

军工行业

**推荐** 维持评级

分析师

李良

☎: 010-6656 8330

✉: [liliang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liliang_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130515090001

联系人:

周义

☎: 010-6656 8330

✉: [zhouyi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhouyi_yj@chinastock.com.cn)

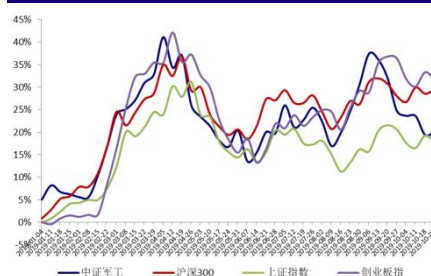
温肇东

☎: 010-6656 8330

✉: [wenzhaodong\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn)

行业数据

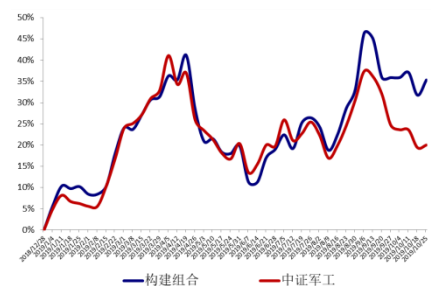
2019.10.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.10.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

**基金持仓占比走低叠加行业增速回落，  
四季度板块投资防御为上 ——10月行业动态报告**  
核心观点

● 最新观点

1、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大。我国军费将保持稳定增长，与 GDP 占比有望进一步提升。随着军改影响逐渐消除，2018 年全军装备采购次数激增，行业需求明显回暖。2019 年进入“十三五”规划末期，军费预算执行力度有望加大，行业基本面持续改善可期。

2、2019Q3 军工持仓占比继续走低，持仓集中度有所回升。2019Q3 基金军工持仓占比为 1.2%，趋势上持续走低，但环比降幅收窄。Q3 军工持仓集中度继续小幅反弹，表明投资者仍较为谨慎。Q3 军工板块超配比例为-1.5%，基金配置积极性依然偏弱。个股方面，具备较强增长确定性的中航光电、中直股份、航天电器依然是投资避险首选品种，以中航机电、中航电子为代表的低估值白马、以菲利华、光威复材为代表的新成长个股受到青睐，持续加仓明显。

3、2019Q3 行业景气度有所回落。2019 前三季度军工板块营收和归母净利润分别同比增长 5.90%和 6.19%，低于预期。分季度来看，Q1、Q2 和 Q3 收入增速分别为 15.54%、6.15%和-1.56%，表现为逐季走低，而归母净利润增速分别为 34.55%、2.35%和-2.81%，增速与收入表现基本一致，短期行业景气度有所回落。

4、中美企业盈利能力差异较大，总装厂有望受益于军品定价改革。上个世纪 90 年代至今，美国军工行业掀起了企业兼并浪潮，形成了 5 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商。与美国 5 家军工巨头相比，中国主机厂的盈利能力差距较大。随着军品定价改革逐步落地，主机厂有望受益，盈利能力提升可期。

● 投资建议

从当前来看，军工指数自前期高点累计回调 14.6%，估值风险释放较为充分；其次，当前板块估值水平约 46 倍，仍然处于底部回归阶段；再次，中航飞机近期公布资产重组方案有助于抬高投资者对行业资产证券化提升的预期，市场风险偏好有望回升。

考虑到公募基金年末调仓等交易性因素以及行业 Q3 增速回落的影响，我们认为军工板块四季度将以窄幅震荡为主，当前时点往后看 11 至 12 月份谨慎乐观。配置上以防御为主，推荐中航飞机(000768.SZ)、航天电器(002025.SZ)、中直股份(600038.SH)、中航机电(002013.SZ)、内蒙一机(600967.SH)等白马股。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	证券代码	证券简称	月涨幅(%)
000547.SZ	航天发展	-6.68	300034.SZ	钢研高纳	-4.13
002025.SZ	航天电器	-2.27	600038.SH	中直股份	0.18
002179.SZ	中航光电	-3.23	600760.SH	中航沈飞	-5.97
002214.SZ	大立科技	-1.87	600967.SH	内蒙一机	-1.52

● 风险提示: 军工改革力度不及预期和军工订单不及预期的风险。

## 目 录

<b>一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度提升</b>	<b>3</b>
(一) 军工行业是国民经济发展的重要引擎	3
(二) 我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升	3
(三) 军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快	3
1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除	3
2. “十三五”规划末期，军费预算执行力度有望明显加大	4
3. 全军装备采购次数激增，行业需求明显增强	4
(四) 2019Q3 行业景气度有所回落	5
1. 利润表简析：扭转 Q2 正增长态势，Q3 营收和净利增速双下滑	5
2. 资产负债表简析：存货增速高企，行业主动备货意愿较强	7
3. 民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象	8
<b>二、军工行业处于成长期，军工改革预期升温，红利释放助力行业发展</b>	<b>10</b>
(一) 军工行业正处于成长期，新型军工产业格局正在形成	10
1. 经历两次大规模改革重组，形成以十二大军工集团为主导的军工产业体系	10
2. “小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成	11
(二) 中美军工企业盈利能力差异大，总装厂有望受益于军品定价改革	11
1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革	11
2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大	12
3. 政策改进利好军工总装厂	13
(三) 资本运作逢佳时，资产证券化预期再提升	14
1. 军工集团资产证券化持续稳步推进	14
2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代	15
3. 混改大幕开启，市场活力涌现	16
<b>三、行业面临的问题及建议</b>	<b>17</b>
(一) 现存问题	17
1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间	17
2. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位	17
3. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力	18
(二) 建议及对策	18
1. 适当提高实际用于装备采购的费用	18
2. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场	18
3. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐	18
<b>四、军工行业在资本市场中的发展情况</b>	<b>18</b>
(一) 当前共 130 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.56%	18
(二) 军工板块估值水平进入历史底部区域，行业高估值具有合理性	20
1. 军工板块估值水平进入历史底部区域	20

2. 军工行业高估值具有合理性.....	21
(三) 军工持仓占比继续走低, 持仓集中度有所回升.....	21
1. 基金 2019Q3 军工持仓占比继续回落.....	21
2. 基金军工持仓集中度持续反弹.....	22
3. 军工板块低配格局延续.....	24
(四) 产业资本现增持/回购潮, 估值底信心大幅提升.....	24
<b>五、投资策略及组合表现.....</b>	<b>26</b>
(一) 四季度窄幅震荡, 策略上防御为主.....	26
1. 中美贸易战常态化, 军工自主可控价值凸显.....	26
2. 行业增速有所回落, 11 至 12 月份谨慎乐观.....	27
(二) 推荐标的组合表现.....	27
<b>六、风险提示.....</b>	<b>28</b>
<b>附录: 国内外行业及公司估值情况.....</b>	<b>29</b>
(一) 国内军工行业估值及对比.....	29
(二) 国际军工行业估值及对比.....	29
(三) 国内与国际重点公司估值及对比.....	31

## 一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度提升

### （一）军工行业是国民经济发展的重要引擎

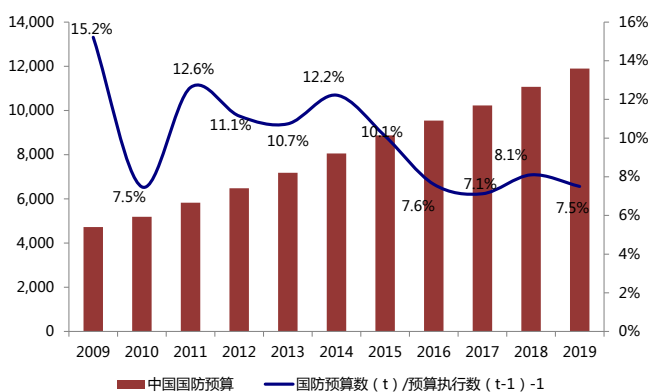
各国间激烈的军事竞争促使军工行业往往聚集最先进的科学技术。为了战争的胜利和夺取军事优势,各国之间的军事竞争具有强烈的对抗性,最先进的技术往往首先应用于军事领域。这使得军工行业成为各国优质智力资源的集聚区,呈现知识密集性和资本密集性的特点。上个世纪70年代的冷战时期,受世界政局动荡的影响,各大军事强国开展激烈的军备竞赛。据统计,美国在此阶段曾将约1/2的财政预算和全国2/3的科研人员投入到国防工业建设中,苏联更是有过之而无不及,美苏之间的大国之争一时间更是进入白热化状态。

军工行业维护国家安全,也是国民经济发展的重要引擎。21世纪军工行业所面临的两大重要任务是满足军事需求和服务于国家经济建设。先进的国防科学技术,不仅保障国家主权和领土完整,同时还能最大程度地拉动国民经济,成为经济发展及产业结构升级的重要引擎。时下许多与国民生活密不可分的高科技皆源自于国防科学技术,例如卫星导航、电子计算机、通信技术等。只有把国防和军队建设根植于国家经济社会发展体系之中,才能彰显军工行业对国民经济的拉动效应,提升国家产业竞争力。

### （二）我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升

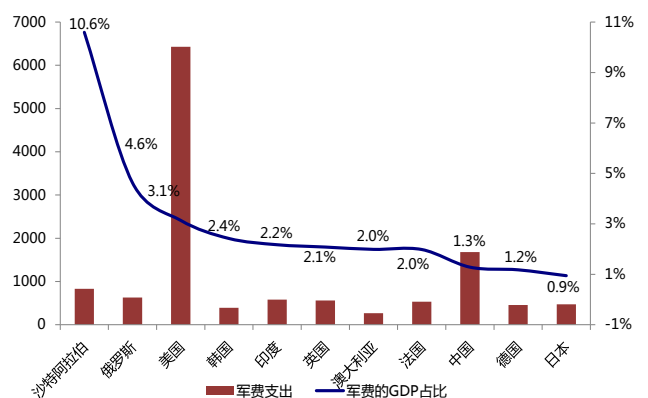
2019年中国国防军费预算约为1.19万亿元,同比增长7.5%。从绝对额来看,中国军费规模已位居世界第二位,但仍不足美国军费支出的1/4,且GDP占比仅为1.3%左右,远低于美国3.1%和俄罗斯的4.6%。我们认为,未来“三步走”战略的顺利实施,尤其是装备的大规模升级和列装均离不开国防支出的大力支持。长期来看,在宏观经济下行压力较大、GDP增速下滑的背景下,军费支出的GDP占比或将缓慢抬升,军费的稳步增长可期。

图 1 中国历年国防预算情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

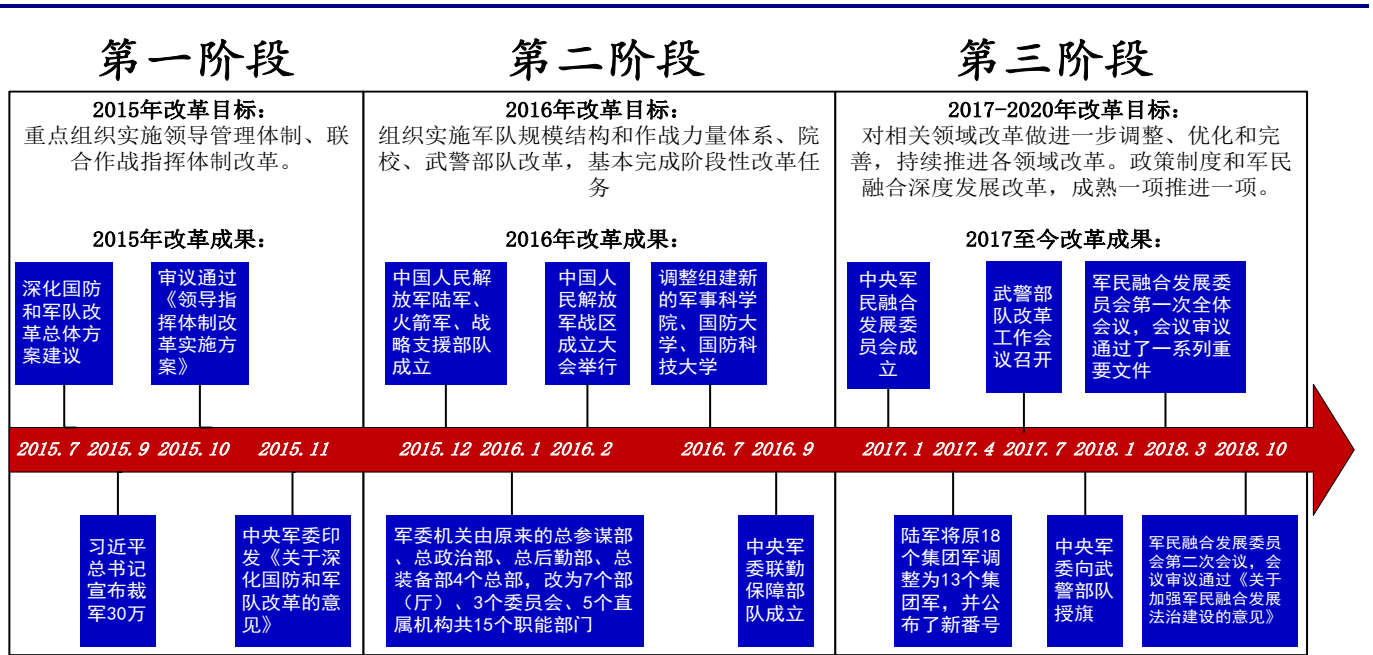
### （三）军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快

#### 1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除

2015年7月中央军委常务委员会和中央政治局常委会会议召开,审议和审定《深化国防和

军队改革总体方案》。2015年9月习近平总书记宣布裁军30万。2015年11月中央军委《关于深化国防和军队改革的意见》正式印发实施，就扎实推进深化国防和军队改革提出指导性意见，并明确了通过三个阶段来逐步实现改革目标。2018年是军改实施以来的第三年，已经完成领导体制改革部分，按照军改实施要求，2019年将进入军改第三阶段，对相关领域改革作进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。军改已然进入尾声，受军改影响的军品采购开始逐步恢复，行业需求明显改善。

图3 军队改革目标及成果



资料来源：中国军网，中国银河证券研究院整理

## 2. “十三五”规划末期，军费预算执行力度有望明显加大

军工行业不同于其他行业，军工企业营业收入主要来源于军费预算，几乎不受宏观经济波动的影响，行业发展与国家军方的总体规划息息相关，呈现出较强的计划性特征。

从历史来看，由于在每个五年规划的后期，军方往往会加强军费预算的执行力度，增强采购先进武器装备的意愿。因此，军工行业的景气度周期也会随之呈现出“前低后高”的特点：每个五年计划前三年和后两年的产值基本持平；前两年行业的增速较低，从第三年开始行业的增速逐步提高，2019年作为“十三五”的第四年，行业总体增速开始提高，预计2019年和2020年，军品订单有望迎来较快增长。

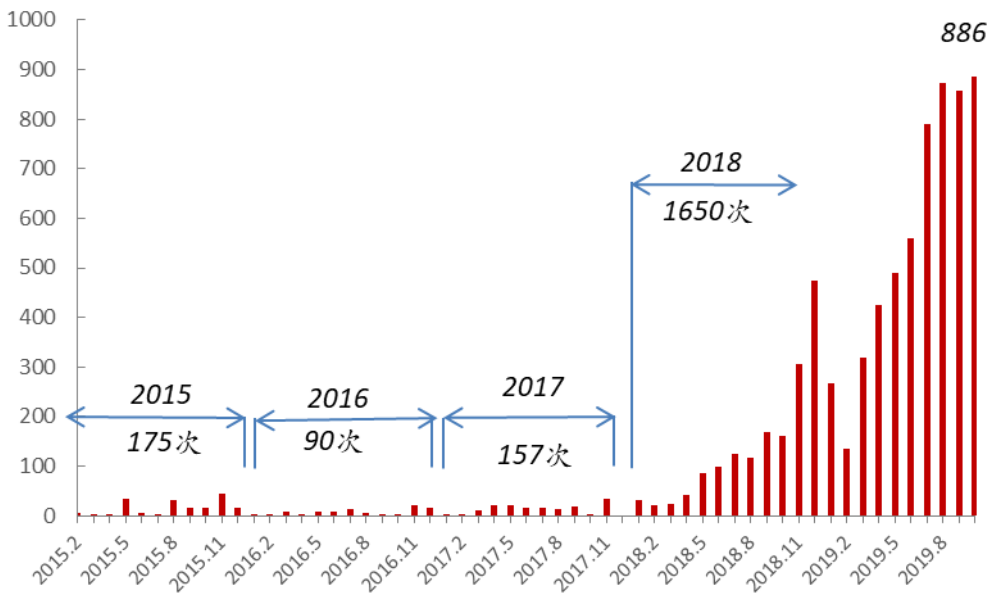
## 3. 全军装备采购次数激增，行业需求明显增强

2016年，是国防和军队改革具体实施的开始，是“十三五”规划的元年，受双重影响，2016-2017年军工板块出现了明显的业绩低谷。2018年，随着军队改革逐步落地，军工行业迎来装备订单的补偿性增长，确立了板块业绩拐点；2019年，进入“十三五”规划末期，“前低后高”的采购节奏有望进一步助力军工行业基本面的持续改善。

从装备采购次数来看，全军武器装备采购信息网的招标采购次数从2015年的175次下降

至 2016 年的 90 次，随着军队改革的逐步落地，2017 年全年装备采购上升至 157 次。进入 2018 年以来，军队装备采购已经实现快速增长，全年装备招标采购次数累计已达 1650 次之多，远高于 2015-2017 年同期水平，体现了军品采购的开放性越来越高。2019 年 10 月对外披露采购信息达 886 条，再创新高，是军工行业高景气度的外在表现。

图 4 全军武器装备招标采购次数



资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究院整理

#### (四) 2019Q3 行业景气度有所回落

提示：

- ① 研究样本选取情况。首先，民营企业商誉减值计提大多发生在 2018 年末，因此 2018 年三季度报数据依然可以反映民营企业基本面的变化；其次，民船行业不景气，船舶总装厂业绩波动较大，可比性较差，因此剔除船舶总装厂，我们选取 89 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为本次分析样本。
- ② 选取财务三张表中的关键科目进行比对分析。
- ③ 对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行手动调整。

将 89 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

##### 1. 利润表简析：Q3 营收和净利增速延续了 Q2 的下滑态势

分析利润表中各科目，2019 前三季度军工板块整体实现营业收入 2373.64 亿元，同比增长 5.90%，实现归母净利 125.69 亿，同比增长 6.19%，利润增长与收入增长基本一致；Q3 单季营收 785.17 亿元，同比下滑 1.56%，增速环比减少 7.2pct；Q3 单季归母净利 39.84 亿，同比下滑 2.81%，增速环比减少 5.16pct。

**表 1 军工板块利润表**

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2018 3Q	同比	2019 Q3	2018 Q3	同比
一、营业总收入	2,373.64	2,241.39	5.90%	785.17	797.62	-1.56%
二、营业总成本						
其中: 营业成本	1,900.91	1,805.10	5.31%	627.27	644.57	-2.69%
毛利率	19.92%	19.47%	0.45%	20.11%	19.19%	0.92%
毛利	472.74	436.29	8.35%	157.91	153.04	3.18%
销售费用	56.67	51.82	9.37%	19.80	18.83	5.18%
销售费用率	2.39%	2.31%	0.08%	2.52%	2.36%	0.16%
管理费用	151.20	146.23	3.40%	52.14	53.27	-2.12%
管理费用率	6.37%	6.52%	-0.15%	6.64%	6.68%	-0.04%
研发费用	96.03	79.15	21.32%	34.74	29.42	18.05%
研发费用率	4.05%	3.53%	0.51%	4.42%	3.69%	0.73%
财务费用	21.03	17.68	-56.97%	6.49	5.44	-56.97%
财务费用率	0.89%	0.79%	0.10%	0.83%	0.68%	0.14%
期间费用	324.94	294.89	10.19%	113.17	106.96	5.80%
期间费用率	9.64%	9.63%	0.02%	9.99%	9.72%	0.27%
三、营业利润	147.72	143.82	2.71%	45.82	47.82	-4.18%
四、净利润	129.77	124.74	4.03%	41.13	43.84	-6.17%
净利润率	5.47%	5.57%	-0.10%	5.24%	5.50%	-0.26%
归母净利润	125.69	118.36	6.19%	39.84	40.99	-2.81%
扣非归母净利	100.33	88.17	13.78%	31.43	28.43	10.57%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度; 2019 Q3 表示 2019 年第三季度

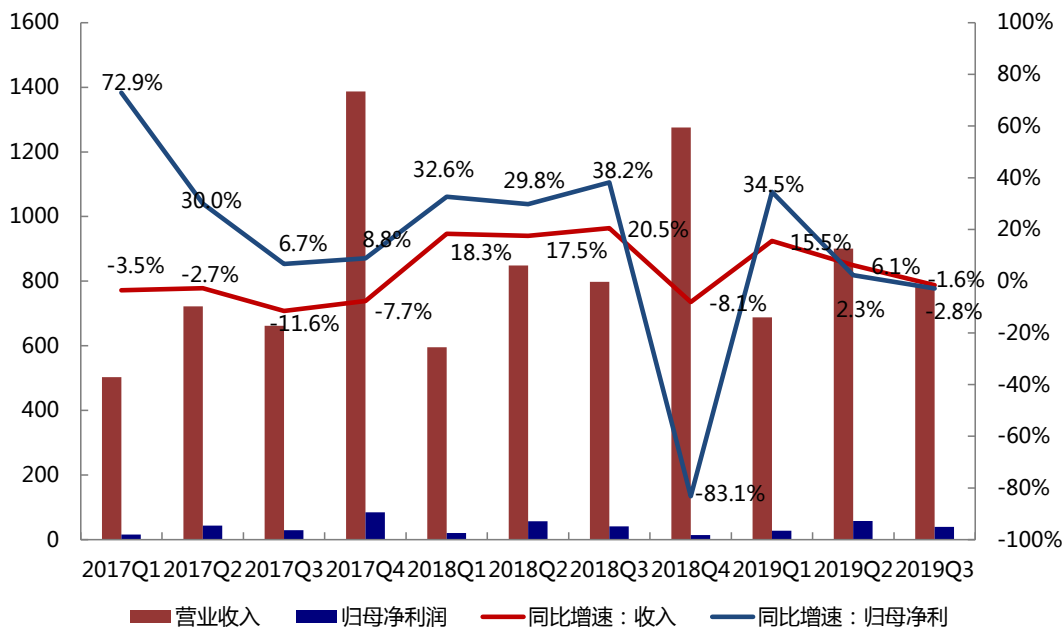
#### 从盈利能力角度看, 板块盈利能力略有下滑

军工板块 2019 前三季度净利润率 5.47%, 同比下滑 0.10pct, 直接原因是 Q3 净利润率下滑 0.26pct, 延续了 Q2 的负增长态势。虽然板块净利润率有所下滑, 但毛利率水平自 Q2 开始表现为小幅回升。我们认为毛利率回升趋势主要与原材料端价格上升趋缓和收入端军品审价影响边际减小有关, 趋势可持续性仍待观察, 而期间费用率提升幅度不大, 净利率却持续走低的原因可能与板块非经营性收益减少有关。

#### 从成长能力角度看, 板块成长性短期受挫

2019 前三季度军工板块实现营收 2373.64 亿元, 同比增长 5.90%, 低于我们之前 10% 左右的增速预期, Q3 单季营收 785.17 亿元, 同比下滑 1.56%。2019 年前三季度归母净利增长 6.19%, 扣非归母净利增长 13.78%, 低于我们之前 15% 左右的增速预期。分季度来看, Q1、Q2 和 Q3 收入增速分别为 26.53%、3.52% 和 -15.67%, 表现为逐季走低; 受益于期间费用率下滑和非经常项目贡献, Q1 归母净利大幅增长 34.55%, 但 Q2 费用高企压低业绩增速, 回落至 2.35%, Q3 归母净利增速进一步下滑至 -2.81%, 与收入增速表现基本一致。我们认为板块之所以会出现收入和利润增速逐季双下滑的局面, 直接原因是去年高基数的经营数据, 但根本原因可能是军改影响减弱带来的行业补偿性订单增长的边际效应正在降低。

图 5 2017 年至今单季度军工板块经营情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

展望全年，如果不考虑 2018 年末的商誉减值因素，预计 2019 年全年军工板块收入和归母净利增速分别为 7.0% 和 7.5%。由于 2018 年末，很多民营军工企业计提了商誉减值，当年业绩基数较低，因此 2019 年军工板块归母净利将出现两位数的较快增长。

## 2. 资产负债表简析：存货增速高企，行业主动备货意愿较强

分析资产负债表中各科目，2019 前三季度军工板块总资产为 7286.99 亿元，总负债为 3423.61 亿元，资产负债率 46.98%，比期初减少近 1 个百分点，资本结构有所优化。

资产项下，应收账款余额为 1747.92 亿，较期初大幅增长 23.86%，增速显著高于收入增速。在 2019 全年收入增长 7.0% 的预期下，Q3 的应收账款周转率约为 2.38，较期初下滑 0.36pct。此外，货币资金余额较期初下滑 27.21%，由于该指标具有明显季节性波动，与 2018 年同期相比，该指标依然下滑 6.54%，表明行业回款能力有所下降。存货余额较期初增长 23.66%，增速同比提高 3.22pct，表明在行业总需求较为旺盛的背景下，企业正主动加大备货力度，应对潜在订单的增加。

负债项下，预收账款较期初增长 3.5%，扭转了 Q1 和 Q2 的负增长态势，反映军工板块接单情况有所好转，进而抬升了我们对四季度和明年板块的收入增速展望。

### 军工板块杜邦拆解分析

军工板块 ROE 水平小幅下滑，2019 前三季度军工板块净资产收益率为 3.44%，同比降低 0.42pct。通过杜邦分析，净利润率、总资产周转率和权益乘数均呈现不同程度下滑，营运能力和盈利能力都有所减弱。



表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2019 期初	相比期初变化	2018 3Q	同比
<b>一、资产总计</b>	7,286.99	6,948.98	4.86%	6,782.86	7.43%
总资产周转率	0.33	0.53	-0.19	0.36	-0.02
<b>流动资产</b>					
货币资金	854.63	1,174.16	-27.21%	914.48	-6.54%
应收票据	286.82	366.00	-21.63%	206.68	38.77%
应收账款	1,747.92	1,411.16	23.86%	1,341.89	30.26%
应收账款周转率	1.50	2.74	-1.24	1.74	-0.24
存货	1,664.21	1,345.75	23.66%	1,479.56	12.48%
存货周转率	1.26	2.19	-0.93	1.33	-0.07
<b>非流动资产</b>					
固定资产	1,057.45	1,064.17	-0.63%	990.94	6.71%
在建工程	279.68	285.16	-1.92%	235.15	18.94%
商誉	266.39	263.75	1.00%	292.85	-9.03%
<b>二、负债总计</b>	3,423.61	3,324.87	2.97%	3,304.85	3.59%
资产负债率	46.98%	47.85%	-0.01	48.72%	-1.74%
<b>流动负债</b>					
短期借款	588.16	630.34	-6.69%	709.07	-17.05%
应付票据及应付账款	1,746.49	1,520.78	14.84%	1,500.01	16.43%
预收账款	302.45	292.23	3.50%	279.06	8.38%
<b>非流动负债</b>					
长期借款	190.68	160.73	18.64%	192.90	-1.15%
<b>三、股东权益</b>	3,863.38	3,624.11	6.60%	3,478.01	11.08%
权益乘数	1.89	1.92	-0.03	1.95	-0.06
净资产收益率	3.44%	4.13%	-0.69%	3.86%	-0.42%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度

### 3. 民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象

提示:

- ① 研究样本选取情况。我们将军工板块分为 9 个细分板块, 包括航空板块 (11 家)、航发板块 (3 家)、航天科技板块 (5 家)、航天科工板块 (3 家)、中电科板块 (5 家)、兵器工业板块 (4 家)、军工信息化板块 (45 家)、地方军企板块 (11 家) 和民营企业涉军板块 (39 家), 并根据涉军程度选取各版块上市公司, 详细见附录;
- ② 通过整体法对 9 个细分板块进行分析。

#### 前瞻分析: 存货和预收账款

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况, 我们认为军工行业未来若干年仍将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放, 军工行业存货增加大概率属于行业主体的主动备货行为, 而预收账款的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度, 两者均有望转

化为未来的营收增长。

从存货来看，9个细分板块均呈现较快增长态势，其中航发板块、航天科工板块和兵器工业板块存货增速都在40%以上，增长尤其明显。航空板块由于“压两金”考核制度，导致存货增速较低。民营企业涉军板块增速最低，主要与其民品业务占比相对较高有关。

从预收账款来看，仅有航发、中电科和地方军企板块实现了20%以上的较快增长，预示着三个细分板块接单情况良好，未来收入或将逐步抬升。其余板块除航天科工和兵器工业板块微增外，悉数下滑，其中航空板块大幅下降9.21%，叠加存货增长数据欠佳，未来收入增长现隐忧。

**表 3 军工六大细分板块存货和预收账款情况**

	存货	相比期初变化	预收账款	相比期初变化
航空板块	663.50	18.23%	104.59	-9.21%
航发板块	255.40	42.57%	21.93	30.01%
航天科技板块	147.24	25.55%	19.87	-0.79%
航天科工板块	21.59	61.10%	1.22	17.32%
中电科板块	54.10	40.33%	9.62	20.69%
兵器工业板块	72.87	52.10%	68.23	6.79%
军工信息化板块	440.89	23.98%	50.66	-2.40%
地方军企板块	149.53	19.47%	20.41	28.32%
民营企业涉军板块	168.07	17.48%	135.89	-1.01%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 同步分析：收入和利润端

从收入端来看，2019年前三季度9大细分板块除航发和中电科板块外，收入均实现正增长，其中航天科工和航空两板块位列前二，收入增长分别为35.44%和13.31%。从Q3单季度来看，航空板块收入同比增速由Q2的15.42%下滑至Q3的-3.23%，增速放缓明显。而航天科工板块则延续了Q2的高增速态势，Q3依然实现了21.58%的高增长。航发板块和中电科板块不论从合并口径还是单季度口径均呈现负增长，但航发板块Q3的存货和预收款较Q2均有较大幅度改善，因此未来两个季度收入增速有望实现正增长。

从利润端来看，2019年前三季度航空和航天科技板块盈利能力较强，归母净利润增长分别达29.44%和31.12%。航发和中电科板块盈利能力较弱，归母净利润增速分别为-19.99%和-183.74%。从Q3单季来看，除兵器、中电科、信息化和民营企业板块外，其它板块单季业绩增速均低于上半年增速，反映Q3行业盈利能力进一步趋弱，其中，航发、航天科工、中电科和地方军企板块单季业绩出现负增长，我们认为上述板块Q3净利润的整体回落反映了军工行业因军改带来的补偿性增长逻辑在边际弱化，但该逻辑依然需要Q4的数据来进一步验证。

值得一提的是民营企业和信息化板块业绩增速分别从Q2的7.57%和-0.64%提升至Q3的19.12%和28.52%，反映两板块盈利能力正边际改善。

表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况

	2019 3Q				2019 Q3			
	营收	同比增速	归母净利润	QOQ	营收	同比增速	归母净利润	QOQ
航空板块	774.55	13.31%	37.48	29.44%	241.28	-3.23%	13.92	8.88%
航发板块	165.20	-3.44%	6.45	-19.99%	51.94	-21.54%	1.70	-47.79%
航天科技板块	220.17	4.78%	6.06	31.12%	75.88	11.92%	2.64	28.69%
航天科工板块	62.82	35.44%	8.85	1.97%	21.58	28.01%	2.56	-11.86%
中电科板块	72.81	-3.23%	-0.22	-183.74%	24.92	-9.40%	0.23	-69.97%
兵器工业板块	127.56	5.30%	7.55	14.48%	40.49	12.80%	2.29	29.10%
军工信息化板块	681.54	7.02%	56.16	10.98%	232.89	10.49%	18.75	19.12%
地方军企板块	163.82	8.25%	12.13	10.75%	56.31	6.47%	3.44	-6.96%
民营企业涉军板块	410.14	11.86%	40.08	7.28%	151.69	18.30%	14.49	28.52%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q表示 2019 年前三季度

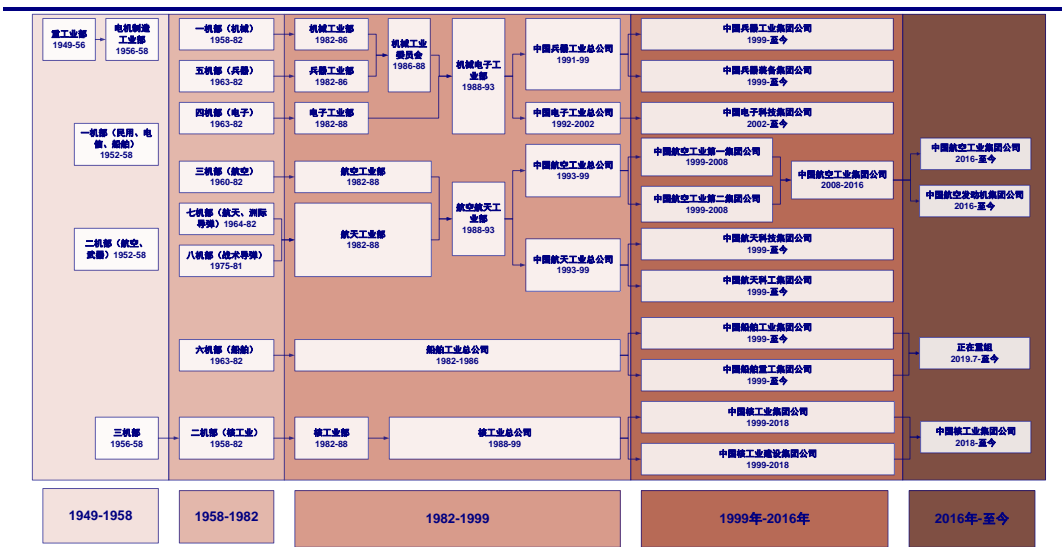
## 二、军工行业处于成长期，军工改革预期升温，红利释放助力行业发展

### (一) 军工行业正处于成长期，新型军工产业格局正在形成

#### 1. 经历两次大规模改革重组，形成以十二大军工集团为主导的军工产业体系

2015 年 7 月中央军委常务会议和中央政治局常委会会议召开，审议和审定《深化国防和军队改革总体方案建议》。1986 年到 1998 年，我国军工产业体系进入第一次大规模改组时期。这期间，中央政府将许多与军工产业相关的部门整编为五大国有军工总公司，使原来庞大、复杂的军工产业体系变得组织化、系统化和效率化。1999 年至今，我国军工产业体系经历了第二次大规模改组，突破了资产运作形式，形成了现有的十一大军工集团，业务涵盖电子、核工业、兵器、船舶、航天和航空六大领域，承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务，从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。

图 6 我国十二大军工集团的历史沿革



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 7 我国十二大军工集团及其涉及领域

	电子	核工业	兵器	船舶	航天	航空
军 工 集 团	中国电科	中核集团	中国兵器	中船工业	航天科工	中航工业
						
	中国电子		兵装集团	中船重工	航天科技	中国航发
						
业 务 介 绍	中国电子：侧重民用高新电子技术 中电科：，侧重军用信息化装备	中核集团：专业从事核电、核技术应用、核环保工程等领域业务	两者均从事军用火力弹药与装甲车辆等作战装备设计与制造业务 中国兵器：侧重轻武器 中国兵装：侧重重武器	(目前正在战略重组) 中船工业：业务集中在长江以南，建造能力更为突出； 中船重工：业务集中于长江以北，侧重船舶的设计与配套。	航天科工：侧重于航天工程与战略导弹。 航天科技：侧重于航天武器与军用信息设备。	中航工业：主攻军民飞机研制 中国航发：全力研制飞机发动机

资料来源：中国银河证券研究院整理

## 2. “小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成

在十一大军工集团的引领下,我国的军工行业在发展进程中逐渐形成了“小核心、大协作”的产业格局:将重大项目的系统设计、关键技术和系统集成等研制生产能力,作为十一大军工集团主承包商发展的主体,形成“小核心”;分系统配套和零部件原材料供应立足全社会布局,分层次展开竞争,最终形成基于国民经济基础的“大协作”。这种产业格局突出了主营业务,强化了军品基业,提高了资源的利用率,形成了整体上的优化。

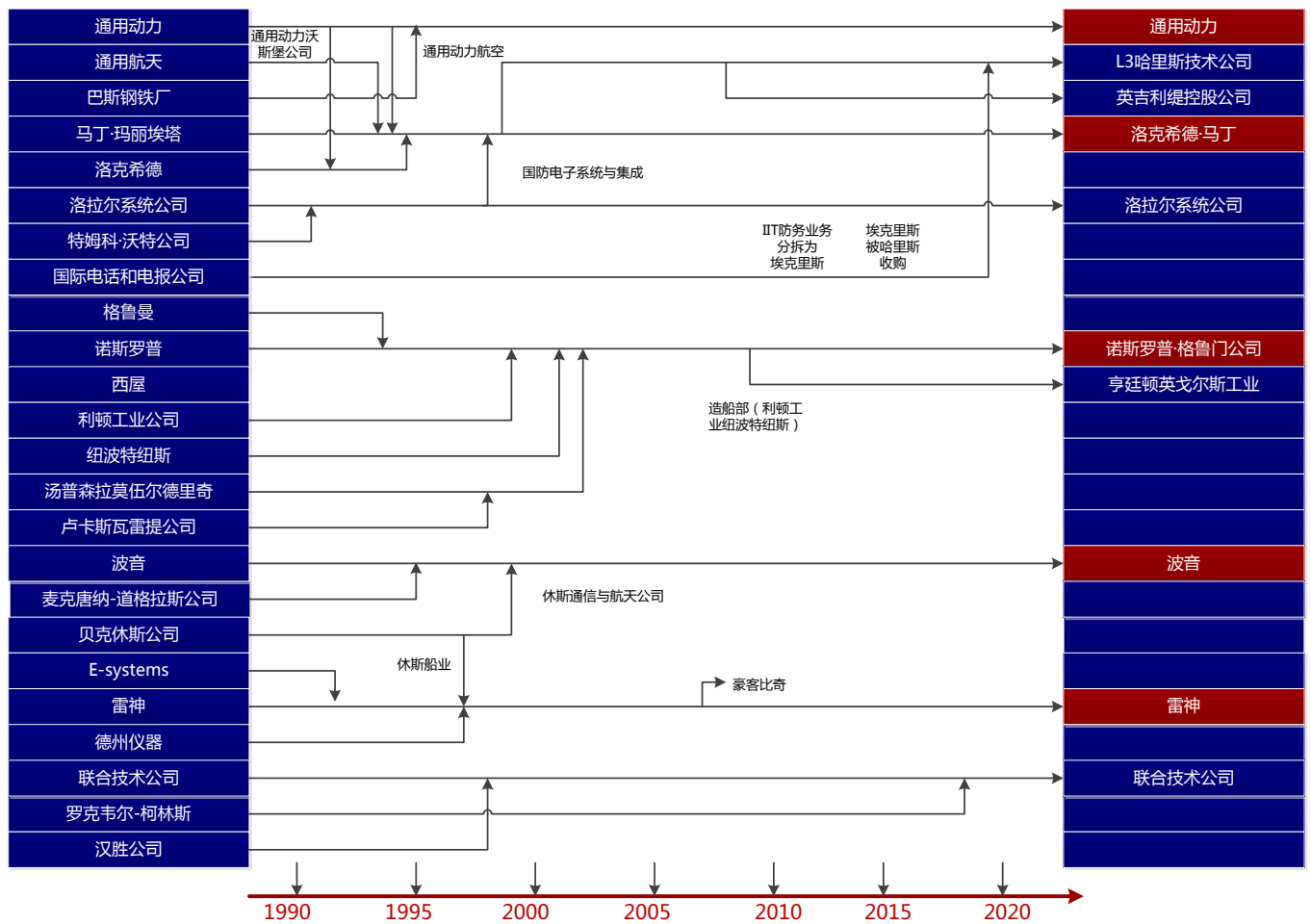
## (二) 中美军工企业盈利能力差异大,总装厂有望受益于军品定价改革

### 1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革

美国国防工业一直走在世界国防工业的前列,而重组兼并始终是其发展的主旋律,并具有产业整合主线明晰的特点。经历了 20 世纪 90 年代的世界国防工业变革后,美国武器装备主承包商数量急剧减少。很多原先的武器装备主承包商面临两种境况,要么退出军工领域,要么被其他军工企业兼并,而剩余存续的军工企业产业规模逐渐扩大。1990 年,美国武器制造主承包商为 62 家,到 2002 年至今,仅剩余 5 家,即洛克希德-马丁、波音、诺思罗普-格鲁曼、雷神和通用动力。这 5 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商,有力支撑了美国新军事变革。

时至今日,美国军工行业的整合仍在继续,2018 年 11 月,联合技术公司宣布完成对罗克韦尔柯林斯公司的收购,联合技术随即分拆为三个全球性的、行业领先的公司联合技术(罗克韦尔柯林斯将与联合技术航空系统合并)、奥的斯(电梯、自动扶梯和移动人行道制造商)和开利(全球暖通空调、制冷、楼宇自动化、消防安全及安全产品的供应商)。2019 年 7 月,L3 技术公司与哈里斯完成合并,成为 L3 哈里斯技术公司,年收入约 170 亿美元,拥有 5 万名员工,成为美国第六大国防承包商。L3 哈里斯公司下设综合任务系统部、航天与机载系统部、通信系统部和航空系统部四大业务部。

图 8 1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程



资料来源：中国银河证券研究院整理

## 2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大

通过选取美国 5 家最大的综合性武器装备提供商，以及中国 5 家主要的军工总装厂，并比较两者盈利能力情况的差异，我们发现美国上市公司的净利率、ROE 和 ROIC 指标均值均显著高于国内主机厂，市值体量约为国内 5 家企业的 15 倍。我们认为上市公司市值除了与利润体量或收入体量明显相关外，与企业自身盈利能力也密切相关，后者可通过影响估值水平来间接影响市值。

表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比

所在 地区	证券代码	公司名称	净利率	ROE	ROIC	市值 (亿美元)
美国	LMT UN Equity	洛·马	9.39	N/A	48.12	960.83
	BA UN Equity	波音	10.34	1504.08	63.15	1972.30
	GD UN Equity	通用动力	9.24	27.42	15.71	472.54
	NOC UN Equity	诺·格	10.73	40.84	12.20	528.23

RTN UN Equity	雷神	10.75	27.86	31.54	502.96
	<b>平均值</b>	<b>10.09</b>	<b>400.05</b>	<b>34.14</b>	<b>887.37</b>
000768.SZ	中航飞机	1.52	3.51	2.46	61.80
600760.SH	中航沈飞	3.70	9.89	7.74	58.47
600118.SH	中国卫星	6.19	7.82	6.66	37.67
601989.SH	中国重工	-0.41	0.84	-9.15	165.37
600967.SH	内蒙一机	4.38	6.63	4.63	25.26
	<b>平均值</b>	<b>3.08</b>	<b>5.74</b>	<b>2.47</b>	<b>69.71</b>

资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位,除了国有企业自身特点以及肩负社会责任等因素外,更直接的是政策方面的桎梏。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》,办法的制定符合当时的背景和产业规律,而时至今日国内军工产业取得了长足发展,信息化升级需求越发迫切,该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化,执行中的不足之处愈发明显。因此,办法的与时俱进对于健全和完善军品生产、订货的价格管理体系,促进国防建设可持续发展意义重大。

### 3. 政策改进利好军工总装厂

根据中国航空报,我国装备定价议价新规则及其实施细则年内已经下发,将对行业发展产生深远影响。相较于96版的《军品价格管理办法》,新规则或将引进激励机制。根据总装综合计划部2013年发布的《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》,针对单一来源的装备采购,首次明确了激励利润,并且首次明确了承研单位和承制单位的激励约束分配。具体为,承研承制单位承担节约(超支)部分的70%,军方承担30%。激励(约束)利润的上限为5%目标成本,下限为-5%目标成本。

我们认为,2013版《工作指南(试行)》经过近5年的检验,有望固化下来并持续指导军品采购实践,作为单一来源装备采购对象——军工总装厂将显著受益。

根据《工作指南(试行)》激励公式如下:

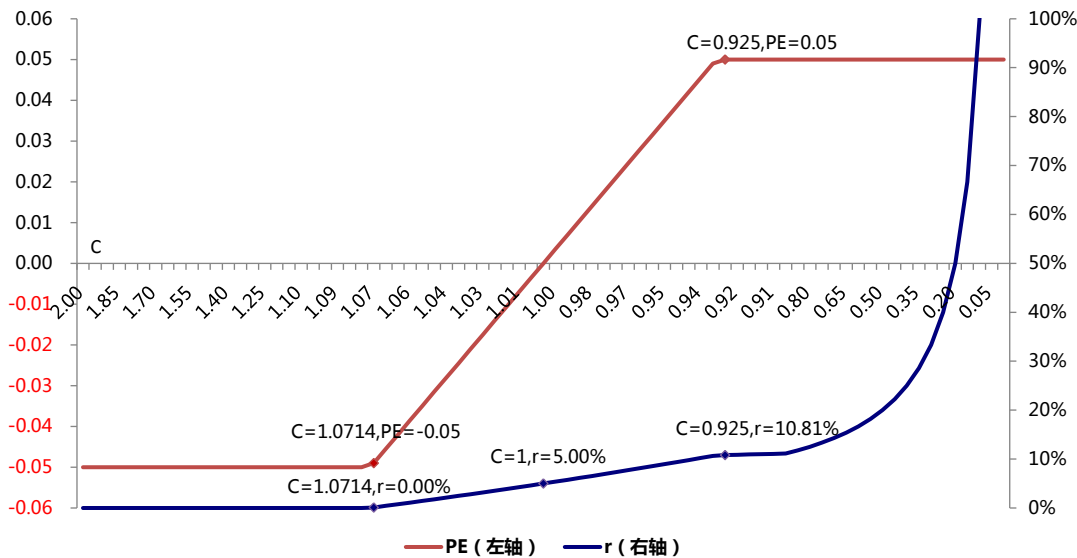
当  $C \geq 107.14\%CT$  时,  $PE = -5\%CT$  ;

当  $107.14\%CT > C > 92.86\%CT$  时,  $PE = 70\% (CT - C)$  ;

当  $C \leq 92.86\%CT$  时,  $PE = 5\%CT$ 。

价格方案为  $P = C + 5\%CT + PE$ , 其中,  $P$  为装备价格,  $PE$  为激励(约束)利润,  $CT$  为目标成本,  $C$  为定价成本。假设  $CT=1$ ,  $C$  的变化区间为  $[0.01, 2]$ , 即  $1\% \leq C/CT \leq 200\%$ , 则由上述公式计算得到  $PE$  和利润率  $r$  相对定价成本  $c$  的变化。

图 9 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系



资料来源：《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》、中国银河证券研究院整理

虽然激励（约束）利润的上限为 5% 目标成本，下限为 -5% 目标成本，但是项目利润率  $r$  相对于定价成本  $C$  的减少而呈近似指数增长。我们认为，一方面，《定价工作指南（试行）》对军品定价方案的改进有望大幅改善目前军工主机厂盈利能力较低的现状；另一方面，主机厂对定价成本的压缩或对上游配套商形成价格压力。

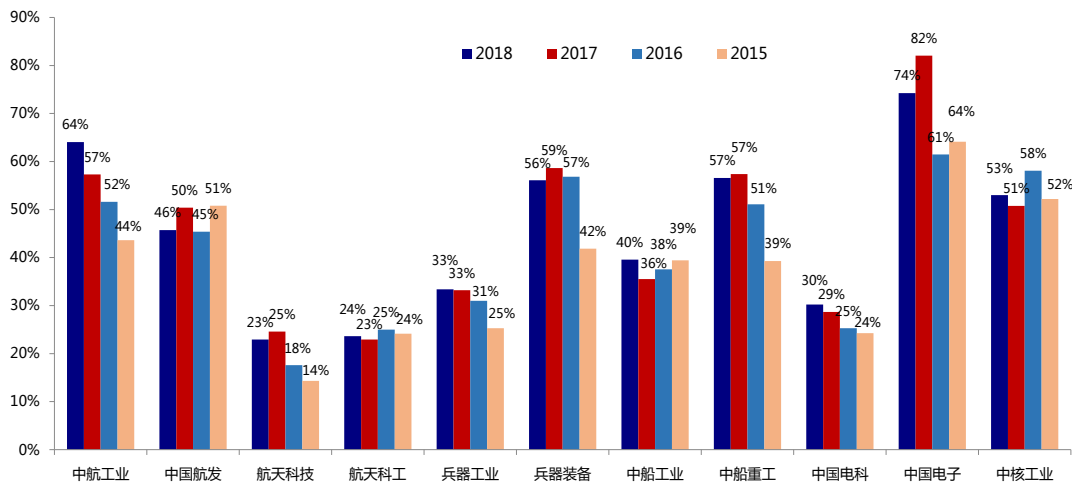
### （三）资本运作逢佳时，资产证券化预期再提升

#### 1. 军工集团资产证券化持续稳步推进

经过三年的调整，军工指数已经回落到一个相对较低的点位，个股调整也基本到位，这就为军工集团资产重组提供了较好的运作窗口。随着国睿科技重组方案的出台，资产证券化预期有望增强，并显著提升行业风险偏好。

近年来，军工集团资产证券化运作持续不断，包括独立 IPO、分板块注入上市公司等，资产证券化率不断提升。根据 2018 年最新数据，分集团来看，资产证券化率在 50% 以上的有 5 家，分别是中航工业集团、兵器装备集团、中船重工集团、中国电子集团和中国核工业集团，其中中国电子集团最高，约为 74%，中航工业集团起步较早，资本运作积极，船舶系两集团后来居上，近年来也取得较大进展。资产证券化率在 30% 及以下的军工集团有 3 家，分别是中国航天科工集团、中国航天科技集团和中国电子科技集团，3 家集团资产优质，证券化空间较大，未来注入预期有望走高。从注入资产性质的演变进程来看，整体呈现出从早期的外围元器件资产到系统级资产再进一步到核心军品、总装类资产的循序渐进注入过程。

图 10 十二大军工集团资产证券化率数据



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理及估算(净资产口径)

## 2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代

2017 年 7 月 7 日，国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作推进会，解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，并宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。

**首家方案获批，改制进入实施初期。**兵装自动化所（58 所）改制方案得到国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局 8 个部委的联合批复，说明方案的可实施性强，未来反复概率低。随着 58 所方案的批复，并明确转制适用政策，我们认为前期困扰院所改制的相关配套政策正逐步成熟。

**改制任务的艰巨性超预期。**根据国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》总体目标，到 2018 年首批生产经营类军工科研院所完成转制，2020 年其他生产经营类军工科研院所基本完成转制。之前试点的 41 家多数为非核心、军品配套类研究所，但即便如此，截至目前，剩余 40 家科研院所改制方案均未得到批复，改制任务的艰巨性超预期。虽然 58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，但军工科研院所改革覆盖面宽、涉及领域广、人员数量多、牵涉利益错综复杂，叠加内部改制动力不足，我们认为试点院所改制推进预期不易过度乐观，或应下调至 2020 年底，其他经营类院所顺延至 2022 年底完成改制。

**2021-2023 将迎院所改制注入高峰，进入资产证券化 2.0 时代。**2018 年初，国防科工局发布《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查申报指南（2018 年版）》，我们认为作为后续配套政策，随着院所改制试点工作逐步完成，研究所优质资产注入上市公司政策障碍将逐步消除，事业单位资产注入预期有望大幅提升。

我们预计 2020 年以后，科研院所改制试点将有序铺开，院所改制有望秉承“成熟一批，推进一批”的原则，从“非核心”向“核心”、“战术”装备向“战略”装备领域过渡。预计 2021-2023 年将成为军工科研院所改制和资本化的高潮期，军工集团资产证券化有望进入从企业类资产向院所资产过渡的 2.0 时代。



图 11 科研院所改制进度猜想



资料来源：中国银河证券研究院整理

### 3. 混改大幕开启，市场活力涌现

军工行业由于战略性较强，自我封闭特征明显，在市场经济的大潮下，僵化的管理机制严重阻碍了军工企业的发展步伐，市场化改革迫在眉睫。混合所有制作为国企改革的重要形式，通过引入战略投资者来优化管理结构，逐步实现市场化接轨和可持续发展。在本轮混改中，中国核建设集团和中国船舶工业集团被列入第一批试点名单，混改先行先试。除了列入试点的企业之外，多家军工集团也相继发布了混改的指导意见和相关规划。

表 6 各军工集团混改思路

集团	核心内容
中船工业	1、两集团合并重组正在进行。
中船重工	2、按照专业化思路打造产业平台。
中国电科	1、在三级及以下成员单位积极探索推进混合所有制改革 2、2018年三级及以下成员发展混合所有制经济取得进展
中国电子	二级子公司混改完成比例超过50%，引入地方国资等方式撬动更多社会资本，优化资本结构
兵器工业	1、“无禁区改革”、“通过资产重组上市和新三板挂牌上市加快推进混合所有制经济改革”，充分发挥现有上市公司平台作用，加快科研院所等优质军工资产注入，通过资产证券化盘活军工资产 2、分类实施混合所有制改革。在部分领域引入强力的战略投资者，整合双方在技术、渠道、资源优势，鼓励并规范经营者和技术骨干持股 3、制定《中国兵器工业集团关于发展混合所有制经济的指导意见》、《子集团和直管单位混合所有制改制试点操作指引》、集团公司《骨干员工持股管理暂行办法》 4、混改后可能会面临企业失控的问题，需要在章程、投资管理制度、决策程序上进行约束
兵器装备	1、目前下属企业60%已实现混合所有制，下一步计划推动军品企业和二级企业的混合所有制。已制定军工企业混合所有制改革试点初步方案，确定4家试点单位，并探索实施汽车产业股权激励计划 2、围绕“2+4”先进军工和现代产业体系，有针对地开展资本运作
中国航发	探索推进非航业务的混合所有制改革

中核建设	1、两集团合并重组正在进行。
中核工业	2、在市值管理、并购、培育新的产业板块方面，将继续推动重点单位混合所有制改革及股权多元化，并开展试点，努力探索交叉持股，激发企业活力，是中核集团下一步改革的重点方向。
航天科技	吸引各类社会资本，推进公司股权多元化，支持具有条件的二级专业公司整体上市。从企业发展的实际需求（融资、市场、技术、管理、品牌等）出发，有侧重、有分配、多种方式、分步推进混合所有制
航天科工	1、改革的总基调是“创新驱动、潜移默化、润物细无声” 2、主要关注的是极致的优化和创新，以软整合的方式为主 3、事业单位改革后，需维护员工队伍稳定，避免人才流失
中航工业	1、控制不必控股的思路，进一步放开对非核心军工能力的混改限制，允许先行先试倡导开放合作，特别鼓励“两头”企业，即基础条件特别好的企业和困难企业积极有所作为 2、多渠道引入社会资本，提升军品企业非国有股权比重和军工资产证券化比例 3、出台中长期激励暂行方案，明确提出集团公司中长期激励的总体框架和具体要求，积极探索引入多方面投资者和员工持股计划，对 11 家企业探索股权激励试点。2018 年沈飞出台激励计划

资料来源：公司网站，中国银河证券研究院整理

随着混改范围的扩大，将有更多军工企业进入混改序列，不断优化公司治理结构的同时，军工集团资产证券化率、经营质量和盈利能力也将有大幅提升。与此同时，战略资本有望通过举牌、参与增发、股权转让等方式借道资本市场深入参与国企改革，谋求战略投资机会。资本市场或将成为实现混合所有制最可行、最有效的途径。

### 三、行业面临的问题及建议

#### （一）现存问题

##### 1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间

随着新军事变革的兴起，高技术武器装备大量研制和列装部队，装备费在军费中的地位越来越重要。根据《中美军费规模、结构与管理体制比较》一文统计，美国装备费用长期稳定在 32% 左右。而中国这一比例在 33% 左右，看起来似乎略高于美国，但考虑到中美两国装备费内部的结构差异，中国装备采购费占军费的比例实际上是低于美国的。在美国军费支出中，没有单独的装备维修费，装备维修费主要包含在活动维持费和装备采购费中，并且大部分包括在活动维持费中。因此，在美国占军费总额 32% 的装备费用中，绝大部分都属于采购费，而中国装备维修费主要是包含在装备费中，并且由于中国武器装备普遍老化，维修费占装备费的比例较高。因此中国装备采购费占军费支出的比例实际上大大低于美国。

##### 2. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位，主要原因是受到成本加成政策的限制。目前国内执行的军品定价文件还是 1996 年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》，办法的制定符合当时的背景和产业规律，5% 的利润率与当时的社会平均利润率基本相当，而时至今日国内军工产业取得了长足发展，信息化升级需求越发迫切，该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化，执行中的不足之处愈发明显。

### 3. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力

截至 2018 年底，军工集团资产证券化率虽然高于 40%，但仍处于较低的水平。由于受到事业单位转制缓慢等因素的影响，各大军工集团仍有大量优质资产未注入到上市公司，特别是中国航天科工集团、中国航天科技集团以及中国电子科技集团，资产证券化率均在 30%以下，大大限制了集团旗下上市公司的资产规模和盈利能力。

## (二) 建议及对策

### 1. 适当提高实际用于装备采购的费用

**维持现有模式，适当提高装备采购费用占比。**维持现有模式，不设单独的装备维修费用，通过提高采购费用占比的方式，使实际用于装备采购费用与军费支出的占比到达 1/3。

**维持装备采购费用现有占比，设置单独的装备维修费用。**修改现有模式，设置单独的装备维修费用，不再占用装备购置费用，使实际用于装备采购费用与军费支出占比到达 1/3。

### 2. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场

**针对非单一来源的装备采购**，要以强化科研竞争为基础，以推进购置竞争为重点，灵活开展分类、分层次、分阶段和一体化竞争。具体而言，可以采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、评审确认等竞争性采购方式，全力推行竞争性采购。

**针对单一来源的装备采购**，加速《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》的落地实施，建立激励机制，充分调动总装厂的积极性，从而盘活军工市场。对于分系统或配套产品具备开展竞争性采购条件时，应当开展竞争性采购，引入竞争机制。

### 3. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐

2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，未来有望以点带面，生产经营类军工科研院所转制将正式拉开序幕。

按照“成熟一批，推进一批”、“从边缘到核心”的基本原则，2019 年国家层面应该着力推进剩余 40 家试点研究所的转制工作，逐步消除研究所优质资产注入上市公司的政策障碍，提升上市公司的资产规模和盈利能力。

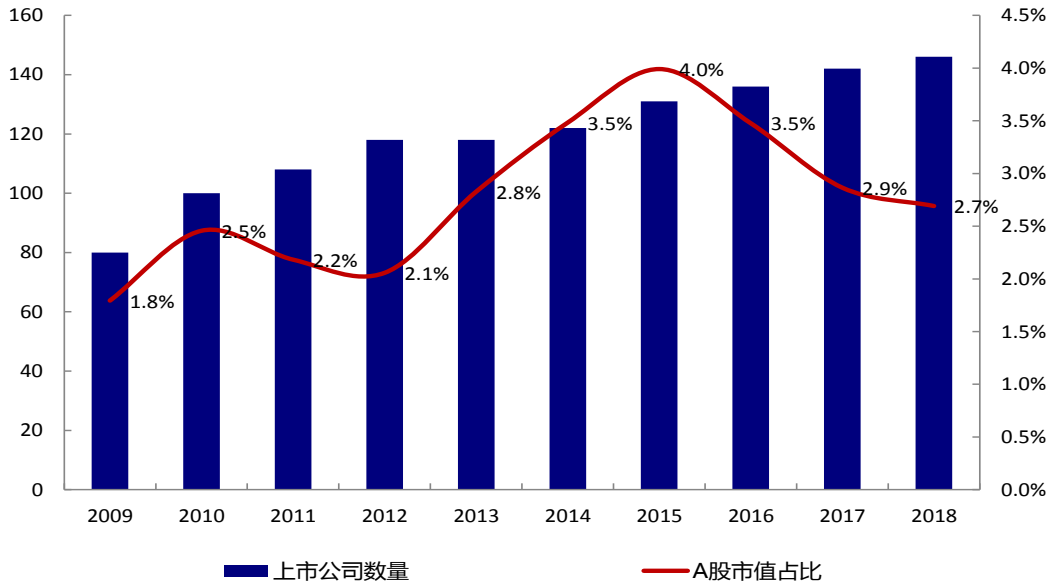
## 四、军工行业在资本市场中的发展情况

### (一) 当前共 130 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.56%

2018 年底，军工上市公司共 130 家，数量占比 A 股整体的 3.53%，市值占比为 2.74%。从 A 股上市公司数量来看，2009 年至今军工行业平均每年有约 7 家公司新上市，其中 2010 年上市数量创历年之最，达到 20 家。从 A 股市值占比来看，2009 年-2015 年军工板块市值占

A 股总市值比例分别为 1.79%、2.46%、2.18%、2.06%、2.83%、3.48%、3.99%，A 股市值占比逐年提升。截至到 2019 年 10 月 25 日，市值排名前五位的上市分别是中国重工、航发动力、中航沈飞、中航飞机、中航光电，其中中国重工是军工行业中市值唯一突破千亿的上市公司。

图 12 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

在上市公司数量方面，截至 2019 年 10 月 25 日，中国 A 股共有上市公司 3707 家，其中军工行业上市公司 130 家，占比 3.51%；美股上市公司总数为 6056，高于 A 股，但军工行业上市公司数仅 48 家，同 A 股相比占比相差较大，仅 0.79%。在市值规模方面，中国 A 股总市值为 598589.94 亿元，其中军工行业 14685.91 亿元，占比为 2.45%；美股上市公司总市值为 3152867.58 亿元，其中军工行业 61410.52 亿元，占比 1.95%。我们认为，美国军工行业在上个世纪 90 年代经历了并购浪潮后，上市公司数量急剧减少，虽然美国军工行业公司数量占比明显少于中国，但其市值规模却是中国的 3.74 倍，相比之下中国军工行业上市公司的市值规模仍有较大上升空间。

表 7 2019 年中国与美国军工行业上市公司情况对比（截至：2019 年 10 月 25 日）

国家	军工行业上市公司数量	上市公司总数量	军工行业上市公司数量占比
中国	130	3707	3.51%
美国	48	6056	0.79%

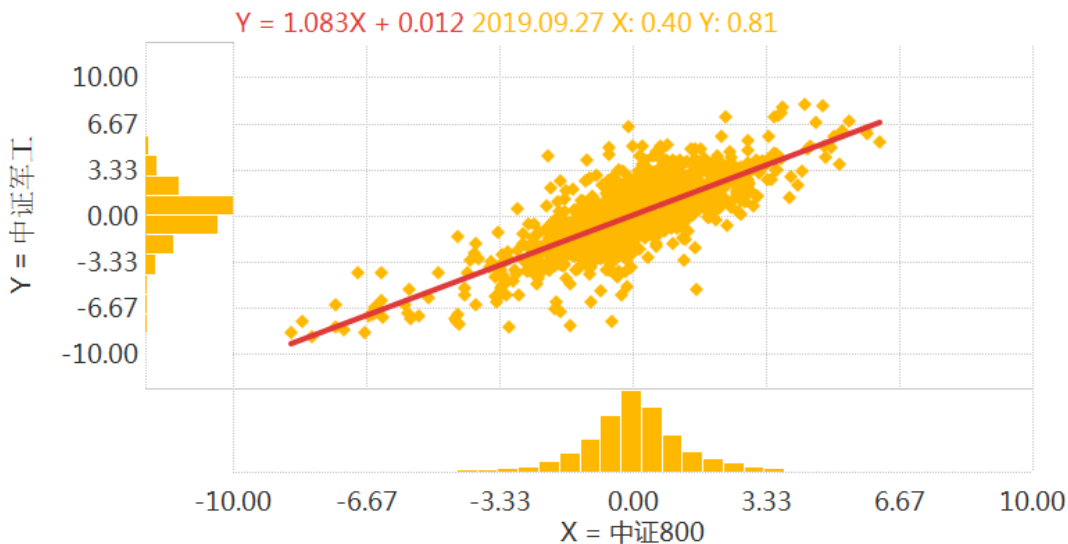
  

国家	军工行业上市公司市值 (亿元)	总市值 (亿元)	军工行业市值占比
中国	14685.91	598589.94	2.45%
美国	61410.52	3152867.58	1.95%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数（ $\beta$ ）约为 1.083，说明军工行业相对于市场具有更强波动性。

图 13 军工行业贝塔系数



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

## （二）军工板块估值水平进入历史底部区域，行业高估值具有合理性

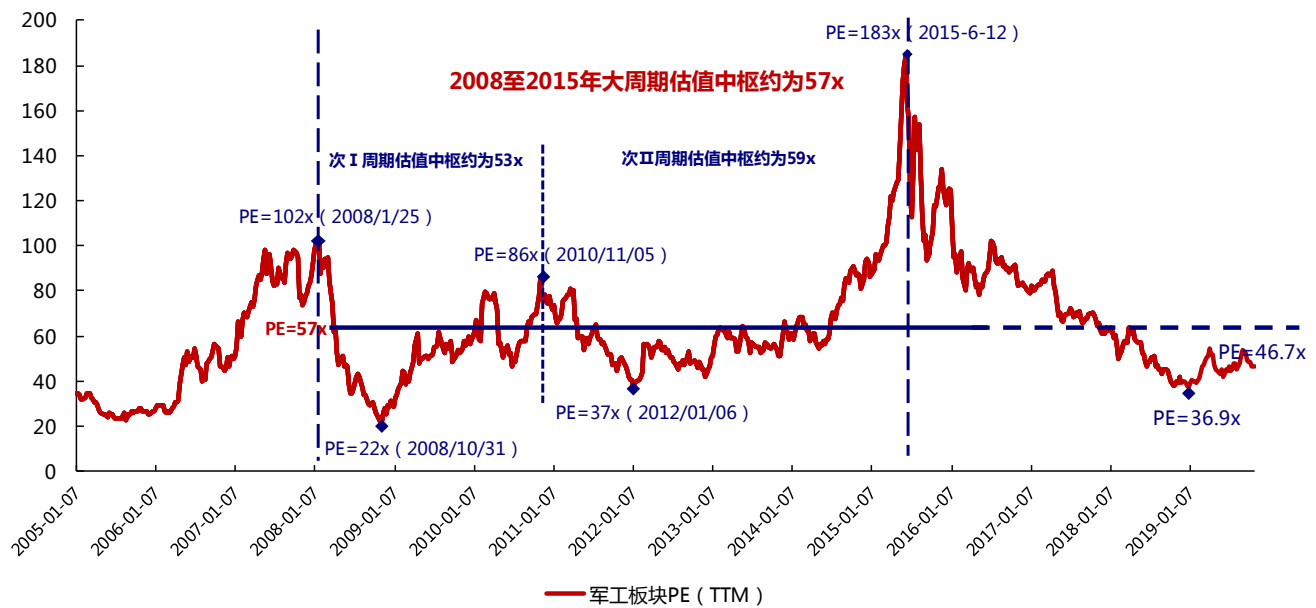
### 1. 军工板块估值水平仍处于历史底部区域

从军工板块（剔除船舶总装类上市公司）估值水平的历史走势来看，我们将 2008 年 1 月至 2015 年 6 月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期，其中包含两个次级周期，经测算，大周期的板块估值中枢（取中位数）约为 57x，两个次级周期分别为 53x 和 59x。

次 I 周期阶段，板块上市公司军品业务占比较小，主管部门对军工资产注入的态度并不明确，此阶段行业估值水平主要反映公司的内生增长和外延并购情况，集团资产注入因素几乎没有纳入考量；次 II 周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入预期对板块估值水平的边际影响减弱。展望未来，我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次 I 周期和次 II 周期两个阶段，因此我们选取 2008 年 1 月至 2015 年 6 月大周期的估值中枢来作为参照标准。

截至 2019 年 10 月 25 日，军工板块整体估值约为 46.7x，虽然高于 2008 年初（21.62x）和 2012 年底（37.48x）次低点的水平，但仍处于估值底部区域。中长期来看，目前估值水平与板块估值中枢相比，具备 22% 的修复空间。当前中证军工指数自 9 月份高点已经累计回调 13.2%，估值风险释放较为充分，但基于行业景气度的持续提升，我们仍看好军工板块中长期投资价值。

图 14 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 (数据截止到 2019 年 10 月 25 日收盘)

## 2. 军工行业高估值具有合理性

截至 2019 年 10 月 25 日, 军工行业最近一年的滚动市盈率为 46.7 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 14.69 倍, 高出 A 股约 32 倍。我们认为, 与其他行业相比, 军工行业属性特殊, 估值相对较高具有其合理性:

**首先, 军工行业具有逆周期属性以及高确定成长性。** 军工企业营业收入主要来源于国家军费支出, 几乎不受宏观经济波动的影响, 呈现较强逆周期属性。且中国军费支出一直保持稳定增长, 为行业业绩提供较强支撑, 提质增效行动大幅提升军工集团的经营效率, 未来军工行业业绩增长具有较高的确定性。

**其次, 优质核心资产注入预期支撑军工行业高估值。** 受涉密等原因的影响, 军工集团大量的核心资产还未能注入到上市公司, 导致各集团资产证券化率普遍较低。随着资产证券化的持续推进, 优质资产注入预期强烈, 一旦注入将大幅提升上市公司的资产规模和质量以及盈利能力, 为军工板块的高估值提供有力支撑。

**第三, 军工改革预期升温, 为行业估值提供想象空间。** 我国军工装备市场体制机制较为僵化, 导致竞争不充分, 垄断特征明显, 整机领域基本垄断, 竞争只局限于配套层面且程度较低。随着军队改革的逐步落地, 科研院所改制、混合所有制改革、军品定价机制改革等一系列改革预期升温, 为军工行业估值提供了足够的想象空间。

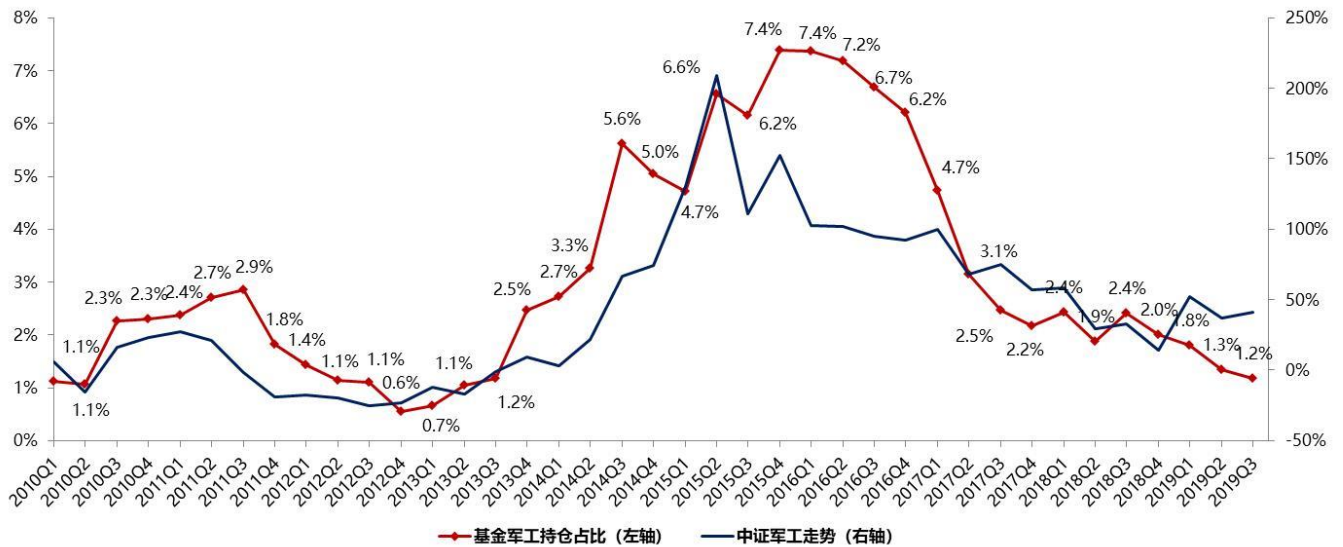
### (三) 军工持仓占比继续走低, 持仓集中度有所回升

#### 1. 基金 2019Q3 军工持仓占比继续回落

2019Q3 基金军工持仓占比为 1.2%, 同比回落 1.2pct, 环比回落 0.1 pct。从指数走势相关

性来看,2010Q1至2019Q3的基金军工持仓占比指标与军工指数走势指标的相关系数为0.85,呈现正相关关系。2018Q3至今,该指标持续走低,但降幅环比收窄。2019Q1和2019Q3中期,军工板块在二级市场均有不错的表现,但主动型公募基金持仓占比不升反降,信心严重不足。但我们认为,随着行业基本面改善持续、资产证券化预期提升叠加自主可控需求迫切,公募投资机构有望重拾信心,军工持仓占比大概率会逐步回升,板块弹性有望重新展现。

图 15 基金军工持仓占比与军工指数走势对比

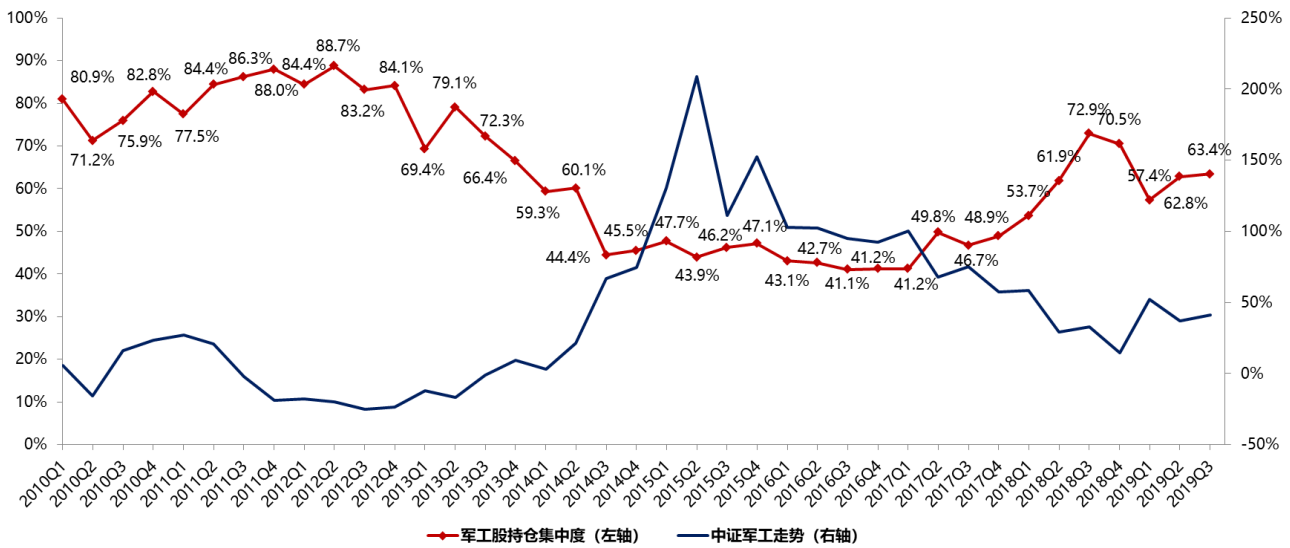


资料来源: 中国银河证券研究院整理

## 2. 基金军工持仓集中度持续反弹

从指数走势相关性来看,2010Q1至2019Q3基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.84,呈负相关关系。2014Q2至2017Q1基金持仓集中度主要集中在41%至47%间窄幅波动。为了增强弱市环境中的抗风险能力,2017Q2之后,随着军工指数持续下探,基金持仓集中度逐步提升至2018Q3的73%,主动型公募基金对白马股抱团现象凸显。进入2018Q4,基金持仓集中度指标一年来首次回落,公募基金持仓风格出现分化迹象。2019Q1集中度进一步下滑至0.57,真成长中小盘个股受到基金青睐。随着Q2市场风险偏好走低,军工板块整体回调,军工持仓集中度有所反弹,环比上升5.4pct。Q3由于国庆阅兵事件催化,军工板块关注度明显提升,但反弹幅度和持续时间均较为短暂,季末前大幅回调现象再次出现,全季来看军工持仓集中度小幅反弹,环比上升0.6pct,表明市场投资者仍较为谨慎。展望未来,我们认为军工行业基本面景气度仍较高,军工指数有望呈现震荡上行态势,配置上仍建议以龙头白马为基,择机布局真成长个股。

图 16 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据对公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从 2019Q3 表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括 14 家军工集团央企、2 家地方军工国企以及 4 家民营企业，市值占比分别为 72.26%、5.97%、和 21.77%，环比分别下降 5.67%、上升 0.68%和上升 4.99%。在市场风险偏好走弱的背景下，具备较强增长确定性的中航光电、中直股份、航天电器依然是投资避险首选品种，而以中航机电、中航电子为代表的低估值白马、以菲利华和光威复材为代表的新成长个股受到青睐，并呈现持续加仓态势。

表 8 2019Q3 前二十大军工持股股票持股变化情况（按 2019Q3 持股市值排序）

序号	名称	2019Q3 持股总市值 (亿元)	2019Q3 持股市值环比	2019Q3 持股数量环比
1	中航光电	11.74	-25.58%	-39.53%
2	中直股份	7.53	-22.30%	-29.05%
3	航天电器	7.42	14.13%	7.19%
4	菲利华	6.29	29.48%	3.69%
5	中航沈飞	5.32	-11.62%	-17.24%
6	火炬电子	5.21	-20.22%	-26.93%
7	内蒙一机	5.08	-7.88%	-2.02%
8	中航机电	4.63	16.95%	23.59%
9	四创电子	3.87	-8.99%	-14.93%
10	光威复材	2.93	200.09%	148.43%
11	钢研高纳	2.63	-14.33%	-22.71%
12	湘电股份	2.47	17.28%	0.00%
13	海格通信	2.27	-4.85%	-7.37%
14	航天发展	2.26	-47.55%	-52.16%



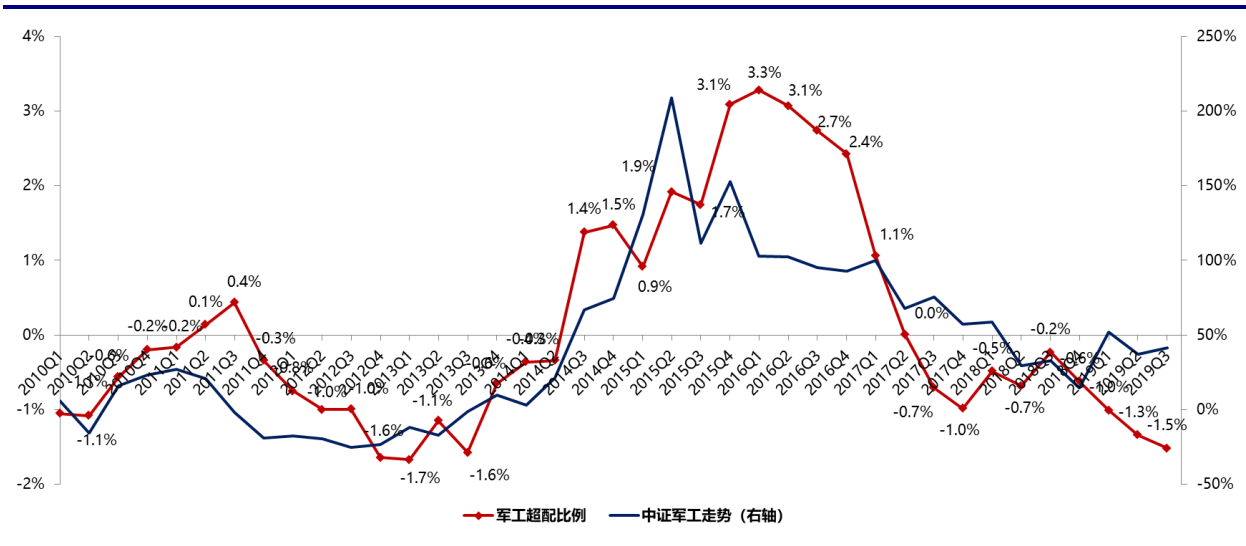
15	中航飞机	1.98	0.62%	1.91%
16	振华科技	1.94	-28.36%	-25.66%
17	应流股份	1.64	-7.02%	-27.48%
18	中航电子	1.53	8.51%	13.38%
19	国睿科技	1.49	35.99%	38.80%
20	海兰信	1.23	767.16%	747.49%

资料来源：中国银河证券研究部整理

### 3. 军工板块低配格局延续

从指数走势相关性来看，2010Q1至2019Q3的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为0.77，呈正相关关系。2018年全年军工板块持续低配，2019Q1到2019Q3低配格局延续，基金配置积极性依然偏弱。

图 17 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

### (四) 产业资本现增持/回购潮，估值底信心大幅提升

2018年年初至今，82家军工上市公司中已经有数十家为了彰显公司发展信心而出台了股票增持、股票回购、员工持股、股权激励等强有力举措。我们认为产业资本增持是资本市场投资的底部信号之一，叠加行业景气度持续回升，行业投资价值有望逐步凸显。

表 9 年初至今的股东增持情况

证券代码	公司简称	当前价	增持日期	增持价 (元)	增持股数 (万)	增持金额 (千万)	自由流通市值占比	整个增持计划
600372.SH	中航电子	13.95	2018.8.3 完毕	12.16	412	5	0.75%	5000万 ≤ 增持金额 ≤ 2亿；单价 ≤ 15
002013.SZ	中航机电	6.45	2018.12.2 完毕		11.53			
002179.SZ	中航光电	39.88	2019.6.18 完毕	34.77	171.13	5.95	8.65%	2018.12.18起6个月；0.5亿 ≤ 增持金额 ≤ 1亿；单价 ≤ 40

600760.SH	中航沈飞	29.82	2018.5.11 完毕	24.69	243	6	0.54%	2018.2.13 起 6 个月; 增持比例 ≤ 2%; 增持金额 ≤ 1 亿; 单价 ≤ 30
300114.SZ	中航电测	11.35	2018.4.12 完毕	11.2	0.07	0.00078	0.00%	
300114.SZ	中航电测	11.35	2018.12.2 完毕	7.3	18	0.1316	0.05%	增持完毕
000738.SZ	航发控制	13.67	2019.1.2 完毕	13.55	369	5	0.68%	2018.7.2-2019.1.2; 0.5 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 17
600893.SH	航发动力	21.84	2019.1.2 完毕	22.41	447	10	0.54%	2018.7.2-2019.1.2; 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 29
600482.SH	中国动力	22.84	2018.8.31 完毕	18	1387	25	1.73%	2018.8.8 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3 亿
600482.SH	中国动力	22.84	2018.10.8 完毕	21.6	7283	157	10.84%	2018.8.31 起 6 个月, 5 亿 ≤ 增持金额 ≤ 20 亿
600482.SH	中国动力	22.84	2019.1.3 完毕	21.81	646.4	14.1	0.97%	2018.12.28 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3 亿
600764.SH	中国海防	30.55	2018.11.1 完毕	24.55	960	23.6	7.58%	2018.10.17 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 6 亿
600764.SH	中国海防	30.55	截至 2019.6.25	23.8	898.91	21.39	6.87%	2018.12.26 起 6 个月; 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 4 亿
002389.SZ	航天彩虹	10.63		13.13	5.46	0.072	0.02%	
600343.SH	航天动力	9.52	截至 2018.12.11	8.77	912	8	2.34%	2018.6.12 起 6 个月; 增持比例 ≤ 2%; 2000 万 ≤ 增持金额 ≤ 8000 万; 单价 ≤ 11.5
002544.SZ	杰赛科技	12.85	2019.2.28 完毕	12.03	454.76	5.47	1.42%	2018.8.30 起 6 个月, 0.2% ≤ 增持比例 ≤ 2%
600990.SH	四创电子	48.02	2019.2.28 完毕	36.32	188.52	6.85	1.78%	2018.8.30 起 6 个月, 0.6% ≤ 增持比例 ≤ 2%
600562.SH	国睿科技	15	2019.2.28 完毕	15.11	508.75	7.69	1.46%	2018.8.30 起 6 个月, 0.5% ≤ 增持比例 ≤ 2%
000561.SZ	烽火电子	6.73	2018.6.15 完毕		150			
002149.SZ	西部材料	7.97	2018.6.27 完毕	6.9	9	0.062	0.03%	
002338.SZ	奥普光电	14.61	2018.2.26 完毕	11		1	0.50%	
002465.SZ	海格通信	9.81	截至 2018.8.10	8.59	8025	68.9	4.49%	2018.2.11 起 6 个月; 增持比例 ≤ 5%; 增持金额 ≤ 10 亿; 10 月 15 日起 6 个月, 1.6 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3.12 亿; 单价 ≤ 16
002465.SZ	海格通信	9.81	2019.4.15 完毕	9.24	1745.6	16.13	1.05%	2018.10.15 起 6 个月, 1.6 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3.12 亿; 单价 ≤ 16
002664.SZ	长鹰信质	15.17	2018.12.1 完毕	22.55	200	4.51	2.14%	增持完毕
002664.SZ	长鹰信质	15.17	2019.2.11 完毕	22.06	317.84	7.01	2.75%	2018.2.21 起 12 个月, 0.7 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿
603678.SH	火炬电子	22.88	2018.2.28 完毕	23.86	210	5	0.86%	2018.2.1 起 12 个月, 增持金额 ≥ 5000 万
002366.SZ	台海核电	8.22	截至 2019.5.17	16.57	149.09	2.47	0.61%	2018.5.30-2020.5.30, 增持比例 ≤ 2%
002413.SZ	雷科防务	5.71						2018.5.2 起 12 个月, 增持股数 ≤ 1.5 亿
002829.SZ	星网宇达	21.4	2018.5.4 完毕	24.02	21.6	0.52	0.40%	2018.2.6 起 6 个月, 170 万 ≤ 增持股数 ≤ 420 万
300159.SZ	新研股份	4.29	2018.12.2 完毕	4.83	207	1	0.25%	2018.6.23 起 6 个月, 1000 万 ≤ 增持金额 ≤ 3000 万
300397.SZ	天和防务	22.5	2018.5.21 完毕	16.32	190	3.1	1.02%	2017.11.21 起 6 个月内, 3000 万 ≤ 增持金额 ≤ 5000 万, 单价 ≤ 26
300397.SZ	天和防务	22.5	2018.12.2 完毕	9.8	103.56	1.02	0.33%	2018.6.22 起 6 个月内, 增持金额 ≥ 1000 万
300424.SZ	航新科技	16.94	2018.6.21 完毕	18	3	0.054	0.02%	
300456.SZ	耐威科技	14.1	截至 2018.6.16	31.25	249	7.78	2.70%	2017.5.19 起 12 个月, 增持金额 ≤ 1 亿
300342.SZ	天银机电	9.67	2018.11.6 完毕	11.83	595.5	7.05	3.61%	2018.6.20 起 6 个月, 增持金额 ≤ 1 亿元
002520.SZ	日发精机	7.05	2019.7.3 完毕	6.76	296.82	2.01	1.21%	2018.9.5 起 12 个月, 增持数量 ≥ 95 万股
600590.SH	泰豪科技	5.93	2018.5.16 完毕	11.45	2619	30	10.34%	

资料来源: 中国银河证券研究院整理

表 10 年初至今的股票回购情况

证券代码	公司简称	股票回购日期	股票回购均价 (元)	股票回购金额 (千万)	自由流通市值占比	整个回购计划
600372.SH	中航电子	截至 2019.9.30	14.7	10.14	1.51%	2019.1.21 起 12 个月; 1.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 18.5
002013.SZ	中航机电	截至 2019.9.30	6.94	10.2	0.95%	2019.1.30 起 12 个月; 1.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 9.95
002179.SZ	中航光电	截至 2019.9.30	39.75	1.18	0.06%	2019.1.21 起 12 个月; 回购金额 ≤ 1.35 亿; 单价 ≤ 31.44
300114.SZ	中航电测	截至 2019.9.30	9.01	3.56	1.23%	2019.5.7 起 12 个月; 0.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 1 亿; 450 万 ≤ 回购股数 ≤ 900 万; 单价 ≤ 11.12 元
600482.SH	中国动力	截至 2018.12.12	22.47	39	2.69%	2018.10.25 起 6 个月; 2 亿 ≤ 回购金额 ≤ 4 亿; 单价 ≤ 34.5
600482.SH	中国动力	截至 2019.7.11	23.5	50	3.45%	2019.1.14-2019.7.12; 2.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 5 亿; 单价 ≤ 33.75
600764.SH	中国海防	2018.11.30 回购完成	23.96	2.3	0.74%	2018.11.2 起 6 个月; 0.15 亿 ≤ 回购金额 ≤ 0.23 亿; 单价 ≤ 40
603678.SH	火炬电子	2018.11.20 回购完成	17.2	2.4	0.41%	回购金额 ≤ 3 千万; 单价 ≤ 30
603678.SH	火炬电子	截至 2019.9.30	21.99	0.5	0.09%	2019.7.24 起 12 个月; 回购金额 ≤ 3000 万; 单价 ≤ 30
002413.SZ	雷科防务	2018.8.31 回购完成	6.42	10	2.20%	2018.6.22 起 2 个月; 1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 9
002413.SZ	雷科防务	截至 2019.9.30	5.83	16	3.53%	2018.11.15 至 2019.11.6; 3 亿 ≤ 回购金额 ≤ 5 亿; 单价 ≤ 9
300159.SZ	新研股份	2019.1.10 回购完成	5.49	10.1	2.55%	1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 10
300065.SZ	海兰信	截至 2018.11.30	13.7	9	2.79%	2018.2.22 起 12 个月; 8000 万 ≤ 回购金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 22
300342.SZ	天银机电	截至 2018.10.31	11.5	5	2.56%	2018.9.10 起 12 个月; 0.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 0.8 亿; 单价 ≤ 15
002171.SZ	楚江新材	截至 2018.3.22	7.15	15.1	3.88%	1.5 亿 ≤ 回购金额; 单价 ≤ 7.5
002171.SZ	楚江新材	尚未进行				4 亿 ≤ 回购金额 ≤ 6 亿; 单价 ≤ 9
000818.SZ	航锦科技	截至 2018.6.30	12.4	5	1.15%	2 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 14
002520.SZ	日发精机	截至 2019.9.30	7.33	11	6.64%	2018.11.09 起 12 个月; 1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 11
300447.SZ	全信股份	截至 2019.7.15	10.83	6	4.32%	2019.1.15 起 6 个月; 0.6 亿 ≤ 回购金额 ≤ 1.2 亿; 单价 ≤ 15; 400 万 (1.28%) ≤ 股份数量 ≤ 800 万 (2.56%)

资料来源: 中国银河证券研究院整理

经数据统计, 上市公司中增持/回购力度较大的公司有 5 家, 其增持和回购金额之和占自由流通市值的比重均高于 7%, 分别是中国动力 (19.69%)、中国海防 (15.19%)、泰豪科技 (10.34%)、中航光电 (8.71%) 和日发精机 (7.85%)。大股东的巨额增持/回购彰显了对公司未来发展的极大信心, 值得长期关注。

## 五、投资策略及组合表现

### (一) 四季度窄幅震荡, 策略上防御为主

#### 1. 中美贸易战常态化, 军工自主可控价值凸显

中美贸易战日趋常态化, 美国对中兴通讯禁售事件引起了军工行业的高度警惕, 进口替代

时不我待。目前，我国军工关键元器件、零部件、新材料对进口依赖较大，实现进口替代、开辟漫长的自主可控道路是我国军工行业的必走之路。

美国的制约以及威胁将倒逼我国政府加大对国内相关产业的财政和政策扶持的力度，也将促进我国相关产业增强改革和创新的能力，提高国产化装备研发和自主可控水平，促进加快进口替代的步伐，以减轻受到进口国的制约。

**国防信息化领域：**国防白皮书强调信息化作战是精确控制战争的最主要载体，也是现阶段国防信息化核心。利用信息技术和计算机技术，使预警探测、情报侦察、精确制导、火力打击、指挥控制、通信联络、战场管理等领域的信息采集、融合、处理、传输、显示联网，实现自动化和实时化。我国国防正处于升级换代、军事信息化建设从“单项信息技术应用”到“信息系统集成”的转型期。随着信息化武器比重加大，全新打造的联合作战体系必将催生军方的潜在需求向实质需求转化，战区间联通需要进一步强化信息化需求，国防信息化领域投资高峰来临。

**军用新材料领域：**随着现代高新武器迅速发展，传统的材料品种、规格、性能及冶炼工艺方式已远远不能满足需求，有时甚至成为制约武器研究开发的“瓶颈”。我国军用高端新材料产品进口依赖度高，亟待实现国产化替代，我们重点关注军用碳纤维等军用新材料领域的投资机会。

## 2. 短期行业增速有所回落，11至12月份谨慎乐观

首先，从当前来看，军工指数自前期高点累计回调14.6%，估值风险释放较为充分；其次，当前板块估值水平约46倍，仍然处于底部回归阶段；再次，中航飞机近期公布资产重组方案有助于抬高投资者对行业资产证券化提升的预期，市场风险偏好有望回升。

考虑到公司基金年末调仓等交易性因素以及行业Q3增速回落的影响，我们认为军工板块四季度将以窄幅震荡为主，当前时点往后看11至12月份谨慎乐观。配置上以防御为主，推荐中航飞机(000768.SZ)、航天电器(002025.SZ)、中直股份(600038.SH)、中航机电(002013.SZ)、内蒙一机(600967.SH)等白马股。

### (二) 推荐标的组合表现

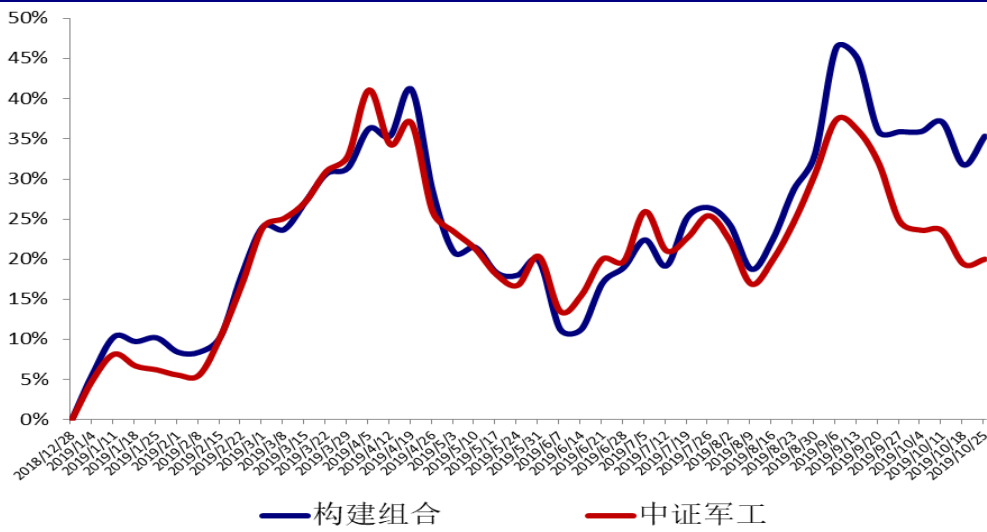
根据上述投资逻辑，我们于2018年12月28日（按当日收盘价计算投资成本）构建了包含8支股票的等权重投资组合，并且每周都会根据情况对组合成分股进行调整（也可不调整）。截至2019年10月25日，我们的投资组合累计上涨35.34%，相对收益为15.33%，同期中证军工指数上涨20.01%。

表11 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅(%)	绝对收益率(%)	相对收益率(%)
投资 组合	000547.SZ	航天发展	国防信息化优质标的，看好公司业绩增长弹性	-6.68	29.37	10.15
	002025.SZ	航天电器	低估值白马，业绩增长确定性强	-2.27	19.10	-0.11
	002179.SZ	中航光电	业绩增长确定性高，看好军工和通讯业务	-3.23	54.24	35.03
	002214.SZ	大立科技	军品定型，订单大幅增长，看好公司业绩增长弹性	-1.87	92.12	72.91
	300034.SZ	钢研高纳	高温合金龙头，看好公司业绩增长弹性	-4.13	84.99	65.78
	600038.SH	中直股份	国内直升机龙头，受益于型号进入量产阶段	0.18	21.20	1.99
	600760.SH	中航沈飞	国内歼击机龙头，受益于海空军加速建设	-5.97	5.20	-14.02
	600967.SH	内蒙一机	国内装甲车龙头，受益于国防军队机械化建设目标	-1.52	-0.02	-19.23

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18 推荐组合 19 年年初至今的表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

军工改革力度不及预期和军工企业订单不及预期的风险。

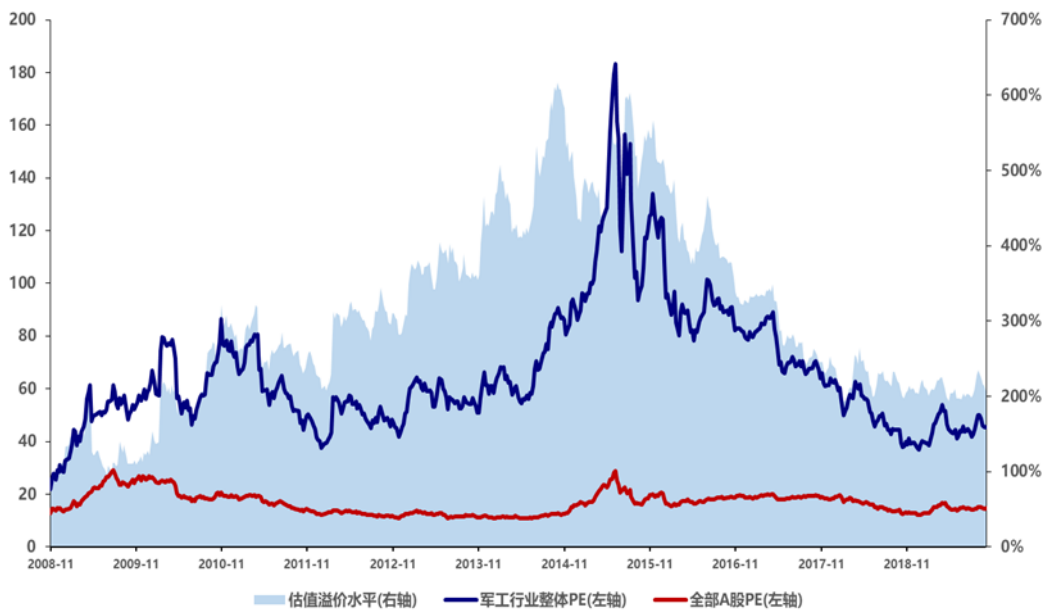
## 附录：国内外行业及公司估值情况

### （一）国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由是11月6日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至2019年10月25日，军工行业最近一年的滚动市盈率为44.25倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为14.69倍，分别较2008年底以来的PE（TTM）均值低22.19倍和低1.94倍。行业估值溢价率方面，目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低106.75个百分点。当前值为201.3%，历史均值为308.1%。

图 19 军工行业估值溢价情况



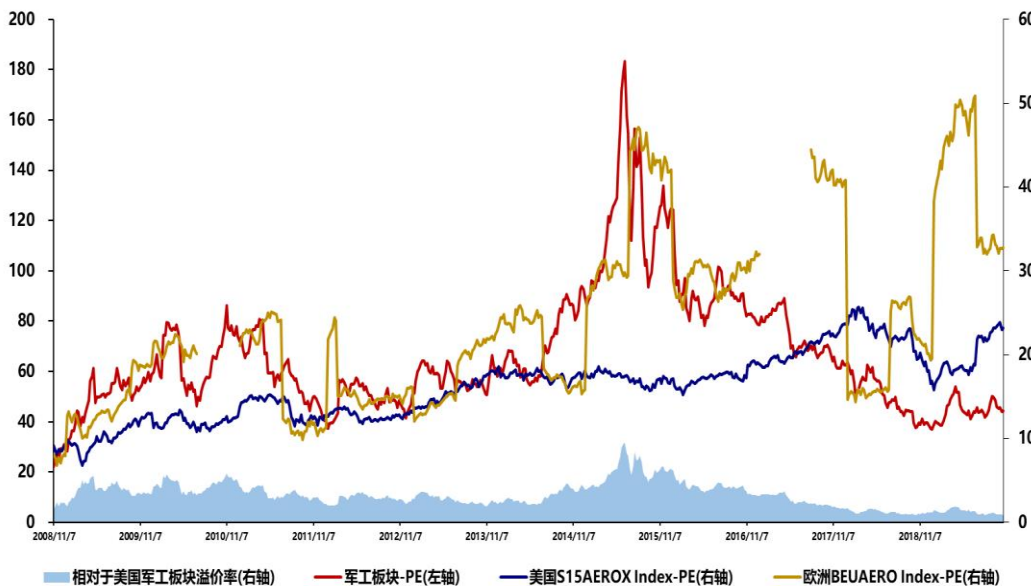
资料来源：中国银河证券研究部整理

### （二）国际军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由同上。II、图表中的军工指数选用国防军工指数（CI005012），美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数（S15AEROX INDEX），欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）。III、估值指标选取PE（TTM）和PB，其中国外的PE（TTM）为扣除非经常损益之后的市盈率。

国内军工板块市盈率显著高于美欧市场，相对溢价率处于较低水平。以 2019 年 10 月 25 日收盘价计算，以国防军工指数表征的国内军工板块 PE (TTM) 为 44.25 倍，同期美国军工板块为 23.20 倍，欧洲军工板块为 32.72 倍，我国军工板块 PE 显著高于美欧市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 235.3 个百分点，当前值为 90.7%，历史均值为 326.1%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 174.5 个百分点，当前值为 35.3%，历史均值为 209.8%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面**，一是中国综合国力快速增长，战略利益诉求不断增强，军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续，因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定；二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化，美欧等国则较为少见，因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。

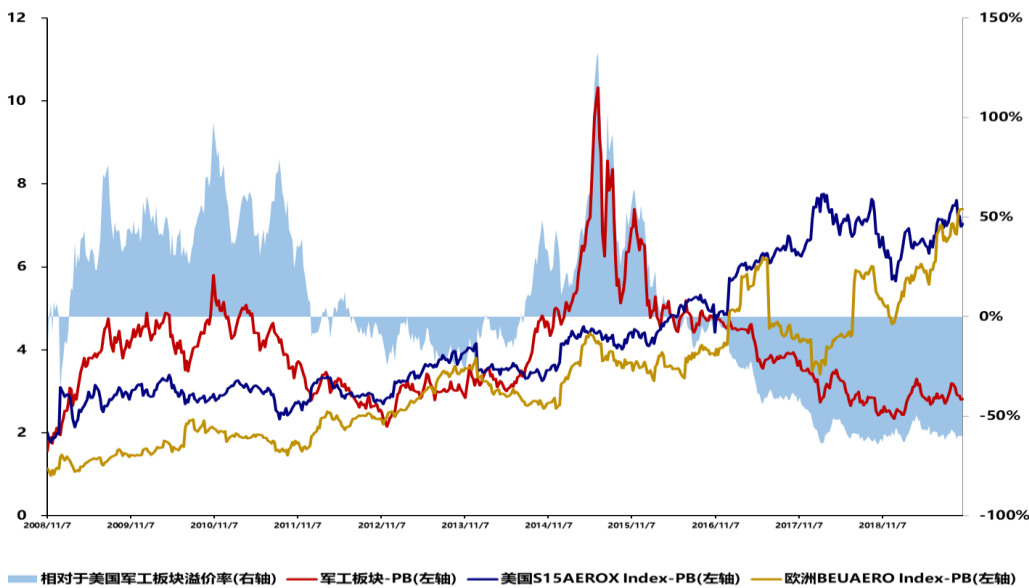
图 20 国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2019 年 10 月 25 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.81 倍，同期美国军工板块为 7.04 倍，欧洲军工板块为 7.39 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为 -60.1%，历史均值为 2.9%，较历史平均水平低 63.0 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 110.0 个百分点，当前值为 -62.0%，历史均值为 48.0%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因**是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力 (ROE/ROIC) 明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。

图 21 国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

### （三）国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。从收入增速角度看，海外公司过去五年复合增速均值为 3.75%，中位数为 3.28%，多数处于 -5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 19.02%，中位数为 16.07%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。从净利润增速角度看，过去五年复合增速均值为 12.49%，中位数为 11.10%，多数处于 -10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 20.40%，中位数为 15.48%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。从创造价值能力来看，海外公司 ROE 和 RIOC 均值分别 18.21% 和 10.52%，中位数分别为 16.91% 和 9.87%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 6.88% 和 5.25%，中位数为 6.73% 和 5.48%，创造价值的能力远低于海外。从估值角度看，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 4.24 倍、1.69 倍和 21.48 倍，估值中位数为 3.32 倍、1.52 倍和 20.49 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.09 倍、2.87 倍和 39.39 倍，估值中位数为 3.05 倍、2.19 倍和 34.33 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。



表 12 海外主要上市公司相关指标

所在 地区	证券 代码	公司 简称	CAGR		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿美元)
			(过去五年)						PE(TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
			收入增长	利润增长									
北美地区	LMT	洛·马	3.46	11.10	9.39	247.52	2.54	45.43	17.83	21.53	1.83	27.33	1068
	BA	波音	3.14	17.93	10.34	N/A	2.38	21.49	85.46	22.78	2.27	N/A	1948
	GD	通用动力	3.19	7.25	9.24	25.68	2.29	13.24	15.45	15.99	1.32	3.82	516
	NOC	诺·格	4.06	10.59	10.73	35.19	1.49	11.06	15.79	18.76	1.81	6.14	597
	RTN	雷神	2.68	7.82	10.75	27.09	1.76	26.36	18.32	21.22	2.10	4.59	597
	TXT	德事隆	2.91	19.67	8.75	15.68	0.17	9.29	12.32	14.67	0.82	1.95	107
	HII	亨廷顿英戈尔斯工业	3.69	26.22	10.23	41.30	1.53	19.66	18.54	12.02	1.11	5.72	93
	HON	霍尼韦尔国际	1.37	11.51	16.18	34.68	2.06	12.61	20.11	21.85	3.43	6.89	1248
	UTX	联合技术	3.28	-1.63	7.92	14.00	2.04	5.80	18.00	20.12	1.61	3.07	1242
	TDG	TRANSDIGM	14.64	46.93	25.11	N/A	N/A	10.43	35.23	30.11	6.10	N/A	284
	ARNC	奥科宁克	3.16	N/A	4.58	8.97	0.29	8.40	16.83	20.86	0.91	2.52	121
	LHX	L3 哈里斯	6.29	12.27	13.95	28.58	1.44	11.07	24.33	32.04	3.22	7.33	463
	BBD/B	庞巴迪	-2.21	N/A	1.43	N/A	N/A	12.64	N/A	11.84	0.18	N/A	30
		<b>均值</b>		<b>3.82</b>	<b>15.42</b>	<b>10.66</b>	<b>25.68</b>	<b>1.45</b>	<b>15.96</b>	<b>24.85</b>	<b>21.00</b>	<b>2.21</b>	<b>4.67</b>
	<b>中位数</b>		<b>3.19</b>	<b>11.51</b>	<b>10.23</b>	<b>27.83</b>	<b>1.76</b>	<b>12.61</b>	<b>18.16</b>	<b>20.86</b>	<b>1.81</b>	<b>5.16</b>	<b>556</b>
西欧地区	LDO	Leonardo	-2.21	78.61	4.16	16.91	1.34	6.69	10.63	12.61	0.48	1.29	68
	BA	英国宇航系统	-0.05	42.87	5.94	23.57	3.92	12.61	13.85	13.61	1.06	3.40	238
	RR	罗·罗	1.44	N/A	-15.26	N/A	1.29	-21.32	N/A	46.87	0.83	N/A	178
	MGGT	Meggitt	4.91	-5.08	8.60	6.02	2.70	4.66	33.37	18.68	2.20	2.00	63
	COB	英国飞行加油有限公司	0.81	N/A	3.94	-3.54	0.25	-1.62	N/A	31.74	1.92	2.94	49
	SNR	英国 Senior	6.90	-6.84	4.63	8.22	4.08	7.14	16.88	11.95	0.67	1.38	10
	ULE	超电控股	0.57	-3.23	4.22	11.04	2.68	8.11	29.02	18.59	1.74	3.25	18
	AIR	空中客车	2.05	15.70	4.79	53.12	1.27	19.94	26.68	29.64	1.45	21.38	1129
	AM	达索航空	2.19	4.51	11.19	17.76	1.71	12.66	14.71	17.38	1.60	2.53	116
	HO	泰利斯	4.54	11.36	6.19	20.95	2.48	12.31	17.30	16.62	1.13	3.65	210
	ZC	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	SAF	赛峰	8.23	N/A	6.10	19.29	1.27	11.48	28.31	29.67	2.58	5.08	737
	FII	LISI	7.44	4.29	5.60	7.66	1.40	4.82	23.68	19.02	1.00	1.79	19
	MTX	MTU Aero	5.03	21.87	9.79	22.58	1.18	N/A	26.96	26.14	2.69	6.00	140
FACC	FACC	7.38	N/A	3.88	7.68	1.28	5.45	23.65	14.51	0.69	1.78	6	
KOG	Kongsberg Gruppen	-2.50	-10.61	4.87	7.05	1.89	5.10	30.32	25.27	1.12	1.89	26	
SAABB	萨博	6.90	12.12	3.96	12.94	1.49	9.32	18.27	23.02	1.08	2.11	43	
	<b>均值</b>		<b>3.64</b>	<b>10.78</b>	<b>4.36</b>	<b>14.60</b>	<b>1.89</b>	<b>6.24</b>	<b>22.40</b>	<b>22.21</b>	<b>1.39</b>	<b>4.03</b>	<b>199</b>

	中位数	4.54	4.51	4.79	11.99	1.40	6.91	23.66	18.85	1.13	2.53	63
以												
色	ESLT 埃尔比特系统	4.72	2.42	5.61	8.66	1.09	8.21	41.06	25.38	1.72	3.40	71
列												
	全部均值	3.75	12.49	7.04	18.21	1.69	10.52	24.18	21.48	1.69	4.24	378
	全部中位数	3.28	11.10	6.10	16.91	1.49	9.87	18.54	20.49	1.52	3.32	121

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理备注: 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表 13 国内主要上市公司相关指标

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)						估值				市值 (亿元)
		收入 增长	利润 增长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE (TTM)	PE (2019)	PS (TTM)	PB	
600893.SH	航发动力	23.85	26.39	4.69	5.82	0.66	3.80	0.00	36.04	2.09	1.92	481
000768.SZ	中航飞机	14.13	9.72	1.52	3.03	0.60	2.46	89.67	67.59	1.15	2.67	460
600372.SH	中航电子	3.82	15.60	3.91	6.49	0.57	5.96	51.26	42.97	1.77	3.10	269
002013.SZ	中航机电	4.97	-5.24	6.31	8.57	0.35	5.00	68.49	35.70	3.01	3.17	248
002179.SZ	中航光电	11.58	14.86	7.80	7.37	0.44	6.62	45.97	23.71	2.10	3.17	243
600760.SH	中航沈飞	24.61	31.30	12.92	19.57	0.25	13.36	40.07	36.20	3.49	6.10	416
600118.SH	中国卫星	44.60	111.22	3.70	13.67	0.00	7.74	137.45	45.86	1.28	6.73	422
000901.SZ	航天科技	9.56	6.43	6.19	8.42	0.51	6.66	63.28	51.81	2.59	4.18	254
002025.SZ	航天电器	15.63	15.37	14.25	12.71	0.59	12.99	33.28	24.55	3.32	4.10	109
600343.SH	航天动力	45.66	26.49	14.44	4.58	0.00	7.53	40.01	27.07	4.72	1.93	163
600879.SH	航天电子	26.93	14.68	3.69	4.88	0.00	4.01	38.21	23.19	1.05	1.63	162
600562.SH	国睿科技	2.91	-16.75	3.62	17.01	0.13	1.98	68.89	44.79	7.12	6.06	93
600990.SH	四创电子	36.27	38.12	4.99	11.96	0.36	7.97	47.40	30.31	1.12	3.65	75
601989.SH	中国重工	30.05	-32.31	0.41	8.31	0.23	2.00	56.30	38.01	0.86	3.49	76
600184.SH	中国动力	-2.80	-25.52	-0.41	1.23	0.17	-9.15	-115.14	44.92	2.27	1.08	1,233
002413.SZ	内蒙一机	41.53	63.21	5.26	5.90	0.00	4.16	28.99	23.49	1.43	1.13	364
000733.SZ	钢研高纳	30.80	15.60	4.38	8.52	0.30	4.63	42.66	28.98	1.48	2.61	178
002544.SZ	杰赛科技	11.42	4.26	13.48	7.68	0.72	7.03	73.56	46.76	5.33	2.85	75
300034.SZ	雷科防务	-11.72	39.81	14.94	3.89	0.00	3.71	51.63	26.44	6.42	1.66	58
600482.SH	海兰信	16.51	54.80	17.84	6.72	0.25	6.44	51.71	25.82	4.88	3.94	47
	均值	19.02	20.40	7.20	8.32	0.31	5.25	46.04	36.21	2.87	3.26	271
	中位数	16.07	15.48	5.12	7.53	0.28	5.48	49.33	35.87	2.19	3.14	211

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

## 图 目 录

图 1 中国历年国防预算情况.....	3
图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况.....	3
图 3 军队改革目标及成果.....	4
图 4 全军武器装备招标采购次数.....	5
图 5 2017 年至今单季度军工板块经营情况.....	7
图 6 我国十二大军工集团的历史沿革.....	10
图 7 我国十二大军工集团及其涉及领域.....	11
图 8 1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程.....	12
图 9 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系.....	14
图 10 十二大军工集团资产证券化率数据.....	15
图 11 科研院所改制进度猜想.....	16
图 12 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况.....	19
图 13 军工行业贝塔系数.....	20
图 14 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况.....	21
图 15 基金军工持仓占比与军工指数走势对比.....	22
图 16 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比.....	23
图 17 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比.....	24
图 18 推荐组合 19 年年初至今的表现.....	28
图 19 军工行业估值溢价情况.....	29
图 20 国际军工板块 PE 比较.....	30
图 21 国际军工板块 PB 比较.....	31

## 表 目 录

表 1 军工板块利润表.....	6
表 2 军工板块资产负债表.....	8
表 3 军工六大细分板块存货和预收账款情况.....	9
表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况.....	10
表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比.....	12
表 6 各军工集团混改思路.....	16
表 7 2019 年中国与美国军工行业上市公司情况对比（截至：2019 年 10 月 25 日）.....	19
表 8 2019Q3 前二十大军工持股股票持股变化情况（按 2019Q3 持股市值排序）.....	23
表 9 年初至今的股东增持情况.....	24
表 10 年初至今的股票回购情况.....	26
表 11 军工行业推荐组合及推荐理由.....	27
表 12 海外主要上市公司相关指标.....	32
表 13 国内主要上市公司相关指标.....	33

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李良，军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)