

证券研究报告—深度报告

国防军工

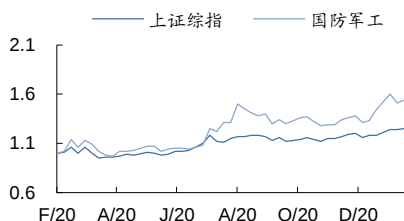
国防军工 2021 年 2 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 27 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国防军工 2021 年 1 月投资策略: 行业基本面持续向好, 成长逻辑受市场认可》——2021-01-21

《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

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

行业投资策略

机构持仓仍处低位, 行业向上逻辑坚实

● 上月行情回顾: 板块下跌, 未跑赢大盘及创业板

回顾上月的板块表现, 板块未跑赢大盘及创业板。2021 年 1 月 1 日至 2021 年 1 月 26 日收盘, 国防军工板块指数下跌 3.3%, 上证综指涨 2.77%, 创业板指数涨 9.85%。

● 持仓及估值仍处低位, 市场对成长性尚存疑虑

从已经公布的 2020 年四季度公募重仓持股占比变化可以看到, 军工行业的公募持仓水平比第三季度有所提升达到了 1.6% 的水平, 这差不多是 2014 年一季度到二季度之间的水平。由于在十三五期间, 军工行业经历了多项改革, 导致当年的行业业绩释放受到极大不利影响, 这使得资本市场在 2014-2016 年对军工行业业绩兑现的预期落空, 因此市场对军工行业的印象变差, 这使得军工行业需要通过连续的、切实的业绩释放来让市场重拾信心才能完全打消市场由于过去的伤痛而产生疑虑。随着军工行业 2020 年年报和 2021 年一季报在春天陆续发布, 以及市场通过自身的调研对十四五期间行业基本面向上的确定性的认可, 市场对行业成长性的疑虑将完全消散, 届时军工行业的向上行情才真正开始。

● 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, 并且带来航空发动机需求提升, 推荐中航沈飞、航发动力。

● 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

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	10.89	18,400	0.45	0.56	24.20	19.45
600760	中航沈飞	买入	81.59	114,258	1.00	0.96	81.59	84.99
600862	中航高科	买入	34.03	47,405	0.32	0.45	106.34	75.62
300593	新雷能	买入	36.50	6,043	0.50	0.98	73.00	37.24
002025	航天电器	买入	57.33	24,595	1.14	1.49	50.29	38.48
600893	航发动力	买入	67.19	179,101	0.61	0.74	110.15	90.80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

内容目录

上月行情回顾：板块未跑赢大盘及创业板.....	4
行业月度推荐组合，航空及导弹配套企业涨幅较大	5
持仓及估值仍处低位，市场对成长性尚存疑虑.....	6
投资建议：推荐战术导弹、主机、碳纤维.....	8
看好战术导弹相关企业的发展前景	8
地面武器装备外贸全产业链存在较大超预期可能	8
航空产业链中的军用碳纤维军民前景均可观.....	9
持续推荐国内战斗机换装相关标的	9
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明	11

图表目录

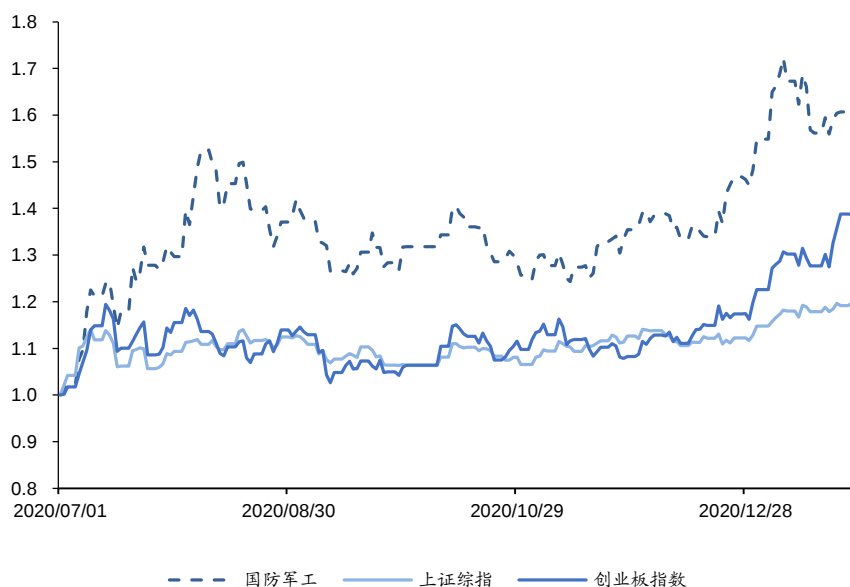
图 1: 去年 7 月以来军工板块指数走势与大盘和创业板相对走势对比(纵轴为相对走势)	4
图 2: 军工板块公募重仓持股行业占比变化(2013Q3-2020Q4)	6
图 3: 军工板块行业整体市盈率(TTM)变化(2015.1-2021.1)	7
表 1: 策略组合(1月1日至1月26日)各月收益情况	5
表 2: 军工板块上市公司 2020 年业绩预告状况(只统计已出业绩预告公司, 亿元, %)	6

上月行情回顾：板块未跑赢大盘及创业板

回顾上月的板块表现，板块未跑赢大盘及创业板。2021年1月1日至2021年1月26日收盘，国防军工板块指数下跌3.3%，上证综指涨2.77%，创业板指数涨9.85%。

1月末板块出现回调的主要原因，是受个别平时关注度不高且军品业务较差的公司受到相关部门调查的刺激，使得市场在本月在板块的上行中获益的情况下，市场对于板块基本面向上的逻辑的疑虑体现出来所导致的。我们认为市场对部分对行业实质上无影响的部分事件反应过度，市场疑虑在行业业绩的成长中会逐步烟消云散，坚定看好军工板块的前景。

图 1：去年 7 月以来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，航空及导弹配套企业涨幅较大

1 月份，我们推荐的策略组合中航沈飞、中航高科、新雷能上涨，内蒙一机、航天电器出现回落。

表 1: 策略组合（1 月 1 日至 1 月 26 日）各月收益情况

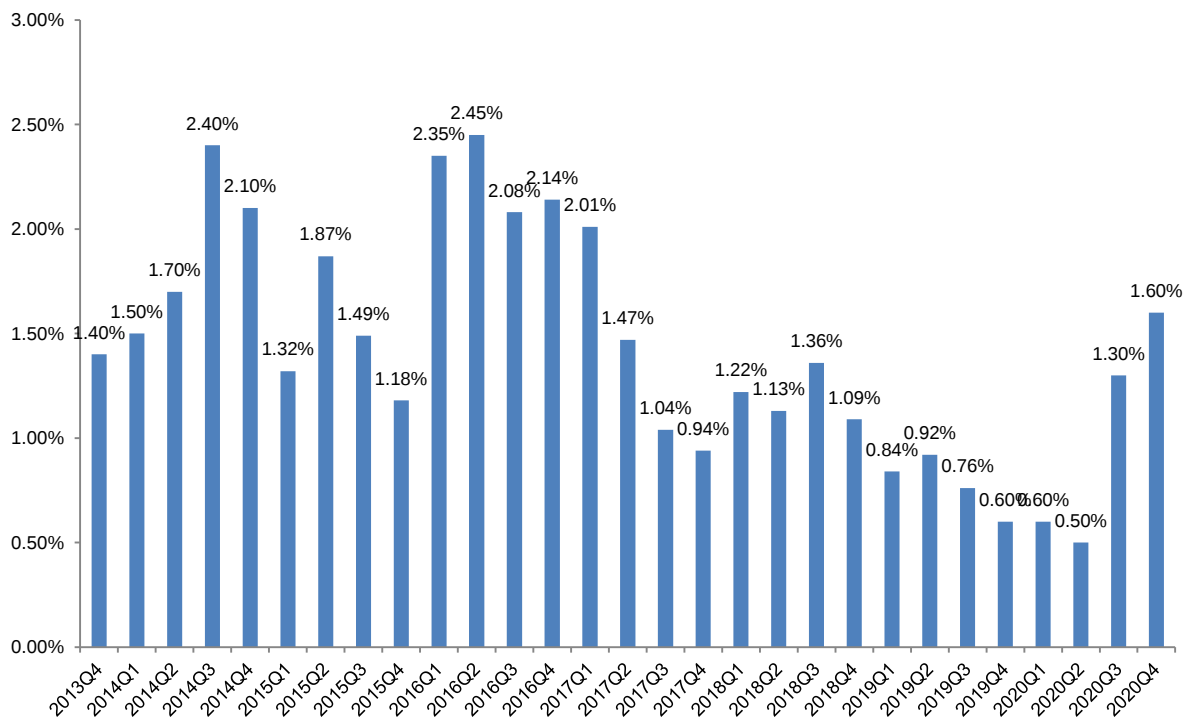
年月	月度组合	月度收益率	上证指数涨跌幅	军工板块涨跌幅
2021 年 1 月	内蒙一机	-10.44%		
	中航沈飞	4.36%		
	中航高科	13.06%	2.77%	-3.30%
	新雷能	21.38%		
	航天电器	-12.04%		
2020 年 12 月	内蒙一机	36.74%		
	中航沈飞	44.43%	7.44%	19.47%
	中航高科	47.25%		
	新雷能	28.25%		
	航天电器	22.28%		
2020 年 11 月	内蒙一机	-5.52%		
	中航沈飞	14.33%		
	中航高科	11.36%	0.25%	7.34%
	新雷能	19.67%		
	航天电器	6.93%		
2020 年 10 月	内蒙一机	-12.44%		
	中航沈飞	-16.28%		
	中航高科	-19.11%	-0.59%	-11.10%
	新雷能	-15.49%		
	康拓红外	-19.02%		
2020 年 9 月	内蒙一机	-10.30%		
	中航沈飞	-0.51%		
	中航高科	12.79%	2.33%	7.43%
	新雷能	9.08%		
	康拓红外	-5.16%		
2020 年 8 月	内蒙一机	0.34%		
	中航沈飞	-18.53%	-3.16%	-14.52%
	中航高科	-7.82%		
	新雷能	0.06%		
	康拓红外	0.06%		
2020 年 7 月	内蒙一机	17.73%		
	中航沈飞	107.06%	9.34%	47.74%
	中航高科	63.35%		
	新雷能	24.71%		
	康拓红外	24.71%		
2020 年 6 月	内蒙一机	5.92%		
	中航沈飞	4.09%	5.81%	4.61%
	中航高科	-0.06%		
	新雷能	-2.16%		
	康拓红外	-2.16%		
2020 年 5 月	内蒙一机	-2.48%		
	中航沈飞	-5.12%	1.60%	-2.00%
	中航高科	4.63%		
	新雷能	-7.33%		
	康拓红外	-7.33%		
2020 年 4 月	内蒙一机	5.99%		
	中航沈飞	10.85%	3.51%	7.84%
	中航高科	19.32%		
	四创电子	1.99%		
	康拓红外	1.99%		
2020 年 3 月	内蒙一机	-8.07%		
	中航沈飞	12.36%	-5.16%	-6.84%
	中航高科	7.00%		
	新雷能	-7.85%		
	康拓红外	-7.85%		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

持仓及估值仍处低位，市场对成长性尚存疑虑

从已经公布的 2020 年四季度公募重仓持股占比变化可以看到，军工行业的公募持仓水平比第三季度有所提升达到了 1.6% 的水平，这差不多是 2014 年一季度到二季度之间的水平。考虑到现在公募基金的总规模和占市场资金比例均高于 2014 年，由于行业基本面向上的逻辑受到市场认可，在接下来公募重仓持股行业占比的继续提升过程中，进入军工行业的资金总规模亦应大于上一个军工行业的牛市初期，这可能推动板块持续大幅上行。并且随着市场对于行业改革后业绩兑现确定性增强的逻辑的加深认识，未来军工板块公募重仓持股比例可能创历史新高。

图 2：军工板块公募重仓持股行业占比变化（2013Q3-2020Q4）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从现在板块的平均市盈率变化来看，依然处于历史低位，行业估值水平基本与 2020 年一季度和二季度持平。在板块近半年来出现大幅上涨的情况下，估值水平并未大幅上升的原因是因为行业的业绩出现了大幅提升。

表 2：军工板块上市公司 2020 年业绩预告状况（只统计已出业绩预告公司，亿元，%）

序号	股票代码	股票名称	2020 年预计归属于上市公司股东的净利润	2019 年归属于上市公司股东的净利润	同比增长
1	300699.SZ	光威复材	6.31—6.57	5.22	21-26
2	603678.SH	火炬电子	5.91-6.29	3.81	55-65
3	002985.SZ	北摩高科	3.05—3.4	2.12	43.67-60.15
4	300114.SZ	中航电测	2.44—2.87	2.12	15-35
5	300593.SZ	新雷能	1.12—1.24	0.62	80-100
6	300726.SZ	宏达电子	4.54—5.13	2.93	55-75
7	300397.SZ	天和防务	1.02-1.05	0.87	17.54-21.00
8	600562.SH	国睿科技	4.41-4.87	0.42	959.31-1070.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在之前的多篇策略报告中已经提到过军工行业在十四五期间的成长性及确定性，但市场对此仍有疑虑。在 2021 年 1 月份已经发布业绩预告的几家公司的情况可以看到，其业绩均出现了大幅上涨，军用航空、导弹配套等子行业标的的业绩预告的涨幅超过 30%，有的公司在 2020 年民品业绩受到新冠肺炎疫情极大不利影响的情况下，靠军品业务的成长，业绩增速超过了 100%。虽然这些业绩预告在一定程度上打消了市场对于行业成长逻辑的怀疑，但市场疑虑并未完全打消。由于在十三五期间，军工行业经历了多项改革，导致当年的行业业绩释放受到极大不利影响，这使得资本市场在 2014-2016 年对军工行业业绩兑现的预期落空，因此市场对军工行业的印象变差，这使得军工行业需要通过连续的、切实的业绩释放来让市场重拾信心才能完全打消市场由于过去的伤痛而产生疑虑。但对此，我们成比较乐观的态度，因为通过对军工行业的研究，我们也在之前的多篇报告中阐述过行业进入改革后业绩兑现期的确定性是很强的，在此不再赘述。

图 3：军工板块行业整体市盈率（TTM）变化（2015.1-2021.1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综上，我们认为随着军工行业 2020 年年报和 2021 年一季报在春天陆续发布，以及市场通过自身的调研对十四五期间行业基本面向上的确定性的认可，市场对行业成长性的疑虑将完全消散，届时军工行业的向上行情才真正开始。

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。同时看好航空发动机作为重大分系统的业绩前景，推荐航发动力。

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	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
600967	内蒙一机	买入	10.89	0.34	0.45	0.56	32.03	24.20	19.45	2.0
600760	中航沈飞	买入	81.59	0.63	1.00	0.96	129.51	81.59	84.99	5.1
600862	中航高科	买入	34.03	0.40	0.32	0.45	85.08	106.34	75.62	3.7
600038	中直股份	买入	58.32	1.00	1.20	1.42	58.32	48.60	41.07	3.4
002013	中航机电	买入	11.47	0.27	0.30	0.34	42.48	38.23	33.74	2.6
600879	航天电子	增持	7.02	0.17	0.19	0.22	41.29	36.95	31.91	1.3
000768	中航西飞	增持	33.34	0.21	0.22	0.24	158.76	151.55	138.92	2.7
600562	国睿科技	增持	15.73	0.07	0.09	0.12	224.71	174.78	131.08	4.9
002025	航天电器	买入	57.33	0.94	1.14	1.49	60.99	50.29	38.48	3.76
300593	新雷能	买入	36.50	0.38	0.50	0.98	96.05	73.00	37.24	4.58
600893	航发动力	买入	67.19	0.48	0.61	0.74	139.98	110.15	90.80	1.72

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