

# 国防军工行业：洛马又接大订单，国内航空力量建设需加快进度

2019年11月04日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

## 投资摘要：

**事件：**10月29日，美国国防部宣布美军和盟军将购买478架F-35战机，其中五角大楼291架，英国、意大利、荷兰等F-35项目参与伙伴共127架，以色列、日本、韩国等客户60架。包括351架F-35A（标准型）、86架F-35B（垂直起降型）和41架F-35C（舰载常规型），价值约340亿美元。

**观点：**这是迄今为止该型战机最大一笔合同，也是美国国防部历史上规模最大的一次采购，**有两点值得我们关注。**

### 1、F-35面向全球客户降价具有经济和军事政治的双重考虑

F-35本次面向所有客户降价至7790万美元，环比降幅达12.8%（包括飞机、发动机、嵌入式传感器、瞄准吊舱在内的出厂单价），提前一年实现降价目标。有效提升了原有客户和合作伙伴的采购意愿，并将充分释放产能，发挥规模效应，从而在军贸市场对潜在竞争机型Su-57和歼-31形成低价倾销打压，或将导致Su-57和歼-31大量的研发成本将无法顺利消化，进而形成一种“批量小——售价高——批量小”的恶性循环，十分不利于两款战机以后的发展。

### 2、本次F-35军贸已在实际效果上引发了亚太地区的军备竞赛

日本、韩国采购后，亚太地区将集结有F-22、F-35A/B/C、苏-57和歼-20战斗机在内的全谱系第四代隐身战斗机，该地区将成为最早出现四代机之间竞争和对抗的区域，我国在亚太地区的地缘局势也因此变得更为复杂。为保持区域间军事力量平衡，我国也必将加快四代机歼-20的生产和部署，并加快歼-31的研制进程。

### 3、我国应从四代机本身的研制生产、隐身无人机的合理利用和舰载机型三个方面应对当前问题

1)、面对已大量部署到家门口的F-35，产能不足的歼-20和迟迟不能落地的歼-31是解决问题的关键，没有任何捷径，咬牙补足产能和科技短板是唯一出路。2)、利用先进的察打一体隐身无人机“攻击-11”来弥补四代机数量相对不足，不失为一条抵消F-35数量优势的捷径。3)、舰载机是我国的一块必补短板，我国舰载机与美国及其盟友的舰载机存在代差，因此有必要加快四代机上舰或隐身无人机上舰的进度。

**投资建议：**从上述分析中可发现，在F-35大幅降价进而快速部署至全球背景下，我国三代及以上型号战机的研制、生产压力激增，一方面需要用歼-10、歼-11、歼-16等三代机替换掉大量的二代机，另一方面也要加快歼-20和攻击-11的生产列装进度和歼-31的研发进度，形成以四代机为主的先进航空力量，以此来达到亚太地区的区域军事平衡。推荐战斗机主机厂中航沈飞和配套生产教练机及隐身无人机的洪都航空，以及航空发动机主机厂航发动力。

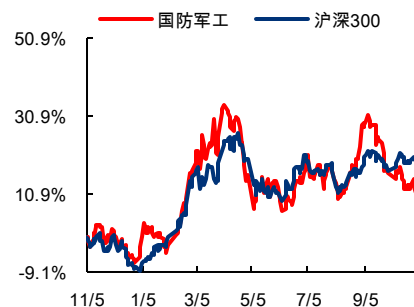
**风险提示：**产能扩充不及预期，歼-31研制进度不及预期。

## 行业基本资料

占比%

股票家数	26	1.7%
重点公司家数	-	-
行业市值	5294.02 亿元	1.33%
流通市值	3848.26 亿元	1.33%
行业平均市盈率	30.95	/
市场平均市盈率	10.81	/

## 行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：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

010-66555574

Zhuys@dxzq.net.cn

### 1、F-35 面向全球客户降价具有经济和军事政治的双重考虑

**经济方面：**F-35 是美国最昂贵的武器项目，虽然此前单机报价普遍超过 1 亿美元，但依然在全球斩获了 3200 架的订单。可见四代机在各国军队中的超然地位。本次单价降至 7790 万美元，环比降幅达 12.8%（包括飞机、发动机、嵌入式传感器、瞄准吊舱在内的出厂单价），提前一年实现降价目标。而且这并非美国空军特供价，而是面向全球客户的价格。

表 1: F-35 不同机型采购价格变化

机型	Lot 12	Lot 13	Lot 14	较 Lot11 变化
陆基常规起降型 F-35A	8240 万美元	7920 万美元	7790 万美元	-12.8%
短距起飞垂直着陆型 F-35B	1.08 亿美元	1.048 亿美元	1.013 亿美元	-12.3%
航母弹射起飞和拦阻着舰型 F-35C	1.031 亿美元	9810 万美元	9440 万美元	-13.2%

注：第 11 生产批次的最终价格，经过美国国会的加价调整和其他合同和解协议调整，三种型别的最终价格分是 8930 万美元、1.155 亿美元和 1.088 亿美元

资料来源：洛克希德·马丁公司官网，东兴证券研究所

**首先单机降价的直接影响就是客户采购意愿的上升。**洛马公司总经理称：F-35 的采购成本已经降低到与四代机相当或更低的目标，这也吸引了国际军贸客户的更多关注。因此洛马这 340 亿美元的大订单很大功劳可归结为降价。

据简氏防务称，本次集中采购主要是借助**规模效应**进一步降低 F35 采购成本。四代机和豪车一样，购买时会有很多隐性成本，7790 万美元只是机体和发动机的售价，即“飞离价格”。如果落地的话，买家还需要支付分摊的研发成本、支持设备以及备用零件费用。此外，F-35 战机的维护成本也是相当吓人的，所以合计算下来的话，每架战机的实际到手价格其实不止 7790 万美元。

还必须看到现阶段 F35 的产生还是处于“低速初始生产”阶段，并非“全速生产”，随着后续订单的增多和部署加快，预计未来全速生产状态下一年产量将超过 200 架。

**最终结果就是 F-35 将牢牢占据全球四代机市场，并对俄罗和我国四代机的国际军贸市场形成打压。**目前来看，未来能够与 F-35 同台竞技的战斗机仅有 Su-57、歼-20 和歼-31。其中歼-20 作为我国自用四代机不会出口，Su-57 已在全球寻找买家，歼-31 也早有传闻将衍生出外贸型号。虽然国际军贸市场上武器装备的买卖往往需要考虑到国家立场和地缘政治，不容易在同一市场进行直接竞争，但从土耳其、沙特等国家在俄系装备和美系装备上的左右通吃的现状来看，三款四代机依然存在直接竞争的情况。F-35 此次的降价行为可视作是对 Su-57 和歼-31 的一种**低价倾销战略**。若国际市场受阻，则 Su-57 和歼-31 大量的研发成本将无法顺利消化，进而形成一种“批量小——售价高——批量小”的恶性循环，十分不利于两款战机以后的发展。

从政治和军事方面，不管美国是否存在意图，从效果上看此举已经引发了亚太地区的军备竞赛。日本、韩国采购后，亚太地区将集结有 F-22、F-35A/B/C、苏-57 和歼-20 战斗机在内的全谱系第四代隐身战斗机，该地区将成为最早出现四代机之间竞争和对抗的区域。我国在亚太地区的地缘局势也因此变得更为复杂。

图 1:F-35

图 2:Su-57



资料来源：环球军事，东兴证券研究所



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

自二战以来，地区间的和平更多的是靠区域间的军事力量平衡来维持。F-35 在亚太地区的快速部署，也将促使我国会加快对等战斗机的研制、生产和部署进度。作为我国两大战斗机生产商，沈飞、成飞又应当如何应对呢？我们可以尝试从隐身战斗机、无人隐身僚机、舰载隐身战斗机三个角度探寻应对之策。

## 2、产能不足的歼-20 和迟迟不能落地的歼-31 是解决问题的关键

歼-20 于 2011 年首飞，2016 年开始交付部队小批量试用，目前已有数十架装备我国空军。歼-31 于 2012 年首飞，经过两次大的版本更新，已日渐成熟，但尚未进入空军序列。成飞的歼-20 是定位于夺取制空权的重型隐身战斗机，沈飞的歼-31 是多用途的中型隐身战斗机，重型+中型，制空+多用途，两款战斗机可以形成完美的搭配组合。

图 3:歼-20



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

图 4:歼-31



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

受制于整体体量和现有产能，成飞的生产速度很难赶上洛马，产能的扩张需要大量资金投入，因此成飞集团的整体上市则变得十分关键，募集的配套资金将极大的改善歼-20 的产能问题。虽然成飞集团的上市目前只是时间问题，但此次军贸行为也是一剂催化剂，成飞集团或将加快上市的步伐。

同时也需要歼-10、歼-11、歼-16 等三代机加快生产列装，完成对二代机全面替换，整体上形成更加合理的空中力量梯队。此外需要沈飞尽快加入生产隐身战斗机的队伍。只有沈飞和成飞两家隐身战斗机生产商加快研制生产进度，才能抵消美国及其亚太盟友日益庞大的 F-35 舰队所形成的优势。

## 3、用好攻击-11 无人机是应对当前问题的一个好方法

2015 年，美国空军提出了基于“有人机/无人机编组技术”的“忠诚僚机”概念。僚机作为长机的左膀右臂，主要负责观察、警戒和掩护，与长机密切协同，共同完成任务。无人隐身僚机采用隐身设计和内置弹舱，续航能力强，研发制造成本低，拥有其他隐身有人机和非隐身无人机无可比拟的优势，是快速扩充隐身飞机规模、降低隐身飞机装备成本的有效手段。

2019年3月5日，美国XQ-58A“女武神”无人机在亚利桑那州尤马试验场完成首次飞行。2019年9月27日，俄罗斯S-70“猎人B”无人机首次与苏-57完成联合试飞。

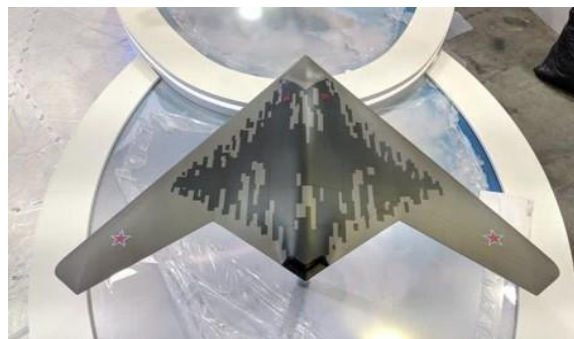
在国庆70周年阅兵式上，沈飞和洪都联合研制的利剑无人机改进型以攻击-11的代号亮相，表明其已经进入空军序列，成为世界上第一款入役的隐身无人攻击机。作为一款隐身无人机，攻击-11可以完美担任歼-20忠诚僚机的角色，与歼-20密切协同，联合执行作战任务。

图 5: XQ-58A



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

图 6: S-70



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

图 7: 军工板块 PE 处于历史低点



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

梳理全球察打一体且隐身能力的无人机的研制生产进度看，我国在这方面具有比较优势，走在了世界前列。

表 2:其他主要察打一体隐身无人机研制进度

国家	型号	列装进度
美国	X-47B	最新消息为 2015 年 5 月 22 日完成空中加油测试
	XQ-58A	最新消息为 2019 年 3 月 5 日在亚利桑那州的尤马试验场完成首飞
俄罗斯	“猎人”重型无人机	最新消息为 2019 年 8 月 3 日完成首飞
欧洲	“神经元”无人机	最新消息为 2019 年 1 月 13 日已完成了 150 次试飞

资料来源：维基百科，百度百科，东兴证券研究所

因此应充分发挥攻击-11 隐身无人攻击机优先部署的优势，即使扩充产能，迅速提高机队规模，一定程度上以隐身无人机来



弥补四代机数量相对不足，不失为一条抵消 F-35 数量优势的捷径。

#### 4、舰载机型是当下的一块必补短板

从基地（战斗机固定平台）角度来看，美军在亚太地区共有 8 个基地群，分别是阿拉斯加基地群、东北亚基地群、东南亚基地群、印度洋基地群、关岛基地群、澳洲基地群、夏威夷基地群、中亚基地群。尤其是东北亚基地群和东南亚基地群，这两个基地群连成所谓的“第一岛链”，其中部分基地是我国的空军力量无法覆盖到的地方，这就迫切需要海军航空力量的建设，强大的舰载机配合强大的航母，打造一支有战斗力的远洋海军。

从航母（战斗机移动平台）角度来看，美国福特级核动力航母是世界上第一款搭载舰载隐身战斗机 F-35C 的航母，而日本采购 F-35B，也是为了将出云级直升机驱逐舰改装成能起降固定翼隐身战斗机的航母。

图 8：福特级核动力航母



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

图 9：出云级直升机驱逐舰



资料来源：环球军事，东兴证券研究所

当前我国的航母舰载机仍然是歼-15 这样的非隐身战斗机，与 F-35B、F-35C 存在技术代差，且数量与需求相差甚远。因此，加快歼 15 的部署进度，并加快舰载隐身战斗机和舰载隐身无人机的研制进度，是我国当前的又一紧迫任务。

**投资建议：**从上述分析中可发现，在 F-35 大幅降价进而快速部署至全球背景下，我国三代及以上型号战机的研制、生产压力激增，一方面需要用歼-10、歼-11、歼-16 等三代机替换掉大量的二代机，另一方面也要加快歼-20 和攻击-11 的生产列装进度和歼-31 的研发进度，形成以四代机为主的先进航空力量，以此来达到亚太地区的区域军事平衡。推荐战斗机主机厂中航沈飞和配套生产教练机及隐身无人机的洪都航空，以及航空发动机主机厂航发动力。

**风险提示：**产能扩充不及预期，歼-31 研制进度不及预期。

## 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。