

# 国防军工行业：战略看好军工 可能是十年级别大机会

2019年09月03日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

## 投资摘要：

1、经历四年深度调整，军工板块的市值占比已萎缩至 2% 以下，市场对军工行业预期也到了冰点。而过去四年，军工行业一直保持年均 15% 左右的增长，2019-2020 年乃至十四五期间增速将更高。对一个风险充分释放的行业，巨大的预期差意味着显著的机会。叠加未来低利率的宽松周期，我们战略看好军工板块。投资核心军工股是对冲风险、顺应趋势的较好选择。

2、不久前发布的国防白皮书首次披露了我军装备费在军费中的占比大幅提升至 41%，这一数据远超市场预期。解放军正在从“钢少气多”向“钢多气多”转变。装备研制方面，我军近 10 年的装备研制经费超过了前 50 年的总和。未来新军事变革主要方向是体系作战、空天一体、技术侦察、卫星管理、电子对抗、网络攻防、心理战等领域。最终我军要实现整体军事技术的平衡发展，追求系统的整体对抗力。我们判断，未来我军海军、空军、火箭军和战略支援部队等高技术军种的装备费比例还将持续上升。军工行业订单景气度至少持续 10 年以上。

3、军工行业发展重点是国产替代和自主可控，主要体现在大飞机产业和军事信息化领域：前者以 ARJ21 飞机大量交付、C919 投入运营为代表，全面激活飞机制造产业链。国产民用飞机将是继高铁和神舟飞船之后的又一个“中国名片”；后者以保证“天电网”三大领域安全可靠和优势领先为目标，将在通信导航、侦察遥感、探测感知、电子对抗、网络攻防等领域保持高强度投入，提升军事信息化水平。上述两个过程将至少持续十年以上。

4、我们认为，核心资产的概念是动态的，其内涵与外延也是发展变化的，高端制造与科技资产是核心资产的重要组成部分，军工主流公司通过大规模并购重组+民品与海外市场扩张将进入核心资产行列。我们预计，主流军工企业将通过“四个转变”实现做大做强：一是大幅提高国产武器装备产销量；第二，为了刺激企业生产和加快国际接轨，装备定价将提高市场化程度，体现激励约束机制。第三，伴随中国强势崛起，中国武器装备将获得全球竞争力和全球定价权，尽快实现“中国装备 装备全球”。第四，中国军工企业将通过大规模兼并重组打造国际“巨无霸”。

5、估值方面，军工股的高估值除了受重组因素的影响，主要还是反映了市场对其稀缺性和成长性的预期。财务数据仅仅是估值评价的一方面，市场可能更加关注成长 and 变化。这种预期会随着风险偏好的转变而变化，也跟行业之间的横向估值比较有关系。我们认为，符合新军事变革方向、掌握扎实技术，并拥有民用空间的军工高科技公司获得巨额回报的时机渐行渐近。

**投资建议：**提高军工仓位，全面看好军工。飞机制造产业链中主机厂推荐中航飞机、中航沈飞、洪都航空、中直股份；分系统和零部件推荐中航光电、中航机电；飞机新材料推荐光威复材、宝钛股份和钢研高纳；信息化领域推荐卫士通、上海瀚讯、景嘉微、中国长城等标的。详见个股报告。

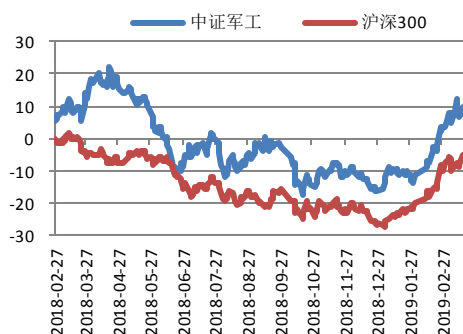
**风险提示：**产品交付不及预期，重组进度存在不确定性。

## 行业基本资料

占比%

股票家数	127	3.52%
重点公司家数	-	-
行业市值	15330.66 亿元	2.62%
流通市值	9237.91 亿元	2.15%
行业平均市盈率	44.44	/
市场平均市盈率	16.74	/

## 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

## 分析师：张卓琦

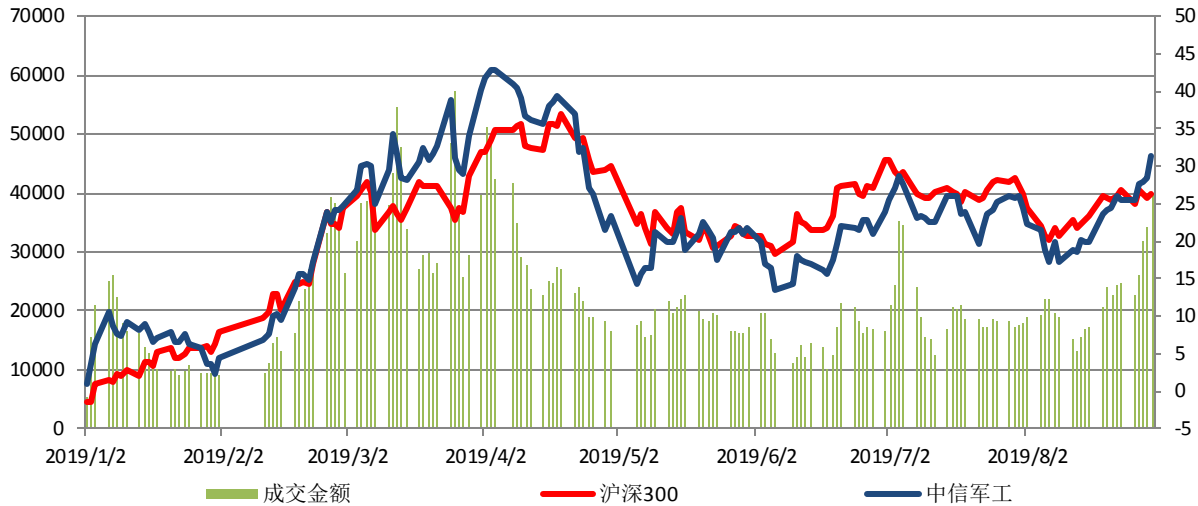
010-66554018 Zhangzq\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519080003

## 1. 军工板块表现亮眼，但配置仍处低位

2019年上半年军工行业整体走势与沪深300重合度较高，在今年3、4月份军工有明显涨幅，随后到8月初，军工板块又开始启动，涨幅超过沪深300。

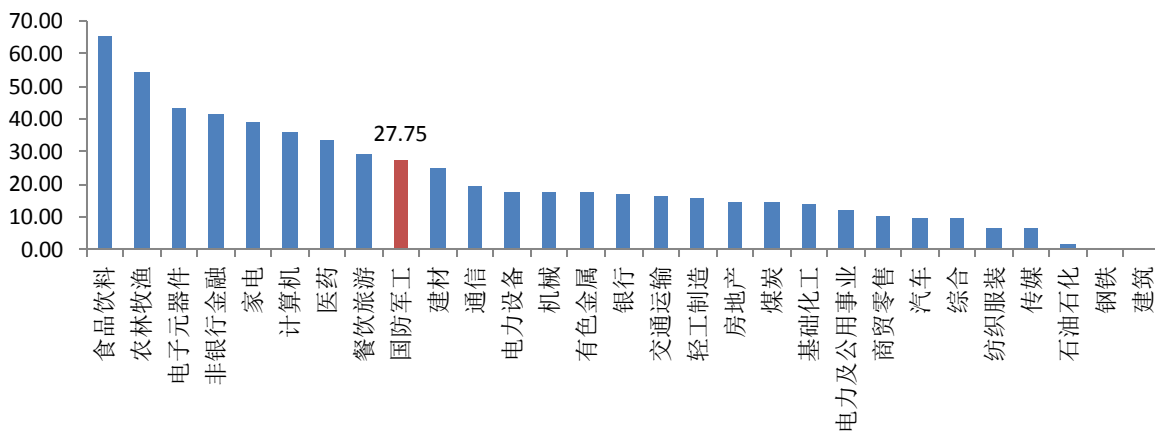
图 1：2019 年上半年军工行情走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

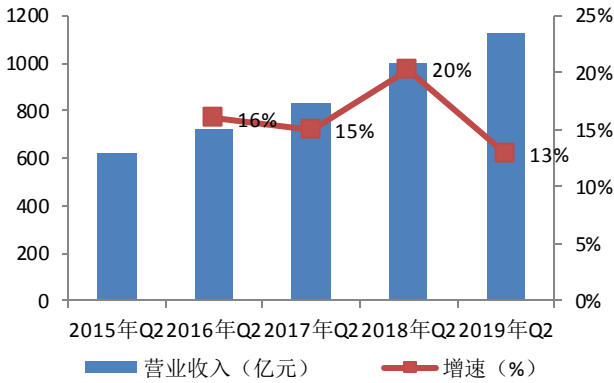
军工行业上半年涨幅明显。截止2019年8月，军工在29个中信产业中，排名第9，累计涨幅28%。

图 2：2019 年上半年各行业涨跌幅（%）

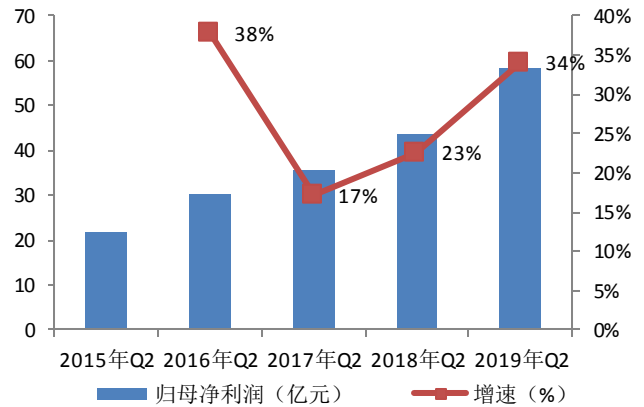


资料来源：wind，东兴证券研究所

从业绩角度看，军工中期盈利能力拐点向上的趋势明确。军工行业的上半年营收保持稳定增长态势，同比增速虽然只有13%，但是净利润同比增速却达到了34%，是近3年中最快的，也进一步明确了军工中期盈利能力拐点向上的趋势。

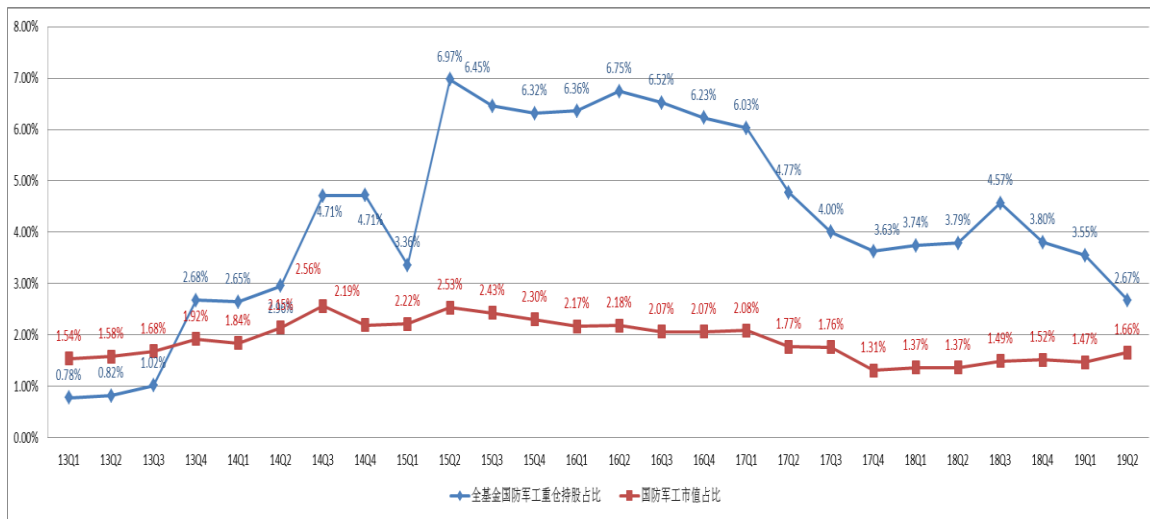
**图 3：军工行业同期营收及增速**


资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图 4：军工行业同期净利润及增速**


资料来源：wind, 东兴证券研究所

从持仓角度分析，军工上半年持仓比重仍处在下滑通道。重仓股持股比例反映了主动型基金和被动型基金叠加的情况，由于有主动型基金，因此重仓股持股比例波动较大。在去年3季度，重仓股持股比例达到了近期的高位 4.57%。国防军工市值占比体现了军工行业在二级市场的市值占比情况，其比例一直比较稳定，今年中期 1.66% 的比重反映了军工行业市值比重较低。而重仓持股比例和国防军工市值占比两者之间的差距缩小，也说明军工主动型基金的持仓越来越少。

**图 5：2019 年上半年军工持仓情况**


资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 2. 三大航采购 ARJ21 飞机打开民机产业发展之门

三大航签订 ARJ-21 采购合同，共计 105 架飞机。8 月 30 日，国航、东航、南航分别发布公告，每家公司都将向中国商飞各买 35 架 ARJ21 飞机，105 架飞机合计总价近 283 亿元人民币。中国商飞向每家航空公司的交付节奏为：2020 年-2024 年分别交付 3 架、6 架、8 架、9 架、9 架。

ARJ21 客机是中国商飞研制的 70~90 座级双发动机中短航程支线客机，于 2016 年正式投入航线运营，成都航空、天骄航空和乌鲁木齐航空率先购买，反馈较好，具有可靠性和安全性高、飞行寿命长、低油耗、低维护成本等优点。在三大航下单之前，ARJ21 已拥有 24 家客户的 528 架订单。据中国商飞所提供资料，每架 ARJ21-700 飞机目录价格约为 3800 万美元，低于同座级飞机（包括机身价格及发动机价格）。

图 6：国产 C919 大飞机



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

图 7：国产 ARJ-21 700 型支线飞机



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

ARJ21 飞机的放量意义重大，意味着打开民机产业发展之门。首先 ARJ-21 飞机的密集生产和大量运营，为我国民用运输机的生产研制、运营、监控维修积累宝贵的经验，这将直接利好民用飞机产业链，如中下游的中航飞机、零部件制造的爱乐达、承担机加业务的三角防务，以及上游原材料公司宝钛股份。其次，我国民机产业链中合资比重较高，尤其是机载设备，ARJ-21 飞机的密集生产也为我国培养国内生产能力，探索民用飞机的国产化道路，起到了探路者的作用。最后，为 C919 大飞机正式运营探明了道路。C919 大飞机有望在 2020 年取得试飞证照，2021 年投入使用。目前，C919 已经获得 815 架订单，其中包括国内航空公司的 135 架订单。C919 有望初期年产 50 架以上。ARJ-21 飞机的无论在生产组织、运营维护、适航认证等方面都为 C919 趟出了道路。

表 1:ARJ21 大事记

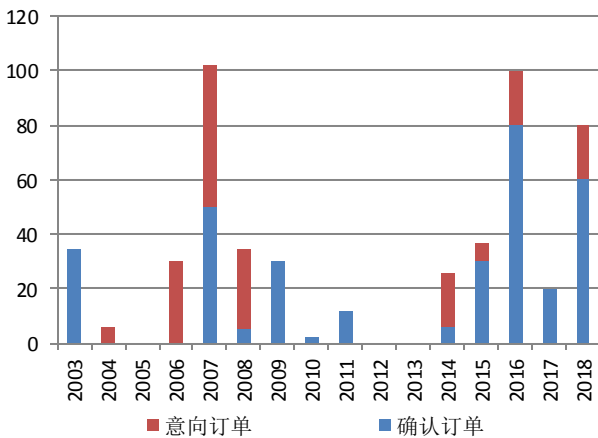
时间	事件
2002. 04	ARJ21 项目经国务院批准立项
2007. 12. 21	首架 ARJ21 在上海总装下线
2008. 11. 28	ARJ21 在上海成功首飞
2011. 04. 09	ARJ21 顺利完成静力试验
2012. 02. 14	ARJ21 取得中国民航局颁发的型号检查核准书
2014. 12. 30	ARJ21 获中国民航局颁发的型号合格证
2015. 11. 29	第一架 ARJ21 交付成都航空公司，正式进入市场运营
2016. 06. 28	ARJ21 搭载 70 名乘客从成都飞往上海，正式进入商业运营
2016. 09. 29	第二架 ARJ21 交付成都航空公司
2017. 07. 09	ARJ21 获中国民航局颁布的生产许可证，ARJ21 正式进入批量生产阶段
2017. 10. 19	第三架 ARJ21 交付成都航空公司

2018.12.29	向首家用户成都航空公司交付的第十架 ARJ21 飞机，标志着成都航空 ARJ21 飞机机队初具规模
2019.08.30	国航、东航、南航签订 ARJ-21 采购合同，共计 105 架飞机。

资料来源：网络资料，东兴证券研究所

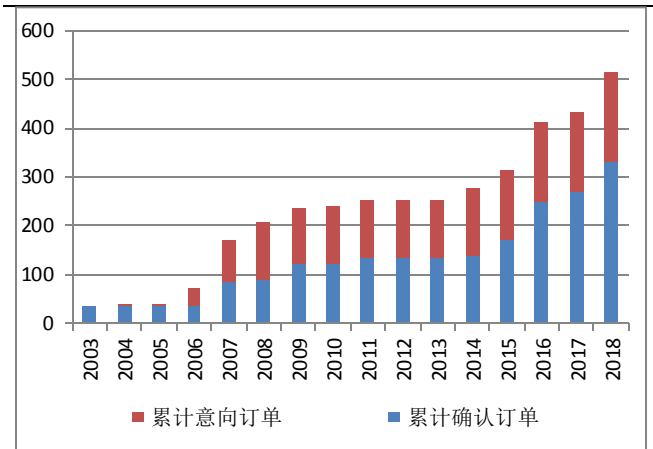
我们认为航空产业链将迎来投资机会。中航飞机作为 ARJ-21 的主要承制单位，是最大受益者。ARJ21 飞机由中国商飞总装交付，主要零部件由上市公司中航飞机生产。中航飞机的民机产品包括新舟系列飞机和 C919 大飞机、ARJ21 支线飞机的核心零部件，承担 C919 大飞机 50% 左右机体研制和 ARJ21 飞机 85% 以上零部件制造，是上市公司在该项目上的主要受益者。根据公告，35 架飞机的基本价格合计约为 13.30 亿美元（约为 94.30 亿元人民币），三家航空公司的订单总额约为 283 亿元，按照配套 ARJ21 飞机 40% 价值量计算，中航飞机 5 年内将增加 113 亿订单。由于 2020 年-2024 年的交付节奏为 9 架、18 架、24 架、27 架、27 架，则 2020-2024 年的订单份额分别为 9.69 亿、19.37 亿元、25.83 亿元、29.06 亿元、29.06 亿元。

图 8:ARJ21 飞机历年订单数



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 9:ARJ21 飞机累计订单数



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

此次 ARJ-21 飞机订单提振大飞机产业链情绪，尤其在中美贸易战仍有加剧的环境下。美国加征关税意图扼制中国高端制造，反映出美国对中国快速发展的焦虑，也意味着我国在关键高端制造领域必须要实现自主可控。洪都航空、中航沈飞都参与了大飞机的大部件承制。此次 ARJ21 的大额合同，也会提振大飞机产业链的情绪洪都航空、中航沈飞都参与了大飞机的大部件承制，此次 ARJ21 的大额合同，也会提振大飞机产业链的情绪。

上游的原材料公司中，为 ARJ21 提供钛合金的宝钛股份最为受益。ARJ21 飞机和 C919 大飞机的钛合金用量比例分别为 4.8% 和 9.0%，由于民机高端产品利润率较高，对宝钛的利润贡献将大于收入贡献。预计本次 ARJ21 飞机增量采购和 C919 量产后，每年给宝钛带来 3.5-4 亿左右的增量收入，按西部超导 12%-13% 的净利率测算，每年能给宝钛增加 4000 万左右的净利润。

截至去年底，C919 已经累计获国内外 28 家客户的 815 架订单。到今年，各方预计 C919 订单很可能已经突破了 1000 架。到 2021 年，中国商飞将交付首架 C919 的商业运行型号。目前全球民航市场风云变幻，重新大洗牌就在眼前，正是 C919 和 C929 大展宏图的最好时机。初步预计 C919 大飞机初期年产 50 架左右，后期将逐步上升到年产 100 架以上。



### 3. 无限空间中“天电网”的对抗将成为未来战争主要形态

从国际关系和大国博弈角度看，互联网产生了很多空间，以前大国竞争和博弈是在陆、海、空有限空间中进行，便捷明显；现在开始转向无限空间，我们称为天、电、网，即太空、网络和电子。

太空领域，目前美国有 800 颗卫星，俄罗斯一百多颗，中国约为俄罗斯三倍。卫星应用主要有通信、导航与遥感。导航方面我国已经成功发射北斗三号，2019 年实现亚太地区全覆盖，2020 年实现全球覆盖；通信方面我国已经发射了天通一号，目前已经实现正常运营，低轨小卫星通信星座鸿云和鸿雁星座已经在规划中，鸿雁已经试射实验星；遥感方面高分一号、吉林一号等成功发射，且通过人工智能技术实现遥感数据智能处理方面如火如荼，遥感数据利用率大大上升。

电子对抗方面，2018 年度国家最高科学技术奖颁给两名院士，其中有一个项目是新体制雷达，可以实现反隐身。且我国数据链产品已经实现对俄罗斯的出口。上海瀚讯作为我国军用宽带通信领军，其电子对抗典型产品主要有雷达干扰靶标、通信对抗靶标和频谱监测设备等，与专网设备一起为我军提供通信保障。

网络方面，中美俱是互联网大国，我国有华为等网络设备巨头，有完整的产业链。而当前网络攻击中，具有国家背景的网军对我国关键基础设施的 APT 攻击愈演愈烈，而我国为建成网络强国，从产业链各个环节出发，实现对我国党政军信息化系统的自主可控，并在网络安全领域利用先进密码技术实现数据加密和身份认证，有力保障我国信息安全。作为我国网络安全国家队的卫士通，利用自身密码优势，为可信计算提供 PCI 类密码卡，PC 类相关产品约为明年净利润贡献 2.1 亿；新型密码机更替约为公司明年贡献 4 亿利润；而安全手机和专网运营保障我国移动政务安全，约为公司提供 1.5 亿利润。中国长城作为我国国产 CPU 代表，其飞腾明年出货量有望达 100 万片，约贡献净利润 6 亿，主机方面贡献净利润约 2 亿。

### 4. 风险提示

产品交付不及预期，重组进度存在不确定性。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	旗帜鲜明看好军工	2019-07-04
行业	坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线	2019-06-30

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，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

### 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。