际形势。在面对外部压力时，我们有足够的威慑力量保证中国和平稳定的发展环境。回顾历史，可以得出这样的结论：

中国的安全与发展需求强大的国防工业。投资国防军工行业，就是投资中国的安全与发展。

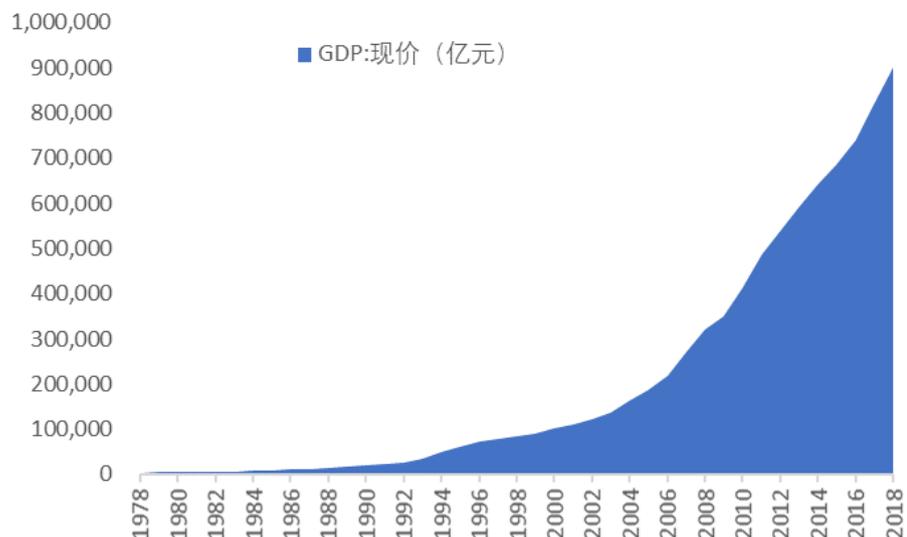
### （一）国内外政治经济形势是影响国防军工需求的重要因素

一个国家的国防军工发展战略与该国的政治经济形势密切相关。特别是经济实力的变化，要求国家安全战略与之相适应。政治经济与安全战略相互作用和动态调整，必然会导致国防工业的供需关系发生变化，并且这种变化的周期一般比较长。下面我们将从宏观角度分析这些变化，帮助投资者更加从容的理解和把握国防军工板块的投资机会。

#### 1、世界已经发生改变

中国已经为全球第二大经济体。改革开放以来，经过40年的发展，2018年中国GDP总额约90.3万亿人民币。全球经济排名从第15位上升为第2大经济体。人均GDP也从1978年的160美元左右，增长到2018年的近万美元。目前中国已经是全球第一大的货物贸易国，第二大的服务贸易国。

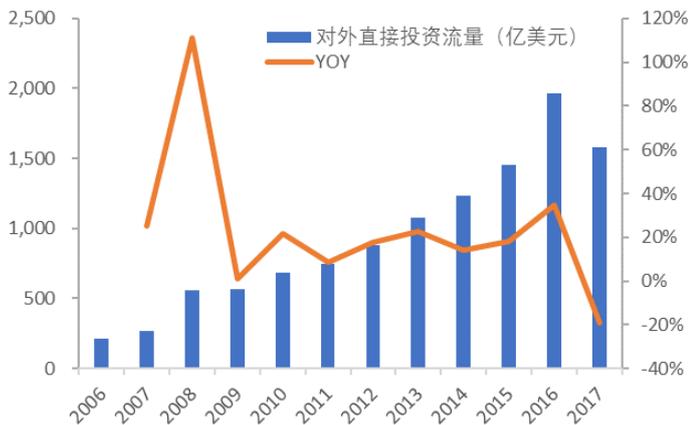
图1：1978-2018年中国GDP保持高速增长



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

中国需要军事实力保护自己的对外直接投资。在经济快速发展过程中，中国与世界经济的关系互动也日益紧密。中国坚持开放，吸引外资同时，也加大了对外投资的力度。2006-2017年，中国对外直接投资逐年增加，到2013年，中国对外直接投资年增量就保持在1000亿美元以上了。截止到2017年，中国对外直接投资的存量达到1.8万亿美元。中国当然有动力持续提高国防军工产业的供给能力。从而保证有相对应的军事实力，来保护如此庞大的对外投资资产。

图 2: 2006-2017 年中国对外直接投资增量变化



资料来源: 商务部, 华金证券研究所

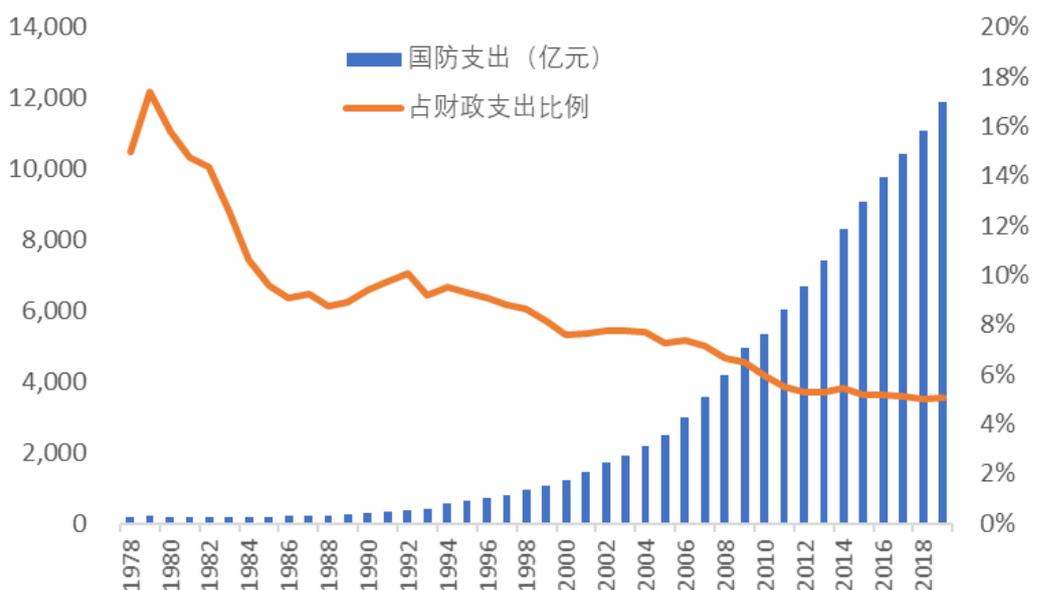
图 3: 2006-2017 年中国对外直接投资存量变化



资料来源: 商务部, 华金证券研究所

国防开支增长为投资国防军工提供基本面支持。与40年前相比，世界已经发生了变化。中国如此庞大的经济规模和对外投资，需要强大的国防来保护中国的自身利益。因此，伴随中国经济增长，中国国防开支也保持了长期稳定增长。截止到2019年，中国国防开支预算为1.19万亿元，同比增长7.5%。国防开支持续增长，为投资A股市场上的国防军工上市公司，提供了良好的基本面支持。

图 4: 中国国防开支保持长期稳健增长



资料来源: WIND, 华金证券研究所

中国依然实行积极防御型的国防政策，国防工业发展后劲十足。我们同时注意到，中国国防开支在稳健增长的同时，占财政支出的比例却呈现持续下降趋势。尽管2019年中国国防开支预

算有 1.19 万亿元，但其占同期中国财政支出预算比例仅为 5% 左右。投资者可以从两方面理解这一数字，从一方面来说：这表明了中国依然实行积极防御型的国防政策。军费增长是为了适应中国不断增长的经济和安全需要。另一个方面也表明：一旦有需要，中国有足够的资源增加国防投入，捍卫中国的核心利益。**稳健增长的国防开支是国防军工行业处于长景气周期的保证。**

## 2、世界正在发生变化

中国改革开放进程与最近一轮全球化进程基本同步。受益于世界全球化的进程，凭借土地要素和劳动力的低价格，以及在新中国成立后，30 多年工业化过程中积累的训练良好的劳动力，中国人民通过自己辛勤劳动，享受了这一轮全球化的红利。中国也成长为全球第二大经济体。

若干年后，我们回望历史，或许会发现 **2019 年我们正站在历史的关键节点上。当今世界，正在发生一些影响深远的变化。**

**中国与美国关系面临重要关口。**2016 年特朗普当选美国总统后，提出“让美国再次强大”的口号，对华政策出现明显转向。美国主动增加关税，挑起中美贸易战。在高科技领域对华为为代表的中国高科技企业步步紧逼，同时加强在台湾问题上对中国的施压，在香港、南海方向上也动作频频。这一系列动作表明，美国希望通过对中国进行极限施压，达到压制中国安全与发展的目的，从而达到美国全球独大，全面领先的战略目的。中国只有做好自己的事情，加大改革开放的力度，才能够实现“不愿打，不怕打，必要时不得不打”的应对战略。

具体到国防军工领域，要加强国防军工领域的投入和改革，提升行业效率，增强符合未来军事斗争需要的国防产品供给能力。证券市场在这个过程中能够发挥重要作用，投资者也可以在这个过程中获取可观的投资回报，实现双赢。

图 5：世界正在改变——逆全球化和民粹主义



资料来源：华金证券研究所

**逆全球化和民粹主义的趋势带来新动荡。**尽管全球化给世界带来经济发展和繁荣，但不可避免会损害一些民众和集团的利益。目前全球化红利边际效应在逐渐减弱，逆全球化和民粹主义趋

势不断增强。这些现象都是在全球化过程中利益受损力量强力反弹的表现。不仅仅是中美关系，在世界的其他地方，我们也观察到许多逆全球化和民粹主义的负面迹象。2018 年法国的黄马甲运动，2016 年至今的英国脱欧闹剧，不断扩散的恐怖主义活动等等，都向人们展示了民粹主义和逆全球化是如何给世界带来新的不确定性。

尽管中国实施积极防御的国防战略，但在一个不确定性增加的世界中，加强自己的国防军事能力，提高保护自身利益的能力，是一个理性的战略选择。

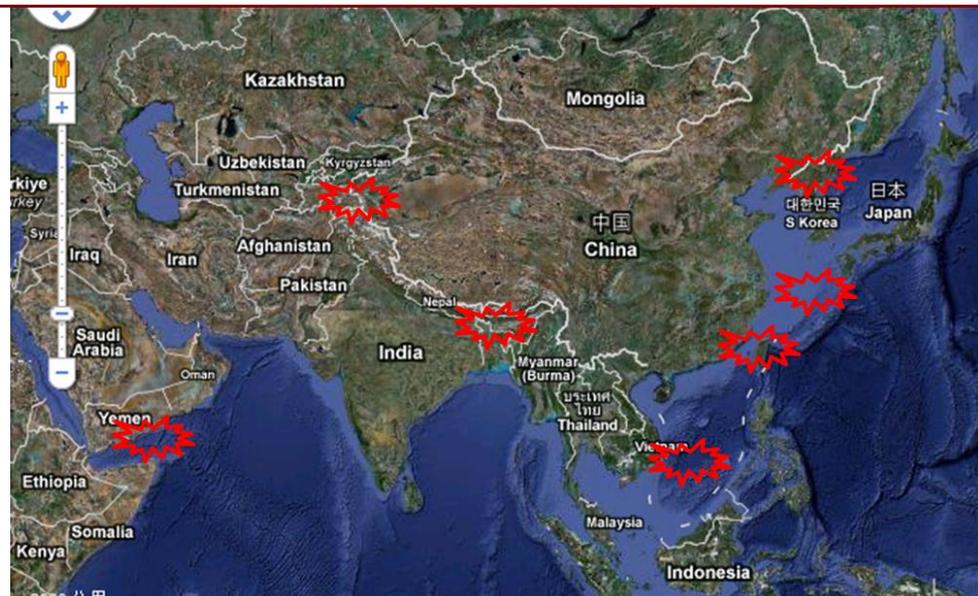
### 3、世界或许一直没有变

图 6 是报告作者在 2009 左右制作的一张中国周边热点地图。尽管通过 10 年的发展，中国在某些方面的战略态势有所的改善，例如：通过南海岛礁建设后，中国在南海方向战略态势大幅改善。但整体而言，影响中国周边安全的热点问题并没有真正解决。现在再来研究这张图，可以发现中国面临安全形势依然严峻。

台湾问题和南海问题是中国的核心利益。美国通过对台军售、制定涉及台湾的国内法、派遣军舰巡航等多种手段，在台湾和南海方向对中国施加压力。在朝鲜半岛方向，朝核问题影响东北亚的和平与稳定，事关中国安全与发展环境。

在印度方向，中国 2017 年的中印郎洞地区的边境纠纷的和平解决，凸显妥善处理中印边界问题事关亚洲两个大国和平相处的大局。在东海方向上，中日在钓鱼岛问题上一度出现了激化，但是现在中日两国在东海逐渐开始有效的管控分歧。中国军事投送能力提高是印度、东海方向局势缓和的重要原因。

图 6: 中国周边的热点地区



资料来源：华金证券研究所根据资料整理

2008 年开始的亚丁湾护航，是中国海军维护世界和平，保障国际关键水道安全的重要行动。10 年来，中国海军已累计派出 31 批护航编队、100 艘次舰艇、67 架直升机、26000 余名官兵，远赴亚丁湾、索马里海域执行护航任务，共为 1191 批 6595 艘中外船舶护航，解救、接护和救

助遇险船舶 60 余艘。目前中国海军第 32 批护航编队正在亚丁湾执行护航任务。亚丁湾护航锻炼了中国海军执行远洋任务的能力，树立了负责任大国的形象。

伴随过去 10 年中国国防工业的发展，新装备不断服役，人民解放军履行职责，保卫国家利益的能力明显提高。所以在各个方向上，中国的战略态势有了一定改善，但依然面临严峻的安全考验。这或许正说明了变化的是博弈各方实力对比，但博弈背后的游戏规则或许一直没有改变。所谓道德与正义只有当实力相等时才能提出来讨论。这就是说：平等来源于力量，和平依赖于威慑！

面对这样现实主义博弈规则的国际环境，某种意义上来说，投资中国的国防军工是投资者投资自己财富的安全和发展。

## （二）国防军工是中国产业创新的引领力量

### 1、国防军工是中国工业化的先行者

新中国成立之后，为了实现中国的现代化改造，中国必须从一个传统的农业国转变为一个现代化的工业国，拥有比较完整的现代工业体系。只有这样，才能够在现代世界富强竞争中为中华民族赢得一席之地。

**建设国防工业打下了中国工业化的基础。**在实现工业化和保卫新中国的双重需求之下，新中国的领导层在规划中国经济蓝图时，将建设国防工业放在十分重要的位置。第一个五年计划期间，苏联援助实施的 156 项重点工程，大部分是国防工业和重工业项目。这些工程项目的建成为中国工业化打下了良好的基础。

图 7：中国工业化的路径



资料来源：《解读中国经济》、华金证券研究所

要优先发展军事工业和重工业，必须解决工业发展和落后农业国之间的矛盾。国防工业的建设周期长，需要进口先进的技术和设备，一次性资本投入大。这些需求与当时中国国情存在矛盾。解放初期，中国还是一个落后的农业国，社会剩余少，资金积累也少，能够出口换汇的产品少，资金分散，集中动员困难。

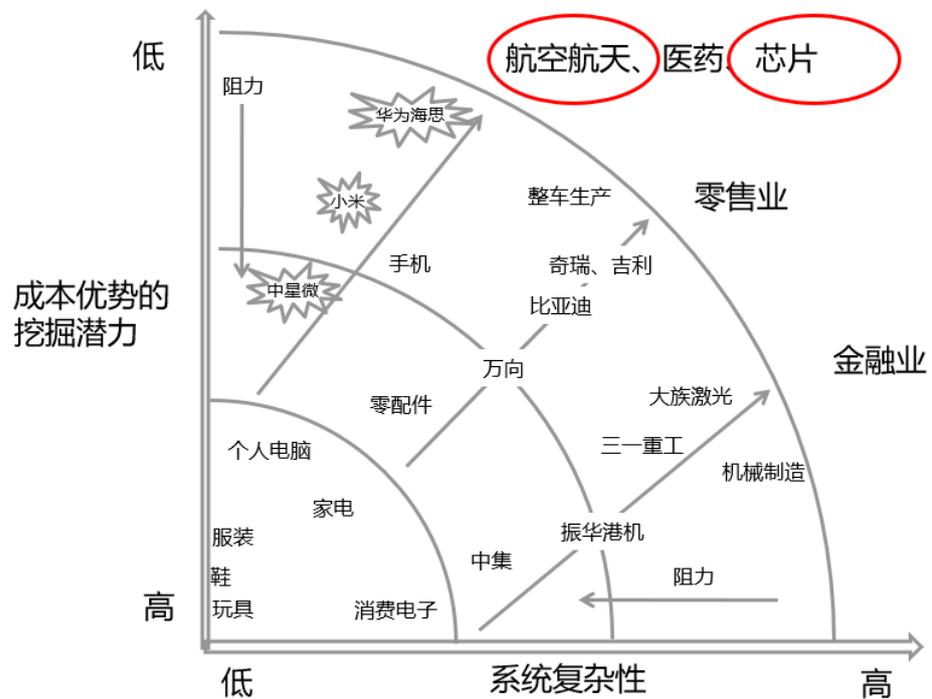
为了解决这些矛盾，中国在发展过程中，采取了工农业产品剪刀差、利率管制、汇率管制等一系列的措施，集中全国力量发展国防工业。这些措施在历史上帮助中国完成了从落后的农业国到工业国的转变，但另一方面，也导致中国经济体系在新形式下，体制僵化，效率低下。并且国防工业在某种程度独立于整个国民经济体系。

从历史上看，国防工业是中国工业化的先行者，将国防工业体系融入到中国整体经济和工业体系中去，是改革开放以来国家持续推行的战略。国防工业管理体制改革、国防军工企业的资产证券化、民营资本进入军品供应链等等都是该战略的具体体现。当前，这个过程将给 A 股投资者带来良好的投资机会。

## 2、高科技的国防工业是中国产业升级的方向

国防军工不仅在历史上引领了中国工业化的发展。在现阶段，以航空航天、军工电子为代表的国防军工产业也引领了中国当前产业升级的方向。

图 8：中国产业的升级方向



资料来源：《龙行天下》、华金证券研究所

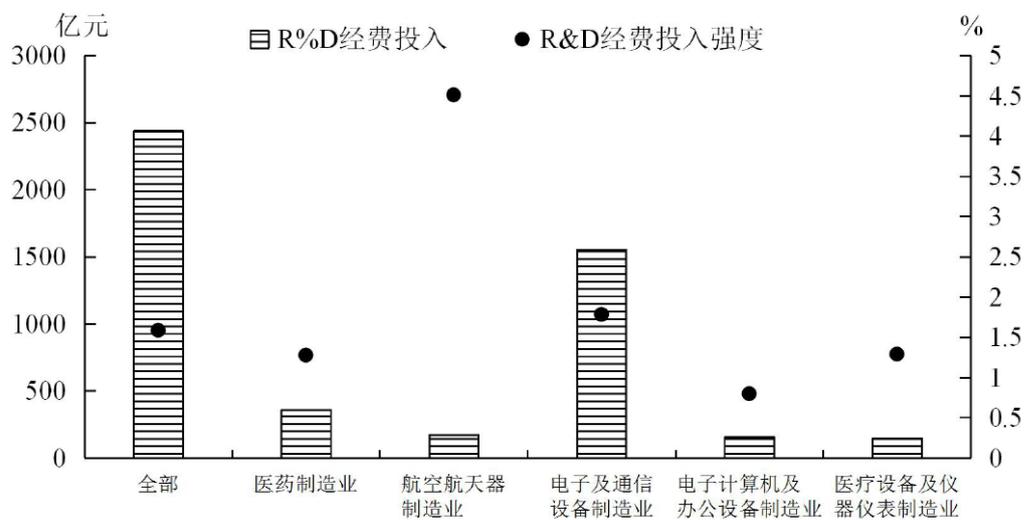
中国产业升级一直沿着系统复杂性和成本优势潜力两个维度进行。一个维度是系统的复杂性。中国企业先在简单系统的产业中获得突破，通过学习，然后再向更加复杂系统的产业渗透，逐步实现产业提升。另一个维度是先在有成本优势，特别是人力成本优势的产业领域突破，然后沿着该产业中劳动力成本占比由高向低(对应的就是在生产函数中，技术占比由低到高)的趋势发展。

这与我们观察到的现象一致，改革开放以来，中国的进口替代首先发生在服装、玩具等低端制造业，然后，产业链逐渐向高端制造业衍生。

从世界技术历史上看，国防军工需求是国家产业创新的源泉。以航空航天、军工电子为代表的国防军工行业一直代表了一个国家的整体高科技产业水平，是整个国家产业创新的动力源泉。为了满足复杂的战场环境，在战争中获得技术优势，以航空航天为代表的国防军工行业一直不断的追求技术创新，并愿意为此付出高昂的成本。

技术创新后的高技术溢出，也带动了其他产业的发展和效率的提升。例如：英国海军为提升军舰制造效率，开启了现代工业标准化制造的历史，美国军用卫星导航技术的发展导致民用GPS应用的普及等等，技术和工业史上相关的例子不胜枚举。

图 9：2016 年中国高科技产业 R&D 经费投资强度



资料来源：科技部、华金证券研究所

航空航天是中国研发投入最强的高科技产业。国防需求促进国家创新在中国也不例外。不仅历史上，以“两弹一星”为代表的一批高技术国防科技成果，提升了中国整体的工业科技水平。在当今中国产业向高端制造业突破的关键时刻，以航空航天为代表的国防军工行正在成为我国高端装备制造和创新的动力源泉。2016年中国航空航天器制造业的R&D经费投入强度为4.5%，在高新技术产业中研发强度最高。航空航天国防需求，正带动一大批公司在新材料、微机电、芯片制造、人工智能等领域实现突破。

发生进口替代和产业升级的领域将诞生具备投资价值的好公司。进口替代和产业升级在服装鞋帽、家电、消费电子、机械制造等不同的领域重复发生。伴随这些领域的进口替代和产业升级，在A股市场上也诞生了像格力电器、美的集团、中集集团、三一重工、大族激光等大牛股，给投资者带来丰厚的投资回报。整体而言，中国产业逐步进入系统更复杂，技术要素更重要的产业领域。中国下一步需要突破的领域就是航空航天和芯片等产业。

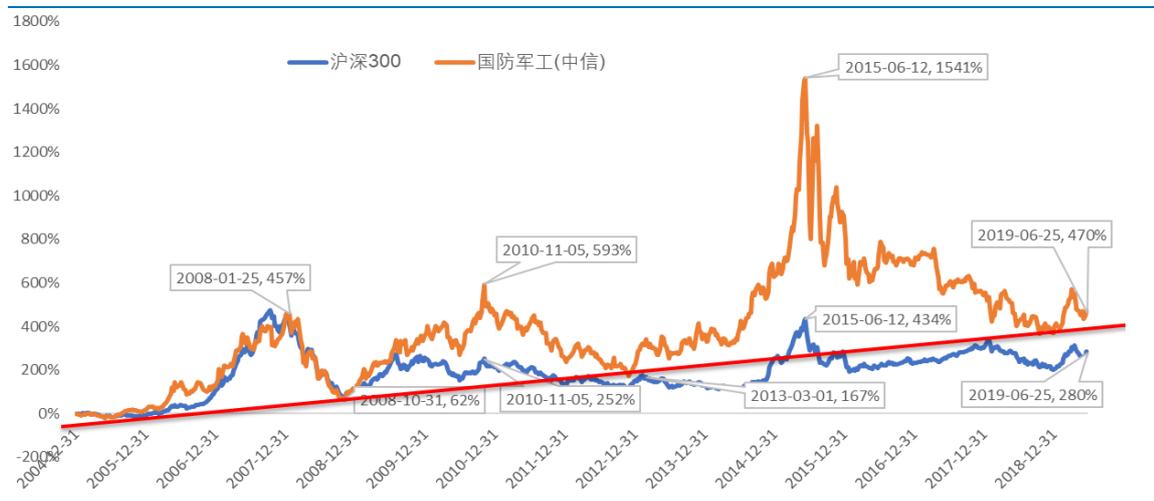
我们相信一旦产业实现突破，在这些领域也会诞生伟大的公司，长期投资这些公司将获得不菲的投资收益。航空航天产业的进口替代正在发生。可以预见，伴随着中国民用大飞机、北斗导

航等领域的技术和产业突破，中国在这些领域必然会出现一批有巨大投资价值的公司，为 A 股投资者带来丰厚的投资回报。

## 二、中国国防军工基本面发展良好

股票市场是实体经济的晴雨表，只有基本面良好，行业处于景气周期中的板块才具备投资价值。我们比较了 2005 年-2019 年过去近 15 年中，国防军工板块和市场基准的涨幅，国防军工板块选择中信国防军工指数作为代表，市场基准指数选择沪深 300。比较基准开始日选择为 2005 年 01 月 01 日，结束日为 2019 年 6 月 25 日。在比较区间内，国防军工板块涨幅为 470%，市场基准涨幅为 280%。国防军工板块涨幅明显超过市场基准，并且底部在逐步抬升。

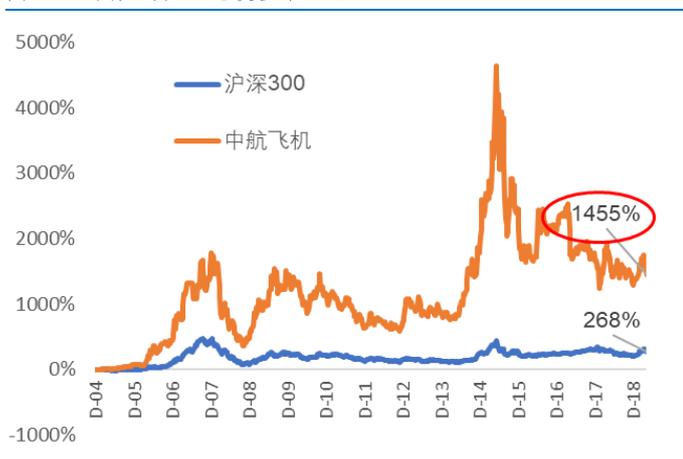
图 10: 2004-2019 年国防军工板块与沪深 300 涨幅比较



资料来源: WIND、华金证券研究所

A 股军工板块良好的长期表现根本原因是中国国防工业良好的基本面。尽管在 A 股市场上，部分投资者认为国防军工板块主要是主题投资机会，但是我们认为国防军工板块的核心投资价值是中国国防军工产业良好的基本面。正是由于中国国防军工这个行业正处在长期景气周期之中，基本面持续改善，再叠加中国国防工业体制改革等因素。A 股市场上的国防军工上市公司将不断出现新的投资机会，并在投资长跑中跑赢市场基准。

图 11: 中航飞机: 比较基准日 2005-01-01



资料来源: WIND、华金证券研究所

图 12: 中国卫星: 比较基准日 2005-01-01



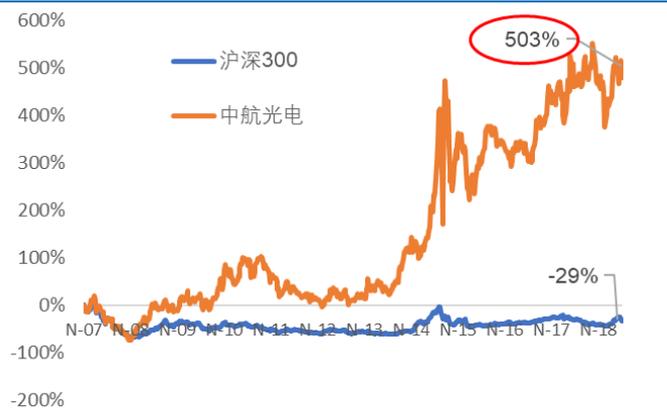
资料来源: WIND、华金证券研究所

图 13: 中直股份: 比较基准日 2005-01-01



资料来源: WIND、华金证券研究所

图 14: 中航光电: 比较基准日 2005-01-01



资料来源: WIND、华金证券研究所

前面我们已经从宏观历史的角度,详细分析了中国国防军工行业处于长景气周期的经济、地缘政治和技术原因。下面我们将分析中国武器装备进出口和十大军工集团收入利润的时间序列数据,帮助投资者从数量的角度理解中国国防军工行业正处在一个长期的景气周期中。

## (一) 从武器装备进出口看细分行业进口替代

由于中国是一个后发、追赶型的经济体。观察和研究中国装备制造业的一个重要角度就是一—**进口替代**。在分析中国国防军工行业时也不例外,我们选择分析中国武器装备进出口的历史变化,给投资者提供一个数量化的角度来观察中国国防军工行业进口替代的发展。

### 1、中国高技术武器装备进口替代进入新阶段

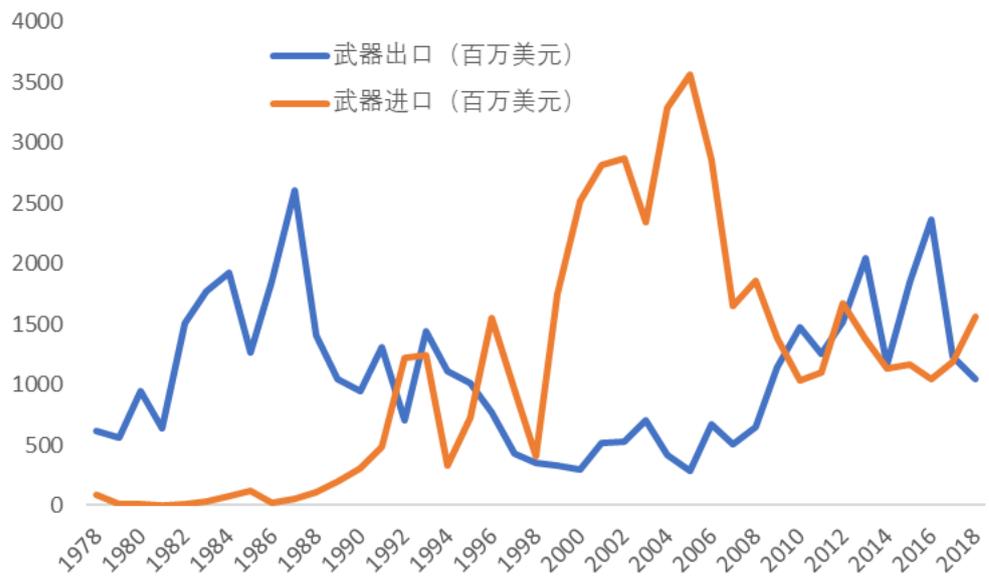
**武器进出口金额**可以作为了解国防军工发展水平的重要参考指标。一个国家的国防工业水平和该国面临的国际国内形势密切相关。分析一个国家武器进出口金额的历史变化,可以帮助把握该国国防军工行业的发展水平。我们根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所(SIPRI)的数据分析了中国 1978 年-2018 年的武器装备进出口情况。尽管 SIPRI 的数据与我国武器进出口的真实数据存在偏差,但是我们认为该数据已经可以满足分析的需要了。

**1978-1990 年中国武器装备呈现净出口。**1978-1990 年间,由于两伊战争的因素,中国武器装备出口比较景气。与此同时,中国与前苏联关系逐渐缓和,与西方正处在关系“蜜月”期,国际环境整体比较友好。当时中国领导层判断发生战争的概率较小,在国内将主要精力放在发展经济上,军队建设出于要忍耐的阶段。对先进武器的需求立足于自力更生,进口先进武器装备的量较少。在这十年间,中国武器装备尽管技术含量不高,但整体呈现净出口态势。

**1990-2006 年中国武器进口远大于出口。**两伊战争结束,中国武器装备出口需求大幅下降。在随后的海湾战争和伊拉克战争中,美国向世界展示了高技术条件下的战争模式。中国传统武器装备在战争中表现不佳,又无法提供新型号,因此出口需求持续下降。

在先进装备进口方面,海湾战争给了中国军方非常强烈的刺激。李登辉和陈水扁上台后,遏制台独成为中国人民解放军最紧迫的任务。但是当时中国国防工业并不能提供满足军事斗争需要的高技术武器装备,因此中国武器装备进口开始加速。

图 15: 1978-2018 年中国武器装备进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

在 1990-2006 年间, 中国国产武器装备已经不能满足现代高技术条件下的战争需求。中国武器装备的进口额远大于出口额。

**2006 年-2010 年, 中国武器装备进口快速下降。**在 1998 年南斯拉夫大使馆被炸后, 中国加大了在国防工业领域的投入。考虑到武器装备研制的周期, 2006 年后中国新型武器陆续服役。与此同时, 中国武器进口额大幅下降, 出口额增加。在 2010 年, 武器出口额再次超过进口额, 这在一定程度上表明, 中国国防装备的进口替代取得阶段性成果。A 股市场也是在 2006 年左右开始关注与国防军工相关的上市公司, 与实际军工资产相关的上市公司占 A 股市值比重也越来越高。

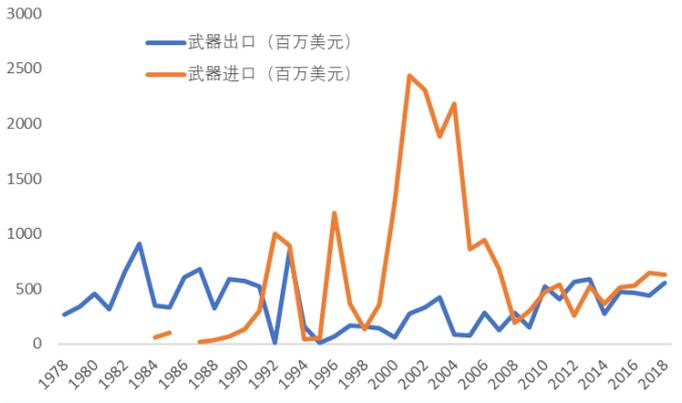
**2010-至今, 中国高技术武器装备的进口替代稳步推进。**2010 年以后, 由于中国空军、海军的新型装备逐步服役, 传统武器进口领域——歼击机、运输机、直升机、潜艇、驱逐舰、防空导弹等高技术武器新增订单大幅减少, 而对应的这些领域出口开始慢慢增加。航空发动机的进口依然保持较高的增速。整体而言, 中国武器装备的出口额略大于进口额, 中国高技术武器装备领域的进口替代稳步推进。

## 2、军机进口替代基本完成, 发动机刚刚开始

**中国军用飞机的进口替代已经基本完成。**从图 16 可以明显看出, 中国军用飞机进口主要发生在海湾战争和李登辉上台之后。解放军意识到以歼 6、歼 7、歼 8 为代表的一、二代战斗机没有办法在未来战争中夺取制空权。除了传统的歼击机以外, 中国当时也没有能力生产现代空军急需的大型运输机。因此, 中国从前苏联(后来是俄罗斯)进口了苏-27 系列歼击机(含苏-30)和生产技术, 并引进了伊尔 76 运输机等军用飞机。

从数据上看, 中国军用飞机进口金额在 90 年后基本保持较高的增速。一直到 2004 年后, 最后一批苏-30 飞机陆续交付完毕, 同时国产的歼 10、歼 11B 系列歼击机开始大规模服役, 我国军用飞机的进口金额快速下降。

图 16: 中国 1978-2018 年军用飞机进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

图 17: 中国 1978-2018 年航空发动机进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

目前, 歼 20、运 20、直 20 为代表的军用飞机已经跟上了世界先进水平。中国不再像 90 年代和 21 世纪初那样, 无法制造满足现代战争需要的军用飞机, 而大量依赖进口。当前在研制的新型号 (例如轰 20 等) 将使得中国空军更好完成“空天一体、攻防兼备”的战略转型。在某种意义上来说, 中国军用飞机的进口替代已经基本完成。

**中国军用飞机的出口竞争力正逐步提高。**在出口方面, 80 年代的两伊战争为中国军用飞机提供了一定的出口市场。而伴随两伊战争结束和海湾战争的进行, 中国军机出口陷入低谷。一直到 2000 后, K-8 教练机的订单突破, 才使得中国军用飞机重新回到国际市场。此后伴随中国航空工业技术水平不断提高, 中国军用飞机出口额逐年稳步提高。目前中国航空工业产品线丰富, 枭龙 FC-1 战斗机、猎鹰 L-15 高级教练机、预警机、新型运输机和直升机、各种型号无人机受到国际客户青睐。中国军机在国际市场上的竞争力不断提高。

**中国航空发动机的进口替代刚刚开始。**在 SIPRI 的数据中, 中国在航空发动机领域没有真正经济规模意义上的出口。相反, 航空发动机进口金额一直快速增长。在 90 年代, 航空发动机进口主要是为了配套当时引进的苏-27、伊尔-76 等飞机。2004 年后, 虽然中国自主研发的新型军用飞机陆续装备部队, 但与之配套的航空发动机 (AF-31、D-30K、AI-222K 等) 长期依赖从前苏联国家 (俄罗斯、乌克兰等) 进口。一直到 2014 年, 伴随涡扇-10 (太行发动机) 的逐步成熟, 我国航空发动机进口额才开始下降。目前中国依然保持较高的航空发动机进口金额。可以看出在航空发动机领域, 中国的进口替代才刚刚开始, 该产业未来有很大的发展空间。

### 3、陆军装备以自主研发为主, 进口替代已经完成

**中国陆军装备是中国武器装备出口的主力。**中国陆军装备是中国武器装备出口的重要组成部分。两伊战争时期, 中国曾向伊朗、伊拉克等中东客户出口了 3000 辆 69 式坦克。此后, 由于中国武器装备表现不佳, 技术含量低, 中国的陆军装备出口也陷入低谷。2000 年后, 中国陆军装备出口逐渐恢复。巴基斯坦、东南亚国家、沙特阿拉伯、科威特等友好国家是中国坦克装甲车和火炮出口的传统客户。目前, 中国专门为外贸推出的 VT-4 和 VT-5 坦克, 有较好的外贸前景。

**中国国内装备的坦克装甲车和火炮以自主研发为主, 进口替代已经完成。**中国在陆军装备领域, 基本没有批量进口的历史。解放军自己使用的坦克装甲车和火炮基本是国内仿制或自主研发生产的。我国第一款坦克 59 式中型坦克, 仿制苏联当时还比较先进的 T-54 中型坦克。69 式主

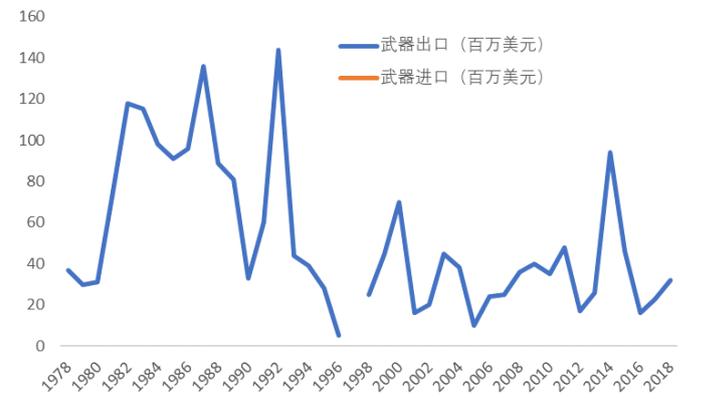
战坦克开启了从仿制到独立自主研制转变的过程。此后 88 式、96 式、99 式系列主战坦克研制，培养锻炼了中国人民解放军主战装备的研制队伍，使得中国坦克工业水平达到世界先进水平。可以认为，中国陆军装备的进口替代已经完成。

图 18: 中国 1978-2018 年坦克装甲车进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

图 19: 中国 1978-2018 年火炮进出口额



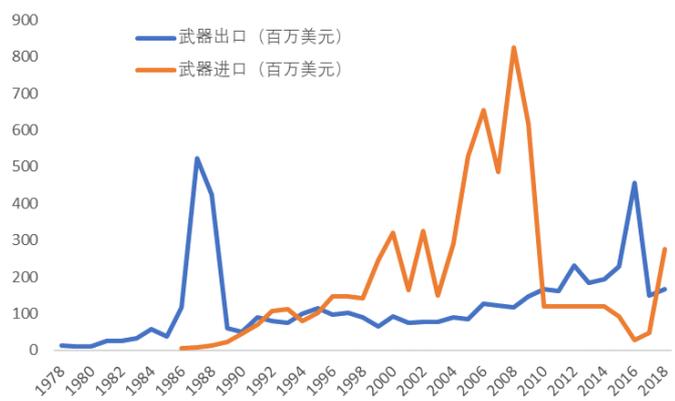
资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

#### 4、舰船、导弹进口替代基本完成，军用传感元件有替代空间

**导弹和防空系统进口替代基本完成。**导弹作为高技术兵器，西方国家一直对中国实行严密的技术封锁。苏联在中国航天工业起步阶段提供了帮助，但很快也对中国实施封锁。因此，中国的航天工业虽然通过仿制苏联或西方的型号起步，但一直强调并坚持独立自主、自力更生的发展战略。由于技术封锁，1990 年前中国几乎没有获得导弹武器进口的机会，反倒是由于中国建立了自己独立的航天国防工业，中国导弹武器依然有机会出口中东等地区。

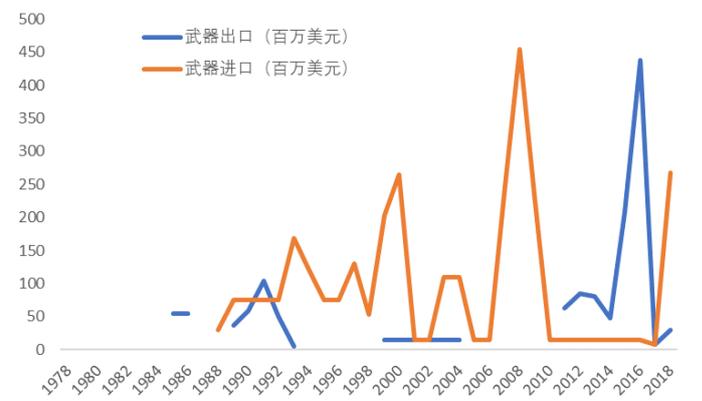
1990 年出于对台军事斗争需要，前苏联处于自身需要也开始向中国大量出口先进武器装备。中国进口了一批当时比较先进的海、空军主战装备，同时也进口了一批与主战平台相配套的导弹武器，例如：与现代级驱逐舰相配套的“日炙”超音速反舰导弹，与苏 27 歼击机配套的 R27 空空导弹等等。此外，中国陆续进口了 S-300, S-400 防空系统。在这个阶段，中国的导弹和防空系统是进口大于出口。一直到 2010 年后，中国自己的各类新型导弹和防空系统陆续服役后，中国在导弹武器和防空系统上才出现出口额大于进口额。

图 20: 中国 1978-2018 年导弹进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

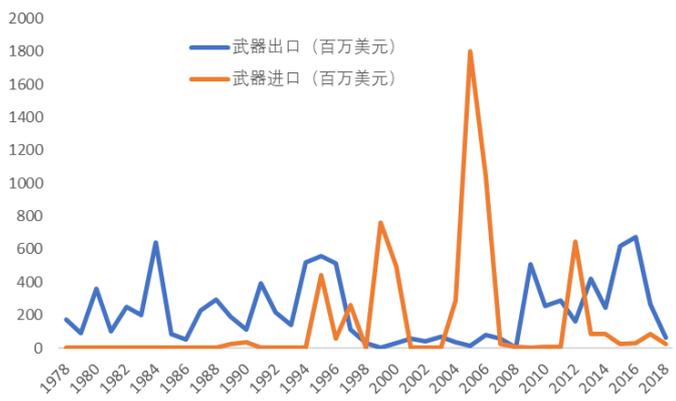
图 21: 中国 1978-2018 年防空系统进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

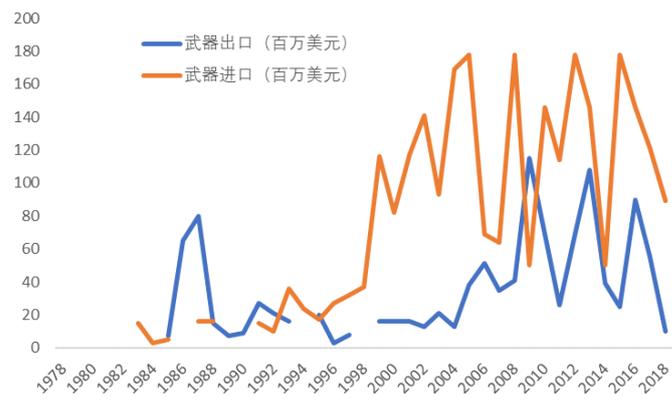
**海军高技术装备的进口替代基本完成。**海军装备的进口特点是单个合同金额大,交付时间长,因此在图形上呈现脉冲特点。中国海军装备大规模进口也是进入 90 年代后,中国面临台湾问题和南海、东海问题。中国在 1992 年-2006 年间,陆续进口了一批基洛级潜艇、现代级驱逐舰等海军装备。但 2012 年之后,中国自己新型驱逐舰 (052D、055)、护卫舰 (054A、056)、潜艇批量列装。辽宁号航母编队逐步形成战斗力,国产航母也即将服役。因此,中国海军装备的进口替代也取得了重大进展。

图 22: 中国 1978-2018 年海军装备进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

图 23: 中国 1978-2018 年军用传感元器件进出口额



资料来源: SIPRI, 华金证券研究所

**军用传感元器件的进口替代还有空间。**中国军用传感器在 1992 年之后,进口额快速上升,虽然 2004 年后,该领域的出口也有所增加,但整体而言,军用传感元器件的进口一直大于出口。在某些关键元器件上,中国还不得不依靠进口。在当今国际形势下,美国加大了对中国高科技领域的打压,中国也更加强调“自主可控”战略。在军用传感元器件领域的进口替代趋势将给投资者带来新的投资机会。

## (二) 主要军工集团收入利润持续增长

**过去 10 年间,中国国防工业整体保持了稳定增长的趋势。**中国国防工业体系经过多次改革,目前形成了十一大军工集团为主,地方军工集团及民参军企业为辅的行业格局。2006-2017 年,中国主要军工集团的收入和利润保持稳定增长。通过分析各大军工集团的收入和利润变化情况,可以比帮助投资者整体把握中国国防产业的产业周期,理解各大军工集团产品技术发展水平、业务结构模式和未来发展趋势。由于中国航空发动机集团是 2016 年才从中国航空工业集团中分离出来,所以本次分析没有使用中国航空发动机集团的数据。

**2006 年-2017 年,中国航空工业集团收入和利润的复合增长率分别为 11.3%和 10.5%。**掌握制空权,打造“空天一体、攻防兼备”的空军发展战略为中国航空工业的发展提供了良好的历史机遇。国家持续的投入,歼 10、歼 11、直 10 等新型号的陆续装备,保证了中航工业在过去 10 年收入和利润稳步提高。经过多年积累后,中国航空工业水平也接近世界先进水平,未来伴随歼 20、直 20、运 20 进入大批量装备期,各种特种辅助飞机大量服役,轰 20 揭开神秘面纱,中航工业旗下上市公司的价值将进一步被投资者关注。

图 24：中国十一大军工集团简介

	航空	航天	兵器	船舶	电子	核工业
军工集团	中航工业	航天科技	中国兵器	中船工业	中国电科	中核集团
						
	中国航发	航天科工	中国兵装	中船重工	中国电子	
						
业务简介	中航工业：军民 用飞机研制生产。  中国航发：航空 发动机研制生产	航天科技：火箭、 卫星等航天产品 研制生产。  航天科工：各类 型导弹及航天产 品研制生产	中国兵器：军用 装甲车辆和武器 装备、弹药的研 制与生产。  中国兵装：侧重 轻型武器装备的 生产。民品占比 大，以汽车产业 为主。	两家均从事军用 和民用船舶的研 制与生产。  中船工业：企业 分布地域侧重长 江以南。 中船重工：企业 分布地域侧重长 江以北。	中国电科：我国 军用信息化装备 的研制和生产。  中国电子：主要 业务为民用高新 电子技术的研制 和生产。	中核集团：已经 与中国核建合并。  负责军民用核能 源技术的研发、 应用、生产、建 设。

资料来源：公司网站、华金证券研究所

2006 年-2017 年，中国电子科技集团保持了收入和利润 20.0%、20.9%的复合增长率。中国军队现代化的重要方向就是信息化建设。因此在过去的 10 年中，中国电子科技集团都保持了较高的收入和利润增速。由于未来战争对武器装备的信息化、智能化、网络化提出了更高的要求，我们有理由相信，中国电子科技集团的收入和利润增长趋势将会保持下去。

表 1：主要军工集团 2006-2017 年收入利润情况

军工集团	营业收入（亿元）		复合增长率	营业利润（亿元）		复合增长率
	2006	2017		2006	2017	
中航工业	1250	4048	11.3%	32	96	10.5%
航天科技	391	2315	17.5%	26	174	18.9%
航天科工	438	2303	16.3%	12	143	25.3%
中国兵器	1060	4369	13.7%	21	115	16.7%
中国兵装	890	3027	11.8%	10	171	29.4%
中船重工	646	3003	15.0%	22	52	8.1%
中国船舶	456	2014	14.5%	39	15	-8.3%
中国电科	275	2039	20.0%	23	185	20.9%
中国电子	648	2162	11.6%	14	29	6.8%
中核集团	217	878	13.5%	13	114	21.8%

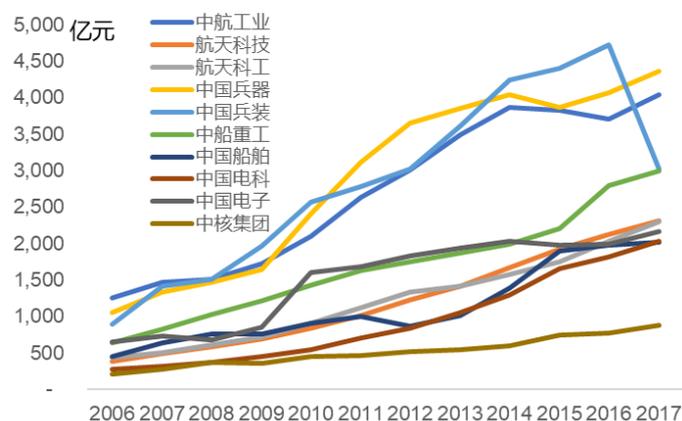
资料来源：中债登，华金证券研究所

2006 年-2017 年，中国航天科技集团的收入和利润复合增长率分别为 17.5%、18.9%，中国航天科工集团的收入和利润复合增长率分别为 16.3%、25.3%。中国航天科技集团负责航天领域的火箭和卫星研制生产任务，中国航天科工集团负责我国各类战略战术导弹的研制和生产。掌握制太空权，保持战略威慑，是事关国家安全的核心力量。中国在航天领域的持续投入是中国航

天科技集团和中国航天科工集团收入、利润增长的坚实基础。航天系统的上市公司是投资者后续需要重点关注的对象。

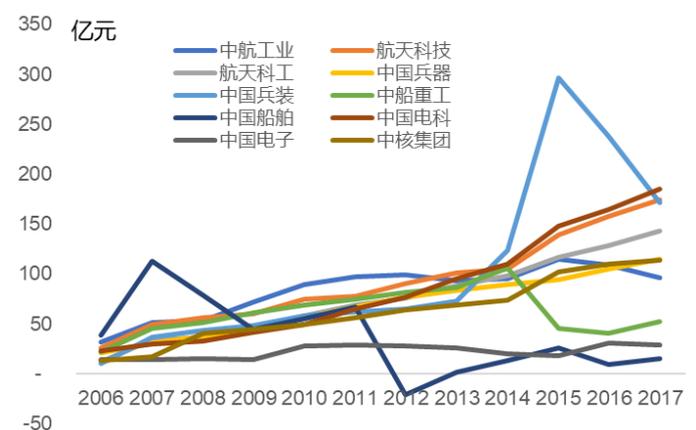
**2006年-2017年，中国兵器工业集团收入和利润复合增长率分别为13.7%、16.7%。**中国兵器工业集团不仅是中国陆军武器装备和弹药的主要供应商，其研制生产的武器弹药、各分系统也广泛应用于航空、航海、航天各类武器平台上。中国兵器工业集团的收入和利润来源以武器装备研制生产为主，因此，当中国国防建设度过忍耐期之后，兵器工业的收入和利润都保持了稳定增速。目前，中国兵器工业集团在坦克装甲车外贸出口领域有非常好的前景，是投资者未来需要关注的重点。

图 25：2006-2017 年十大军工集团营业收入



资料来源：中债登，华金证券研究所

图 26：2006-2017 年十大军工集团营业利润



资料来源：中债登，华金证券研究所

**2006年-2017年，中国船舶重工集团收入和利润复合增长率分别为15.0%、8.1%，中国船舶工业集团收入和利润复合增长率分别为14.5%、-8.3%。**船舶工业的景气周期是以10-20年为时间单位的长周期，全球民用船舶工业景气最高点在2008年左右，然后就开始了10年的景气下行周期。中船重工和中国船舶的业务中既有军船业务，也有民船业务。两者利润增速不同的主要原因是由于其军民船业务结构不同。受益于过去10年，中国海军建造了大量新型号的舰船，中船重工和中国船舶的经营情况远远好于国际其他主要的竞争对手。

**2006年-2017年，中国兵器装备集团收入和利润复合增长率分别为11.8%、29.4%。**经过90年代和2000年初的产品结构调整和转型后，兵器装备集团的武器装备生产以轻武器和轻型装甲车为主。民用汽车工业已经成为兵器装备工业集团的主要收入利润来源。受益于近15年中国汽车需求快速增长的大趋势，中国兵器装备集团在2006-2017年间利润保持了29.4%的高速增长。同样基于汽车为主的业务结构，当汽车消费趋势在过去两年放缓后，2016年-2017年中国兵器装备集团的收入和利润增速都出现大幅下降。

**2006年-2017年，中国电子信息集团收入和利润复合增长率分别为11.6%、6.8%。**中国电子信息集团在历史的发展过程中，已经形成了以民用电子和信息产品为主的产业结构，因此面临更加激烈的市场竞争。这也是其利润率水平和利润增速低于以军品为主的中国电子科技集团的主要原因。但是，在目前中美高科技领域矛盾加剧的背景下，中国电子信息集团控股的上市公司在自主可控领域有新的投资机会。

中国核工业集团旗下核电业务和能源业务在过去10年发展迅速，也保证了2006-2017年收

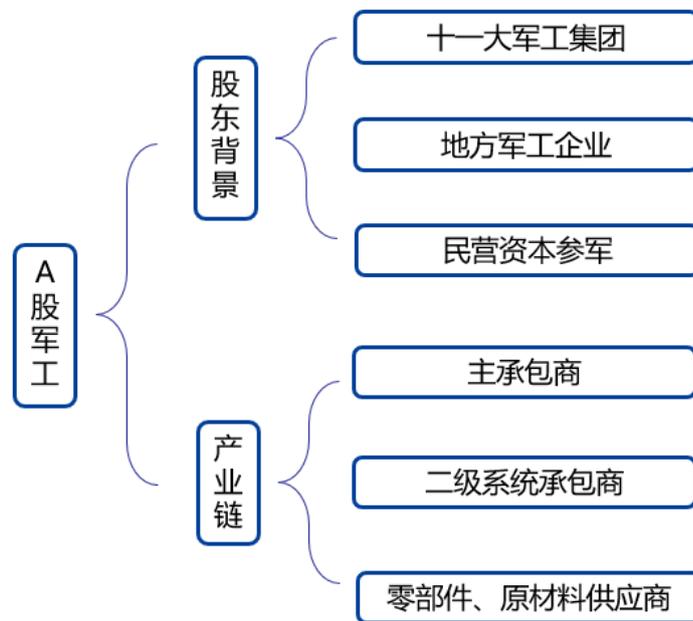
入和利润复合增速分别为 13.5%和 21.8%。

过去 10 年中国主要军工集团的经营数据表明，中国国防工业整体比较景气。面对日益复杂的国际安全环境，未来中国依然能够保持国防开支持续增长，适应军事斗争发展新趋势的高新技术装备也将陆续装备部队。我们有理由相信，中国的国防工业能够维持较长的景气周期。

### 三、A 股市场国防军工板块结构分析

A 股市场上军工板块与其他行业板块不同，不能够简单的从制造供给端给公司归类。国防军工板块更多的是从需求端来定义，只要是某家公司的客户主要是军队或者是政府的某些特殊部门，无论该公司生产的产品是飞机、车辆或者是电子产品，该公司都可以归类为国防军工类的上市公司。

图 27：A 股市场国防军工板块结构



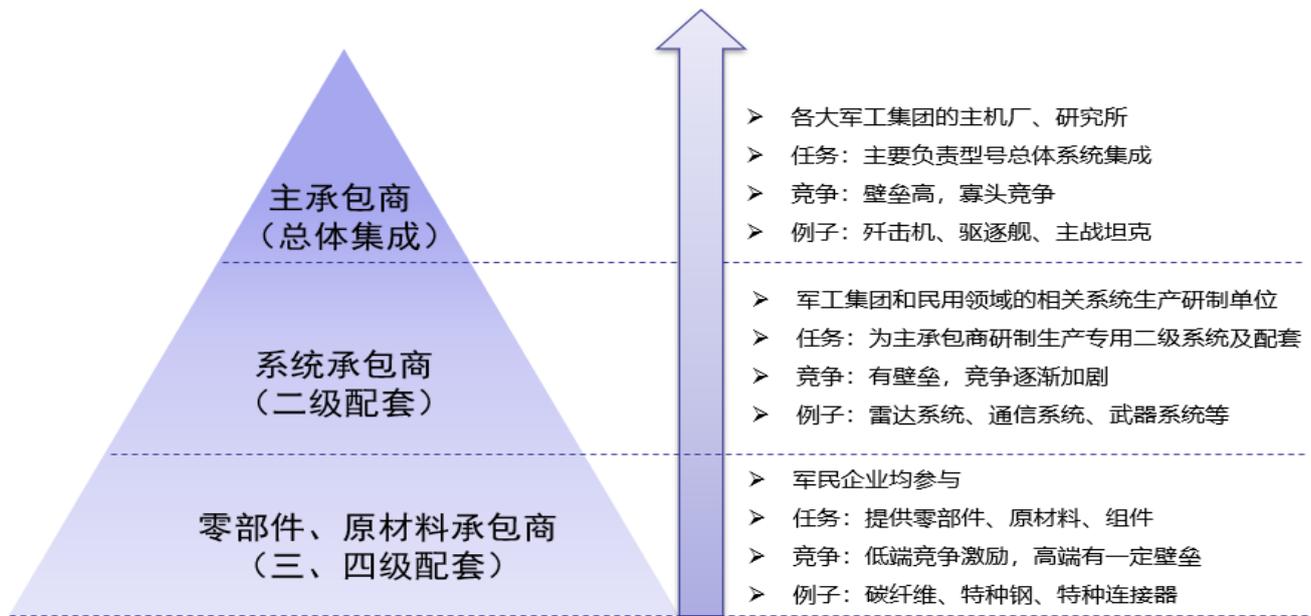
资料来源：华金证券研究所根据资料整理

因此国防军工板块涉及行业众多，产业链长。为了帮助投资者更好的分析 A 股市场上的国防军工类上市公司，我们将分别根据产业链和大股东背景两种分类方法将 A 股国防军工类的上市公司进行细分。帮助投资者理解 A 股军工上市公司的构成，寻找投资机会。

## （一）根据产业链划分 A 股军工上市公司

处于产业链不同位置的公司，在主要产品、竞争模式，盈利能力、估值水平等方面都有明显不同的特点。根据产业链对 A 股军工上市公司进行分类能够帮助投资者更清楚的理解公司在行业中的地位，更准确的把握投资机会。

图 28: A 股国防军工上市公司按产业链划分



资料来源：华金证券研究所根据资料整理

国防军工常见的产业链划分体系分为：1、主承包商（总体集成）；2、系统承包商（二级配套）；3、零部件、原材料承包商（三、四级配套）。

### 1、主承包商

主承包商目前主要是各大军工集团的主机厂、研究所。主承包商的主要任务是负责各类军用主战装备平台的型号总体设计、生产、系统集成。装备平台覆盖了航空、航天、舰船、陆军装备等。

目前，在 A 股市场上，可以定义为主承包商的上市公司只有 9 家。主要有研制小卫星的中国卫星（600118），研制教练机和导弹的洪都航空（600316），研制航空发动机的航发动力（600893），研制主战坦克的内蒙一机（600967），研制生产各型军民用直升机的中直股份（600038），研制歼击机的中航沈飞（600760），研制大中型飞机的中航飞机（000768），以及舰船总装主承包商中国船舶（600150）和中国重工（601989）。

主承包商行业进入壁垒高，一般是寡头竞争格局。通过分析上面列举的 A 股市场上的军工主承包商就可以发现，在主承包商这个领域的行业竞争格局是：行业进入壁垒非常高，一般是寡头竞争的格局。例如，在歼击机研制生产领域，中国只有成都的 610 所-成都飞机制造有限公司和沈阳的 601 所-沈阳飞机制造有限公司。研制生产各型军用大飞机的只有中航飞机（000768）。

整体而言，主承包商行业壁垒非常高，竞争模式主要是垄断竞争。主承包商的净利润率一般按成本加成在 5% 左右，但根据公司业务结构会有所不同。主承包商估值水平在产业链中最高，PE 一般在 40 倍以上。

表 2：定位为主承包商的 A 股上市公司

公司概况				经营能力			2018 年				估值水平		
股票代码	股票简称	最新股价 (元)	市值 (亿元)	净利率	ROE %	总资产周 转率(次)	收入 (亿元)	收入增速 %	利润 (亿元)	利润增速 %	PE	PB	PS
600118	中国卫星	23.00	272	6.2	7.8	0.75	76	2.7	4.7	-4.9	64	5.1	3.6
600316	洪都航空	14.93	107	6.2	3.0	0.25	24	-4.4	1.5	375.3	88	2.2	4.4
600893	航发动力	22.94	516	4.7	4.1	0.44	231	2.4	10.8	15.8	46	2.0	2.2
600967	内蒙一机	11.32	191	4.4	6.6	0.64	123	2.5	5.4	2.0	31	2.2	1.5
600038	中直股份	41.52	245	3.9	6.8	0.56	131	8.4	5.1	12.1	47	3.1	1.8
600760	中航沈飞	29.28	410	3.7	9.9	0.74	202	3.6	7.5	6.0	43	5.1	1.7
600150	中国船舶	23.10	318	3.6	3.5	0.35	169	1.3	6.1	123.9	76	2.1	1.7
000768	中航飞机	15.92	441	1.5	3.5	0.76	335	7.7	5.1	7.1	77	2.8	1.3
601989	中国重工	5.59	1,279	-0.4	0.9	0.23	445	14.7	-1.8	25.6	138	1.5	2.9

资料来源：WIND、华金证券研究所

## 2、系统承包商

系统承包商的主要任务是为总体集成单位研制生产专用的二级配套系统，例如：雷达系统、通信系统、武器系统、机电系统等等，行业技术壁垒比较高。原来系统承包商原来主要是各大军工集团下属的从事各分系统研制生产的研究所和企业，以及部分有历史渊源的地方军工国企。目前，伴随国防工业体制改革，不仅在军工体系内部，不同集团从事相同或类似系统研制的单位之间竞争加剧，有一定技术水平的民企也由于政策鼓励，逐渐进入子系统集成领域，并形成较强的竞争力。

定位为系统承包商的 A 股上市公司包括：研制航空电子系统的中航电子（600372），研制航空机电系统的中航机电（002013），研制通信系统的海格通信（002465）、烽火电子（000561），研制光电系统的光电股份（600184）、北方导航（600435）。还有控股股东是中国主要雷达研制单位的国瑞科技（600562）、四创电子（600990）等。

整体而言，系统承包商技术壁垒较高，竞争态势在不断加剧。净利润率要高于主机集成单位，整体估值水平低于主承包商。

表 3: 定位为系统承包商的 A 股上市公司举例

公司概况				经营能力			2018 年				估值水平		
股票代码	股票简称	最新股价 (元)	市值 (亿元)	净利率	ROE %	总资产周 转率(次)	收入 (亿元)	收入增速 %	利润 (亿元)	利润增速 %	PE	PB	PS
600764	中国海防	29.57	117	19.3	6.2	0.23	3.5	-3.4	0.7	-24.9	154	10.9	32.6
300065	海兰信	12.38	49	17.8	7.2	0.35	7.7	-4.4	1.4	-12.4	47	2.9	6.3
002214	大立科技	9.14	42	13.1	5.4	0.29	4.2	40.5	0.6	85.5	65	4.0	9.5
002338	奥普光电	13.71	33	11.4	5.1	0.39	3.8	4.4	0.4	-14.4	80	4.0	8.6
002935	天奥电子	35.81	57	11.2	10.8	0.72	8.6	5.4	1.0	4.9	58	5.0	6.6
002465	海格通信	9.42	217	11.0	5.2	0.35	40.7	21.4	4.5	30.9	50	2.7	5.3
002023	海特高新	12.35	93	8.5	1.8	0.08	5.2	21.0	0.4	138.1	138	2.7	16.6
000561	烽火电子	7.10	43	8.1	6.5	0.43	12.2	0.6	1.0	11.6	49	3.2	3.5
002013	中航机电	6.96	251	7.8	9.4	0.48	116.4	4.1	9.1	23.5	28	2.8	2.1
002189	利达光电	22.40	59	6.5	21.9	1.47	25.8	55.3	1.7	261.9	33	3.7	2.0
600435	北方导航	9.28	138	6.4	2.3	0.40	20.0	2.2	1.3	8.8	246	6.5	7.0
600372	中航电子	15.06	265	6.3	6.5	0.36	76.4	8.8	4.8	-13.7	53	3.7	3.3
600990	四创电子	45.43	72	5.0	11.3	0.75	52.5	3.7	2.6	27.4	28	3.1	1.4
600562	国睿科技	15.21	95	3.6	2.1	0.38	10.4	-9.6	0.4	-77.7	252	5.3	8.8
600184	光电股份	11.69	59	2.4	2.5	0.66	24.2	28.4	0.6	30.4	101	2.6	2.8
000801	四川九洲	6.16	63	2.4	3.7	0.73	37.9	19.9	0.9	11,023.9	69	2.6	1.7
600072	中船科技	13.79	102	0.6	1.8	0.30	32.6	-23.4	0.2	-52.7	73	2.6	3.2
002544	杰赛科技	12.21	70	0.4	0.7	0.94	62.7	4.9	0.3	-88.0	1,123	3.4	1.1

资料来源: WIND、华金证券研究所

### 3、零部件、原材料承包商

零部件、原材料承包商也可以认为是产业链上三、四级系统、零部件供应商。在这个领域,只要满足技术标准,获得军工资质的军民企业都可以进入供应链。这些公司主要是为下游的系统集成商和主承包商提高零部件、原材料和组件。

零部件和原材料承包商涉及行业和品种众多,具体竞争格局要具体分析。低端产品的竞争比较激烈。但研制高端产品,实现进口替代的公司可以享受一定的技术壁垒。例如:研制生产高温合金的钢研高纳(300034),生产军用碳纤维的光威复材(300699),生产特种链接器的中航光电(002179)等。

整体而言,零部件、原材料承包商竞争格局取决于产品的技术含量,低端产品竞争激励,高端产品,能够实现进口替代的公司有技术壁垒。净利润率一般比系统集成商更高,整体估值水平也进一步低于系统承包商。

表 4：定位为零部件和原材料承包商的 A 股上市公司举例

公司概况				经营能力			2018 年				估值水平		
股票代码	股票简称	最新股价 (元)	市值 (亿元)	净利率	ROE %	总资产周 转率(次)	收入 (亿元)	收入增速 %	利润 (亿元)	利润增速 %	PE	PB	PS
300722	新余国科	25.25	28	34.8	18.0	0.39	2.1	6.8	0.7	66.0	38	7.3	13.1
002179	中航光电	33.93	349	12.9	17.4	0.67	78.2	22.9	10.1	16.5	34	5.6	4.1
300699	光威复材	32.98	171	27.6	13.8	0.40	13.6	43.6	3.8	58.8	38	6.0	11.2
300696	爱乐达	28.21	34	53.4	9.5	0.16	1.3	-5.8	0.7	-7.0	40	4.3	23.3
300474	景嘉微	39.66	120	35.8	8.9	0.22	4.0	29.7	1.4	19.7	80	5.5	28.2
600862	中航高科	9.20	128	13.6	8.3	0.36	26.5	-12.9	3.6	331.4	35	3.3	4.9
600765	中航重机	9.41	73	4.2	8.3	0.44	54.4	-3.9	2.3	124.9	22	1.7	1.3
300034	钢研高纳	15.00	67	13.5	6.8	0.40	8.9	32.3	1.2	145.8	57	3.7	6.5
300252	金信诺	11.02	64	6.0	5.7	0.47	25.9	13.4	1.6	-4.4	63	2.7	2.5
601606	长城军工	16.03	116	6.8	5.1	0.43	14.3	-4.0	1.0	-15.2	122	5.4	8.1
000519	中兵红箭	7.88	110	7.0	4.5	0.49	49.5	3.7	3.5	189.1	33	1.4	2.2
600879	航天电子	6.32	172	3.7	3.9	0.56	135.3	3.6	5.0	-6.9	39	1.4	1.3
300101	振芯科技	10.56	59	4.5	1.8	0.31	4.4	0.5	0.2	-52.1	-973	6.4	13.4
600495	晋西车轴	4.71	57	2.6	1.1	0.36	13.7	1.8	0.4	112.5	105	1.8	3.6
000697	炼石航空	11.44	77	1.4	1.1	0.31	16.0	112.9	0.2	-58.8	401	2.5	4.3
600399	ST 抚钢	3.19	63	44.6	171.4	0.67	58.5	17.3	26.1	294.9	2	1.5	1.1

资料来源：WIND、华金证券研究所

## （二）根据股东背景划分 A 股军工上市公司

另一种划分 A 股军工上市公司的方法是根据上市公司的控股股东背景。由于历史的原因，中国十一大军工集团分别从事航空、航天、兵器、航海、航空发动机、军工电子等不同行业从主承包商的角度看，相互之间竞争较小。但在系统级别层面，特别在雷达系统、光电系统等领域，不同军工集团之间的竞争日益激烈。此外，地方军工和民参军的企业在在零部件和原材料供应领域也有较强的竞争力。

在主题投资领域，不同股东背景的 A 股军工上市公司也有不同的投资逻辑。不同军工集团的资产证券化程度不同，资产证券化低的军工集团旗下上市公司，在未来资产证券化过程中的投资机会较大，例如中国电子科技集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团等。

中国航空工业集团旗下主要有 19 家 A 股上市公司，其中中航飞机（000768）、中航沈飞（600760）、中直股份（600038）、洪都航空（600316）是为主承包商，分别生产大中型飞机、歼击机、直升机、教练机。系统和零部件承包商主要为中航机电（002013）、中航电子（600372）、中航光电（002179）等。我国航空工业正处在较长的景气周期中，中航工业旗下上市公司将是 A 股军工板块投资机会的重要组成部分。

图 29: 中国航空工业集团旗下主要上市公司

中国航空工业集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
	1 000768	中航飞机	中国航空工业集团有限公司	38.18	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
主承包商	2 600760	中航沈飞	中国航空工业集团有限公司	72.22	限售流通A股,A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	3 600038	中直股份	哈尔滨航空工业(集团)有限公司	28.21	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	4 600316	洪都航空	中国航空科技工业股份有限公司	43.77	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	5 002013	中航机电	中航机载系统有限公司	37.59	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	6 600372	中航电子	中国航空科技工业股份有限公司	43.21	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	7 002179	中航光电	中国航空科技工业股份有限公司	41.39	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
二级系统	8 002190	*ST集成	中国航空工业集团有限公司	53.17	限售流通A股,A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	9 300114	中航电测	汉中汉航机电有限公司	26.00	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	10 600523	贵航股份	中国航空汽车系统控股有限公司	37.01	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	11 600765	中航重机	贵州金江航空液压有限责任公司	29.48	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	12 600862	中航高科	中航高科技发展有限公司	42.86	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	13 600973	宝胜股份	宝胜集团有限公司	26.02	A股流通股	中国航空工业集团有限公司	中央国有企业
	14 000026	飞亚达A	中航国际控股股份有限公司	36.79	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
民品	15 000043	中航善达	中航国际控股股份有限公司	22.35	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	16 000050	深天马A	厦门金财产业发展有限公司	19.02	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	17 002163	中航三鑫	深圳贵航实业有限公司	13.74	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	18 002419	天虹股份	中国航空技术深圳有限公司	43.40	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	19 600705	中航资本	中国航空工业集团有限公司	39.32	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源: 公司网站、WIND、华金证券研究所

中国航天科技集团旗下主要有 9 家 A 股上市公司, 其中中国卫星 (600118) 是为主承包商, 是 A 股市场的小卫星生产企业。由于历史原因, 中国航天科技集团下面无论在型号总承包商还是系统集成商层面, 与航天国防相关的资产绝大部分没有进入上市公司。中国航天科技集团除中国卫星以外的 A 股上市公司多为军转民或纯民品的企业。未来如果中国航天科技集团进一步推进资产证券化, 这些公司的投资机会值得关注。

图 30: 中国航天科技集团旗下主要上市公司

航天科技集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
主承包商	1 600118	中国卫星	中国空间技术研究院	51.46	A股流通股	中国航天科技集团有限公司	中央国有企业
	2 600151	航天机电	上海航天技术研究院	26.45	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	3 600343	航天动力	西安航天科技工业有限公司	28.78	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
军转民	4 600879	航天电子	中国航天时代电子有限公司	21.57	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	5 603698	航天工程	中国运载火箭技术研究院	45.98	A股流通股	中国航天科技集团有限公司	中央国有企业
	6 600135	乐凯胶片	中国乐凯集团有限公司	34.11	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	7 300446	乐凯新材	中国乐凯集团有限公司	30.61	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	8 300455	康拓红外	航天神舟投资管理有限公司	36.26	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	9 002389	航天彩虹	中国航天空气动力技术研究院	21.83	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源: 公司网站、WIND、华金证券研究所

中国航天科工集团旗下主要有 8 家 A 股上市公司, 由于中国航天科工集团主要从事各类战术弹道导弹和巡航导弹的研制生产任务。集团下面航天国防相关的资产基本没有进入上市公司。未来, 投资者主要关注这些公司由于中国航天科工集团资产证券化带来的投资机会。

图 31：中国航天科工集团旗下主要上市公司

航天科工集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
	1 600271	航天信息	中国航天科工集团有限公司	39.81	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	2 600677	航天通信	中国航天科工集团有限公司	19.20	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	3 600501	航天晨光	中国航天科工集团有限公司	25.20	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	4 000547	航天发展	中国航天科工集团有限公司	8.99	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	5 600855	航天长峰	中国航天科工防御技术研究院	27.39	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	6 000901	航天科技	中国航天科工飞航技术研究院(中国航天海鹰机电技术研究院)	16.88	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	7 002025	航天电器	贵州航天工业有限责任公司	41.65	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	8 300747	锐科激光	中国航天三江集团有限公司	34.00	限售流通A股	中国航天科工集团有限公司	中央国有企业

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

兵器工业集团旗下主要有 10 家 A 股上市公司，内蒙一机（600967）主要从事坦克装甲车研制生产，是兵器工业集团下面的主承包商。光电股份（600184）、北方导航（600435）作为二级系统集成商，主要是研制生产光电探测系统、弹药导航系统。兵器工业集团其他 A 股上市公司主要从事军转民和民品相关业务。兵器工业集团后续依然有资产整合的投资机会。内蒙一机作为我国最重要的坦克装甲车生产企业，不仅受益陆军新型坦克的列装，外贸坦克获得订单也是公司股价的重要催化因素。

图 32：中国兵器工业集团旗下主要上市公司

兵器工业集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
	1 600967	内蒙一机	内蒙古第一机械集团有限公司	51.68	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	2 600184	光电股份	北方光电集团有限公司	30.36	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	3 600435	北方导航	北方导航科技集团有限公司	30.79	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	4 600495	晋西车轴	晋西工业集团有限责任公司	30.79	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	5 000059	华锦股份	北方华锦化学工业集团有限公司	32.16	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	6 002246	北化股份	山西新华防护器材有限责任公司	18.06	限售流通A股	中国兵器工业集团有限公司	中央国有企业
	7 000519	中兵红箭	豫西工业集团有限公司	22.97	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	8 600480	凌云股份	北方凌云工业集团有限公司	34.40	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	9 600148	长春一东	吉林东光集团有限公司	32.07	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	10 000065	北方国际	中国北方工业有限公司	43.17	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

图 33：中国兵器装备集团旗下主要上市公司

兵器装备集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
	1 000625	长安汽车	中国兵器装备集团有限公司	21.56	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	2 600550	保变电气	中国兵器装备集团有限公司	44.56	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	3 000550	江铃汽车	江铃控股有限公司	41.03	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会 南昌市人民政府国有资产监督管理委员会	国资委,地方国资委
	4 600877	*ST嘉陵	中国兵器装备集团有限公司	22.34	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	5 600698	*ST天雁	中国长安汽车集团有限公司	31.43	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	6 600178	东安动力	中国长安汽车集团有限公司	51.42	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	7 002189	利达光电	中国兵器装备集团有限公司	44.59	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
	8 002265	西仪股份	南方工业资产管理有限责任公司	40.89	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

兵器装备集团旗下主要有 8 家 A 股上市公司。由于兵器装备集团与军品相关业务主要是轻武器和轻型装甲车辆，集团的主要收入和利润来源是民用车辆，所以兵器装备集团下面的公司主要是汽车行业的上市公司。利达光电（002189）下有集团的光电资产。

图 34：中国船舶重工集团和中国船舶工业集团旗下主要上市公司

中船重工集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
1	601989	中国重工	中国船舶重工集团有限公司	35.60	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	600482	中国动力	中国船舶重工集团有限公司	31.12	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	600764	中国海防	中国船舶重工集团有限公司	66.09	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
4	300527	中国应急	中国船舶重工集团有限公司	47.40	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
船舶工业集团	600150	中国船舶	中国船舶工业集团有限公司	51.18	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	600685	中船防务	香港中央结算(代理人)有限公司	41.68	H股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	600072	中船科技	中国船舶工业集团有限公司	37.38	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

中国船舶重工集团旗下 A 股主要上市公司为 4 家，中国船舶工业集团旗下 A 股主要上市公司为 3 家。船舶工业的整合和资产证券化正在进行之中。经过前期一系列资产注入和置换，中国重工（601989）、中国船舶（600150）分别是中船重工集团和船舶工业集团下面的主承包商，负责军、民用船舶的研制和总装业务。中国动力（600482）、中船防务（600685）分别定位为中船重工集团和船舶工业集团下面动力系统的二级集成商。有理由相信，船舶工业体系下其他与船舶相关的二级系统集成单位也会陆续进入集团旗下上市公司：中船科技（600072）、中国海防（600764）、中国应急（300527）。在各自集团专业化整合完成后，船舶工业的两家军工集团公司是否会像南车与北车那样合并，也是资本市场目前关注的热点。

图 35：中国电子科技集团旗下主要上市公司

中国电科集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
1	002935	天奥电子	中国电子科技集团公司第十研究所	43.30	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	600562	国睿科技	中国电子科技集团公司第十四研究所	26.48	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	002544	杰赛科技	广州通信研究所(中国电子科技集团公司第七研究所)	31.18	A股流通股	中国电子科技集团有限公司	中央国有企业
4	002368	太极股份	华北计算技术研究所(中国电子科技集团公司第十五研究所)	38.86	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
5	002415	海康威视	中电海康集团有限公司	39.08	A股流通股	中国电子科技集团有限公司	中央国有企业
6	002268	卫士通	中国电子科技网络信息安全有限公司	37.79	限售流通A股,A股流通股	中国电子科技集团有限公司	中央国有企业
7	600990	四创电子	中国电子科技集团公司第三十八研究所	45.67	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
8	600850	华东电脑	华东计算技术研究所	42.26	A股流通股	中国电子科技集团有限公司	中央国有企业
9	600071	凤凰光学	凤凰光学控股有限公司	39.46	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

中国电子科技集团下主要有 9 家 A 股上市公司。电科集团主要由各个研究所承担具体的子系统研究方向，例如研制雷达的十四所、三十八所等。目前电科集团下的部分研究所都有了对应的上市平台。在军转民领域还诞生了海康威视（002415）这样的行业巨头。目前，电科集团真正进入上市公司的军工电子资产还不多。像四创电子（600990）、国睿科技（600562）为代表

的 A 股公司，投资者正密切关注其作为其大股东军工资产证券化平台的投资价值。此外，在中美贸易战的背景下，中国电子科技集团旗下的公司在“自主可控”领域也具备投资机会。

图 36：中国电子信息集团旗下主要上市公司

电子信息集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
1	600171	上海贝岭	华大半导体有限公司	25.47	A股流通股	中国电子信息产业集团有限公司	中央国有企业
2	000021	深科技	中国电子信息产业集团有限公司	44.51	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	000727	华东科技	南京中电熊猫信息产业集团有限公司	24.51	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
4	000733	振华科技	中国振华电子集团有限公司	32.94	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
5	600536	中国软件	中国电子信息产业集团有限公司	45.13	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
6	000032	深桑达A	中国中电国际信息服务有限公司	49.04	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
7	000066	中国长城	中国电子信息产业集团有限公司	40.75	限售流通A股,A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
8	600775	南京熊猫	香港中央结算(代理人)有限公司	26.57	A股流通股,H股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

中国电子信息集团旗下主要有 8 家 A 股上市公司，业务主要是民用电子和信息产品为主。在目前中美贸易战导致高科技领域矛盾加剧的背景下，中国电子信息集团控股的上市公司或在“自主可控”领域有新的投资机会。

图 37：中国航空发动机集团旗下主要上市公司

航空发动机集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
1	600893	航发动力	中国航发西安航空发动机有限公司	26.52	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	600391	航发科技	中国航发成都发动机有限公司	36.02	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	000738	航发控制	中国航发西安动力控制有限责任公司	23.34	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

中国航空发动机集团是将原来中航工业下属航空发动机研制和生产相关资产独立出来成立的大型军工集团。中国航发 2016 年 5 月才正式成立，将航空发动机的研制和生产相关资产单独成立一个公司，体现了国家对航空发动机产业的重视。中国航发旗下主要有 3 家 A 股上市公司，航发动力（600893）作为主承包商负责中国主要航空发动机的研制生产，航发控制（000738）是专门研制航空发动机控制系统的二级系统集成商。

图 38：中国核工业集团旗下主要上市公司

中国核工业集团	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
1	601985	中国核电	中国核工业集团有限公司	70.40	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	000777	中核科技	中核苏州阀门有限公司	17.92	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	601611	中国核建	中国核工业建设集团公司	61.78	限售流通A股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

中国核工业集团旗下主要有 3 家 A 股上市公司。尽管中国核工业集团是我国核武器的研制生产单位。但核力量的涉密级别太高，不可能将相关资产注入上市公司。核工业集团旗下的 A 股公司主要是核电业务为代表的民用核技术产业。

除了央企军工集团外，地方军工国企和民参军上市公司也成为 A 股国防军工板块的重要组成部分。地方军工国企和民参军上市公司在某些特定的系统集成、零部件和原材料领域有技术优势。投资者需要关注那些有能力获得新订单，资源整合能力强的地方军工和民参军上市公司。

图 39：地方军工国企和民参军上市公司

地方军工及民参军	股票代码	证券简称	大股东简称	持股比例	股本性质	实际控制人名称	实际控制人属性
	601606	长城军工	安徽军工集团控股有限公司	58.89	限售流通A股	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
2	000561	烽火电子	陕西烽火通信集团有限公司	41.68	A股流通股	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
3	002465	海格通信	广州无线电集团有限公司	26.00	限售流通A股,A股流通股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
4	300722	新余国科	江西省军工控股集团有限公司	36.83	限售流通A股	江西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
5	002338	奥普光电	中国科学院长春光学精密机械与物理研究所	42.65	A股流通股	中国科学院长春光学精密机械与物理研究所	其他
6	002151	北斗星通	周儒欣	28.52	限售流通A股,A股流通股	周儒欣	个人
7	002933	新兴装备	戴岳	38.00	限售流通A股	戴小林,戴岳,郝萌乔,王莘	个人
8	300034	钢研高纳	中国钢研科技集团有限公司	44.29	A股流通股	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
9	600399	ST抚钢	东北特殊钢集团股份有限公司	29.25	A股流通股	沈文荣	个人
10	000687	华讯方舟	华讯方舟科技有限公司	29.46	限售流通A股,A股流通股	吴光胜	个人
11	002111	威海广泰	新疆广泰空港股权投资有限合伙企业	28.25	A股流通股	李光太	个人
12	002214	大立科技	庞惠民	29.10	限售流通A股,A股流通股	庞惠民	个人
13	002413	雷科防务	贵州外滩安防设备有限公司	8.77	A股流通股		
14	300045	华力创通	高小嵩	17.69	限售流通A股,A股流通股	高小嵩,王琦,熊运鸿	个人
15	300065	海兰信	申万秋	19.64	限售流通A股,A股流通股	申万秋	个人
16	300101	振芯科技	成都国腾电子集团有限公司	29.65	A股流通股	何燕	个人
17	300252	金信诺	黄昌华	34.41	限售流通A股,A股流通股	黄昌华	个人
18	300397	天和防务	贺增林	40.70	限售流通A股,A股流通股	贺增林	个人
19	300424	航新科技	卜范胜	18.26	限售流通A股,A股流通股	卜范胜,黄欣,李凤瑞,柳少娟	个人
20	300447	全信股份	陈祥楼	49.52	限售流通A股,A股流通股	陈祥楼	个人
21	300474	景嘉微	喻丽丽	35.88	限售流通A股,A股流通股	普万辉,喻丽丽	个人
22	300581	晨曦航空	西安汇聚科技有限责任公司	45.69	限售流通A股	吴坚	个人
23	300696	爱乐达	冉光文	13.83	限售流通A股	丁洪涛,范庆新,冉光文,谢鹏	个人
24	000697	炼石航空	张政	19.03	限售流通A股,A股流通股	张政	个人

资料来源：公司网站、WIND、华金证券研究所

我们从产业链和大股东背景两个角度对 A 股市场上国防军工板块上市公司进行了梳理。不同产业链位置 and 不同股东背景的公司投资逻辑和投资机会不同，下面我们将进一步分析 2019 年下半年国防军工板块的投资机会。

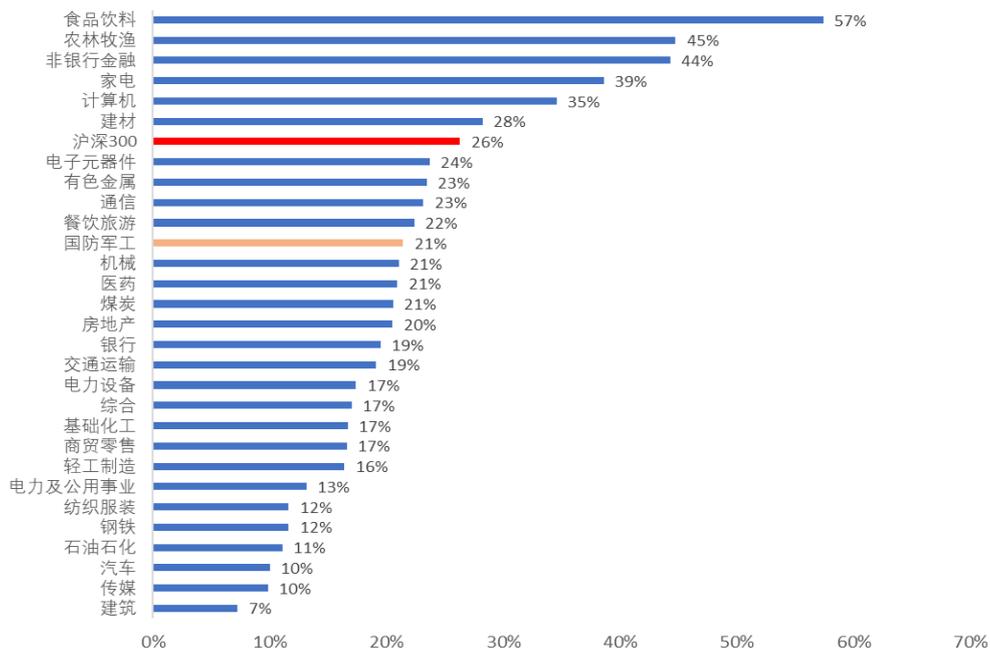
## 四、2019 年下半年投资机会展望

### (一) 2019 年上半年市场回顾

2019 年上半年(截止到 2019 年 6 月 26 日)，中信国防军工指数上涨为 21%，同期沪深 300 上涨 26%。A 股国防军工板块上半年涨幅低于沪深 300 约 5%，在中信 29 个一级行业指数中排第 11 位。

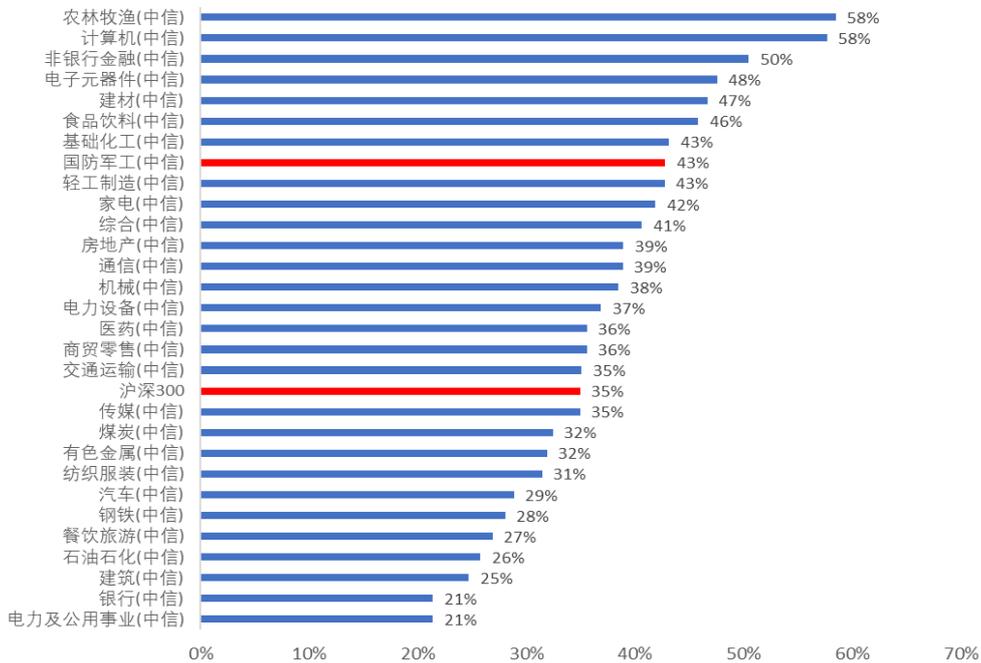
进一步分析 2019 年上半年的市场行情可以发现，从年初到 2019 年 4 月 4 日，中信国防军工指数上涨 43%，同期沪深 300 上涨 35%，国防军工板块跑赢市场基准 8%，在中信 29 个一级行业指数中排第 8 位。

图 40: 2019 年上半年市场回顾 (20190101-20190626)



资料来源: WIND、华金证券研究所

图 41: 2019 年上半年市场回顾 (20190101-20190404)



资料来源: WIND、华金证券研究所

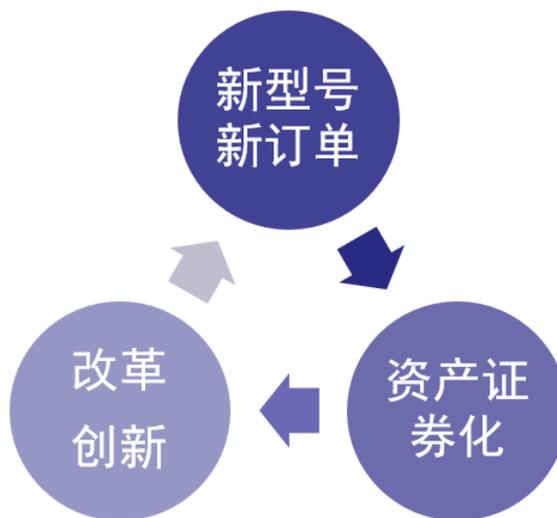
国防军工板块一般在牛市中表现较好。2019 年年初市场预期比较乐观，在 5 月中美贸易战升级后，国防军工板块伴随市场有较大幅度调整。这也体现了国防军工波动率较大的板块特性。

## (二) 2019 年下半年国防军工板块投资机会

根据历史的分析来看，影响国防军工板块投资价值的催化因素主要以下三个方面：

- 1、新型号、新订单。
- 2、改革与创新。
- 3、军工资产证券化。

图 42：影响国防军工板块投资机会的三要素



资料来源：华金证券研究所

我们将分别从这三个方面分析 2019 年下半年 A 股国防军工板块的投资机会。

## 1、新型号和新订单

分析军工行业与分析其他工业部门一样，也是从分析供给与需求关系着眼。生产部门提供的型号产品和服务，能够满足客户的需求，就能够获得客户的订单。无非是在国防工业领域，客户主要是军队和相应的政府部门。新型号和新订单能够保证公司在未来几年收入和利润持续增长。并且在中国目前发展阶段，新型号和新订单往往又暗含中国装备制造业的一个核心投资逻辑——进口替代。

图 43：新型号-直 20



资料来源：公司网站、华金证券研究所

图 44：新型号-高新 6 号反潜机



资料来源：公司网站、华金证券研究所

经过前几年的改革和调整，我们预计 2019 年下半年新型号和新订单或将加快交付。2019 年下半年，可以期望订单增加的型号包括歼 20、歼 16、高新系列、运 20、L15 高级教练机等，可以期待的新型号有直-20 的定型、轰 20 的亮相。2019 年是新中国成立 70 周年，国庆阅兵上如果出现新型号也将提升相关上市公司的投资价值。

图 45: 新型号-歼 16



资料来源: 公司网站、华金证券研究所

图 46: 新型号-轰 20?

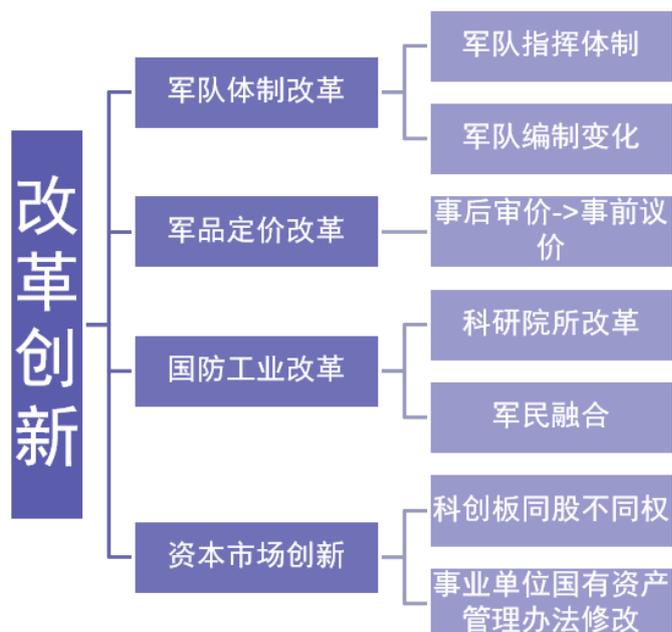


资料来源: 公司网站、华金证券研究所

## 2、改革与创新

由于中国国防工业是采取集中有限资源，根据指令性计划的模式建立发展起来的。尽管改革开放以来，国防工业领域的改革与过去相比有了长足的进步。但是影响国防工业效率，制约国防军工投资价值的因素还很多。每一步改革创新都有利于提升 A 股国防军工上市公司的投资价值。

图 47: 改革创新有利提升国防军工投资价值



资料来源: 华金证券研究所

不仅仅国防工业体系内部的改革，例如科研院所改革、军品定价改革等改革可以影响国防军工上市公司的投资价值。资本市场上的创新更将为国防军工上市公司带来更广阔的成长空间。

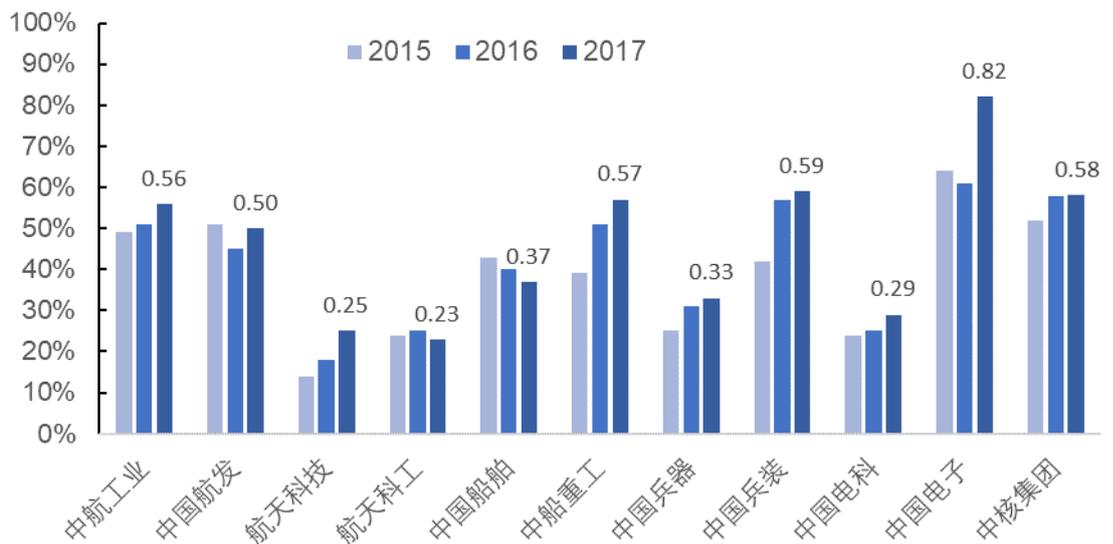
**2019 年下半年最值得关注的改革就是科创板的设立。**科创板在制度设计上的一个重要创新是一同股不同权。如果这项制度可以运用到军工资产证券化领域，就可以解决军方（国防工业最大客户）最关心的问题——资产证券化常常带来国有股占比下降，如何在控股权削弱的情况下，保证军品的质量，保证国家战略的顺利实施。借鉴科创板同股不同权的制度安排，可以顺利解决军方的担忧。

科创板不仅扩大了国防军工上市公司的标的，还为现有军工上市公司提供的对标。科创板的目标企业是技术含量高的高技术企业。国防军工本就是高技术集中的产业。在目前公布的科创板拟上市公司中，就有不少象睿创微纳（688002）这样主要收入和利润来源以军品业务为主、科技含量高的公司。科创板的另一个影响就是为现在 A 股的军工上市公司提供了对标，随着下半年，越来越多的军工业占比高的公司在科创板上市，对标的 A 股公司也将有投资机会。例如现在高德红外（002414）、大立科技（002214）对标睿创微纳（688002）一样。

### 3、资产证券化

资产证券化是 A 股国防军工板块重要的投资催化剂，同时也是我国国防工业体系提升效率，建立现代企业制度，推进现代股份公司体制改革，融入全国经济体系的重要改革方向。从历史上看，在实施资产证券化的过程，相关的上市公司都有不错的投资收益。

图 48：我国十一大军工集团资产证券化水平



资料来源：WIND、中债登、华金证券研究所

根据 2017 年的数据，图 48 是中国 11 大军工集团的资产证券化比例。中国电子和中国兵装集团由于民品占比比较高，所以资产证券化程度也比较高。而集团主业以武器装备为主的军工集团中，中航工业和中国重工的资产证券化率占比比较高，分别在 0.56 和 0.57 左右。前面提到的，在过去 10 年中，产品符合军事斗争发展方向，盈利能力较强的航天科技、航天科工、中国电科的资产证券化率比较低，分别为 0.25、0.23、0.29，后续资产证券化的空间较大。

分析军工集团资产证券化的历史过程中，我们可以发现，中国兵装、中国电子这样民品占比比较高的集团，资产证券化率较高，一部分原因是民品上市面临的审批门槛相对较低，市场化程度更高。此外，军工集团面临经营压力大小也是影响军工资产证券化进程的重要因素，例如，在过去 10 年中，全球船舶工业一直处于下行周期，船舶工业的经营压力较大，所以船舶工业整合的概率较大，表现在 A 股市场上，中船重工集团和中国船舶集团旗下的上市公司资本运作推进比较顺利。

根据前面分析，我们可以得出以下结论：

- 1、传统军工集团的资产证券化依然有空间。
- 2、实施军工集团证券化的动力受经营压力大小、领导思想、国家战略的影响。

把握资产证券化投资机会，需要保持耐心，提前布局。2019 年下半年资产证券化的投资机会依然存在，例如中航工业下的洪都航空（600316）和船舶工业旗下的上市公司。此外，中国电科和航天工业的上市公司也是值得提前布局。

### （三）投资建议

**给与行业评级为领先大市-B。**国防军工板块整体还处在景气周期中，相关的上市公司是保证中国安全与发展的核心资产。具备良好的长期投资价值。2019 年下半年，伴随新的订单和型号逐渐落地，上市公司的业绩将继续保持增长。科创板的设立将提升投资者对高科技股的热情，A 股对标公司会引来新的投资机会。10 月的国庆阅兵也将提升市场对国防军工板块的关注度。整体而言，我们认为 2019 年下半年国防军工板块具备投资机会。给与行业评级为**领先大市-B**。

在具体投资标的的选择上，我们遵循下面 3 个标准：1、有新型号+新订单；2、有核心技术壁垒；3、具备资本运作概率和主题机会。建议关注：

**核心资产：**中航飞机(000768)、洪都航空(600316)、中直股份(600038)、钢研高纳(300034)、光威复材(300699)。

**主题投资：**海特高新(002023)、国睿科技(600562)、四创电子(600990)、中国海防(600764)、贵航股份(600523)

**风险提示：**1、新型号和新订单进度低于预期；2、经济大幅低于预期导致市场风险偏好下降；3、信用收缩超预期；4、改革进度低于预期。

## 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

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn