

国防军工行业：估值合理、预期提升、风格轮动与偏好改变

——浅析 8-9 月配置军工的比较优势

2019 年 07 月 28 日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

投资摘要：

我们通过基本面观察率先旗帜鲜明地提出军工行业具有明显比较优势，坚定看好三季度军工行情。从近期军工走势看，我们的逻辑已逐步得到验证：

近一个月军工发力具有鲜明的内外部诱因。今年一季度，申万军工指数上涨近 30%。年初至今，军工指数涨幅约 25%，在 28 个行业中排名第 10。7 月以来，在基本面和抗周期属性的驱动下军工板块再度发力，近一个月涨幅已跻身行业排名第 3。当前申万军工一级行业市盈率为 59.02 倍，位居历史估值水平 9.05% 的分位点，处于历史相对底部区域。军工板块经过过去三年多的调整，已经充分地释放了风险。由于三年来的低谷，其他行业相比军工行业预期较高，导致实际业绩容易低于预期。而市场对于军工行业预期已经到达冰点，军工行业容易产生预期差，导致市场资金重新进入。

整体来看，军工行业长期存在的估值问题与企业自身增长的确定性和市场风险偏好密切相关，未来几年军工行业业绩增长较为确定，业绩增长也将消化行业本身的较高估值。此外，短期估值来看，外部局势缓和与科创板平稳推出有利于风险偏好改善，而军工股在这难得的窗口期有望取得较好的超额收益。

装备费比例首次披露远超预期，军工中报业绩是直接驱动。国防白皮书首次披露了我军装备费的占比近年来大幅提升至 41%，远超市场预期。近期披露中报预告的 72 家军工公司中，47 家实现正增长，我们重点推荐的钢研高纳（+72%-94%）、光威复材（+35%-45%）、中光学（+63%-95%）等上半年业绩均实现高速增长，显示产业链上游的原材料、电子元器件企业订单和业绩在逐步释放。此外，包括洪都航空、中直、沈飞和内蒙一机等主机厂在手订单饱满，且随着重点型号的交付，很多收入会在 2019 年确认，今年主机厂业绩可能会出现惊喜。

建军节将至，军工板块催化效应明显。我们分析了过去 15 年数据发现，八一建军节前一周上涨的次数仅有 5 次，而八一后一个月，国防军工板块有 9 次是上涨的；八一后三个月，有 8 次是上涨的。综合来看，历年八一建军节前后军工板块大概率会迎来一波上涨行情。考虑到今年国庆 70 周年因素，相关武器装备亮相的催化效果可能更加明显。

多只军工 ETF 发行引来投资活水。指数基金本身有长期趋势向上、简单透明、降低非系统性风险等优势。近期，72 亿规模的富国军工龙头 ETF 和 10 亿规模的鹏华中证国防 ETF 陆续成立上市，吸引大批长期稳定资金投资军工企业。

从投资维度来看，我们预判，长期看未来军工行情的两大关键点：一是航空发动机技术真正突破后，激活整个飞机产业链向上走（包括内销和出口）；二是台海局势变化引致行业大发展。

重点推荐：主机厂推荐中航沈飞，洪都航空和航发动力，新材料推荐光威复材和钢研高纳，信息化推荐中国长城和卫士通，零部件分系统推荐中航光电和航新科技。港股方面推荐中航科工。

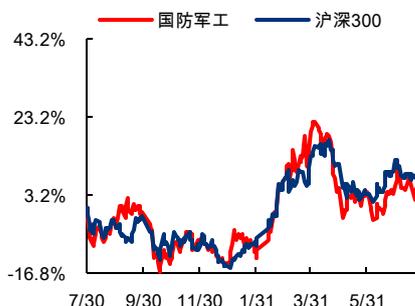
风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

行业基本资料

占比%

股票家数	70	1.92%
重点公司家数	-	-
行业市值	9993.21 亿元	1.66%
流通市值	7399.28 亿元	1.68%
行业平均市盈率	62.7	/
市场平均市盈率	17.15	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018

Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

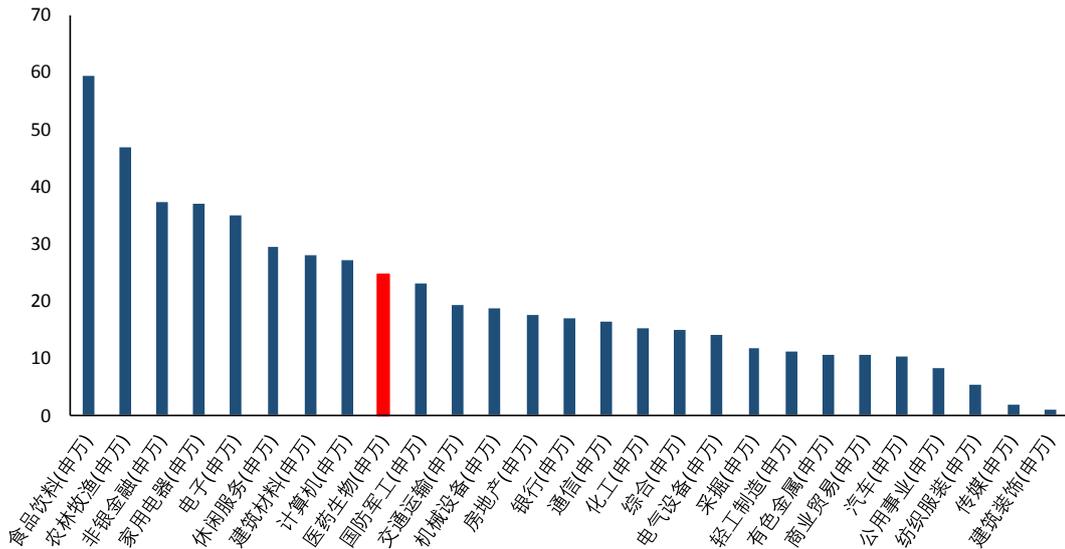
执业证书编号：

S1480117080010

1. 市场回顾及原因分析

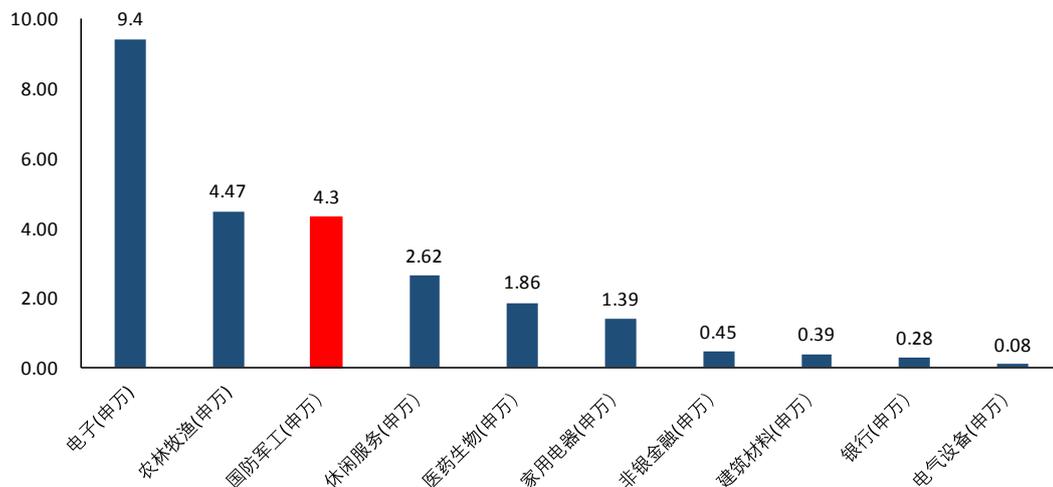
2019 年一季度，军工板块走势强劲，申万军工指数上涨近 30%。之后，随着市场风险偏好下降，军工板块开始回落。而近期，在基本面和抗周期属性的驱动下军工板块再度发力，从涨幅来看，该板块从全年排名的第 10 名，跻身至近一个月排名的第 3 名。

图 1:申万一级行业年初至今涨幅军工排名第 10



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2:申万一级行业近一个月涨幅军工上升至第三



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.1 基本面向好已得到充分证实

从整体板块看，支撑军工板块上涨的因素大致可归结为基本面向好以及军工存在比较优势，预期差、确定性和对冲宏观经济波动等。

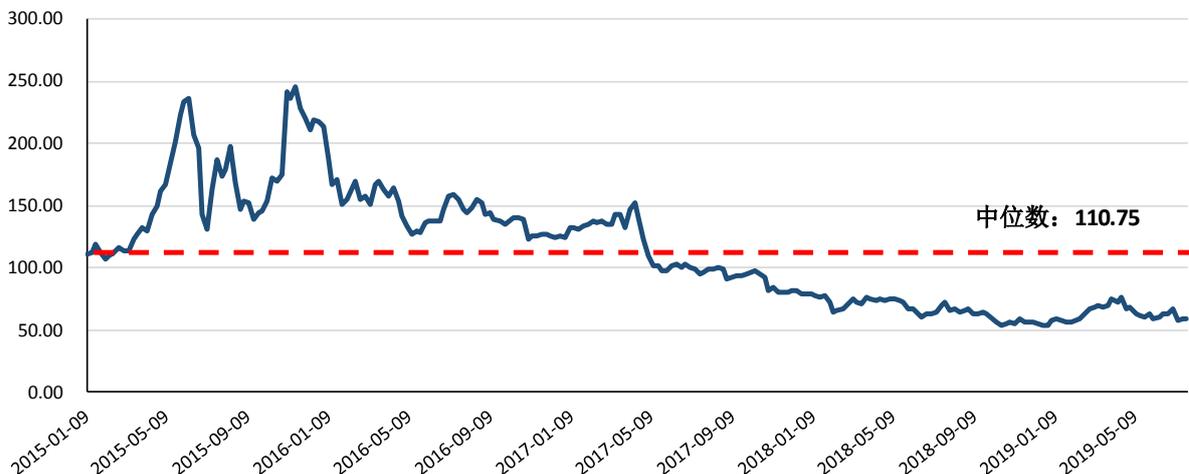
早在 2018 年年底，衡量军工企业业绩的存货、预付款、预收款等前瞻性指标开始初步放量，2019 年军工板块的业绩表现，再次验证了军工板块业绩有明显改善。2019 年一季度，军工板块整体实现营业收入 676.81 亿元，同比增长 17.74%；实现归母净利润 22.27 亿元，同比增长 33.70%。营收和归母净利润增速的加速提升，反映了军工行业的持续增长。在看近期中报预告，大部分军工企业交出了优异的答卷，再次证明了军工板块的基本面优异事实。

基本面向好的驱动因素主要在于军改落地，负面影响逐步消退，补偿性订单如期而至，同时最近公布的国防白皮书显示军费中装备费占比从 2011 年起开始迅速提升，从 2010 年的 33.2% 上升至 2017 年的 41.1%，极大的超出了市场预期，考虑到装备费前期更多的投向了武器装备的研发、论证和实验，而在十三五后期阶段装备费更多地落实到了武器装备的采购和升级方面，因此军工企业特别是主机厂能够充分享受到装备费占比提升和重心向采购转移所带来的利好。

1.2 估值改善释放风险

估值已改善，风险得到充分释放。从估值表现来看，国防军工板块估值处于历史低位。当前申万一级行业中的国防军工板块市盈率为 59.02 倍，位居历史估值水平 9.05% 的分位点，处于历史相对底部区域。军工板块经过过去三年多的调整，已经充分地释放了风险。

图 3: 军工行业 PE 已处于历史低位



资料来源：wind，东兴证券研究所

另外由于三年以来的低谷，其他行业相比军工行业预期较高，导致实际业绩容易低于预期，而市场对于军工行业预期已经到达冰点，军工行业容易产生预期差，导致市场资金的重新进入。

整体来看，军工行业长期存在的估值问题与企业自身增长的确定性和市场风险偏好密切相关，未来几年军工行业业绩增长较为确定，业绩增长也将消化行业本身的较高估值。此外，短期估值来看，贸易战缓和和科创板开闸有利于风险偏好改善，而军工股在这难得的窗口期有望取得较好的超额收益。

1.3 多项利好政策加持，近期迎来强催化

国防白皮书在指出了军工行业的多项利好政策。从顶层设计来看，我国的周边的国际环境极其复杂，军事装备发展水平与世界先进国家相比仍有很大差距，远未达到军事平衡，因此国防工业的发展道路依然任重而道远，并且随着我国“走出去”的步伐越来越快，要达到海外利益维护和国际安全承担者这一目标，则需要对军工体系继续加大投入。

具体到军工单位层面，各项改革政策也在持续推进，如军工资产证券化加速、国有投资、运营试点持续推进，军工行业股权激励和工资总额改革有望加速等，均或将为行业带来实质性利好。同时强调开展实战化军事训练，从产业的角度来看军事训练频次和规模的增加意味着弹药等消耗性武器装备需求增加，以及武器装备加速更新换代。我们在 6 月洪都集团导弹资产注入洪都航空的点评中就已提醒市场关注各类弹药因实弹演练而需求激增，此次官方的说明充分佐证了这一变化。

此外，八一建军节、十一阅兵临近，军工近期主题催化不断。有香港媒体报道，此次阅兵在参观规模、亮相方队、武器装备上都会呈现诸多亮点，全方位展示国家实力，突出实战化建设成就。当前经济面临一定压力，军工行业充分调整后估值合理，防御属性凸出。当下股市仍是存量市场占主导，经济有下行压力时，军工防御属性是最突出的比较优势。

我们统计了近 15 年建军节前后军工板块的走势。结果如下：

表 1：申万军工指数在历年建军节前后的走势一览表

时间	建军节前一周涨幅 (%)	建军节后一个月涨幅 (%)	建军节后三个月涨幅 (%)
2004 年	-2.15	-6.14	-11.79
2005 年	-3.27	15.68	25.95
2006 年	-6.66	13.23	11.12
2007 年	1.24	15.46	22.40
2008 年	-5.05	-27.07	-48.03
2009 年	11.12	-14.99	-12.94
2010 年	7.65	9.55	40.29
2011 年	-4.07	-9.21	-20.91
2012 年	-4.40	0.67	1.22
2013 年	4.67	7.88	10.68
2014 年	6.14	8.39	28.84
2015 年	-6.90	-19.72	-13.32
2016 年	-7.96	3.12	-0.08
2017 年	-2.23	3.72	0.68
2018 年	-3.16	-6.04	-12.66

资料来源：wind、东兴证券研究所

从过去 15 年数据不难看出，八一建军节前一周上涨的次数仅有 5 次，而八一后一个月，国防军工板块有 9 次（60%）是上涨的，平均涨幅为 8.63%；八一建军节后三个月，有 8 次（53.33%）是上涨的，平均涨幅为 17.65%。所以综合来看，历年八一建军节前后军工板块大概率会迎来一波上涨行情。

2. 投资策略

2.1 军工基金

本周我们对富国中证军工龙头 ETF 的成立进行了解读。富国中证军工龙头 ETF 于 7 月 23 日正式成立，截止至 7 月 23 日，资产规模为 72.03 亿元。我们认为，中航系公司换购 ETF 的目的为市值管理，中航飞机、中航资本，中航沈飞等九家上市公司按照 ETF 指数权重测算的配置市值约为 19.25 亿元，减持对市场冲击有限。我们认为，ETF 建仓为投资军工引来了活水，有利于若干军工股市值弹性。

表 2：军工龙头 ETF 权重及弹性

简称	权重 (%)	自由流通市值 (亿元)	按权重配售市值	占市值比重	7 月日均成交额 (亿元)	配置市值弹性
海格通信	5.19	142.79	3.74	2.62%	1.25	3.00
中航机电	3.41	113.7	2.46	2.16%	0.84	2.91
航天彩虹	1.44	43.61	1.04	2.38%	0.41	2.54
航天发展	3.61	94.23	2.60	2.76%	1.17	2.23
中航飞机	7.26	190.75	5.23	2.74%	2.37	2.21
光电股份	0.75	24.78	0.54	2.18%	0.25	2.17
中航电子	2.64	64.86	1.90	2.93%	0.89	2.14
航天电子	4.54	121.97	3.27	2.68%	1.55	2.11
烽火电子	0.74	18.7	0.53	2.85%	0.27	2.01
国睿科技	1.96	47.65	1.41	2.96%	0.74	1.91
航发动力	7.02	193.66	5.06	2.61%	2.97	1.70
中直股份	4.11	98.38	2.96	3.01%	1.77	1.67
中航光电	5.67	161.36	4.08	2.53%	2.54	1.61
中航沈飞	4.08	100.42	2.94	2.93%	2.06	1.43
中国卫星	4.64	132.01	3.34	2.53%	2.49	1.34

资料来源：wind，东兴证券研究所

同时参考已上市的军工指数类基金和主题类基金今年以来的表现，也可以作为一个良好的投资渠道分享军工板块上涨带来的红利。

表 3：部分军工基金今年以来走势

分类	代码	基金简称	今年以来业绩 (%)
指数类基金	501019.OF	国泰国证航天军工	30.70
	502003.OF	易方达军工	25.22
	000596.OF	前海开源中证军工 A	24.19
	161024.OF	富国中证军工	23.76
	163115.OF	申万菱信中证军工	21.67
主题类基金	005609.OF	富国军工主题	27.44

004224.OF	南方军工改革	26.36
002251.OF	华夏军工安全	25.82
002983.OF	长信国防军工	24.83
004698.OF	博时军工主题	20.62
001475.OF	易方达国防军工	20.51

资料来源：wind、东兴证券研究所 注：时间截止为 7 月 26 日

2.2 投资建议

我们前期反复强调，7 月中下旬军工股将迎来配置时点，建议重视军工行业比较优势。我们再次重申主要逻辑：

- 1、军工企业中报增长明显，抵御经济下行的防御属性突出；
- 2、前期调整充分，估值处在历史最低区间，从高科技核心资产角度分析具备极高的配置价值；
- 3、后期增长确定，订单饱满，特别是战斗机主机厂、军事信息化、网络安全、新材料类公司；
- 4、八一+阅兵临近，事件性因素增多；
- 5、继两船合并后，下半年到明年各军工集团或陆续启动兼并重组；
- 6、富国中证军工龙头 ETF 募集结束，为军工板块引来可观活水。

事实上，目前主流军工股的机构与 ETF 持仓占比日益提升，实际股份流通量偏低，相应地具有较大的弹性。

从投资维度来看，我们预判，长期看未来军工行情的两大关键点：一是航空发动机技术真正突破后，激活整个飞机产业链向上走（包括内销和出口）；二是台海局势变化引致行业大发展。

重点推荐：主机厂推荐中航沈飞，洪都航空和航发动力，新材料推荐光威复材和钢研高纳，信息化推荐中国长城和卫士通，零部件分系统推荐中航光电和航新科技。港股方面，重点推荐中航科工。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	光威复材（300699）：布局大丝束碳纤维，积极拓展民用业务	2019-07-22
公司	卫士通（002268）：利用自身优势切入专网运营，将成为公司新业绩增长点	2019-07-23
行业	光威复材 VS 中简科技全面对比分析	2019-07-25
行业	国防军工行业：关注 ETF 建仓带来的军工股配售市值弹性	2019-06-25

资料来源：东兴证券研究所

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，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，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，主要研究军工领域。

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。