

国防军工

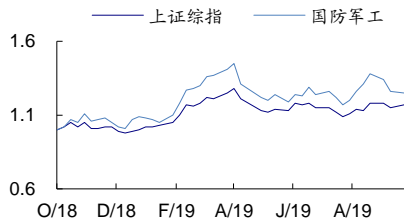
国防军工 10 月暨四季度投资策略  
略

超配

(维持评级)

2019 年 10 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

各项改革成果显现，聚焦总装类标的成长性

相关研究报告:

《国防军工 2019 年 8 月投资策略: 美国重启对台军售, 关注热点事件对板块的持续刺激》——2019-08-07

《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

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

● 三季度行情回顾: 板块走势受题材影响较小, 企业自身业绩至关重要

回顾今年整个三季度, 板块出现了相比于今年其他季度较大的波动, 尤其是在行业三季度报表发布之后, 行业业绩的整体平稳上行以及对于国庆阅兵题材的预期促进板块在八月中旬到九月中旬出现上行, 但市场自身有提前反应题材性事件的因素, 因此在九月中旬后出现回落。上市公司的自身业绩是支撑其股价的最重要因素, 题材性事件对于板块产生的短期刺激已经很小。而对于军工板块来说, 分析企业业绩则不得不分析近年来在全行业持续进行的军品定价机制改革和军代表制度改革。

● 军品定价机制改革影响显现, 下游企业将支配行业利润分配

总装和分系统企业将支配行业利润分配, 虽然军工行业会出于保护一些先进的零配件和基础材料开发等因素而保证相关企业的高毛利率水平, 但是低端零配件、低端配套产品即使市场能力再强, 由于其行业竞争的加剧, 其利润向总装企业流动则是必然的趋势。

● 军代表制度改革影响接近尾声, 关注相关企业存货变现进度

我们可以重点关注这些企业的存货变现的情况, 因为前期受改革影响导致的业绩不及预期, 使得相关企业的股价持续处于低位, 如果出现存货变现的情况, 那么业绩将开始超过市场的预期, 由于未来几年军工全行业的订单水平依然会持续增长, 这些企业的交付进度恢复正常后业绩依然可以保持数年的持续增长趋势。而在相关影响结束前, 则是未来几年内较低的配置位置和较合适的时点。

● 投资建议: 关注存货变现及改革受益相关标的

我们重点在军品定价机制改革中受益的总装类标的以及在短期内可能出现前期存货变现的相关标的, 推荐内蒙一机、中航沈飞、中航高科。但也不能忽视从中长期角度来看会受到院所改制等因素利好同时估值处于低位的企业, 推荐四创电子。

● 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

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	10.60	17,910	0.41	0.52	25.8	20.4
600760	中航沈飞	买入	29.96	41,956	0.62	0.78	48.3	38.4
600990	四创电子	买入	49.06	7,809	1.70	1.90	28.8	25.8
600862	中航高科	增持	9.75	13,582	0.28	0.33	34.8	29.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

三季度行情回顾：板块波动幅度收窄，业绩支撑作用凸显.....	3
两项改革接近尾声，关注行业的存货变现情况.....	5
关注存货变现及改革受益相关标的.....	7
风险提示.....	7
国信证券投资评级.....	8
分析师承诺.....	8
风险提示.....	8
证券投资咨询业务的说明.....	8

## 图表目录

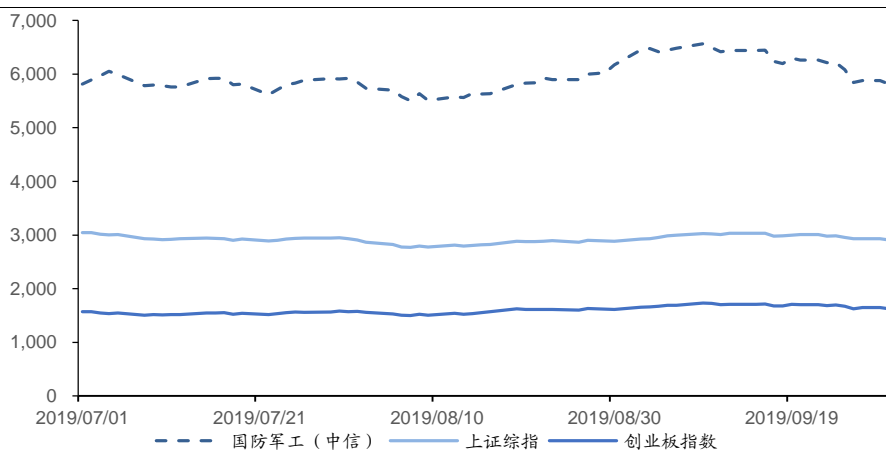
图 1：三季度军工板块指数走势与大盘和创业板对比.....	3
图 2：各细分板块三季度走势.....	4
表 1：军工板块上市公司 2019 年中报财务状况（国信军工组分类，亿元，%）.....	5

## 三季度行情回顾：板块波动幅度收窄，业绩支撑作用凸显

回顾今年整个三季度，板块出现了相比于今年其他季度较大的波动，尤其是在行业三季度报表发布之后，行业业绩的整体平稳上行以及对于国庆阅兵题材的预期促进板块在八月中旬到九月中旬出现上行，但市场自身有提前反应题材性事件的因素，因此在九月中旬后出现回落。

回顾军工板块在三季度的波动，我们将上涨和回调分开来看。可以看出在上市公司中报开始发布的时候，板块开始上行，这个阶段上行的主要原因是行业整体业绩出现了符合预期的增长。而进入 9 月，市场对于建国 70 周年阅兵这一题材性事件对于板块情绪的带动作用关注度提高，这使得板块得以出现持续的上行。但是，由于今年市场对于军工板块业绩本身预期不高，且事件性题材对于企业业绩的影响较小，仅可造成短期的波动，而在中美贸易战争端、全球经济形势下行的大背景下资本市场自身风险偏好降低也是此类事件性题材造成的板块波动较小的原因。二级市场向来具有提前反应市场变化的特性，等到 9 月中旬个股出现了一定的收益之后，资金便从板块流出。

图 1：三季度军工板块指数走势与大盘和创业板对比



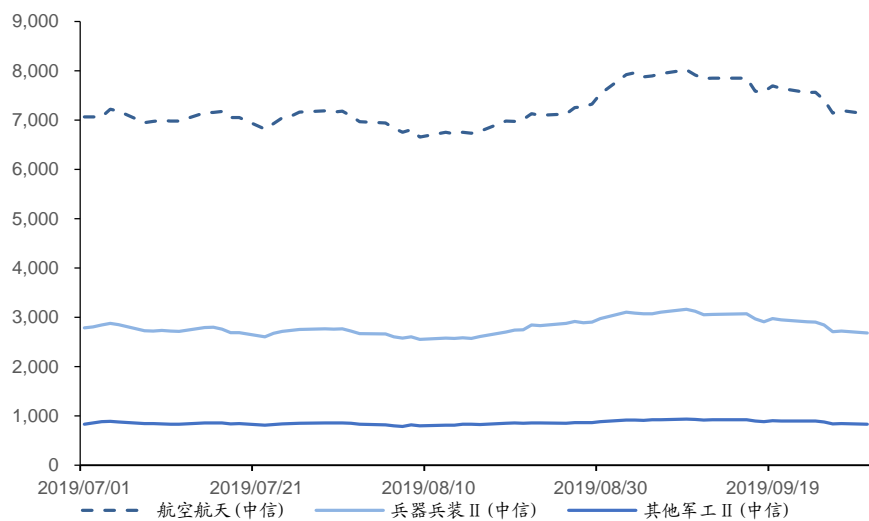
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

还有就是关于板块轮动的影响，就今年来说军工板块相比于其他板块，可谓是波澜不惊。仅在一季度末的时候出现过小幅的上扬，但是受到当时的市场情绪因美国方面在贸易谈判中出尔反尔的打击的影响，很快就随市场的回落而回调。就今年板块的表现来看，受到板块轮动的因素的影响越来越小，这直接的表现就是板块波动振幅开始减小。这个振幅的减小，相比于去年以及前年板块自身的波动范围是明显减小的

在如今的市场背景下，我们认为唯有行业和个股的经营业绩持续高增长达到了超过市场预期的水平才能支撑板块出现大幅的上行。我们总结过去几年来军工板块的主要逻辑，可以发现其实是围绕事件性题材而非企业业绩的，尤其是自 2015 年以来的国企改革、院所改制、国有企业激励制度改革、两机专项乃至钓鱼岛、南海、洞朗地区的国际局势，在当时这些因素造成的板块波动要远比当时的企业业绩造成的波动大，这也是当时整个市场情绪比较高涨的证明。但是从 2018 年开始，市场情绪受内部和外部等诸多因素影响开始进入比较低落的时期，市场对以上题材的期待从单纯的炒作转而寻求其尽快落地以对企业 and 行业的业绩进行正面的影响。到了 2019 年的下半年，市场的这种期待则更加明显，整体的风格已经从炒作题材转而关注上市公司自身的业绩水平。即使是对

于像一些传统的国企改革标的，其选股逻辑也要先通过对上市公司业绩情况进行研究以明确其安全边际，再对其改革逻辑在如今的市场背景下产生的波动范围进行估计从而确定投资的思路。

图 2: 各细分板块三季度走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综上所述，我们可以得出一个结论，就是在现在市场背景下，上市公司的自身业绩是支撑其股价的最重要因素，题材性事件对于板块产生的短期刺激已经很小。而对于军工板块来说，分析企业业绩则不得不分析近年来在全行业持续进行的军品定价机制改革和军代表制度改革。

## 两项改革接近尾声，关注行业的存货变现情况

说到军工行业近几年的改革，上文中已经列举了很多，可以说那些改革是贯穿军工板块过去几年乃至未来几年的主线，但对短期（半年至一年半的时间）的行业和企业业绩影响最大的，则是市场上关注度不够并且研究不够深入但出现的时间最晚的两项改革措施，这就是在 2018 年年初开始的军品定价机制改革和稍后开始的军代表制度改革。这两项改革的进度是直接影响行业的利润分配和企业的财务报表的，而且这些改革到现在已经落到实处，其成果可能在相关企业第三季度的报表上就能体现出来。

军品定价机制改革的目的是合理分配行业业绩，尤其是驱动行业业绩由低技术的上游产品向高技术的中下游产品流动。就目前的进展来说，在比较新的高科技总体装备上将采用新定价机制以使得总装产品的净利率水平突破 5%。旧有成本加成机制下，由于总装产品净利率被严格的限制在 5% 以下，因此整个产业链不得不通过将利润向上游转移以保证收益。但在新机制下，不仅赋予了总装产品供应链管理权限，并且为了鼓励其积极性而放开了新产品的成本加成限制，这就使得军工行业越向后发展就越会呈现出一些国民经济的普通工业部门所产生的利润分配现象（如电子产品、汽车等），就是总装和分系统企业将支配行业利润分配，虽然军工行业会出于保护一些先进的零配件和基础材料开发等因素而保证相关企业的高毛利率水平，但是低端零配件、低端配套、技术含量不高的来料加工产品即使市场能力再强，由于其行业竞争的加剧，其利润向总装企业流动则是必然的趋势。

军代表制度改革的进度对于行业业绩和财务报表的影响在去年就开始体现，在改革进行的过程中，由于相关采购执行部门及装备交付确认部门的调整，对于一些生产交付周期在一年以内的产品的交付情况产生了明显的影响，其表现就是企业存货端出现了明显高于行业订单量增幅的增长。地面武器装备由于生产周期比航空装备短，成为在细分行业中受此影响最大的行业，如果其交付进度恢复正常，则存货可以确认为收入而产生业绩。所以就四季度而言，我们可以重点关注这些企业的存货变现的情况，因为前期受改革影响导致的业绩不及预期，使得相关企业的股价持续处于低位，如果出现存货变现的情况，那么业绩将开始超过市场的预期，由于未来几年军工全行业的订单水平依然会持续增长，这些企业的交付进度恢复正常后业绩依然可以保持数年的持续增长趋势。而在相关影响结束前，则是未来几年内较低的配置位置和较合适的时点。

表 1：军工板块上市公司 2019 年中报财务状况（国信军工组分类，亿元，%）

公司名称	代码	营业收入	同比	归母净利润	同比	存货	同比
内蒙一机	600967.SH	53.15	4.57	3.36	15.68	31.50	44.31
中航沈飞	600760.SH	112.85	80.35	4.33	325.86	88.73	-3.84
中航飞机	000768.SZ	146.88	10.67	2.20	103.87	156.47	-6.02
中直股份	600038.SH	69.00	28.75	2.35	35.86	135.80	2.58
洪都航空	600316.SH	9.06	102.00	-0.45	4.44	41.40	-0.57
贵航股份	600523.SH	10.58	-26.00	0.54	-35.54	4.44	-10.25
中国重工	601989.SH	168.86	-13.91	11.42	85.10	275.45	-41.27
中国船舶	600150.SH	97.73	27.95	0.68	-72.85	66.23	-13.16
中船防务	600685.SH	78.16	-7.76	6.10	242.81	55.31	13.89
中兵红箭	000519.SZ	22.05	6.61	1.61	3.52	18.02	10.11
长城军工	601606.SH	5.34	-7.37	0.12	-22.99	6.24	29.16
国睿科技	600562.SH	4.62	1.48	0.20	-16.33	11.80	-7.33
四创电子	600990.SH	9.98	-14.98	-0.46	-29.20	16.39	7.85
天和防务	300397.SZ	3.55	335.37	0.63	225.35	2.19	4.93
四川九洲	000801.SZ	13.08	-19.78	0.02	-80.80	7.20	-8.44
中国卫星	600118.SH	31.39	-2.24	2.07	5.20	18.59	12.14
光电股份	600184.SH	6.27	-28.48	0.31	23.91	5.92	-7.11
高德红外	002414.SZ	6.66	101.26	1.49	45.48	8.59	-5.88
雷科防务	002413.SZ	4.69	19.22	0.76	6.17	5.32	28.02



久之洋	300516.SZ	2.56	21.86	0.29	5.63	3.19	-9.61
奥普光电	002338.SZ	1.82	2.48	0.21	-9.67	2.59	6.58
大立科技	002214.SZ	2.47	60.62	0.59	180.26	4.06	4.93
航天动力	600343.SH	8.10	20.76	0.15	1.90	10.91	17.21
航发动力	600893.SH	88.24	6.15	3.40	-8.67	184.64	21.65
航发科技	600391.SH	11.34	27.30	-0.19	56.02	28.43	7.10
中国动力	600482.SH	149.89	7.38	5.48	-35.55	83.03	38.46
湘电股份	600416.SH	32.28	14.10	-5.92	-172.34	25.26	-22.54
中天火箭	A19134.SZ	—	—	—	—	—	—
航发控制	000738.SZ	13.69	6.53	1.81	8.11	10.67	23.30
海特高新	002023.SZ	3.48	65.63	0.37	81.77	3.53	14.55
卫士通	002268.SZ	6.12	2.24	-0.83	13.00	3.67	33.34
烽火电子	000561.SZ	4.67	-0.30	0.02	-90.81	7.62	8.68
天银机电	300342.SZ	4.28	7.95	0.77	3.38	2.64	30.51
欧比特	300053.SZ	3.99	6.13	0.58	-1.77	3.07	17.32
华讯方舟	000687.SZ	4.35	-63.04	-0.80	-250.93	2.81	103.29
川大智胜	002253.SZ	1.08	17.15	0.10	-48.23	1.80	25.59
航天电子	600879.SH	61.55	1.38	2.54	5.44	89.72	28.02
杰赛科技	002544.SZ	23.86	7.39	0.45	9.91	12.19	-7.28
航天发展	000547.SZ	14.92	44.60	2.40	43.78	9.09	23.44
海格通信	002465.SZ	19.76	8.14	2.29	27.28	18.71	-1.94
航天通信	600677.SH	23.44	-57.50	-1.89	-219.91	17.49	-41.13
中国海防	600764.SH	1.15	-8.59	0.15	-7.90	1.56	25.25
振芯科技	300101.SZ	1.90	4.83	0.08	-75.11	2.79	4.26
华力创通	300045.SZ	3.17	43.50	0.20	213.72	2.30	13.30
北方股份	600262.SH	5.20	-16.04	0.28	-83.44	10.35	93.86
银河电子	002519.SZ	6.00	-16.64	0.95	32.45	4.46	-18.42
瑞特股份	300600.SZ	2.10	-0.27	0.33	-42.93	2.34	49.16
泰豪科技	600590.SH	22.29	5.92	1.12	0.51	9.00	-24.96
航天机电	600151.SH	32.38	-3.08	-1.00	40.98	7.84	-41.32
中航电子	600372.SH	34.31	15.41	1.83	22.71	40.67	9.71
航新科技	300424.SZ	5.68	97.19	0.32	4.40	4.46	31.59
长鹰信质	002664.SZ	12.20	-8.58	1.48	-2.35	3.64	-10.87
晨曦航空	300581.SZ	0.82	54.93	0.16	240.66	1.95	7.94
中航电测	300114.SZ	7.81	11.33	1.26	21.01	3.01	5.39
耐威科技	300456.SZ	3.10	-11.11	0.27	-55.84	1.95	31.83
北方导航	600435.SH	5.61	12.65	0.31	-28.20	7.67	8.08
光威复材	300699.SZ	8.36	28.51	3.10	44.73	2.20	28.53
*ST 抚钢	600399.SH	30.82	3.95	1.26	280.48	14.94	10.59
钢研高纳	300034.SZ	6.76	95.57	1.05	116.47	5.24	28.49
炼石航空	000697.SZ	10.28	56.94	-0.48	63.98	2.82	55.11
西部材料	002149.SZ	8.91	15.63	0.48	44.52	10.27	25.68
宝胜股份	600973.SH	147.06	-3.73	1.19	48.56	20.41	-18.18
泰和新材	002254.SZ	12.69	27.29	0.85	-15.50	4.86	4.95
火炬电子	603678.SH	10.61	12.70	2.17	23.84	6.86	60.01
台海核电	002366.SZ	5.65	-41.92	1.24	-71.66	25.03	-21.46
菲利华	300395.SZ	3.75	13.95	0.95	20.02	1.45	39.09
中航高科	600862.SH	14.47	3.94	2.72	72.85	30.58	80.81
新研股份	300159.SZ	5.21	-32.37	0.53	-71.06	7.64	12.66
中航机电	002013.SZ	53.39	-2.02	3.37	0.93	46.26	14.21
中船科技	600072.SH	12.19	-15.72	0.57	1,352.31	11.07	-22.23
银邦股份	300337.SZ	9.00	-7.49	-0.33	-331.48	5.48	-9.46
中航三鑫	002163.SZ	19.53	-10.95	-0.32	43.76	8.53	-3.72
爱乐达	300696.SZ	53.15	4.57	3.36	15.68	1.02	70.27
鹏起科技	600614.SH	112.85	80.35	4.33	325.86	14.42	-36.08
航天长峰	600855.SH	146.88	10.67	2.20	103.87	2.18	-2.85
航天晨光	600501.SH	69.00	28.75	2.35	35.86	8.24	9.50
三角防务	300775.SZ	9.06	102.00	-0.45	4.44	3.01	5.11
振华科技	000733.SZ	10.58	-26.00	0.54	-35.54	8.73	-19.49
亚光科技	300123.SZ	168.86	-13.91	11.42	85.10	8.32	12.80
中航光电	002179.SZ	97.73	27.95	0.68	-72.85	21.19	17.80
航天电器	002025.SZ	78.16	-7.76	6.10	242.81	5.00	19.04
旋极信息	300324.SZ	22.05	6.61	1.61	3.52	9.97	16.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 关注存货变现及改革受益相关标的

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。2019年中报存货继续出现高达44%的增长，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。

中航高科是我国航空新材料产品的核心企业，今年上半年碳纤维预浸料产品销量大幅增长，预浸料是整个碳纤维产业链中技术难度高且可以保持高毛利率的产品。随着我国各型先进航空器陆续进入大规模生产时期，公司业绩将持续增长。

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	10.60	0.32	0.41	0.52	33.6	25.8	20.4	2.1
600760	中航沈飞	买入	29.96	0.53	0.62	0.78	56.4	48.3	38.4	5.3
600990	四创电子	买入	49.06	1.62	1.70	1.90	30.4	28.8	25.8	3.3
600862	中航高科	增持	9.75	0.22	0.28	0.33	44.3	34.8	29.5	3.6

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