

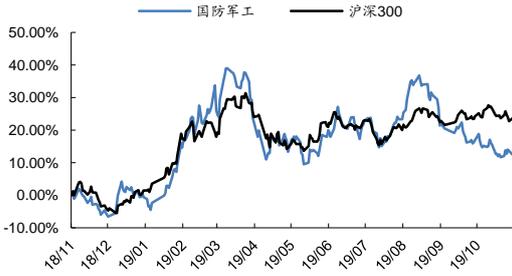
研究所

证券分析师: 苏立赞 S0350519090001  
sulz@ghzq.com.cn  
证券分析师: 邹刚 S0350519090002  
zoug@ghzq.com.cn

## 承上和启下, 成长与改革

### ——国防军工行业年度策略报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
国防军工	-3.2	-8.3	14.5
沪深300	-0.5	2.9	23.4

相关报告

- 《国防军工行业周报: 继续看好后市表现》——2019-11-24
- 《国防军工行业周报: 把握当前布局时机》——2019-11-17
- 《国防军工行业周报: 重视军工企业成长属性》——2019-11-10
- 《国防军工行业周报: 关注板块成长属性》——2019-11-03
- 《国防军工行业周报: 两船合并正式落地, 关注后续内部整合》——2019-10-27

### 投资要点:

- 板块表现回顾** 年初至今, 申万国防军工涨幅处于中上游, 但跑输沪深300指数8PCT; 行情特点来看, 一方面, 大的板块性行情均有热点事件催化, 仍然体现出高贝塔的特点; 另一方面, 个股表现也趋于分化, 具备业绩支撑的标的走势独立、涨幅较好, 且更加稳定。估值方面, 板块整体处于底部区间, 其中核心标的估值压力进一步消化, 具备了较高的性价比。基金持仓方面, 截至2019Q3, 重仓持股比例进一步下滑, 低配0.85%; 从持仓个股来看, 业绩趋势变化是基金参考的重要因素。
- 2020年重要边际变化** **总体趋势方面**, 国防建设将在较长一段时期内处于从局部赶到全面升级的阶段, 叠加2020年是十三五收官和国防建设的关键之间, 装备采购需求有望大量释放, 重点看好军机产业链。**技术升级方面**, 信息化发展趋势明确, 专业信息化装备发展和主战装备信息化水平提升成为产业增长动力, 重点看好上游元器件; 新材料领域, 碳纤维复材长期应用空间广阔, 随着重点新机型的列装, 需求进入放量增长阶段, 看好产业链成长。**军方采购和军品定价方面**, 竞争采购导向和主机厂成本管理动力增强趋势下, 军品采购将愈发走向开放和竞争, 需关注企业核心优势和议价能力。**国企改革方面**, 混改和激励等政策更加深化和细化, 改革更加贴近上市公司和市场, 边际影响有望更加明显。**热点事件方面**, 2020年台湾将迎来地区领导人的大选, 在高层解决台湾问题意志坚决的背景下, 台湾方向可能形成重要事件催化。
- 行业评级** 业绩角度, 迎来十三五收官之年和国防建设关键节点, 订单有望大量释放, 支撑业绩持续增长; 估值角度, 当前板块整体估值处于近五年低位, 且部分核心标的估值已具备较高性价比, 具备向上的弹性; 改革角度, 持续深化下, 资产证券化和股权激励等改革举措与上市公司关联性更强, 改革利好逐渐显现; 此外, 台湾大选等热点事件也有望成为重要行情催化剂。看好军工行业2020年市场表现, 给予推荐评级。
- 投资策略及重点推荐个股** 重点看好以下投资方向: 1) 成长主线: 国防建设仍处于成长阶段, 重点看好装备处于放量增长阶段的主机和核心配套, 以及受益信息化和新材料需求增长的上游企业, 重点推荐中直股份、中航沈飞、中航飞机、航天电器、中航光电、振华

科技、中航高科、钢研高纳等；2) 改革主线：国企改革持续深化下，重点看好体外资产质优量大、估值较低的央企上市平台，推荐四创电子、中航机电、中航电子、中国海防；3) 自主可控主线，重点关注产品军民两用、进口替代空间广阔的景嘉微、航锦科技等。

- **风险提示：** 1) 装备采购不及预期；2) 国企改革不及预期；3) 政策扶持不及预期；4) 推荐标的盈利不及预期；5) 资产注入的不确定性；6) 系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-11-27 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000733.SZ	振华科技	14.87	0.5	0.62	0.77	29.56	24.03	19.20	未评级
000768.SZ	中航飞机	15.89	0.2	0.24	0.27	79.45	66.21	58.85	买入
000818.SZ	航锦科技	10.29	0.73	0.56	0.64	14.1	18.38	16.08	增持
002013.SZ	中航机电	6.32	0.23	0.27	0.31	27.48	23.41	20.39	买入
002025.SZ	航天电器	24.76	0.84	1.0	1.22	29.48	24.76	20.3	买入
002179.SZ	中航光电	38.56	1.21	1.16	1.44	31.87	33.24	26.78	买入
300034.SZ	钢研高纳	14.89	0.24	0.35	0.43	62.04	42.54	34.63	买入
300474.SZ	景嘉微	59.58	0.47	0.60	0.87	126.77	99.70	68.44	未评级
600038.SH	中直股份	44.21	0.87	1.12	1.35	50.82	39.47	32.75	买入
600372.SH	中航电子	13.34	0.27	0.31	0.37	49.41	43.03	36.05	增持
600760.SH	中航沈飞	28.04	0.53	0.61	0.75	52.91	45.97	37.39	买入
600764.SH	中国海防	26.06	0.17	0.22	0.25	153.29	118.45	104.24	买入
600862.SH	中航高科	9.5	0.22	0.29	0.29	43.18	32.76	32.76	买入
600990.SH	四创电子	42.02	1.62	1.89	2.21	25.94	22.23	19.01	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：“未评级”股票盈利预测取自万得一致预期）

## 内容目录

1、 板块表现回顾 .....	6
1.1、 行情：事件催化与业绩支撑共舞 .....	6
1.2、 估值：底部区域下，核心标的估值压力进一步消化 .....	7
1.3、 基金持仓：整体继续下滑，个股基本面是核心考量 .....	8
2、 2020 年重要边际变化展望 .....	9
2.1、 十三五收官，成长迎来关键节点 .....	9
2.2、 技术升级带来细分领域高成长 .....	12
2.3、 生态体系重塑，业绩表现可能分化 .....	15
2.4、 与上市公司相关性增强，改革成效逐渐显现 .....	17
2.5、 自主可控将是长期关注重点，阶段性把握投资机会 .....	20
2.6、 台湾大选可能成为重要事件催化 .....	21
3、 行业评级 .....	22
4、 投资策略及重点推荐个股 .....	22
5、 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 国防军工指数走势	6
图 2: 申万一级子行业涨跌幅	6
图 3: 个股涨跌幅分布	6
图 4: 个股涨跌幅标准差变化	6
图 5: PE-TTM (剔除负值)	7
图 6: 军工板块相对于全部 A 股的估值倍数	7
图 7: 主机厂动态估值	8
图 8: 核心配套动态估值	8
图 9: 基金对军工的重仓持股比例	8
图 10: 超低配情况	8
图 11: 东风-17	10
图 12: 东风-41	10
图 13: 中美各型军机数量对比 (架)	10
图 14: 中美军机结构对比 (架)	10
图 15: 电科集团十二五期间军工收入变化趋势	10
图 16: 国防建设目标	10
图 17: 075 两栖攻击舰	11
图 18: 我国民船新接/手持订单量	11
图 19: 通用型直-20	12
图 20: 15 式新轻坦	12
图 21: 信息作战方队	12
图 22: 直-20 的信息化设备	13
图 23: 15 式坦克是我国信息化水平最高的坦克	13
图 24: 信息化产业链	13
图 25: 各型号飞机复合材料用量占比	14
图 26: 直-20 机身	14
图 27: 约束激励定价模式计算公式	16
图 28: 培育具有全球竞争力的世界一流企业的相关举措	17
图 29: 国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单 (2019 年版)》	17
图 30: 《中央企业混合所有制改革操作指引》	18
图 31: 关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知	18
图 32: 中航光电股权激励公告后股价走势	19
图 33: 美国封锁华为	20
图 34: 2020 年台湾选举流程	21
图 35: 台湾计划向美国购买 66 架 F16V 战机	21
图 36: 祖国必须统一也必然统一	22

表 1: 涨幅靠前的个股.....	7
表 2: 2019Q3 基金持仓前十标的 .....	9
表 3: 2019Q3 加仓前十标的 (按股份数量) .....	9
表 4: 周边国家 F-35 计划采购数量 .....	11
表 5: 竞争性采购相关规定 .....	15
表 6: 美国近年来对华高科技企业封锁 .....	20

# 1、板块表现回顾

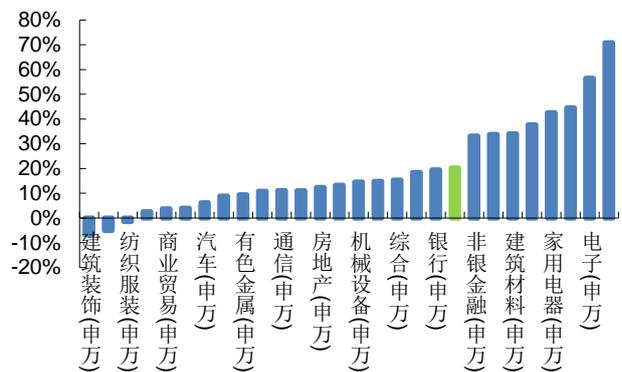
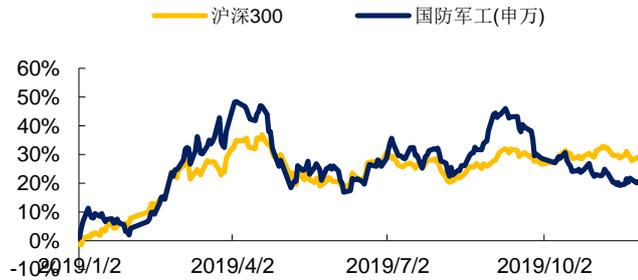
## 1.1、行情：事件催化与业绩支撑共舞

年初至今（11月27日），申万国防军工指数上涨20.67%，但跑输沪深300指数8PCT；行业比较来看，在全部28个行业中涨幅排名第9，处于中上游。

从相对趋势来看，军工板块有两个阶段的独立行情，分别是3月初至4月初，以及8月下旬至9月初。其中第一阶段行情主线是两船合并，以两船旗下标的领涨，包括中国船舶、中国应急、中船防务等；第二阶段行情主线是国庆阅兵，晨曦航空、三角防务等标的大幅上涨，晨曦航空区间涨幅接近40%，中航沈飞等主机厂标的也有所表现。

图 1：国防军工指数走势

图 2：申万一级子行业涨跌幅



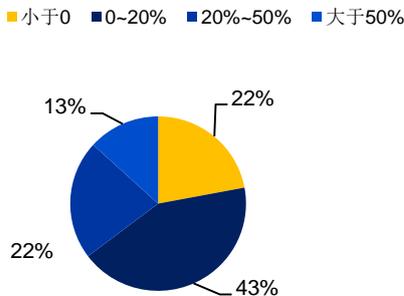
资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

在整体指数之外，个股表现更加分化。涨幅超过20%的标的占比达到35%，但同时也有22%的标的涨幅小于零；纵向来看，股价表现分化的趋势也进一步加大，计算各年个股涨跌幅的标准差，整体呈扩大趋势。

图 3：个股涨跌幅分布

图 4：个股涨跌幅标准差变化



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

从涨幅排名靠前的标的来看，一类是以中国应急、中国船舶为代表的，受益于两船合并催化的个股；另一类是以钢研高纳、中航高科、大立科技等为代表的，业绩增速超预期的标的。

个股的表现也呈现出军工板块事件性驱动和基本面驱动兼具的特点，板块内部逻辑较为多样化。对于军工板块投资，在关注整体性行情或者重大事件驱动的同时，也应当重点关注个股基本面的边际变化，在具备较强基本面趋势支撑时，个股能够走出独立行情。

表 1: 涨幅靠前的个股

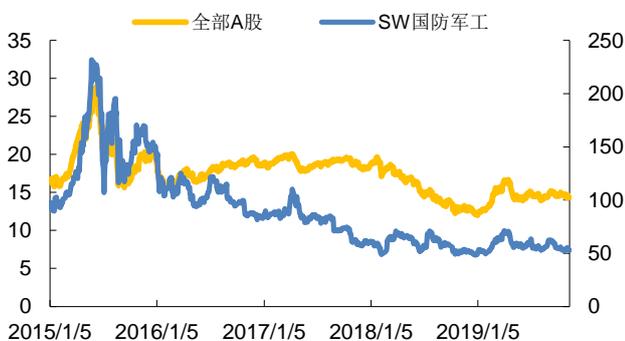
代码	名称	涨跌幅 (%)	代码	名称	涨跌幅 (%)
300397.SZ	天和防务	147.72	002111.SZ	威海广泰	49.20
300527.SZ	中国应急	79.94	300114.SZ	中航电测	45.30
300034.SZ	钢研高纳	74.67	002414.SZ	高德红外	37.33
600862.SH	中航高科	71.56	600855.SH	航天长峰	33.61
002214.SZ	大立科技	69.27	600316.SH	洪都航空	31.03
300474.SZ	景嘉微	65.49	300581.SZ	晨曦航空	30.00
600685.SH	中船防务	57.95	300123.SZ	亚光科技	28.79
601890.SH	亚星锚链	56.53	002465.SZ	海格通信	27.84
600150.SH	中国船舶	55.77	601989.SH	中国重工	25.38
002179.SZ	中航光电	49.25	600391.SH	航发科技	24.79

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 1.2、估值：底部区域下，核心标的估值压力进一步消化

经过股价的调整和业绩的增长，截至 11 月 27 日，军工板块整体动态估值为 53 倍，估值为近五年底部的同时，相对于全部 A 股的估值倍数也从 6 倍左右的水平调整至 3.73 倍。

图 5: PE-TTM (剔除负值)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: 军工板块相对于全部 A 股的估值倍数



资料来源: Wind、国海证券研究所

另一方面，业绩增长支撑下，核心标的估值进一步消化。截至 11 月 27 日，以中航飞机、中航沈飞、中直股份、内蒙一机、航发动力为代表的核心主机厂动态估值降至 45 倍；以中航光电、航天电器、中航机电、中航电子、振华科技为代表的核心配套，动态估值降至 33 倍。在主机厂增长确定性高、改革空间大，以及核心配套业绩增速高、弹性大的背景下，核心标的估值已经难再言“贵”，具备了较高的性价比。

图 7：主机厂动态估值



图 8：核心配套动态估值



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

### 1.3、基金持仓：整体继续下滑，个股基本面是核心考量

以普通股票型、混合型和灵活配置型基金为基础，对军工板块基金配置进行分析。截至 2019Q3，基金对军工标的的重仓持股占比为 0.77%，低配 0.85%，配置比例进一步下滑。

图 9：基金对军工的重仓持股比例



图 10：超/低配情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

个股方面，中航光电、中直股份、航天电器、中航沈飞、内蒙一机依旧是持仓前五的标的，相对稳定；持仓变化方面，获得加仓前五的标的是中航机电、海兰信、

高德红外、中航高科、国睿科技，基本面和业绩趋势的变化对基金加减仓影响较为明显。

总体来看，随着三季度阅兵行情的兑现，机构对于重仓股基本呈现减持状态；加仓个股多为前期调整幅度较大或者业绩预期较好的标的。

表 2: 2019Q3 基金持仓前十标的

证券代码	证券简称	持仓市值（万元）	持仓变化（万股）	排名
002179.SZ	中航光电	117406.08	-1708.72	1
600038.SH	中直股份	75306.05	-686.35	2
002025.SZ	航天电器	68447.2	241.54	3
600760.SH	中航沈飞	53221.57	-357.53	4
600967.SH	内蒙一机	50777.24	-99.29	5
002013.SZ	中航机电	46258.64	1356.47	6
600990.SH	四创电子	38657.07	-136.34	7
300034.SZ	钢研高纳	26299.61	-469.8	8
002465.SZ	海格通信	22662.01	-184.09	9
000547.SZ	航天发展	22630.92	-2354.24	10

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 3: 2019Q3 加仓前十标的（按股份数量）

证券代码	证券简称	持仓市值（万元）	持仓变化（万股）
002013.SZ	中航机电	46258.64	1356.47
300065.SZ	海兰信	11340.35	921.98
002414.SZ	高德红外	12143.4	479.98
600862.SH	中航高科	3904.97	402.99
600562.SH	国睿科技	14944.35	277.56
002025.SZ	航天电器	68447.2	241.54
600879.SH	航天电子	3314.99	139.83
600372.SH	中航电子	15323.85	127.52
000697.SZ	炼石有色	869.12	66.19
600893.SH	航发动力	8073.94	65.76

资料来源：Wind、国海证券研究所

## 2、2020 年重要边际变化展望

### 2.1、十三五收官，成长迎来关键节点

国防科技实力在部分领域已经实现赶超。在长期的重点投入下，我国国防科技实力不断取得新突破，部分领域已经达到世界先进水平。国庆七十周年阅兵上，东风-41、东风-17、新轻坦、直-20 等一批新型装备亮相，彰显我国国防科技实力的进步。

图 11: 东风-17



资料来源: 百度图片、国海证券研究所

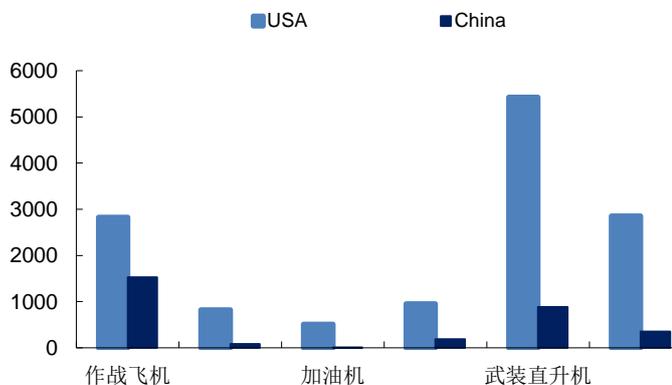
图 12: 东风-41



资料来源: 百度图片、国海证券研究所

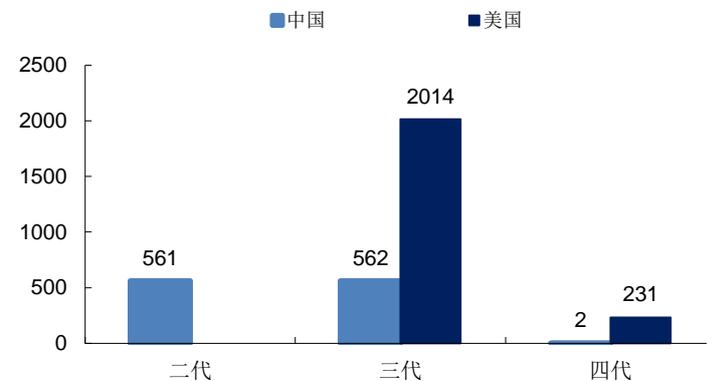
**全面赶超仍需大力发展。**由于我国国防建设历史欠账多、存量部队规模大,我国整体仍然处于由局部追赶到全面发展的过程中,国防科技实力的进步、新型武器装备的进步,尚未完全转化为部队战斗力。新版国防白皮书指出:中国特色军事变革取得重大进展,但机械化建设任务尚未完成,信息化水平亟待提高,军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险,军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大,与世界先进军事水平相比差距还很大。在明确世界一流军队建设发展目标背景下,我国国防建设在较长时期内仍将处于快速增长状态。

图 13: 中美各型军机数量对比 (架)



资料来源: World air forces 2018、国海证券研究所

图 14: 中美军机结构对比 (架)

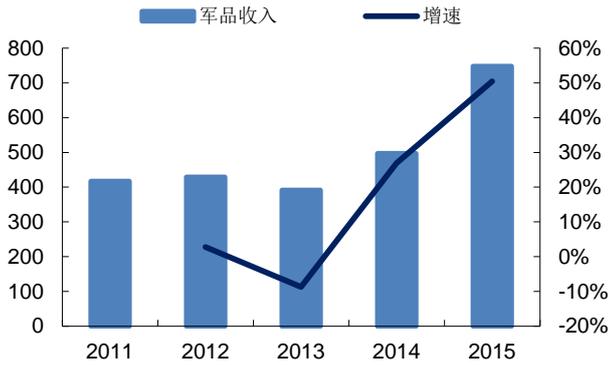


资料来源: World air forces 2018、国海证券研究所

**2020 年作为关键节点,有望迎来采购高峰。**2020 年是十三五规划收官之年,在五年计划中,装备采购通常有前松后紧的规律,采购会在后期进一步加速。在十二五采购周期中,军工集团层面,以数据资料较为齐全的电科集团为参考,其军品收入 2014 年和 2015 年复合增速达到 38.18%;此外,十三五期间军队处于组织结构调整的关键时期,对于装备采购进程有所影响,再叠加 2020 年作为国防建设三步走发展目标的关键节点,可以预期,2020 年有望迎来五年规划中的采购最高峰。

图 15: 电科集团十二五期间军工收入变化趋势

图 16: 国防建设目标



资料来源：中电科票据募集说明书、国海证券研究所

资料来源：新华网、国海证券研究所

细分产业来看，航空方面，我国军机仍处于更新换代过程中，并且随着 F-35 项目的成熟和产量的提升，周边国家开始大批量部署 F-35 战机。在防空压力增大的情况下，军机更新换代有望进一步加速。

表 4：周边国家 F-35 计划采购数量

国家	计划采购总量	进展
澳大利亚	72	2018 年 12 月开始交付，
日本	147	首批 40 架 2021 年交付
韩国	60	2018 年 3 月开始交付，首批 40 架 2021 年前完成交付。

资料来源：百度新闻、国海证券研究所

舰船装备领域，当前仍处于高景气阶段，至 9 月中旬，2019 年已下水 6 艘神盾舰（1 艘 055+5 艘 052D），有望进一步打破 2018 年的神盾舰下水记录，并且航母和两栖攻击舰正处于大力建设中，对舰船需求将形成明显的拉动。但于此同时，整体经济下行背景下，民船仍未见明显复苏信号，2019 年 1-10 月，全国新接订单同比下降 25.6%，手持订单同比下降 7.7%。

图 17：075 两栖攻击舰



资料来源：百度图片、国海证券研究所

图 18：我国民船新接/手持订单量



资料来源：Wind、国海证券研究所

陆军装备领域，结构调整是当前主旋律，轻型化、高机动化装备产业链将呈现高

景气。具体而言，新型通用型直升机直-20列装部队，解决了我国关键型号短缺的问题，陆航建设需求将充分释放；15式新轻坦作为国产最新型陆军装甲突击力量的优秀代表，机动性能和信息化水平大幅提升，整体作战能力跻身当今世界顶尖水平，有望迎来列装加速期。

图 19: 通用型直-20



资料来源：百度图片、国海证券研究所

图 20: 15 式新轻坦



资料来源：新消息报、国海证券研究所

## 2.2、技术升级带来细分领域高成长

### 2.2.1、信息化发展趋势明确

在主战装备总量发展之外，信息化作战和装备的信息化发展加快的趋势也十分明显。

一方面，信息化作战部队作为新型作战力量在部队中的比重和重要性不断提升。阅兵是观察国防建设发展的重要窗口，信息化作战力量的快速发展在阅兵中也得到充分展现。2019 年国庆七十周年阅兵中，信息化作战力量首次展现在公众面前，阅兵中的四大作战方队分别承担“信息侦测、数据干扰”、“电子对抗”、“机动通信”、“战场信息保障”等职能，彰显信息化作战的多样性和重要性。

图 21: 信息作战方队



资料来源：中国青年网、国海证券研究所

另一方面，主战装备的信息化水平提升也成为信息化发展的重要表现。直-20各型雷达、光电观测设备、告警系统、通信系统一应俱全，信息化水平和作战能力优势突出。15式坦克装备有先进的火控和战场信息数据链系统，配有激光测距仪、弹道计算器、全景周视观瞄、热成像瞄准镜等设备，是我国信息化能力最高的坦克。

图 22：直-20 的信息化设备



资料来源：舰载武器杂志、国海证券研究所

图 23：15 式坦克是我国信息化水平最高的坦克



资料来源：新浪网、国海证券研究所

信息化产业链较长，包括上游的光/电子元器件，中游的组件和分系统，以及下游的整机(包括专业的信息化装备和主战装备)。相对而言，上游的电子元件、光器件较为标准化，中下游的分系统和整机则较为差异化和垂直化。

在专业信息化装备发展和主战装备信息化水平提升的双重驱动下，上游的电子元件将受益于整体国防信息化水平的提升。下游的分系统则与具体型号装备的关联性更强，发展速度取决于相关型号的需求。

综合考虑下，我们重点看好上游具备技术壁垒、竞争格局较好的电子元器件企业，看好下游处于放量阶段的主战设备的信息化分系统供应商。

图 24：信息化产业链



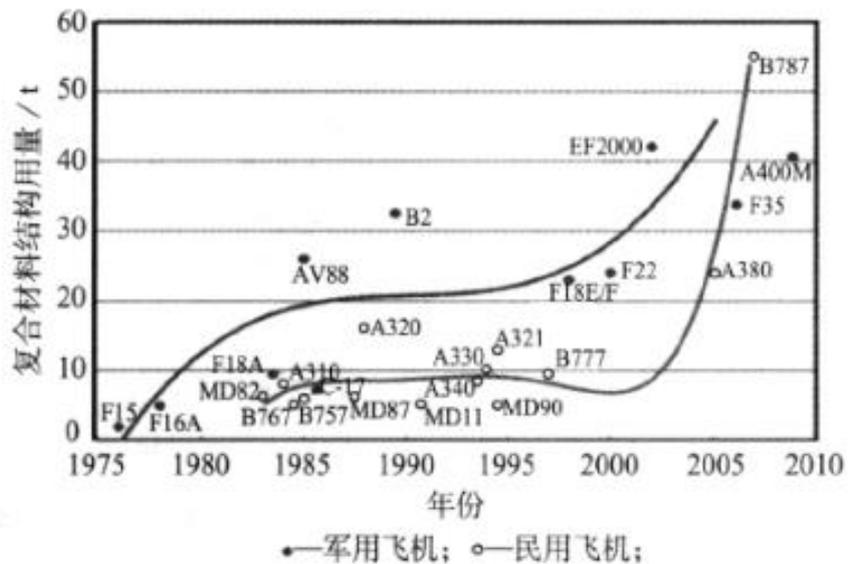
资料来源：景嘉微招股说明书、国海证券研究所

### 2.2.2、新材料渗透持续提升

装备的技术升级也体现在以碳纤维复合材料为代表的新材料上。

碳纤维复合材料具有轻质高强的特点，能有效减轻飞机机身的结构重量，对于飞机的机动性能和燃油经济性有明显改善。碳纤维复合材料在军机领域应用快速扩大，应用范围从功能件、次承力件到主承力件，结构重量占比也持续提升，F-35碳纤维复材占比达到36%。

图 25：各型号飞机复合材料用量占比



资料来源：先进航空树脂基复合材料研究与应用进展、国海证券研究所

我国军机复材应用也快速提升。歼-20 复合占比用量占比 20%左右，相较于歼-11 等三代机 10%左右的水平提升明显；直-20 在平尾、主旋翼等结构上也大量使用复合材料，使用比例更明显超出其它机型。

随着新机型的列装以及放量增长，新材料渗透率和用量持续提升，产业也将持续快速发展。

图 26：直-20 机身



资料来源：腾讯新闻、国海证券研究所

### 2.3、生态体系重塑，业绩表现可能分化

军品采购愈发强调竞争和开放。装备采购主要包括公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源、询价等模式，随着军费使用更加的集约高效，装备的采购模式也更加强调竞争和开放。《装备采购方式与程序管理规定》强调采购应当遵循统一领导、适度公开、竞争择优、注重效益、操作规范的原则，并对单一来源采购的适用情况进行了严格的限制；《关于加强竞争性装备采购工作的意见》强调要在装备全系统全寿命管理的各个环节，灵活采取分类、分层次、分阶段竞争和一体化竞争等竞争形式，积极推进竞争性装备采购。《竞争性装备采购管理规定》强调不得故意限制和规避竞争，并在单一来源项目的分系统或配套产品层面开展竞争性采购。《军队单一来源采购审价管理办法》则对单一来源模式定价进行了进一步规范。

表 5：竞争性采购相关规定

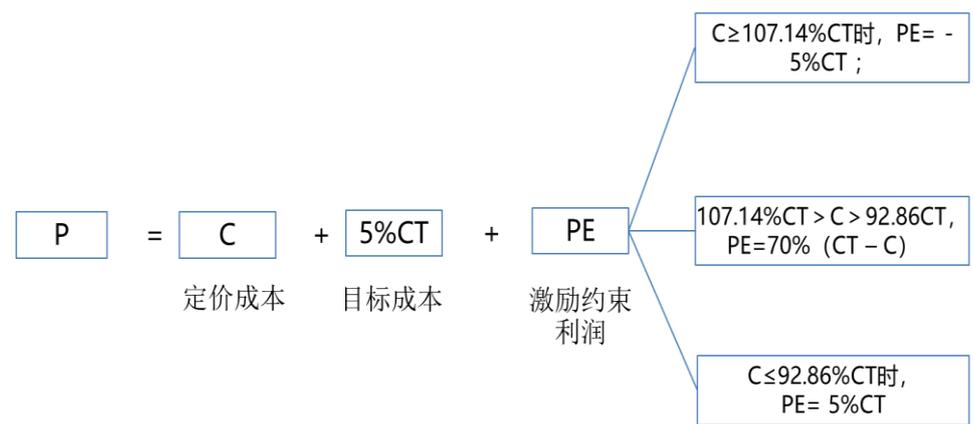
	主要内容	重点内容
《装备采购方式与程序管理规定》	规范了中国人民解放军装备采购方式与程序管理工作。	装备采购方式是指实施装备采购时，根据不同情况应当采用的法定形式。 装备采购方式与程序的确定应当遵循统一领导、适度公开、竞争择优、注重效益、操作规范的原则。 对单一来源采购装备的配套设备与器件，具备招标方式或者竞争性谈判方式采购的，装备采购业务部门应当督促承制单位采用相应采购方式采购。
《关于加强竞争性装备采购工作的意见》	加快建立完善以竞争为核心的竞争、评价、监督、激励机制，不断提高装备质量和采购效益，促进装备建设又好又快发	各级装备主管部门要在装备全系统全寿命管理的各个环节，根据装备类型和竞争条件，灵活采取分类、分层次、分阶段竞

	展。	争和一体化竞争等竞争形式，积极推进竞争性装备采购。
《竞争性装备采购管理规定》	加强竞争性装备采购管理，提高装备采购效益。	装备采购部门应当积极开展竞争性采购，任何单位及个人不得故意限制和规避竞争，不得妨碍公平竞争。 对于单一来源装备采购项目，其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。
《军队单一来源采购审价管理办法》	完善我军采购制度体系，规范采购行为，强化监督制约，进一步提升采购效能，促进廉政建设，推进采购任务完成。	重点明确了单一来源采购审价的方法、程序和内容，结合军队采购工作实际，从制造成本、直接材料、直接人工、制造费用、专项费用、费用分配、期间费用、管理费用、财务费用等方面对主要审核内容及方法予以规范。

资料来源：全军武器装备采购信息网、中国军网、国海证券研究所

**约束激励定价模式逐渐推行，主机厂供应链管理功能强化。**单一来源仍然是当前主战装备的主要采购模式，相应主要采用成本加成定价模式。随着定价机制改革的推进，军品定价机制将由成本加成模式转变为约束激励利润模式。即利润的确定方式由成本（包括期间费用）的 5%，转变为目标价格的 5%加上激励利润组成。而激励利润取决于定价成本与目标成本的差额，可正可负。约束激励定价模式下，一方面，打破了成本越高利润越多的循环，提升了主机厂进行成本/供应链管控的意愿；另一方面，理想状态下，主机厂的利润率也有望得到切实的改善，突破 5%。

图 27：约束激励定价模式计算公式



资料来源：武器装备采购信息网、国海证券研究所

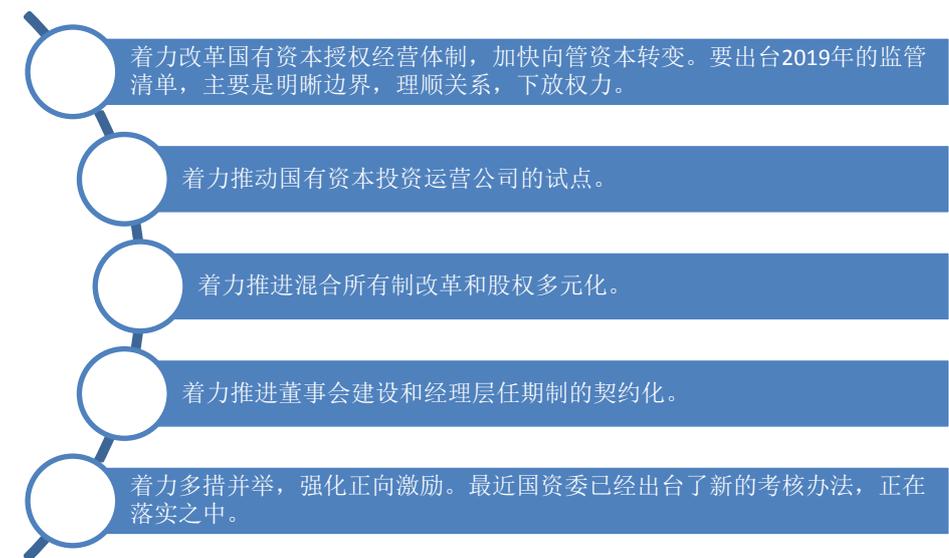
明确的竞争采购导向和定价机制改革赋予的主机厂成本管理动力下，可以预期，军工采购将愈发走向开放和竞争。是否具备核心技术优势或成本优势将成为军工企业，尤其是配套企业，议价能力的来源和利润的保障，未来军工企业业绩表现可能更加分化。

## 2.4、与上市公司相关性增强，改革成效逐渐显现

在国企改革的整体框架下，2019年改革持续横向扩展和纵向深化。

2019年3月9日的全国人大二次会议记者会上，国资委主任肖亚庆明确调2019年将是国企改革的攻坚之年，要从五方面着手加快培育有全球竞争力的世界一流企业，具体举措则包括：改革国有资本授权经营体制、推动国有资本投资运营公司的试点、推进混合所有制改革和股权多元化、推进董事会建设和经理层任期制的契约化、强化正向激励。

图 28：培育具有全球竞争力的世界一流企业的相关举措



资料来源：中国证券报、国海证券研究所

2019年6月3日，国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，从分类开展授权放权、加强行权能力建设、完善监督管理体系、建立动态调整机制等方面对授权放权进行了明确。具体而言，清单对子公司资本运作、混合所有制改革、职业经理人制度建设、中长期激励机制建设等方面进行了松绑，并要求做到层层传递，全面激发各层级企业活力。

图 29：国务院国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》

# 国务院国资委 授权放权清单 (2019年版)



资料来源：搜狐网、国海证券研究所

2019年11月8日，国务院国资委印发《中央企业混合所有制改革操作指引》，明确了中央企业所属各级子企业通过产权转让、增资扩股、首发上市（IPO）、上市公司资产重组等方式，引入非公有资本、集体资本实施混合所有制改革的工作参考。

图 30: 《中央企业混合所有制改革操作指引》



资料来源：国资委网站、国海证券研究所

2019年11月11日，国务院国资委印发《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，从激励计划、业绩考核、科创板上市公司、管理体制等方面对股权激励的具体事项进行了明确，加大了对股权激励的支持力度和激励效果。

图 31: 关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知

## 国务院国有资产监督管理委员会文件

国资发考分规〔2019〕102号

### 关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知

各中央企业：

为深入贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神，认真落实党中央、国务院决策部署，积极支持中央企业控股上市公司建立健全长效激励约束机制，充分调动核心骨干人才的积极性，推动中央企业实现高质量发展，根据有关法律法规规定，现就进一步做好中央企业控股上市公司（以下简称上市公司）股权激励工作的有关事项通知如下：

资料来源：国资委网站、国海证券研究所

从整体来看，国资委年初提到的重点举措基本得到落实，说明当前国企改革正在切实推进，未来进一步深化可期；另一方面，改革的相关举措也更加细化，从顶层设计过渡到更加具体、可操作的指导意见上。

一方面，国企改革有利于企业经营管理效率的提升，但效果需要逐渐显现；另一方面，资产证券化、股权激励等举措短期效果更加明显，市场关注度也更高。随着国企改革关于混改和激励方面的政策深化和细化，改革更加贴近上市公司和市场，改革成效有望更加明显。

2019年11月18日，中航光电公告第二期限限制性股票激励计划，授予的股票数量3206.5万股，占总股本的2.9963%；激励对象覆盖公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计1215人。股权激励计划公告次日，中航光电股价上涨5.92%，彰显市场对于央企上市公司股权激励的看好。

图 32：中航光电股权激励公告后股价走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

## 2.5、自主可控将是长期关注重点，阶段性把握投资机会

随着美国对中国崛起担忧的增强以及贸易对抗的明面化，美国对于我国高科技产业的打击和封锁持续加强，越来越多的企业被美国列入实体名单。

表 6: 美国近年来对华高科技企业封锁

2018 年 4 月	美国商务部宣布在未来七年里将禁止美国公司向中兴销售零部件或提供软件支持
2018 年 8 月	美国商务部将 44 家中国军工企业列入出口控制清单
2018 年 10 月	对中国存储芯片制造商福建晋华集成电路有限公司实施禁售
2019 年 4 月	将 37 家中国大陆企业和学校列入美国企业应谨慎对待的“未经核实”实体的危险名单
2019 年 5 月	美国商务部宣布，将把华为及其子公司列入出口管制的“实体名单”
2019 年 6 月	新增五家禁止美国供应商采购部件的中国实体（包括天津海光、中科曙光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术以及无锡江南计算技术研究所等）
2019 年 10 月	将 8 家中国企业列入美国贸易管制黑名单，禁止与美国企业合作（大华科技、海康威视、科大讯飞、旷视科技等）

资料来源：新浪、Techweb、国海证券研究所

与此同时，美国的打击，也使得自主可控也上升至新高度；一方面，政府的扶持力度持续加大，作为我国安全的保障和发展的支撑，核心技术领域自主可控势在必得；另一方面，随着美国打击范围的扩大，尤其是对于民用领域产品的打击，使得国内企业认识到产业链自主可控的重要性，开始自下而上的推动供应链国产化，自主可控也迅速落实到配套机会和具体订单上。

图 33: 美国封锁华为



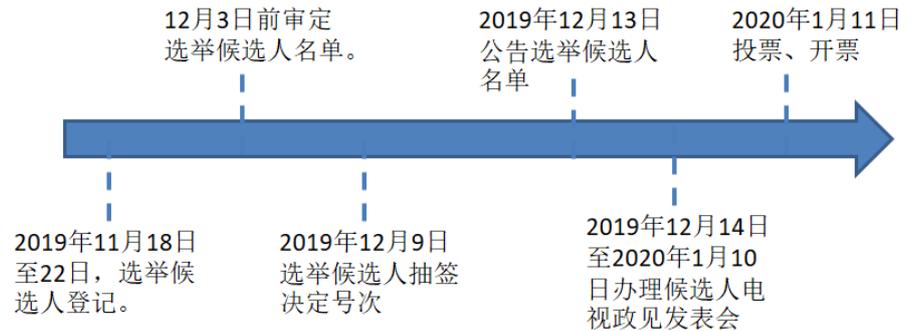
资料来源：百度图片、国海证券研究所

在政策和产业的扶持力度持续加大的同时，也客观认识到核心技术的突破是一个相对长期的过程，尤其是芯片等尖端领域，实现产品的突破和提升需要经历持续的迭代升级过程，自主可控行情表现可能以阶段性为主。

## 2.6、台湾大选可能成为重要事件催化

2020年，台湾将迎来地区领导人的大选。目前为止，确认参选的包括民进党蔡英文、国民党韩国瑜以及亲民党宋楚瑜，选举电视政见发表会将在12月14日至1月10日举行，选举结果将在1月11日揭晓。

图 34：2020 年台湾选举流程



资料来源：百度百科、国海证券研究所

从候选人对大陆的态度来看：蔡英文执政以来，拒不承认“九二共识”，两岸关系也迅速恶化；韩国瑜虽然承认“九二共识”，但也提出“市场靠大陆，防务靠美国”的观点。可以预见，一方面，台湾选举期间，两岸政策和两岸关系将是讨论的重点，将引起广泛关注；另一方面，台湾若有“出格”举动或者美国干预，也必将引起大陆的剧烈反应。

图 35：台湾计划向美国购买 66 架 F16V 战机

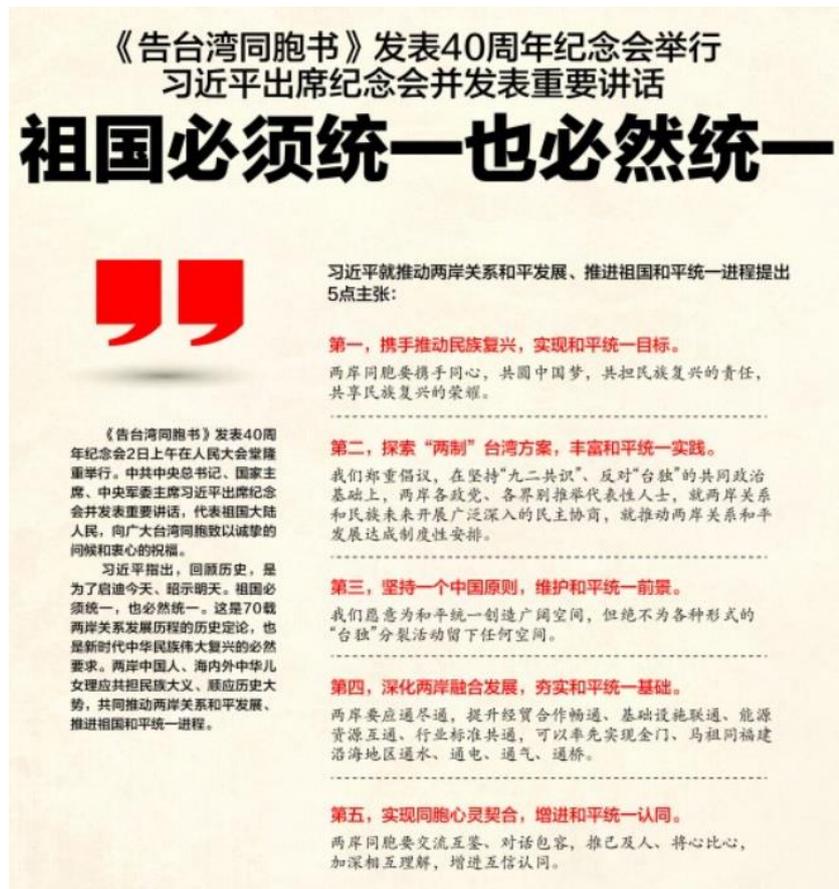


资料来源：网易新闻、国海证券研究所

对于台湾问题，大陆的态度一直十分明确，在《告台湾同胞书》发表40周年纪念大会上，习近平主席明确提出“祖国必须统一，也必然统一”。《新时代的中国国防》白皮书中指出：解决台湾问题，实现国家完全统一，是中华民族的根本利益，是实现中华民族伟大复兴的必然要求。

台湾大选作为重要事件，将引起社会的高度关注，也有望成为军工板块行情的重要催化剂。

图 36: 祖国必须统一也必然统一



资料来源：城市信报、国海证券研究所

### 3、行业评级

业绩角度，迎来十三五收官之年和国防建设关键节点，订单有望大量释放，支撑业绩持续增长；估值角度，当前板块整体估值处于近五年低位，且部分核心标的估值已具备较高性价比，具备向上的弹性；改革角度，持续深化下，资产证券化和股权激励等改革举措与上市公司关联性更强，改革利好逐渐显现；此外，台湾大选等热点事件也有望成为重要行情催化剂。看好军工行业 2020 年市场表现，给予推荐评级。

### 4、投资策略及重点推荐个股

重点看好以下投资方向：1) 成长主线：国防建设仍处于成长阶段，重点看好装备处于放量增长阶段的主机和核心配套，以及受益信息化和新材料需求增长的上游企业，重点推荐中直股份、中航沈飞、中航飞机、航天电器、中航光电、振华科技、中航高科、钢研高纳等；2) 改革主线：国企改革持续深化下，重点看好体外资产质优量大、估值较低的央企上市平台，推荐四创电子、中航机电、中航电子、中国海防；3) 自主可控主线，重点关注产品军民两用、进口替代空间广阔的景嘉微、航锦科技等。

### 1) 中直股份

公司是我国军用直升机龙头，市场地位稳固。当前陆军、海军领域直升机需求快速增长。陆军领域，我国陆军正加速由区域防卫向全域机动转型，以陆军航空兵为代表的空中突击力量成为当前的建设重点。海军领域，两栖攻击舰建设和舰船大型化发展下，直升机功能和地位增强。随着重点亟需型号直-20 的定型列装，军用直升机需求有望快速释放，公司迎来业绩快速增长阶段。

### 2) 中航沈飞

公司作为我国的歼击机摇篮，主要产品包括重型歼击机和舰载机等。随着我国国防战略的调整，军队活动范围逐渐向外部拓展，公司产品的重要性进一步提升。空军方面，远洋巡航日益常态化，航程大、攻击能力强的重型战斗机成为主力；海军方面，航母建设投入不断加大，航母数量的增多将使得舰载机需求快速增长，成为重要的增量。

### 3) 中航飞机

公司是我国运输机和轰炸机的唯一生产商。运输机作为战略空军的象征，一方面，承担远程军力的投送；另一方面，也是加油机、预警机等特种机型的发展平台。在我国军队加快转型，作战模式向体系化、信息化发展的背景下，我国运输机和特种飞机等装备数量明显不足。在我国高度重视国防建设以及军方需求迫切的背景下，公司产品需求有望持续增长。此外，随着西飞集团和陕飞集团的整体注入，公司相关关联交易内部化，经营效益有望明显提升。

### 4) 航天电器

军用领域，连接器是武器装备的核心元器件，在国防建设持续高额投入、装备建设高景气的背景下，军用需求有望持续增长；民用领域，连接器主要用于通信等领域，在 5G 建设已经启动以及建设力度逐步加大的背景下，通信领域连接器需求有望高速增长。公司军品客户覆盖航天、航空、电子、舰船、兵器等领域，基本实现了全部军工装备领域的覆盖；民品覆盖中兴、华为等重要通讯企业；将受益军民领域连接器需求的快速增长。

### 5) 中航光电

公司是军用连接器龙头，产品广泛应用于国防军工、通讯与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费类电子、工业等高端制造领域，其中国防军工、通信占比较

大。国防军工领域，长期武器装备建设仍有较大缺口，短期处于十四五装备采购高峰，国防军工领域需求有望持续高景气；通信领域，5G建设周期启动，基站等建设投入不断攀升，需求增加加速。

#### 6) 振华科技

公司隶属于振华集团，是我国领先的军工电子元器件供应商，产品覆盖电容、电阻、电感、半导体分立器件、厚膜混合集成电路等。一方面，市场需求持续增长，公司产品范围不断拓展，供需持续向好；另一方面，公司加大管理优化，不断处置亏损资产，整体经营质量持续改善。

#### 7) 中航高科

公司是我国航空复材领域龙头，产品主要为树脂、芯材、预浸料等产品。航空领域减重需求明确，复合材料结构占比提升是确定趋势，在当前我国军民航空产业加速发展，以及新机型复合材料用量明显提升的背景下，航空复材行业成长空间广阔。公司核心竞争力上，一方面，公司在高性能树脂及预浸料技术、复合材料制造技术、先进无损检测技术等方面国内领先；另一方面，背靠航空工业集团，航空领域预浸料核心供应商地位稳固。

#### 8) 钢研高纳

公司是国内高端高温合金的龙头企业，产品覆盖铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金，主要应用于航空航天等高端领域。公司作为中国钢研科技集团下属企业，技术优势突出。随着国产航空发动机的成熟、军机采购的增长以及发动机零部件的国产化，航空市场需求快速增长，市场规模不断扩大。民品市场方面，公司并购青岛新力通，切入石化、冶金、玻璃和热处理等行业，扩大市场领域，有望打开新的发展空间。

#### 9) 四创电子

博微子集团上市平台，有望受益资产注入。一方面，随着博微子集团的实体化经营，管理层经营思路的贯彻和各研究所之间业务协同有望逐渐加强；另一方面，我国对科技创新重视程度不断提升，国企改革持续深化，资本成为军工企业高质量发展的重要推力。此外，考虑到军工集团资产证券化方向明确，证券监管机构鼓励军工企业高质量发展，博微子集团资产证券化的脚步有望加快，公司作为上市平台，有望承接资产注入，实现跨越式发展。

#### 10) 中国海防

公司通过资产重组注入长城电子，主营业务变为水声信息传输。当前公司正在实施进一步重组，注入中船重工七一五、七一六以及七二六研究所下属优质水声资产，业务扩展至水声探测、水声信息获取、水声对抗等领域，实现水声专业的全覆盖。资产注入完成后，公司将成为我国海军水声系统龙头，市场地位大幅提升的同时，盈利能力也将显著增长。此外，作为集团的电子信息板块上市平台，有望进一步承接资产注入。

### 11) 中航机电

机电系统是飞机的关键组成部分，价值占比高重要性突出。公司作为航空工业集团的机电系统建设平台，在市场处于领先地位，占据绝大部分市场份额。当前我国航空装备产业处于发展的机遇期，军机方面，新型军机加速列装老旧机型更新换代；民机方面，实力突破成长加速，公司充分受益产业发展；此外，在军工资产证券化的背景下，控股股东有望通过优质资产的注入进一步加速公司发展。

### 12) 中航电子

公司产品覆盖飞行控制系统、惯性导航系统、飞行航姿系统等航空电子产品，是航空工业集团下属航电系统的建设平台。当前我国航空装备处于发展机遇期，军机需求快速释放，民机不断取得突破性进展，在整机需求的带动下，公司发展前景广阔。此外，作为航电系统上市公司，公司体外还有大量优质航电资产，注入可期。

### 13) 航锦科技

通过内生外延，公司已经拥有长沙韶光、威科电子、湖南九强等优质军工资产，业务领域覆盖军工芯片的研发、设计、封装、集成以及下游应用，军工电子生态日臻完善的同时，成为我国自主可控的重要支撑。未来，公司围绕军工电子产业链进一步完善业务布局的同时，还将强化 GPU 等新产品的发展，借助全产业链布局的优势加快新品的导入，实现产品-生态互相强化的正循环。

### 14) 景嘉微

公司是我国军用 GPU 和显控模块的核心供应商，市场份额领先。在巩固军用市场的基础上，公司进一步加大产品的研发力度，积极拓展民用市场，有望成为我国自主可控计算机的核心配套商，打开广阔民用空间。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-11-27 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000733.SZ	振华科技	14.87	0.5	0.62	0.77	29.56	24.03	19.20	未评级
000768.SZ	中航飞机	15.89	0.2	0.24	0.27	79.45	66.21	58.85	买入
000818.SZ	航锦科技	10.29	0.73	0.56	0.64	14.1	18.38	16.08	增持
002013.SZ	中航机电	6.32	0.23	0.27	0.31	27.48	23.41	20.39	买入
002025.SZ	航天电器	24.76	0.84	1.0	1.22	29.48	24.76	20.3	买入
002179.SZ	中航光电	38.56	1.21	1.16	1.44	31.87	33.24	26.78	买入
300034.SZ	钢研高纳	14.89	0.24	0.35	0.43	62.04	42.54	34.63	买入
300474.SZ	景嘉微	59.58	0.47	0.60	0.87	126.77	99.70	68.44	未评级
600038.SH	中直股份	44.21	0.87	1.12	1.35	50.82	39.47	32.75	买入
600372.SH	中航电子	13.34	0.27	0.31	0.37	49.41	43.03	36.05	增持
600760.SH	中航沈飞	28.04	0.53	0.61	0.75	52.91	45.97	37.39	买入
600764.SH	中国海防	26.06	0.17	0.22	0.25	153.29	118.45	104.24	买入
600862.SH	中航高科	9.5	0.22	0.29	0.29	43.18	32.76	32.76	买入
600990.SH	四创电子	42.02	1.62	1.89	2.21	25.94	22.23	19.01	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：“未评级”股票盈利预测取自万得一致预期）

## 5、风险提示

- 1) 装备采购不及预期;
- 2) 国企改革不及预期;
- 3) 政策扶持不及预期;
- 4) 推荐标的盈利不及预期;
- 5) 资产注入的不确定性;
- 6) 系统性风险。

## 【军工组介绍】

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，3年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究

邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

苏立赞、邹刚，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。