

国防军工

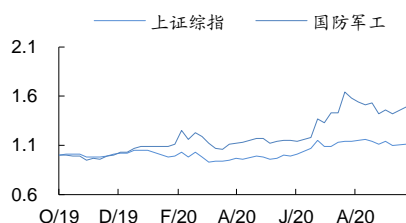
国防军工 2021 年 1 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

行业基本面持续向好，成长逻辑受市场认可

相关研究报告:

《国防军工 2021 年度策略暨 11 月月度策略: “十四五”需求大幅提升, 全行业产能急需扩展》——2020-11-20
 《国防军工 2020 年 10 月投资策略: 美国大选变数增大, 行业进入改革后业绩兑现期》——2020-10-16
 《国防军工 2020 年 9 月投资策略暨中报业绩总结: 国外疫情防控不利, 地缘政治不安定性增加》——2020-09-11
 《国防军工 2020 年 8 月投资策略: 持续性行情开启, 基本面与题材双优》——2020-08-12
 《国防军工 2020 中期投资策略暨 7 月月度策略: 时局动荡催生题材, 基本面向上基础牢固》——2020-07-02

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码: S0980517080004

● 上月行情回顾: 板块跑赢大盘及创业板

回顾上月的板块表现, 板块大幅跑赢大盘, 小幅跑赢创业板。2020 年 12 月 12 日至 2021 年 1 月 18 日收盘, 国防军工板块指数涨 19.47%, 上证综指涨 7.44%, 创业板指数涨 17.17%。

● 行业成长性获得市场认可

2021 年开年以来军工股表现较为强势, 现在市场对于军工板块能否继续维持这种强势产生了一定的疑问, 但是只要认识到此次军工行业的成长逻辑, 则完全不必担心板块行情的持续性。军工股现在正处于由主要炒题材的板块向成长板块转变的时期, 自 2020 年 7 月以来军工板块的强势表现就是行业成长逻辑受到市场广泛认可的过程。

现在市场对于军工板块的主要疑问在于预期的板块基本面成长在 2020 年的年报和 2021 年的一季度是否能看到明显的兑现, 在接下来的一段时间, 市场会用非常严格的眼光来审视军工板块相关公司的财务报表, 对预收款、预付款、经营性现金流情况、存货周转、净利率等项目的关注度可能会超过对营业收入和净利润的关注。军工行业需要用自身的财务数据向市场证明自己值得被期待, 我们对此是十分乐观的。

● 投资建议: 关注战术导弹、军工主机、军用碳纤维等产业

全军加强实战化训练消耗弹药量增加和应对 2020 年以后世界局势和地区局势可能的变化而面临的对战术导弹需求增加, 推荐航天电器、新雷能。传统客户国的现役地面武器装备已经进入换代期, 推荐内蒙一机。碳纤维产业链中, 预浸料产品在军用飞机及 C919 大型客机的应用前景广泛, 推荐中航高科。国内战斗机换装在十四五期间依然处于高速增长期, 推荐中航沈飞。

● 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, 可能受到多方面影响, 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

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

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600967	内蒙一机	买入	13.10	22,134	0.45	0.56	29.11	23.39
600760	中航沈飞	买入	85.40	119,593	1.00	0.96	85.40	88.96
600862	中航高科	买入	36.09	50,275	0.32	0.45	112.78	80.20
300593	新雷能	买入	30.80	5463	0.50	0.98	61.60	31.43
002025	航天电器	买入	61.52	26,392	1.14	1.49	53.96	41.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

上月行情回顾：板块跑赢大盘及创业板	4
行业月度推荐组合，航空类标的涨幅靠前	5
为高成长赋予高估值，强基本面夯实成长逻辑	6
投资建议：推荐战术导弹、主机、碳纤维	7
看好战术导弹相关企业的发展前景	7
地面武器装备外贸全产业链存在较大超预期可能	7
航空产业链中的军用碳纤维军民前景均可观	8
持续推荐国内战斗机换装相关标的	8
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

图表目录

图 1: 近一年军工板块指数走势与大盘和创业板相对走势对比 (纵轴为相对走势) 4

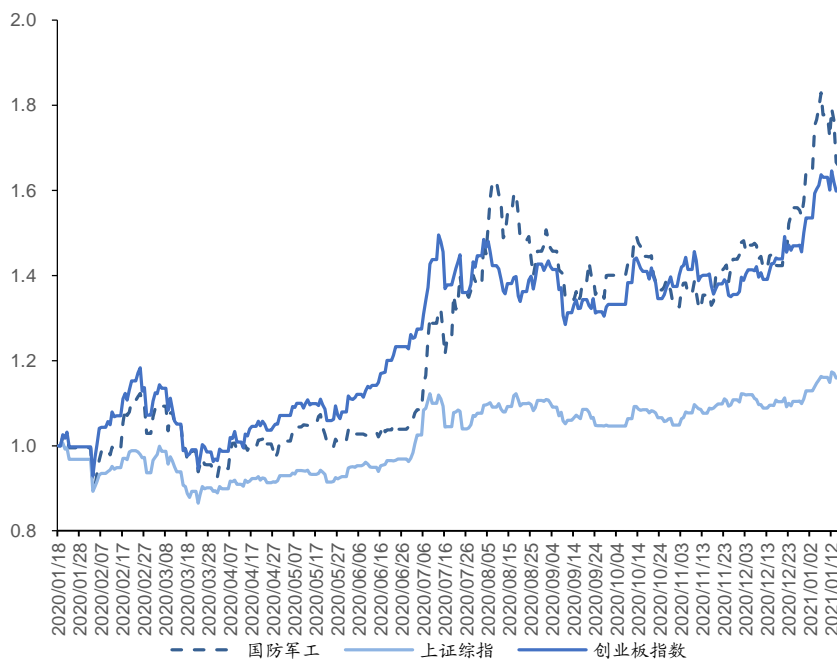
表 1: 策略组合 (12 月 12 日至 1 月 18 日) 各月收益情况 5

上月行情回顾：板块跑赢大盘及创业板

回顾上月的板块表现，板块大幅跑赢大盘，小幅跑赢创业板。2020年12月12日至2021年1月18日收盘，国防军工板块指数涨19.47%，上证综指涨7.44%，创业板指数涨17.17%。

在过去的一个月里军工指数涨幅较大。这主要原因是行业基本面向好、进入改革后业绩兑现期的逻辑开始获得了市场认可。

图 1：近一年军工板块指数走势与大盘和创业板相对走势对比（纵轴为相对走势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业月度推荐组合，航空类标的涨幅靠前

12 月份，我们推荐的策略组合均大幅上涨，其中中航沈飞、中航高科涨幅超过 40%，组合整体涨幅大幅超过军工板块涨幅。

表 1: 策略组合（12 月 12 日至 1 月 18 日）各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	上证指数涨跌幅	军工板块涨跌幅
2020 年 12 月	内蒙一机	36.74%	7.44%	19.47%
	中航沈飞	44.43%		
	中航高科	47.25%		
	新雷能	28.25%		
	航天电器	22.28%		
2020 年 11 月	内蒙一机	-5.52%	0.25%	7.34%
	中航沈飞	14.33%		
	中航高科	11.36%		
	新雷能	19.67%		
	航天电器	6.93%		
2020 年 10 月	内蒙一机	-12.44%	-0.59%	-11.10%
	中航沈飞	-16.28%		
	中航高科	-19.11%		
	新雷能	-15.49%		
	康拓红外	-19.02%		
	航天电器	-10.30%		
2020 年 9 月	内蒙一机	-0.51%	2.33%	7.43%
	中航沈飞	12.79%		
	中航高科	9.08%		
	康拓红外	-5.16%		
2020 年 8 月	内蒙一机	0.34%	-3.16%	-14.52%
	中航沈飞	-18.53%		
	中航高科	-7.82%		
	康拓红外	0.06%		
2020 年 7 月	内蒙一机	17.73%	9.34%	47.74%
	中航沈飞	107.06%		
	中航高科	63.35%		
	康拓红外	24.71%		
2020 年 6 月	内蒙一机	5.92%	5.81%	4.61%
	中航沈飞	4.09%		
	中航高科	-0.06%		
	康拓红外	-2.16%		
2020 年 5 月	内蒙一机	-2.48%	1.60%	-2.00%
	中航沈飞	-5.12%		
	中航高科	4.63%		
	康拓红外	-7.33%		
2020 年 4 月	内蒙一机	5.99%	3.51%	7.84%
	中航沈飞	10.85%		
	中航高科	19.32%		
	四创电子	1.99%		
2020 年 3 月	内蒙一机	-8.07%	-5.16%	-6.84%
	中航沈飞	12.36%		
	中航高科	7.00%		
	四创电子	-7.85%		
2020 年 2 月	内蒙一机	5.78%	2.30%	10.26%
	中航沈飞	13.45%		
	中航高科	3.22%		
	四创电子	6.41%		
2020 年 1 月	内蒙一机	-9.71%	-6.02%	-1.22%
	中航沈飞	-14.34%		
	中航高科	4.37%		
	四创电子	-16.88%		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

为高成长赋予高估值，强基本面夯实成长逻辑

2021年开年以来军工股表现较为强势，现在市场对于军工板块能否继续维持这种强势产生了一定的疑问，但是只要认识到此次军工行业的成长逻辑，则完全不必担心板块行情的持续性。军工股现在正处于由主要炒题材的板块向成长板块转变的时期，自2020年7月以来军工板块的强势表现就是行业成长逻辑受到市场广泛认可的过程。

现在市场对于军工板块的主要疑问在于预期的板块基本面成长在2020年的年报和2021年的一季度是否能看到明显的兑现，在接下来的一段时间，市场会用非常严格的眼光来审视军工板块相关公司的财务报表，对预收款、预付款、经营性现金流情况、存货周转、净利率等项目的关注度可能会超过对营业收入和净利润的关注。军工行业需要用自身的财务数据向市场证明自己值得被期待，我们对此是十分乐观的。

回顾自2016年军改等多项改革开始以后，直到2019年年底乃至2020年上半年，军工板块表现较差的原因主要是曾经在2014-2016年被市场寄予厚望的两机专项、院所改制等题材没有兑现。现在由于行业在十三五期间已经完成了军改、定价机制改革等重要改革，之前未释放的业绩和未来几年应有的业绩将迎来一个“拆除堰塞湖”式的兑现期。

还有就是关于估值的问题，军工板块应怎样给予估值，给到多少才算合理。我们认为，只要行业持续成长，估值会越来越高。与其关注现有的估值水平，不如关注行业的总体成长性是否能满足市场对板块的预期，行业自身的业绩和财务数据的成长性和健康性才是最重要的。

军工行业其自身既有计划经济的特点，又有市场经济的特点，这主要是由于军品的非消费品特性来决定的。军工产品的采购是计划性的，因为其订贷来源完全来自于军队。但行业的招标和竞标是非常市场化的，这主要是利用市场机制遴选出最好的产品为军队服务，因此军工产品必须通过自身的高技术特点立足于产业。而高技术容易让市场给予较高的估值。

从资金面上来看，近期多家机构发行的军工类基金募集情况较好，这也为军工板块接下来的表现提供了资金面支撑。

综上，我们认为军工板块由于其自身基本面进入高速成长期，将一改以往给予市场的“炒题材”印象，进入“成长股”的行列，因此我们认为军工板块将继续表现强势。

投资建议：推荐战术导弹、主机、碳纤维

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。

看好战术导弹相关企业的发展前景

在新型弹药方面，我军现在既面临新老产品开始换代、目标弹陆续定型进入批产替代老型号产品的情况，也要考虑在全军加强实战化训练消耗弹药量增加和应对 2020 年以后世界局势和地区局势可能的变化而面临的库存弹药急需补充的问题。因此，战术导弹相关产业可能成为军工全行业业绩增速最高的子行业，其增速可能会显著高于主机和战略武器。且战术导弹的单体价值量较高，净利率水平较高，其行业景气度和带来的业绩增速要远高于传统非制导弹药。

航天电器作为我国的高性能连接器龙头企业，常年为各型弹药和其他产品供应相关器件，且其市场占有率高。因此看好其作为导弹的重要配套单位的成长前景。尤其是在航天系统进行改革的大背景下，其可能完善激励机制、提高员工积极性，以提高企业的盈利情况。

新雷能作为军用电源的重要供应企业，其技术水平在国内处于领先地位，新型号导弹产品对于电源的技术水平的要求相比于老型号有本质提高，且与多家核心院所和整弹企业构成了稳定的常年配套关系。因此看好该公司未来的业绩成长。

地面武器装备外贸全产业链存在较大超预期可能

在之前发布的策略类报告中一直在推荐地面武器装备外贸的相关标的，目前已经处于这个市场呈现爆发式增长的前期。而我国的可外贸的武器装备中，地面武器在国际市场上的竞争力最大。我国外贸地面武器以 VT-4 主战坦克和 VT-5 轻型坦克为主，VT-4 主战坦克从性能上达到了德国豹 2 系列的水平，而我国地面武器的传统市场是如巴基斯坦、伊朗、孟加拉国、泰国、秘鲁等亚非拉第三世界国家。这些国家由于政治上的原因，采购美欧地面武器的可能性不大，实际上在除了中东个别国家（如沙特阿拉伯）外的我国地面传统市场中，我国产品的主要竞争对手是俄罗斯的 T-72 系列和乌克兰的 T-84 系列，在技术上 VT-4 比这些坦克领先接近一代，因此市场竞争力极强。VT-4 在出口的过程中可以做到在政治环境比较好的国家与美国的 M1A2 和德国的豹 2A6 同台竞技，在与西方关系不好的国家中以优于俄罗斯的 T-72、T-90 及乌克兰 T-84 系列的产品性能获得外军的青睐。而 VT-5 与多山和东南亚雨林国家的作战需求十分契合，而国家市场上其他国家的同类产品尚未面世。在之前发布的多篇报告中对坦克外贸均有详细统计，仅巴基斯坦就有至少 500 辆主战坦克需要更换，伊朗武器禁运解禁后，有总量 1000 辆的规模急需更新。在之前 VT-4 型主战坦克出口泰国的新闻中，泰国方面已经公布了 VT-4 的出口价格为 580 万美元，巴军和中东国家的安全环境更加恶劣，VT-4 需要根据其需求进行升级，因此采购价格有可能高于泰国的采购价。

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。

航空产业链中的军用碳纤维军民前景均可观

在过去的一段时间里，我国整体上军转民市场发展的并不充分，其主要原因是在当时我国的军用技术水平尚处于追赶世界先进国家行列，在传统的军转民领域市场被国外企业占领。在 21 世纪初期的军转民技术主要集中在机械加工和材料领域，而这些军用技术西方早在 20 世纪 70 年代就开始研究，在我国的国防科工系统将这些技术应用与国内武器装备前，西方的军转民技术企业就已经占领了我国的设备市场，因此我国自己技术的军转民市场在之前发展并不充分。但是现在，我国在诸多军用设备领域已经走在世界前列，自身就可以完成这些设备的全产业链供应，并且本土设备厂商在设备性能和价格方面均可以做到优于国外相关产品。因此，军用技术的发展为高新技术开拓民用市场提供了坚实基础，军转民市场将为军工企业长期健康高速发展提供新的动力。

整个碳纤维产业链从上游到下游可以分为三个部分，分别为：碳纤维丝的生产制造企业、碳纤维预浸料企业、各军工集团主机厂复材中心（负责碳纤维预浸料的最后成型）。在这三部分里，我国已经可以成本不高于国外产品的情况下生产碳纤维丝，在市场上碳纤维丝的供应是充足的，国内已经数家优秀的碳纤维丝制造企业。但是我们最看好碳纤维预浸料产品的市场前景，首先在军用上预浸料是在主机预研的时候就参与研发并确定技术指标的产品，在后端的生产研制过程中具备不可替代性；其次，预浸料的研发成本高、需要对树脂基体进行大量的试验和研发，并且树脂与碳纤维丝的匹配性也是研发的重点，而且预浸料是碳纤维结构产品的必须原料，因此该产品对上下游均有定价权。在民用航空产品方面，国产 C919 大型客机的碳纤维结构已经主要采用国产碳纤维，该机型的意向订单已有 400 余架，因此 C919 也将对碳纤维预浸料产品产生大量需求。

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。

持续推荐国内战斗机换装相关标的

在未来相当长的一段时间内，我国空军和海军航空兵的战斗机部队仍然处于高速换装时期，需求主要来源于两个方面。首先是原有装备技术水平落后而产生的换装需求；其次是我国在 21 世纪初期从俄罗斯购买的苏-30MKK 和苏-30MK2 现在已经高强度使用了接近 20 年，机体寿命即将耗尽，需要新型战斗机对其进行补充。由于中国购买苏-30MKK 和苏-30MK2 已经被多家媒体及门户网站披露，因此，根据网络信息对其进行了统计。仅该型战机就有 100 架的替代空间。

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。

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 2019
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600967	内蒙一机	买入	13.1	0.34	0.45	0.56	38.53	29.11	23.39	2.0
600760	中航沈飞	买入	85.4	0.63	1.00	0.96	135.56	85.40	88.96	5.1
600862	中航高科	买入	36.09	0.40	0.32	0.45	90.23	112.78	80.20	3.7
600038	中直股份	买入	62.38	1.00	1.20	1.42	62.38	51.98	43.93	3.4
002013	中航机电	买入	12.58	0.27	0.30	0.34	46.59	41.93	37.00	2.6
600879	航天电子	增持	7.76	0.17	0.19	0.22	45.65	40.84	35.27	1.3
000768	中航西飞	增持	34.98	0.21	0.22	0.24	166.57	159.00	145.75	2.7
600562	国睿科技	增持	17.74	0.07	0.09	0.12	253.43	197.11	147.83	4.9
002025	航天电器	买入	61.52	0.94	1.14	1.49	65.45	53.96	41.29	3.76
300593	新雷能	买入	30.8	0.38	0.50	0.98	81.05	61.60	31.43	4.58

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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