

军工板块进去蓄势期，调整意味着机会

——行业动态报告

军工行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **年报预增喜人，行业景气度逐步兑现。**截至1月31日，军工行业累计有60家上市公司披露2020年业绩预告，剔除不可比的22家公司，剩余38家公司净利润同比增速中值的平均水平约为47.6%，行业自2020Q2迎来提速换挡的拐点后，持续的高景气度正在逐步兑现。我们认为2021年作为“十四五”开局之年，随着下游军事装备需求的大幅扩张，行业Q1高增长较为确定，全年高景气度有望延续。
- **军工板块进去蓄势期，调整意味着机会。**2020年出现两波军工行情，7月份第一波行情上涨61%（历时1.5个月），8月中旬开始累计调整3个月，幅度约23%，11月中旬迎来年内第二波行情，上涨幅度约40%（历时2个月），2021年1月初以来，军工板块自高点已累计回调18.5%，估值风险释放较为充分，我们认为军工板块进入蓄势期，进二退一或是未来常态。在行业景气度无忧的背景下，调整意味着机会。
- **基金持仓占比再提升，继续坚守优质赛道。**基金军工持仓占比指标环比提升0.5pct至2.4%，连续两个季度大比例提升，但相较于2015年7.4%的高点仍有较大的上升空间，未来持续走高可期。持仓集中度环比提升4.3pct，马太效应再次凸显，“优质赛道，强者恒强”的配置格局没有明显变化。
- **变局中把握新机，国防工业再起航。**世界正经历百年未有之大变局，面对这场变局，《十四五规划和2035年远景目标》对国防领域定调之高较为罕见。随着“十四五”期间武器装备量价质齐升，行业发展将迎黄金时代，国防工业再起航。“十四五”期间，国防军费有望延续稳步提升的态势，增长或将超预期。国防工业“十四五”规划有望向军事战略转向的领域倾斜，航空产业链、无人机产业链、导弹产业链、卫星产业链以及新材料和元器件产业链将深度受益。
- **聚焦景气赛道，买入稀缺和优质成长标的。**短期看，流动性不足为虑，货币政策将继续践行“不急转弯”的承诺，流动性大概率维系合理充裕。中期看，行业估值分位数约为65%，向上空间依然较大。长期看，拜登上台无法改变中美竞争博弈的大背景，随着我国国力的强大，战略空间也会随着扩张，国防实力必然要与之匹配，我们认为“十四五”期间行业景气度依然向好，结构性机会凸显。我们看好两类资产，第一类是稀缺性核心资产，享受长期折现定价，短期可以容忍较高估值，推荐航发动力（600893.SH）、中航沈飞（600760.SH）；第二类是确定性高成长资产，未来三到五年业绩复合增速达30-50%，推荐鸿远电子（603267.SH）、中简科技（300777.SZ）、七一二（603712.SH）、北摩高科（002985.SZ）和火炬电子（603678.SH）等。

核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	证券代码	证券简称	月涨幅(%)
600893.SH	航发动力	0.40	603267.SH	鸿远电子	4.91
300034.SZ	钢研高纳	-17.77			

- **风险提示：**“十四五”规划和军工改革不及预期的风险。

分析师

李良

☎：010-6656 8330

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

周义

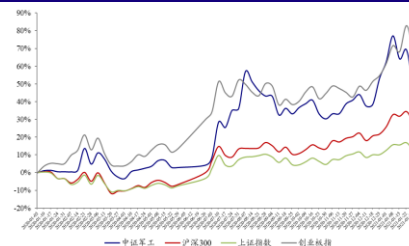
☎：010-8635 9186

✉：zhouyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520060002

行业数据

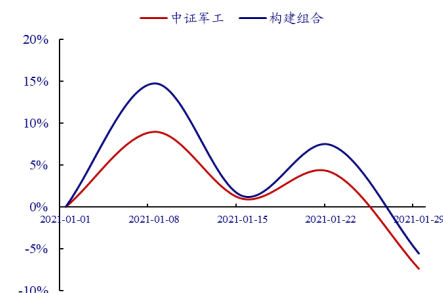
2021.01.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.01.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、“十四五”国防预算增速仍将高于 GDP，行业增长确定性强	3
（一）军工行业是国民经济发展的重要引擎	3
（二）我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升	3
（三）2020Q3 行业经营数据靓丽，提速换挡拐点基本确立	4
二、布局“十四五”，自上而下优选赛道	5
（一）订单/收入的“前低后高”是军工五年规划的显著特点	5
（二）军工“十三五”规划成果丰硕，军队信息化再进一步	5
1、军队改革力度空前，联合作战能力跃升	5
2、军工“十三五”目标基本达成，军队信息化明显提升	6
（三）百年变局中迎接“十四五”	10
（四）“十四五规划和 2035 远景目标建议”对国防领域定调很高	11
三、把握“十四五”高景气度细分领域，自下而上精选个股	13
（一）航空产业链：军机迭代加快，民机迎头追赶	13
（二）无人机产业链：战争形态突变，无人机或成未来战场主角	13
（三）导弹产业链：战略威慑亟需再提升，确定性增长可期	15
（四）元器件子领域：下游需求强劲叠加国产替代加速，军工电容器景气度大幅提升	15
（五）新材料子领域：军民市场齐发力，碳纤维行业将乘风而起	16
四、“十四五”军工领域改革预期升温，红利释放助力行业发展	16
（一）军工体系落后于时代，变革是大势所趋	17
1、军民分割、条块分割的二元体制格局亟待打破	17
2、装备市场供给主体结构单一，“独立、封闭和垄断”特征明显	18
3、“小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成	18
（二）科研院所改制有望提速，资产证券化率提升可期	19
1、军工集团资产证券化持续稳步推进	19
2、院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代	20
（三）军工跨集团改革和央企合并是大势所趋	20
1、经历三次大规模改革重组，形成以十大军工集团为主导的军工产业体系	21
2、90 年代开启的美国军工企业兼并潮依然在延续	22
3、军工跨集团改革和央企合并仍是大势所趋	22
（四）股权激励政策完善，军工央企上市公司经营效率有望提升	23
1、以往股权激励政策力度有限，央企上市公司参与度不高	23
2、进一步完善股权激励政策，有望促进相关改革加速落地	23
（五）再融资新规的出台助力行业企业可持续发展	24
五、行业面临的问题及建议	24
（一）现存问题	24
1、装备采购费的比重较低，仍有提升空间	24
2、国内军工主机厂盈利能力长期处于低位	24
3、军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力	25
（二）建议及对策	25

1、适当提高实际用于装备采购的费用	25
2、建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场	25
3、发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐	25
六、军工行业在资本市场中的发展情况	25
（一）当前共 99 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.46%	25
（二）军工板块估值已突破中枢，行业高估值具有合理性	27
1、纵向看，军工板块估值水平已突破中枢，但向上空间依然较大	27
2、横向看，板块中部分龙头白马和真成长个股具备较高的投资价值	27
3、军工行业高估值具有合理性	28
（三）基金持仓占比再提升，继续坚守优质赛道	28
七、投资策略及组合表现	31
（一）新冠疫情对军工行业冲击有限	31
（二）年报预增喜人，行业景气度逐步兑现	31
（三）行业投资策略：聚焦景气赛道，买入稀缺和优质成长标的	33
（四）推荐标的组合表现	34
八、风险提示	34
附录：国内外行业及公司估值情况	35
（一）国内军工行业估值及对比	35
（二）国际军工行业估值及对比	35
（三）国内与国际重点公司估值及对比	37

一、“十四五”国防预算增速仍将高于 GDP，行业增长确定性强

（一）军工行业是国民经济发展的重要引擎

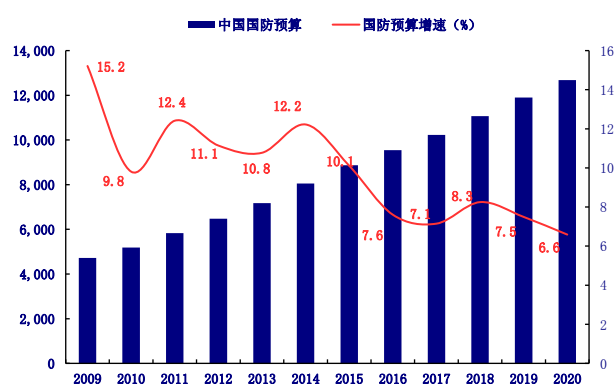
各国间激烈的军事竞争促使军工行业往往聚集最先进的科学技术。为了战争的胜利和夺取军事优势，各国之间的军事竞争具有强烈的对抗性，最先进的技术往往首先应用于军事领域。这使得军工行业成为各国优质智力资源的集聚区，呈现知识密集性和资本密集性的特点。上个世纪 70 年代的冷战时期，受世界政局动荡的影响，各大军事强国开展激烈的军备竞赛。据统计，美国在此阶段曾将约 1/2 的财政预算和全国 2/3 的科研人员投入到国防工业建设中，苏联更是有过之而无不及，美苏之间的大国之争一时间更是进入白热化状态。

军工行业维护国家安全，也是国民经济发展的重要引擎。21 世纪军工行业所面临的两大重要任务是满足军事需求和服务于国家经济建设。先进的国防科学技术，不仅保障国家主权和领土完整，同时还能最大程度地拉动国民经济，成为经济发展及产业结构升级的重要引擎。时下许多与国民生活密不可分的高科技皆源自于国防科学技术，例如卫星导航、电子计算机、通信技术等。只有把国防和军队建设根植于国家经济社会发展体系之中，才能彰显军工行业对国民经济的拉动效应，提升国家产业竞争力。

（二）我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升

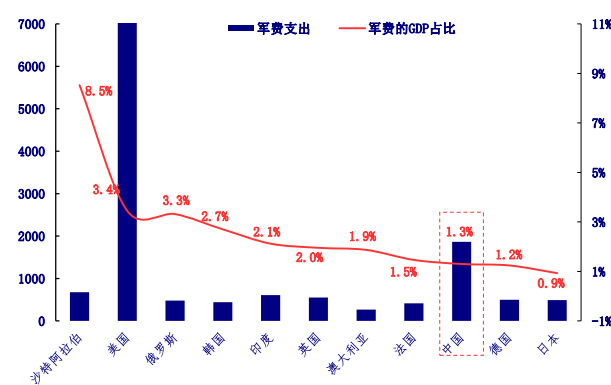
2020 年，中央本级财政支出中，国防军费预算约为 12683.07 亿元，同比增长 6.6%，过去十年复合增速约为 9.37%。从绝对额来看，中国军费规模已位居世界第二位，但仍不足美国军费支出的 1/3，且 GDP 占比仅为 1.3% 左右，远低于美国 3.5% 和俄罗斯的 3.3%。从军费增速来看，过去十年我国国防预算的复合增速约为 9.37%，与中央公共财政收入预算增速大致相当，但与中国的经济实力还不匹配，未来增长空间依然较大。

图 1：中国历年国防预算情况



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 2：各国国防预算的 GDP 占比情况

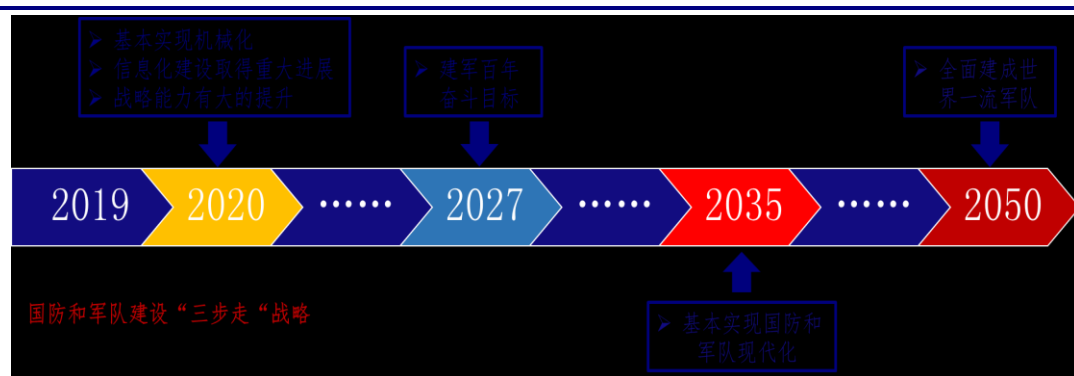


资料来源：中国银河证券研究院整理

基于当前的国内和国际环境，国内经济增速存下行压力，叠加减税降费举措，财政收入增速可能下滑，但在中美博弈主导的国际环境下，外部压力骤增，增强军事威慑或成为必要选择之一。此外，中国的海外利益更加庞大，通过远程军力投送来维护利益的诉求日益强烈，此消彼长，我们认为短中期来看，军费增长有望维持 5%-8% 的增速，而空军、海军和信息化等重点领域的增速可能达 10%-15%。

中期看,《十四五规划和 2035 远景目标建议》要求确保 2027 年实现建军百年奋斗目标;长期看,《十九大》报告明确指出力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化,到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。我们认为,未来军队建设中长期目标的顺利实施,尤其是信息化、智能化装备的大规模列装均离不开国防支出的大力支持,因此,长期来看,在 GDP 增速下滑的背景下,军费支出的 GDP 占比或将缓慢抬升。

图 3: 军队建设的中长期目标



资料来源: 中国银河证券研究院整理

(三) 2020Q3 行业经营数据靓丽, 提速换挡拐点基本确立

行业经营数据是军费支出在财务上的映射,经营数据的变化一定程度上可以反应军费支出在整体或结构上的边际变化。

内生增长和期间费用下降共振, 板块整体业绩加速改善。2020 年前三季度军工板块实现营业收入 2821 亿元, 同比增长 7.79%, 归母净利润 207 亿元, 同比+50.22%, Q3 单季营收同比+20.16%, 归母净利同比+71.79%, 内生增长和期间费用率下降共振, 板块整体业绩加速改善。2020 年由于疫情的影响, 板块上市公司期间费用率普遍下滑(同比-0.63pct), 若剔除该影响, 板块归母净利同比增长 16.87%, Q3 单季同比增长 26.32%, 业绩改善依然明显。此外, 板块毛利率同比提升 1.04pct, 净利率同比提升 1.93pct, 盈利能力较快提升。

2020Q3 是板块业绩提速换挡拐点, 未来高增长可以持续。营收方面: 上半年因疫情延后确认的收入和补偿性订单有望在四季度加速释放, 叠加行业下游需求旺盛, 预计板块 2020 全年收入增速约为 12%, 2021 年收入增速约为 15%。由于 2020Q1 基数比往年略低, 因此我们预计 2021Q1 收入增速会更高, 或达到 18%-20%。业绩方面: 预计军工板块 Q4 归母净利增速将会好于 Q3, 达到 75%以上, 全年约 50%+, 剔除期间费用影响后也将达 30%, 全年约 22%左右。2021 年是“十四五”开局之年, 期间费用率同比变化不再占优, 全年业绩增速约为 22%-25%。同理, 由于 2020Q1 基数比往年略低, 因此我们预计 2021Q1 利润增速会更高, 或达到 30%-35%。

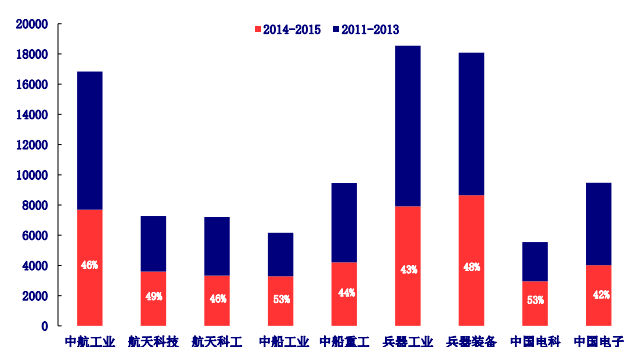
综上, 我们认为, 2018 年是军改结束后军工行业基本面反转的拐点年, 而 2020 年有望成为行业业绩增长换挡提速的又一重要拐点。

二、布局“十四五”，自上而下优选赛道

（一）订单/收入的“前低后高”是军工五年规划的显著特点

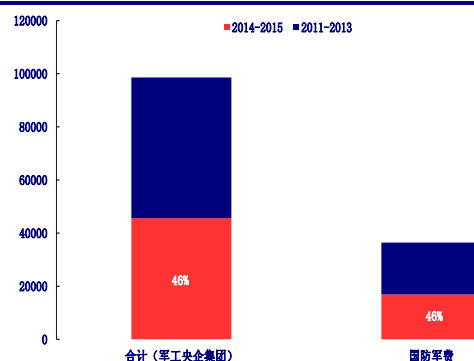
五年规划，全称为国民经济和社会发展规划纲要，是中国国民经济计划的重要部分，主要是对国家重大建设项目、生产力分布和国民经济重要比例关系等作出规划，为国民经济发展远景规定目标和方向。军工行业不同于其他行业，行业内企业主要收入来源于国防支出预算，受宏观经济波动影响较小。在整个军事工业体系当中，国家和军队的采购起主导作用，行业呈现较强的计划性，其中，五年规划则是武器装备采办执行的重要纲领。从历史情况看武器装备采购五年规划执行中往往呈现订单/收入“前低后高”的特点，我们认为形成该特点的本质原因与军费的持续稳步增长有关。

图 4：九大军工集团“十二五”后两年收入占比



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 5：军工集团“十二五”收入和军费支出占比情况



资料来源：中国银河证券研究院整理

由于“十三五”期间，军队改革贯穿整个五年计划，装备采购受到较大的扰动，所以，我们以“十二五”期间为例，对这种“前低后高”的特点加以验证。根据九大军工集团在“十二五”规划期间的经营数据，我们发现，各军工集团五年计划最后两年的收入占比均在 42% 以上，整体来看约为 46%，与后两年的军费支出占比数据相当。

“十三五”期间，军费稳步增长叠加军队改革影响下军工订单的延迟落地和确认，导致这种收入“前低后高”的特点更加明显。

（二）军工“十三五”规划成果丰硕，军队信息化再进一步

目前由于军贸规模尚小，军队几乎是国内军工装备企业的唯一客户。军队系统和军工系统犹如“唇”与“齿”的关系，紧密相连，军队领域的改革需要军工领域相应的变革做支撑。

1、军队改革力度空前，联合作战能力跃升

“十三五”期间，军队体制编制改革成为最受瞩目的事件，对军工系统的影响也异常深远。军队的根本职能是能打仗、打胜仗。我军长期以来实行作战指挥与建设管理职能合一、建用一体的体制，这是在一定的历史条件下形成的，但却越来越难以适应现代军队专业化分工的要求，难以适应信息时代诸军兵种一体化联合作战指挥的任务，这已经成为制约我军打赢信息化战争

的最大体制性障碍。

2015 年 9 月，随着习总书记宣布大裁军，军队体制编制改革也拉开序幕。本次军队改革的根本目的是实现强军，最关键的是军队领导指挥体制改革，包括领导管理体制和联合作战指挥体制两个方面。这次改革，改变了长期实行的总部体制、大军区体制、大陆军体制，构建“军委管总、战区主战、军种主建”的新体制。这是新中国成立以来军队领导指挥体制变动最大的一次，是一次结构性、革命性的体系重塑，改革推动力度之大、触及利益之深、影响范围之广均前所未有。

表 1：国防和军队改革的目标任务

日期	阶段性目标
2015	重点组织实施领导管理体制、联合作战指挥体制改革。
2016	组织实施军队规模结构和作战力量体系、院校、武警部队改革，基本完成阶段性改革任务。
2017-2020	对相关领域改革做进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。政策制度和军民融合深度发展改革，成熟一项推进一项。
大原则	军委管总、战区主战、军种主建

资料来源：中国银河证券研究院整理

2、军工“十三五”目标基本达成，军队信息化明显提升

2016 年 5 月，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》。纲要中提出，到 2020 年，军队要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。

“十三五”军工改革成果丰硕

在军队改革取得阶段性成果的情况下，《“十三五”国防科技工业发展规划》宣布启动首批 41 家军工科研院所改革，深化论证空域管理体制、军品定价议价规则、装备采购制度等改革方案，全面推开武器装备科研生产许可与装备承制单位联合审查工作机制。全面推进军工核心能力体系效能型建设，形成动态平衡、灵活反应的国防科技工业基础，建立“小核心、大协作、专业化、开放型”科研生产体系。

我们认为除了科研院所改革和空域管理论证进度不及预期外，“十三五”规划相关领域改革均在有条不紊地推进。军工定价改革方案已经落地，激励机制的引入在中长期有助于军工企业盈利能力的提升。此外，全面试行装备承制单位资格审查和武器装备质量管理体系认证“两证合一”改革后，军工四证变三证，显著降低了民营企业参与军工生产的门槛。

表 2：主管部门和各军工集团“十三五”规划目标

集团	目标
国防科工局	1、全面推进军工核心能力体系效能型建设，形成动态平衡、灵活反应的国防科技工业基础。 2、继续实施载人航天与探月工程、高分辨率对地观测系统、北斗卫星导航系统等国家科技重大专项。聚焦长期制约国防科技工业发展和武器装备建设的深层次共性基础问题，加快解决瓶颈短板。 3、加强军工集团管理模式创新，完成军工科研院所分类转制和军工企业股份制改造。强化军工科研院所创新主体地位，培育形成一批有国际竞争力的创新型企业，提高军工资产证券化率，增强企业发展活力。完成新一轮军品科研生产能力结构调整，对军品能力进行分类优化，加大军工企业和科研院所专业化重组力度。

	4、 进一步提高军工集团公司外部配套率 。积极引导民口优势企业进入 武器装备科研生产和维修领域 ，鼓励符合条件的 民营资本参与军工企业股份制改造 。
中核集团	一个愿景：核强国；两大目标：一个是 世界五百强 ，一个是国际化；三大跨越：分别是核军工、核电和核燃料的领先跨越；四方面推进：铀资源掌控、科技创新、新经济增长点的培育、国际市场的开发。 2020 年集团公司营业总收入要达到 1800 亿 。
航天科工	坚持技术领先与行业引领，着力保持推动我国航天科技发展进步的引领地位；坚持创新驱动与自主可控，着力推进核心专业能力提升与核心产品先进可控；着力形成军民一体、融合开放的产业发展新格局；坚持主动变革与规范治理，着力推进体制机制优化，激发企业转型发展活力；坚持市场导向与全球拓展，着力提升集团公司在国内国际市场的综合竞争力。
航天科技	中国航天在核心技术方面达到 国际领先和先进水平的比例可以从期初的 10%提升到 30% 。
航空工业	建设成为一家航空为本、相关多元、产融结合、具有国际竞争力的大型产业集团为目标，提质增效，多维创新，聚势发力，发展 军航与防务、民用航空、工业制造和现代服务业 四大业务，不断提升核心业务占比。推进分类改革、压缩企业层级，两金压控，并通过实施“ 聚焦工程 ”“ 智造计划 ”“ 深耕工程 ”等三大工程，实现产业聚焦、制造升级、国际拓展。
中国航发	到 2020 年， 基本建立“小核心、大协作、专业化、开放型”科研生产体系 ，外部机构配套业务范围明显扩大、层次明显提升，科技协同创新能力显著增强，基本建成完善的供应商管理体系，燃气轮机、高精传动、石墨烯等重点军民结合产品加快开发并实现高效益高质量的产业化发展。
中船重工	“十三五”要深入推进供给侧结构性改革，按专业化、规模化、集约化、国际化推进结构调整、创新发展方式，在深海装备、品牌船型、动力装备、新能源等领域建成几个世界第一，实现投资、产品、企业、员工、环境更高质量和更好效益的发展，到“ 十三五 ”末实现 规模翻一番、利润翻两番 。
兵器工业	全集团将以转方式调结构为主线，更加注重提质增效，深入推进全价值链体系化精益管理战略，为加快建设技术先进、自主可控、经济高效、充满活力的中国特色先进兵器工业体系，全面实现有质量、有效益、可持续发展做出更大的贡献。
中国电科	着力实施“ 一五五三 ”战略，全力发展“ 军工电子、民品产业、国际化经营、科技创新、资产经营和资本运作 ”五大业态，着力推进“ 全面深化改革、全面管理提升、全面加强党的建设 ”三大工程。

资料来源：中国银河证券研究院整理

“十三五”装备更新换代提速，信息化升级明显

根据 Global Fire Power 统计的“十三五”期间我国军事装备的发展情况，从规模的维度来看，海陆空三军装备均取得了不同程度的增长，空军飞机总数增长 12%，海军舰艇总数增长 49%，陆军装备总量也有大幅提升。随着国内装备的更新换代，“保量提质”成为新时期装备发展的重要特征。

表 3：我国“十三五”期间军事装备发展情况

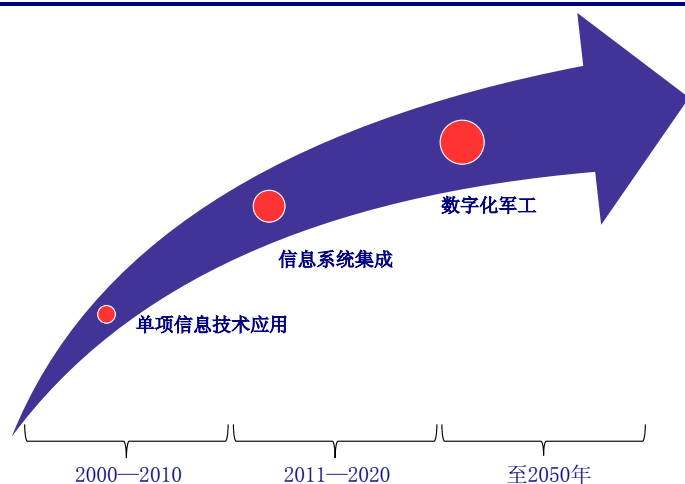
类别	2020	2015	增长
空军飞机总数	3210	2860	12.23%
战斗机	1232	1066	15.57%
运输机	224	876	-74.43%
直升机	911	908	0.33%
海军舰艇总数	777	520	49.42%
航空母舰	2	1	100.00%
驱逐舰	36	25	44.00%
护卫舰	52	45	15.56%

潜艇	74	69	7.25%
陆军			
坦克	3500	9150	-61.75%
装甲车	33000	4788	589.22%
火箭炮	2650	1770	49.72%
自行火炮	3800	1710	122.22%

资料来源: Global Fire Power, 中国银河证券研究院整理

新时期战争模式发生了翻天覆地的变化,信息化条件下的联合作战要求提升,装备的信息化比例也在稳步提高。未来,我们要建设信息化战场,夺取信息化优势,建设信息化军队,打赢信息化战争,一切基础在于实现武器装备的信息化和作战空间的网络化。从发达国家国防工业的经历看,国防信息化需经历“单项信息技术应用、信息系统集成、数字化军工”三个阶段。我们预计,“十三五”期间,我国的国防信息化建设将经历武器装备系统集成逐步成熟,并开始向数字军工转变的过渡时期。

图 6: 国防信息化进程展望



资料来源: 中国银河证券研究院整理

“十三五”初期,美军信息化装备比重超过 50%,相比而言,我国军队信息化装备比重还很低(约不到 20%)。随着战争对联合作战的要求越来越高,信息化装备建设有望加速,军工装备的升级换代也必将带动国防信息化比重的快速提升。我们预计“十三五”末,我国军队将建成“三代装备为主体,四代装备陆续列装,信息化取得跨越进展”的国防装备体系。

图 7：我国军事装备的发展历程



资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究院整理

“十三五”军工战略新兴产业取得长足发展

2015 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重只有 8% 左右，经过五年的发展，相关产业已经取得长足发展。以增材制造、航空、卫星及应用和新材料产业为代表的军工产业为例，除了航空和新材料产业发展步伐较缓外，其它产业均基本完成规划目标。根据规划目标，“十三五”末，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重有望达到 15% 左右。

表 4：“十三五”国家战略性新兴产业发展规划之军工部分

类别	目标
增材制造产业	1、钛合金、高强合金钢、高温合金、耐高温高强度工程塑料等增材制造专用材料。 2、推广使用激光、电子束、离子束及其他能源驱动的主流增材制造工艺装备。 3、研制高功率光纤激光器、扫描振镜、动态聚焦镜及高性能电子枪等核心器件和软件系统，建立增材制造标准体系。
航空产业	1、突破大涵道比大型涡扇发动机关键技术；发展 1000 千瓦级涡轴发动机和 5000 千瓦级涡桨发动机；发展使用重油的活塞式发动机和应用航空生物燃料的涡轮发动机 2、完成大型客机研制，启动宽体客机研发，突破核心技术。加快新型支线飞机工程研制和系列化改进改型，开展新机 型国内外先锋用户示范运营和设计优化。大力开发市场需求大的民用直升机、多用途飞机、特种飞机和工业级无人机。 3、提高航空材料和基础元器件自主制造水平，掌握铝锂合金、复合材料等加工制造核心技术。

	4、大力培育通用航空市场，促进通用航空制造与运营服务协调发展。大力发展航空租赁。
卫星及应用产业	1、构建星座和专题卫星组成的遥感卫星系统，形成“高中低”分辨率合理配置；打造国产高分辨率商业遥感卫星运营服务平台；发展固定通信广播、移动通信广播和数据中继三个卫星系列；建成北斗全球卫星导航系统。 2、掌握长寿命、高稳定性、高定位精度、大承载量和强敏捷能力的卫星应用平台技术，突破高分辨率、高精度、高可靠性及综合探测等有效载荷技术。加强卫星平台型谱化建设，有序推进中小微卫星发展。 3、完善卫星数据共用共享机制，加强卫星大众化、区域化、国际化应用，加快卫星遥感、通信与导航融合化应用，利用物联网、移动互联网等新技术，创新“卫星+”应用模式。
新材料产业	1、到 2020 年，若干新材料进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70%以上。 2、突破石墨烯产业化应用技术，拓展纳米材料在光电子、新能源、生物医药等领域应用范围，开发智能材料、仿生材料、超材料、低成本增材制造材料和新型超导材料。

资料来源：中国银河证券研究院整理

（三）百年变局中迎接“十四五”

近期，习总书记指出“十四五”时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家**新征程的第一个五年**，谋划好“十四五”时期发展十分重要。当今世界正经历**百年未有之大变局**，我国发展的内部条件和外部环境正在发生深刻复杂变化。国际战略格局已发生深刻调整，我国面临的安全形势复杂严峻，国防和军队现代化需求与可能的矛盾比较突出。

何谓“百年未有之大变局”？**军工行业的机遇在哪？**

首先，从主要战略力量之间的对比看，冷战结束后的失衡态势明显改变。美国独自掌控地区和国际局势的意愿、决心和能力明显下降，“多强”之间国际地位变化的均衡化趋势日显突出。这不仅大大强化了世界多极化趋势，而且成为提高新兴经济体和发展中国家整体实力并使国际力量对比变得越发平衡的重要因素。

其次，面对不断深入展开的多极化趋势，特别是国际混乱失序因素明显增多、不确定性和风险性持续高企的全球环境，世界主要战略力量纷纷重新厘清自身定位、资源条件、内外战略，力求更好地因应变局、维护利益、确保安全，在日益显现的多极格局中抢占比较有利的国际地位。这就使得大国的战略取向和政策推进普遍呈现强调自主、推陈出新、强势进取的特点，大国关系的合作面明显下降、竞争面明显上升，而且竞争日益聚焦于重塑国际规制。

再次，在这场变局中，世界各国正通过以制度创新和经济科技军事实力为支撑、以重塑国际规则为主要手段的竞争博弈来重新划分利益和确立彼此地位关系，国际体系的变革愈显深刻。全球地缘战略角逐的中心舞台从欧洲转向印度洋—亚洲—太平洋板块。当前看，中印关系扑朔迷离，边境对抗持续，台湾方面因为域外势力搅局，也开始渐行渐远，台海危机破局依然迷雾重重。

最后，面对这场百年未有之大变局，**军事战略之争开始从以大规模杀伤性武器为代表的传统战略威慑能力，向太空、网络、海洋、极地等新领域和远程精确化、智能化、隐身化、无人化等新技术维度扩展**。未来，军事装备量、质齐升，随着代级的提高，装备价格也呈现指数级增长，军工行业的发展有望迎来黄金时代。

（四）“十四五规划和 2035 远景目标建议”对国防领域定调很高

《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》已于近日发布，对国防领域定调之高较为罕见，不仅强调国防实力和经济实力同步提升，还要求确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。

表 5：历次五年规划中与国防建设相关的内容

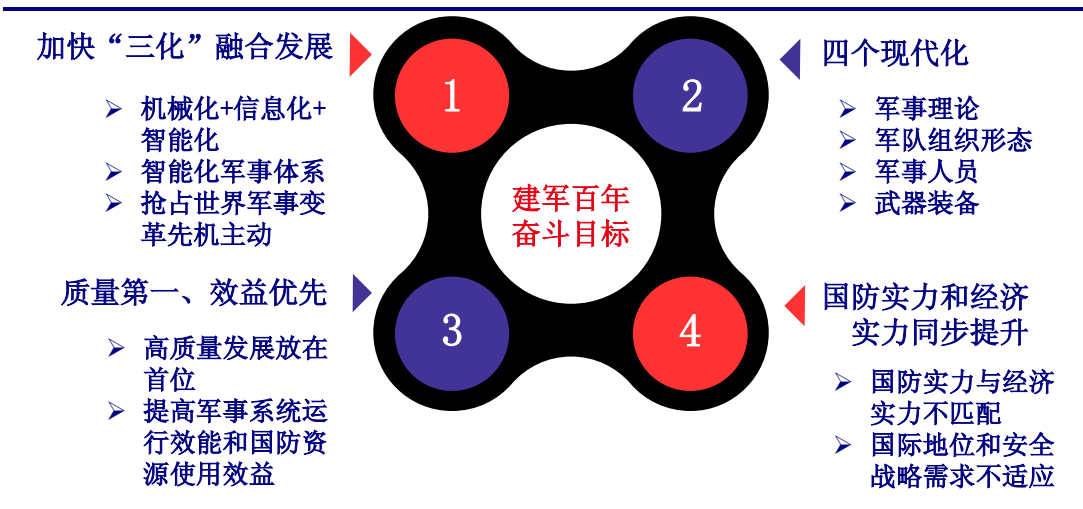
		“十一五”规划	“十二五”规划	“十三五”规划	“十四五”规划（建议）
时间		2006～2010 年	2011～2015 年	2016～2020 年	2021～2025 年
目标		提高部队信息化条件下整体防务作战能力	打赢信息化条件下局部战争能力为核心	基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化取得重大进展	确保 2027 年实现建军百年奋斗目标
主要内容	投入	形成国防建设与经济建设协调发展的良好局面	在全面建设小康社会进程中实现富国和强军的统一	发展和安全兼顾、富国和强军统一	促进国防实力和经济实力同步提升
	军队	积极推进中国特色军事变革，努力提高部队信息化条件下整体防务作战能力	提高基于信息系统的体系作战能力	加强新型作战力量建设，扎实开展实战化军事训练，着力提高基于网络信息体系的联合作战能力。	打造高水平战略威慑和联合作战体系，加强军事力量联合训练、联合保障、联合运用。
	军工	推进数字化军工建设	推动武器装备自主化发展。完善武器装备采购制度	推进军民融合深入发展，加强国防科技、装备和现代后勤发展建设，	加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。
		积极稳妥地实施军工科研院所改革；分类实施军工企业股份制改造	加大重大基础设施和海洋、空天、信息等关键领域军民深度融合和共享力度。	深化国防科技工业体制改革，改革国防科研生产和武器装备采购体制机制，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。	优化国防科技工业布局，深化要素共享，加快标准化通用化进程。

资料来源：中国银河证券研究院整理

通过比较 2006 年以来四次五年规划对国防领域的阐述，我们发现“十四五”规划建议书相较前三次有以下四方面的新提升。

首先，明确“新发展目标”。“十四五规划和 2035 远景目标建议”要求确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，相比过去三个五年计划的目标更加明确，并且措辞更加坚定。尤其是军队现代化建设首次加入智能化，“十三五”期间，我军已经基本实现机械化，信息化建设也已取得重大进展。随着战争形态加速演变，建设智能化军事体系已成大势所趋，通过加快机械化、信息化、智能化融合发展，来抢占世界军事变革先机。

图 8：建军百年奋斗目标的主要内涵



资料来源：国防部例行记者会文字实录，中国银河证券研究院整理

其次，提升国防投入“新预期”。“十四五规划和 2035 远景目标建议”要求促进国防实力和经济实力同步提升，其中“国防实力”很大程度上可以看成“军事实力”，“经济实力”可以用经济规模（GDP）来代替。纵观全球，中国的 GDP 总量早在 2010 年就超过日本位居世界第二，未来 10-25 年内，我国 GDP 总量或超过美国，成为世界第一。反观我国军事实力，长期居于第三位，且差距依然较大，这种国防和经济实力不匹配的状态已经不能适应我国国际地位和安全战略的需求。我们预计“十四五”期间我国将持续加大国防军费投入，适当提高军费在 GDP 中的占比，加快国防和军队现代化建设，确保强军征程行稳致远。

再次，联合作战要求提到“新高度”。“十四五规划和 2035 远景目标建议”要求打造高水平战略威慑和联合作战体系，加强军事力量联合训练、联合保障、联合运用。相较于“十三五”期间仅仅强调基于网络信息体系的联合作战能力，此次要求已经从作战渗透到训练、保障和运用等多个领域，将联合作战要求提到“新高度”。

现在的信息化战争涵盖陆、海、空、天、电子、网络、心理等各个领域，需要各军兵种以及国防后备力量密切配合，形成精干高效的联合作战体系，才能在未来信息化战争中争取主动。近期，中央军委印发《中国人民解放军联合作战纲要（试行）》，之所以意义重大，是因为它可以统一作战思想、厘清权责程序、指导作战行动，从制度层面回答未来“打什么仗、怎么打仗”的重大问题，标志着我军联合作战理念开始真正落地。

最后，装备升级“新速度”。“十四五规划和 2035 远景目标建议”要求加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。其中，“加速”这一表述，在近四次五年规划中是绝无仅有的，态度的坚定转变表明“十四五”期间我国军队现代化进程有望提速。

我们认为面对百年之大变局，国防实力是定星盘和稳定器，而我国的国防科技工业对于稳定器作用的发挥责无旁贷，它也肩负着民族复兴和军队现代化的使命和担当。展望“十四五”，我们认为军工行业将迎来近 10 年来最好的发展机遇期，航空（包括无人机）、电子蓝军、导弹、卫星、新材料和元器件等领域有望乘风而起，相关上市公司将显著受益。

三、把握“十四五”高景气度细分领域，自下而上精选个股

（一）航空产业链：军机迭代加快，民机迎头追赶

四代机即将扶正，主力战机迭代加速。在多样化作战需求牵引、颠覆性科学技术推动以及经济投入的支撑下，世界主要军事强国正加快对空军武器装备的探索与发展，加大对现役装备的升级改进，推动以作战飞机、支援保障飞机、无人机、机载武器等为重点的现代化建设，使空军装备发展进入新的阶段。进入 21 世纪以来，中国航空装备百花齐放，各类自主机型崭露头角，其中最具代表的就是以沈飞为代表的苏系衍生机型和以成飞为代表的自主机型。我们认为“十三五”期间是四代机的孕育期，而“十四五”期间将成为国产四代机的茁壮成长期。三代半和四代机“量价齐升”有望带动航空军机产业链景气度整体走高。

表 6：“十四五”期间主战机型展望与对比

中国航空主战装备	当前数量	美国航空主战装备	当前数量
J20	数十架	F22	184
		F35	500
Y20	数十架	C17	222
Z20	数十架	UH-60	2000
Z10	数百架	AH-64	800
H6K	数百架	B52	75

资料来源：中国银河证券研究院整理

国产大飞机渐行渐近，国产替代万亿市场打开。根据空中客车 2018-2037 全球市场预测，未来 20 年，全球航空客运量年均增长率为 4.4%，共需要 37390 架全新的客机和货机，万亿市场可期，其中诸如 A320 系列这种单通道客机新增需求数量最大，占比达 76%。未来 20 年，中国将需要约 7400 架新客机与货机，占全球新飞机需求总量的 19%，市场空间巨大。

（二）无人机产业链：战争形态突变，无人机或成未来战场主角

在近年来的地区冲突中，无人机的作用正被各国军队和军事专家所重视，例如，胡塞武装用无人机骚扰沙特军队、攻击沙特油田，叙利亚战场上无人机更是频频出镜。在 9 月底爆发的纳卡冲突中，双方开战后的 24 小时内，阿塞拜疆运用智能无人机“蜂群战术”，对亚美尼亚的地面装甲部队造成重大毁伤。坦克曾经的天敌——武装直升机，甚至有被无人机取代的趋势。

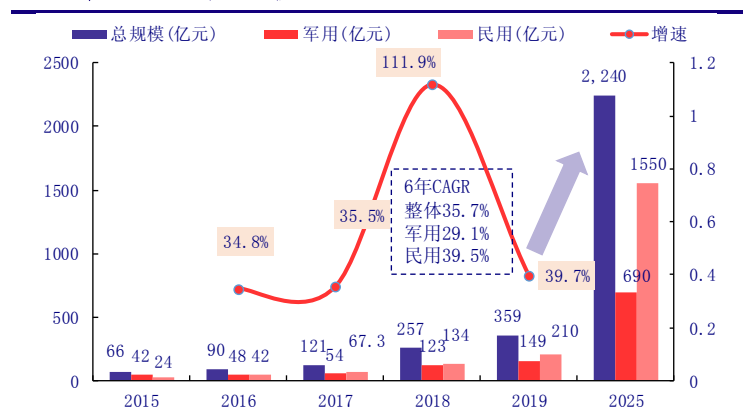
战争形态之所出现如此变化，主要是因为无人机的优势非常明显，它可以减少人员接触和伤亡，以最小的代价换取同样的作战效果。这也标志着战争进入一个新的时代，战争的方式和形态或将发生较大的变革。远距离操控的机器加入作战的未来战争图景在我们眼前展开。

国内军用无人机市场空间展望。根据 MarketsandMarkets 数据，2018 年我国军用无人机市场规模约为 15.94 亿美元，与前瞻产业研究院的预测基本相仿，该机构预计 2025 年我国军用无人机市场将达到 98.66 亿美元，7 年复合增速约为 29.7%。我们认为一方面随着现代战争形态向智能化、无人化加速转变，另一方面，随着我国军用无人机产业日趋成熟，军用无人机在情报侦察、军事打击、信息对抗等领域的应用渗透率有望加速提升，市场前景非常广阔。因此，

根据 MarketsandMarkets 的增速预测，2025 年军用无人机市场有望达到 690 亿元。

国内民用无人机市场空间展望。考虑到民用无人机市场容量大，而基数较小，我们认为民用无人机市场规模增速较军用无人机增长更快，未来 6 年的复合增速略低于“十三五”期间，但也将达到 39%，2025 年民用无人机市场有望达到 1550 亿元。整体来看，2025 年国内无人机市场规模约为 2240 亿，6 年复合增速约为 35.7%。

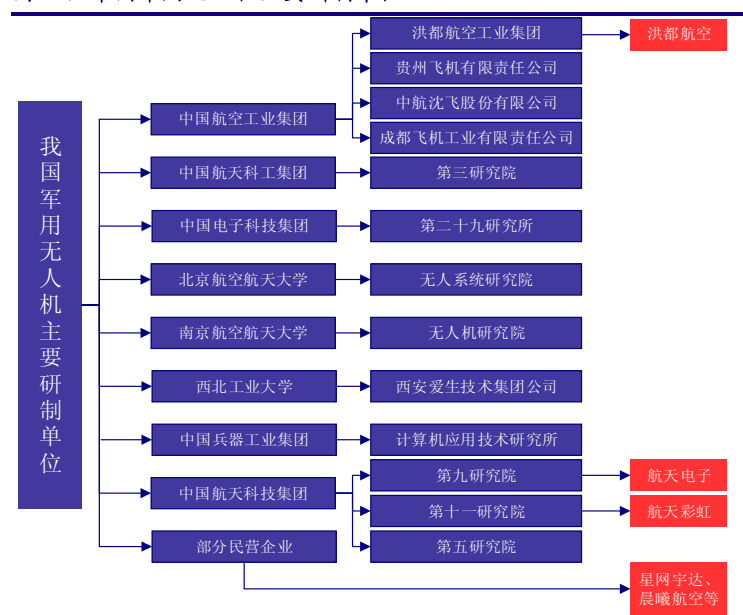
图 9：中国无人机市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，MarketsandMarkets，中国银河证券研究院整理

我国无人机凭借较高的性价比，自 2009 年开始首次实现出口，出口主要国家包括巴勒斯坦、埃及、阿联酋以及东南亚等国，一跃成为无人机出口第二梯队。以“彩虹”与“翼龙”系列为代表的察打一体无人机深受国际客户青睐，并在局部冲突中屡建奇功。在国内市场，为了弥补有人机的不足，以及应对局部冲突的灵活性考量，国内军用无人机或将进入大规模装备期。根据航天彩虹官方公众号，彩虹公司 2020 年无人机的生产任务量达到公司自成立以来的数量之最，是 2019 年的数倍。随着国内外需求的逐步放量，产业链相关公司有望显著受益。

图 10：中国军用无人机主要研制单位



资料来源：中国银河证券研究院整理

（三）导弹产业链：战略威慑亟需再提升，确定性增长可期

现代战争中，精确制导武器的重要性逐步凸显，在作战中的使用比例由 1991 年海湾战争中的约 8% 增加到 2003 年伊拉克战争中的约 70%。根据《导弹武器的低成本化研究》，制导系统在导弹中成本占比较高，大部分都在 40% 以上，如 PAC-3 和 THAAD 分别占到 47% 和 43%，甚至在先进的中程空空导弹中占到了 70% 以上，但在弹道导弹中的占比相对较低，大概在 20%-30%。

展望“十四五”期间，实战化军事训练强度大幅提升，叠加当前周边局势紧张，军事备战需求大幅增加，我们认为导弹作为战略威慑武器未来有望迎来确定性增长。

从产业链来看，建议关注导弹总装企业包括洪都航空（600316.SH）、高德红外（002414.SZ）、航天电子（600879.SH）等和优质配套企业包括大立科技（002214.SZ）、菲利华（300395.SZ）、航天电器（002025.SZ）、鸿远电子（603267.SH）、天箭科技（002977.SZ）等。

表 7：导弹产业链相关上市公司

环节	上市公司	所涉及领域
导弹总装	洪都航空	空面弹
	高德红外	反坦克导弹
制导系统	大立科技	红外制导系统
	高德红外	红外制导系统
	新光光电	光学制导系统
	天箭科技	弹载固态发射机
	航天电子	惯性导航
	雷科防务	弹载雷达
材料	菲利华	防护罩用玻纤
	光威复材	壳体用碳纤维
元器件	鸿远电子	电容器
	振华科技	电钽、电感
	航天电器	连接器

资料来源：中国银河证券研究院整理

（四）元器件子领域：下游需求强劲叠加国产替代加速，军工电容器景气度大幅提升

电容器是三大电子被动元器件之一，是电子线路中不可缺少的基础元件，约占全部电子元件用量的 40%，产值的 66%。电容器可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器、薄膜电容器等。军用陶瓷电容 MLCC 和钽电容为主，其中，MLCC 占据陶瓷电容市场的绝大多数份额，主要面向低容量市场。在高容量电容方面，钽电容优势更加明显。

陶瓷电容领域的主要供应商有：宏明电子、鸿远电子、火炬电子等；钽电容领域的主要供应商有：宏达电子、振华科技等。陶瓷电容方面，宏明电子、鸿远电子、火炬电子三家可以占据市场的 60%以上的份额，三家各自份额相对稳定；钽电容方面，据振华科技公告，截至 2016 年底，其子公司振华新云在军用钽电容市场的占有率在 75%以上。军品采购粘性较大，一旦被确认为供货商，特别是批产型号，短期内将很难打破固有的竞争格局。但同时也应注意，目前多家军用电容厂商开始进行横向业务拓展，特别是在新研型号配套竞争中，军用电容市场相关企业业务方向将开启激烈的交叉渗透。

国防信息化提速与国产化替代共振，军用元器件未来发展空间巨大。一方面，国防信息化是精确控制战争的最主要载体，也是现阶段国防信息化核心。目前我国国防信息化建设尚处于早期阶段，面临升级换代、军事信息化建设从“单项信息技术应用”到“信息系统集成”的转型期，未来信息化武器比重加大是大势所趋，“十三五”末和“十四五”军队对信息化装备的采购需求将迎来急速增长期，将对军用电容器需求带来巨大拉动；另一方面，在中美博弈升级的背景下，军工、科技行业的自主可控越来越受到国家重视，解决“卡脖子”的环节成为破局的关键，因此国家战略必将向这一方面重点倾斜。目前，我国军用电容器国产化程度不高，基础材料基本依赖进口，制备工艺水平与发达国家相比仍有一定差距。我们认为，多重利好共振必将拉动军用电容器的需求增长显著超出其他领域，是分享军工行业成长红利的优质赛道。建议关注：鸿远电子(603267.SH)、火炬电子(603678.SH)、宏达电子(300726.SZ)、振华科技(000733.SZ)。

(五) 新材料子领域：军民市场齐发力，碳纤维行业将乘风而起

碳纤维产业链主要由生产设备、原丝、中间体、制品和应用五个部分构成。生产设备方面，美国、日本企业占据大部分高端生产设备份额；原丝、中间体和制品方面，日本东丽公司是行业龙头，国内吉林碳谷、中复神鹰、江苏恒神、威海拓展等公司居于国内领先；产业链下游应用主要集中在航空航天、汽车、体育休闲等方面。

2019 年中国碳纤维的总需求为 3.78 万吨，同比增长了 22%，其中，进口量为 2.58 万吨(占比 68%，同比增长 17.5%)，国产量为 1.2 万吨(占比 31.7%，同比增长 33%)，国内碳纤维市场需求强劲，国产替代空间巨大。预计 2025 年国内总需求达 11.8 万吨，6 年复合增速约为 21%，其中进口年均增速约 17%，国产年均增速约 28%。

国内碳纤维产能利用率不高，未来提升空间较大。2014 年我国碳纤维制造企业就已经拥有 1.5 万吨的产能，2016 年提升到了 1.8 万吨，但实际产量却还不到产能的三分之一。究其原因，一方面是由于缺少技术积累，质量较差；另一方面，居高不下的生产成本也成为国内企业与国外企业竞争中的一大劣势。

未来随着碳纤维技术的逐步成熟以及规模化生产对成本的稀释，国内碳纤维产能利用率有望逐步走高，生产企业的盈利能力也将大幅跃升。随着军机和国内民用市场需求的放量，国内碳纤维产业有望进入发展快车道，我们建议关注受益于军机放量的中简科技(300777.SZ)、中航高科(600682.SH)以及受益于军民市场需求双提升的光威复材(300699.SZ)。

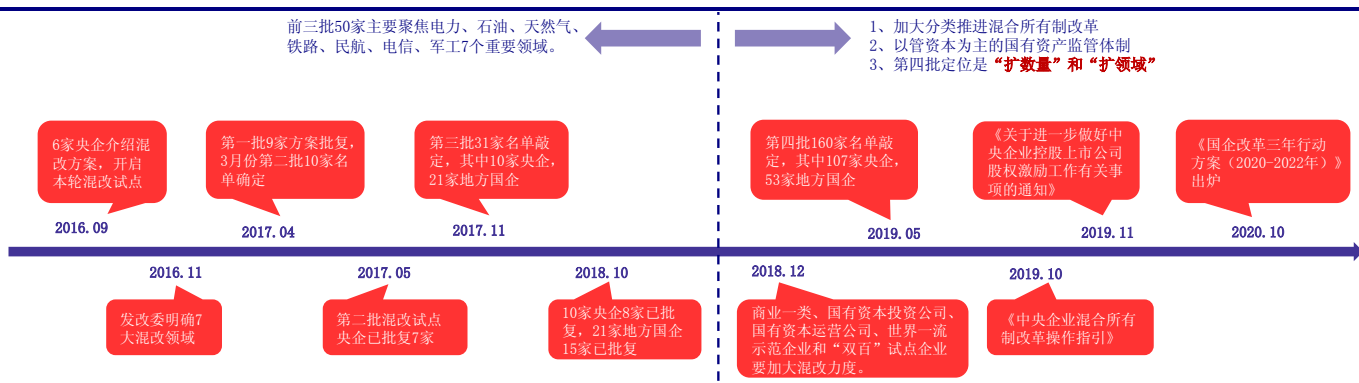
四、“十四五”军工领域改革预期升温，红利释放助力行业发展

近期，国资委下发《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》，国有企业改革三年行动是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，对军工行业国企改革

革推进具有非常强的指导意义。

2016 年 9 月我国混合所有制改革正式启动，明确在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工 7 大领域推行混改试点。2017 年 11 月 23 日，国务院办公厅发布的《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》强调积极引入社会资本参与军工企业股份制改造，推动军工企业混合所有制改革。截至 2017 年底，共有 3 批共 50 家央企和地方国企进入混改名单。2018 年初，十二大军工集团公司制改制全部完成，混合所有制改革燎原之势渐成。随着《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》的出炉，军工企业国企改革包括混改有望继续深化。

图 11: 混合所有制改革进程



资料来源：中国银河证券研究院整理

2015 年以来,大刀阔斧的军队改革已经基本形成“军委管总、战区主战、军种主建”的军队领导指挥体制。根据改革总体方案确定的时间表,2020 年中国军队将在领导管理体制,联合作战指挥体制改革上取得突破性进展,建设起同中国国际地位相称,同国家安全和利益相适应的巩固国防和强大军队。然而在这样的背景和目标下,经过 20 多年发展,我国军工装备生产体系已经越发无法满足信息化条件下的联合作战要求,变革成大势所趋。

（一）军工体系落后于时代，变革是大势所趋

我国的装备市场主体经过了一个从无到有的过程。装备采购采取指令性计划模式时,供需双方是使用部门与研制部门之间的合作关系,装备市场主体并未形成;1984年,装备采购改为订货合同制后,武器装备使用部门与研制部门之间的合作关系转变成军队和军工企业的订货关系,装备市场供需主体逐步形成;1998年4月,国家改组国防科工委、组建总装备部,并确立总装备部业务归口的装备使用部门与国防科工委归口管理的军工科研生产单位,是装备订货和组织生产的关系,此后,装备市场各主体地位得以明确。

1、军民分割、条块分割的二元体制格局亟待打破

长期以来,由于国防科技工业和民用科技工业两大体系建设互相隔离,改革开放以后,虽经过三次军品科研生产能力调整,但军民分割、条块分割的二元体制格局依然没有打破,顶层协调不到位,这严重影响了国家在重大武器装备建设、军工科研生产能力调整、军民结合重大专项等战略职能的发挥。打破军地两大系统以及各自系统内部的利益藩篱成当务之急。此外,国防科技和武器装备军民融合建设由政府 and 军队有关部门按照各自职责分别推进,重大问题上缺乏高层决策、协调和平衡,导致体系建设权责不清,国防科技和武器装备军民融合建设的推进低于预期。

2、装备市场供给主体结构单一，“独立、封闭和垄断”特征明显

我国装备市场竞争不够充分，垄断特征依然较为明显。具体来说，整机领域基本垄断，竞争只局限于配套层面且程度较低。根据《国防工业产业能力评估研究报告》，“十五”和“十一五”期间军工产品的配套部分大部分在体制内消化，民口配套率仅为 10%。

根据《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，未来要推进军工领域国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，同时促进各类所有制企业取长补短、共同发展。我们预计“十四五”末民口配套率有望上升至 40%及以上，竞争作为优化配置资源的机制将得到极大发挥。

表 8：我国装备市场结构划分

市场类型	装备种类	装备类型	信息透明程度	产品可替代性	市场容量
完全垄断	核武器、机要装备等	非竞争类	保密要求极高，不完全信息	不可替代，专用性极强	1-2 家，一般 1 家
寡头垄断	常规弹药、战斗机、装甲车、大型水面舰艇、潜艇系统总体和关键分系统	限制竞争类	保密要求高，不完全信息	可替代性差，专用性很强	一般几家，最少 2 家
垄断竞争	装备一般分系统及配套产品	有限竞争类	保密要求一般，部分信息透明	可替代性一般，专用性一般	10 家左右
完全竞争	军民通用的产品和服务	充分竞争类	无保密要求，完全透明	可替代性强，专业性差	大量

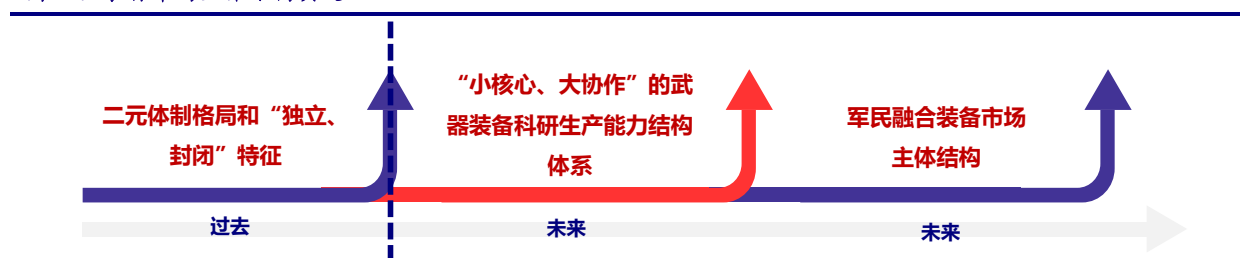
资料来源：《军民融合装备市场结构优化_顾桐菲》，中国银河证券研究院整理

3、“小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成

在十大军工集团的引领下，我国的军工行业在发展进程中逐渐形成了“小核心、大协作”的产业格局：将重大项目的系统设计、关键技术和系统集成等研制生产能力，作为十大军工集团主承包商发展的主体，形成“小核心”；分系统配套和零部件原材料供应立足全社会布局，分层次展开竞争，最终形成基于国民经济基础的“大协作”。这种产业格局突出了主营业务，强化了军品基业，提高了资源的利用率，形成了整体上的优化。

中航工业集团 2018 年 5 月提出到 2020 年集团军品一般制造能力社会化配套率达到 70%，中国航发等军工集团也提出了类似目标，“小核心、大协作”的武器装备科研生产能力结构体系改革正在路上。

图 12：装备市场主体结构演变



资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）科研院所改制有望提速，资产证券化率提升可期

目前在国务院国资委监管的中央企业中，混合所有制企业户数占比已达 70%。除竞争性领域外，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等重点领域，混合所有制改革试点正在有序推进。未来的市场主体构成将呈现“纺锤型”结构，“纯国有”或“纯民营”的企业比例将不断缩减，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，将成为基本经济制度的重要实现形式。

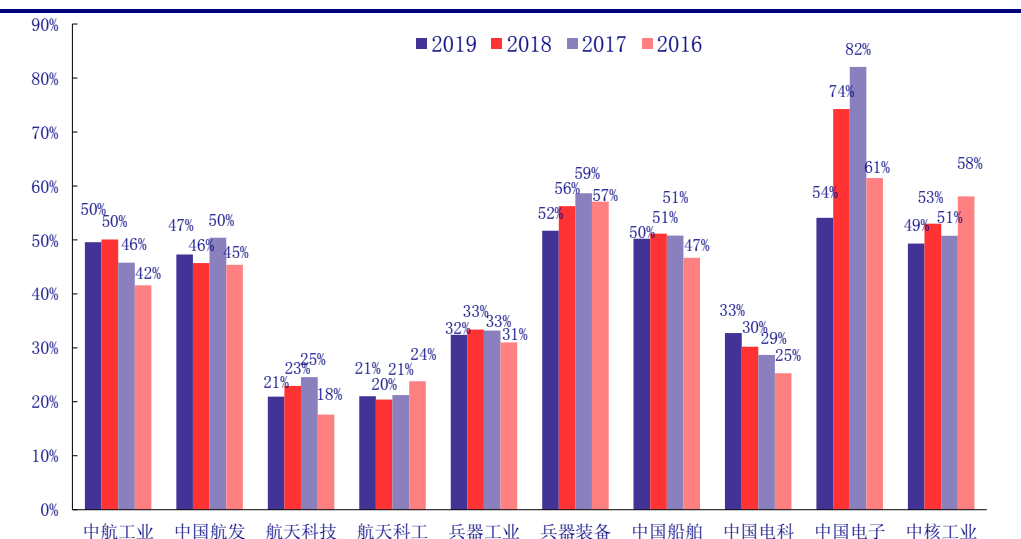
与此同时，随着非公资本的引入，原有的主要针对国有独资、全资企业的管理模式明显滞后，政府将不得干预企业自主经营，股东不得干预企业日常运营。国资监管机构可以依据所投入“资本”的多少和比重，有限度地主张权利，我们预计“管资本”作为“管人管事管资产”的继承和发展，未来将成为主要的国有资产监管形式。

《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》要求未来三年形成以管资本为主的国有资产监管体制。我们认为，为了实现这样的目标，科研院所改制进程有望提速，军工行业整体资产证券化率提升可期。

1、军工集团资产证券化持续稳步推进

近年来，军工集团资产证券化运作持续不断，包括独立 IPO、分板块注入上市公司等，资产证券化率不断提升。根据 2019 年最新数据，分集团来看，资产证券化率在 50%以上的有 4 家，分别是中航工业集团、兵器装备集团、中国船舶集团和中国电子信息集团，其中中国电子信息集团最高，约为 54%，中航工业集团起步较早，资本运作积极，船舶系集团后来居上，近年来也取得较大进展。资产证券化率在 30%及以下的军工集团有 2 家，分别是中国航天科工集团和中国航天科技集团，2 家集团资产优质，证券化空间较大，未来注入预期有望走高。从注入资产性质的演变进程来看，整体呈现出从早期的外围元器件资产到系统级资产再进一步到核心军品、总装类资产的循序渐进入注过程。

图 13：“十三五”期间十大军工集团资产证券化率数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及估算(净资产口径)

2、院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代

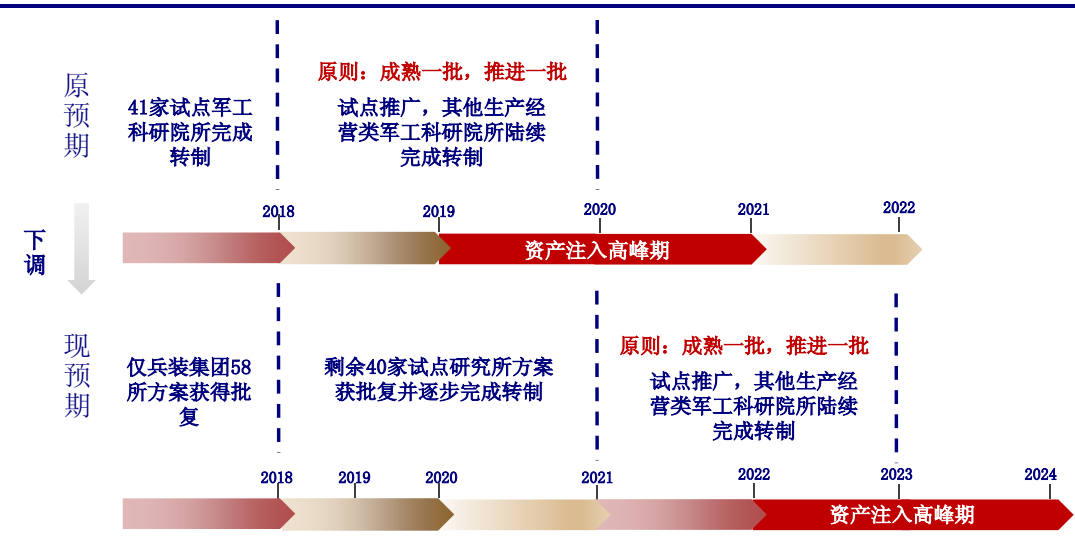
改制任务的艰巨性超预期，“十四五”有望再次破冰。国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》总体目标，到 2018 年首批生产经营类军工科研院所完成转制，2020 年其他生产经营类军工科研院所基本完成转制。之前试点的 41 家多数为非核心、军品配套类研究所，但即便如此，截至目前，剩余 40 家科研院所改制方案均未得到批复，改制任务的艰巨性超预期。虽然 58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，但军工科研院所改革覆盖面宽、涉及领域广、人员数量多、牵涉利益错综复杂，叠加内部改制动力不足，“十三五”期间院所改制推进预期不乐观。

2020 年 9 月份，随着中科院合肥研究院核能安全技术研究所集体离职成为社会焦点，事业单位体制的弊端开始得到高层的重视，叠加《三年行动方案》中国有资产监管形式对“管资本”要求的提高，我们认为之前进展缓慢的院所改制进程有望在“十四五”初期迎来再次破冰，预期剩余 40 家科研院所改制方案将于 2021 年获批，其他经营类院所 2023 年底完成改制。

2022-2024 将迎院所改制注入高峰，进入资产证券化 2.0 时代。2018 年初，国防科工局发布《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查申报指南（2018 年版）》，我们认为作为后续配套政策，随着院所改制试点工作逐步完成，研究所优质资产注入上市公司政策障碍将逐步消除，事业单位资产注入预期有望大幅提升。

我们预计 2021 年以后，科研院所改制试点将有序铺开，院所改制有望秉承“成熟一批，推进一批”的原则，从“非核心”向“核心”、“战术”装备向“战略”装备领域过渡。预计 2022-2024 年将成为军工科研院所改制和资本化的高潮期，军工集团资产证券化有望进入从企业类资产向院所资产过渡的 2.0 时代。

图 14：科研院所改制进度猜想



资料来源：中国银河证券研究院整理

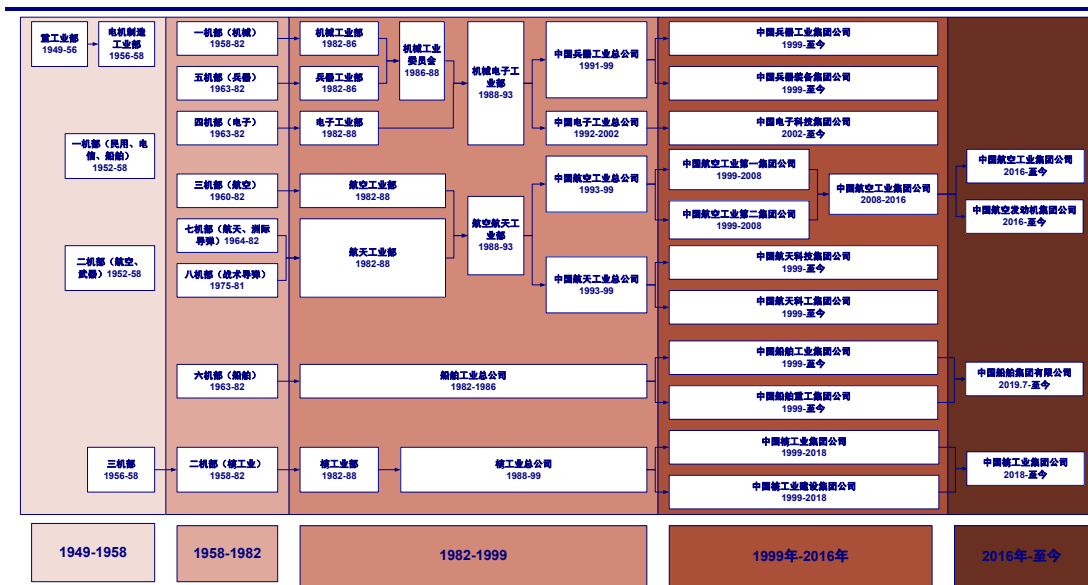
（三）军工跨集团改革和央企合并是大势所趋

《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》要求促进产业结构调整，提升产业链、供应链的稳定性和竞争力，我们认为，推进兼并重组或成为实现该目标的有效路径之一，军工跨集团改革和央企合并依然是大势所趋。

1、经历三次大规模改革重组，形成以十大军工集团为主导的军工产业体系

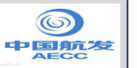
1986 年到 1998 年，我国军工产业体系进入第一次大规模改组时期。1999 年至 2008 年，我国军工产业体系经历了第二次大规模改组，突破了资产运作形式，形成了十一大军工集团，业务涵盖电子、核工业、兵器、船舶、航天和航空六大领域。2016 年至今，基于对重点军工产业的支持以及化解过剩产能等考量，第三次大规模重组开始浮出水面，此次通过兼并和拆分，形成了当前的十大军工集团，分别承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务，从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。

图 15：我国十大军工集团的历史沿革



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 16：我国十大军工集团及其涉及领域

	电子	核工业	兵器	船舶	航天	航空
军 工 集 团	中国电科  中国电子 	中核集团 	中国兵器  兵装集团 	中船集团  中国船舶工业集团公司	航天科工  航天科技 	中航工业  中国航发 
	中国电子：侧重民用高新电子技术 中国电科：侧重军用信息化装备	中核集团：专业从事核电、核技术应用、核环保工程等领域业务	两者均从事军用火力弹药与装甲车辆等作战装备设计与制造业务 中国兵器：侧重轻武器 中国兵装：侧重重武器	中船集团：从事军民船的设计、建造与销售。	航天科工：侧重于航天工程与战略导弹。 航天科技：侧重于航天武器与军用信息设备。	中航工业：主攻军民飞机研制 中国航发：全力研制飞机发动机

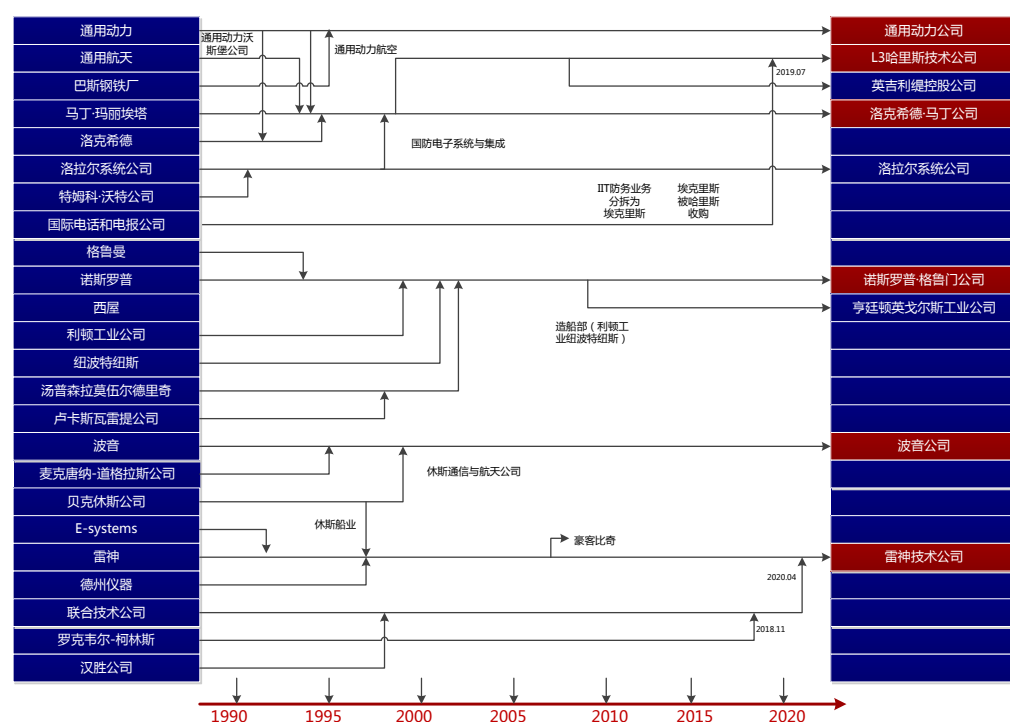
资料来源：中国银河证券研究院整理

2、90 年代开启的美国军工企业兼并潮依然在延续

美国国防工业一直走在世界国防工业的前列，而重组兼并始终是其发展的主旋律，并具有产业整合主线明晰的特点。经历了 20 世纪 90 年代的世界国防工业变革后，美国武器装备主承包商数量急剧减少。很多原先的武器装备主承包商面临两种境况，要么退出军工领域，要么被其他军工企业兼并，而剩余存续的军工企业产业规模逐渐扩大。1990 年，美国武器制造主承包商为 62 家，到 2002 年至今，仅剩余 6 家，即洛克希德-马丁、波音、诺思罗普-格鲁曼、雷神技术、通用动力和 L3 哈里斯技术公司。这 6 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商，有力支撑了美国新军事变革。

时至今日，美国军工行业的整合仍在继续。2018 年 11 月，联合技术公司宣布完成对罗克韦尔柯林斯公司的收购。2020 年 4 月 3 日，雷神公司和联合技术公司合并，成为雷神技术公司。雷神技术公司将成为全球最大的航空航天和防务公司之一，2019 年销售额约为 740 亿美元，全球共有 19.5 万名员工。2019 年 7 月，L3 技术公司与哈里斯完成合并，成为 L3 哈里斯技术公司，年收入约 170 亿美元，拥有 5 万名员工，成为美国第六大国防承包商。L3 哈里斯公司下设综合任务系统部、航天与机载系统部、通信系统部和航空系统部四大业务部。

图 17：1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程



资料来源：中国银河证券研究院整理

3、军工跨集团改革和央企合并仍是大势所趋

小布什政府执政以来的一段时期，美国制定了《国防工业基础转型路线图》，提出了构建“基于能力的国防工业基础”的战略思想，其核心是改变按照产品属性划分军工产业的传统做法，将工业基础按照作战需求重新划分。美国国防部曾明确指出，武器装备供应商应转型为一种军事服务体系供应商，成为所需作战效果（能力）的提供者。新军事变革的大幕徐徐拉开，美国

军工企业兼并潮也就此开启。

我国“十三五”初期倡导全面推进军工核心能力体系效能型建设，形成动态平衡、灵活反应的国防科技工业基础。整个思路与美国有异曲同工之妙，“十三五”期间，我国已经在多个领域也进行了一系列整合，但与美国基于能力的国防工业基础相比还有一定差距。我们认为“十四五”期间，军工跨集团整合是实现军工核心能力体系效能型建设，促进产业结构调整，提升产业链、供应链的稳定性和竞争力的有效路径之一，仍是大势所趋。

（四）股权激励政策完善，军工央企上市公司经营效率有望提升

《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》要求激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，灵活开展多种方式的中长期激励，并支持探索超额利润分享机制、骨干员工跟投机制，实施更加多样、更加符合市场规律和企业实际的激励方式。随着未来股权激励政策进一步完善，军工央企上市公司经营效率有望提升。

1、以往股权激励政策力度有限，央企上市公司参与度不高

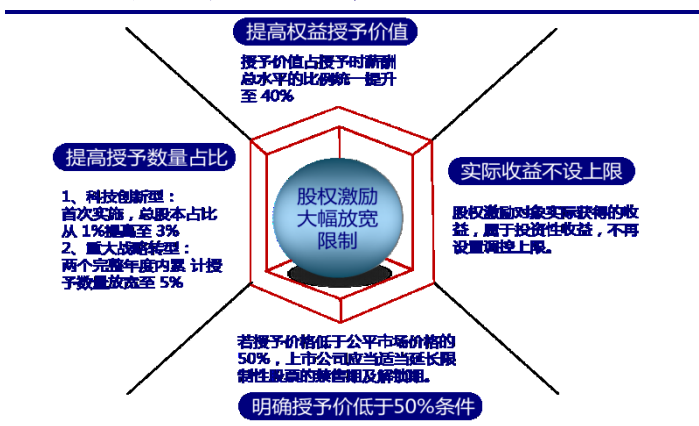
自国资委成立以来，先后印发《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》以及《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》，从总体上构建了国有控股上市公司规范实施股权激励的政策框架体系，并且按照上述政策规定稳步推进央企控股上市公司开展股权激励，但总体来看，实施股权激励的央企上市公司数量和比例仍然存在明显不足。

究其原因，我们认为：一是在工资总额管理条件下，激励力度和效果存疑；二是央企上市公司，一般国有持股比例较高，如果进行股权激励，事实上是国有资本单方面的利益让渡，监管部门实际审批较严格；三是股权激励费用会对上市公司造成一定的业绩压力。

2、进一步完善股权激励政策，有望促进相关改革加速落地

2019年11月11日，国务院发布《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》。《通知》进一步完善了股权激励业绩考核有关要求，引导企业开展国际对标、行业对标方面，建立更加科学的业绩考核体系，合理调整权益授予时的业绩考核要求，规范权益行权时的业绩条件。

图 18：四个角度看股权激励松绑



资料来源：中国银河证券研究院整理

股权激励能够把员工和公司的利益进行绑定,激发员工积极性,有利于中长期提升经营业绩。从过往实践经验看,推出股权激励计划的公司,营收、利润增速水平在整体上要高于无股权激励计划的公司。激励力度较大、业绩要求较高者,股价的超额收益率更加突出。同时,我们认为,股权激励不应是“一锤子买卖”,而是要通过建立常态化的股权激励体系,更有效地实现企业的长期发展。

此番激励政策松绑,表明国资委对央企上市公司的股权激励的支持,激励力度的加大也将进一步打开上市公司的改革空间。与此同时,中航光电发布第二期股权激励草案,相比 2016 年底发布的第一期股权激励,此次在激励股权梳理、激励范围、授予价格方面力度进一步加大。军工行业有望以此为起点,全面推行各类激励措施,广度和深度上或将有所扩大,持续激发员工的工作潜力和积极性、创造性,进而提高军工上市公司的经营水平和盈利能力。

（五）再融资新规的出台助力行业企业可持续发展

从中长期来看,再融资新规的出台将切实提升行业上市公司发展质量。首先,从供给端看,军工股票池包括 94 只成分股,新规之前只有 33 家上市公司符合再融资规定中资产负债率条件,占比约 35%。我们认为,新规的出台取消了这一限制,将有效提升整个板块融资能力,助力企业长远发展;其次,从需求端来看,新规中对定价基准日和限售期限的松绑,实质性提升了资金对再融资的需求偏好。

五、行业面临的问题及建议

（一）现存问题

1、装备采购费的比重较低,仍有提升空间

随着新军事变革的兴起,高技术武器装备大量研制和列装部队,装备费在军费中的地位越来越重要。根据《中美军费规模、结构与管理体制比较》一文统计,美国装备费用长期稳定在 32% 左右。而中国这一比例在 33% 左右,看起来似乎略高于美国,但考虑到中美两国装备费内部的结构差异,中国装备采购费占军费的比例实际上是低于美国的。在美国军费支出中,没有单独的装备维修费,装备维修费主要包含在活动维持费和装备采购费中,并且大部分包括在活动维持费中。因此,在美国占军费总额 32% 的装备费用中,绝大部分都属于采购费,而中国装备维修费主要是包含在装备费中,并且由于中国武器装备普遍老化,维修费占装备费的比例较高。因此中国装备采购费占军费支出的比例实际上大大低于美国。

2、国内军工主机厂盈利能力长期处于低位

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位,主要原因是受到成本加成政策的限制。目前国内执行的军品定价文件还是 1996 年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》,办法的制定符合当时的背景和产业规律,5% 的利润率与当时的社会平均利润率基本相当,而时至今日国内军工产业取得了长足发展,信息化升级需求越发迫切,该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化,执行中的不足之处愈发明显。

3、军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力

截至 2018 年底，军工集团资产证券化率虽然高于 40%，但仍处于较低的水平。由于受到事业单位转制缓慢等因素的影响，各大军工集团仍有大量优质资产未注入到上市公司，特别是中国航天科工集团、中国航天科技集团以及中国电子科技集团，资产证券化率均在 30% 以下，大大限制了集团旗下上市公司的资产规模和盈利能力。

(二) 建议及对策

1、适当提高实际用于装备采购的费用

维持现有模式，适当提高装备采购费用占比。维持现有模式，不设单独的装备维修费用，通过提高采购费用占比的方式，使实际用于装备采购费用与军费支出的占比到达 1/3。

维持装备采购费用现有占比，设置单独的装备维修费用。修改现有模式，设置单独的装备维修费用，不再占用装备购置费用，使实际用于装备采购费用与军费支出占比到达 1/3。

2、建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场

针对非单一来源的装备采购，要以强化科研竞争为基础，以推进购置竞争为重点，灵活开展分类、分层次、分阶段和一体化竞争。具体而言，可以采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、评审确认等竞争性采购方式，全力推行竞争性采购。

针对单一来源的装备采购，加速《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》的落地实施，建立激励机制，充分调动总装厂的积极性，从而盘活军工市场。对于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，引入竞争机制。

3、发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐

2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，未来有望以点带面，生产经营类军工科研院所转制将正式拉开序幕。

按照“成熟一批，推进一批”、“从边缘到核心”的基本原则，2020 年国家层面应该着力推进剩余 40 家试点研究所的转制工作，逐步消除研究所优质资产注入上市公司的政策障碍，提升上市公司的资产规模和盈利能力。

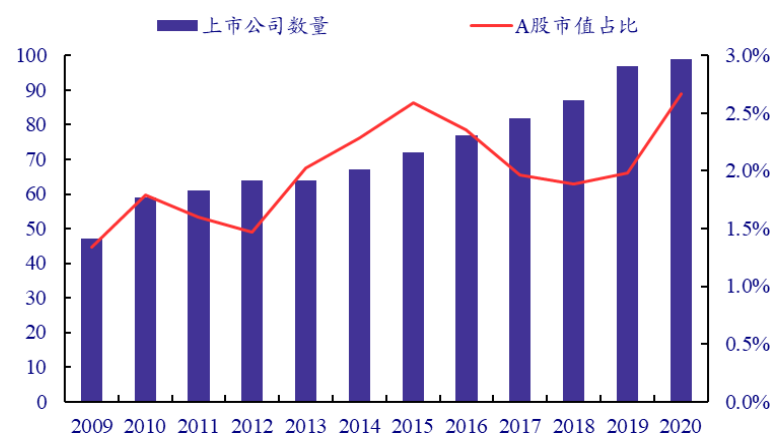
六、军工行业在资本市场中的发展情况

(一) 当前共 99 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.46%

2020 年底，军工上市公司共 99 家，数量占比 A 股整体的 2.38%，市值占比为 2.67%。从 A 股上市公司数量来看，2009 年至今军工行业平均每年有约 5 家公司新上市，其中 2010 年上市数量创历年之最，达到 12 家。从 A 股市值占比来看，2009 年-2015 年军工板块市值占 A 股总市值比例分别为 1.34%、1.79%、1.60%、1.47%、2.02%、2.29%、2.59%，A 股市值占比整体来看逐年提升。截至到 2021 年 1 月 29 日，市值排名前五位的上市公司分别是航发动力、中

航沈飞、中航重工、中航飞机、中航光电。

图 19: 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

在上市公司数量方面,截至 2021 年 1 月 29 日,中国 A 股共有上市公司 4174 家,其中军工行业上市公司 99 家,占比 2.37%;美股上市公司总数为 5583,高于 A 股,但军工行业上市公司数仅 47 家,同 A 股相比占比相差较大,仅 0.84%。在市值规模方面,中国 A 股总市值为 849762.50 亿元,其中军工行业 20909.06 亿元,占比为 2.46%;美股上市公司总市值为 3709071.17 亿元,其中军工行业 46014.92 亿元,占比 1.24%。我们认为,美国军工行业在上个世纪 90 年代经历了并购浪潮后,上市公司数量急剧减少,虽然美国军工行业公司数量占比明显少于中国,但其市值规模却是中国的 2 倍多,相比之下中国军工行业上市公司的市值规模仍有较大上升空间。

表 9: 2021 年中国与美国军工行业上市公司情况对比

国家	军工行业上市公司数量	上市公司总数量	军工行业上市公司数量占比
中国	99	4174	2.37%
美国	47	5583	0.84%

国家	军工行业上市公司市值 (亿元)	总市值 (亿元)	军工行业市值占比
中国	20909.06	849762.50	2.46%
美国	46014.92	3709071.17	1.24%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场,通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析,我们得到军工行业的贝塔系数 (β) 约为 1.076,说明军工行业相对于市场具有更强波动性。

（二）军工板块估值已突破中枢，行业高估值具有合理性

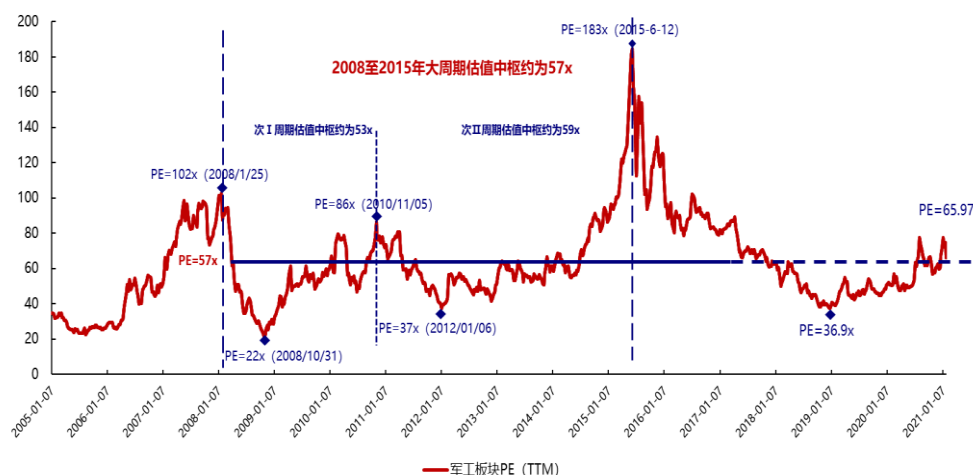
1、纵向看，军工板块估值水平已突破中枢，但向上空间依然较大

从军工板块（剔除船舶总装类上市公司）估值水平的历史走势来看，我们将 2008 年 1 月至 2015 年 6 月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期，其中包含两个次级周期，经测算，大周期的板块估值中枢（取中位数）约为 57x，两个次级周期分别为 53x 和 59x。

次 I 周期阶段，板块上市公司军品业务占比较小，主管部门对军工资产注入的态度并不明确，此阶段行业估值水平主要反映公司的内生增长和外延并购情况，集团资产注入因素几乎没有纳入考量；次 II 周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入预期对板块估值水平的边际影响减弱。展望未来，我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次 I 周期和次 II 周期两个阶段，因此我们选取 2008 年 1 月至 2015 年 6 月大周期的估值中枢来作为参照标准。

截至 2021 年 1 月 29 日，军工板块整体估值（TTM）约为 66.0x，已经突破估值中枢 57x，但当前板块估值分位数为 65%，在当前的市场环境中，上行空间依然较大。

图 20：军工板块估值 PE（TTM）走势情况



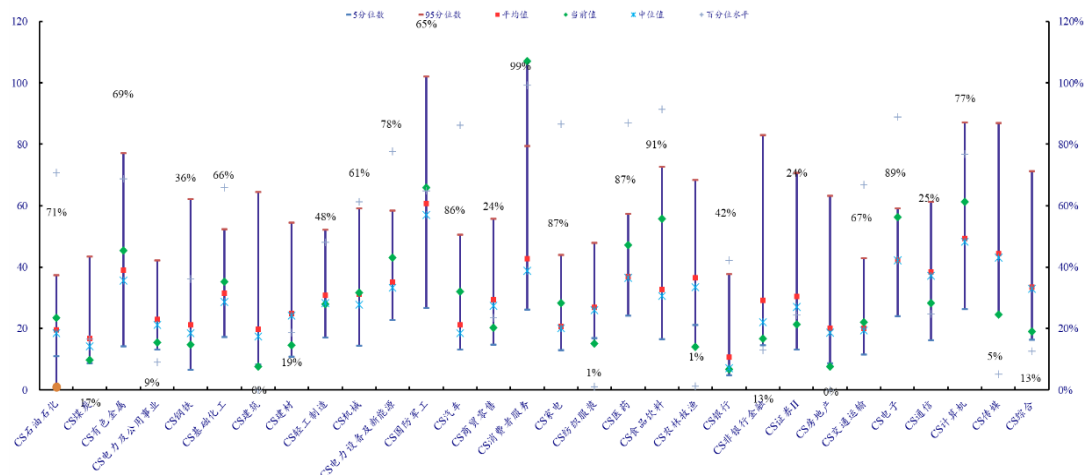
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理（数据截止到 2021 年 1 月 29 日收盘）

2、横向看，板块中部分龙头白马和真成长个股具备较高的投资价值

从横向对比来看，参照中信一级行业分类，截至 2021 年 1 月 29 日，估值前三位的行业分别为消费者服务（107.0 倍）、国防军工（66.0 倍）、计算机（61.2 倍），估值后三位的行业分别为银行（6.8 倍）、房地产（7.6 倍）、建筑（7.6 倍）。对比各行业历史均值水平，消费者服务、医药生物、食品饮料等行业估值明显高于历史均值，而农林牧渔、房地产、煤炭、银行、建筑等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块，军工行业的估值水平虽然相对

较高，但估值分位数仅为 64.8%，仍有较大的上升空间，且部分龙头白马及真成长优质个股的估值水平依然与业绩增速相匹配，具备较高的投资价值。

图 21：中信各行业 PE 估值分位数情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理（数据截止到 2021 年 1 月 29 日收盘）

3、军工行业高估值具有合理性

截至 2021 年 1 月 29 日，军工行业最近一年的滚动市盈率为 66 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 19 倍，高出 A 股约 47 倍。我们认为，与其他行业相比，军工行业属性特殊，估值相对较高具有其合理性：

首先，军工行业具有逆周期属性以及高确定成长性。军工企业营业收入主要来源于国家军费支出，几乎不受宏观经济波动的影响，呈现较强逆周期属性。且中国军费支出一直保持稳定增长，为行业业绩提供较强支撑，提质增效行动大幅提升军工集团的经营效率，未来军工行业业绩增长具有较高的确定性。

其次，优质核心资产注入预期支撑军工行业高估值。受涉密等原因的影响，军工集团大量的核心资产还未能注入到上市公司，导致各集团资产证券化率普遍较低。随着资产证券化的持续推进，优质资产注入预期强烈，一旦注入将大幅提升上市公司的资产规模和质量以及盈利能力，为军工板块的高估值提供有力支撑。

第三，军工改革预期升温，为行业估值提供想象空间。我国军工装备市场体制机制较为僵化，导致竞争不充分，垄断特征明显，整机领域基本垄断，竞争只局限于配套层面且程度较低。随着军队改革的逐步落地，科研院所改制、混合所有制改革、军品定价机制改革等一系列改革预期升温，为军工行业估值提供了足够的想象空间。

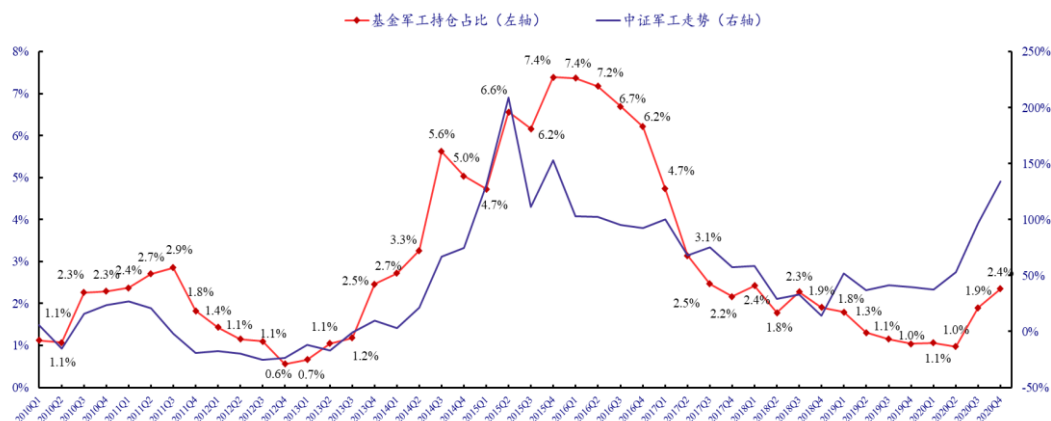
（三）基金持仓占比再提升，继续坚守优质赛道

1、2020Q4 基金军工持仓占比持续提升。2020Q4 基金军工持仓占比为 2.4%，同比提升 1.4pct，环比提升 0.5 pct。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2020Q4 的基金军工持仓占比指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.76，呈现正相关关系。

2018Q3-2020Q2，该指标持续走低，即使 2019 年军工板块出现三次阶段性行情（2019Q1、

2019Q3 以及 2020Q1)，机构投资者的信心依然不足，持仓占比不升反降。进入 2020Q3，军工板块系统性行情激发了公募基金的配置热情，2020Q3 军工持仓占比指标环比上升 0.9pct。Q4 板块热度延续，持仓占比指标环比提升 0.5pct 至 2.4%，连续两个季度大比例提升。我们认为，虽然基金持仓占比提升明显，但相较于 2015 年 7.4% 的高点依然有较大的上升空间，未来持续走高可期。

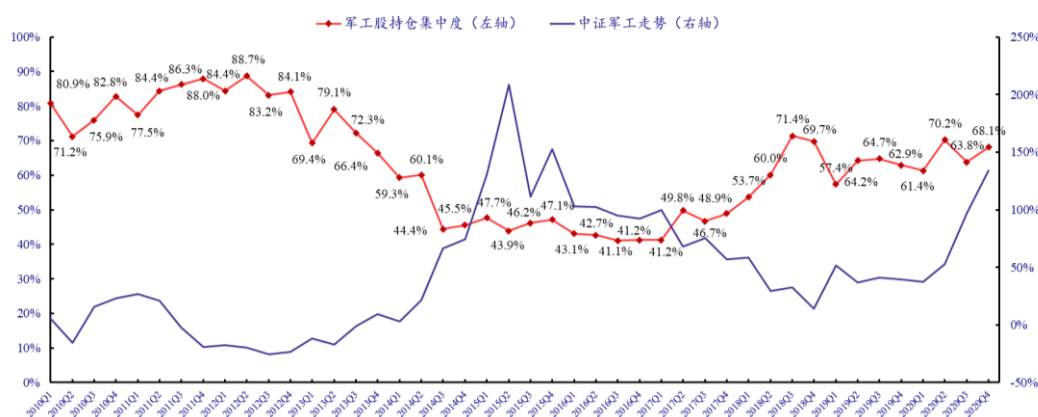
图 22：基金军工持仓占比与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

2、基金军工持仓集中度再上升，马太效应凸显。2020Q4 持仓集中度 68.1%，环比提升 4.3pct。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2020Q4 基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.78，呈负相关关系。

图 23：基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

2014Q3 至 2017Q1 基金持仓集中度主要集中在 41%至 47%间窄幅波动。2017Q2 之后，随着军工指数持续下探，基金持仓集中度逐步提升至 2018Q3 的 73%，主动型公募基金对白马股抱团现象凸显。2018Q4 基金持仓集中度指标首次出现回落，2019Q2 至今一直在 65%附近反复震荡。2020Q4 持仓集中度 68.1%，环比提升 4.3pct，马太效应再次凸显。展望未来，我们认为，随着中美大国博弈持续、拜登时代外部的一致性压力剧增，强国强军依然是新时代的迫

切要求，“十四五”期间行业结构性需求有望加速释放，看好行业细分领域持续呈现高景气度，结构性机会可能会导致持仓集中度指标延续高位震荡态势，配置上建议把握高景气细分赛道，精选优质龙头个股。

根据对公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从 2020Q4 表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括 12 家军工集团央企、2 家地方军工国企以及 6 家民营企业，市值占比分别为 71.41%、3.70%、和 24.89%，环比分别上升 5.47%、上升 0.76%和下降 6.23%。从细分赛道上来看，以中航光电、振华科技、火炬电子为代表的军工元器件领域、以航天彩虹为代表的军用无人机领域、以航天发展为代表的电子蓝军领域以及以航发动力为代表的航空发动机领域，因其较高的行业景气度，受到机构投资者的青睐。

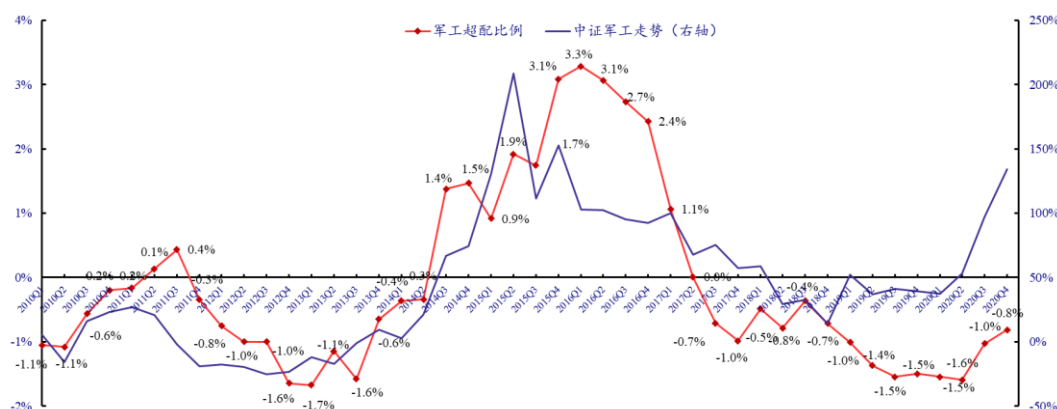
表 10：2020Q4 前二十大军工持股股票持股变化情况（按 2020Q4 持股市值排序）

序号	名称	2020Q4 持股总市值(亿元)	2020Q4 持股市值环比	2020Q4 持股数量环比
1	中航光电	79.57	160.14%	53.84%
2	振华科技	37.06	149.71%	90.10%
3	中航沈飞	35.12	83.95%	34.80%
4	火炬电子	34.78	132.95%	48.60%
5	航天发展	34.29	202.17%	134.17%
6	航发动力	33.96	103.21%	41.50%
7	中航机电	30.69	26.93%	27.16%
8	光威复材	30.43	24.49%	-0.28%
9	航天电器	29.31	-2.43%	-20.78%
10	中航高科	28.80	61.26%	33.51%
11	高德红外	20.59	22.90%	1.76%
12	菲利华	19.28	37.24%	-0.49%
13	航天彩虹	14.56	134.87%	54.69%
14	洪都航空	13.85	37.97%	-9.00%
15	*ST 湘电	12.34	44.32%	22.51%
16	应流股份	10.93	9.43%	3.72%
17	中航重机	8.68	50.23%	-16.05%
18	中直股份	8.00	51.72%	35.51%
19	爱乐达	7.31	-29.64%	-24.41%
20	宝钛股份	5.99	-	-

资料来源：中国银河证券研究部整理

3、军工板块配置比例有所提升，但仍处于低配状态。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2020Q4 的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.66，呈正相关关系。2018Q3 至 2020Q2，军工板块配置比例持续走低，2020Q2 低至-1.6%。Q3 开始，板块配置比例环比大幅提升 0.6pct，而 Q4 延续上升态势，环比提升 0.2pct 至-0.8%。我们认为，虽然目前机构仍是低配，但军工板块作为景气度较高的板块之一，未来机构的配置积极性有望继续走高。

图 24：军工板块超配比例变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

七、投资策略及组合表现

（一）新冠疫情对军工行业冲击有限

首先，军工企业保军意识强，军品的排产优先级高，疫情过后通过加班加点完全可以弥补之前的产出缺口，所以疫情对军品收入占比大的企业影响更小；其次看海外蔓延阶段，随着国内疫情得到基本控制，海外疫情开始接力扩散，并对全球产业链造成一定影响。但由于军工行业自主可控属性较强，供应链绝大部分在国内，受到全球供应链冲击较小，因此我们认为海外疫情的扩散对军工行业冲击有限。综上所述，相比其它行业，此次新冠疫情对军工行业的影响整体可控。

（二）年报预增喜人，行业景气度逐步兑现

截至1月31日，军工行业累计有60家上市公司披露2020年业绩预告，剔除因大额资产（信用）减值损失、政府补助或投资收益而导致不可比的22家公司，剩余38家公司净利润同比增速中值的平均水平约为47.6%，行业自2020Q2迎来提速换挡的拐点后，持续的高景气度正在逐步兑现。我们认为2021年作为“十四五”开局的第一年，随着下游军事装备需求的大幅扩张，行业Q1高增长较为确定，全年高景气度有望延续。

表 11：军工板块 2020 年报预计情况

证券代码	证券简称	2020 业绩预告 最新披露日期	预告净利 润下限	预告净利 润上限	预告净利润同 比增长下限	预告净利润同 比增长上限	增 速 中值
002414.SZ	高德红外	2020-10-28	9.5	10.6	330.0	380.0	355.0
688002.SH	睿创微纳	2021-01-28	5.9	5.9	192.2	192.2	192.2
002214.SZ	大立科技	2020-10-30	3.8	4.5	179.9	231.4	205.7
688122.SH	西部超导	2021-01-29	3.7	3.7	134.5	134.5	134.5
300095.SZ	华伍股份	2021-01-14	1.5	1.7	91.8	121.2	106.5
002049.SZ	紫光国微	2020-10-21	7.5	8.7	85.0	115.0	100.0

600399.SH	ST 抚钢	2021-01-26	5.3	5.9	75.5	95.3	85.4
000733.SZ	振华科技	2021-01-28	5.2	6.1	75.0	105.0	90.0
300696.SZ	爱乐达	2021-01-25	1.3	1.4	68.0	78.0	73.0
603267.SH	鸿远电子	2021-01-26	4.6	4.9	66.0	77.0	71.5
603678.SH	火炬电子	2021-01-12	5.9	6.3	55.0	65.0	60.0
300726.SZ	宏达电子	44,215.0	4.5	5.1	55.0	75.0	65.0
300777.SZ	中简科技	2021-01-29	2.1	2.4	55.0	75.0	65.0
600456.SH	宝钛股份	2021-01-27	3.7	3.7	54.2	54.2	54.2
603308.SH	应流股份	2021-01-12	2.0	2.1	50.8	60.7	55.7
603712.SH	七一二	2021-01-19	5.1	5.5	48.0	59.0	53.5
688510.SH	航亚科技	2020-11-18	0.6	0.6	46.6	46.6	46.6
002985.SZ	北摩高科	2021-01-18	3.1	3.4	43.7	60.2	51.9
688311.SH	盟升电子	2021-01-19	1.0	1.2	40.0	60.0	50.0
002625.SZ	光启技术	2020-10-30	1.6	2.0	35.0	75.0	55.0
002189.SZ	中光学	2021-01-30	1.3	1.6	32.4	57.9	45.2
600973.SH	宝胜股份	2021-01-27	2.0	2.3	30.0	50.0	40.0
600990.SH	四创电子	2021-01-30	1.4	1.7	30.0	55.0	42.5
300719.SZ	安达维尔	2021-01-14	1.0	1.0	29.9	36.7	33.3
300900.SZ	广联航空	2021-01-30	1.0	1.1	27.3	47.4	37.3
002683.SZ	宏大爆破	2021-01-30	3.8	4.3	25.0	40.0	32.5
300699.SZ	光威复材	2021-01-12	6.3	6.6	21.0	26.0	23.5
603131.SH	上海沪工	2021-01-12	1.2	1.5	20.8	52.3	36.6
300114.SZ	中航电测	2021-01-06	2.4	2.9	15.0	35.0	25.0
300581.SZ	晨曦航空	2021-01-29	0.5	0.6	11.1	29.6	20.4
600562.SH	国睿科技	2021-01-23	4.4	4.9	7.4	18.7	13.1
300875.SZ	捷强装备	2021-01-15	1.0	1.1	3.0	15.6	9.3
300427.SZ	红相股份	2021-01-29	2.4	2.5	0.1	6.5	3.3
300600.SZ	国瑞科技	2021-01-16	0.7	0.9	-19.9	4.4	-7.7
688010.SH	福光股份	2021-01-26	0.5	0.6	-50.1	-40.3	-45.2
300527.SZ	中船应急	2021-01-29	0.7	0.9	-55.9	-42.8	-49.3
688011.SH	新光光电	2021-01-19	0.2	0.3	-66.9	-55.4	-61.2
300123.SZ	亚光科技	2021-01-29	0.4	0.6	-85.7	-78.5	-82.1
600391.SH	航发科技	2021-01-28	-0.2	-0.2	-177.5	-166.4	-172.0
均值							47.6

资料来源：中国银河证券研究院整理

分子领域来看，红外行业、特种金属材料、碳纤维材料、元器件、机加工和特种芯片等 6 大子领域景气度相对更高，预告净利润增速中值的平均水平分别为 189%、91.3%、44.3%、71.6%、52.3%和 100%，其中上游原材料和元器件公司业绩增幅大多超市场预期，高景气度得到充分验证。

表 12: 军工板块六大高景气子领域

	证券代码	证券简称	预告净利润增速中值
红 外 行 业	002414.SZ	高德红外	355.0
	688002.SH	睿创微纳	192.2
	002214.SZ	大立科技	205.7
	300427.SZ	红相股份	3.3
	均值		189.0
特 种 金 属	688122.SH	西部超导	134.5
	600399.SH	ST 抚钢	85.4
	600456.SH	宝钛股份	54.2
	均值		91.3
碳 纤 维	300777.SZ	中简科技	65.0
	300699.SZ	光威复材	23.5
	均值		44.3
元 器 件	000733.SZ	振华科技	90.0
	603267.SH	鸿远电子	71.5
	603678.SH	火炬电子	60.0
	300726.SZ	宏达电子	65.0
	均值		71.6
机 加 工	300696.SZ	爱乐达	73.0
	688510.SH	航亚科技	46.6
	300900.SZ	广联航空	37.3
	均值		52.3
特种 芯片	002049.SZ	紫光国微	100.0

资料来源: 中国银河证券研究院整理

(三) 行业投资策略: 聚焦景气赛道, 买入稀缺和优质成长标的

军工板块进去蓄势期, 调整意味着机会

2020 年出现两波军工行情, 7 月份第一波行情上涨 61% (历时 1.5 个月), 8 月中旬开始累计调整 3 个月, 幅度约 23%, 11 月中旬迎来年内第二波行情, 上涨幅度约 40% (历时 2 个月), 2021 年 1 月初以来, 军工板块自高点已累计回调 18.5%, 估值风险释放较为充分, 我们认为军工板块进入蓄势期, 进二退一或是未来常态。在行业景气度无忧的背景下, 调整意味着机会。

投资建议: 聚焦景气赛道, 买入稀缺和优质成长标的

短期看, 流动性不足为虑, 货币政策将继续践行“不急转弯”的承诺, 流动性大概率维系合理充裕; 中期看, 行业估值分位数约为 65%, 向上空间依然较大; 长期看, 拜登上台无法改变中美竞争博弈的大背景, 随着我国国力的强大, 战略空间也会随着扩张, 国防实力必然要与之匹配, 我们认为“十四五”期间行业景气度依然向好, 结构性机会凸显。

我们看好两类资产，第一类是稀缺性核心资产，长期发展空间极大，国产替代非常迫切，国内鲜有竞争对手，这类资产享受长期折现定价，短期可以容忍较高估值，推荐航发动力（600893.SH）、中航沈飞（600760.SH）；第二类是确定性高成长资产，未来三到五年业绩复合增速达 30-50%，享受确定性高成长定价，推荐鸿远电子（603267.SH）、中简科技（300777.SZ）、七一二（603712.SH）、北摩高科（002985.SZ）和火炬电子（603678.SH）等。

（四）推荐标的组合表现

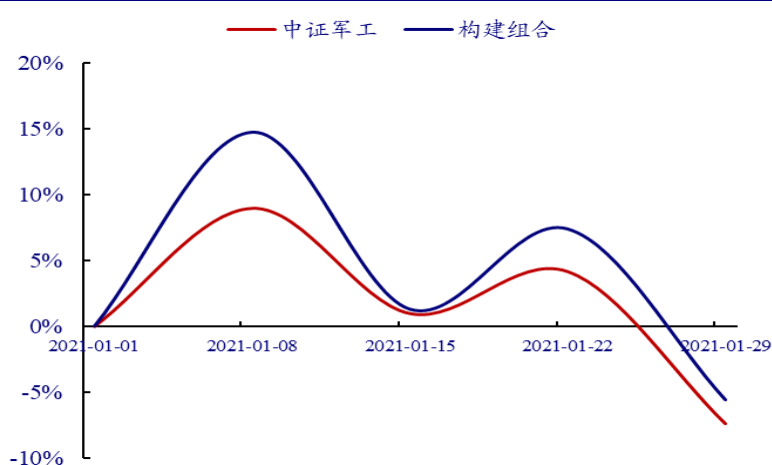
我们于 2021 年 1 月 1 日（按当日收盘价计算投资成本）构建了包含有 3 支股票的等权重投资组合，并且每周都会根据情况对组合成分股进行调整（也可不调整）。截至 2021 年 1 月 29 日，我们的投资组合累计下跌 5.60%，相对收益为 1.80%，同期中证军工指数下跌 7.40%。

表 13: 军工行业最新推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅(%)	绝对收益率(%)	相对收益率(%)
投资组合	603267.SH	鸿远电子	国内军用 MLCC 核心供应商	4.91	4.91	12.31
	600893.SH	航发动力	军机现代化建设跨越式发展持续推进	0.40	0.40	7.81
	300034.SZ	钢研高纳	高温合金龙头，市场前景广阔	-17.77	-17.77	-10.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 推荐组合 21 年年初至今的表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

八、风险提示

“十四五”规划和军工改革不及预期的风险。

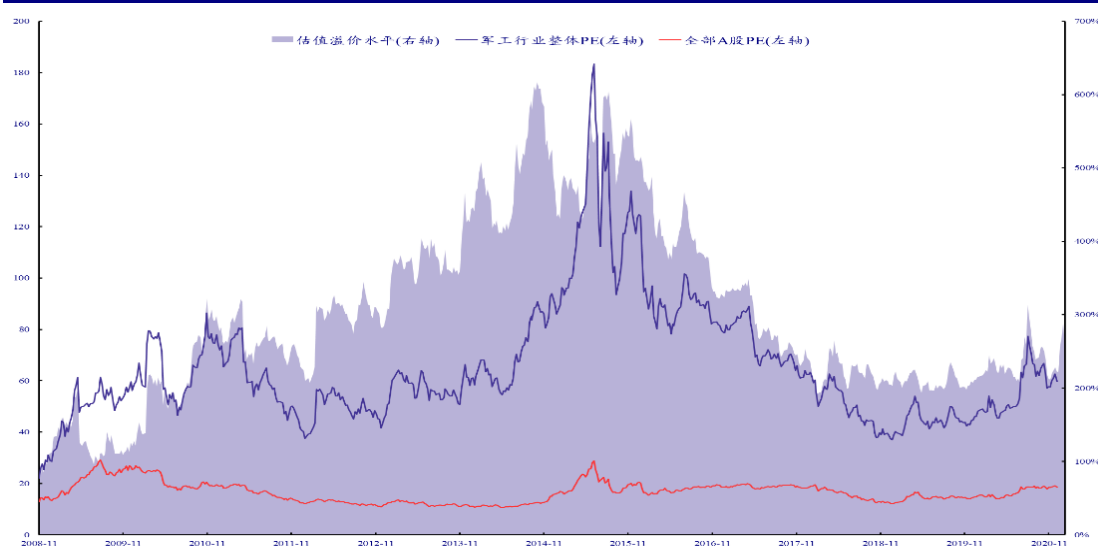
附录：国内外行业及公司估值情况

（一）国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由是11月6日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至2021年1月29日，军工行业最近一年的滚动市盈率为65.97倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为19.37倍，分别较2008年底以来的PE（TTM）均值高0.60倍和高2.74倍。行业估值溢价率方面，目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低59.8个百分点。当前值为240.5%，历史均值为300.3%。

图 26：军工行业估值溢价情况



资料来源：中国银河证券研究部整理

（二）国际军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由同上。II、图表中的军工指数选用国防军工指数（CI005012），美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数（S15AEROX INDEX），欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）。III、估值指标选取PE（TTM）和PB，其中国外的PE（TTM）为扣除非经常损益之后的市盈率。

国内军工板块市盈率显著高于美欧市场，相对溢价率处于较低水平。以2020年7月3日收盘价计算，以国防军工指数表征的国内军工板块PE（TTM）为53.18倍，同期美国军工板块为24.51倍，欧洲军工板块为62.75倍，我国军工板块PE显著高于美欧市场。以中信军工

指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 197.3 个百分点，当前值为 116.9%，历史均值为 314.2%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 210.9 个百分点，当前值为 -15.2%，历史均值为 195.7%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面**，一是中国综合国力快速增长，战略利益诉求不断增强，军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续，因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定；二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化，美欧等国则较为少见，因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。

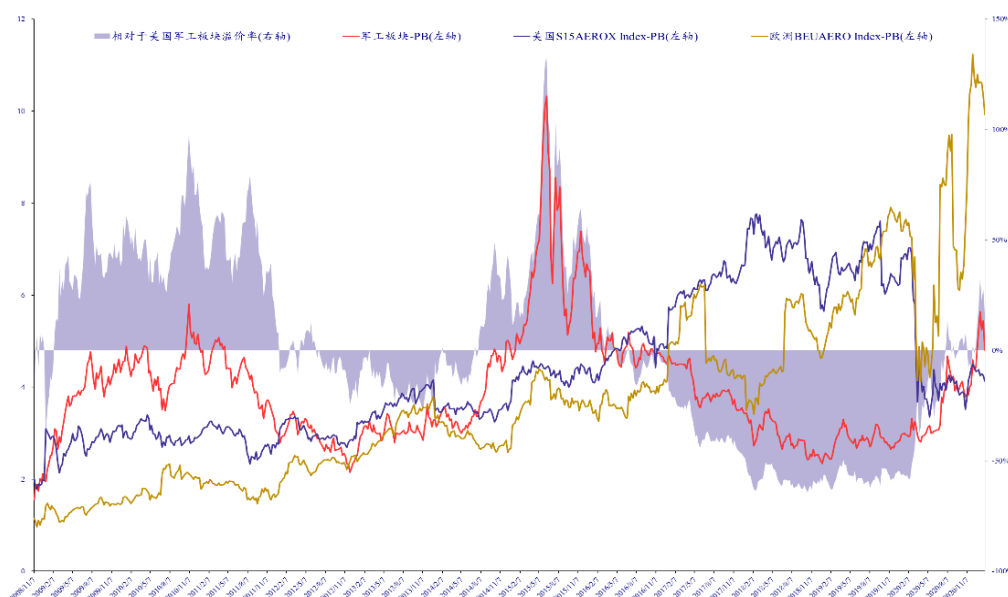
图 27：国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2021 年 1 月 29 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 4.80 倍，同期美国军工板块为 4.13 倍，欧洲军工板块为 9.93 倍，我国军工板块 PB 均值高于美国低于欧洲市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。2020 年年初美国股市暴跌，但在科技股的带领下，美股很快完成修复，但军工板块严重滞后，该指标又出现正值，当前为 16.2%，历史均值为 0.6%，较历史平均水平高 15.6 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 89.5 个百分点，当前值为 -51.6%，历史均值为 37.8%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。**

图 28：国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

（三）国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S&P 500 AEROSPACE INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防行业指数（EURAEROSPACE INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。从收入增速角度看，海外公司过去五年复合增速均值为 5.36%，中位数为 5.77%，多数处于 -5%~15% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 16.35%，中位数为 16.25%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。从净利润增速角度看，海外公司过去五年复合增速均值为 5.93%，中位数为 8.58%，多数处于 -15%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 3.11%，中位数为 11.65%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。从创造价值能力来看，海外公司 ROE 和 RIIC 均值分别为 1.77% 和 -10.67%，中位数分别为 9.84% 和 5.75%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 5.62% 和 4.85%，中位数为 4.27% 和 4.02%，创造价值的能力远低于海外。从估值角度看，重点看 PB、PS（TTM）和 2020 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 3.97 倍、1.44 倍和 27.26 倍，估值中位数为 2.38 倍、1.15 倍和 20.76 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 4.19 倍、3.00 倍和 83.67 倍，估值中位数为 3.29 倍、2.16 倍和 44.19 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 14: 海外主要上市公司相关指标

所在地 区	证券 代码	公司 简称	CAGR(过去五年)		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿美元)
			收入增 长	利润增 长					PE (TTM)	PE(2020)	PS(TTM)	PB	
北美地区	LMT	洛·马	10.04	13.64	10.45	149.49	3.17	36.76	11.18	13.35	1.40	15.21	919
	BA	波音	-9.56	N/A	-20.42	N/A	N/A	-32.17	N/A	N/A	1.93	N/A	1113
	GD	通用动力	3.60	0.85	8.35	21.66	2.93	12.17	13.68	13.60	1.14	2.75	432
	NOC	诺·格	9.36	9.89	8.67	32.88	1.98	10.56	12.39	12.87	1.33	4.62	489
	RTX	雷神技术	0.17	N/A	-6.22	-6.18	2.79	-25.44	27.03	21.96	1.33	1.43	1035
	TXT	德事隆	-2.79	-15.01	2.65	5.44	0.17	5.32	27.59	24.47	0.92	1.84	107
	HII	亨廷顿英戈尔斯工业	5.05	10.19	6.17	33.25	2.82	13.16	11.71	10.78	0.73	3.49	66
	HON	霍尼韦尔国际	-1.85	7.70	16.73	27.54	1.83	9.72	23.59	28.85	4.32	7.88	1423
	TDG	TRANSDIGM	13.52	2.98	13.70	N/A	N/A	8.26	68.07	41.29	6.25	N/A	303
	ARNC	奥科宁克	N/A	N/A	3.09	N/A	N/A	N/A	N/A	72.92	N/A	1.90	28
	LHX	L3 哈里斯	20.73	20.21	10.37	5.98	1.93	3.85	20.02	15.29	2.08	1.74	371
	BBD/B	庞巴迪	-4.76	N/A	-11.40	N/A	N/A	-34.63	N/A	N/A	0.11	N/A	14
均值			3.95	6.31	3.51	17.23	2.06	0.69	23.92	25.54	2.14	3.21	525
中位数			3.60	9	7.26	24.60	2.38	8.26	20.02	18.63	1.33	2.75	401
西欧地区	LDO	Leonardo	1.55	N/A	5.96	9.84	2.45	6.20	6.73	8.03	0.24	0.65	40
	BA	英国宇航系统	3.48	14.81	8.06	24.32	4.92	12.28	12.39	10.82	0.80	3.34	208
	RR	罗·罗	3.84	N/A	-7.93	N/A	N/A	-344.9	N/A	N/A	0.37	N/A	111
	MGGT	Meggitt	7.94	4.69	9.78	-7.74	N/A	-4.08	N/A	25.17	1.48	1.46	43
	COB	英国飞行加油有限公司	0.81	N/A	3.94	-3.54	N/A	-1.62	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!
	SNR	英国 Senior	6.24	-14.39	2.63	-19.58	N/A	-8.55	N/A	N/A	0.42	0.87	6
	ULE	超电控股	2.95	29.07	9.03	14.98	2.77	11.94	20.56	15.50	1.64	2.89	19
	AIR	空中客车	3.03	N/A	-1.93	-187.7	N/A	-32.29	N/A	96.65	1.21	34.86	808
	AM	达索航空	14.90	20.30	9.67	11.75	N/A	9.10	14.73	22.45	1.04	1.69	88
	HO	泰利斯	7.24	9.45	6.10	12.63	0.54	6.04	24.92	17.35	0.88	3.26	191
	ZC	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	SAF	赛峰	10.78	N/A	9.75	5.56	N/A	9.08	67.46	44.31	2.09	3.73	584
	FII	LISI	5.77	-3.05	4.03	5.03	N/A	3.62	20.79	36.45	0.70	1.01	13
	MTX	MTU Aero	3.41	19.57	10.33	11.62	0.02	N/A	38.18	35.84	2.45	3.95	124
	FACC	FACC	7.38	N/A	3.88	6.09	N/A	4.77	26.95	N/A	0.63	1.63	6
	KOG	Kongsberg Gruppen	7.03	-4.29	3.02	19.46	1.51	6.66	26.30	20.76	1.15	2.00	35
	SAABB	萨博	8.53	11.45	5.60	6.90	N/A	5.46	23.25	17.93	0.94	1.55	39
均值			6.07	5.65	4.90	-5.51	1.93	-19.61	25.66	29.27	1.07	4.49	154
中位数			6.24	9.45	5.60	6.50	1.51	5.11	23.25	21.60	0.94	1.85	43

以色列	ESLT	埃尔比特系统	8.79	5.91	5.05	10.06	1.25	7.34	27.85	20.37	1.34	2.75	62
		全部均值	5.36	5.93	4.35	1.77	1.95	-10.67	25.02	27.26	1.44	3.97	310
		全部中位数	5.77	8.58	5.78	9.84	1.95	5.75	23.25	20.76	1.15	2.38	109

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理 备注: 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表 15: 国内上市公司相关指标

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	ROE	股息率 (近 12 个月)	RIOC	估值				市值 (亿元)
		收入 增速	利润 增速					PE (TTM)	PE (2020)	PS (TTM)	PB	
600893.SH	航发动力	-1.19	2.84	4.40	3.97	0.65	3.75	58.51	119.41	2.21	1.70	1,594
000768.SZ	中航西飞	10.10	10.08	1.66	3.47	0.61	2.79	69.36	112.08	1.39	2.84	876
600038.SH	中直股份	4.87	12.13	3.72	7.40	0.54	6.33	41.64	47.42	1.83	3.17	341
600372.SH	中航电子	4.80	-1.53	6.93	7.11	0.35	5.73	45.50	50.90	3.05	3.10	348
002013.SZ	中航机电	9.91	20.27	8.73	10.00	0.43	6.73	26.29	0.00	2.09	2.73	451
002179.SZ	中航光电	21.28	25.83	12.69	15.78	0.25	12.80	35.33	54.77	4.68	4.39	755
600760.SH	中航沈飞	56.60	52.29	3.71	10.58	0.00	8.70	38.58	75.87	1.81	4.76	1,094
600118.SH	中国卫星	6.74	-1.19	5.93	6.06	0.51	4.73	84.34	91.17	3.40	6.24	377
002025.SZ	航天电器	17.11	14.61	12.98	14.08	0.56	13.09	25.34	49.81	3.37	3.38	238
000547.SZ	航天发展	36.39	26.69	17.89	9.05	0.00	8.76	42.05	38.34	3.84	2.93	359
600879.SH	航天电子	22.84	13.21	3.66	3.78	0.00	4.02	38.39	37.42	1.18	1.42	180
600562.SH	国睿科技	3.82	-22.19	3.59	2.32	0.13	2.08	254.12	40.66	7.94	4.72	187
600990.SH	四创电子	16.86	6.74	3.15	4.57	0.38	3.81	31.64	51.18	1.51	2.62	72
002544.SZ	杰赛科技	26.18	-16.74	0.82	1.77	0.22	2.90	226.25	103.72	1.20	4.01	92
601989.SH	中国重工	-9.00	-26.12	1.20	0.58	0.17	-0.29	202.05	N/A	3.08	1.16	921
600482.SH	中国动力	38.87	47.01	3.51	3.66	0.00	2.66	27.67	N/A	1.08	1.12	384
600967.SH	内蒙一机	33.56	23.25	4.54	6.56	0.30	4.28	25.92	26.66	1.42	1.78	177
300034.SZ	钢研高纳	18.59	7.16	13.45	8.22	0.72	9.30	45.12	69.21	5.38	3.25	133
300699.SZ	光威复材	29.63	59.20	30.43	17.43	0.78	17.27	49.65	71.25	13.97	7.95	459
603678.SH	火炬电子	23.59	22.70	15.05	12.92	0.44	11.45	26.36	52.65	4.50	3.23	311
603267.SH	鸿远电子	18.80	20.77	26.43	16.62	0.97	15.77	27.95	70.21	8.36	3.74	317
300777.SZ	中简科技	31.21	60.79	58.26	16.58	0.00	15.14	104.25	101.67	49.07	14.53	220
002465.SZ	海格通信	9.30	3.25	12.13	5.88	1.11	5.39	50.10	35.36	5.74	2.71	213
603712.SH	七一二	9.20	13.04	16.13	14.37	0.21	12.35	55.24	62.38	10.21	7.46	325
	均值	18.34	15.59	11.29	8.45	0.39	7.48	67.98	61.92	5.93	3.96	434.34
	中位数	17.85	13.13	6.43	7.26	0.37	6.03	43.58	53.71	3.22	3.20	332.86

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 目 录

图 1：中国历年国防预算情况	3
图 2：各国国防预算的 GDP 占比情况	3
图 3：军队建设的中长期目标	4
图 4：九大军工集团“十二五”后两年收入占比	5
图 5：军工集团“十二五”收入和军费支出占比情况	5
图 6：国防信息化进程展望	8
图 7：我国军事装备的发展历程	9
图 8：建军百年奋斗目标的主要内涵	12
图 9：中国无人机市场规模	14
图 10：中国军用无人机主要研制单位	14
图 11：混合所有制改革进程	17
图 12：装备市场主体结构演变	18
图 13：“十三五”期间十大军工集团资产证券化率数据	19
图 14：科研院所改制进度猜想	20
图 15：我国十大军工集团的历史沿革	21
图 16：我国十大军工集团及其涉及领域	21
图 17：1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程	22
图 18：四个角度看股权激励松绑	23
图 19：军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况	26
图 20：军工板块估值 PE（TTM）走势情况	27
图 21：中信各行业 PE 估值分位数情况	28
图 22：基金军工持仓占比与军工指数走势对比	29
图 23：基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比	29
图 24：军工板块超配比例变化与军工指数走势对比	31
图 25：推荐组合 21 年年初至今的表现	34
图 26：军工行业估值溢价情况	35
图 27：国际军工板块 PE 比较	36
图 28：国际军工板块 PB 比较	37

表 目 录

表 1: 国防和军队改革的目标任务	6
表 2: 主管部门和各军工集团“十三五”规划目标	6
表 3: 我国“十三五”期间军事装备发展情况	7
表 4: “十三五”国家战略性新兴产业发展规划之军工部分	9
表 5: 历次五年规划中与国防建设相关的内容	11
表 6: “十四五”期间主战机型展望与对比	13
表 7: 导弹产业链相关上市公司	15
表 8: 我国装备市场结构划分	18
表 9: 2021 年中国与美国军工行业上市公司情况对比	26
表 10: 2020Q4 前二十大军工持股股票持股变化情况（按 2020Q4 持股市值排序）	30
表 11: 军工板块 2020 年报预计情况	31
表 12: 军工板块六大高景气子领域	33
表 13: 军工行业最新推荐组合及推荐理由	34
表 14: 海外主要上市公司相关指标	38
表 15: 国内上市公司相关指标	39

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业组组长

证券从业近8年。清华大学MBA，2015年加入银河证券。曾获2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

周义 军工行业分析师

上海交通大学机械工程学博士，3年大型国有军工企业技术研发、运营管理经验，2018年加入银河证券研究院，擅长军工电子行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn