

国防军工

2020年度国防军工策略： “管资本”时代与A股外资化价值演绎

作者：

分析师 李鲁靖 SAC执业证书编号：S1110519050003

lilujing@tfzq.com

分析师 邹润芳 SAC执业证书编号：S1110517010004

zourunfang@tfzq.com

联系人 许利天

xulitian@tfzq.com



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

主线1：军民互通的军工科技股是未来长牛基础，外资化价值演绎带来机遇：

连接器双雄（中航光电、航天电器）、和而泰、光威复材、菲利华

主线2——国资改革驱动的国企基本面共振&证券化：中航飞机、航发动力、中航沈飞、中航机电、中航重机

风险提示：资管新规2020年分级基金部分清盘风险，基本面情况不及预期，股权激励落地放缓，外资流入偏低。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-11-27	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000768.SZ	中航飞机	15.89	买入	0.20	0.24	0.28	0.33	79.45	66.21	56.75	48.15
002025.SZ	航天电器	24.76	买入	0.84	0.99	1.19	1.43	29.48	25.01	20.81	17.31
600760.SH	中航沈飞	28.04	买入	0.53	0.65	0.78	0.95	52.91	43.14	35.95	29.52
002013.SZ	中航机电	6.32	买入	0.23	0.26	0.31	0.37	27.48	24.31	20.39	17.08
002402.SZ	和而泰	10.88	买入	0.26	0.35	0.48	0.65	41.85	31.09	22.67	16.74
002179.SZ	中航光电	38.56	买入	1.21	1.49	1.88	2.49	31.87	25.88	20.51	15.49

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1

基本面及年度回顾

***说明：**上市公司样本库是在中信军工指数成分股基础上，添加16只主营业务与军工产业链高度相关的个股（航天长峰、欧比特、旋极信息、中光学、杰赛科技、卫士通、和而泰、睿创微纳、振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子、光威复材、菲利华、西部材料、宝钛股份）

同时，删除6只主营业务与核心装备关联度较低的个股（航天晨光、光启技术、威海广泰、全信股份、ST抚钢、新光光电）

注：中航光电、航天电器、振华科技为与电子联合覆盖，和而泰与家电联合覆盖，航锦科技为与化工联合覆盖、菲利华与有色联合覆盖

1.1. 整体增速持续处于景气回升，“十三五”内民企首次增速超国企

19Q3军工板块整体盈利增长保持两位数，持续处于景气回升阶段

- 营收2528.35亿元，同比+7.70%，实现稳健增长
- 归母净利润128.72亿元，同比+11.61%，实现两位数可观增长

新趋势：“十三五”内民营企业首次增速超越国企，主因受益景气回升中上游（半导体、电子元器件、新材料）企业率先放量，民参军企业多数从事上游配套。

民企：

- 营收361.76亿元，同比+17.37%
- 归母净利润38.33亿元，同比+17.29%

国企保持稳定整体增长，净利润增速约10%

- 营收2166.59亿元，同比+6.24%
- 归母净利润90.40亿元，同比+9.36%。

板块ROE开始底部改善，Q2 3.3%/Q3 3.4%

类型	19Q3营收(亿元)	19Q3毛利(亿元)	19Q3归母(亿元)
军工板块整体	2,528.35	449.03	128.72
国企	2,166.59	330.78	90.40
民参军	361.76	118.25	38.33

类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率
军工板块整体	7.70%	17.76%	11.61%	5.09%
国企	6.24%	15.27%	9.36%	4.17%
民参军	17.37%	32.69%	17.29%	10.59%

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 细分行业回顾：航空、地面兵装（主要为单兵与弹药增长良好）呈现良好上升趋势

我们将原材料、芯片与元器件两大上游领域企业进行单独归类，不参与本项分析。因为上游行业面对的是全部细分行业，无法进行上游企业的细分行业归属分类。

- **航空**：收入+11.08%\归母+17.88%；
- **地面兵装（含单兵系统/弹药等武器装备）**：收入+13.75%\归母+27.59%；
- **航天与船舶**均为同比下降。

分析：航空与地面兵装（主要是参与弹药制造与单兵作战系统的企业景气度良好）的景气度率先进入行业高景气周期，显示出良好增长力。船舶板块受民船拖累依然处于周期底部，航天板块存货与预收款增速较大或将于2020年出现小幅改善。

类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率
航空	11.08%	15.23%	17.88%	3.96%
航天	0.70%	22.77%	-9.74%	5.56%
地面兵装	13.75%	18.95%	27.59%	6.60%
船舶	3.72%	9.44%	-9.12%	2.79%
信息化	0.11%	28.10%	-18.02%	4.46%
芯片与元器件	12.05%	37.21%	24.31%	13.59%
原材料	26.47%	27.61%	83.90%	10.61%

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 板块估值进入低估值机会分位——十年18.55%分位点

PE分位：选取10年维度2010年1月1日至2019年11月22日数据，中信军工指数动态市盈率（PE-TTM）为历史18.55%分位点，仅低于，低于20%低估值分位线，处于低估值配置机会区域。

持仓分析：因多次短期扰动影响（目录调整误读、ETF换购、主题性兑现等），目前机构主动持仓数据为三年最低，因2019年9月底前投资者获得大额收益引发收益兑现，我们选用交易扰动较小的20190630数据，军工主动持仓配置比例/标配比例为0.64%/1.61%，呈现较明显的低配。

在长线资本持续流入与产业景气度维持下，预计将出现配置比例上升趋势。

市盈率-TTM

资料来源：wind，天风证券研究所

当前值	55.92
分位点	17.93%
危险值	112.81
中位数	70.55
机会值	57.14
指数点位	5434.41

最大值	208.96
平均值	82.38
最小值	28.02



1.4. 目前主要企业估值情况：当前处于历史低位

股票代码	股票名称	收盘价 2019/11/27	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600760.SH	中航沈飞	28.04	0.53	0.65	0.78	0.95	52.91	43.55	36.29	29.80
600038.SH	中直股份	44.21	0.87	1.05	1.30	1.58	51.07	42.69	34.48	28.37
000768.SZ	中航飞机	15.89	0.20	0.24	0.28	0.33	78.82	65.13	55.82	47.36
600967.SH	内蒙一机	9.87	0.32	0.37	0.46	0.56	30.84	27.38	22.02	18.09
600893.SH	航发动力	20.15	0.47	0.53	0.64	0.76	42.87	38.02	31.48	26.51
000547.SZ	航天发展	9.43	0.29	0.38	0.49	0.62	32.52	24.82	19.24	15.21
600990.SH	四创电子	42.02	1.62	1.63	1.91	2.20	25.94	25.78	22.00	19.10
002013.SZ	中航机电	6.32	0.23	0.26	0.31	0.37	27.48	24.85	20.84	17.46
600879.SH	航天电子	5.82	0.17	0.18	0.22	0.28	34.64	32.33	26.45	20.79
002179.SZ	中航光电	38.56	1.21	1.49	1.88	2.49	31.87	26.87	21.30	16.08
002025.SZ	航天电器	24.76	0.84	0.99	1.19	1.43	29.48	25.40	21.13	17.59
002935.SZ	天奥电子	26.15	0.91	0.91	0.84	0.94	28.74	28.74	31.13	27.82
002402.SZ	和而泰	10.88	0.26	0.35	0.48	0.65	41.07	32.20	23.48	17.34
000818.SZ	航锦科技	10.29	0.73	1.05	1.32	1.66	14.10	9.37	7.45	5.93
000733.SZ	振华科技	14.87	0.50	0.63	0.78	0.98	29.74	23.90	19.31	15.37
603678.SH	火炬电子	20.74	0.74	0.92	1.18	1.49	28.03	22.54	17.58	13.92
300699.SZ	光威复材	38.06	1.02	0.99	1.24	1.54	37.31	38.44	30.69	24.71
600862.SH	中航高科	9.50	0.22	0.27	0.29	0.35	43.18	35.19	32.76	27.14
300395.SZ	菲利华	20.49	0.54	0.59	0.79	1.05	37.94	34.73	25.94	19.51
603267.SH	鸿远电子	43.42	1.76	1.74	2.25	2.85	24.67	24.95	19.30	15.24
600765.SH	中航重机	8.88	0.43	0.42	0.50	0.59	20.65	21.14	17.76	15.05

资料来源：wind

资料来源：wind，天风证券研究所



2

2020年景气度判断

2.1. 回顾2019产业链：上下游两端兑现高景气，中游企业承压

产业链层级自上而下分析：上下游两端增速较大幅度优于行业平均。

类型	19Q3营收(亿元)	19Q3毛利(亿元)	19Q3归母(亿元)
上游：芯片与元器件	220.82	82.18	30.02
原材料	112.31	31.01	11.92
分系统	397.74	94.09	20.69
主机厂	536.33	490.70	17.89

类型	19Q3营收YoY	19Q3毛利率	19Q3归母YoY	19Q3净利率
上游：芯片与元器件	12.05%	37.21%	24.31%	13.59%
原材料	26.47%	27.61%	83.90%	10.61%
分系统	4.61%	23.66%	8.53%	5.20%
主机厂	13.28%	91.49%	49.00%	3.34%

资料来源：wind，天风证券研究所

➤ 上游——原材料\半导体&电子器件

上游企业因下游新品扩产进入量、价值量占比齐升阶段。

(1) 原材料企业因价格变动与需求旺盛归母上升83.9%；(2) 芯片与元器件归母上升24.3%

➤ 下游——主机厂：新定价规则下，受益产业链定价权持续加强。

主机厂Q3归母净利润增速达49%，即便考虑到调节交付影响，全年预计依然可达到20%以上归母增速

➤ 中游——分系统企业：作为中间层级受到上下游挤压（归母净利润8.53%）

2019年为军改落地与装备目录调整后第一完整年度，在新规则下，中游企业受到上下游挤压

2.2. 2020年预判：民企增速继续高于国企，上下游企业延续高景气，中游企业进入盈利改善（1）

上游：新装备持续扩产，其所需**原材料、元器件**处于占比和产量双升阶段，具备景气放大效果。

下游：企业具备较高定价权，同时受益定价机制改革。

中游：将于2020年度过上下游挤压阶段，低基数效应出现。

（1）上游企业中，**原材料**细分

➢ 复材/高温合金类企业景气度望延续

➢ 钛材价格中期维持高位，或出现调整

关注景气高位维持：中航高科、光威复材、钢研高纳



资料来源：wind，天风证券研究所

（2）上游企业中，**半导体与电子元器件**细分

➢ 景气度将有望稳定延续，民用产业带动效应将更加明显

➢ 产业处于复苏向上，但还未达到顶点，2020年或为增速兑现阶段

关注拐点加速期：菲利华、和而泰、中航光电、航天电器、火炬电子、振华科技、航锦科技、耐威科



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 2020年预判：民企增速继续高于国企，上下游企业延续高景气，中游企业进入盈利改善（2）

(3)下游企业：定价机制改革下，下游定价权望持续强化

预计在新军品定价机制下，垄断供给、单一需求的市场结构有望出现军品利润、采购价格、保军数量的最优博弈解，主机厂或可通过产业链影响，调控成本获得定价奖励获得更高毛利润率。

主要关注：中航飞机、中航沈飞、中直股份、内蒙一机

(4)中游企业（分系统）：将于2020年度过上下游挤压阶段，低基数效应出现，进入拐点。

重点关注2019年较弱的（归母净利润8.53%）中间层级配套，低基数效应下降，有望进入盈利恢复期。

关注：中航机电、航天发展、天奥电子、四创电子

	19Q3营收(亿元)	19Q3归母(亿元)	19Q3营收YoY	19Q3归母YoY
主机厂	477.97	12.88	16.40%	65.96%
分系统	397.74	20.69	4.61%	8.53%

图 1：在新的军品定价机制假设下，软件价值单独列示能够降低军品定价成本，进而增加乙方利润。



资料来源：天风证券研究所（注：本图中的所有表述为团队在进行逻辑推理过程中的假设）

资料来源：wind，天风证券研究所

股票代码	股票简称	类型	19Q3营收(亿元)	19Q3归母(亿元)	19Q3营收YoY	19Q3归母YoY
600118.SH	中国卫星	卫星平台	43.93	2.65	-3.1%	-3.6%
600562.SH	国睿科技	雷达主机厂	7.64	0.26	11.8%	15.2%
600990.SH	四创电子	雷达主机厂	15.15	-0.72	-26.3%	-30.1%
002544.SZ	杰赛科技	军用通信运维	35.23	0.54	6.1%	3.3%
002013.SZ	中航机电	航空机载系统	82.77	5.67	4.1%	3.9%
600372.SH	中航电子	航空机载系统	51.73	2.66	12.4%	12.7%
000547.SZ	航天发展	信息化直销装备	23.52	3.08	47.7%	62.8%
600879.SH	航天电子	航天-配套	92.81	3.51	2.2%	0.1%
600764.SH	中国海防	水下防务系统	1.72	0.23	-0.5%	4.1%
002935.SZ	天奥电子	原子钟	4.35	0.34	2.6%	1.8%
002465.SZ	海格通信	军用通信	28.45	3.11	10.8%	8.3%
002268.SZ	卫士通	信息安全	10.43	-0.64	0.1%	-1.8%
合计			397.74	20.69	4.6%	2.8%

资料来源：wind，天风证券研究所



3

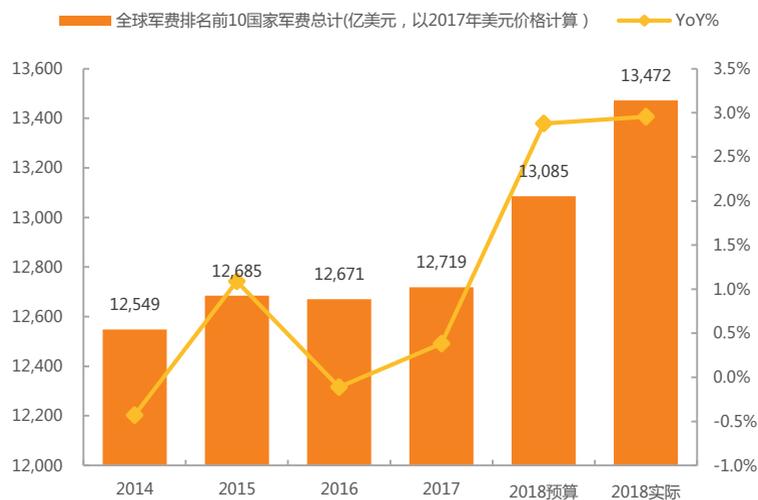
国际局势与重要催化时点： 关注春季躁动期与Q4

3.1. 海外军工企业进入快速增长期，全球换装周期加速

- 重要国家军费增速持续攀升，美国仍为第一，中国第二，军费为美国的38.5%
- 斯德哥尔摩和平研究所（SIPRI）发布了全球各国2018年实际军费情况——排名第一的为美国，实际军费为6488亿美元，同比+7.1%；排名第二的为中国，实际军费为2500亿美元，同比+9.7%。

国家	2016	2017	2018预算	2018实际	2018YoY%
USA	6,128.89	6,058.03	6,335.65	6,487.98	7.1%
China	2,157.18	2,278.29	2,392.23	2,499.97	9.7%
Saudi Arabia	631.41	704.00	658.43	675.55	-4.0%
India	603.11	645.59	665.78	665.10	3.0%
France	587.95	604.17	595.42	638.00	5.6%
Russia	825.76	665.27	641.93	613.88	-7.7%
UK	469.03	464.33	468.83	499.97	7.7%
Germany	429.18	453.82	461.92	494.71	9.0%
Japan	453.51	453.87	453.62	466.18	2.7%
Korea, South	384.63	391.71	411.57	430.70	10.0%
全球军费总计(亿美元，以2017年美元价格计算)	12,670.66	12,719.09	13,085.38	13,472.03	
YoY%	-0.1%	0.4%	2.9%	3.0%	

资料来源：SIPRI官网，天风证券研究所



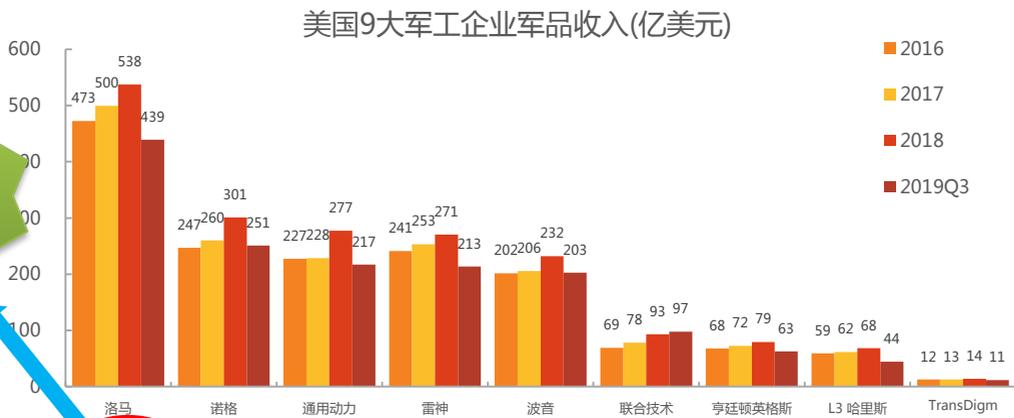
资料来源：SIPRI官网，天风证券研究所

- 重要国家军费增速持续攀升，全球依然处于集体换装周期
全球军费排名前10的国家2018年实际军费为13472亿美元，相比2017年增加753亿美元，同比+3%，相比2017年增长2.6个百分点。全球依然处于集体换装周期，且其增速趋势明显，如英法德等欧洲国家，以及中国、韩国等亚洲国家军费军有较显著增长。

3.1. 海外军工企业进入快速增长期，全球换装周期加速

- **美国军工企业迎高景气：**前9大军工企业2018年军品收入1873亿美元，同比+12.1%（+7.5个百分点）；高景气在19年前三季度再得延续，军品营收1539亿美元，同比+11.6%。

F-35未交付
订单多达
396架
同比+68.5%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **不同子行业2018年业绩增速上行改善显著，19Q3军品延续2018年增长趋势。**



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 事件催化重要日历：核心变量-台湾地区选举&美大选&英国脱欧

➤ 近期重大事件：我国台湾地区领导人选举、美国换届、英国脱欧、伊朗与西方世界冲突加剧、叙利亚争端持续。

➤ 2020年核心事件：我国台湾地区领导人选举、美国大选

(1) 我国台湾地区领导人选举——1月11日； (2) 英国脱欧最后期限——1月31日

(3) 美国大选——Trump是否会采取保证连任的极端措施&改选总统的政治偏好 11月3日

英国脱欧



西班牙暴乱



伊朗政府上调油价
西方世界怂恿伊朗群众游行



香港局势动荡



我国台湾地区领导人选举



美国2020大选



智利民众不满养老金延后支付，群众游行升级



资料来源：新华网，天风证券研究所



4

国资混改上升为2020年主线之一： 从“管资产”到“管资本”

4.1. 风向变化：从“管资本”角度实现新维度国资保值增值，二级空间增厚

- 中航飞机拟进行资产置换，或将意味着无募资二级股东最大回报时代的开始
- 11月5日晚公司公告，拟与集团子公司航空工业飞机进行资产置换。西飞与陕飞为飞机整机制造企业，置入完成后，上市公司营收与净利润将大幅增厚，集团采购体系的供应链损耗将恢复，拟收购标的成本管控与盈利能力望进一步提升。拟置入的资产包括：
 - ①西安飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权
 - ②陕西飞机工业（集团）有限公司 100%股权
 - ③中航天水飞机工业有限责任公司 100%股权（拟在交易前无偿划转至航空工业飞机）
- 预计交易将增厚营收251.5亿元，增厚净利润约4.73亿元。因方案不涉及发行股份，因此股本保持不变，EPS不被稀释，将从0.24元增加到0.41元，备考PE为38.1x。
- “管资本”角度下，国有资产保值增值考量纳入了国有有价证券的市场价值波动，遵循市场规则的股东权益增值保值将打开二级市场的收益弹性空间。



资料来源：西飞公司官网，天风证券研究所



资料来源：西飞公司官网，天风证券研究所

4.1. 风向变化：从“管资本”角度实现新维度国资保值增值，二级空间增厚

➤ 国资委发布央企股权激励相关通知，**股权激励为代表的国资混改将大幅**

- 一是科学规划股权激励。重点包括：结合集团产业发展规划与高质量发展需要进行激励；聚焦核心骨干人才；央企负责人不纳入股权激励对象范围。
- 二是对激励方式的要求。重点包括：股权激励要与未来相结合，一般为股票期权、股票增值权、限制性股票等方式；要根据所在行业经营规律、企业改革发展实际等因素科学确定，也就是说，不能只根据激励实现的难易程度作为优先考量。
- 三是激励时间与数量的要求。重点包括：鼓励上市公司分期授予方式实施股权激励，实现员工与公司利益长期绑定；首次激励的权益数量占总股本从1%扩大至3%如为重大战略转型，两个完整年度内的激励占比最高可放宽至5%，做到谋大事、干大业。
- 四是对激励价格与激励水平的要求。重点包括：限制性股票的授予价格不低于市价的50%，若股价破净，不得低于市价的60%；授予价值不得高于授予时薪酬总水平的40%。

中航光电：首家响应国资委号召，第二期股权激励于《通知》公布一周后落地。关注：军民互通性，或处于改革先锋的央企上市公司。

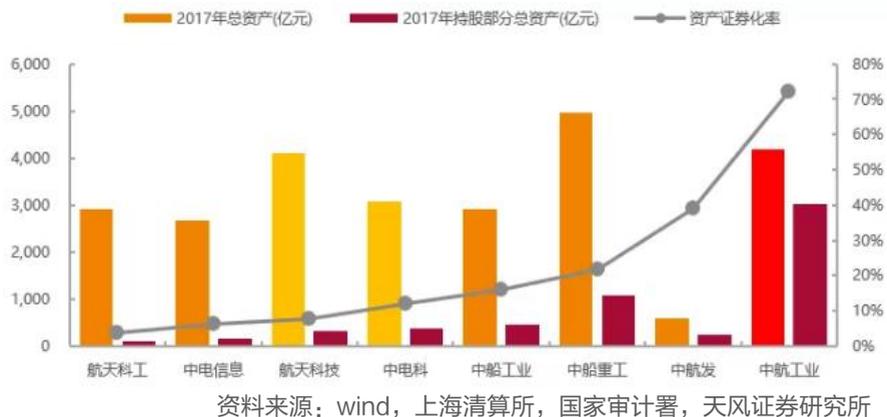
重点关注国改思路变化：借市场无形之手

未来国资改革的核心将持续贯彻“从管资产到管资本的演变”，即用市场无形的手去驱动科学化国有资产的发展，其中除了事业单位转制进入市场化经济体外，资产资本化（从非流动股权变为公开市场有价证券）、市场化股权激励将成为执行新发展思路的重点，而非资产管理理念下2000年前后的全民所有制企业间的机构改革。因此业务具备较强军民互通性，或处于改革先锋的央企上市公司将具备混改发展机遇。

4.2. 强调2020“十三五末年”——资产证券化突破年逻辑

目前资产证券化缺口依然巨大

- 军工证券化投资以中航系为先（军工唯一国有资本投资试点）
- 多家军工央企集团证券化率仍小于20%（如航天科技/科工、中电科等）
- 航空工业70%的证券化率目标将成为各集团标杆率先提速，引领军工全行业证券化率全面提升。



- 中航工业集团的运作次数、开展运作的上市公司数量、旗下上市公司证券化的频率，均走在军工集团最前列。
- 1993年至今，中航工业集团旗下的13家上市平台共开展了23次证券化，从次数上是第二名航天科工的1.64倍，从上市平台开展数量上是第二名航天科工的2.17倍。
- 预计中电科集团、兵器工业集团、航天科技集团或将成为资产证券化的新试点和中航外的主要配置方向。

图 36: 各集团旗下进行公司制改制/院所改制的上市公司数量

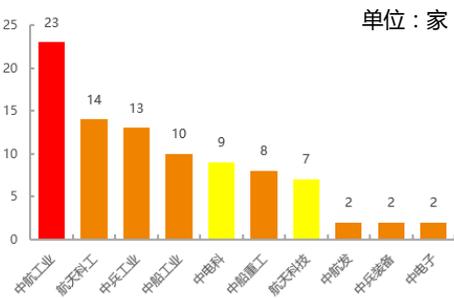
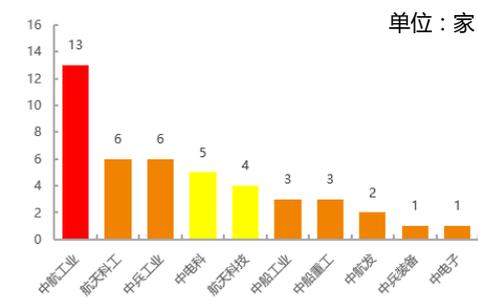


图 37: 集团旗下进行公司制改制/院所改制的上市公司数量



资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 强调2020 “十三五末年” ——资产证券化突破年逻辑

可关注相关投资标的

(1) 激励机制下国企混改机遇

中航光电、航天电器、中航机电、中航飞机、中航沈飞、航天发展、振华科技

(2) 证券化-重点关注组合

中航（中航飞机、中航机电、中航高科）

电科（四创电子、天奥电子）

航天（航天机电、航天发展）

兵器+地方（北方股份、湘电股份）



5

军工科技股将走入科技长牛市 长期资本行为认知存在偏差

5.1. 军用技术民用化到达需求碰撞点，长线军工科技牛股或批量出现

- 国防科技是全球国防现代化和经济转型升级的重要途径，军工科研院所是国防科技创新的主力军，也是高科技企业的诞生地。从国外军工企业对科技创新产业的带动力上来看，前沿技术一般都是率先在军工相关行业率先进行运营，然后再逐渐过渡到民用化的市场阶段。
- 具体包括：计算机、互联网、GPS卫星导航定位、移动通信（CDMA）、民航客机等。

案例	时间	研发机构	原始设计用途	军转民应用	图例
计算机	1946年	宾夕法尼亚大学	ENIAC：破译密码、为新的火炮系统编制弹道表、核武器设计	信息管理、过程控制、辅助技术、翻译、多媒体应用、计算机网络。	
互联网	1969年	美国国防部研究计划署	阿帕网（ARPA）：在爆发核战争的情况下保障通信	网络信息获取、网络交流互动、电子商务、网络娱乐应用、电子政务等。	
GPS	1978年	美国国防部牵头的卫星导航定位联合计划局(JPO)	令导弹更精确地击中目标	汽车导航、无人机、轨交、位置服务等。	
移动通信 (CDMA)	1984年	麻省理工学院	二战中防止敌方对己方通信干扰，研制出被视为扩频通信开端的NOMAC系统	1989年高通公司在移动环境下首次实现CDMA通话，是传统电话系统容量的至少10倍以上，而且其语音质量极其出色。	
民航客机	1931年	美国波音公司	为美国空军研制的首架全金属单翼轰炸机B-9	凭借全金属单翼机设计技术以及小型双发的结构，设计出业界公认的世界第一款现代民航客机——波音247。	

资料来源：《美国计算机技术的发源及其应用历程，科技成果纵横，2004年第6期》，人民网，《国外典型“军转民”案例的分析与启示，我国运载火箭技术研究院研发中心，2017年6月》，《军转民：美国竞争力重要源泉，国防科技工业，2003年7月》，天风证券研究所，天风证券研究所

5.1. 军用技术民用化到达需求碰撞点，长线军工科技牛股或批量出现

从中长期来看，未来我国制造业的下一个发展阶段或将逐渐向上游关键原材料、电子核心器件、基础工具及开发软件、核心生产设备等四大核心领域去进行突破。我国正不断朝着核心技术自主可控阶段发展，进而实现对我国特殊国情下中等收入陷阱的跨越。

在可预判的时间范围内，半导体、5G、其他电子信息产业、新材料民用等领域，军用科技在民用自主替代、科技红利赋能已出现放量趋势，估值体系的分歧在此类股票上并不存在，如：

- 中航光电、航天电器（信号连接）
- 振华科技（被动器件）、火炬电子（MLCC）
- 航锦科技、景嘉微（GPU）
- 和而泰（毫米波射频芯片）
- 耐威科技（MEMS流片）
- 光威复材、中航高科（碳纤维复材）
- 天奥电子（时钟授时）
- 航天电子（顺丰物流无人机）
- 航发动力（航空发动机）
- 西部超导\西部材料（特种金属材料）
- 中直股份（民用直升机）

5.1. 军用技术民用化到达需求碰撞点，长线军工科技牛股或批量出现

在可预判的时间范围内，半导体、5G、其他电子信息产业、新材料民用等领域，军用科技在民用自主替代、科技红利赋能已出现放量趋势，估值体系的分歧在此类股票上并不存在。

长期看好上游：

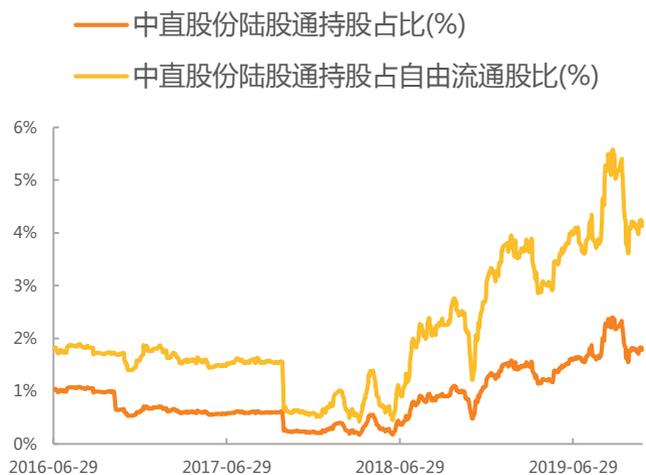
- 光威复材
- 航天电器
- 和而泰
- 火炬电子
- 振华科技
- 菲利华
- 中航光电

股票代码	股票简称	报表项目	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
			2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30
000733.SZ	振华科技	营业总收入(亿元)	41.70	50.64	65.89	80.18	53.38	21.73
		营收增速YoY%	28.7%	21.4%	30.1%	21.7%	-33.4%	-28.1%
		归母净利润(亿元)	1.29	1.77	1.82	2.04	2.59	2.19
		归母净利润增速YoY%	10.5%	36.9%	2.8%	12.2%	27.2%	33.8%
300395.SZ	菲利华	营业总收入(亿元)	2.87	3.40	4.41	5.45	7.22	3.75
		营收增速YoY%	1.8%	18.5%	29.5%	23.7%	32.4%	14.0%
		归母净利润(亿元)	0.70	0.84	1.08	1.22	1.61	0.95
		归母净利润增速YoY%	0.7%	20.9%	28.3%	12.7%	32.4%	19.7%
002025.SZ	航天电器	营业总收入(亿元)	16.04	18.73	22.56	26.12	28.34	16.19
		营收增速YoY%	17.0%	16.8%	20.4%	15.8%	8.5%	38.6%
		归母净利润(亿元)	2.03	2.33	2.61	3.11	3.59	1.87
		归母净利润增速YoY%	15.8%	14.7%	11.9%	19.3%	15.3%	19.2%
002402.SZ	和而泰	营业收入(亿元)	8.68	11.11	13.46	19.79	26.71	17.40
		营收增速YoY%	15.6%	27.9%	21.2%	47.0%	35.0%	41.7%
		归母净利润(亿元)	0.45	0.75	1.20	1.78	2.22	1.70
		归母净利润增速YoY%	28.1%	66.3%	59.7%	48.8%	24.6%	31.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 北上资金持续涌入A股军工板块，军工作为价值低估科技股望持续受益

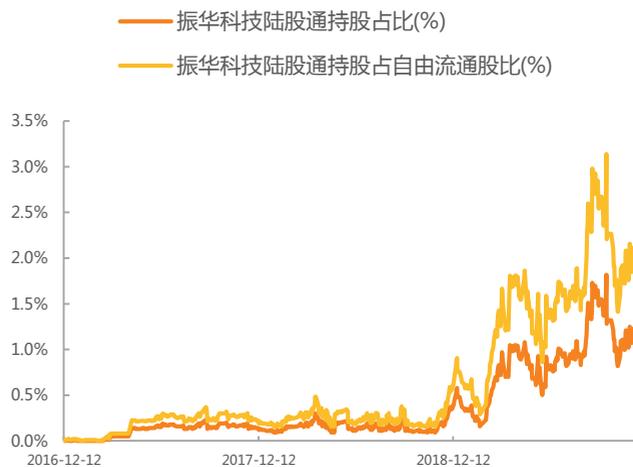
- A股投资者对北上资金的认知或存在误区，实际上，北上资金同样会配置国防属性标的
- 2018年以来，北上资金对优质军工股的配置比例显著加大，且整体呈现投资时间长、投资占比持续加大的趋势，配置回撤亦较少。
- 外资买入代表性个股：主战装备-中直股份、中航沈飞；军工自主可控：中航光电（配置比例高达13%，是北上资金配置最多的个股）、振华科技。



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 军工或具备1.5%以上增量机会，望成长线资金配置边际显著改善板块

- **MSCI第三次扩容已至：**11月8日凌晨，MSCI宣布将把指数中所有大盘A股纳入因子从15%增至20%，同时将中盘A股(创业板)一次性以20%的纳入因子纳入MSCI指数，11月26日收盘后生效。这也是年初至今最大一次MSCI扩容。
- **北上资金当前持股军工情况：**以陆股通为代表的长线资金持股占A股市值为4834亿元，比例达1.07%，军工为0.86%，**军工低配约20%**。
- **MSCI-2019年外资流入量预计为2600亿元，2020年预计为2000亿元。**北上持股比例预计将从1.07%上升至2.08%，**军工核心股票或出现142%左右流通盘新增长线资金流入**，热钱对新兴市场关注望持续提升，**军工或为长线资金配置边际明显改善的板块。**

单位 (亿)	分项	主要逻辑	18 年资金规模	19 年资金规模 (根据目前数据 预测全年)	2020 年预计 资金规模
资金供给端	公募	大致延续今年，资本市场政策推动 (右边仅展示新发份额，暂统一按 60%仓位)	+1883.8	+2406.8	+2480
	外资	MSCI 纳入比例可能不再增加，但整体仍维持流入趋势 (右边仅展示北上净买入)	+2942.2	+2619.7	+2000
	保险资金	根据保险资金运用余额测算 (与基金数据有一定重合) 养老金增量不包括在内	+866.16	+3750.45	+4070.34
	理财产品	根据过去年份估算 (含所有权益资产，因此有高估)	+3868.8	+2824.8	+5373.5
	融资融券	按大盘上涨 15%估算 (上证 3335 点)	-2727.77	+2045.47	+953.53
	回购	根据往年数据估算	+523.1	+1520.5	+2000
	总和		+7356.29	15167.72	16877.37
资金需求端	IPO	将主板中小创，以及科创板分开估算	-1378.2	-2027.6	-2800
	再融资	再融资新规刺激下，明年将大幅回暖	-7523.53	-6443.87	-12000
	交易费用	根据往年数据估算	-1276.4	-1720.7	-1528.8
	产业资本	流动性压力依然较大	-822.0	-2707.1	-1800
	总和		-11000.13	-12899.27	-18128.80
列举项资金净流入		-3643.84	+2268.45	-1251.43	

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 北上资金持续涌入A股军工板块，军工作为价值低估科技股望持续受益

序号	股票简称	陆股通持股数量(股)	陆股通持股占比(%)	陆股通持股占自由流通股比(%)
1	中航光电	71,787,219	6.70%	13.86%
2	高德红外	53,395,753	2.31%	3.42%
3	中直股份	20,626,618	2.20%	6.69%
4	航发动力	7,641,701	1.91%	2.05%
5	海格通信	10,525,370	1.78%	4.13%
6	中国重工	30,937,984	1.58%	3.64%
7	中航电子	12,836,884	1.47%	2.03%
8	中国卫星	236,863,216	1.28%	2.77%
9	振华科技	11,931,263	1.24%	1.67%
10	四创电子	6,069,319	1.17%	2.02%
11	中航沈飞	12,802,643	1.08%	2.23%
12	中国动力	1,381,912	1.01%	1.72%
13	中航飞机	30,642,855	0.84%	1.84%
14	中航机电	19,780,711	0.81%	1.02%
15	内蒙一机	22,127,553	0.79%	1.77%
16	宏达电子	8,308,864	0.72%	1.53%
17	航发控制	11,782,232	0.66%	2.45%
18	景嘉微	4,625,294	0.59%	0.98%
19	光威复材	3,022,728	0.58%	1.41%
20	航天发展	8,591,311	0.53%	0.85%

资料来源：wind，天风证券研究所

目前，军工股已呈现出以北上资金为代表的长线资金涌入趋势。

军工细分龙头均存在较大幅度增量机会，普遍增量将有望远超板块当前0.86%的流通股比例：

航天电器（民用业务结构升级，但陆港通无占比）

振华科技（军民被动元器件细分龙头之一，陆港通占比仅1%）

中航机电（航空机电设备龙头，陆港通大幅减持处低位）

中航沈飞（对标中直股份配置占自由流通股比）

航发动力（对标中直股份配置占比）

航天发展（持股比例短期向下波动）

菲利华\光威复材（北上关注低）

火炬电子（北上无占比）等

更多符合北上资金配置逻辑的细分龙头尚未被该类长线资金认知。**军工作为价值被低估的高科技股，将有望受益长线/产业资本持续流入。**



6

投资策略总结

主线：军民互通的军工科技股是未来长牛基础，外资化价值演绎带来机遇：连接器双雄、和而泰、光威复材、菲利华

A股将延续外资化价值演绎，军工/民用科技好赛道下的估值与增速匹配将成重点，2020年军工增速（预计+15%）或具备比较优势，军工稳定资产将开始建立长期增长中枢，高效资产定义上限边际：

◆ 关注景气度高位维持：上游企业，原材料细分

- 复材/特殊金属类企业景气度望延续，关注景气高位维持：中航高科、光威复材

◆ 军民互通科技股，拐点加速期：上游半导体与其他元器件细分

- 军用稳定增长，民用产业处于复苏向上，但还未达到顶点，2020年或为增速兑现阶段；
- 关注标的：中航光电、航天电器、和而泰、火炬电子、苏试试验、菲利华、振华科技、航锦科技

◆ 关注稳定型资产，稳健向上：定价机制改革下，下游企业定价权持续强化

- 预计在新军品定价机制下，垄断供给、单一需求的市场结构有望出现军品利润、采购价格、保军数量的最优博弈解，主机厂可通过产业链影响，调控成本获得定价奖励获得更高毛利润率。
- 主要关注：中航沈飞、中直股份、内蒙一机

◆ 关注景气底部改善：中游企业（分系统）：将于2020年度过上下游挤压阶段，低基数效应出现，进入拐点。关注：中航机电、航天发展、天奥电子、四创电子

主线二——国资改革驱动的国企基本面共振&证券化： 中航飞机、航大动力、中航沈飞、中航重机、中航机电

近期国资改革新思路下的国资改革或为明年主线，这涵盖了叠加股权激励调动能动性的基本面机会&资产证券化，目前的思路细致分析有比较大的变化。

未来国资改革的核心将持续贯彻“从管资产到管资本的演变”，即用市场无形的手去驱动科学化国有资产的发展，其中除了事业单位转制进入市场化经济体外，资产资本化（从全民所有股或非流动股权变为公开市场有价证券）、市场化股权激励将成为执行新发展思路的重点，而非资产管理理念下2000年前后的全民所有制企业间的机构改革。

11月11日，国资委最新股权激励规定，打破收益限制，提高激励上限至3%，做大事敢激励。

中航飞机方案为新监管思路下范例：遵循市场规则的股东权益增值保值将打开二级市场的收益弹性空间。

因此，业务具备较强军民互通性，或处于改革先锋的央企上市公司将具备混改发展机遇。投资组合：

（1）股权激励调动能动性的基本面机会：已激励先锋企业—中航光电、中航沈飞、中航机电；待激励企业—航天电器、航发动力、中航重机

（2）证券化关注：中航飞机、四创电子、北方股份、航天机电

目前军工处于18.2%动态PE历史分位，超跌后获得弹性空间，关注十三五大年，1月事件催化密集月，建议12月开启配置。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS