

国防军工

国防军工 2019 年 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 08 月 07 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

美国重启对台军售, 关注热点事件对板块的持续刺激

相关研究报告:

- 《国防军工 2019 年中期暨 7 月月度投资策略: 贸易战中避险能力强, 行业基本面扎实, 武器装备外贸前景繁荣》——2019-06-19
- 《国防军工 2018 年年报及 2019 年一季报回顾暨 5 月投资策略: 行业改革影响开始显现, 关注企业预收账款及存货变化》——2019-05-07
- 《国防军工 04 月暨二季度投资策略: 改革落地预期增强, 事件性题材影响提升》——2019-03-28
- 《国防军工 03 月投资策略: 市场情绪好转, 关注低估值及题材利好标的》——2019-03-14
- 《国防军工 2019 年 2 月月度投资策略: 核心军工资产业绩上行, 盈利能力与改革题材并重》——2019-02-14

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号: S0980517080004

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

● 七月行情回顾:

回顾整个 7 月, 经历了贸易战风波平息之后, 全市场的情绪回归平稳, 由于临近中报期, 市场对于行业上市公司的中报业绩关注度提升。但就各板块涨跌幅来看, 在上证综指出现了一定下跌的情况下, 军工板块整体上继续保持了较强的抗跌性。如果以 2018 年 4 月贸易战开始作为分界点, 我们可以发现军工板块在贸易战期间表现了极强的抗跌性, 这在我们在此前发布的系列策略报告中均有指出, 必须关注板块的这个变化, 这说明市场对于军工行业自身受到外部经济因素影响极小的特点已经充分认识。

● 美国宣布重启对台军售刺激我军加强装甲及反坦克能力建设

此次台军购买 M1A2T 主战坦克主要是为了缓解台军在两岸装甲力量对比方面的绝对落后的局面, 该型坦克的整体技术水平相当于美军自用的 M1A2SEPv2 的水平。如果台军接收 M1A2T 主战坦克, 在一定程度上可以削弱我军现役的 96A 主战坦克的装甲优势, 导致我军对于 99A 式主战坦克需求的进一步增加。坦克及反坦克产业链将受到一定程度的利好。

● 美国重启对台军售将持续刺激板块情绪

美国重启对台军售从严重性上来说不亚于 2016 年的南海局势紧张, 而且从公布到实施的过程较长, 在这个过程中, 我国官方和社会媒体将会持续对其发表意见及报道, 进而不断产生新的事件性题材对军工板块的情绪产生持续刺激。

● 投资建议: 关注地面武器及航空主战装备相关标的

美国重启对台军售刺激我方加快军工企业改革及新装备战斗力生成的步伐。可能受到军工核心资产注入利好的标的, 如四创电子; 为应对周边局势的不稳定性, 我军加快新装备交付部队及战斗力生成, 利好总装类及核心配套类标的的业绩提升, 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。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600967	内蒙一机	买入	10.63	17,961	0.39	0.50	27.26	21.26
600760	中航沈飞	买入	28.99	40,597	0.62	0.78	46.76	37.17
002013	中航机电	买入	6.56	24,214	0.27	0.32	24.29	20.5
002025	航天电器	买入	26.65	11,399	0.94	1.22	28.35	21.84
600990	四创电子	买入	48.30	7,688	1.70	1.90	28.41	25.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

七月行情回顾：板块表现略好于大盘指数.....	3
美重启对台军售对基本面和市场情绪产生双重刺激.....	5
M1A2T 主战坦克入台，刺激我军加强装甲及反装甲能力建设.....	5
美国重启对台军售将对市场情绪产生持续刺激.....	7
关注地面及航空主战装备相关标的.....	8
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

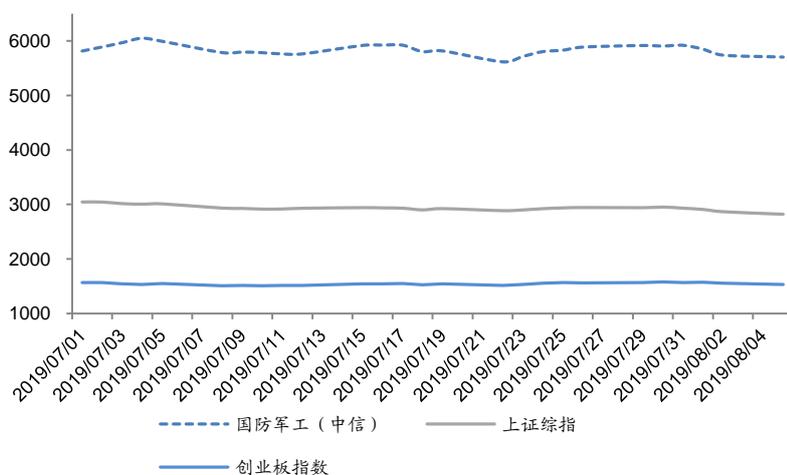
图表目录

图 1：7 月份军工板块指数走势与大盘和创业板对比.....	3
图 2：7 月份军工板块各子板块走势对比.....	3
表 1：此次对台军售方案主要涉及装备（总金额 20 亿美元）.....	5
表 2：历次美国对台军售主战装备统计.....	6

七月行情回顾：板块表现略好于大盘指数

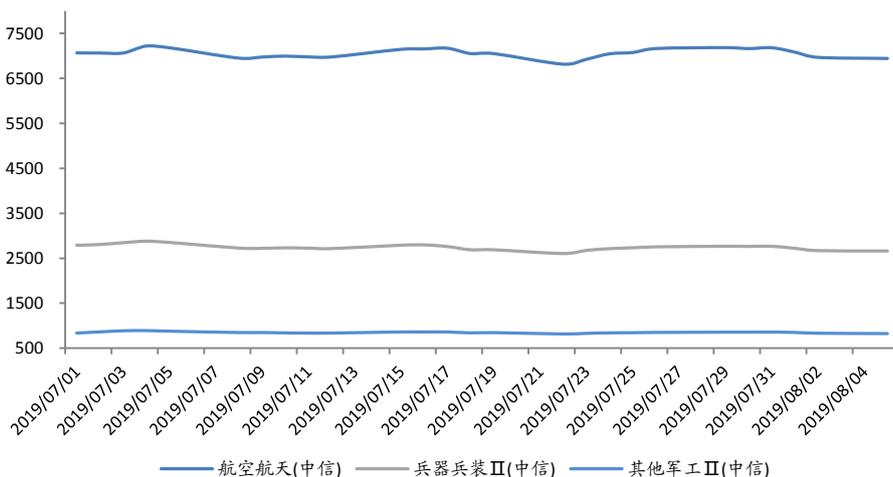
7月1日截止到8月5日，上证指数下跌7.3%；创业板指数下跌2.3%；国防军工（中信）指数下跌1.9%。其中，子板块中航空航天类下跌1.75%；兵器兵装类下跌4.5%；其他军工下跌1.54%。板块表现好于上证指数及创业板指数。航空类标的是长期受到市场青睐的标的品种，这也造成在上半年市场情绪出现波动的情况下，市场资金出现到航空类标的中避险的情况，航空类标的也一直是机构持仓比较集中的品种，因此虽然抗跌性较强，但是由于市场对板块的中报业绩预期并不高，加上其他传统板块今年吸金效应明显（如消费板块、食品饮料板块等），导致增量资金不足，所以也未出现较大幅度的上涨。

图 1：7 月份军工板块指数走势与大盘和创业板对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：7 月份军工板块各子板块走势对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

包括船舶、民参军在内的其他军工子跌幅较小，分析这其中的原因要将这两块分开来看。船舶类标的由于今年年初中国船舶等公司发生重大资产重组，使得市场对于船舶类标的进一步重组预期增强，风险偏好有所提升，这进一步导致对于一直存在的“两船合并”题材的预期增强，造成了船舶类标的的波动。民参

军公司由于前期波动较大，且市值较小，因此在贸易战后市场情绪趋于平稳的情况下受到了一部分资金的追捧。

但就各板块涨跌幅来看，在上证综指出现了一定下跌的情况下，军工板块整体上继续保持了较强的抗跌性。如果以 2018 年 4 月贸易战开始作为分界点，我们可以发现军工板块在贸易战期间表现了极强的抗跌性，这在我们在此前发布的系列策略报告中均有指出，我们认为必须关注板块的这个变化，这说明市场对于军工行业自身受到外部经济因素影响极小的特点已经充分认识。

美重启对台军售对基本面和市场情绪产生双重刺激

M1A2T 主战坦克入台，刺激我军加强装甲及反装甲能力建设

美国是台湾当局武器装备的主要来源，梳理历史上的美国对台军售的特点，可以说对台军售的武器装备均为当时的顶尖技术水平的武器，为美国军工企业创造了巨额利润的同时，对于台海地区的局势稳定也产生了极其不利的影响。可以说，在我军歼-10 战斗机、歼-11 战斗机、96A 式主战坦克、99 式主战坦克成军以前，台海地区的力量对比是于我不利的。但在 2005 年以来，我军新型主战装备不断成军形成战斗力，经过二十余年的发展，我军取得了台海地区的力量对比优势，也具备了第一岛链以内的反介入能力，成为了我国维护祖国统一的坚实基础。

目前，距离台军上一次大规模更换主战装备（以美制 F-16 战斗机和法制幻影-2000 战斗机为代表）已经过去了近 20 年，这些飞机已经接近机体的使用寿命，即使进行新一轮延寿，其整体技术水平也已显落后。可以说现在台军的整体装备水平虽然体系完整，但是体系中的各关键平台类装备（战斗机、主战坦克、舰艇）技术水平基本上停留在西方国家上世纪 80 年代末的水平，虽然在 2008 年左右购买了先进的爱国者-3 型防空导弹系统和 AH-64E 武装直升机，但是这改变不了体系落后的现实。

此次对台军售以地面武器为主，主要是加强反装甲能力，尤其是采购名单里的 108 辆 M1A2T 主战坦克非常显眼。目前台军的装甲部队主力为 1991 年购买的 M60A3 中型坦克，该坦克的初始设计时在 20 世纪 60 年代完成的，目前已经全面落后，无法应对我军的 96 系列和 99 系列主战坦克。此次购买 M1A2T 主战坦克主要是为了缓解台军在两岸装甲力量对比方面的绝对落后的局面，该型坦克的整体技术水平相当于美军自用的 M1A2SEPv2 的水平，在装甲和数字化作战能力上有所削弱，主要是没有贫铀装甲和数据链，电台换成了台湾自行研制的车载电台，火力方面该型坦克配备的 KEW-A1 尾翼稳定脱壳穿甲弹虽然是美军单独为其开发的非贫铀弹芯的高速轻弹，但其整体技术水平与美军自用的 M829A2 相近，2000 米距离的穿甲深度在 550mm-600mm 之间，属于主流国家的 20 世纪 90 年代末期的技术水平。如果台军接收 M1A2T 主战坦克，在一定程度上可以削弱我军现役的 96A 主战坦克的装甲优势，但 M1A2T 总重量达到了 63 吨，出营区以后可以选择通行的道路有限，容易受到反坦克火力的伏击。在一定程度上可能刺激我军装甲力量和反坦克能力的建设。

表 1：此次对台军售方案主要涉及装备（总金额 20 亿美元）

型号	类别	数量
M1A2T	主战坦克	108
M88A2	装甲抢修车	14
M1070A1	装备运输车	16
KEW-A1	尾翼稳定脱壳穿甲弹	7862
M865	穿甲弹训练弹	621
M1002	破甲弹训练弹	572
M2	机枪	122
M240	机枪	216
M830A1	破甲弹	828
M1000	重型装备运输车	16
---	单兵电台	64
AN/PSN-13A	GPS 接收机	108

资料来源：美国国防部网站、CNKI、国信证券经济研究所整理

表 2: 历次美国对台军售主战装备统计

型号	数量	合同总金额/亿美元	合同公布时间
F-5E 战斗机	48	2.4	1979 年 7 月
“小牛”空对地导弹	500	0.25	1979 年 11 月
“陶”反坦克导弹、霍	合计约为 1000	2.8	1980 年 1 月
M110A2 自行榴弹炮	14	0.037	1980 年 7 月
M113 装甲运兵车	164		
自行迫击炮	72	0.97	1982 年 6 月
装甲指挥车	31		
F-5F 战斗机	248(许可证生产)、30(整	6.2	1982 年 8 月
F-104G 战斗机	66	—	1983 年 2 月
C-130 运输机	12	3.25	1984 年 6 月
小懈树地空导弹	262	0.94	1985 年 6 月
S-2T 反潜巡逻机、	2		
S-2E/G 升级	27	2.6	1986 年 8 月
AN/TPQ-37	—		
佩里级护卫舰	8		
“标准”防空导弹	88	0.44	1989 年
F-5 战机、F-104 战机、	—	1.08	1990 年 8 月
M60A3 中型坦克	110	1.19	1991 年 9 月
C-130	8	2.2	1992
“斯诺克”级护卫舰	3(租借)	2.3(租金)	1992 年 7 月
“标准”防空导弹	207	1.26	1992 年 8 月
F-16 战斗机	150	60	1992 年 9 月
爱国者-1 防空导弹系统	200(导弹数量)	100	1993 年 1 月
E-2T 预警机	4	9	1993 年 3 月
“斯诺克”级护卫舰	3(租)	2.3(租金)	1994 年 2 月
MSO 扫雷舰	4	—	1994 年 9 月
“毒刺”肩扛式防空导	1299	4.2	1996 年 8 月
MK46 MOD5 鱼雷	110	0.69	1996 年 9 月
AGM-84A “鱼叉”反舰	54		
AH-1W 武装直升机	21	2.32	1997 年 3 月
SH-70C “黑鹰”反潜直	11		
“毒刺”肩扛式防空导	700	0.58	1997 年 5 月
SH-70C “黑鹰”反潜直	4	0.7	1998 年
OH-58 侦查武装直升机	13		
AH-1W 武装直升机	21	4.52	1998 年 3 月
AGM-86A “鱼叉”反舰	58		
MK-46 反潜鱼雷(机载	110	3.5	1998 年 8 月
“毒刺”防空导弹	560		
“神射手”瞄准吊舱及	28	4.4	1998 年 10 月
早期雷达预警系统	1	8	1999 年 4 月
“海尔法”-2 反坦克导	240		
ANVRC-92E、	5	0.87	1999 年 5 月
E-2T 预警机	2		
F-16、C-130 运输机配	—	5.5	1999 年 7 月
“霍克”防空导弹	162	2.02	2000 年 3 月
AN/ALQ-184 电子战吊	48		
“神射手”瞄准吊舱	39	3.56	2000 年 6 月
AIM-120C 空空导弹	200		
AGM-86A 反舰导弹	71	13.08	2000 年 9 月
M109 式 155 毫米自行	146		
“基德”级驱逐舰	4	—	2001 年 4 月
“标枪”反坦克导弹系	40(瞄具数量)、360(导	0.51	2001 年 10 月
AIM-9M 近程空空导弹	182		
“海尔法”-2 坦克导弹	440	5.2	2002 年 9 月
AAV7A1 两栖突击车	54		
AIM-120C5 空空导弹	200	—	2003 年 11 月
“铺路爪”超高频远程	2	17.4	2004 年 4 月
AIM-120C5 空空导弹	453		
“小牛”空对地反坦克	—	4.21	2007 年 3 月

F-16C/D 战斗机	66	37	2007
P-3C 反潜巡逻机	12		
“标准”-2 中程防空导	144	22.3	2007 年 9 月 13 日
“爱国者”-3 末段反导	—		
AH-64E 阿帕奇武装直	30	64. 63	2008 年 10 月 3 日
E-2T 预警机升级组件	—		

资料来源：美国国防部网站、CNKI、国信证券经济研究所整理

美国重启对台军售将对市场情绪产生持续刺激

今年 4 月以后，由于受到贸易战等外部因素的影响，市场情绪一直比较低落，对于事件性题材的反应较小。但我们认为，市场情绪亦不具备继续下行的基础，原因是行业基本面一直在持续改善，进一步让市场情绪下行的因素也已经不多。因此，一旦市场情绪开始修复，对事件性题材的反应就会增加。美国重启对台军售从严重性上来说不亚于 2016 年的南海局势紧张，而且从公布到实施的过程较长，在这个过程中，我国官方和社会媒体将会持续对其发表意见及大肆报道，进而不断对军工板块的市场情绪产生持续刺激。

就市场反应程度来说，由于 7 月底美国对台军售计划公布之时，市场情绪正笼罩在受美方出尔反尔在此重启贸易战的阴云之中，因此反应较小。随着之后市场情绪的不断好转，对相关事件性题材的反应将会越来越大以为板块带来多个阶段性机会。

关注地面及航空主战装备相关标的

内蒙一机是我国最重要的坦克装甲车辆生产企业，将持续受益于全军装备换装。虽然 2018 年业绩增长低于市场预期，但其主要原因是受到军代表制度改革等不可抗力因素影响其产品交付。但其 2019 年一季度存货及预收账款相比于 2018 年年末均呈现出 20% 以上增长，说明公司 2018 年的存货及 2019 年的新增订单量均比较可观，随着军代表制度改革影响的结束，公司产品交付趋于正常，积压存货实现交付，公司业绩有可能呈现较大增长。

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。

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
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600967	内蒙一机	买入	10.63	0.32	0.39	0.50	33.47	27.26	21.26	2.08
600990	四创电子	买入	48.30	1.62	1.70	1.90	27.11	28.41	25.42	2.28
600760	中航沈飞	买入	28.99	0.53	0.62	0.78	54.9	46.76	37.17	4.94
002013	中航机电	买入	6.56	0.23	0.27	0.32	40.57	24.29	20.5	2.55
002025	航天电器	买入	26.65	0.84	0.94	1.22	29.52	28.35	21.84	3.42

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