

# 国防军工行业：再论军工没有持续下跌的空间

2019年10月14日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

## 投资摘要：

我们前期反复强调，9月中旬至今的军工这轮下跌是“有底”的，实际上市场回到启动前的位置就是在等待，等待业绩的拐点。跌出来的机会，涨上去的风险。我们认为，市场只是需要看到军工业绩释放的鲜明信号，军工指数没有趋势下跌的风险。三季度方面，预计中航沈飞、中直股份等公司将贡献非常好的业绩增长，从而构筑军工基本面的坚实支撑。

### 制约军工板块的三大问题

当前，制约军工行业的主要有三方面问题：1、业绩问题以及由此衍生的财务问题：包括财务透明程度，定价机制，利润释放节奏力度等；2、估值问题；3、企业沟通问题。

#### 1、业绩问题

过去各类军品装备型号层出不穷，但并没有完全对应到企业业绩上，是因为很多新型号都是按暂定价结算的，还没有真正的确认价。之后陆续开始审价补价后，很多企业可能会获得丰厚的盈利空间。优质军工企业明年将进入“业绩估值双提升”阶段。我们预计行业在“十四五”期间能维持年均 20% 的增速，在整个产业蛋糕不断做大的背景下，在大飞机产业链、北斗产业、军工新材料、军事信息化领域一定有受益最显著的公司走出来。

今年以来，上游军工新材料类标的走势很强，业绩释放及有持续性的材料类公司受到追捧，钢研高纳、宝钛股份、光威复材、菲利华等都收获了 80% 以上的涨幅。材料股相当于军工主机厂的 ETF，因为下游广泛，受益于各军种的武器装备。

另外相比主机厂，材料类公司市场化程度更高，与市场沟通更顺畅，市场对其未来预期更有信心，这也是军工主机厂今后需要改善的地方。

#### 2、估值问题

当前位置，40-50 倍 PE 对主机厂来说比较合理。回顾历史，军工股的动态估值其实一直处于缓慢下行过程中。此前曾经 100 倍、200 倍以上的军工股现在已经逐步回归到 70 倍以下。如果 A 股核心军工股估值真的到了 40 倍以下，那一定是好的买点。也就是说，核心军工股向上空间远大于向下空间。

对于军工股来说，一言以蔽之——“涨出来的风险，跌下去的机会”。目前机会远大于风险，可以逐步开始配置。

#### 3、沟通问题

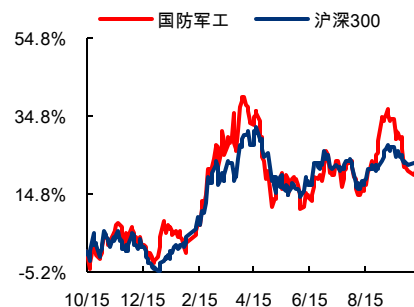
由于军工行业的特殊性，保密要求十分严格，造成产品信息向二级市场传导不畅，可以说军工企业的特点是干惊天动地事，做隐姓埋名人——这在资本市场是一对矛盾。短期解决有难度，但相关企业已经认识到了这个问题，酒香也怕巷子深。

## 行业基本资料

占比%

股票家数	70	1.9%
重点公司家数	-	-
行业市值	10109.77 亿元	1.63%
流通市值	7428.19 亿元	1.64%
行业平均市盈率	57.37	/
市场平均市盈率	17.26	/

## 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

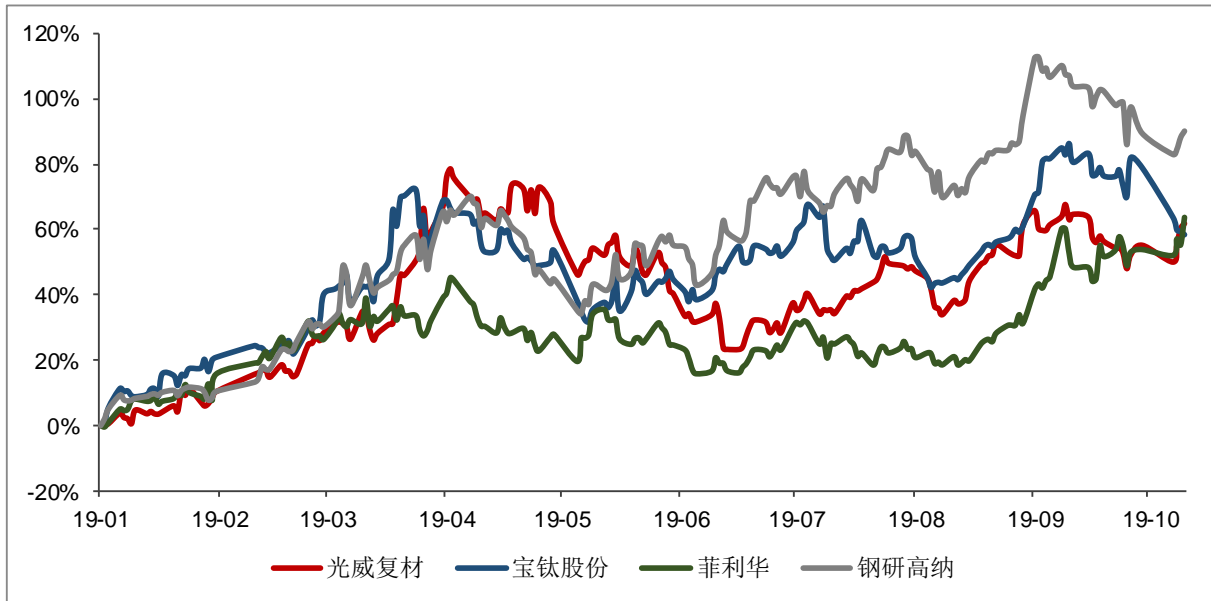
### 研究助理：朱雨时

图 1：军工板块 PE 处于历史低点



资料来源：wind，东兴证券研究所

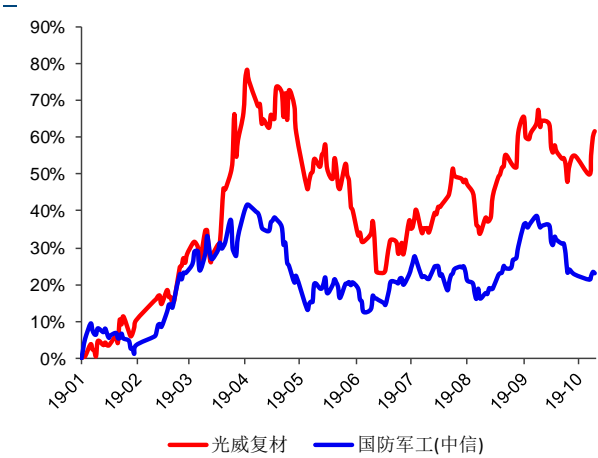
图 2：军工板块主要上游材料厂年初至今走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3:光威复材年初至今走势

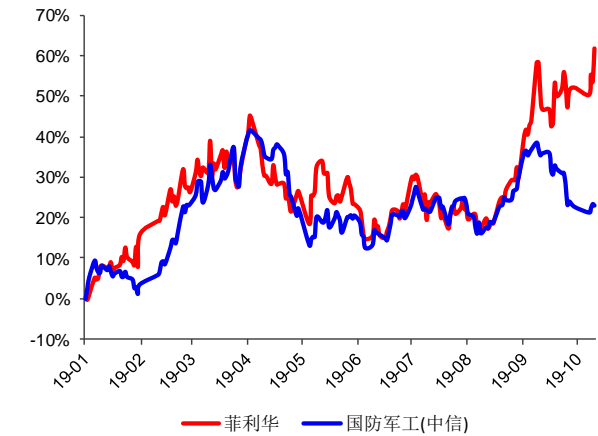
图 4:宝钛股份年初至今走势



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

**图 5: 菲利华年初至今走势**


资料来源：wind，东兴证券研究所

**图 6: 钢研高纳年初至今走势**


资料来源：wind，东兴证券研究所

#### 4、从现在到明年，军工业绩估值双提升

2018 年主机厂表现良好，主要是受**定价机制改革预期推动**，另外去年军工的**防御属性**也表现得十分充分。

2019 年军工上游公司释放利润传导很快，原材料类表现很强，相反主机厂没有大的机会。可能市场认为定价机制改革低于预期，没有看到大的改革迹象，所以目前处在等待确认阶段。而明年是“十三五”计划最后一年，预计明年备货、采购有大的跃升，加上补价刺激，军工企业业绩很有可能出现大的爆发。

我们认为从现在到明年，军工会迎来业绩估值双提升的“景气确认”阶段。相比 5G、半导体、PCB、自主可控、食品饮料等行业，军工目前估值偏低。如果明年军品定价改革开始推广，军工主机厂有很大可能迎来业绩估值的双提升。

具体细分的子行业中，我们看好三个细分板块：1.飞机制造产业链，2.北斗产业链，3.军用信息化相关：军用 4G 通信，军用电子对抗网络攻防等。

#### 5、投资军工股的正确做法

**当前配置军工股是真正的价值投资。**排除一些题材炒作，去年以来能够持续稳定上涨的军工股都是基本面较好，业绩确定释放的公司，这些公司的投资者的风险偏好都是合理的。这实际说明了一点：**主流机构必须要等到业绩出来，或有业绩拐点趋**

**势才认可，才会持续买入军工。**也就是说，当前阶段投资军工股的主流机构是在做价值投资，现在还愿意买军工股的投资者可以说是真真正正的价值投资践行者，以题材炒作或主题投资理念来看待军工股已是过去时。

从板块轮动的节奏看，根据历史规律，在一轮较大的长周期行情中，**当 TMT 类公司达到足够的高度后，以军工为代表的硬科技领域往往会接过接力棒。**我们预计，明年军工板块的上游材料和下游主机厂将进入交相呼应的美好阶段。

**投资建议：**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；新材料推荐光威复材、宝钛股份和钢研高纳；北斗板块推荐中国卫星、海格通信；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。

## 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
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	2019-07-30
行业	从国防白皮书看军工投资逻辑	2019-07-28
行业	为什么我军装备费比例持续提升？	2019-07-29
行业	寻找军工股中的“核心资产”	2019-08-02
行业	战略看好军工 可能是十年级别大机会	2019-09-03
行业	我们对四季度和明年军工板块的观点	2019-10-07

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

### 朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

## 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。