



十三五收官，把握武器更新换代、资产证券化两条主线

——联讯军工2020年度策略

分析师：刘智
执业编号：S0300519060001
电话：021-51759911
邮箱：liuzhi_bf@lxsec.com

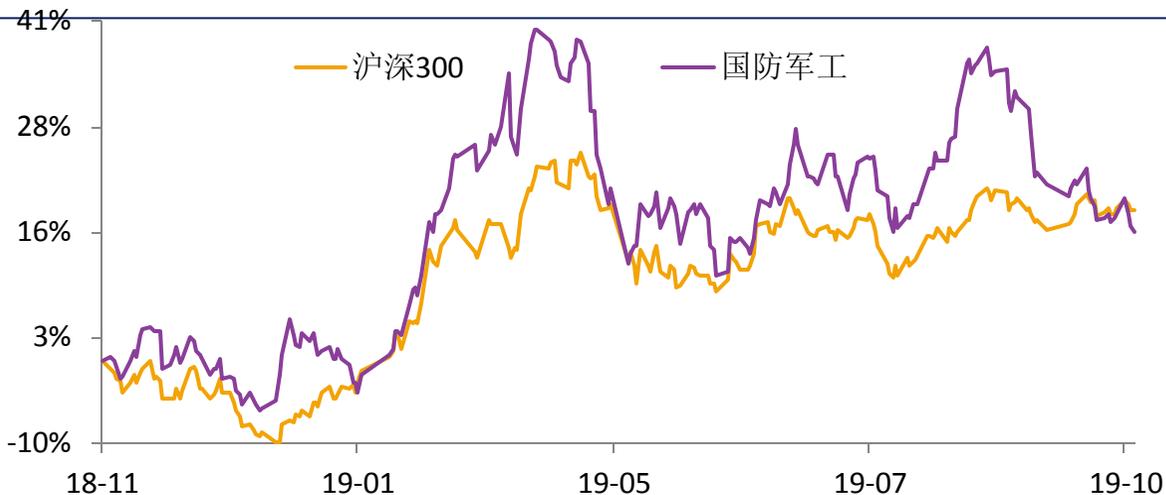
2019年11月03日



联讯证券

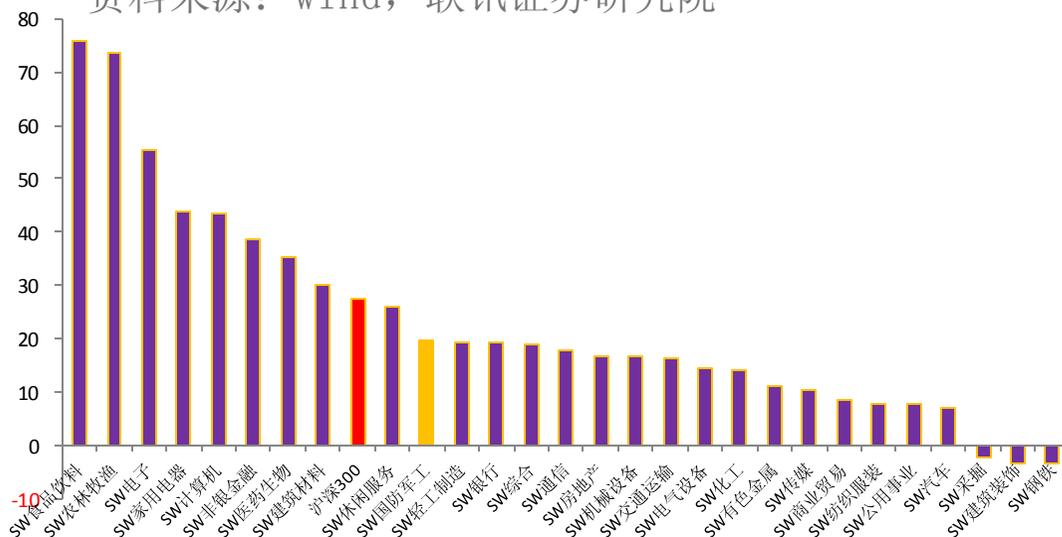
一、2019年军工板块先涨后跌，整体跑输沪深300

▶ 2019年至今沪深300指数累计涨幅为27.42%，SW国防军工行业指数至今涨跌幅为19.82%，大幅跑输沪深300指数7.6%。



▶ 2019年SW国防军工行业表现在SW一级行业中排名第10名。

资料来源：wind，联讯证券研究院

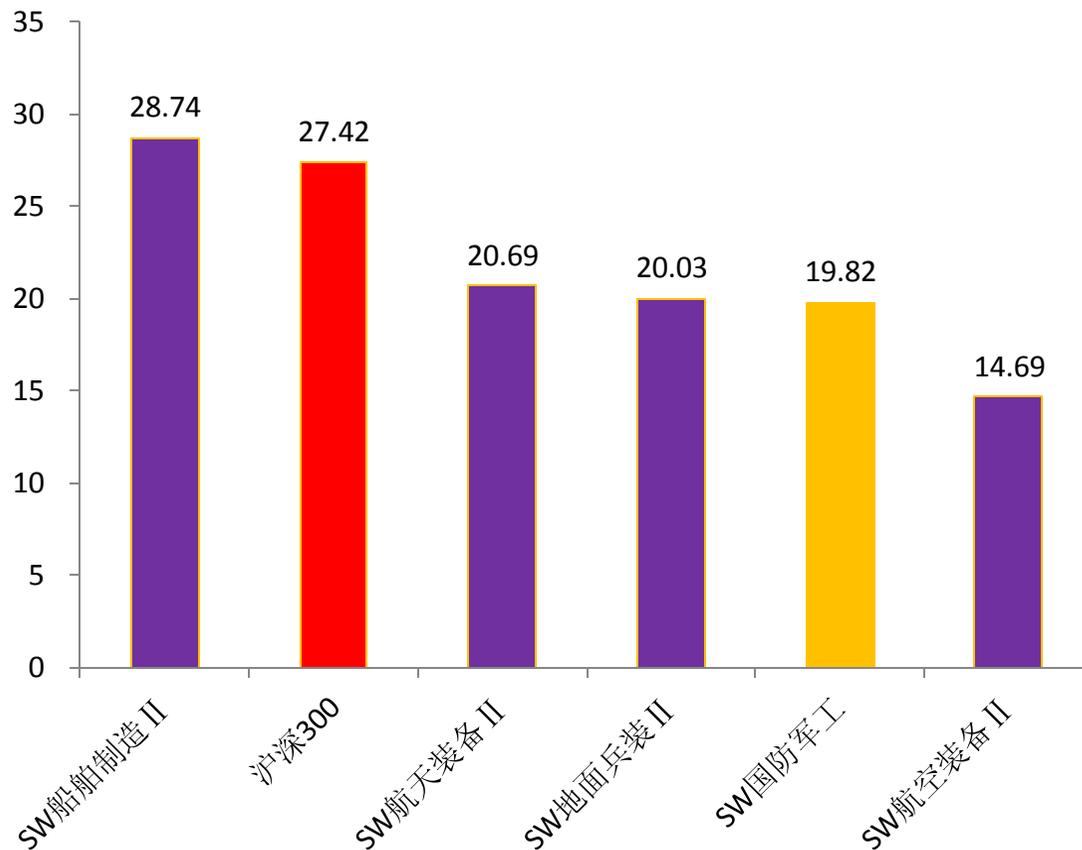


资料来源：wind，联讯证券研究院



1.1 子行业中，船舶跑赢沪深300，航空装备表现垫底

- ▶ 2019年SW国防军工子行业中船舶制造全年涨幅第一，跑赢了沪深300约1.3%，其余子行业都跑输沪深300指数。
- ▶ 航空装备2019年涨幅14.69%，位列军工子行业倒数。

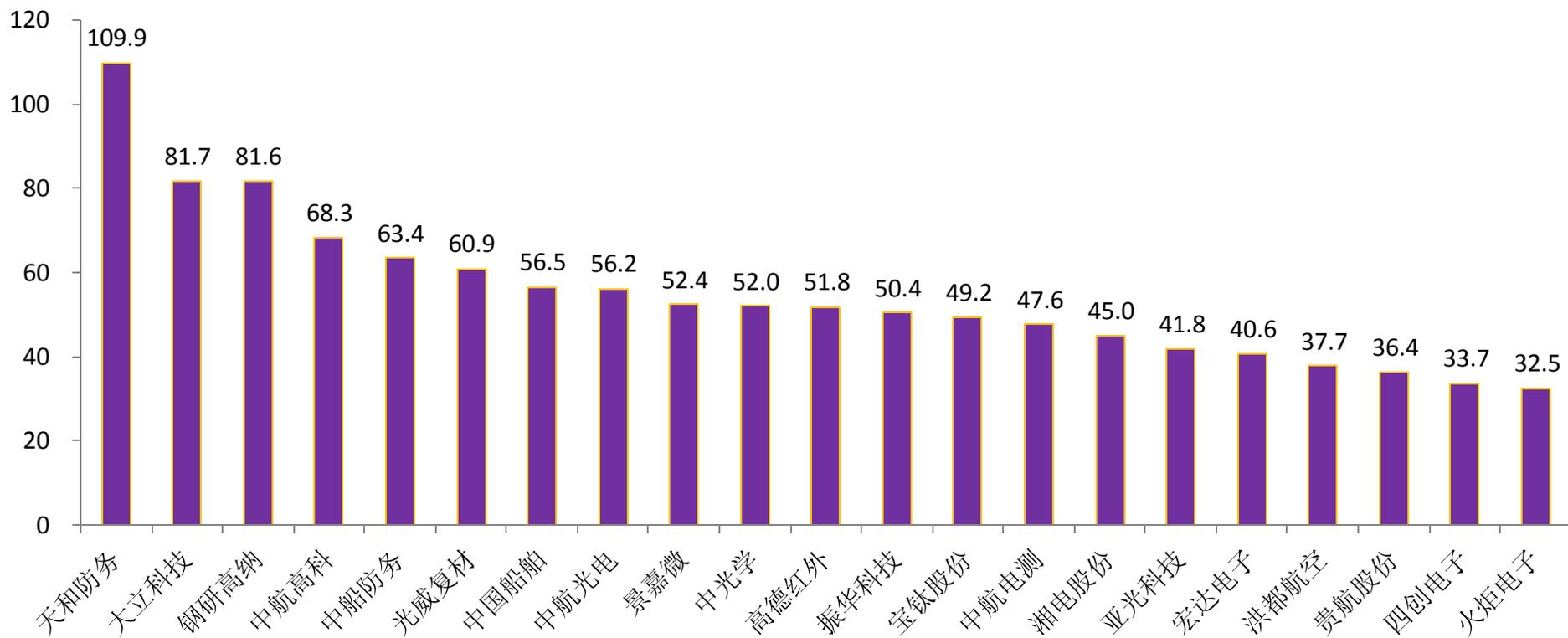


资料来源：wind，联讯证券研究院



1.2重点公司表现排名

- 在军工重点公司里，2019年表现较好的上市公司有天和防务、大立科技、钢研高纳、中航高科、中船防务、光威复材、中国船舶、中航光电、景嘉微、中光学、高德红外、振华科技、宝钛股份、中航电测等。其天和防务、大立科技、钢研高纳年度涨幅超过80%。



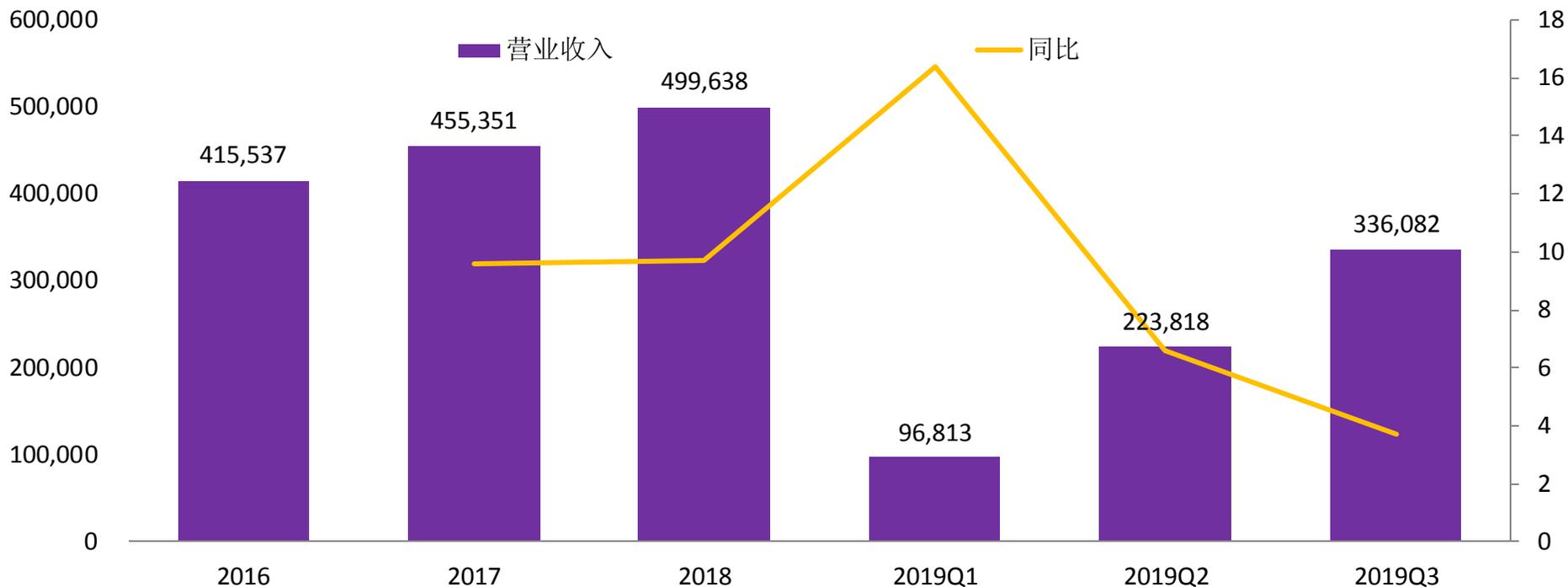


联讯证券

1.3 2019年军工板块基本面回顾

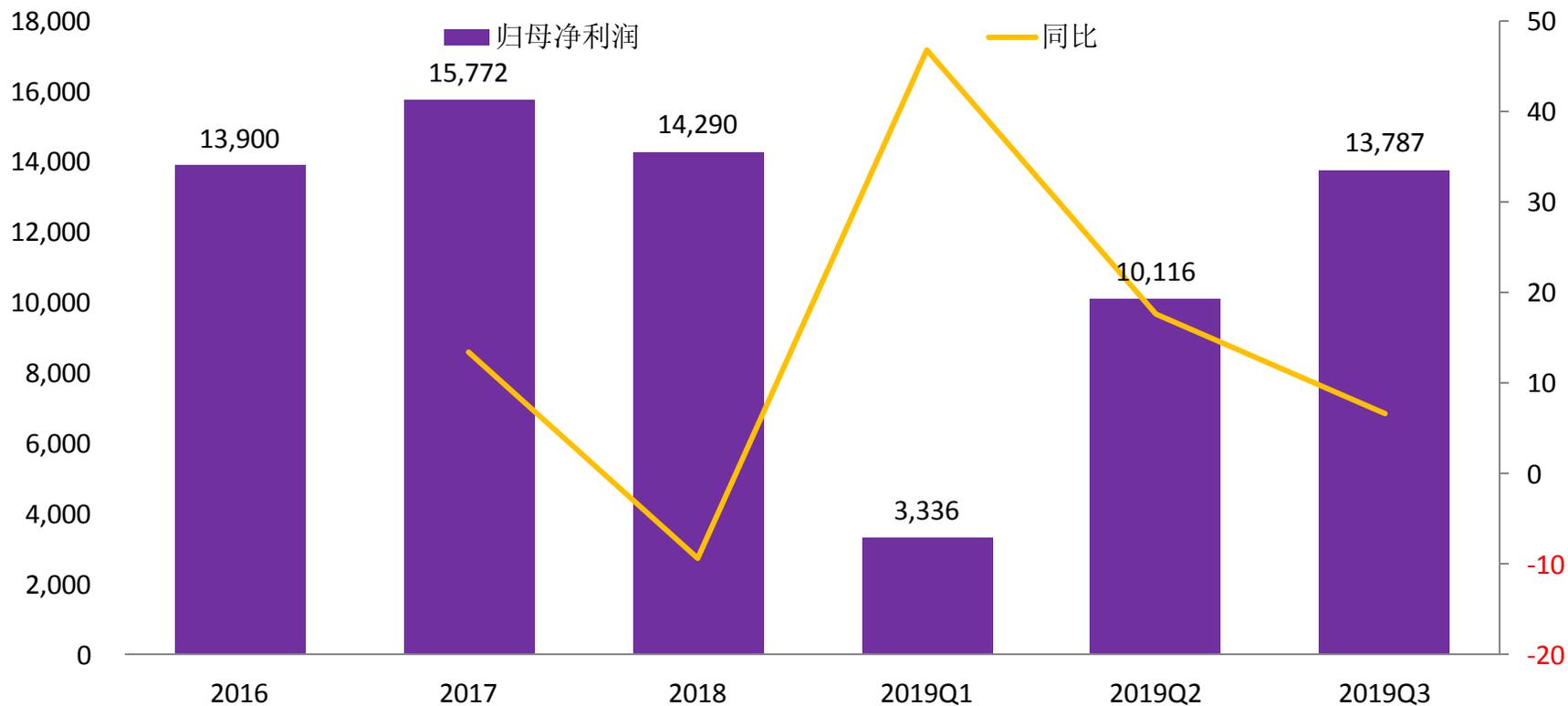
----单季度增速趋缓、仍保持稳健增长

- ▶ 剔除部分过去有大额资产减值计提的公司的扰动，我们统计了100多家军工公司，2019Q3军工行业共实现营收3360.82亿，同比增长3.7%，共实现归母净利润137.87亿，同比增长6.7%。单季度增速趋缓，整体仍保持稳健增长。



1.3 2019年军工板块基本面回顾

----单季度增速趋缓、仍保持稳健增长



资料来源: wind, 联讯证券研究院

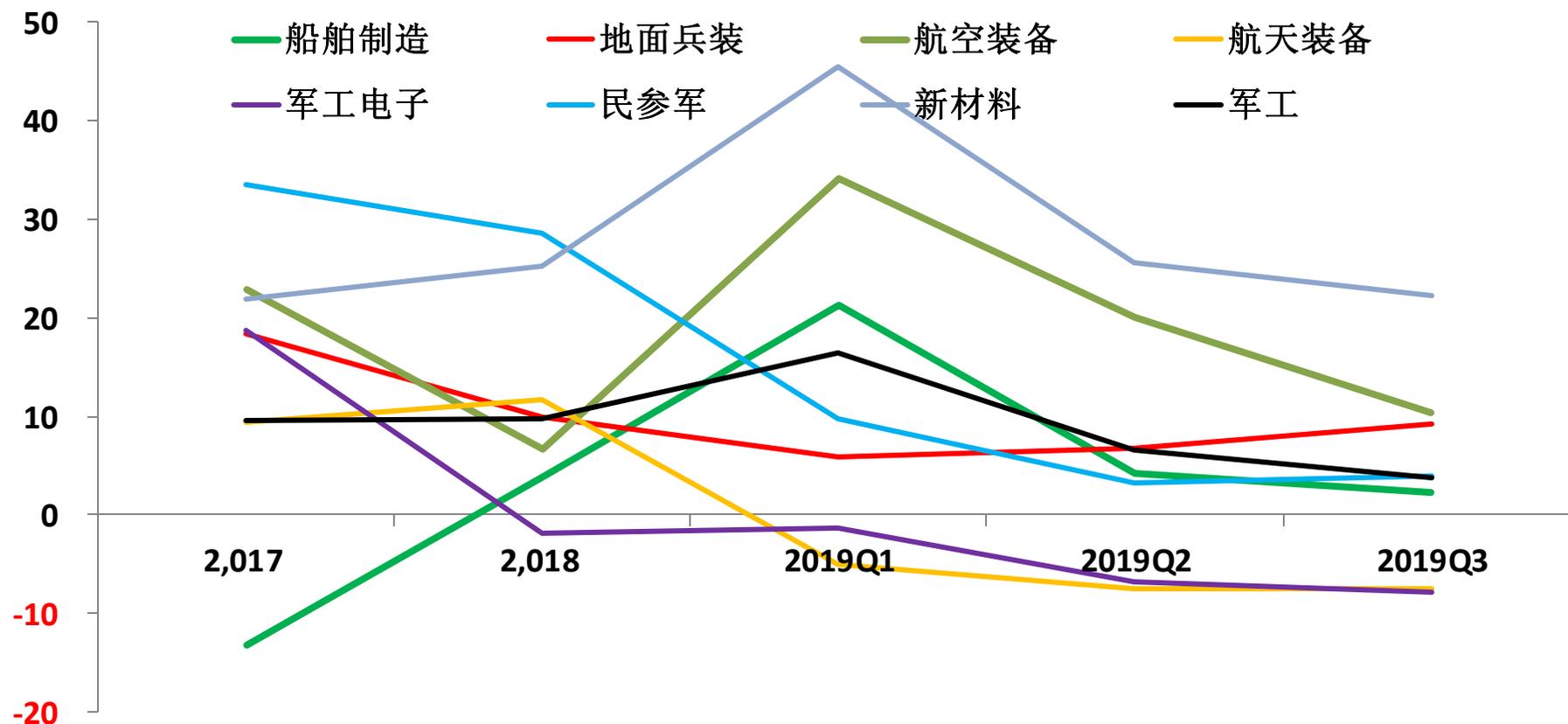


联讯证券

1.3 2019年军工板块基本面回顾

----新材料、航空装备行业继续保持较高增长

- ▶ 细分子行业营业收入来看，2019年大部分子行业营业收入增速都出现明显下滑，相对增长较快的子行业有新材料、航空装备。



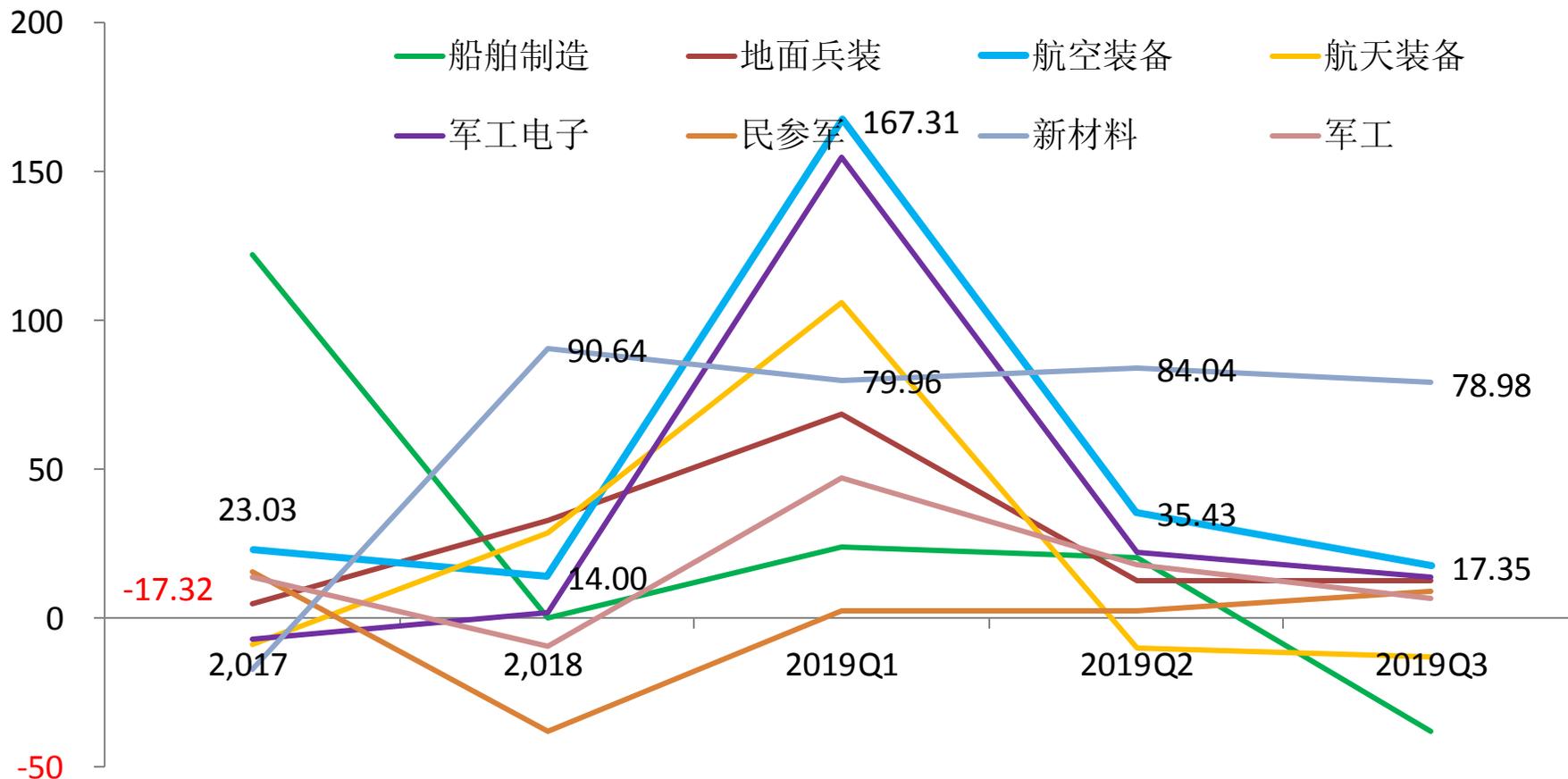


联讯证券

1.3 2019年军工板块基本面回顾

----新材料、航空装备行业继续保持较高增长

► 细分子行业归母净利润来看，新材料行业仍然维持超过50%的高速增长，航空装备保持了17.35%增速。





二、2020年军工板块投资展望

十三五收官，把握武器装备更新换代、资产证券化两条主线

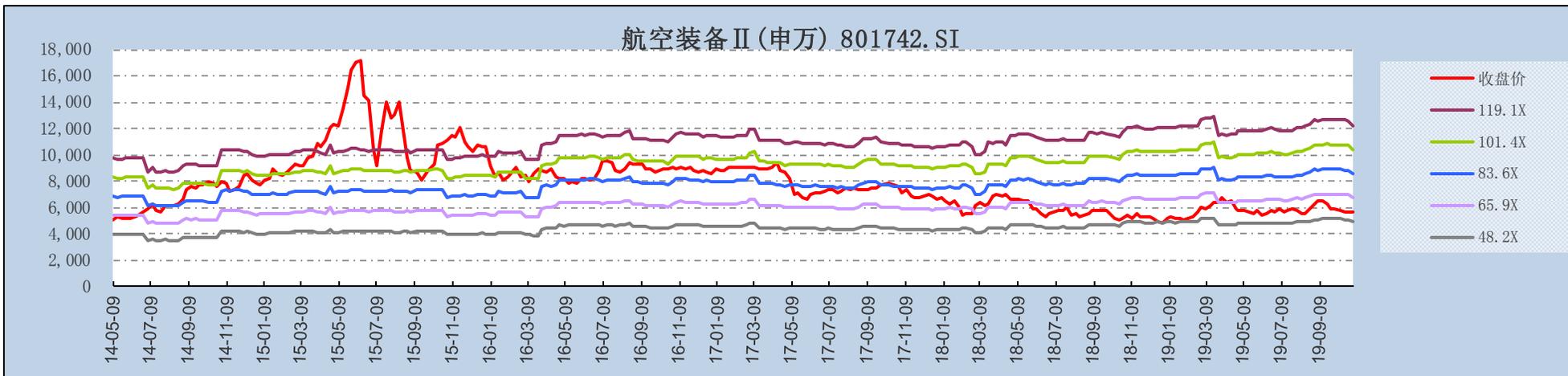
- 我们对2020年军工板块的总体观点是：2019年军工行情虎头蛇尾，但预留了明年的空间。明年正值十三五收官之年，重点把握武器装备更新换代、资产证券化两条主线。
- 1) 2018年底我们写年度策略的时候强调，军工板块估值无论是PE还是PB都处于历史大底部，估值触底，反弹在即，2019年年初军工的凶猛反弹也是触底反弹的结果。到2019年底，我们盘算全年军工板块行情和估值水平，发现全年军工板块整体涨幅仍然不大，有相当的白马蓝筹标的全年涨幅极小，估值再次回到历史底部区间，为明年军工行情孕育了足够的空间。从估值和股价的角度看，我们对明年军工板块行情仍然较看好。



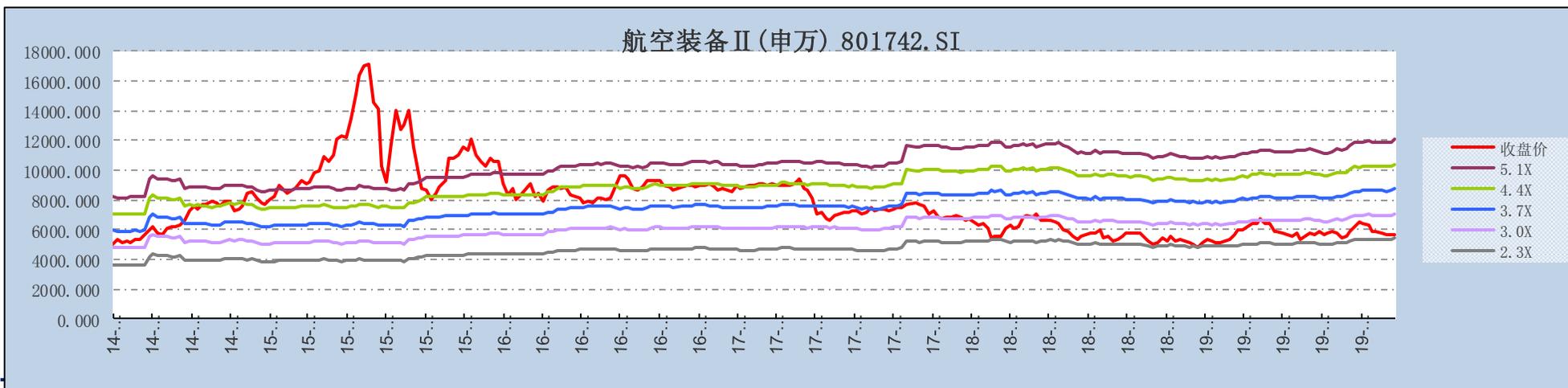
三、投资主线一、武器装备更新换代

联讯证券

从估值上看，武器装备板块今年滞涨，估值重新回到历史底部，具备良好投资价值。



资料来源: wind, 联讯证券研究院

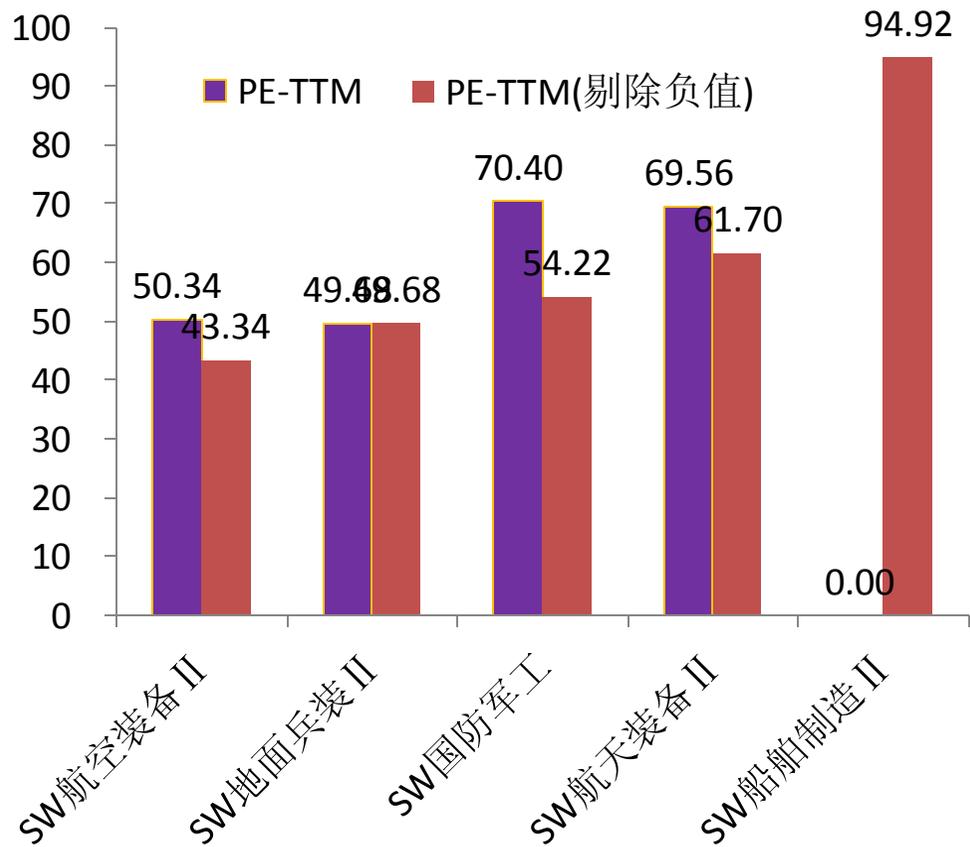


资料来源: wind, 联讯证券研究院

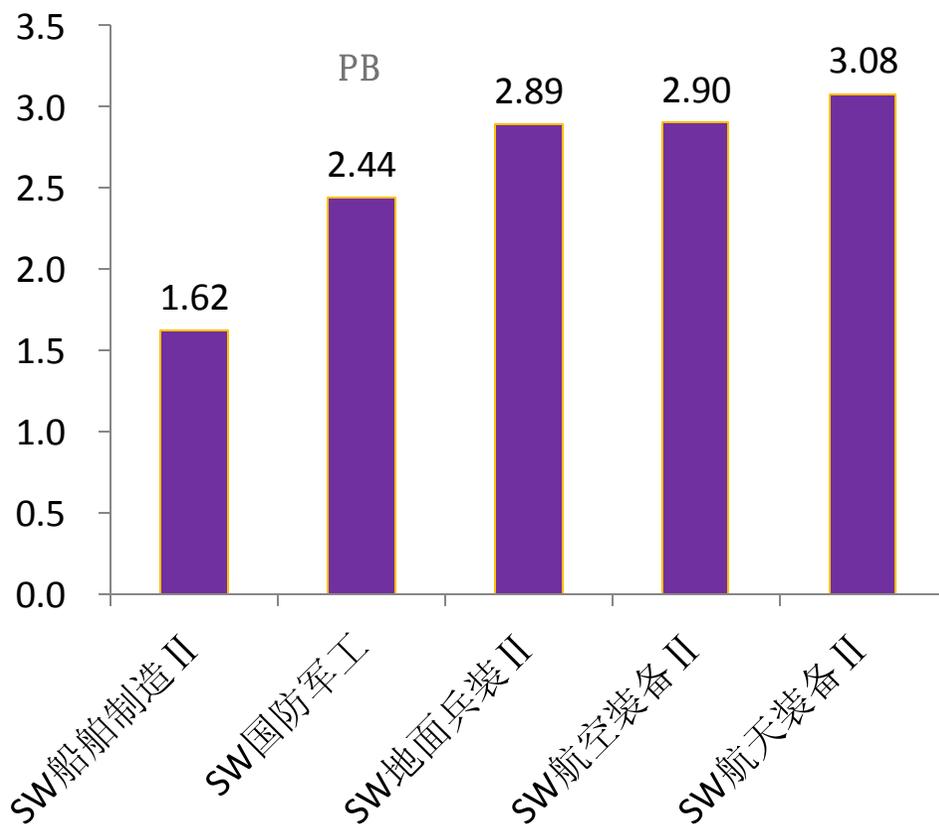


联讯证券

三、投资主线一、武器装备更新换代



资料来源: wind, 联讯证券研究院



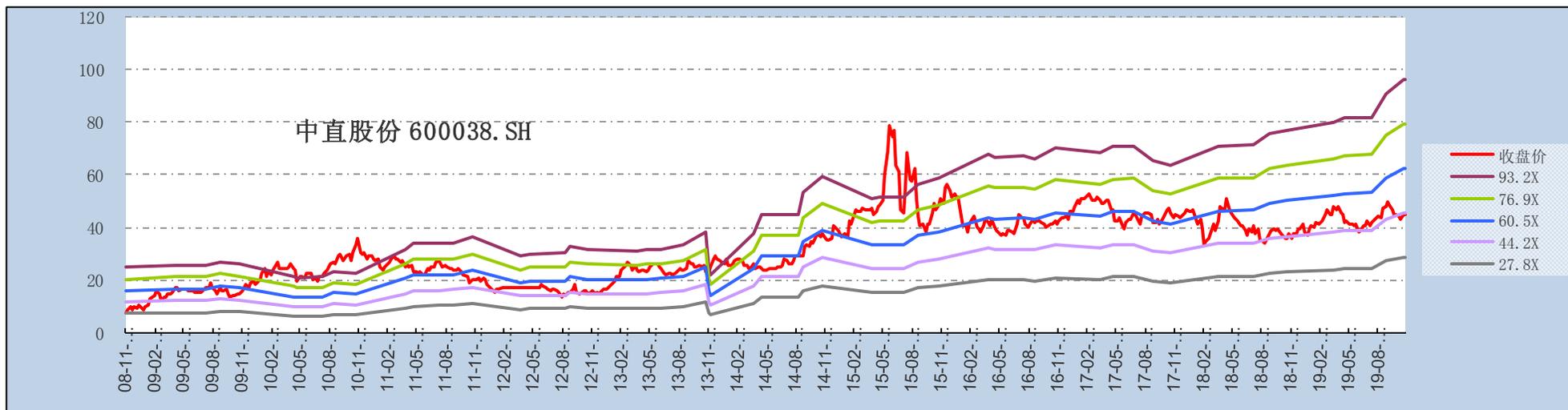
资料来源: wind, 联讯证券研究院



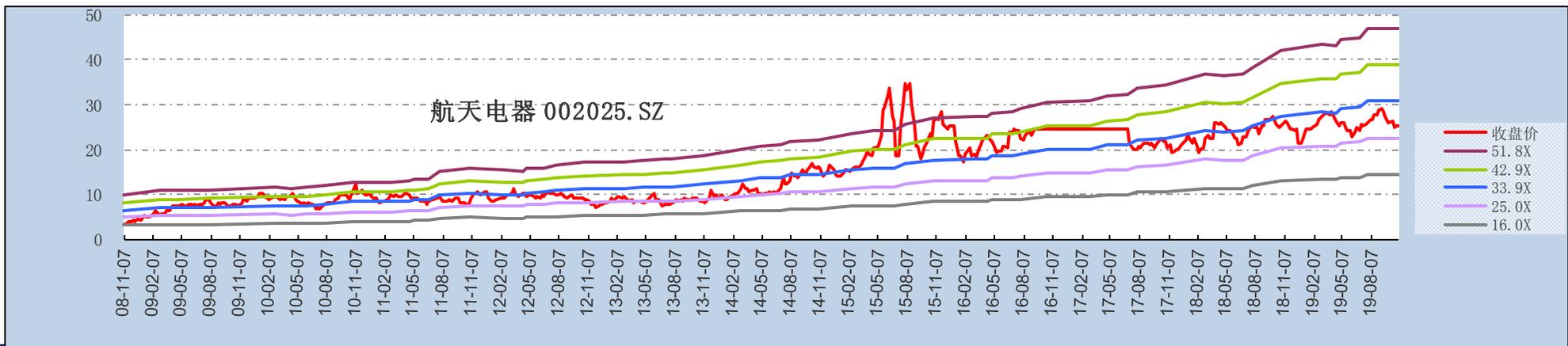
三、投资主线一、武器装备更新换代

联讯证券

公司层面, 以中直股份、航天电器等为代表的军工白马估值重新进入历史底部区间。



资料来源: wind, 联讯证券研究院



资料来源: wind, 联讯证券研究院



二、2020年军工板块投资展望

十三五收官，把握武器装备更新换代、资产证券化两条主线

- 2) 明年是十三五的收官之年，军工行业收官一般都是订单交付的业绩大年，军工行业景气度仍然持续。从基本面投资角度看，武器装备更新换代是军工永恒的投资主线，尤其是当前武器装备倾斜发展的海军空军装备。过往两年多航空装备板块增速显著高于其他板块充分验证了这点。从2019H1看，景气程度从航空装备主机厂逐步延伸到上游原材料、零部件供应商，我们认为把握主机厂和新材料、零部件两头的龙头企业。
- 3) 十三五规划对各大军工央企资产证券化的考核也将在明年完成，或者2021年初，以目前的进度和十三五初各大军工央企承诺的资产证券化率都有较大差距，我们认为明年也许是资产证券化的一个大年，资产证券化重点标的应该得到高度重视。



三、投资主线一、武器装备更新换代

➤ 1) 从国内形势看，国防开支预算快速增长，减员增效，向武器装备倾斜趋势明显

表 2 2010 年至 2017 年中国年度国防费构成

(经费单位:亿元人民币)

项目 年度	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.37

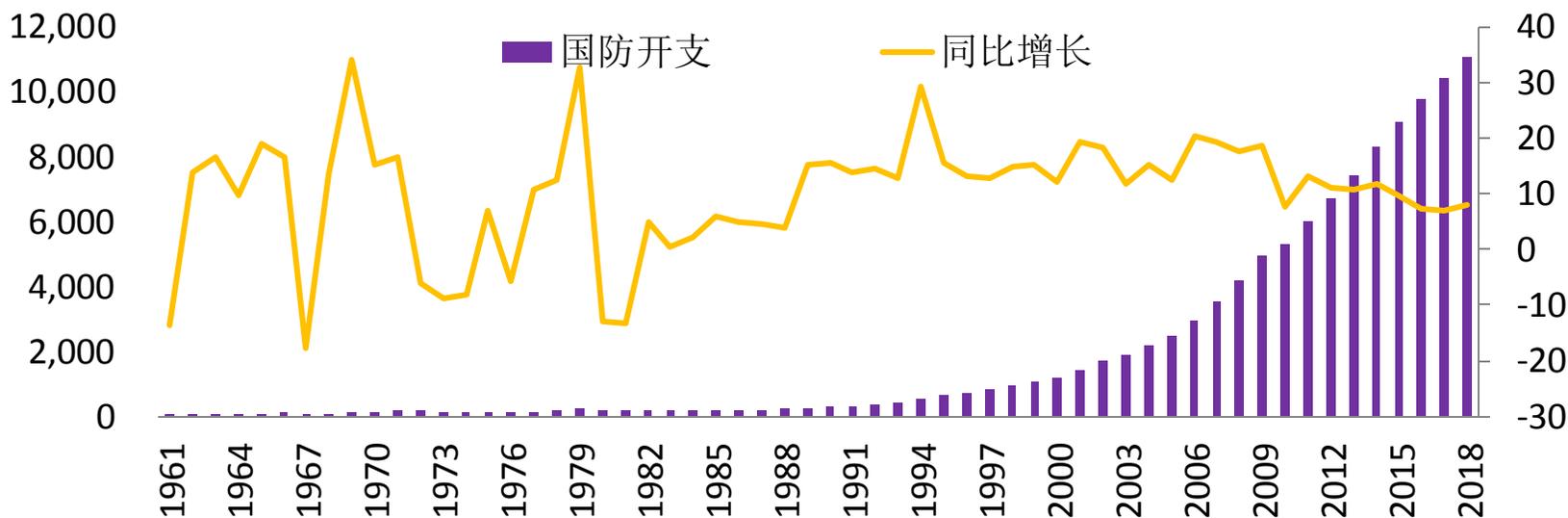
资料来源：国防白皮书2019



三、投资主线一、武器装备更新换代

联讯证券

- ▶ 国防预算不断增加的用途
- ▶ (1) 加大武器装备建设投入，淘汰更新部分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备，稳步提高武器装备现代化水平。
- ▶ (2) 保障实战化训练，保障战略训练、战区联合训练、军兵种部队训练等，加强模拟化、网络化、对抗性训练条件建设。





联讯证券

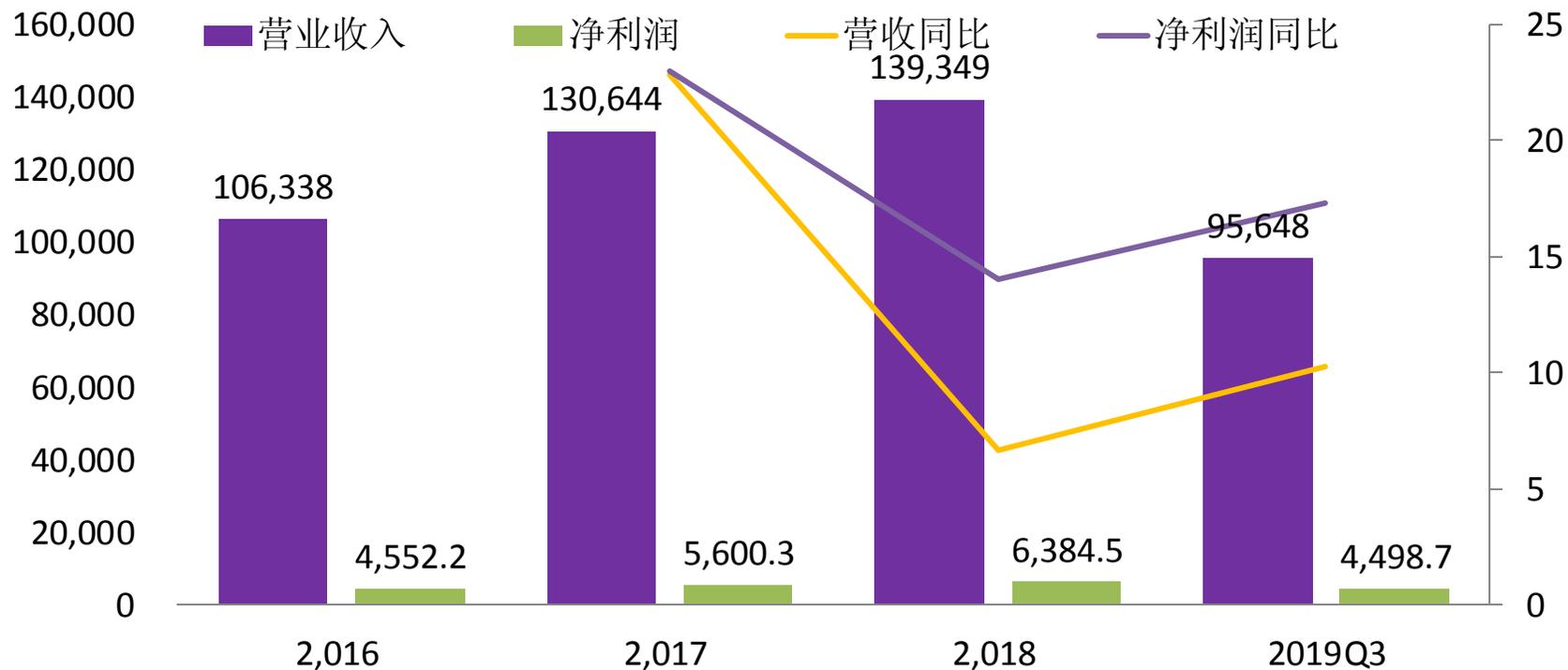
三、投资主线一、武器装备更新换代





三、投资主线一、武器装备更新换代

▶ 以航空装备为标杆，可以看出武器装备更新换代极大促进了近年来航空装备产业的发展。





联讯证券

三、投资主线一、武器装备更新换代

2)、从外部形势看，中美大国博弈长期化、常态化，军工行业迎来最好的时代

随着中国经济体量不断增长，中美关系也有以前的蜜月期进入了一个新的发展阶段。特朗普上任美国总统后，美国对华的战略逐渐发生改变。

2017年12月19日白宫发布特朗普任内第一份《国家安全战略报告》，首次将中国定位为“战略竞争对手”。

2018年1月19日五角大楼发布4年来首份《国防战略报告》，明确宣示美国军事战略重大转型：从反恐调整为应对大国竞争。报告指出：中国和俄罗斯被认为是美国的首要核心战略竞争对手，“中俄威胁”、国家间战略竞争替代了“反恐”被放在首位，明显较奥巴马时代的“支持中国的崛起，但是中国加剧亚太地区局势紧张”论调的严厉程度升级。

2017年12月12日，特朗普签署了总额约7000亿美元的《2018财年国防授权案》，这不仅是特朗普就任美国总统后签署的首份国防预算，也是美国历史上最高额度的国防预算。

2019年的年度预算赤字超过1万亿美元的情况下，美国国会还通过“从未有过”的最大规模国防预算，这意味着2019年度美国国防预算将达到超历史记录的7160亿美元。



联讯证券

三、投资主线一、武器装备更新换代

- 重点投资标的：
 - 1) 滞涨的武器装备产业链核心标的
 - 总装企业：受益直20等新型号直升机量产列装的直升机总装上市平台**中直股份**、受益国产航母舰载机J15、国产重型战斗机J16等新型战斗机列装的中航沈飞
 - 零部件白马：军工连接器两大龙头企业**中航光电**、**航天电器**、航空工业机电系统唯一上市平台**中航机电**、军工电子元器件龙头**振华科技**、**火炬电子**
 - 2) 高增长的军工材料等供应链龙头
 - 包括军工碳纤维夫差龙头企业**光威复材**、中航工业集团旗下的军工复材上市平台**中航高科**等。



联讯证券

四、投资主线二—军工改革、资产证券化

- 1) 2020年是十三五收官年，军工央企资产证券化率考核进入倒计时
- 十三五以来，随着央企改革的加速推进，军工板块作为央企的重头戏也拉开了轰轰烈烈的改革序幕，从2014年公布的第一批央企改革试点单位开始，每一批央企改革、混改都有军工央企的身影。军工央企也一直处在央企改革的第一线阵地。
- 十三五规划时，主要军工央企对十三五末的资产证券化率都有硬性指标，从目前的进度看大部分军工央企资产证券化率都较低，距离十三五的考核要求较远，时间节点也进入倒计时，我们认为资产证券化进度有望加快。军工央企的改革包括混改、科研院所改革、军民融合改革、军工定价机制改革等多方面，深层次触动整个军工体系。我们看好军工改革对军工行业管理能力、盈利能力、融资能力的推动作用，这将对军工企业带来深远的影响。



四、投资主线二-资产证券化

军工集团	当前资产证券化率（预估）	十三五目标资产证券化率
航天科技集团	20%	45%
航天科工集团	20%	
中航工业集团	60%以上	70%以上
中电科集团	25%	35%以上
中国电子信息产业	50%以上	80%
中船重工集团	50%以上	
中船工业集团	50%以上	
兵器工业集团	25%	50%
兵器装备集团	45%	
中核工业集团	40%	
中核建设集团	90%	



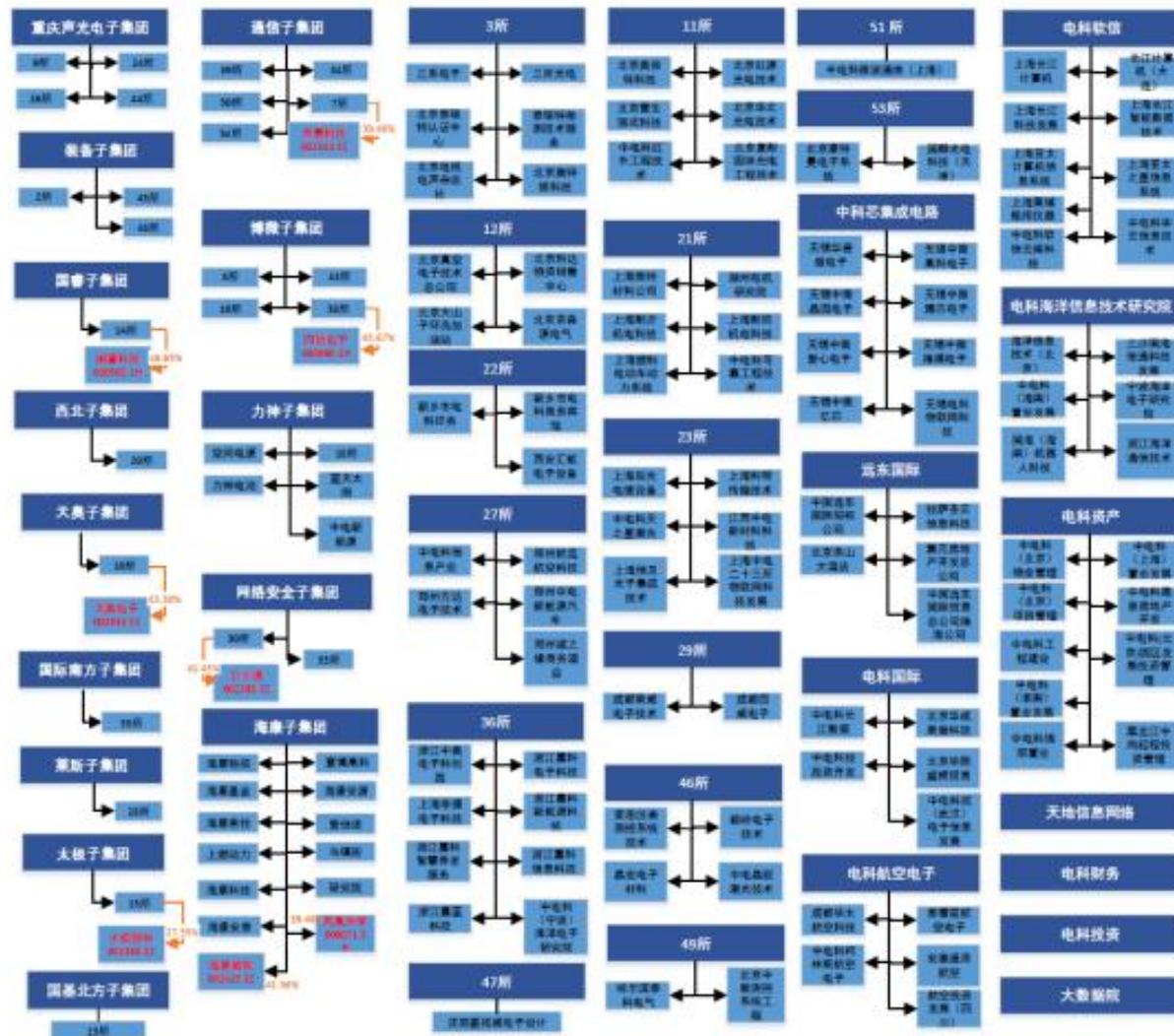
四、投资主线二-资产证券化

上市公司	时间	注入资产
中国海防	18. 10. 17	发布交易预案，拟向中船重工集团等发行股份及现金支付收购海声科技、辽海装备等公司股权，涉及交易金额66. 65亿，交易标的主要是海洋防务信息化领域
中航科工	18. 10. 19	发布公告拟注入中航直升机有限责任公司100%股权，交易标的主要业务是直升机军机核心业务
国睿科技	18. 11. 7	发布公告注入母公司南京14所旗下国睿防务、国睿信维、国睿安泰信等资产，交易金融68. 56亿，交易标的主要业务是雷达相关资产
洪都航空	18. 11. 14	发布公告拟开始将汽车零部件资产与母公司洪都航空防务资产置换
航天长峰	19. 3	拟发行股份购买航天朝阳电源 100. 00%的股权
洪都航空	19. 06. 04	发布资产置换评估报告：置入洪都航空防务资产
中国船舶、中船防务	19. 4	资产置换
中国重工、中国船舶	19. 10	国务院批准两船合并



联讯证券

四、投资主线二-资产证券化



资料来源：公开资料整理



联讯证券

五、重点标的推荐

- ▶ 我们对2020年军工行情持乐观的看法，我们认为十三五收官，2020年仍会是军工行业的投资大年，重点把握武器装备更新换代、资产证券化两条主线。
- ▶ 2020年度重点推荐：中直股份、中航沈飞、中航光电、航天电器、中航机电、光威复材、中航高科、振华科技、火炬电子、四创电子。
- ▶ 建议关注中航飞机、国睿科技、宏达电子、亚光科技、航天发展、菲利华、宝钛股份、钢研高纳。



五、重点标的推荐

证券代码	证券简称	总市值	EPS2019	EPS2020	EPS2021	PE2019	PE2020	PE2021
600760.SH	中航沈飞	411.01	0.64	0.78	0.93	45.87	37.91	31.46
000768.SZ	中航飞机	417.23	0.24	0.28	0.33	62.80	53.38	45.29
002013.SZ	中航机电	243.95	0.27	0.31	0.37	25.02	21.24	18.08
600038.SH	中直股份	265.74	1.09	1.35	1.66	41.42	33.38	27.26
600372.SH	中航电子	247.56	0.33	0.38	0.45	43.18	36.65	31.44
002179.SZ	中航光电	419.96	1.12	1.39	1.70	36.16	29.06	23.70
002025.SZ	航天电器	108.88	0.99	1.20	1.45	25.54	21.09	17.51
300699.SZ	光威复材	205.32	0.99	1.24	1.53	41.00	32.90	26.59
600862.SH	中航高科	130.67	0.27	0.29	0.35	34.71	31.84	26.54
000733.SZ	振华科技	83.96	0.63	0.78	0.96	26.18	20.94	17.14
603678.SH	火炬电子	100.40	0.92	1.18	1.49	22.54	17.58	13.95
300726.SZ	宏达电子	101.91	0.69	0.85	1.04	36.44	29.68	24.10
300395.SZ	菲利华	75.27	0.59	0.81	1.08	36.73	26.85	20.10
600456.SH	宝钛股份	97.50	0.58	0.76	1.01	38.94	29.31	22.21
300034.SZ	钢研高纳	73.64	0.37	0.46	0.57	42.33	33.54	27.39
600879.SH	航天电子	161.25	0.19	0.22	0.25	30.51	26.78	23.17
600562.SH	国睿科技	90.93	0.18	0.23	0.28	80.82	64.69	52.16
600990.SH	四创电子	73.16	1.63	1.91	2.20	28.05	23.89	20.75
300123.SZ	亚光科技	73.36	0.27	0.35	0.44	26.16	20.39	16.45
000547.SZ	航天发展	160.25	0.38	0.49	0.62	25.71	20.13	15.82



六、风险提示

- 1) 国防开支预算不达预期
- 2) 军工改革、资产证券化不达预期
- 3) 军品订单交付不达预期
- 4) 估值下降风险

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。