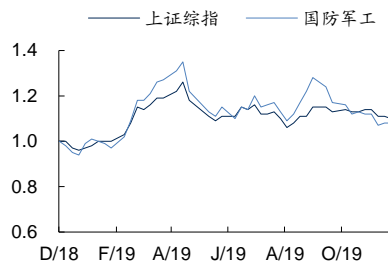


国防军工

国防军工 2020 年度投资策略

(维持评级)

一年该行业与走势比较



相关研究报告:

- 《国防军工 11 月投资策略暨三季报业绩回顾: 两项改革成果显现, 总装企业业绩好转》——2019-11-12
- 《国防军工 10 月暨四季度投资策略: 各项改革成果显现, 聚焦总装类标的成长性》——2019-10-14
- 《国防军工 2019 年 8 月投资策略: 美国重启对台军售, 关注热点事件对板块的持续刺激》——2019-08-07
- 《国防军工 2019 年中期暨 7 月月度投资策略: 贸易战中避险能力强, 行业基本面扎实, 武器装备外贸前景繁荣》——2019-06-19
- 《国防军工 2018 年年报及 2019 年一季报回顾暨 5 月投资策略: 行业改革影响开始显现, 关注企业预收账款及存货变化》——2019-05-07

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308
E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内外需求持续增长, 价改推动市场化定价

● 公募机构持仓比例创新低, 军工板块被严重低估

国防军工行业指数在 2019 年上涨 9.92%, 上证指数上涨 14.70%, 创业板指数上涨 34.55%。军工板块指数在 2019 年走势跑输大盘, 同时也落后于创业板指。回顾自 2015 年年初以来的军工板块公募重仓指出行业占比, 可以发现在 2019 年三季度行业持仓占比向下突破了 0.8%, 达到了 0.76% 创下了 2015-2019 这近五年时间里的新低, 板块平均市盈率约为 2015 年最高点的 1/4, 这说明军工板块的市场情绪已经达到了这几年的最低点。

● 行业基本面持续向上, 改革利好开始兑现

军品定价机制改革和军代表制度改革是十三五期间对行业影响最为直接的两项改革。受此影响, 在 2018 年以后军工行业上市公司的业绩表现低于市场预期, 但到目前, 军代表制度改革已经基本结束, 企业到了存货变现的时期。军品定价机制改革驱动行业利润向总装企业流动, 使行业利润分配更加合理。

由于在“十三五”期间的改革影响了企业产品的交付, 根据军品订货的历史习惯和军队为完成“十三五”期间的装备计划, 在 2019 和 2020 两年均为军用装备的集中采购期, 行业基本面持续向上。

● 武器装备外贸市场有望成为新兴增长点

到 2020 年以后, 可能世界上的多个传统热点地区的地区对抗将大幅增加, 战争与冲突可能取代和平与发展而成为这些地区的主题, 而我国在这些地区的友好国家, 目前已经对于高新技术武器装备产生了极大的兴趣与需求以应对在不远的将来的地缘政治的不确定性, 以捍卫本国的诸多地区利益。中国军工系统经过几十年的发展, 武器装备的性能与可靠性均处于国际市场同类装备前列, 是很多客户国家的最佳选择。

● 投资建议: 关注总装及核心配套标的

我们重点推荐在军品定价机制改革中受益的总装类标的以及在短期内可能出现前期存货变现的相关标的, 推荐内蒙一机、中航沈飞、中航高科。但也不能忽视从中长期角度来看会受到院所改制等因素利好同时估值处于低位的企业, 推荐四创电子。

● 风险提示: 企业业绩可能低于预期, 相关政策落地进度可能不达预期

军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响, 可能导致企业业绩低于预期。相关政策的落地进度, 可能受到军工集团人事调整、上层改革推进意愿, 这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600967	内蒙一机	买入	10.11	17,082	0.41	0.52	24.9	19.6
600760	中航沈飞	买入	29.25	40,961	0.62	0.78	45.2	35.9
600990	四创电子	买入	43.06	6,854	1.70	1.90	26.4	23.6
600862	中航高科	增持	9.68	13,484	0.28	0.33	34.1	28.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

目前正处于军品定价机制改革利好释放和军代表制度改革结束后企业存货变现的时期。军工板块的业绩在 2019 和 2020 年将得到释放，国内换装需求将持续上升，武器装备外贸市场可能成为新的业绩增长点。为完成十三五期间的改革任务，各军工集团在 2020 年也将加速院所改制和资产证券化。我们认为现在军工板块的估值水平不具备继续下行的基础，行业整体上处于被低估的阶段，现在市场对于军工行业的基本面和行业的改革措施的预期都严重不足，行业被严重低估。

核心假设或逻辑

本报告中的行业逻辑有两个核心观点：第一，军工板块的业绩正处于改革后的兑现时期，市场对此预期严重不足。第二，武器装备外贸带来的业绩增长，在涨幅方面有可能超过国内换装带来的增长，市场对此几乎没有认识。

军代表制度改革对部分总装企业自 2018 年三季度开始的业绩产生了一定不利影响，因为前期受改革影响导致的业绩不及预期，使得相关企业的股价持续处于低位，如果出现存货变现的情况，那么业绩将开始超过市场的预期，由于未来几年军工全行业的订单水平依然会持续增长，这些企业的交付进度恢复正常后业绩依然可以保持数年的持续增长趋势。目前，相关改革已经结束，企业业绩将会释放。

在新的军品定价机制中，不仅赋予了总装产品供应链管理权限，并且为了鼓励其积极性而放开了新产品的成本加成限制，这就使得军工行业越向后发展就会呈现出一些国民经济的普通工业部门所产生的利润分配现象（如电子产品、汽车等），就是总装和分系统企业将支配行业利润分配。

到 2020 年以后，可能世界上的多个传统热点地区的地区对抗将大幅增加，战争与冲突可能取代和平与发展而成为这些地区的主题，而我国在这些地区的友好国家，目前已经对于高新技术武器装备产生了极大的兴趣与需求以应对在不远的将来的地缘政治的不确定性，以捍卫本国的诸多地区利益。中国军工系统经过几十年的发展，武器装备的性能与可靠性均处于国际市场同类装备前列，是很多客户国家的最优选择。

与市场预期不同之处

市场目前普遍对军工行业在“十三五”期间受到改革的不利影响导致的业绩不达预期抱有宣泄式的负面情绪，而对在这些改革结束后行业的业绩释放预期严重不足，对定价机制改革和军代表制度改革对行业利润分配和业绩带来的影响缺乏研究，对武器装备外贸市场几乎没有认识、预期亦严重不足，对“十三五”末期军工集团加快改革进度的预期严重不足。

在本报告中，详细梳理了近几年市场预期变化的几个因素，以及对相关走势进行了分析，以说明市场对于军工板块的预期不足。对军品定价机制改革、军代表制度改革、2019 及 2020 年企业的业绩增长点、重点地区的武器装备外贸市场进行了详细分析。我们认为从内需、外贸和改革题材三个方面，军工板块均已被严重低估。

内容目录

2019 年行情回顾与总结	5
市场预期严重不足，军工板块在 2019 年波动幅度减小	5
公募重仓持股行业占比创新低，行业估值水平处于低位	6
军工行业的供需端研究方法	8
军工行业的研究难点	12
行业基本面持续向上，改革利好开始兑现	12
建军目标奠定行业长期基本面基础	12
军费增长是长期趋势，行业正处于高景气时期	14
价改优化行业利润分配，军代表制度改革落地推进企业存货变现	15
武器装备外贸需求持续增长	16
中东地区冲突加剧，相关国家备战加速	16
印巴边境冲突加剧，巴基斯坦换装需求提升	17
投资建议：关注总装及核心配套企业	19
板块评级：维持“超配”评级	19
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 军工板块 2019 年年初至今相对走势图 (纵轴为相对走势)	5
图 2: 军工板块公募重仓持股行业占比变化 (2015Q1-2019Q3)	7
图 3: 军工板块行业整体市盈率 (TTM) 变化 (2015-2019)	8
图 4: 网络中心战节点结构示意图	14
图 5: 中国军费增长走势 (2010-2019)	15
图 6: 美国军费增长走势 (2010-2019 财年)	15
表 1: 2015 年以来提出的军工行业的改革政策	9
表 2: 武器装备科研生产许可目录改革前后对比	9
表 3: 军工板块上市公司按照产品分类	10
表 4: 全军建军目标的内容与时间节点	13
表 5: 伊朗现役坦克型号	17
表 6: 伊朗现役战斗机存量	17
表 7: 巴基斯坦现役战斗机存量	18
表 8: 巴基斯坦陆军现役坦克装备情况	18

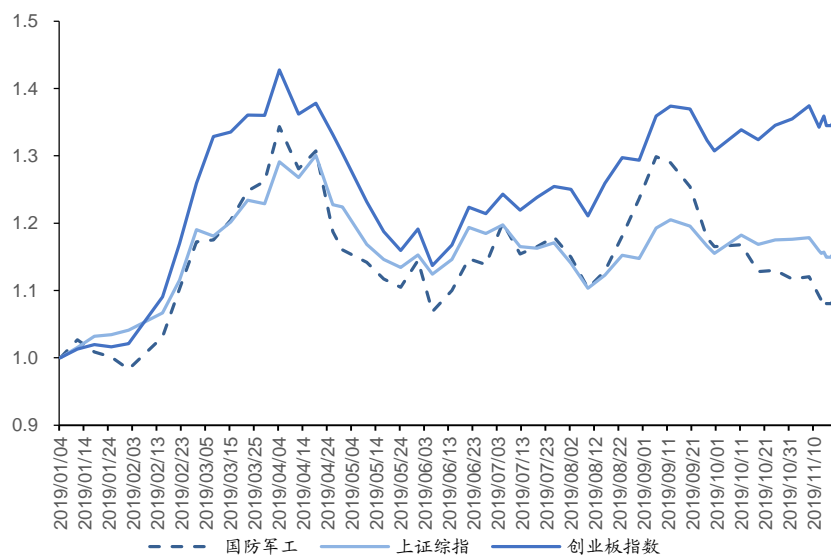
2019 年行情回顾与总结

市场预期严重不足，军工板块在 2019 年波动幅度减小

国防军工行业指数在 2019 年（截止到 12 月 3 日收盘）上涨 9.92%，上证指数上涨 14.70%，创业板指数上涨 34.55%。军工板块指数在 2019 年走势略微跑输大盘，同时也落后于创业板指。在子板块方面，航空航天上涨 15.17%，兵器兵装上涨 12.27%，其他军工上涨 17.53%。板块指数涨幅弱于上证综指，大幅落后于创业板指数。

回顾整个 2019 年的板块行情，在国庆节以前的走势与大盘基本上是吻合的，国庆节后在上证综指未出现大幅向下、创业板指数整体上行的情况下，军工板块指数呈现出向下的趋势。回顾整个军工板块在 2019 年的走势，我们认为可以分为四个阶段来看。

图 1：军工板块 2019 年年初至今相对走势图（纵轴为相对走势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第一个阶段是从开年到五月末这段时间，在这段时间里大盘、创业板、军工板块均出现了一波较大的行情，这主要原因是进入今年以后市场对于贸易战等外部因素有了客观理性的认识，加上其他板块 5G、工业大麻等题材热度上升使得市场在相关板块的驱动下呈现出上涨的态势，军工板块由于在 1 月和 2 月出现了大幅的下行，在 3 月和 4 月市场整体转好的背景下跟随大盘水涨船高。然后直到六月初的这段时间里，板块也随着市场的回调而回调。可以说，这个阶段的板块走势是跟随市场的整体走势的，也受到了市场各板块轮动的影响。但是也可以明显的看到，在非自身行业内部因素的驱动下的行情，板块的振幅小于创业板，与大盘的振幅相吻合。

第二个阶段是 6 月到 8 月中旬的这段时间里，市场整体并没有出现较大的行情，机构对于军工板块的中报业绩预期不充分，所以在中报之前板块走势比较平稳。

第三个阶段是 8 月中旬到国庆节的这段时间，板块先是出现了超过上证指数和创业板指的上涨。我们认为，这波上涨是在两个原因的作用下促成的，而且均属于板块自身的因素驱动。首先是军工板块中报业绩整体上超出了市场的预期，经历军队编制体制改革、军品定价机制改革、军代表制度改革等对当期生产和交付有一定不利影响的改革后，全行业的订单交付开始恢复正常，并且市场开始认识到军工板块的部分细分行业为完成十三五期间的计划，会出现补充订货

的情况；其次，市场对阅兵从情绪上开始有所反应。这两个因素是阅兵前行业指数出现超过创业板和大盘指数涨幅的主要原因。

第四个阶段是9月中旬以后的这一段时间，从走势图上可以看到，在创业板指数和上证综指均呈现出较为平稳的趋势的情况下，军工板块指数出现了与以上两个指数走势截然不同的下行。尤其是在国庆节后，军工指数的下行与上证指数和创业板的走势背离的更加明显。这波下跌的主要原因是阅兵行情结束后，资金流向其他板块，而在国庆节之后，其他板块又出现了新兴的题材，这是军工板块出现下跌的主要原因。这与板块基本面的关系并不大，因为军工行业的三季报整体上是超出市场预期的，行业多数公司的业绩均呈现出了20%以上的增长，但是市场对于军工板块的前景缺乏正确的研究和认识，导致军工板块在其他板块有新兴题材和事件的情况下会出现资金流出造成的走势下行。

造成军工板块在2019年走势的所有的原因还要归结为一点：市场对于军工板块的业绩预期不足，对于军工板块的业绩前景和改革前景缺乏认识，这就导致了市场对于军工板块的基本面和题材性事件均无预期。

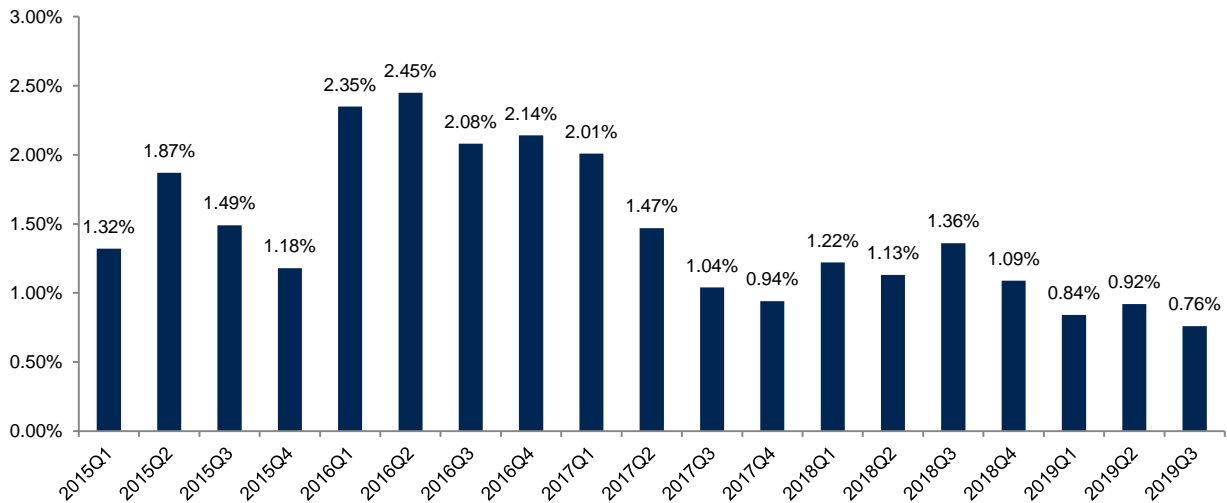
公募重仓持股行业占比创新低，行业估值水平处于低位

回顾自2015年年初以来的军工板块公募重仓指出行业占比，可以发现在2019年三季度行业持仓占比向下突破了0.8%，达到了0.76%创下了2015-2019这近五年时间里的新低。这说明军工板块的市场情绪已经达到了这几年的最低点。在过去的几年里，驱动军工板块波动的逻辑主要有四点：1、两机专项、院所改制、军工核心资产证券化等国企改革类题材；2、行业订单量持续增长，企业业绩持续增长；3、南海及中印边境局势等突发性事件题材。分析好市场对于这三个主逻辑的预期变化，就可以解释公募重仓持股行业变化的原因；4、与国民经济相关性大的行业板块遇到外部因素不利影响而走弱，市场资金到军工板块避险。

在2015年和2016年，航空发动机的两机专项计划刚刚发布，很多军工企业的核心资产进入上市公司，使得全市场对于军工行业国企改革上市、并购重组的预期极大增强，在这个时期资本市场主要关心军工板块的改革情况，对于上市公司的业绩普遍不关注。可以说，这个时候买军工主要是在等改革兑现。到了2017年，经过一年多的等待，资本市场并没有等来所期待的事业单位转企进入上市公司和国有企业进一步改革进入上市公司，2015和2016两年所发生诸多改革措施在2017年并没有兑现，发生重组的上市公司数量也低于市场预期，因此资本市场对于军工板块的关注度开始降低，资金开始流出，公募重仓持股行业占比也随之下降。也是由于改革落地进度低于市场的预期，迫使资本市场开始对军工企业的业绩进行关注。而正在这个时候，军队编制体制改革的开始对行业业绩也产生了不利的影响。

而且从2016年开始的军队编制体制改革到了2017年开始影响企业业绩，由于军方负责改革的相关单位的重组与裁撤使得订单暂停执行，对于全行业（尤其是配套类企业）的业绩有着相当不利的影响，这进一步打击了市场对于军工板块的信心。我们认为，这是公募重仓持股行业占比在2017年全年一路下滑并且在Q4向下突破了1%跌到了0.94%的主要原因。

图 2: 军工板块公募重仓持股行业占比变化 (2015Q1-2019Q3)

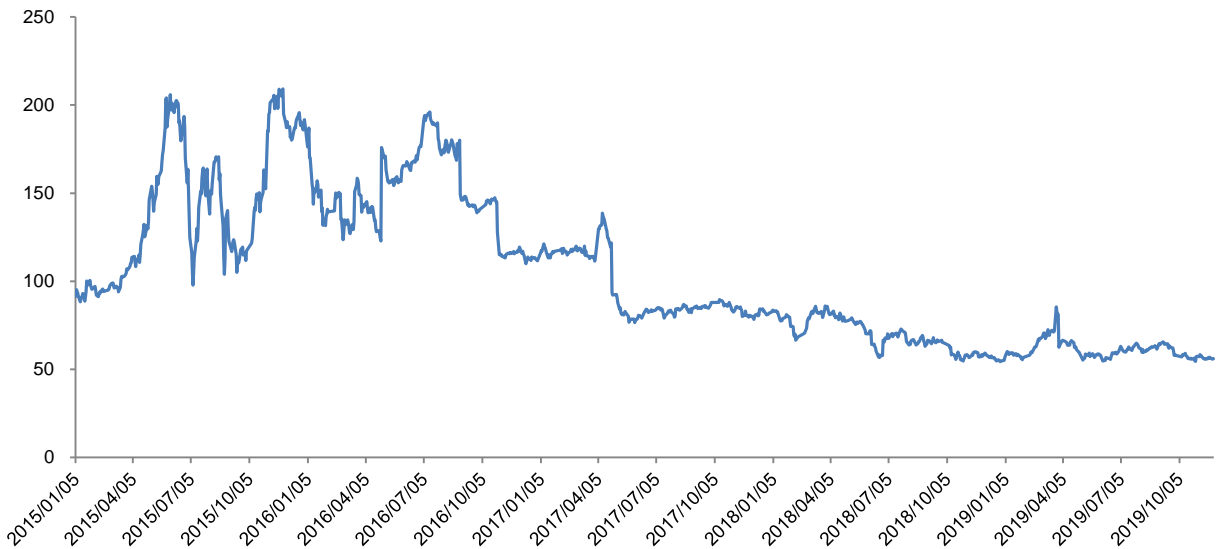


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

到了 2018 年一季度, 军改后的军队装备采购部门军委装备发展部开始运行, 市场对于全行业业绩预期提升, 而在历史上, 军工板块一季度的表现向来较好, 市场从业绩与行情两方面对板块形成了一致预期, 这些因素导致公募基金持股比例增加, 板块也迎来上涨。而在 2018 年春节后, 出现了对于其他与国民经济息息相关的板块的短期预期产生了巨大打击的事件: 中美贸易战开始。贸易战是贯穿整个 2018 年的主题, 贸易战迫使在其他板块的资金到军工行业来避险。这也是军工行业与其他板块最大的一个不同点: 军工行业的采购是计划性的, 竞标是市场化的。对于国民经济的大多数部门来说, 需求的产生来源于社会和市场, 需求会受到诸多因素的影响。而对于军工行业来说, 需求的来源是十分单一的, 最终的买家和使用者只有两个: 本国军队和外国军队。而市场的总采购规模直接与军费挂钩。军队购买武器装备也是根据装备计划来的, 因此, 军工行业的采购于经济周期是无关的, 在贸易战甚嚣尘上之时, 是市场资金理想的避风港。这是在行业改革落地慢、行业业绩受改革影响释放不出来的情况下, 军工板块在 2018 年一直维持在 1% 以上的原因。

进入 2019 年, 贸易战风波逐渐平息, 避险资金流出到其他板块。2019 年一季度公募持股比例创下了历史新低, 并且在 2019 年已经过去的所有季度, 持股比例一直维持在 1% 以下, 并且在 2019 年 Q3 继续创了新低跌到了 0.76% 的水平。这实际上是在外部因素对板块的影响减弱以后, 市场对于板块自身的业绩、题材等因素的真实预期的体现, 可以看出市场对于板块的预期已经跌至谷底。具体的表现就是市场缺乏对定价机制改革和军代表制度改革后行业变化的研究, 从与市场交流的情况来看, 市场对于军工板块的业绩与改革的相互影响的研究确实是十分不足的。

图 3: 军工板块行业整体市盈率 (TTM) 变化 (2015-2019)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

军工板块行业整体市盈率的变化与公募重仓持股行业占比的是吻合的, 市盈率作为表现市场预期最为有效的指标, 其变化真实反映了市场对于军工行业的整体预期变化。我们认为现在军工板块的估值水平不具备继续下行的基础, 行业整体上处于被低估的阶段, 原因是现在市场对于军工行业的基本面和行业的改革措施的预期都严重不足。

军工行业的供需端研究方法

各行各业的投资研究均是从需求出发, 分析长短期的供求关系以产生投资意见。传统经济部门分析需求对于国家统计局部门及行业统计部门发布的公开数据是十分依赖的, 除此之外, 还可以通过去具体的销售部门、采购部门进行调研来获得行业需求数据, 在此基础上分析师通过自身对行业的理解来从不同角度解读这些数据以得出各自的结论。

从方法论上来说, 军工行业研究方法同样遵循其他行业的研究原则, 就是从需求出发, 以需求为导向, 军工行业的主要需求包括以下几点。

1、军队对于相应种类的武器装备的需求数量级, 这需要对军队作战单位的编制编成有所了解, 尤其是在编制体制改革后, 指挥体系和编制均发生了变化, 指挥体系由军-师-团-营变为军-旅-营体制, 编制上强调快速反应和全域机动以及合同作战。这点对于总装类产品需求的研究尤其重要。

2、对于弹药类和配件类这些易耗品来说, 还要对军队的建设思路、作战训练习惯和部队训练大纲等有所了解。比如基层部队的实弹训练的每年的数量, 虽然有新的训练大纲, 但是基层部队有长期养成的一些训练训练习惯也会导致对不同产品需求的变化, 比如基层部队在训练中, 往往将枪械的光学瞄具视作“宝贝”而极少应用, 这就导致作为枪械配件的光学瞄具在训练中的损耗大大减少, 导致需求端变化。虽然随着全军信息化现代化进程的加速, 部队会逐渐加强对于新产品新技术的掌握与应用, 但是部队自身习惯对需求端的影响是不可忽视的。

3、正确分析行业改革和政策的影响。军工行业的终端采购部门十分单一, 且有极强的政治性和组织性的特点, 决定了本行业的采购更容易受到涉及到军方的政策的影响。因此对于改革措施的了解和对落实进度的正确把握对于分析在短

期内的需求端变化是至关重要的。

表 1: 2015 年以来提出的军工行业的改革政策

时间	改革政策
2015 年 8 月	中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，这是新时期指导和推进中国国企改革的纲领文件
2015 年 9 月	国务院印发《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中，在部分军工领域中，分类逐步放宽市场准入，建立竞争性采购体制机制，支持非国有企业参与武器装备科研生产、维修服务和竞争性采购
2016 年 1 月	为贯彻落实党中央、习主席的战略部署和决策指示，扎实推进深化国防和军队改革提出的指导性意见，提出《中央军委关于深化国防和军队改革的意见》
2016 年 11 月	工信部部长苗圩在全国工业和信息化创新大会上介绍，“十三五”期间，我国将以组织实施重大科技专项为抓手，持续推进高端装备制造业的发展，全面启动实施航空发动机和燃气轮机重大专项
2016 年 12 月	中央经济工作会议强调“混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按完善公司治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在军工等领域迈出实质性步伐”
2017 年 5 月	财政部印发《关于从事生产经营活动事业单位改革中国有资产管理的若干规定》，明确经营类事业单位应将全部资产纳入资产清查。经营类事业单位应当在明确产权关系的基础上，根据单位实际情况，改革的途径、方式和步骤，分别依据相应的资产管理制度，切实做好国有资产清查、处置、运营和监管工作
2017 年 7 月	国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作推进会。会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作，研究部署了相关工作
2017 年 8 月	科技部、军委科技委联合印发《“十三五”科技军民融合发展专项规划》，部署“十三五”期间推进科技军民融合发展有关工作
2017 年 12 月	国务院办公厅印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，积极稳妥推动军工企业混合所有制改革，鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资注入上市公司，建立军工独立董事制度，探索建立国家特殊管理股制度
2018 年 1 月	国家发改委、国资委、科技部等七部门联合发布《关于支持中央单位深入参与所在区域全面创新改革试验的通知》，提出要大力推动军民融合创新，积极推进军工企业股份制改造和混合所有制改革
2018 年 1 月	经国务院国资委批复同意，中国航空工业集团完成了公司制改制。这也是十二大军工集团中最后一波公布完成改制的集团，标志着十二大军工集团全部成为公司制体制
2018 年 3 月	十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议在北京召开，会议审议通过了《军民融合发展战略纲要》、《中央军民融合发展委员会 2018 年工作要点》、《国家军民融合创新示范区建设实施方案》及第一批创新示范区建设名单。会议强调，国家军民融合创新示范区是推动军民融合深度发展的“试验田”
2018 年 5 月	国防科工局等 8 部门联合批复首家生产经营类军工科研院所转制为企业，中国兵器装备集团自动化研究所成为本次军工科研院所分类改革获得批复的第一家转制为企业的单位
对于定价机制改革的预期	军品定价议价规则等价格改革是解决当前成本加成定价体制下军工企业盈利能力过低，提高收益率的关键环节，装备采购体制改革将会促进军工资采购更加公开、透明和规范化，有利于合理分配军工行业的利润，让有核心技术的企业享受军品高毛利率，降低可以社会化采购的产品军方采购成本

资料来源：国务院、财政部、国防科工局、国信证券经济研究所整理

在供给端方面，军工行业是一个从包含有各行各业零配件技术到专用化的军工分系统产品再到更加专用化的军工总装产品的完整产业链。

可以把产业链上的所有产品一共归为两大类：纯军品、军购民品。在了解军工产品前，先要明确其产品的分类是至关重要的。因为在军品采购目录内的产品不仅享受军品的高毛利率及竞标保护机制，而且享受免税的相关待遇，这些产品一般只能用于军事用途，所有的总装类产品及绝大多数分系统产品均属于此类产品。

表 2: 武器装备科研生产许可目录改革前后对比

项目	内容
2015 年新版武器装备科研生产许可目录	核武器与军用动力、军用航空器等 11 大类，共 755 项，与 2005 年版许可目录相比减少约 2/3
生产许可目录内的竞标机制	只有持证企业能参与竞标，该类产品的净利率水平容易受到保证
生产许可目录外的竞标机制	产品招标面向全社会的企业，目录外产品的竞标企业数量多，竞标阶段竞争激烈，容易发生价格战

资料来源：国防科工局、新华社、国信证券经济研究所整理

在对于偏产业链上游的零配件产品来说，在对其进行研究之前需要先对产品进行确认和分类，因为有些零配件属于在军品采购目录内的军品，有一些则属于军队向社会采购的普通产品。军购民品不仅在竞标上是市场化的，竞标阶段就可能面临价格战而且还要按照民品的相关规定缴纳增值税。

表 3: 军工板块上市公司按照产品分类

板块分类	产品分类	公司名称	代码	
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	
		中航沈飞	600760.SH	
	战机整机	中航飞机	000768.SZ	
		中直股份	600038.SH	
		洪都航空	600316.SH	
		贵航股份	600523.SH	
		中国重工	601989.SH	
	舰艇整船	中国船舶	600150.SH	
		中船防务	600685.SH	
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	
		长城军工	601606.SH	
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	
		四创电子	600990.SH	
		天和防务	300397.SZ	
	卫星总体	四川九洲	000801.SZ	
中国卫星		600118.SH		
重大分系统与子系统	导引头	光电股份	600184.SH	
		高德红外	002414.SZ	
		雷科防务	002413.SZ	
	红外子系统	久之洋	300516.SZ	
		奥普光电	002338.SZ	
	发动机(火箭发动机、航空发动机、舰艇推进系统)	大立科技	002214.SZ	
		航天动力	600343.SH	
		航发动力	600893.SH	
		航发科技	600391.SH	
		中国动力	600482.SH	
		湘电股份	600416.SH	
	发动机子系统	中天火箭	A19134.SZ	
		航发控制	000738.SZ	
	通信与电子类配套设备	海特高新	002023.SZ	
		卫士通	002268.SZ	
		烽火电子	000561.SZ	
		天银机电	300342.SZ	
		欧比特	300053.SZ	
		华讯方舟	000687.SZ	
		川大智胜	002253.SZ	
		航天电子	600879.SH	
		杰赛科技	002544.SZ	
		航天发展	000547.SZ	
		海格通信	002465.SZ	
		航天通信	600677.SH	
		中国海防	600764.SH	
		北斗终端	振芯科技	300101.SZ
			华力创通	300045.SZ
	火炮系统	北方股份	600262.SH	
	电力系统	银河电子	002519.SZ	
瑞特股份		300600.SZ		
泰豪科技		600590.SH		
飞控系统及航空配套	航天机电	600151.SH		
	中航电子	600372.SH		
无人机	航新科技	300424.SZ		
	长鹰信质	002664.SZ		
	航天彩虹	002389.SZ		
惯性导航系统	晨曦航空	300581.SZ		
	中航电测	300114.SZ		
	耐威科技	300456.SZ		
基础配套产品	北方导航	600435.SH		
	光威复材	300699.SZ		
	抚钢特钢	600399.SH		
材料类	钢研高纳	300034.SZ		
	炼石航空	000697.SZ		

	西部材料	002149.SZ
	宝胜股份	600973.SH
	泰和新材	002254.SZ
	火炬电子	603678.SH
	台海核电	002366.SZ
	菲利华	300395.SZ
	中航高科	600862.SH
机械加工产品	新研股份	300159.SZ
	中航机电	002013.SZ
	中船科技	600072.SH
	银邦股份	300337.SZ
	中航三鑫	002163.SZ
	爱乐达	300696.SZ
	鹏起科技	600614.SH
	航天长峰	600855.SH
	航天晨光	600501.SH
	三角防务	300775.SZ
电子元器件	振华科技	000733.SZ
	亚光科技	300123.SZ
	中航光电	002179.SZ
	航天电器	002025.SZ
	旋极信息	300324.SZ

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在进行供给端的分析时，军工行业主要是从产能进行分析，因为采购是计划性的，而且采购方是一个信用极好的客户（军方和各总体及分系统单位），只要产能可以满足需求一般不会存在一般经济部门所遇到的供大于求导致的价格和利润波动的问题。因为采购价格和净利率在一定的采购期内是固定的，所以在分析供给端时，应主要分析产能是否可以满足需求端的要求。

分析军工行业的产能问题时，容易出现两个误区。首先是以一般经济部门的产能分析方法进行分析，认为在进行产能设计时，其完全根据短期的产能需求进行设计，如果需求方短期内要求提高产量会导致严重的产能不足的问题，这其实是对军工行业的产能设置不了解导致的。其次，对于军工行业的预备产能和战备产能开动后对于产能的提升过于乐观，认为产能的大小完全看需求端的需要。

分析军工行业的产能是一件对相关人员研究功底要求较高的工作，既要对整个产能利用率有一定了解，也要对供应链的供给难度有正确认识，尤其是对于极其复杂的高科技武器装备来说。军工行业在进行产能设计时，主要会设计两部分的产能，首先是平时产能，以满足部队正常的换装节奏为主，包括在按照计划换装中一定时期内需要新购买的装备、训练中的损耗需要购买的部件及维护需求；其次，是战时产能，就为爆发战争而预留的产能，由于要考虑到在战争中的大量战损带来的补充装备的需求，因为在高烈度战争时，可能一次性消耗的装备数量会超过过去一段时间靠平时产能生产的装备的总数量，因此战时产能可能比平时产能大得多。

但在进行具体的分析时，还要考虑到以下三点客观条件。第一，随着武器装备的复杂程度越来越高，产业链越来越长，总装企业的理论产能并不能与供应链产能完全匹配。第二，在平时封存的产能进行维护所需的费用并不会对企业自身的财务状况造成负担，因为各国都会有专项的经费来用于这些产能的维护以应对不时之需。第三，提高短期产能的方式，提高平时产线的生产效率即可满足，比如实行轮班工作制等。

我们认为，军工行业的全产业链产能是可以满足在和平时期的换装的，即使是在五年计划末期出现短期订单量大幅上升的情况也是如此，但在进行产能研究

时不应将战时产能进行计算，因为开启战备线需要相关主管部门的许可才可以，厂家无权擅自开启。而随着武器装备的复杂化，包括美国在内的全世界各国的战时生产能力可能要与市场的设想大打折扣。由于产业链过长，在产业链的上游的零配件企业对于战时产能预留极其不足或者干脆没有预留，这个情况可能会延伸到分系统企业，主要原因是由于任何一个国家的财政保证全产业链的战时产能的平时维护也是十分吃力的。相应的，在战时，动员社会零配件企业参与军工生产进一步深化军民融合保证零配件产品的充足供应，以使得总装和分系统企业的战时产能得以开动。

综上，在供给端的产能分析时，既要考虑到常备产能是否得到了充足的利用，又要考虑高度复杂的武器装备产业链产能是否充足的问题。由于军工行业的产能设计和军方计划的高度相关性，本行业出现大规模和长期的产能不足的情况可能性不大。

军工行业的研究难点

军工行业自身的保密性要求阻碍了投资者对行业基础信息的获取，这是军工行业与其他行业最大的区别，也是最大的研究难点。

对于军工行业来说，供需两方的大多数信息要么是保密的要么是不主动公开的，因为这涉及到军队的实际编制体制、作战习惯、训练计划、采购计划、装备计划等，对于企业来说这涉及到交付数量、交付时间节点、产量等信息。对于其他行业来说，部分涉及到基本面的信息是定期更新并且公布的。军工行业则不会主动公开。

因此，对于军工行业研究来说，这就要求相关的研究人员对军工体系的行事规则、行业采购交付特点、军方的需求和采购体系、相关政策的执行进度等有着较为深刻的了解才行。可以说这是一个研究成本比较高的行业。

军工行业天然的信息不透明性也是军工行业在市场上容易产生预期差的原因，这些预期差既导致了在业绩兑现前市场对于行业变化了解不够，也造成了在业绩开始兑现后行业标的容易在短时间内出现较大的涨幅。

行业基本面持续向上，改革利好开始兑现

建军目标奠定行业长期基本面基础

2020年是“十三五”的最后一年，在2016-2018年进行全军进行了编制体制改革，在2018年三季度开始了军代表制度改革，整个“十三五”期间均在探索进行军品定价机制改革。这些改革对于军工行业的长远发展来说是十分有益的，但是对于企业当期的业绩影响也是很直接的，关于这些改革的具体影响将在后文进行详细的阐述和分析，在此只进行2020年基本面情况的分析。

由于在“十三五”期间的改革影响了企业产品的交付，根据军品订货的历史习惯和军队为完成“十三五”期间的装备计划，在2019和2020两年均为军用装备的集中采购期，可以说，2019和2020年两年要完成“十三五”前几年的部分订货。

表 4: 全军建军目标的内容与时间节点

时间节点	内容
2020 年	要确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升
2035 年	力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化
2050 年	到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队
习近平指出，中国特色社会主义进入了新时代，国防和军队建设也进入了新时代。要深入学习贯彻党的十九大精神，深入学习贯彻新时代党的强军思想，坚定不移走中国特色强军之路，全面推进国防和军队现代化，为实现党在新时代的强军目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而努力奋斗	

资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

2020 年也是全军建军目标第一个目标实现的一年，对于建军目标的正确解读有利于对军工行业的前景进行正确的理解。

“确保到 2020 年基本实现机械化”，这句话的意思我们可以理解为不论如何都要让全军在 2020 年实现全员乘坐载具进行作战，保证部队在执行作战行动时均有载具可以进行搭载、不再徒步。步兵进行冲锋时要乘坐步兵战车、侦查兵在执行侦查和穿插任务时有全地形车和直升机进行搭载、伞兵在落地后有空降战车和轮式战车进行搭载等。这里的载具并不包括卡车等运输工具，应定义为有合格的火力和装甲保护的机动平台，其特点是可以直接进行相应的作战。

“基本”两个字的意思主要是指，2020 年所达到的“全军乘坐载具进行作战”中的“载具”是既包含新型装备也包含老旧装备的，是一种新老装备并存的机械化。原因是在整个“十三五”期间并不能完成全军的装备更新和换装，在“十三五”之后的军队装备采购需求仍然保持旺盛。

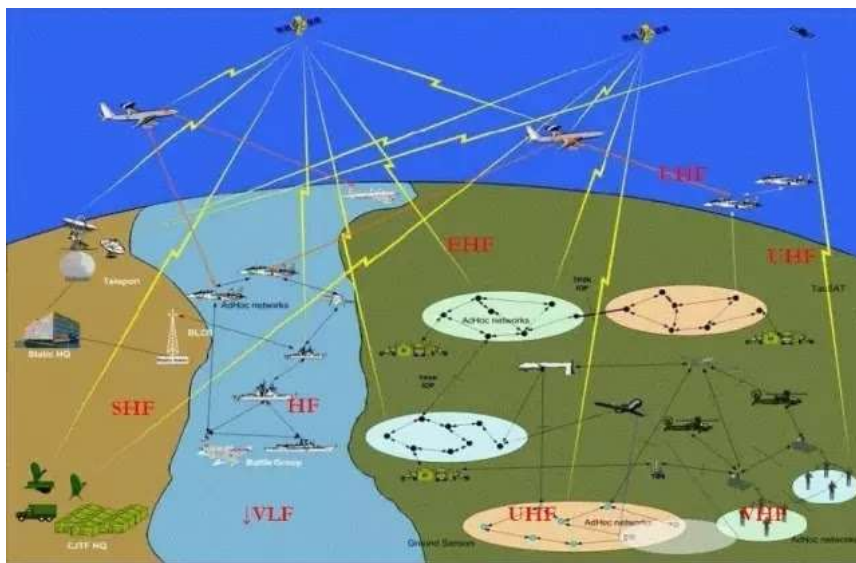
“信息化建设取得重大进展”，这句话的意思是全军初步建成涵盖各项门类的信息化水平但尚未达到可以覆盖全军的规模。在信息化能力建设方面，主要包括以下三点。

第一，对于空中、地面、海上的预警能力建设，落实到装备上主要有以下几类：预警机、战场指挥机、大型国土防空雷达。

第二，对于军队在作战过程中的通信网络建设。这里的通信网络与民用通信网络是完全不同的。第一个主要的不同点，是与军队不能依赖大规模固定式转发装置进行通信，如民用通信中的网络基站和信号塔，因为这些转接装置及其容易被摧毁，在战时一旦传统供电设施被毁，则这些网络将完全失去作用。第二个主要的不同点，是军队通信有着极高的保密要求，这些保密措施在民用上几乎没有应用。

军队的通信网络建设其实就是“网络中心战”思想，将战场上每个我方的武器装备均要成为通信网络中的一个节点，这些节点的作用就相当于民用的信号塔，这些装备包括坦克、步兵战车、战机、舰艇乃至每一个单兵。这样就可以实现将侦查部队发现的目标以最快的时间传到每一个相应的作战单位，而且整个网络有极强的抗毁伤能力。收发信息所用的接收机和发射机的功率也远比民用基站大得多以保证远距离的传输。但数字化装备的价格非传统装备能比，而且复杂程度更高，部队接装后对于部队自身人员学历及素质要求更高，因此是不可能一蹴而就的。

图 4: 网络中心战节点结构示意图



资料来源：新浪军事、国信证券经济研究所整理

第三，对于敌方的通信和电子设备的干扰能力。电子干扰是非常复杂的，具体的形式包括阻塞式和欺骗式，先进的电子干扰措施多为欺骗式。目前，国防科工系统为我军提供了门类齐全的电子干扰装备，从高新系列电子战飞机到地面电子干扰车一应俱全。该类设备是信息化能力的重点建设设备，而且更新速度极快，需求呈持续上升的趋势。

也是依托新旧装备混用的机械化，2020 年的信息化是初步建成门类齐全并且有实战能力，但覆盖规模较小的信息化。

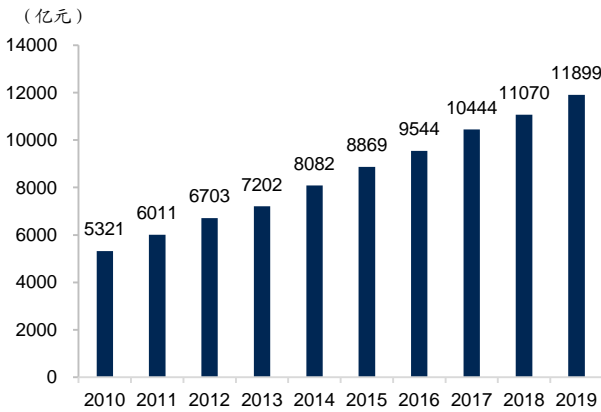
“战略能力有重大提升”，这句话的意思是在战略威慑能力上有重大提升，战略威慑主要依靠的是各类平台发射的搭载核弹头的弹道导弹和巡航导弹。就是我国在 2020 年的核威慑能力也要有重大提升。

在这三个目标中，2020 年的目标是最为具体的，2020 年是强军目标的第一个时间节点，这个目标是必须要完成的。即使是“十三五”期间因为多项改革对部队接装和企业交付的进度有不利影响的情况下，这个目标也是必须完成的。因此在 2020 年行业整体的基本面情况可能是“十三五”期间最好的时期。

军费增长是长期趋势，行业正处于高景气时期

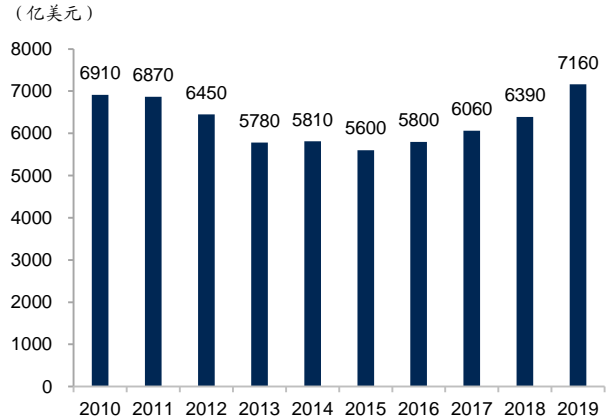
近十年来，我国军费一直保持高于 GDP 增长的趋势，目前的军费支出仍然不能与世界第二大经济体的经济地位相匹配，全军整体技术水平、训练水平、人员素质、跨区域作战能力依然不能满足国防需求。而近期以来，美国单方面挑起贸易战造成全世界不安定因素增加，需要继续加强国防力量予以应对，可以预见在未来较长时间内，军费将继续维持高于 GDP 的增长趋势。

图 5：中国军费增长走势（2010-2019）



资料来源：财政部、新华社、国信证券经济研究所整理

图 6：美国军费增长走势（2010-2019 财年）



资料来源：美国国防部、国信证券经济研究所整理

对于军工企业来说，军费中的装备费以及维护武器装备的相关费用是用来直接购买其产品和服务的。目前全军人员规模已经进一步缩减，装备费在军费中的比例有所提升。在“十三五”期间，由于 2016-2018 年进行了军队编制体制改革，在改革期间采购部门的机构调整导致当年的装备费执行率不足，装备费出现大量结余。为完成装备计划，自 2018 年年底开始全军开始进行补充订货，因此全行业在 2019 和 2020 两年承担了部分 2016-2018 年的生产交付任务。虽然在军品采购目录调整后，归为军购民品类的零配件产品可以由传统企业提供，但是分系统和总体类产品还是只能由有相关资质的军工企业提供，因此总装企业和分系统类企业受到的利好较为集中。

在 2020 年以后，为实现全军建设的 2035 年目标，随着中国经济规模不断扩大，对于国防建设的需求不断增加，我国军费将维持长期增长态势。为完成 2035 年的全军建设目标，依然需要对武器装备进行持续的投入以保证我军的装备水平与世界一流军队不存在代差。随着中国经济的增长，我国在经济上与海外的联系日益紧密，对于陆军的跨区机动作战能力、海军的远洋作战能力、空军的攻防兼备能力均提出了新要求。因此，从长期看，军费长期持续增长是可观需要。

价改优化行业利润分配，军代表制度改革落地推进企业存货变现

军品定价机制改革和军代表制度改革是十三五期间对行业影响最为直接的两项改革。受此影响，在 2018 年以后军工行业上市公司的业绩表现低于市场预期，导致市场对这两项改革的研究不够，因此在这两项改革落地后实际上的行业基本面情况与市场预期存在较大预期差，这也是军工行业目前被低估的一部分原因。

军品定价机制改革的目的是合理分配行业业绩，尤其是驱动行业业绩由低技术的上游产品向高技术的中下游产品流动。就目前的进展来说，在比较新的高科技总体装备上将采用新定价机制以使得总装产品的净利率水平突破 5%。旧有成本加成机制下，由于总装产品净利率被严格的限制在 5% 以下，因此整个产业链不得不通过将利润向上游转移以保证收益。但在新机制下，不仅赋予了总装产品供应链管理权限，并且为了鼓励其积极性而放开了新产品的成本加成限制，这就使得军工行业越向后发展就越会呈现出一些国民经济的普通工业部门所产生的利润分配现象（如电子产品、汽车等），就是总装和分系统企业将支配行业利润分配，虽然军工行业会出于保护一些先进的零配件和基础材料开发等因素而保证相关企业的高毛利率水平，但是低端零配件、低端配套、技术含量不高

的来料加工产品即使市场能力再强，由于其行业竞争的加剧，其利润向总装企业流动则是必然的趋势。

军代表制度改革的进度对于行业业绩和财务报表的影响在去年就开始体现，在改革进行的过程中，由于相关采购执行部门及装备交付确认部门的调整，对于一些生产交付周期在一年以内的产品的交付情况产生了明显的影响，其表现就是企业存货端出现了明显高于行业订单量增幅的增长。地面武器装备由于生产周期比航空装备短，成为在细分行业中受此影响最大的行业，如果其交付进度恢复正常，则存货可以确认为收入而产生业绩。所以就四季度而言，我们可以重点关注这些企业的存货变现的情况，因为前期受改革影响导致的业绩不及预期，使得相关企业的股价持续处于低位，如果出现存货变现的情况，那么业绩将开始超过市场的预期，由于未来几年军工全行业的订单水平依然会持续增长，这些企业的交付进度恢复正常后业绩依然可以保持数年的持续增长趋势。而在相关影响结束前，则是未来几年内较低的配置位置和较合适的时点。

武器装备外贸需求持续增长

叙利亚内战打到现在，虽然巴沙尔政权在俄罗斯的帮助下取得了重大胜利，反对派武装只能盘踞在叙利亚北部的部分地区。但是叙利亚战争是中东局势的分界点，叙利亚内战后中东地区的各势力由于矛盾的激化而将逐步走向对抗。而东边的印巴边境自从 2019 年 2 月底的空战后，双方的边境局势出现了进一步的紧张。到 2020 年以后，可能世界上的多个传统热点地区的地区对抗将大幅增加，战争与冲突可能取代和平与发展而成为这些地区的主题，而我国在这些地区的友好国家，目前已经对于高新技术武器装备产生了极大的兴趣与需求以应对在不远的将来的地缘政治的不确定性，以捍卫本国的诸多地区利益。中国军工系统经过几十年的发展，武器装备的性能与可靠性均处于国际市场同类装备前列，是很多客户国家的最优选择。

中东地区冲突加剧，相关国家备战加速

近年来，随着美军撤出伊拉克，中东地区的局势动荡加剧，已经持续近十年的叙利亚内战依然没有打完，而中东地区则已经呈现出了地区强国开始争夺地区霸权和控制权的态势。目前来看，中东国家根据信仰伊斯兰教派的不同，可以分为两个大的阵营，一个是以沙特阿拉伯为代表的逊尼派穆斯林阵营，一个是以伊朗为首的什叶派穆斯林阵营，这两个阵营又因为自身对于东西方国家的政治立场的不同而成为了东西方冲突的排头兵。总体来看逊尼派阵营是亲西方的，什叶派阵营则亲东方。美军撤出中东以后，中东的各个势力的角逐便越发激烈。短期内来看，以伊朗为后盾的也门胡赛武装与沙特阿拉伯等国的冲突又可能长期持续下去，而以俄罗斯为后盾的叙利亚巴沙尔政权清缴残留在叙利亚北方的反对派势力的行动也将持续很长时间。现在中东各国对于本地区安全形势的担心已经促使他们为未来有可能出现的地区大规模冲突乃至局部战争做相应的准备，这使得他们成为各国武器装备制造企业竞相追逐的对象。

中东地区的冲突的特点向来以高烈度、高强度、较高技术水平为特点，中东很多国家有购买我国武器装备的历史，比如沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克等国。

从武器装备外贸对象的购买力和政治倾向来分析，沙特阿拉伯在政治上较为亲美、其购买我国的武器装备主要以 PLZ-45 型自行火炮为代表的地面装备为主，而其战斗机、坦克等攻击性装备则多为美国产品，大规模购买我国主战武器装备的可能性不大。

伊朗是中东地区的传统地区强国，其在政治上与美国等西方国家可以说是到了水火不容的境地，绝不会采购美国的武器装备。而自从 20 世纪 90 代，伊朗核

问题爆发而受到国际社会的武器禁运制裁之后，其全军武器装备已经有近 30 年没有更新，相比于他们的潜在敌人（沙特阿拉伯、以色列等），其常规武器装备总体水平已经落后了 1-2 代。根据联合国的决议，伊朗武器禁运将于 2020 年 10 月解禁，如果该决议执行进展顺利，那么伊朗将有约为 1000 辆的坦克换装需求及 500 架以上（虽然目前伊朗空军现役战斗机总数约为 303 架，但是这是长期受到国际社会制裁而得不到新装备的结果，如果可以向国际社会采购，伊朗空军战斗机航空兵部队的扩编是必然的）的战斗机换装需求，而对于无人机、无人作战机器人等其他新兴的武器装备，伊朗也有极大需求。

如果伊朗武器禁运顺利解禁，其将是中东地区乃至世界上最大的高科技武器装备换装市场，而其需求主要以第三代主战坦克和第三代乃至第四代战斗机为主。而伊朗的武器装备采购来源只有我国和俄罗斯，我国的武器装备技术水平已经超越俄罗斯，从技术上的优势在国际市场上将转化为市场竞争力。

表 5: 伊朗现役坦克型号

型号	数量	生产厂家	原产国	战后划代
佐勒菲卡尔	150	—	伊朗	第三代
T-72Z (两伊战争中，缴获伊拉克 T-55、59 式系列的伊朗改进型，区别于俄罗斯 T-72 系列)	480	乌拉尔车辆厂、内蒙一机	前苏联、中国	第一代
M-60A1	150	克莱斯勒特拉华工厂	美国	第二代
T-62	75	乌拉尔车辆厂	前苏联	第一代
酋长 MK3/MK5	100	阿尔维特·维克斯公司	英国	第一代
T-54/55、59 式	540	乌拉尔车辆厂、内蒙一机	前苏联、中国	第一代
M-47/48	168	克莱斯勒特拉华工厂	美国	第一代
蝎式	80	阿尔维特·维克斯公司	英国	—

注：伊朗于 20 世纪 90 年代从俄罗斯和波兰引进了近 200 辆 T-72 坦克，后期引进了该坦克的生产线，但由于伊朗核问题受到国际社会制裁，生产线是否能正常运作不得而知，购买的 T-72 系列主战坦克由于缺乏备件，如今装备完好率无法统计，因此此表未列出

资料来源：Military balance2017、国信证券经济研究所整理

表 6: 伊朗现役战斗机存量

型号	生产国	数量
F-5B	美国	20
F-5E/F	美国	55+
F-7M	中国	24
F-14	美国	43
Mig-29 A/U/UB	俄罗斯	36
Azarakhsh	伊朗	6
F-4 D/E	美国	64
Mirage F-1E	法国	10
Saegheh	伊朗	6
Su-24MK	俄罗斯	29
Su-25K	俄罗斯	7
Su-25UBK	俄罗斯	3
P-3MP	美国	5
RF-4E	美国	6+
合计		314+

资料来源：The Military Balance 2017、国信证券经济研究所整理

印巴边境冲突加剧，巴基斯坦换装需求提升

历史上印巴边境总是伴随着战争与冲突，尤其是印度和巴基斯坦两国对于克什米尔地区的争夺已经导致了数次印巴战争。

巴基斯坦空军在历次印巴战争中对战争的胜利均发挥了决定性的作用，目前由于印度空军开始大规模装备俄制苏-30MKI 重型多用途战斗机，使得巴基斯坦对于第三代战斗机和第四代隐身战斗机的需求逐渐旺盛。在向中国购买了 150 架左右的枭龙战斗机后，其战斗机部队中的 F-7P 等第二代战斗机依然需要替换，

剩余换装空间约为 200 架左右。

表 7: 巴基斯坦现役战斗机存量

型号	生产国	数量
F-7PG	中国	48
F-7P	中国	60
F-16A	美国	33
F-16B	美国	25
FT-7	中国	21
FT-7PG	中国	6
Mirage IIIB	法国	2
F-16C	美国	12
F-16D	美国	6
JF-17 (FC-1 Block 1)	中国	49
JF-17 (FC-1 Block 2)	中国	20
Mirage IIID	法国	7
Mirage IIIE	法国	63
Mirage 5 (5PA) /5PA2	法国	39
Mirage 5D	法国	2
Mirage 5PA3	法国	10
合计		403

资料来源: The Military Balance 2017、国信证券经济研究所整理

而印度陆军在目前阶段依然在大规模换装 T-90S 坦克, 现役装备数量为 1057 辆, 到 2019 年总采购订单数量已经达到了 2121 辆。而巴基斯坦的坦克部队也急需可以压制 T-90S 坦克的主战装备, 而由于巴基斯坦与西方的微妙关系, 目前在国际市场上只有我国的 VT-4 型主战坦克可供其选择, 而其也有长期使用我国地面武器的传统。预计巴基斯坦坦克换装需求约为 500 辆, 其现役的第一代坦克 T-55、59 式、69 式和第二代的 85 式均是急需换装的对象, 而其中部分 59 式有可能被轮式突击炮产品所替代。

表 8: 巴基斯坦陆军现役坦克装备情况

型号	数量	生产厂家	原产国	技术水平 (战后划代)
MBT-2000 (哈立德)	385	内蒙一机	中国	第三代
T-80UD	320	哈尔科夫厂	乌克兰	第三代
T-54/T-55	51	乌拉尔车辆厂	前苏联	第一代
59 式	1100	内蒙一机	中国	第一代
69 式	400	内蒙一机	中国	第一代
85 式	275	内蒙一机	中国	第二代

资料来源: The Military Balance 2017、国信证券经济研究所整理

巴基斯坦的武器装备外贸, 几乎不存在政治上的障碍, 巴基斯坦从需求上来讲是我国第二大的海外客户。

从 2020 年开始, 相关国家的武器装备采购需求将体现出来, 我国地面武器装备早就在国际武器装备外贸市场上占有一席之地, 在技术水平上已经超过了俄罗斯与德国达到了同一技术水平, 外贸前景明朗, 而市场目前对此方面缺乏认识, 容易产生预期差。在海空军装备方面, 传统友好国家现在也面临用第三代战斗机替换第二代战斗机, 以及更新本国海上武器装备的需求。从 2020 年开始, 外贸市场将成为军工企业业绩的新增长点, 而且外贸武器比内销产品的净利率高, 对企业业绩带动效应强, 我们建议将武器装备外贸也作为重点来进行研究。

投资建议：关注总装及核心配套企业

总装类企业和核心配套企业在新的军品定价机制下及新的改革措施不断落地的过程中，毛利率水平及自身活力有望持续提升；军品采购目录调整后，总装及核心配套企业由于自身常年积累的技术优势，其产品依然是采购目录内产品，继续享受军品的竞标及免税待遇；在武器装备外贸领域，由于其产品在国际市场上的竞争力的增强和所提供的高新技术装备的稀缺性，将是外贸市场的最大受益者。因此我们继续推荐关注该类企业。

内蒙一机是我国最重要的坦克装甲车辆生产企业，将持续受益于全军装备换装。随着军代表制度改革影响的结束，公司产品交付趋于正常，积压存货实现交付，公司业绩有可能呈现较大增长。地面武器外贸市场需求逐渐提升，随着友好国家开始换装，公司将持续受益。

中航沈飞是 A 股战斗机第一股，是我国战斗机的主要生产企业。随着空军现代化的加速和海军舰载航空兵建设的加速，公司将持续受益。不论是新型多用途战斗机还是舰载战斗机，均可保持较长时间的增长。随着国际市场对于新型隐身战斗机需求的兴起，FC-31 战斗机的外贸前景将更加明朗。

中航高科是我国航空新材料产品的核心企业，今年上半年碳纤维预浸料产品销量大幅增长，预浸料是整个碳纤维产业链中技术难度高且可以保持高毛利率的产品。随着我国各型先进航空器陆续进入大规模生产时期，公司业绩将持续增长。

四创电子自身主营业务是安防产品、雷达电源等，子公司博微长安为军用雷达。其民品业务受到经济周期影响较大，军品业务持续增长。其大股东电子科技集团第 38 所是我国主要的雷达研制单位，随着电科院所改制及资产证券化的不断深入，公司将持续受益。而且公司经历去年的调整，估值处于历史低位。

板块评级：维持“超配”评级

板块在 2019 年表现较弱的原因已在第一部分内容进行详细分析，就板块自身基本面情况而言，2019 年行业基本面情况持续向上，行业主要公司前三季度业绩均保持增长，基本面情况符合在 2019 年年度投资策略中的预期。但贸易战在 2019 年得到缓和与 2019 年策略中对贸易战的预期不符，这使得军工板块避险资金流向其他板块。这些内容在第一部分中已有详细说明。

对于 2020 年，我们主要从全军的装备需求、十三五期间的装备计划、改革政策在“十三五”末期落地的可能性、武器装备外贸市场的前景等方面进行详细分析后，军工板块基本面将持续上行、多项改革措施落地也会对市场预期有明显改善，因此维持“超配”评级。

风险提示：企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响，虽然涉及军队自身的体制性改革已经完成，但若有涉及到采购、接装等部门的突发性事件影响，则可能导致企业业绩低于预期。相关政策的落地进度，可能受到军工集团人事调整、上层改革推进意愿、尤其是事业单位转企可能受到来自财政等多方面影响，这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600967	内蒙一机	买入	10.11	0.32	0.41	0.52	31.9	24.9	19.6	2.1
600760	中航沈飞	买入	29.25	0.53	0.62	0.78	52.8	45.2	35.9	5.2
600990	四创电子	买入	43.06	1.62	1.70	1.90	27.7	26.4	23.6	3.1
600862	中航高科	增持	9.68	0.22	0.28	0.33	43.4	34.1	28.9	3.6
600038	中直股份	买入	46.06	0.87	1.10	1.32	50.5	39.9	33.2	13.09
002013	中航机电	买入	6.47	0.23	0.25	0.29	27.9	25.7	22.2	2.45
600879	航天电子	增持	5.81	0.17	0.19	0.23	34.0	30.4	25.1	4.36
000768	中航飞机	增持	16.10	0.20	0.25	0.32	78.1	62.4	48.9	5.79
600562	国睿科技	增持	13.81	0.06	0.17	0.23	242.5	85.6	63.3	2.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032