

军工行业 2020 年中期策略

# “十三五”收官国防建设需求旺盛，疫情冲击彰显军工板块比较优势

推荐（维持）

□ **2019 年年报验证行业高景气度，疫情对 2020 年一季度有一定影响：**2019 年军工板块整体收入 4178.88 亿，同比增长 5.42%；整体归母净利润 183.09 亿，同比增长 22.53%，高景气度得到验证。细分行业中，航空板块的收入和利润分别增长 10.59% 和 18.45%，继续保持稳健增长趋势。产业链分布来看，上游材料类和上游电子类表现最好，我们认为上游材料类和电子类公司作为基础配套，大部分是军工全领域覆盖，在一定程度上可以反映整体行业发展趋势，其增长明显彰显行业高景气度。一季度军工板块（剔除中船防务的大幅扭亏影响）收入和归母净利润增速分别为 -4.20% 和 -21.92%，整体来看疫情对军工板块有一定影响，我们认为主要是复工以及原材料供应等供给端的影响，需求端预计影响较小，随着国内疫情的控制预计将逐步恢复，全年来看有望继续保持增长趋势。

□ **年初至今军工行情回顾：整体板块涨幅居前，航天板块涨幅最大达到 12.97%。**年初至 4 月 30 日，中信军工板块上涨 5.98%，排名第 6 位，相对上证等指数均有相对超额收益，仅跑输创业板指。年初至今最主要的一次行情是春节后整体市场反弹的 2 月 4 日至 3 月 5 日，我们判断一方面是受益于整体市场反弹的带动，另一方面 2 月至 3 月也存在美国禁运航空发动机、SpaceX 发射低轨卫星和国企改革等事件的催化。从军工细分板块涨跌幅来看，航天板块涨幅最大，达到 12.97%。

□ **行业观点：**我们从基本面、估值、持仓以及催化四个角度来分析，基本面方面，十三五收官之年需求预计保持稳定增长，疫情冲击对军工板块全年影响有限；估值角度来看，军工板块整体以及军工龙头和白马估值水平平均处于历史底部区间；持仓角度来看，军工板块持仓比例进一步下降，超配比例创 2015 年以来新低；催化角度来看，我们认为军工行业今年的催化或将来自两个方面，一个是外部紧张局势，另一个是国内改革深化。综合分析，我们认为军工行业受疫情影响较小，二季度开始至全年随着供给的改善业绩预计将持续释放，叠加国内国外事件及改革等催化，有望逐步得到市场的认可和关注，比较优势和配置价值凸显。

□ **投资策略：**两方面挖掘投资机会。一方面是受疫情影响较小、受益于行业需求景气度有望保持、增长趋势较好、比较优势凸显、同时行业竞争格局稳定的细分行业，包括军工产业链上游的电子元器件领域、新材料领域、产业链中游的核心系统领域和产业链下游的总装领域；另一方面是产业中长期发展趋势向好，战略意义重大的细分行业，包括航空发动机产业链和卫星互联网产业链。建议重点关注中航机电、航发动力、中航沈飞、航天电器、中航电测、中航光电、宏达电子、火炬电子、光威复材、中航高科和应流股份。

□ **风险提示：**武器装备列装速度低于预期；军工领域改革进程低于预期。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中航机电	8.27	0.31	0.37	0.43	26.68	22.35	19.23	3.17	强推
航发动力	24.75	0.59	0.66	0.76	41.95	37.5	32.57	1.94	强推
中航沈飞	33.49	0.94	0.96	1.1	35.63	34.89	30.45	5.4	强推
航天电器	26.75	1.11	1.33	1.56	24.1	20.11	17.15	3.79	强推
中航电测	10.6	0.46	0.58	0.7	23.04	18.28	15.14	3.9	强推
中航光电	35.83	1.1	1.34	1.73	32.57	26.74	20.71	4.83	强推
宏达电子	25.16	0.87	1.09	1.39	28.92	23.08	18.1	5.73	推荐
火炬电子	25.14	1.14	1.44	1.85	22.05	17.46	13.59	3.66	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 04 月 30 日收盘价

## 华创证券研究所

### 证券分析师：卫喆

电话：021-20572551

邮箱：weizhe@hcyjs.com

执业编号：S0360518120002

### 联系人：王卓星

电话：021-20572580

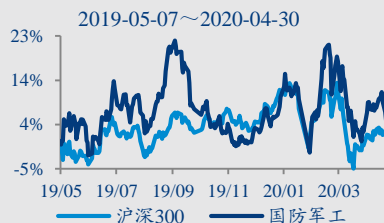
邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	71	1.85
总市值(亿元)	10,820.81	1.66
流通市值(亿元)	7,725.2	1.61

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	5.88	5.82	1.65	
相对表现	0.51	8.08	1.66	



## 相关研究报告

《电容器行业系列深度报告之产业格局：日系厂商优势明显，国内企业逐步崛起》

2020-03-31

《国防军工行业双周报 2020 年第 8 期（20200330-20200412）：年报验证行业基本面高景气度，一季度受疫情有一定影响，关注改革进程》

2020-04-12

《国防军工行业双周报 2020 年第 9 期（20200413-20200426）：卫星互联网纳入“新基建”，航空工业改革不断深化》

2020-04-26

## 报告亮点

亮点一：我们认为在当前疫情对整个宏观经济影响的背景下，军工作为国防建设的“必选消费”，叠加十三五收官之年的关键节点，需求端保持旺盛，几乎不受疫情的影响，比较优势十分明显，这一点并没有被市场广泛认知，本报告重点强调了这一逻辑；

亮点二：本篇报告我们从基本面、估值、持仓和催化四个角度对军工板块做了详细分析，这四个维度可以作为军工板块的整体分析框架，对军工板块的投资具有一定的指导意义。

## 投资逻辑

我们从基本面、估值、持仓以及催化四个角度对军工板块进行分析，基本面方面，十三五收官之年需求预计保持旺盛，疫情冲击对军工板块全年影响有限，比较优势凸显；估值角度来看，军工板块整体以及军工龙头和白马估值水平平均处于历史底部区间；持仓角度来看，军工板块持仓比例进一步下降，超配比例创 2015 年以来新低；催化角度来看，我们认为军工行业今年的催化或将来自两个方面，一个是外部紧张局势，另一个是国内改革深化。**综合分析，我们认为军工行业受疫情影响较小，二季度开始至全年随着供给的改善业绩预计将持续释放，叠加国内国外事件及改革等催化，有望逐步得到市场的认可和关注，比较优势和配置价值凸显。**

我们认为应该从两方面来挖掘投资机会，一方面是受疫情影响小、增长确定性较高、比较优势凸显、行业竞争格局稳定、估值较为合理的细分行业投资标的，包括军工产业链上游的电子元器件领域、新材料领域、产业链中游的核心系统领域和产业链下游的总装领域；另一方面是产业中长期发展趋势向好，战略意义重大的细分行业投资标的，包括航空发动机产业链和卫星互联网产业链。**建议重点关注中航机电、航发动力、中航沈飞、航天电器、中航电测、中航光电、宏达电子、火炬电子、光威复材、中航高科和应流股份。**

# 目 录

一、军工行业 2019 年年报及 2020 年一季报总结：2019 年保持增长趋势，高景气度得到验证.....	6
二、年初至今军工行情回顾：整体板块涨幅居前，航天板块涨幅最大.....	8
三、行业观点：受疫情影响较小，比较优势和配置价值凸显.....	10
（一）基本面角度：十三五收官之年需求预计保持稳定增长，疫情冲击对军工板块全年影响有限.....	10
1、十三五收官之年需求预计保持稳定增长.....	10
2、疫情冲击对军工板块全年影响有限，预计仍将保持增长趋势.....	13
（二）估值角度：估值水平处于历史底部区间.....	15
（三）持仓角度：军工板块持仓比例进一步下降，超配比例创 2015 年新低.....	17
（四）催化角度：外部紧张局势和国内改革深化或将催化军工行情.....	21
1、国际局势紧张、行业突发事件催化.....	21
2、疫情冲击，国内国外形势倒逼改革深化带来的催化.....	23
四、投资策略：两方面挖掘投资机会.....	24
（一）受疫情影响小、增长确定性较高、比较优势凸显、行业竞争格局稳定的细分行业.....	24
（二）产业中长期发展趋势向好、战略意义重大的细分行业.....	25
1、航空发动机产业：禁运风波凸显航空发动机战略意义，产业投入有望加大.....	25
2、卫星互联网产业：外部“星链”倒逼，国内纳入新基建，卫星互联网迎来发展机遇.....	28
（三）重点标的.....	30
1、中航机电（002013.SZ）.....	30
2、航发动力（600893.SH）.....	30
3、中航沈飞（600760.SH）.....	30
4、航天电器（002025.SZ）.....	31
5、中航电测（300114.SZ）.....	31
6、中航光电（002179.SZ）.....	32
7、宏达电子（300726.SZ）.....	32
8、火炬电子（603678.SH）.....	32
9、光威复材（300699.SZ）.....	33
10、中航高科（600862.SH）.....	33
11、应流股份（603308.SH）.....	33
五、风险提示.....	34

# 图表目录

图表 1	军工行业 2019 年业绩保持较高速增长	7
图表 2	军工板块收入保持稳健增长	7
图表 3	军工板块利润增长有所加快	7
图表 4	军工行业 2020 年一季度业绩情况	8
图表 5	2020 年至今中信 30 个行业涨跌幅	8
图表 6	2020 年至今上证指数及中信军工指数走势	9
图表 7	2020 年至今深证成指及中信军工指数走势	9
图表 8	2020 年至今中小板指及中信军工指数走势	9
图表 9	2020 年至今创业板指及中信军工指数走势	9
图表 10	2020 年至今沪深 300 及中信军工指数走势	9
图表 11	2020 年至今中证 500 及中信军工指数走势	9
图表 12	2020 年至今申万军工细分行业走势	10
图表 13	2020 年至今涨幅前十个股	10
图表 14	2020 年至今跌幅前十个股	10
图表 15	国防预算保持稳定增长	11
图表 16	2018 年我国军费占 GDP 比重与世界主要国家比较（单位：%）	11
图表 17	国防预算保持稳定增长（单位：%）	11
图表 18	中国、美国军费占 GDP 比重（单位：%）	11
图表 19	中国国防费用结构变化情况	12
图表 20	中国国防装备费变化情况	12
图表 21	2017 年装备费占比达到 41.1%	12
图表 22	美军 2019 财年国家安全预算 7160 亿美元	12
图表 23	我国军费构成项目及具体用途	12
图表 24	2020 年一季度军工企业营业收入增速（%）	13
图表 25	2020 年一季度军工企业归母净利增速（%）	13
图表 26	军工企业国际业务占比	14
图表 27	军工企业近三年一季度收入占比情况	14
图表 28	2015 年至今中信军工板块估值情况	15
图表 29	近四年中信军工板块估值情况	15
图表 30	2015 年至今中信军工板块估值情况	15
图表 31	2015 年至今航空航天子板块估值情况	16
图表 32	2015 年至今兵器兵装子板块估值情况	16

图表 33	军工龙头公司 2015 年至今 PS 估值情况.....	16
图表 34	军工白马公司 2015 年至今 PE 估值情况 .....	17
图表 35	军工行业基金重仓持股情况 .....	17
图表 36	军工行业超配水平 .....	17
图表 37	2019Q2-2020Q1 军工行业基金持仓分布 .....	18
图表 38	2019Q2-2020Q1 军工行业基金持仓分布 .....	18
图表 39	2020Q1 军工细分板块基金重仓持股情况 .....	19
图表 40	细分行业持仓市值占比 .....	19
图表 41	国企和民企持仓市值占比 .....	19
图表 42	产业链上中下游持仓市值占比 .....	19
图表 43	2020Q1 军工细分行业持仓分布 .....	19
图表 44	军工行业持股市值前十大占比 .....	20
图表 45	2020 年基金一季度军工行业重仓前十大个股（按配置比例） .....	20
图表 46	2020 年基金一季度军工行业增持前五个股（按持股数计算） .....	21
图表 47	2020 年基金一季度军工行业减持前五个股（按持股数计算） .....	21
图表 48	今年以来国际冲突和行业突发事件 .....	21
图表 49	2020 年 1 月军工板块走势 .....	22
图表 50	2020 年 1 月军工板块超额收益 .....	22
图表 51	航空发动机上市公司禁运事件后走势 .....	23
图表 52	卫星互联网上市公司 2 月以来走势 .....	23
图表 53	2019 年底至今改革事项梳理 .....	23
图表 54	受外部因素影响小、增长趋势较好的产业链环节及公司 .....	24
图表 55	美国禁运航空发动机事件 .....	25
图表 56	美、英、法 2015 年度航空发动机产业研发经费及占 GDP 比重 .....	26
图表 57	部分型号航空发动机研制经费（单位：亿美元） .....	26
图表 58	航空发动机产业链上市公司 .....	27
图表 59	“星链”计划推进进度 .....	28
图表 60	卫星互联网产业链上市公司 .....	29



## 一、军工行业 2019 年年报及 2020 年一季报总结：2019 年保持增长趋势，高景气度得到验证

**2019 年收入和盈利双提升，利润增速达到 22.53%：**截至 4 月 30 日，我们重点关注的 84 家军工上市公司已披露了 2019 年年报和 2020 年一季报。从 84 家军工重点公司的 2019 年业绩来看，整体收入 4178.88 亿，同比增长 5.42%；整体归母净利润 183.09 亿，同比增长 22.53%；整体毛利率 18.09%，同比提升 0.75 个百分点；期间费用率合计 12.43%，同比增加 0.29 个百分点；净利率 4.65%，同比提升 1.19 个百分点。

**细分行业中航空板块收入增长最为明显，利润增长也保持稳定：**从细分行业来看，各细分行业中仅航天板块的营业收入出现了下滑，同比下降 10.50%，主要是受到\*ST 航通的营业收入大幅下降的影响，其他细分行业中航空板块收入增长 10.59%，增速最快，其次是跨行业配套板块增长 6.59%、船舶板块增长 5.23%、兵器装备板块增长 4.57%。归母净利润增速来看，航天板块增速最快为 222.33%，主要是受到\*ST 航通亏损幅度大幅缩减、航天晨光扭亏为盈的影响，船舶板块增长 189.70%，主要是受到中船防务 2018 年大幅亏损 18 亿、2019 年扭亏为盈的影响，航空板块增长 18.45%，兵器装备板块下降 7.44%，主要是中兵红箭利润有所下滑所致，跨行业配套板块下降 18.53%，主要是受到新研股份、东土科技的大幅亏损所致。毛利率方面，航天板块和跨行业配套板块提升明显，分别提升 3.48 个百分点和 2.61 个百分点，其他板块毛利率均有小幅的上下波动。费用率方面，航天板块增加 3.31%，增幅最大。净利率方面，航天和船舶板块均提升 3 个百分点以上，跨行业配套领域下滑 1.89 个百分点。**综合来看，各板块中航空板块的收入、利润增长较为稳定，盈利能力也出现小幅提升。**

**民企收入增长较快，毛利率和费用率均高于国企：**从企业属性来看，民企收入增长 10.48%，增幅大于国企的 4.97%。归母净利方面，国企增长 41.68%，民企下降 34.11%，主要是受到新研股份、东土科技等公司亏损幅度较大的影响。民企的毛利率提升 1.81 个百分点达到 37.45%，仍大幅高于国企的 16.28%。民企费用率 21.99%，国企 11.53%。净利率方面，民企下滑 4.77 个百分点至 7.17%，国企提升 1.71 个百分点至 4.42%。

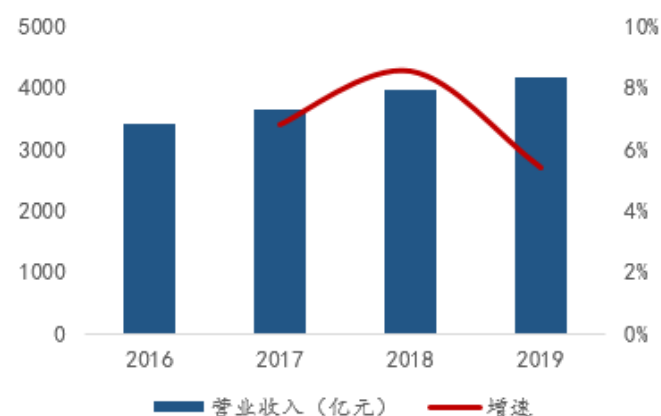
**上游材料类和电子类增长明显彰显行业高景气度：**从产业链分布来看，上游材料类收入和归母净利润分别增长 17.10% 和 48.51%，其中利润的增长较多来自于中航高科、光威复材和宝钛股份三家公司。上游电子类公司的收入和归母净利润分别增长 6.70% 和 30.99%，利润增速大幅高于收入增速主要是全信股份扭亏为盈的影响。上游零部件类收入和利润均出现下滑，主要是新研股份的影响，若剔除新研股份影响，零部件公司收入和利润分别增长 0.53% 和 8.29%。中游系统类公司收入和利润分别增长 8.24% 和 16.72%，毛利率、费用率和净利率分别提升 0.98 个百分点、0.69 个百分点和 0.28 个百分点，整体相对稳定增长。下游总装类公司收入和利润分别增长 3.56% 和 116.62%，利润增速较高主要是受到中船防务 2018 年亏损程度较大、\*ST 航通 2019 年亏损幅度缩减影响，若剔除中船防务和\*ST 航通的影响，下游总装类公司收入和利润分别增长 5.76% 和 -3.81%。综合来看，在剔除个别异常值公司的影响后，收入和利润增速方面上游材料类和上游电子类表现最好，其次是中游系统公司、上游零部件公司，总装类公司的利润出现了一定程度下滑，利润下降的总装公司集中在船舶、卫星、地面兵装等领域。**我们认为上游材料类和电子类公司因为大部分是军工全领域覆盖，在一定程度上可以反映整体行业发展趋势，其增长明显彰显行业高景气度。**

图表 1 军工行业 2019 年业绩保持较高速增长

分类	营业收入 增速	归母净利润 增速	毛利率	毛利率 变化幅度	合计 费用率	费用率 变化幅度	净利率	净利率 变化幅度
整体	5.42%	22.53%	18.09%	0.75%	12.43%	0.29%	4.65%	1.19%
细分行业	跨行业配套	6.59%	-18.53%	32.88%	2.61%	20.68%	1.20%	7.14%
	航空	10.59%	18.45%	16.20%	-0.12%	10.47%	-0.31%	4.98%
	航天	-10.50%	222.33%	21.53%	3.48%	16.34%	3.31%	3.15%
	兵器装备	4.57%	-7.44%	15.61%	-0.96%	9.84%	-0.25%	4.73%
	船舶	5.23%	189.70%	11.33%	0.17%	9.33%	-0.33%	3.33%
企业属性	国企	4.97%	41.68%	16.28%	0.56%	11.53%	0.15%	4.42%
	民企	10.48%	-34.11%	37.45%	1.81%	21.99%	1.30%	7.17%
产业链分布	上游材料类	17.10%	48.51%	32.39%	-0.26%	15.43%	0.08%	17.45%
	上游电子类	6.70%	30.99%	31.11%	2.16%	19.16%	1.29%	10.30%
	上游零部件类	-5.52%	-273.41%	27.42%	2.09%	19.29%	2.02%	-14.27%
	中游	8.24%	16.72%	25.35%	0.98%	16.85%	0.69%	7.05%
	下游总装	3.56%	116.62%	10.14%	0.04%	8.02%	-0.34%	2.38%

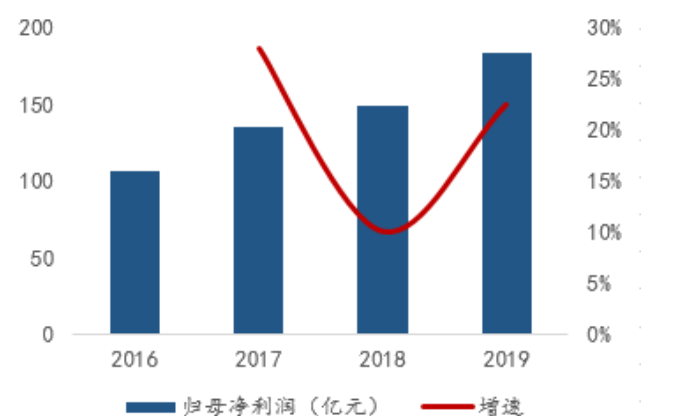
资料来源: wind, 华创证券

图表 2 军工板块收入保持稳健增长



资料来源: wind, 华创证券

图表 3 军工板块利润增长有所加快



资料来源: wind, 华创证券

一季度疫情对军工板块有一定的影响: 从 2020 年一季度报情况来看, 一季度板块整体收入 711.71 亿, 同比下降 4.38%, 但归母净利润大幅增长 84.72%, 主要是中船防务同比扭亏为盈的影响, 剔除中船防务的影响后, 军工板块整体一季度收入和归母净利润增速分别为-4.20%和-21.92%, 整体来看疫情对军工板块有一定影响, 但我们认为主要是复工以及原材料供应等供给端的影响, 需求端预计影响较小, 随着国内疫情的控制预计将逐步恢复, 全年来看有望继续保持增长趋势。

图表 4 军工行业 2020 年一季度业绩情况

分类		营业收入 增速	归母净利润 增速	毛利率	毛利率 变化幅度	合计费用率	费用率 变化幅度	净利率	净利率 变化幅度
整体		-4.38%	84.72%	17.96%	0.72%	14.11%	-0.05%	8.02%	3.78%
细分行业	跨行业配套	-12.03%	-25.68%	34.26%	2.57%	24.59%	2.06%	8.01%	-1.50%
	航空	-0.92%	91.83%	15.82%	0.45%	10.54%	-1.30%	5.31%	2.51%
	航天	-17.90%	-52.84%	22.92%	1.23%	19.00%	1.39%	2.70%	-1.00%
	兵器装备	-0.10%	-44.44%	13.73%	-3.43%	9.98%	-0.96%	2.98%	-2.54%
	船舶	0.67%	391.27%	10.52%	1.95%	11.79%	0.89%	13.88%	11.21%
企业属性	国企	-4.18%	136.66%	15.78%	0.53%	13.12%	-0.09%	7.47%	4.37%
	民企	-6.24%	-17.83%	38.88%	3.00%	23.66%	0.52%	13.28%	-1.61%
产业链分布	上游材料类	-21.34%	14.13%	33.05%	8.35%	17.46%	-1.22%	13.29%	6.33%
	上游电子类	-11.62%	-25.48%	31.89%	-0.20%	20.75%	1.52%	7.95%	-1.77%
	上游零部件类	-0.72%	212.16%	27.76%	3.61%	18.60%	-1.29%	6.26%	4.28%
	下游总装	9.60%	344.42%	10.14%	1.49%	8.39%	-0.81%	10.42%	7.93%
	中游	-19.66%	-52.94%	24.87%	1.99%	21.93%	3.49%	2.71%	-1.94%

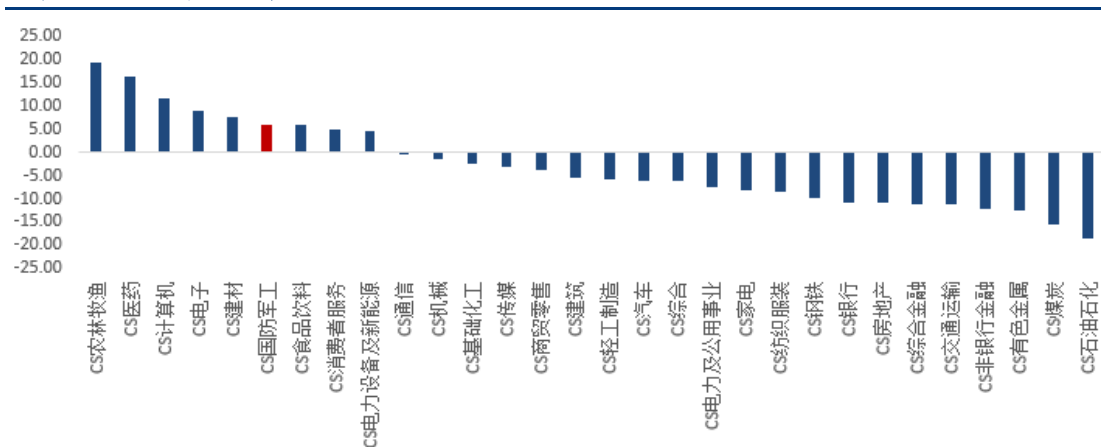
资料来源: wind, 华创证券

## 二、年初至今军工行情回顾：整体板块涨幅居前，航天板块涨幅最大

2020 年截至 4 月 30 日，中信军工板块上涨 5.98%，在所有 30 个板块涨跌幅中排名第 6 位，同期上证指数、深证成指、中小板指、创业板指、沪深 300 及中证 500 指数分别上涨-7.30%、0.78%、4.08%、12.91%、-5.77%和-0.23%，军工板块相对上证指数、深证成指、中小板指、沪深 300 和中证 500 指数均有相对超额收益，仅跑输创业板指。具体来看，年初至今最主要的一次行情是春节后整体市场反弹的 2 月 4 日至 3 月 5 日，一个月的时间军工板块上涨超过 20%，相对上证指数、沪深 300 等指数超额收益明显，我们判断一方面是受益于整体市场反弹的带动，另一方面 2 月至 3 月也存在美国禁运航空发动机、SpaceX 发射低轨卫星和国企改革等事件的催化影响。

从军工细分板块涨跌幅来看，航天、航空、地面兵装和船舶制造细分板块分别上涨 12.97%、3.53%、4.51%和-18.50%，其中航天板块涨幅最大，我们认为主要是在 SpaceX 的“星链”计划不断推进的催化下，卫星互联网相关公司涨幅较多的影响。

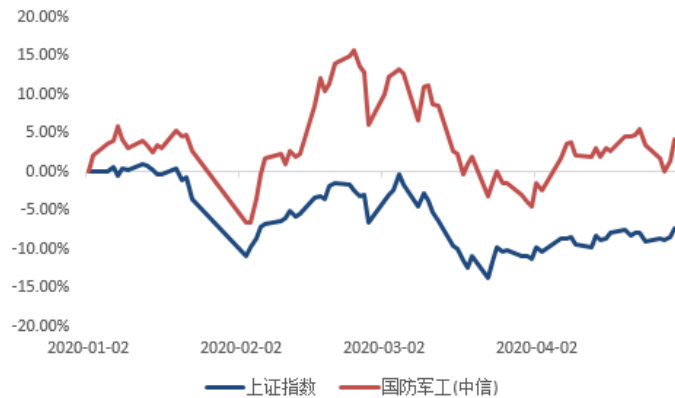
图表 5 2020 年至今中信 30 个行业涨跌幅



资料来源: wind, 华创证券

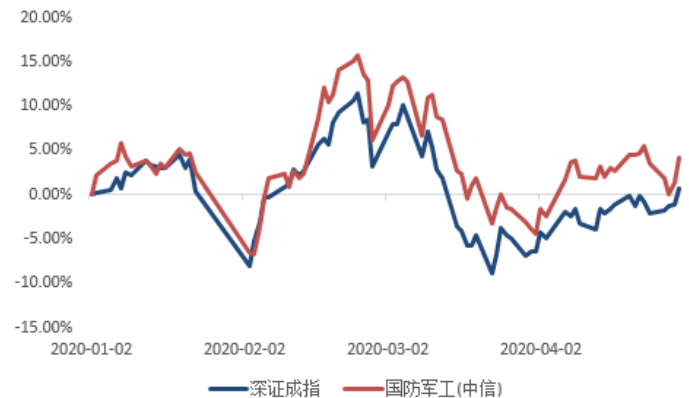


图表 6 2020 年至今上证指数及中信军工指数走势



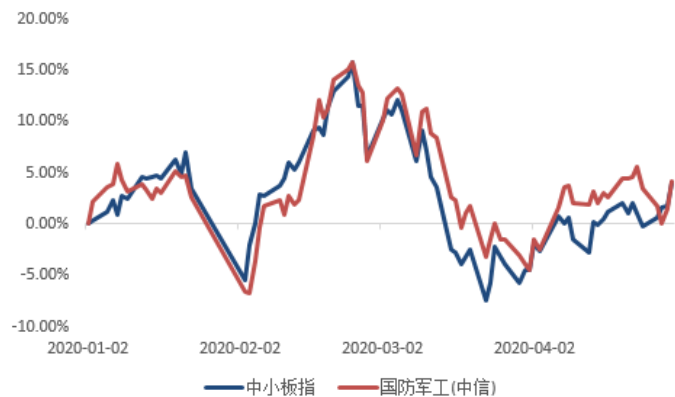
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 2020 年至今深证成指及中信军工指数走势



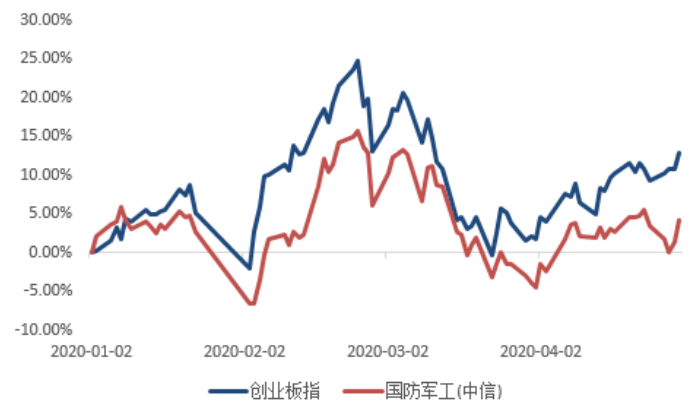
资料来源: wind, 华创证券

图表 8 2020 年至今中小板指及中信军工指数走势



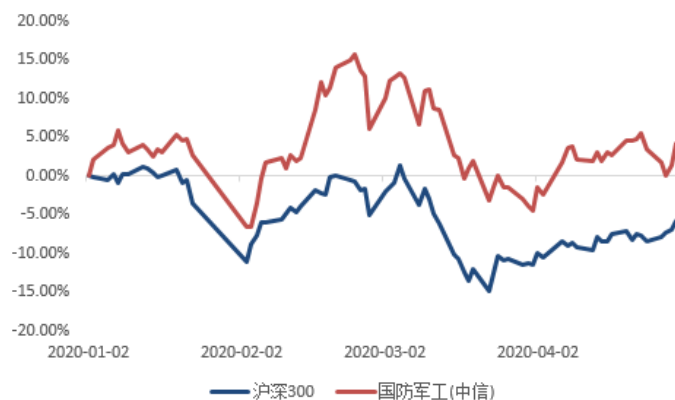
资料来源: wind, 华创证券

图表 9 2020 年至今创业板指及中信军工指数走势



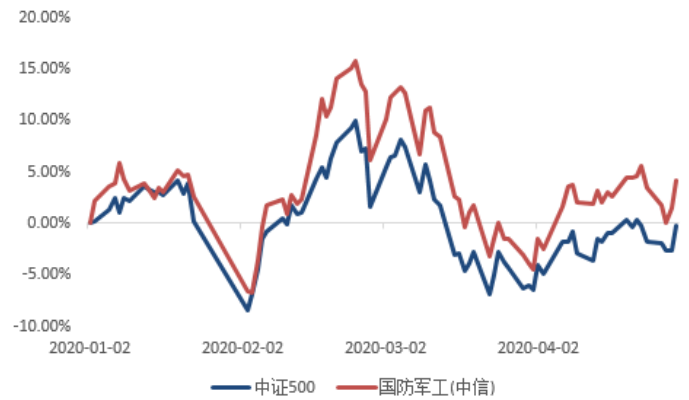
资料来源: wind, 华创证券

图表 10 2020 年至今沪深 300 及中信军工指数走势



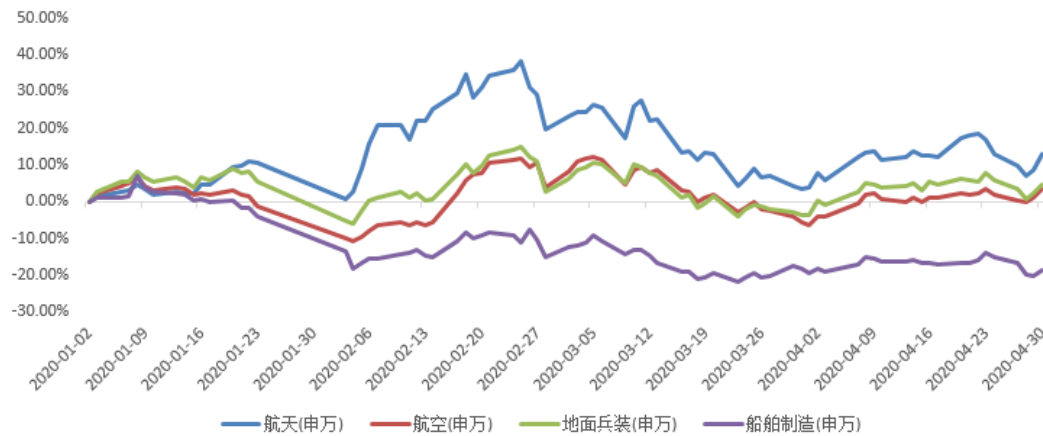
资料来源: wind, 华创证券

图表 11 2020 年至今中证 500 及中信军工指数走势



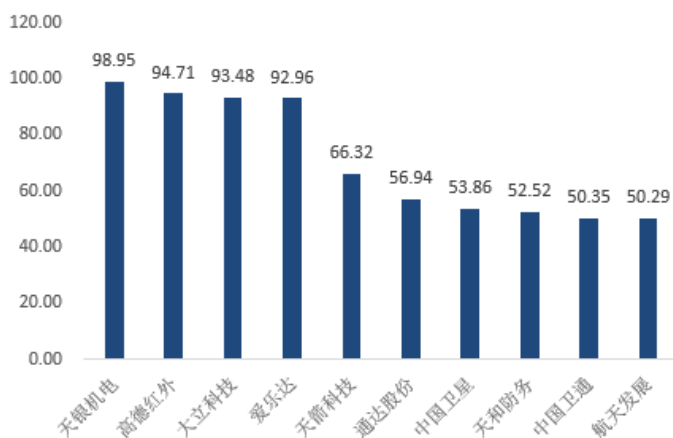
资料来源: wind, 华创证券

图表 12 2020 年至今申万军工细分行业走势



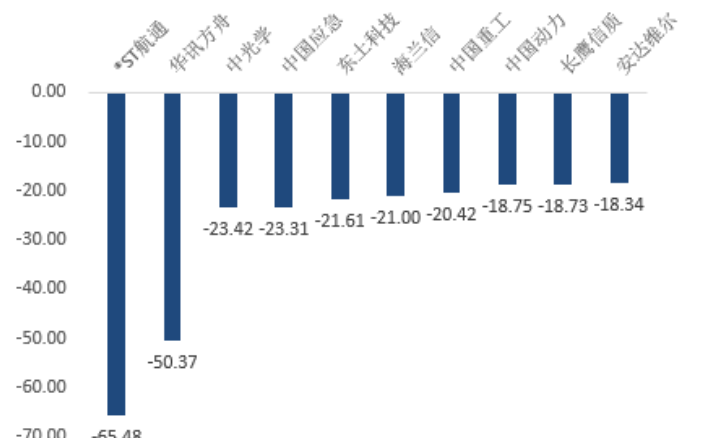
资料来源: wind, 华创证券

图表 13 2020 年至今涨幅前十个股



资料来源: wind, 华创证券

图表 14 2020 年至今跌幅前十个股



资料来源: wind, 华创证券

### 三、行业观点: 受疫情影响较小, 比较优势和配置价值凸显

(一) 基本面角度: 十三五收官之年需求预计保持稳定增长, 疫情冲击对军工板块全年影响有限

#### 1、十三五收官之年需求预计保持稳定增长

国防预算保持稳定增长, 预计未来仍将保持高于 GDP 的增长。我国国防预算 2015 年之前连续五年保持两位数增长, 随着 GDP 增速的下滑, 2016-2018 年国防预算增速分别为 7.6%、7.0% 和 8.1%, 增速换挡但仍保持稳定, 2019 年预算增长 7.5%, 总数达到 11900 亿元。2019 年 7 月 24 日, 国防部发布了《新时代的中国国防》白皮书, 首次将国防费用位居世界前列的国家进行国际比较, 并指出中国国防费用无论是占国内生产总值和国家财政支出的比重, 还是国民人均和军人人均数额, 都处于较低水平, 2017 年中国国防费用占国内生产总值的平均比重在国防费位居世界前列的国家中排在第六位, 是联合国安理会常任理事国中最低的。2018 年美国和俄罗斯军费分别占 GDP 的 3.16% 和

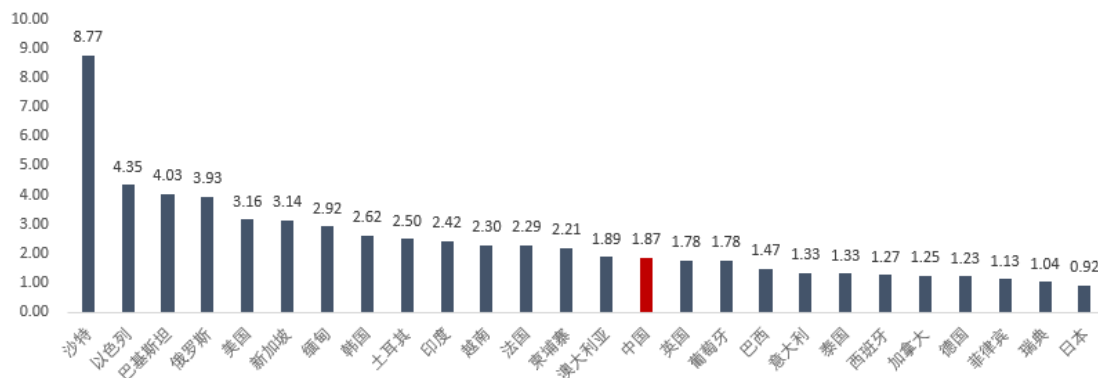
3.93%，而中国军费仅占 GDP 的 1.87%。因此我们预计未来军费增速仍将长期保持高于 GDP 的增速，未来有较大的增长空间。

图表 15 国防预算保持稳定增长



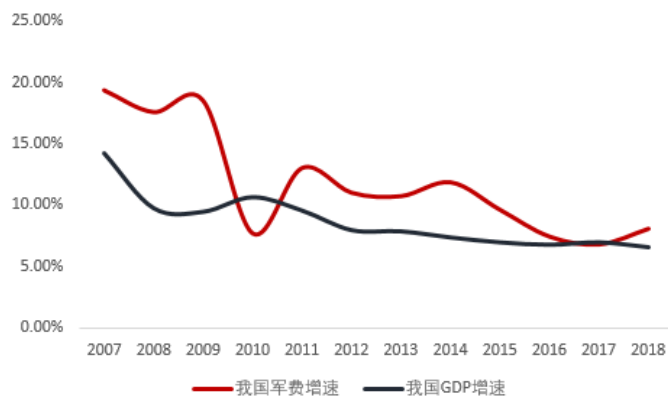
资料来源：国防部，wind，华创证券

图表 16 2018 年我国军费占 GDP 比重与世界主要国家比较 (单位：%)



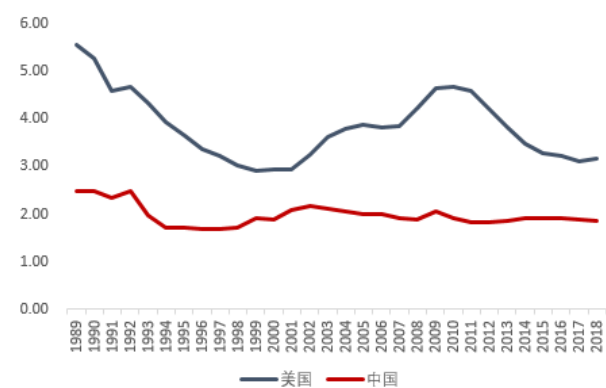
资料来源：wind，世界银行，华创证券

图表 17 国防预算保持稳定增长 (单位：%)



资料来源：wind，华创证券

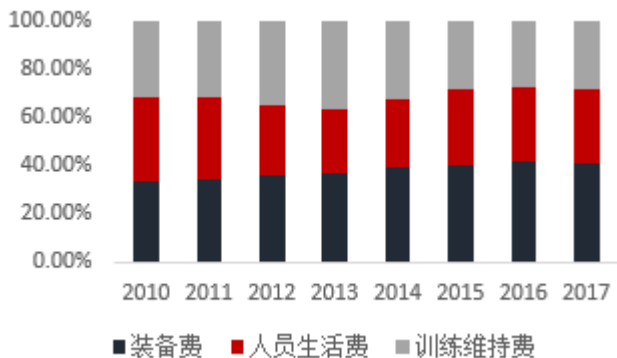
图表 18 中国、美国军费占 GDP 比重 (单位：%)



资料来源：wind，世界银行，华创证券

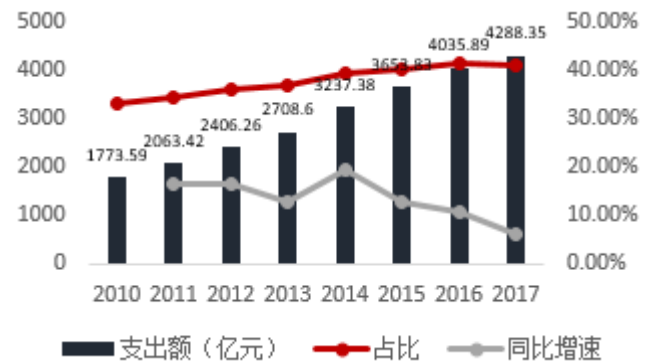
装备费占国防预算的比重提升，2010-2017 年装备投入复合增长率达到 13.44%。《新时代的中国国防》白皮书对近年来我国国防费用构成进行了披露，中国国防费按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成，其中装备费用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输、储存等。我国装备费占国防预算的比重已经从 2010 年的 32.2% 增长至 2017 年的 41.1%，装备投入复合增速达到 13.44%，表明随着军改推进，机关非战斗部队逐步精简，国防支出的重心向加大武器装备建设方向发展。但同时对比美国军费结构，我国军队装备建设还处于“补课”阶段，装备现代化水平仍需提高，空军、海军、信息化装备等细分行业增长或将更快。

图表 19 中国国防费用结构变化情况



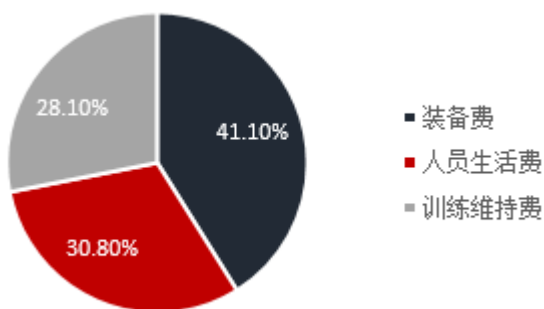
资料来源：国防部《新时代的中国国防》白皮书，华创证券

图表 20 中国国防装备费变化情况



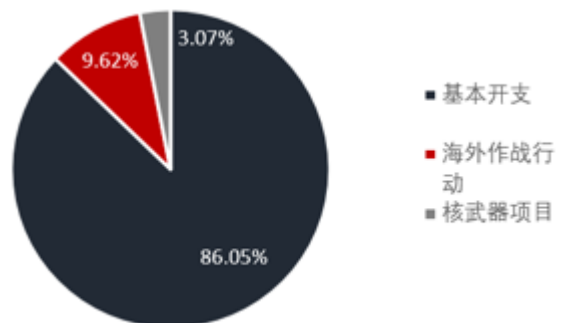
资料来源：国防部《新时代的中国国防》白皮书，华创证券

图表 21 2017 年装备费占比达到 41.1%



资料来源：国防部《新时代的中国国防》白皮书，华创证券

图表 22 美军 2019 财年国家安全预算 7160 亿美元



资料来源：美国 2019 财年国防授权法案，华创证券

图表 23 我国军费构成项目及具体用途

军费构成项目	具体用途
人员生活费	军官、文职干部、士兵、非现役人员，以及离退休干部工资、津贴、伙食、被装、保险、福利、抚恤等
武器装备费	用于部队训练、院校教育、工程设施建设及维护和日常消耗性支出
训练维持费	用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输和储存等

资料来源：国防部《新时代的中国国防》白皮书，华创证券

国防和军队建设临近关键节点，装备交付节奏有望加快。十九大报告中明确了我国新时代国防和军队建设的三个发展阶段和总体目标，其中第一个阶段就是确保 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。另外军队“十三五”建设进入收官之年，临近关键节点，我们认为交付节奏有望加快，近几年我国新装备不断涌现，新型直升机、战斗机、运输机等装备在阅兵、航展上均正式亮相，列装速度预计也将加快。



## 2、疫情冲击对军工板块全年影响有限，预计仍将保持增长趋势

我们认为疫情对军工行业影响有限，从供需两方面来看，需求端几乎没有影响，各大项目仍要求按计划交付，订单保持饱满，增长趋势明显，另外军工板块主要是国内需求，海外业务占比也不高，海外营收占比超过 10% 的仅有 16 家，大部分军工企业不存在海外业务收入；供给端，复工推迟大致 2-4 周，对一季度有一定的影响，但是军工行业一季度整体交付占比不高，后续通过加班等措施有望逐步恢复增长。因此我们预计军工板块整体业绩在二季度或开始逐季改善，全年来看有望保持增长趋势，确定性较高，比较优势有望逐步显现。

图表 24 2020 年一季度军工企业营业收入增速 (%)

证券简称	营收增速	证券简称	营收增速	证券简称	营收增速
大立科技	334.12	中航电测	0.64	雷科防务	-23.25
高德红外	154.79	七一二	-0.81	振华科技	-23.33
天和防务	72.99	中航电子	-2.62	中光学	-24.89
亚光科技	52.79	奥普光电	-4.99	中国重工	-25.67
爱乐达	39.79	晨曦航空	-5.39	利君股份	-26.45
苏试试验	37.09	上海瀚讯	-6.02	海兰信	-26.47
新研股份	36.51	四川九洲	-6.03	通达股份	-31.08
景嘉微	33.49	航发科技	-6.05	久之洋	-33.17
火炬电子	30.29	中国卫通	-7.54	振芯科技	-33.38
长城军工	26.85	中船防务	-9.73	菲利华	-38.40
航新科技	25.81	宝钛股份	-11.25	杰赛科技	-38.77
耐威科技	21.01	航天科技	-12.46	东土科技	-39.39
北方导航	20.94	天奥电子	-12.77	新兴装备	-44.21
航天晨光	18.99	中兵红箭	-13.85	新余国科	-44.74
鸿远电子	16.78	瑞特股份	-13.92	泰豪科技	-46.07
康拓红外	16.22	中航机电	-16.08	中国动力	-46.79
航发控制	15.55	中航光电	-16.52	光电股份	-47.53
航天电器	13.16	安达维尔	-16.53	国睿科技	-49.84
中航高科	12.78	中国卫星	-16.59	四创电子	-50.02
光威复材	12.31	长鹰信质	-17.87	洪都航空	-51.74
中航沈飞	12.11	中直股份	-18.24	中国海防	-52.08
内蒙一机	11.62	钢研高纳	-18.41	*ST 航通	-52.18
中航重机	10.68	中航科技	-19.41	航天长峰	-54.04
海格通信	4.07	天银机电	-19.45	中国应急	-60.39
中国船舶	3.71	航天电子	-21.37	中船科技	-65.71
航发动力	3.34	全信股份	-21.88	烽火电子	-65.79
航天发展	1.81	航天彩虹	-22.35	火箭科技	-95.01
中航飞机	1.33	宏达电子	-22.46	华讯方舟	-97.91

资料来源: wind, 华创证券

图表 25 2020 年一季度军工企业归母净利润增速 (%)

证券简称	归母净利润增速	证券简称	归母净利润增速	证券简称	归母净利润增速
高德红外	2,561.06	中航机电	7.03	全信股份	-53.74
航发动力	2,106.25	七一二	6.17	航天电子	-58.01
中船防务	1,644.38	振华科技	2.54	航天晨光	-59.95
大立科技	880.81	海格通信	1.36	中兵红箭	-72.50
中航电子	299.97	康拓红外	1.35	*ST 航通	-74.16
中航沈飞	201.57	火炬电子	-4.82	泰豪科技	-78.42
新研股份	77.90	四创电子	-6.00	中国重工	-80.77
洪都航空	73.81	航天电器	-6.13	久之洋	-84.16
通达股份	69.04	中国卫通	-9.90	航天长峰	-90.40
中航高科	62.68	钢研高纳	-10.40	中船科技	-92.84
宝钛股份	40.43	安达维尔	-11.53	华讯方舟	-95.90
振芯科技	36.45	鸿远电子	-13.85	新余国科	-98.86
航发控制	35.99	航天彩虹	-14.67	中国船舶	-99.84
中航重机	35.83	亚光科技	-23.32	国睿科技	-117.05
景嘉微	23.76	宏达电子	-25.26	中国动力	-119.22
航天发展	19.29	中国卫星	-26.83	火箭科技	-119.44
奥普光电	19.22	长鹰信质	-27.29	东土科技	-124.19
雷科防务	14.70	中航光电	-29.71	苏试试验	-134.20
中航科技	12.62	中直股份	-34.12	海兰信	-161.52
长城军工	12.57	利君股份	-34.81	烽火电子	-194.80
中航飞机	11.25	菲利华	-42.02	中光学	-213.83
爱乐达	10.78	上海瀚讯	-42.10	中国海防	-236.46
中航电测	10.25	瑞特股份	-42.13	杰赛科技	-275.48
天和防务	10.09	航发科技	-42.76	北方导航	-339.07
四川九洲	8.95	新兴装备	-43.69	晨曦航空	-370.83
光威复材	8.28	航新科技	-44.12	中国应急	-430.91
天奥电子	7.46	耐威科技	-44.46	光电股份	-553.85
内蒙一机	7.26	天银机电	-46.15	航天科技	-619.82

资料来源: wind, 华创证券

图表 26 军工企业国际业务占比

证券简称	2017	2018	2019	证券简称	2017	2018	2019	证券简称	2017	2018	2019
耐威科技	53%	56%	70%	光电股份	4%	2%	2%	中航沈飞	0%	0%	0%
中国船舶	70%	74%	50%	中航电子	1%	1%	1%	华讯方舟	0%	0%	0%
航发科技	56%	47%	43%	中航高科	0%	0%	1%	烽火电子	0%	0%	0%
光威复材	28%	39%	40%	中船科技	2%	1%	1%	爱乐达	0%	0%	0%
菲利华	29%	38%	35%	中直股份	0%	1%	1%	晨曦航空	0%	0%	0%
中国卫通	40%	37%	35%	振华科技	14%	13%	0%	景嘉微	0%	0%	0%
中国重工	1%	28%	31%	利君股份	4%	0%	0%	中国卫星	0%	0%	0%
航天彩虹	58%	40%	29%	安达维尔	0%	0%	0%	航天发展	0%	0%	0%
通达股份	5%	12%	24%	宏达电子	1%	0%	0%	航天电子	0%	0%	0%
中光学	46%	21%	23%	七一二	0%	0%	0%	北方导航	0%	0%	0%
中航电测	20%	21%	19%	*ST 航通	40%	69%	0%	长城军工	0%	0%	0%
宝钛股份	10%	14%	16%	航天科技	62%	63%	0%	新余国科	0%	0%	0%
长鹰信质	16%	17%	14%	航新科技	17%	54%	0%	振芯科技	0%	0%	0%
航发控制	10%	11%	12%	中国应急	20%	20%	0%	航天电器	0%	0%	0%
海兰信	13%	10%	12%	四川九洲	27%	19%	0%	四创电子	0%	0%	0%
洪都航空	10%	14%	11%	高德红外	11%	15%	0%	奥普光电	0%	0%	0%
天和防务	6%	16%	10%	航天晨光	6%	14%	0%	全信股份	0%	0%	0%
航发动力	11%	10%	10%	东土科技	10%	10%	0%	新研股份	0%	0%	0%
中航光电	8%	8%	8%	雷科防务	0%	10%	0%	天奥电子	0%	0%	0%
大立科技	10%	14%	7%	中航重机	3%	8%	0%	苏试试验	0%	0%	0%
内蒙一机	5%	3%	6%	中兵红箭	7%	7%	0%	海格通信	0%	0%	0%
中航机电	4%	3%	5%	杰赛科技	4%	3%	0%	中国海防	0%	0%	0%
天银机电	6%	5%	5%	亚光科技	4%	1%	0%	上海瀚讯	0%	0%	0%
中航飞机	9%	6%	5%	航天长峰	1%	0%	0%	康拓红外	0%	0%	0%
火炬电子	2%	4%	4%	久之洋	0%	0%	0%	鸿远电子	0%	0%	0%
中国动力	8%	4%	4%	瑞特股份	0%	0%	0%	新兴装备	0%	0%	0%
泰豪科技	23%	14%	3%	中船防务	31%	0%	0%	中简科技	0%	0%	0%
钢研高纳	0%	0%	3%	国睿科技	0%	0%	0%	火箭科技	0%	0%	0%

资料来源: wind, 华创证券

图表 27 军工企业近三年一季度收入占比情况

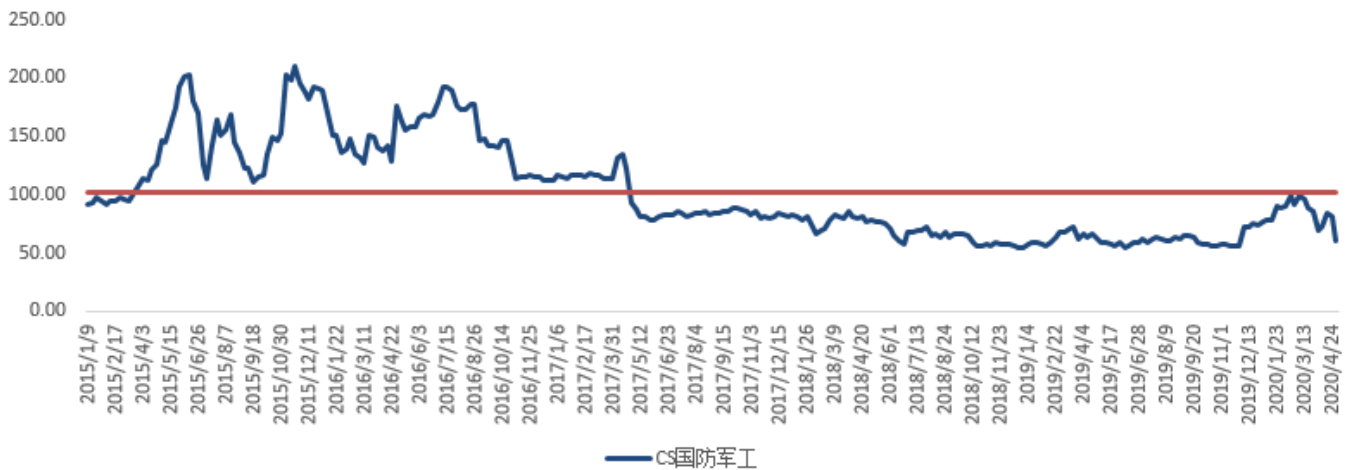
证券简称	2017	2018	2019	证券简称	2017	2018	2019	证券简称	2017	2018	2019
华讯方舟	16%	25%		海兰信	17%	20%	20%	航新科技	17%	10%	16%
振华科技	26%	28%	32%	中国船舶	25%	18%	20%	雷科防务	15%	13%	15%
通达股份	17%	15%	28%	航发控制	22%	20%	20%	中航电子	13%	12%	15%
新兴装备		23%	28%	奥普光电	23%	21%	20%	中直股份	17%	16%	15%
中航高科	24%	27%	28%	全信股份	21%	21%	20%	航发科技	18%	16%	14%
宝钛股份	19%	20%	27%	中兵红箭	13%	18%	20%	中国应急	16%	12%	13%
光威复材	22%	20%	25%	瑞特股份	26%	18%	20%	航发动力	12%	12%	13%
利君股份	26%	31%	25%	航天电子	19%	20%	20%	大立科技	16%	13%	13%
中国卫通			24%	航天电器	23%	17%	19%	内蒙一机	13%	13%	13%
天银机电	24%	25%	24%	爱乐达	13%	15%	19%	亚光科技	14%	15%	13%
中国动力	21%	17%	24%	天和防务	32%	14%	19%	航天晨光	16%	16%	13%
中简科技		14%	24%	航天发展	18%	15%	19%	烽火电子	11%	14%	13%
中航光电	22%	19%	24%	*ST 航通	33%	29%	19%	七一二	13%	13%	12%
泰豪科技	12%	16%	23%	中航飞机	10%	16%	19%	中船防务	18%	15%	11%
航天科技	24%	24%	23%	耐威科技	19%	20%	19%	安达维尔	13%	11%	11%
四川九洲	22%	19%	22%	久之洋	23%	17%	18%	高德红外	11%	14%	11%
菲利华	17%	18%	22%	新余国科	15%	19%	18%	晨曦航空	20%	10%	10%
鸿远电子		22%	22%	火炬电子	17%	19%	18%	航天长峰	10%	8%	10%
宏达电子	20%	22%	22%	杰赛科技	10%	16%	18%	光电股份	12%	22%	9%
振芯科技	23%	23%	21%	国睿科技	14%	17%	18%	长城军工		9%	9%
中航沈飞	1%	9%	21%	火箭科技			18%	四创电子	7%	6%	8%
中光学	23%	9%	21%	航天彩虹	23%	17%	17%	上海瀚讯	3%	4%	8%
中航电测	20%	22%	21%	景嘉微	16%	15%	17%	新研股份	5%	10%	7%
钢研高纳	23%	18%	21%	苏试试验	15%	18%	16%	北方导航	12%	9%	7%
中国卫星	15%	17%	21%	海格通信	22%	19%	16%	洪都航空	17%	10%	6%
中航机电	18%	17%	20%	东土重工	16%	18%	16%	康拓红外	13%	13%	6%
长鹰信质	21%	24%	20%	中国重工	27%	14%	16%	天奥电子		4%	5%
中航重机	23%	19%	20%	中船科技	15%	18%	16%	中国海防	22%	14%	1%

资料来源: wind, 华创证券

## （二）估值角度：估值水平处于历史底部区间

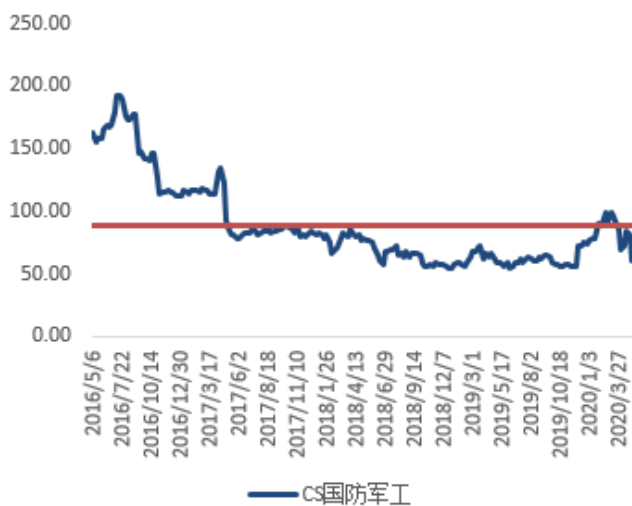
截至 2020 年 4 月 30 日，军工板块整体 PE 估值水平为 61.21 倍，低于 2015 年至今平均水平 102.02 倍；航空航天子板块 PE 估值水平为 68.76 倍，低于 2015 年至今平均水平 118.74 倍；兵器兵装子板块 PE 估值水平为 57.37 倍，低于 2015 年至今平均水平 178.48 倍。

图表 28 2015 年至今中信军工板块估值情况



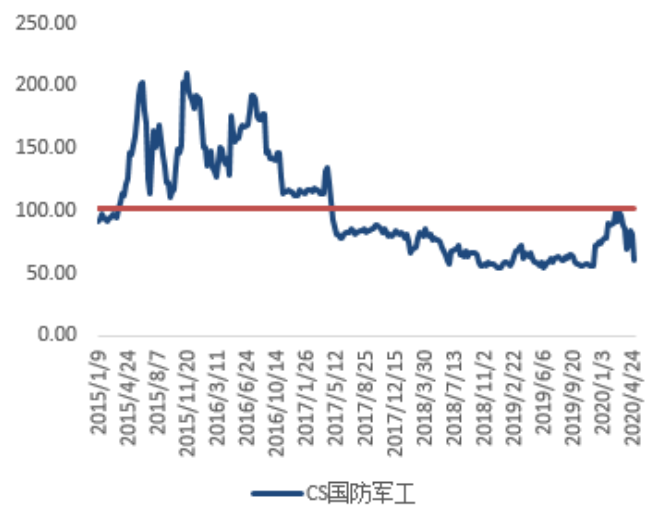
资料来源：wind，华创证券

图表 29 近四年中信军工板块估值情况



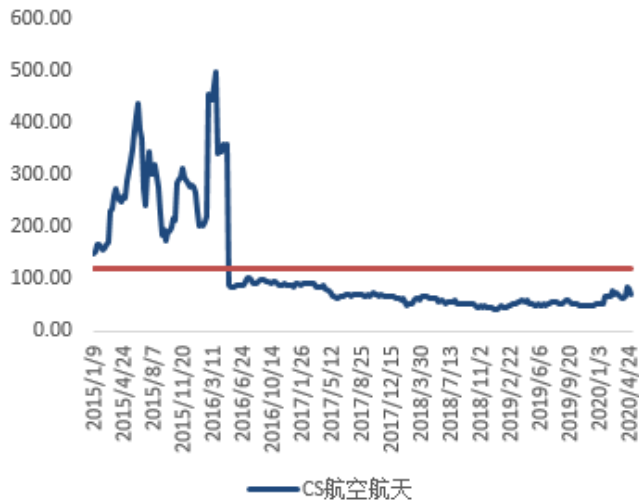
资料来源：wind，华创证券

图表 30 2015 年至今中信军工板块估值情况



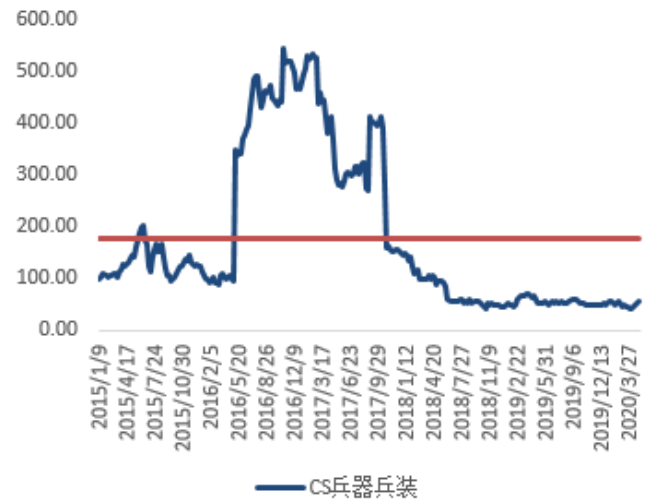
资料来源：wind，华创证券

图表 31 2015 年至今航空航天子板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

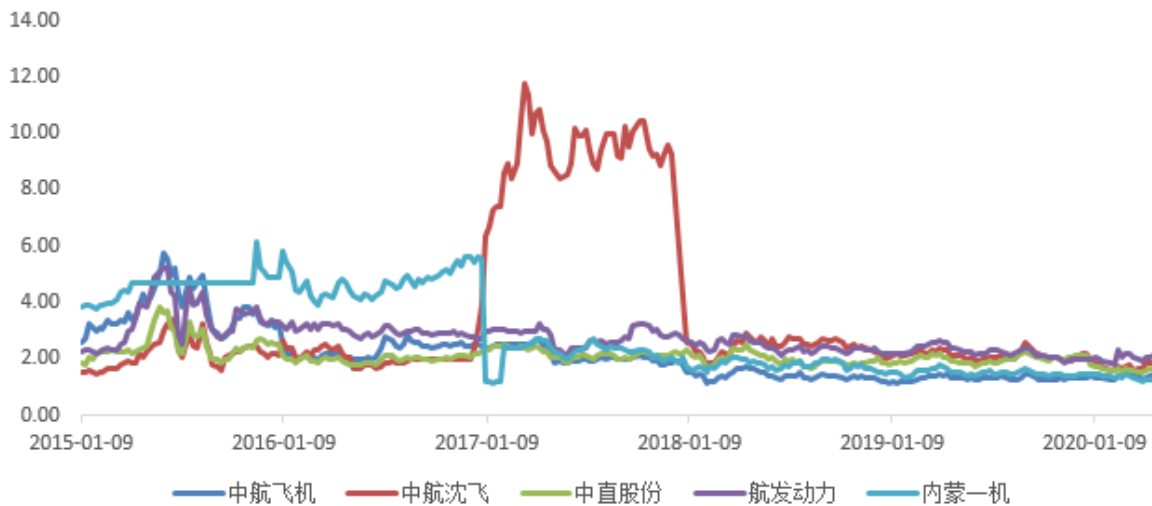
图表 32 2015 年至今兵器兵装子板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

截至 2020 年 4 月 30 日, 中航飞机、中航沈飞、中直股份、航发动力和内蒙一机等军工主机龙头的 PS 估值水平分别为 1.42 倍、1.97 倍、1.65 倍、2.21 倍和 1.28 倍; 中航光电、航天电器、中航电测、中航机电和航天电子等军工白马股的 PE 估值水平分别为 36.83 倍、28.53 倍、29.48 倍、31.06 倍和 38.69 倍。均处于历史估值底部区间。

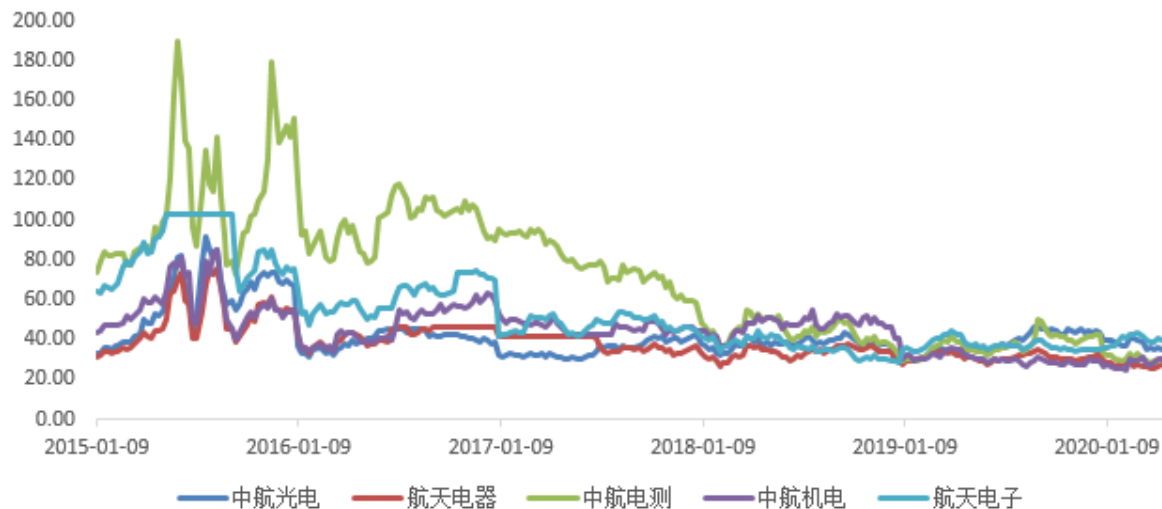
图表 33 军工龙头公司 2015 年至今 PS 估值情况



资料来源: wind, 华创证券



图表 34 军工白马公司 2015 年至今 PE 估值情况



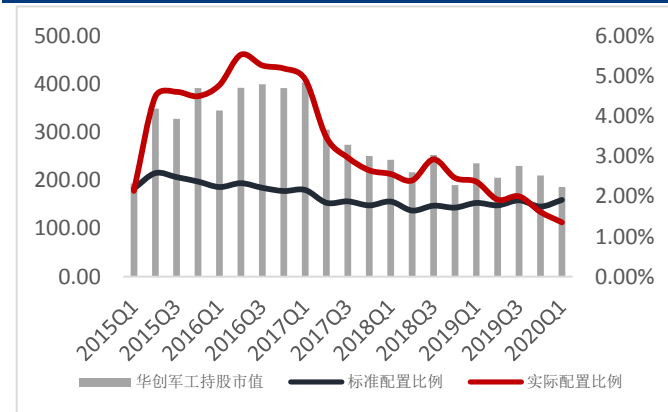
资料来源: wind, 华创证券

### (三) 持仓角度: 军工板块持仓比例进一步下降, 超配比例创 2015 年新低

近日, 公募基金已公布了 2020 年一季度重仓持股情况, 我们以重点关注的 84 只军工标的, 对公募基金的重仓持股情况进行了分析。(注: 本文数据以全部公募基金每季度公布的前十大重仓股持股数据为统计口径。)

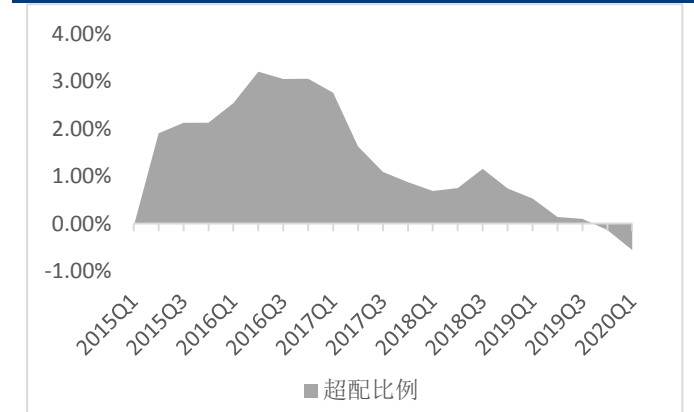
从 2020 年一季度公募基金重仓情况来看, 我们重点关注的 84 只军工标的的配置比例为 1.35%, 较 2019 年四季度末降低 0.26 个百分点; 整体低配 0.56 个百分点, 与 2019 年四季度末相比配置比例降低 0.43 个百分点, 超配比例创 2015 年以来新低。

图表 35 军工行业基金重仓持股情况



资料来源: wind, 华创证券

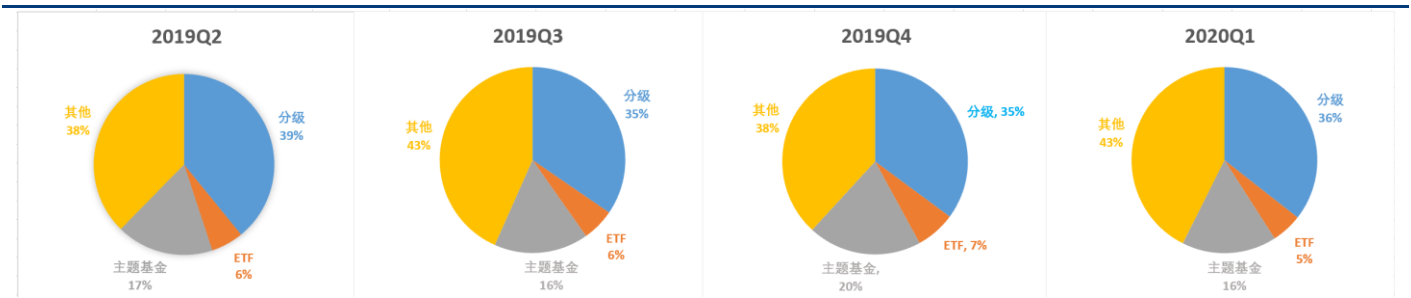
图表 36 军工行业超配水平



资料来源: wind, 华创证券

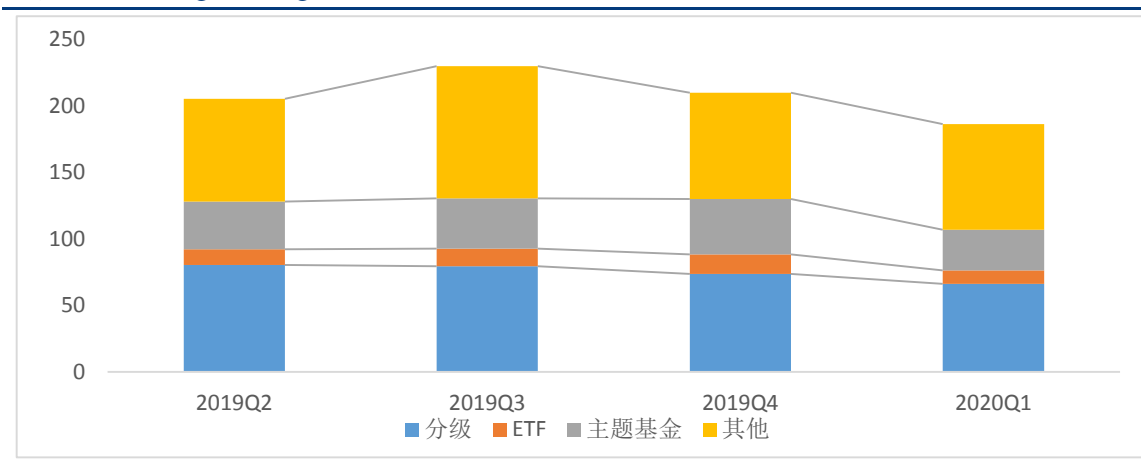
从不同类型基金持仓占比来看, 2020 年一季度军工分级基金重仓持股占比 36%, 环比增加 1 个百分点; 军工 ETF 占 5%, 环比下降 2 个百分点; 军工主题基金占 16%, 环比下降 4 个百分点; 其他各类型基金合计占 43%, 环比增加 5 个百分点。

图表 37 2019Q2-2020Q1 军工行业基金持仓分布



资料来源: wind, 华创证券

图表 38 2019Q2-2020Q1 军工行业基金持仓分布



资料来源: wind, 华创证券

**跨行业配套、航空和航天持股占比较大:** 细分行业来看, 兵器装备板块持仓占比 4.20%, 配置比例为 0.03%, 低配 0.05 个百分点, 配置比例与 2019 年四季度持平; 船舶板块持仓占比 5.33%, 配置比例为 0.04%, 低配 0.4 个百分点, 配置比例环比下降 0.05 个百分点; 航空板块持仓占比 34.23%, 配置比例为 0.24%, 低配 0.3 个百分点, 配置比例环比下降 0.14 个百分点; 航天板块持仓占比 19.25%, 配置比例为 0.13%, 低配 0.13 个百分点, 配置比例环比增加 0.09 个百分点; 跨行业配套持仓占比 37%, 配置比例为 0.26%, 低配 0.35 个百分点, 配置比例环比下降 0.03 个百分点。

从企业属性来看, 国企持仓占比 85.80%, 配置比例为 0.59%, 低配 0.89 个百分点, 配置比例环比下降 0.15 个百分点; 民企占比 14.2%, 配置比例为 0.10%, 低配 0.33 个百分点, 配置比例环比增加 0.02 个百分点。

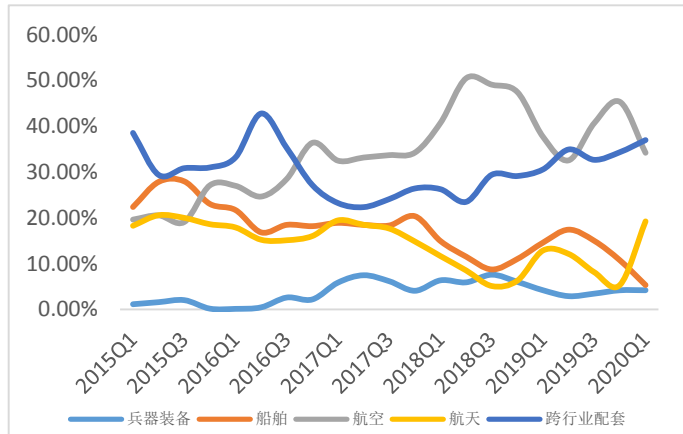
从产业链环节来看, 上游持仓占比 32.22%, 配置比例为 0.22%, 低配 0.19 个百分点, 配置比例与上个季度持平; 中游持仓占比 31.73%, 配置比例为 0.22%, 低配 0.57 个百分点, 配置比例环比增加 0.02 个百分点; 下游持仓占比 36.04%, 配置比例为 0.25%, 低配 0.46 个百分点, 配置比例环比减少 0.15 个百分点。

图表 39 2020Q1 军工细分板块基金重仓持股情况

分类	细分	2020Q1持仓占比	2020Q1配置比例	2020Q1超配比例 (pct)	配置比例环比变化 (pct)	超配比例环比变化 (pct)
细分行业	兵器装备	4.20%	0.03%	-0.05	-0.01	0.00
	船舶	5.33%	0.04%	-0.40	-0.05	-10.00
	航空	34.23%	0.24%	-0.30	-0.14	-14.00
	航天	19.25%	0.13%	-0.13	0.09	2.00
	跨行业配套	37.00%	0.26%	-0.35	-0.03	-8.00
企业属性	国企	85.80%	0.59%	-0.89	-0.15	-26.00
	民企	14.20%	0.10%	-0.33	0.02	-4.00
产业链环节	上游	32.22%	0.22%	-0.19	0.00	-1.00
	中游	31.73%	0.22%	-0.57	0.02	-7.00
	下游	36.04%	0.25%	-0.46	-0.15	-22.00

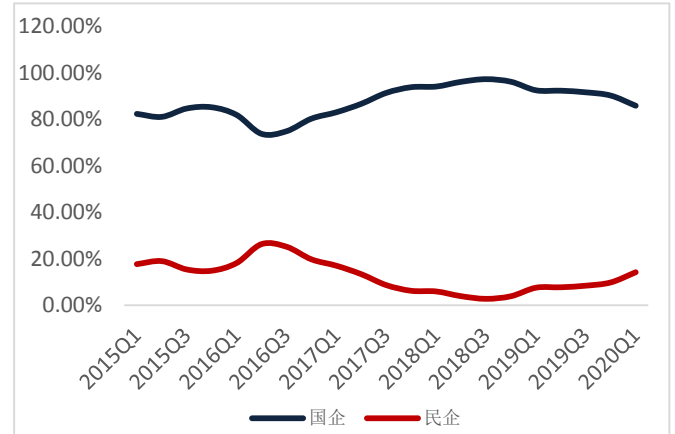
资料来源: wind, 华创证券

图表 40 细分行业持仓市值占比



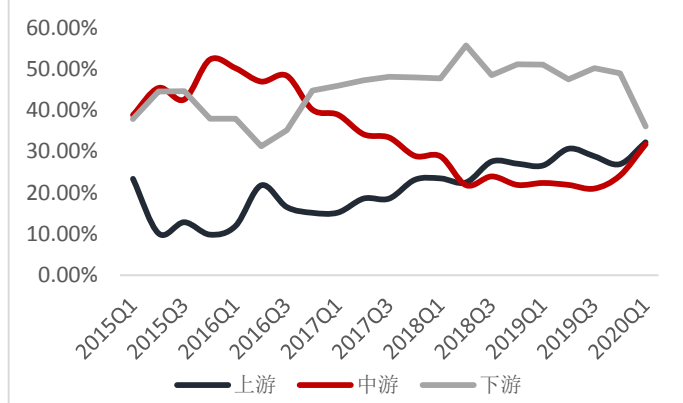
资料来源: wind, 华创证券

图表 41 国企和民企持仓市值占比



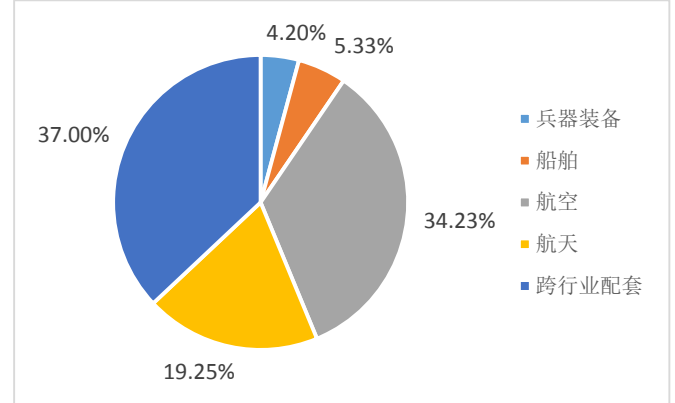
资料来源: wind, 华创证券

图表 42 产业链上中下游持仓市值占比



资料来源: wind, 华创证券

图表 43 2020Q1 军工细分行业持仓分布

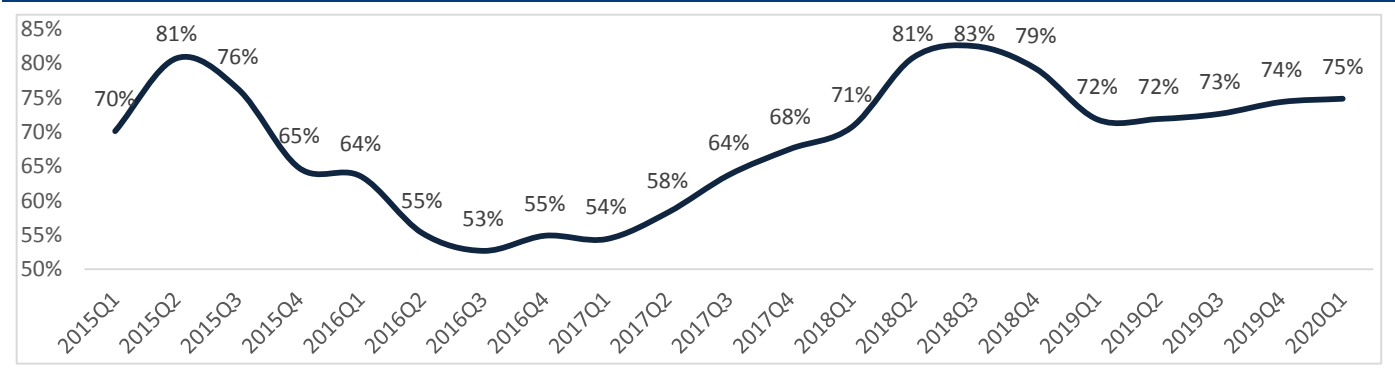


资料来源: wind, 华创证券

**持股集中度保持高位:** 一季度配置比例最高的前十大重仓股占基金重仓的比例为 75%，与 2019 年四季度相比提升 1

个百分点，持股集中度仍然处于较高水准。

图表 44 军工行业持股市值前十大占比



资料来源: wind, 华创证券

**十大重仓股新增光威复材、航天发展和中国卫星：**2020 年一季度公募基金持仓前十大个股为海格通信、中航光电、光威复材、航天发展、中航机电、航发动力、中航飞机、中国卫星、航天电子、中国重工。相比于 2019 年四季度，海格通信、中航光电、中航机电、航发动力、中航飞机、航天电子和中国重工 7 只个股较为稳定，新增光威复材、航天发展、中国卫星 3 只个股，减少中直股份、中航沈飞和内蒙一机。第一重仓股海格通信有 30 支基金重仓，环比减少了 3 支，重仓中航光电的基金减少了 13 支。重仓航天发展的基金增加了 41 支，重仓中航机电的基金增加了 18 支，重仓中国卫星的基金增加了 15 支。

从个股持股股数的增减变化来看，机构持股数量增加前五的个股分别为航天发展、中航机电、中国卫星、光威复材、新研股份，持股数量分别增加 10575.7834 万股、5428.7974 万股、2598.3921 万股、2168.0548 万股、1452.5883 万股，增加幅度为 848.25%、34.76%、209.93%、206.98%、100.00%；机构持股数量减少前五的个股分别为中国重工、中航沈飞、中航电子、中直股份、中航飞机，持股数量分别减少 11100.662 万股、4166.3381 万股、3366.2612 万股、3315.2295 万股、2582.73 万股，减少幅度为 36.35%、66.65%、72.08%、76.96%、21.75%。

图表 45 2020 年基金一季度军工行业重仓前十大个股（按配置比例）

公司	持有基金数	基金数变动	持股数(万股)	持股数变动	持股占流通股(%)	持股总市值(亿)	配置比例(%)
海格通信	30	3	15661.39	5.49%	7.36%	176660.45	0.07%
中航光电	39	-13	5032.35	-12.63%	4.73%	172106.52	0.06%
光威复材	29	7	3215.52	206.98%	9.97%	159120.23	0.06%
航天发展	50	41	11822.56	848.25%	9.81%	159013.43	0.06%
中航机电	36	18	21047.61	34.76%	5.83%	151753.28	0.06%
航发动力	34	6	7004.35	0.88%	3.60%	148492.31	0.06%
中航飞机	19	-3	9292.43	-21.75%	3.36%	147378.01	0.05%
中国卫星	18	15	3836.14	209.93%	3.24%	112092.04	0.04%
航天电子	17	5	13560.90	11.85%	5.61%	86382.96	0.03%
中国重工	15	-6	19441.13	-36.35%	1.06%	81847.15	0.03%

资料来源: wind, 华创证券



**图表 46 2020 年基金一季度军工行业增持前五个股（按持股数计算）**

公司	持有基金数	持股数(万股)	季报持仓变动(万股)	变动比例	持股占流通股(%)	持股总市值(亿)	配置比例(%)
航天发展	50	11822.5601	10575.7834	848.25%	9.81%	159013.4333	0.06%
中航机电	36	21047.6115	5428.7974	34.76%	5.83%	151753.2789	0.06%
中国卫星	18	3836.1409	2598.3921	209.93%	3.24%	112092.0371	0.04%
光威复材	29	3215.5181	2168.0548	206.98%	9.97%	159120.2322	0.06%
新研股份	2	1452.5883	1452.5883	100.00%	1.33%	5476.257891	0.00%

资料来源: wind, 华创证券

**图表 47 2020 年基金一季度军工行业减持前五个股（按持股数计算）**

公司	持有基金数	持股数(万股)	季报持仓变动(万股)	变动比例	持股占流通股(%)	持股总市值(亿)	配置比例(%)
中国重工	15	19441.1274	-11100.662	-36.35%	1.06%	81847.14635	0.03%
中航沈飞	32	2084.8992	-4166.3381	-66.65%	5.23%	59690.6641	0.02%
中航电子	6	1303.9144	-3366.2612	-72.08%	0.74%	16846.57405	0.01%
中直股份	34	992.2987	-3315.2295	-76.96%	1.68%	41269.70293	0.02%
中航飞机	19	9292.4344	-2582.73	-21.75%	3.36%	147378.0096	0.05%

资料来源: wind, 华创证券

#### （四）催化角度：外部紧张局势和国内改革深化或将催化军工行情

我们认为军工行业今年的催化或将来自两个方面，一个是外部紧张局势，另一个是国内改革深化。

##### 1、国际局势紧张、行业突发事件催化

2020 年以来，美伊冲突、航空发动机禁运、“星链”计划卫星发射均推动板块或相关个股出现上涨。1 月 3 日，美伊冲突发生之后，5 个交易日中信军工指数上涨 5.86%，期间沪深 300 指数下跌 0.96%，超额收益达到 6.82%。2 月 16 日，媒体报道美国政府考虑取消向中国出口航空发动机的许可，航发动力、航发科技、航发控制等航空发动机相关上市公司均出现明显上涨；2 月之后“星链”计划的快速推进，也带动国内卫星互联网相关公司出现上涨。

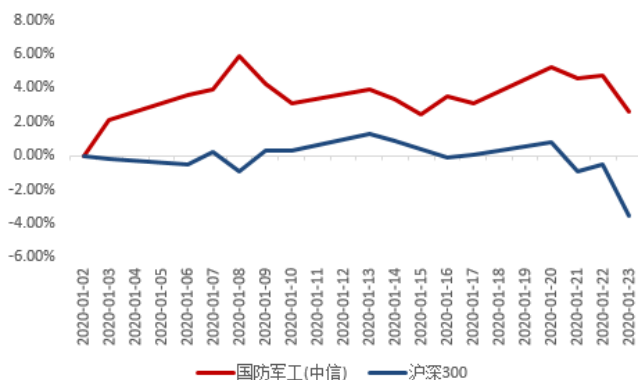
**图表 48 今年以来国际冲突和行业突发事件**

领域	时间	事件
冲突事件	2020 年 1 月 3 日	伊拉克巴格达机场遭美军空袭，三枚火箭弹在附近爆炸。伊朗军方高层苏莱曼尼在这场空袭中身亡。
	2020 年 1 月 5 日	伊朗宣布中止履行伊核协议。
	2020 年 1 月 8 日	伊朗伊斯兰革命卫队已向驻有美军的伊拉克阿萨德空军基地发射了“数十枚导弹”。
	2020 年 1 月 11 日	美国国务卿蓬佩奥和财政部长姆努钦召开记者会，宣布对伊朗实施新制裁。伊朗军方发表声明，承认此前的乌航客机是被伊朗意外地人为击中。
	2020 年 1 月 16 日	美国国会参议院民主党人已经获得来自跨党派的足够支持，最早可于下周表决通过一项决议，旨在限制总统宣战权，从而阻止美国对伊朗动武。
航空发动机	2020 年 2 月 16 日	美国政府正考虑取消 CFM（GE 子公司）向中国出口 LEAP-1C 发动机的许可。

领域	时间	事件
禁运事件	2020 年 2 月 18 日	特朗普发推特表示希望中国采购美国的航空发动机。
	2020 年 2 月 19 日	CNN 称 GE 将获得子公司 CFM 向中国供应 C919 所用 LEAP -1C 发动机的许可。
	2020 年 4 月 7 日	美国政府向 GE 发放许可证，允许向中国商飞 C919 型客机供应发动机。
卫星互联网	2020 年 1 月 6 日	“星链”计划第三批 60 颗卫星发射成功
	2020 年 1 月 29 日	“星链”计划第四批 60 颗卫星发射成功
	2020 年 2 月 7 日	SpaceX 计划剥离“星链”，对其寻求 IPO
	2020 年 2 月 15 日	“星链”计划第五批 60 颗卫星发射成功
	2020 年 3 月 9 日	我国在西昌卫星发射中心用长征三号乙运载火箭，成功发射北斗系统第 54 颗导航卫星。卫星顺利进入预定轨道，后续将进行变轨、在轨测试、试验评估，适时入网提供服务。
	2020 年 3 月 18 日	“星链”计划第六批 60 颗卫星发射成功
	2020 年 3 月 25 日	我国在西昌卫星发射中心用长征二号丙运载火箭，以“一箭三星”的方式成功将遥感三十号 06 组卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功
	2020 年 3 月 30 日	中国航天科技集团有限公司抓总研制的北斗三号 GEO-2 卫星成功进入预定工作轨道，卫星工作正常。后续，该卫星将经过全面测试和评估，接入北斗卫星导航系统
	2020 年 4 月 24 日	“星链”计划第七批 60 颗卫星发射成功

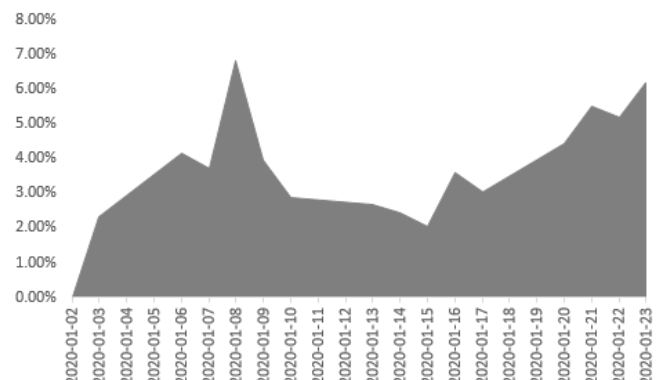
资料来源：CNN，华尔街日报，新华网，华创证券

图表 49 2020 年 1 月军工板块走势



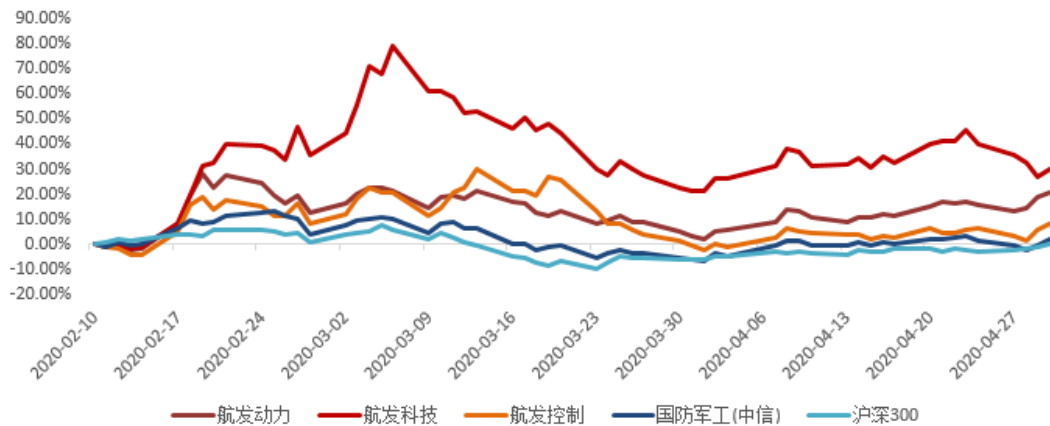
资料来源：wind，华创证券

图表 50 2020 年 1 月军工板块超额收益



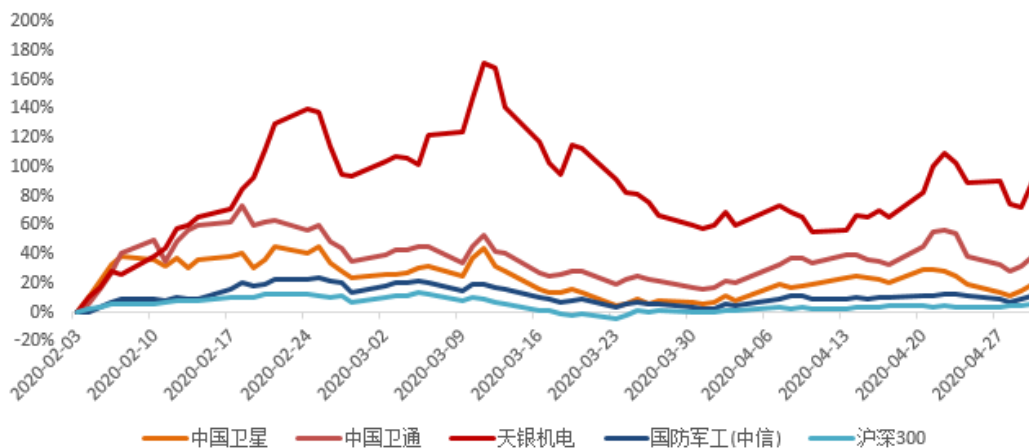
资料来源：wind，华创证券

图表 51 航空发动机上市公司禁运事件后走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 52 卫星互联网上市公司 2 月以来走势



资料来源: wind, 华创证券

## 2、疫情冲击，国内国外形势倒逼改革深化带来的催化

从 2019 年 12 月 19 日中央经济工作会议明确要指定实施国企改革三年行动方案，到 2019 年 24 日至 25 日国资委举行中央企业负责人会议，研究部署 2020 年重点任务，再到 2020 年 1 月 15 日国务院新闻办举行 2019 年央企经济运行情况新闻发布会，表示 2020 年将进一步推动央企的战略性重组，可以看到国企改革在 2020 年有望加速推进，截至 4 月 20 日，国企改革三年行动方案已经初步形成，将加快出台。叠加疫情的影响和冲击，国内国外形势发生较大的变化，我们认为将倒逼国内通过加速深化改革来释放发展潜力。

军工行业作为改革的重点领域，我们认为也将有所作为，包括资产证券化、定价机制改革、激励机制改革等将继续推进，且预计速度将不断加快，届时将对板块的行情形成一定催化，军工上市公司发展潜力也有望持续释放。

图表 53 2019 年底至今改革事项梳理

领域	时间	事件
国企改革	2019 年	中国电科在京正式启动科技创新资本运营专项行动计划工作，旨在进一步完善中国电科科技与产业

领域	时间	事件
	12 月 16 日	协同发展的生态，搭建专业板块上市公司平台，提升国有资本价值，提高集团资产证券化率，于明年年初推出十家左右拟培育上市企业纳入第一批科创资本计划名单。
	2019 年 12 月 17 日	召开专题会议，传达学习中央经济工作会议精神，围绕制订国企改革三年行动方案，听取国务院国企改革领导小组各成员单位关于国企改革下一步工作思路和建议。
	2019 年 12 月 24 日	国资委举行中央企业负责人会议，研究部署 2020 年重点任务。此次会议对于央企如何从“四面发力”转向“聚焦关键”给出清晰答案，要以发展先进制造业、振兴实体经济为重点，着力推动国有资本布局优化调整。
	2020 年 1 月 15 日	国务院新闻办举行 2019 年央企经济运行情况新闻发布会，表示 2020 年将进一步推动央企的战略性重组，同时要进一步加大力度，特别是在专业化重组上要下力量。
	2020 年 4 月 1 日	中国融通集团列入国务院国有资产监督管理委员会履行出资人职责企业名单。
	2020 年 4 月 20 日	国企改革三年行动方案已经初步形成，将加快出台。
	2020 年 4 月 21 日	航空工业第 9 次深化改革领导小组及办公室会议，审议并通过了集团公司 2020 年全面深化改革要点暨国有资本投资公司试点工作要点，听取了近期重点改革任务汇报。
定价机制改革	2020 年 3 月 22 日	空军颁发《空军装备价格管理暂行规定》，对科研概算价格、目标价格、最高限价标底、合同价格等各种形式的价格工作进行规范，明确职责分工、管理方法和操作程序。

资料来源：解放军报，国资委官网，华创证券

#### 四、投资策略：两方面挖掘投资机会

我们认为应该从两方面来挖掘投资机会，一方面是受疫情影响小、增长确定性较高、比较优势凸显、行业竞争格局稳定、估值较为合理的细分行业投资标的，另一方面是产业中长期发展趋势向好，战略意义重大的细分行业投资标的。

##### （一）受疫情影响小、增长确定性较高、比较优势凸显、行业竞争格局稳定的细分行业

在当前外部环境影响下，建议重点关注受疫情影响较小、受益于行业需求景气度有望保持、增长趋势较好、比较优势凸显、同时行业竞争格局稳定的细分行业，包括军工产业链上游的电子元器件领域、新材料领域、产业链中游的核心系统领域和产业链下游的总装领域。

**产业链上游的元器件公司：**航天电器、中航光电、宏达电子、火炬电子、振华科技、鸿远电子；

**产业链上游的新材料公司：**光威复材、中简科技、中航高科、菲利华；

**产业链中下游的核心系统公司：**中航机电、中航电测；

**产业链下游的总装公司：**航发动力、中航沈飞、中直股份、中航飞机、内蒙一机。

图表 54 受外部因素影响小、增长趋势较好的产业链环节及公司

产业链环节	细分行业	公司	核心产品
上游	电子元器件	航天电器	连接器
		中航光电	连接器
		宏达电子	电容器（钽电容、陶瓷电容）



产业链环节	细分行业	公司	核心产品
		火炬电子	电容器（陶瓷电容、钽电容）
		振华科技	各类电子元器件
		鸿远电子	电容器（陶瓷电容）
	新材料	光威复材	碳纤维
		中简科技	碳纤维
		中航高科	碳纤维复合材料
		菲利华	石英纤维
中下游	核心系统	中航机电	机电系统
		中航电测	配电系统和智能操控系统
下游	总装	航发动力	航空发动机
		中航沈飞	歼击机
		中直股份	直升机
		中航飞机	运输机
		内蒙一机	特种车辆

资料来源：wind，上述公司年报，华创证券

## （二）产业中长期发展趋势向好、战略意义重大的细分行业

### 1、航空发动机产业：禁运风波凸显航空发动机战略意义，产业投入有望加大

禁运风波虽然平息，但对航空发动机的重视程度有望加大。2020 年 2 月，部分美国媒体报道称，美国政府正考虑取消 CFM（GE 子公司）向中国出口 LEAP-1C 发动机的许可；而到 4 月 7 日时，美国政府向 GE 公司发放许可证，允许向中国商飞 C919 型客机供应发动机。禁运风波虽然最终平息，我国仍然可以继续获得美国供应的民航航空发动机，但此次事件无疑将使我国更加重视航空发动机领域的自主研发，坚定走独立发展的路线，相关领域的扶持和投入有望进一步加大。

图表 55 美国禁运航空发动机事件

时间	事件
2020 年 2 月 16 日	《华尔街日报》称美国政府正考虑取消 CFM（GE 子公司）向中国出口 LEAP-1C 发动机的许可。
2020 年 2 月 18 日	特朗普发推特表示希望中国采购美国的航空发动机。
2020 年 2 月 19 日	CNN 称 GE 将获得子公司 CFM 向中国供应 C919 所用 LEAP-1C 发动机的许可。
2020 年 4 月 7 日	美国政府向 GE 发放许可证，允许向中国商飞 C919 型客机供应发动机。

资料来源：新华网，华创证券

**航空发动机产业现状：整体来看航空发动机产业仍是我国航空工业的明显短板。**

**军工航空发动机产业：整体滞后于飞机的发展，部分仍依赖进口：**由于历史原因，我国军用航空发动机曾经主要以测绘仿制为主，对基础研究、正向设计等重视不够，缺乏技术积累，导致长期无法掌握航空发动机核心技术，因此整体滞后于飞机的发展，无法满足国内航空装备的需求，部分仍要依靠俄罗斯、乌克兰进口（据报道过去 10 年我国从俄罗斯分批进口了约 400 台 AL-31F 发动机）。

**民用航空发动机产业：起步较晚，目前没有成熟产品：**我国民用航空发动机产业从 2009 年中国航发商发成立算起，

仅仅发展了十余年，起步较晚，基础十分薄弱，目前还没有成熟的产品出现，长期以来只能作为二级供应商，处于产业链末端，技术水平和盈利能力都较低。已经交付使用的国产民机 ARJ21 和正在适航取证的 C919 均采用的国外航空发动机。

#### 航空发动机产业发展趋势逐步向好：

过去制约航空发动机产业发展的三个因素包括：（1）**对自主研发的重视程度不够**，历史上很长一段时间我国航空发动机主要以测绘仿制为主，对基础研究、正向设计等重视不够，缺乏技术积累，导致长期无法掌握航空发动机核心技术；（2）**依附于飞机的体制机制制约**：2016 年以前，我国航空发动机产业曾隶属于中航工业集团，相应的航空发动机的发展依附于飞机的发展，一方面航空发动机的研制周期比飞机研制周期要长，所以在此体制下，航空发动机的发展始终滞后于飞机的发展；另一方面飞机的研制如果出现问题，相应的航空发动机也会受到影响，从而影响技术的积累；（3）**资金投入不够**：大量的资金投入是航空发动机产业发展的必要条件，我国在该领域的资金投入则有所欠缺。

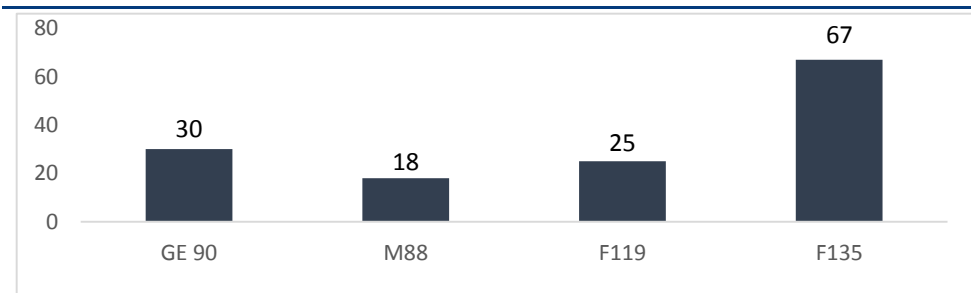
目前以上三个因素均有改善，发展趋势向好：（1）**更加重视自主研发**：目前航空发动机产业内部已经形成了自主研发的共识，对基础研究、正向设计、材料工艺、实验验证等重视程度不断提高，可以说航空发动机的发展已经走向正轨；（2）**依附于飞机的体制机制已经解决**：2016 年，随着中国航发集团的挂牌成立，航空发动机国家队正式组件亮相，航空发动机的地位得到显著提升，依附于飞机的发展体制随之解决，另外在央企不断整合的背景下，新航空发动机央企的成立，充分显示了国家对航空发动机行业的重视；（3）**重大专项解决资金问题**：2017 年 3 月，两机专项正式启动，随着千亿规模的航空发动机重大专项的逐步落地，可以说制约航空发动机发展的资金问题也基本得到了解决。

图表 56 美、英、法 2015 年度航空发动机产业研发经费及占 GDP 比重

	美国	法国	英国
航空发动机产业研发经费（亿美元）	90.60	19.50	17.32
占 GDP 比重	0.05%	0.08%	0.06%

资料来源：工信部赛迪研究院《装备工业研究》，华创证券

图表 57 部分型号航空发动机研制经费（单位：亿美元）



资料来源：工信部赛迪研究院《装备工业研究》，华创证券

#### 未来展望，军用航空发动机进入收获期，民用航空发动机任重道远

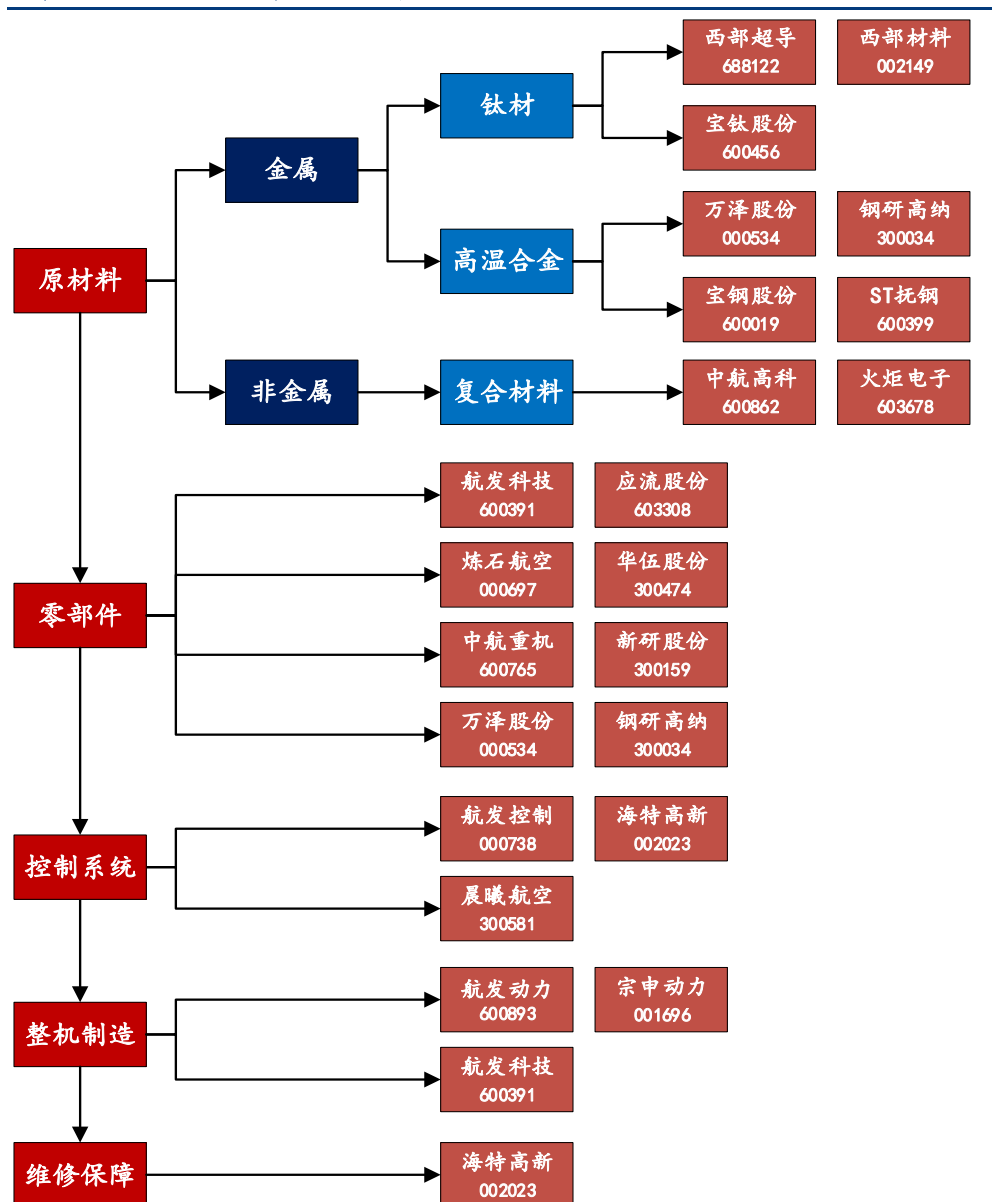
**军用航空发动机：逐渐摆脱进口依赖，补齐短板**：随着太行等重点型号航空发动机的逐渐批量交付，我国军用航空发动机的可靠性等问题逐步得到解决，目前已接近俄罗斯的发展水平，基本达到了“能用”的状态，逐步摆脱依赖进口的局面。随着制约行业发展的因素不断得到解决，军用航空发动机已经交付型号预计将稳步上量，在使用中不断提高技术水平，进入了正向反馈循环的健康发展状态；更多新型号也在不断加快研制进程，谱系不断完善和补全，生产一代、研制一代、预研一代、探索一代的格局正在形成。在可预见的将来，已批量交付的航空发动机预计将不

断增加供应能力从而稳步提高交付数量，也将会有越来越多的新型号定型开始实现批量交付，更高精尖更新一代的航空发动机也会在不断探索，从而彻底摆脱进口的依赖，补齐我国航空产业短板。

**民用航空发动机：正向研发起步，重视技术积累和基础研究，稳步推进：**随着 2009 年中国航发商发的成立，我国民用航空发动机产业开始起航，虽然起步较晚，技术积累薄弱，而且民机的经济性安全性等技术要求和适航体系等与军机相差也很远，但是应该看到民用航空发动机的发展也吸取了军机研制的很多经验，从一开始就从正向研发做起，更加重视技术积累和基础研究，在国家的大力支持下，正在一步一步向前迈进。

综合来看，我们认为随着中国航发成立、两级专项逐步落地、军用航空发动机日渐成熟、民用航空发动机稳步推进，国内航空发动机产业整体发展趋势向好，考虑到航空发动机的高技术含量、大资金投入及重要的战略意义，预计仍将由国有企业占据主导地位，因此我们建议重点关注航空发动机国家队航发动力、航发科技和航发控制；但是在上游原材料及零部件领域，越来越多民营企业凭借灵活的体制机制以及企业家精神也将发挥重要的作用，民参军企业建议重点关注火炬电子和应流股份。

图表 58 航空发动机产业链上市公司



资料来源：wind，上述各公司年报，华创证券

## 2、卫星互联网产业：外部“星链”倒逼，国内纳入新基建，卫星互联网迎来发展机遇

**“星链”计划快速推进，“倒逼”国内低轨卫星互联网产业发展。**2015 年，SpaceX 提出发射 1.2 万颗卫星覆盖全球的“星链”计划，旨在全球范围内提供低成本的互联网连接服务，并从 2020 年开始工作。2019 年起至今，SpaceX 开始利用猎鹰 9 号火箭将 7 批共计 420 颗卫星送至太空轨道。2020 年 4 月 24 日，第七批 60 颗卫星发射成功后，埃隆马斯克表示“星链”会在 3 个月内开启内测，6 个月内进行公测，会先从高纬度地区开始切入。SpaceX 在卫星领域的布局，使得卫星互联网的商业价值得到世界关注，引来全球大量企业加入卫星互联网的建设。

**国内进展较为缓慢：**2015 年，我国航天科技集团和航天科工集团分别推出低轨通信项目“鸿雁星座”和“虹云工程”。“鸿雁星座”由 300 颗低轨道小卫星及全球数据业务处理中心组成，具有全天候、全时段及在复杂地形条件下的实时双向通信能力，可为用户提供全球实时数据通信和综合信息服务。“虹云工程”计划发射 156 颗卫星，在距地面 1000 公里轨道上组网运行，构建星载宽带全球移动互联网，实现网络无差别的全球覆盖。两项工程均计划在 2020 年建成或投入应用，目前来看整体进展较为缓慢。

图表 59 “星链”计划推进进度

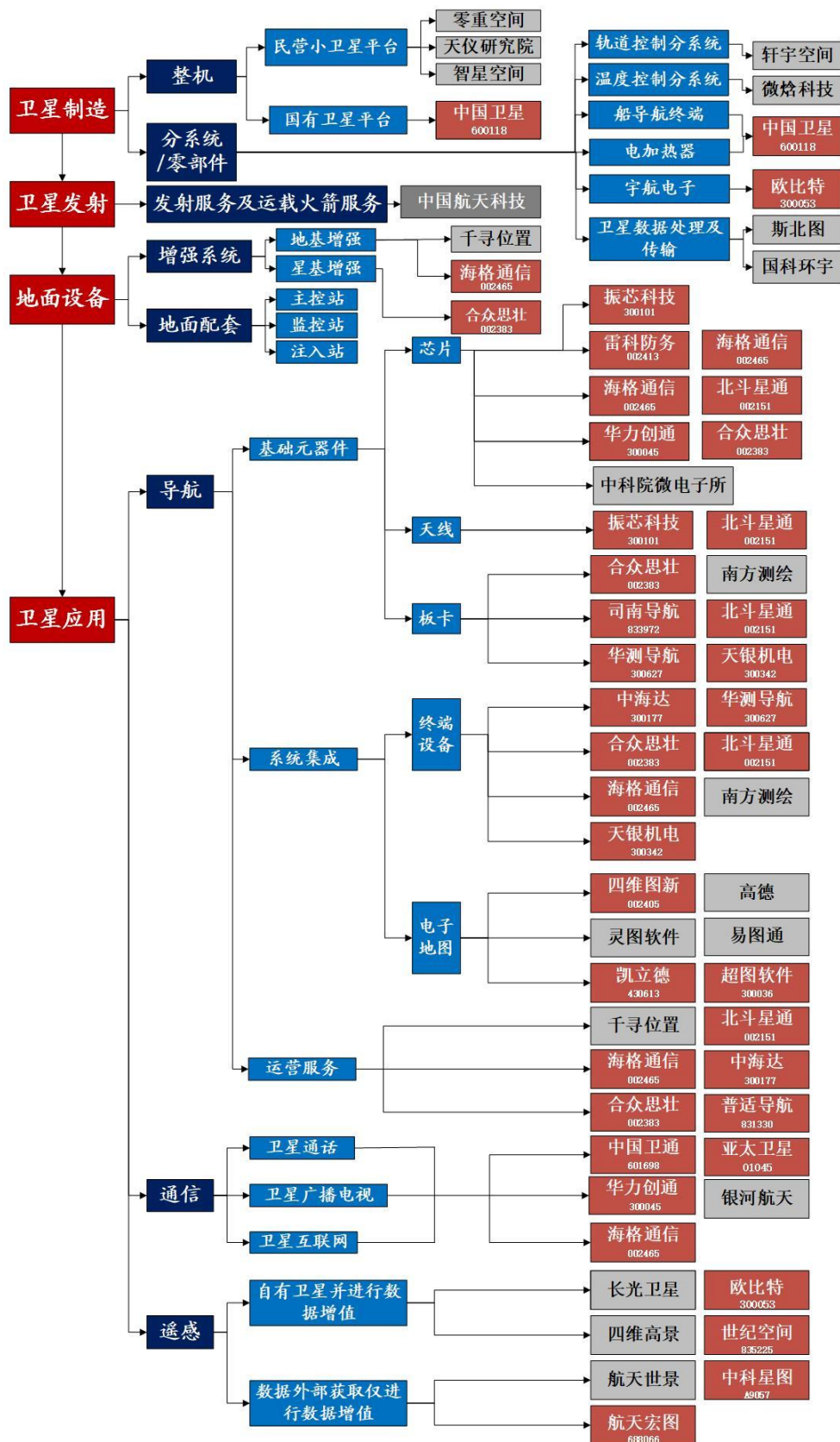
时间	事件
2015 年 1 月	SpaceX 宣布“星链”计划
2019 年 5 月 23 日	“星链”计划首批 60 颗卫星发射成功
2019 年 11 月 11 日	“星链”计划第二批 60 颗卫星发射成功
2020 年 1 月 6 日	“星链”计划第三批 60 颗卫星发射成功
2020 年 1 月 29 日	“星链”计划第四批 60 颗卫星发射成功
2020 年 2 月 7 日	SpaceX 计划剥离“星链”，对其寻求 IPO
2020 年 2 月 15 日	“星链”计划第五批 60 颗卫星发射成功
2020 年 3 月 18 日	“星链”计划第六批 60 颗卫星发射成功
2020 年 4 月 24 日	“星链”计划第七批 60 颗卫星发射成功

资料来源：新华网，华创证券

**卫星互联网纳入新基建，迎来重大发展机遇：**4 月 20 日国家发改委新闻发布会，官方首次明确“新基建”范围，包括信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施三个方面。其中信息基础设施包括以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等；卫星互联网首次被纳入通信网络基础设施大类，作为新基建首次得到官方口径确认。我们认为随着外部“星链”计划快速推进的倒逼和内部卫星互联网纳入“新基建”的催化，国内低轨卫星互联网建设迎来重大发展机遇，投入力度和速度或将大幅超出市场预期，包括卫星制造、火箭发射、地面设备以及卫星应用等领域有望明显受益，相关标的建议关注中国卫通、中国卫星、天银机电、振华科技、亚光电子、航天电器、鸿远电子等。



图表 60 卫星互联网产业链上市公司



资料来源: wind, 上述各公司年报, 华创证券



### （三）重点标的

#### 1、中航机电（002013.SZ）

公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台，承担航空机电产品的市场开拓、设计研发、生产制造、售后服务、维修保障的全价值链管理，为航空装备提供大专业配套系统产品，在国内航空机电领域处于主导地位。主要经营航空机电产业和基于航空核心技术发展的相关系统，目前产品谱系覆盖液压系统、燃油系统、航空电力系统、高升力系统、武器与悬挂发射产品与系统、汽车座椅系统、空调压缩机、高压氧舱、等静压机等航空机电相关领域。

随着航空装备的加速列装以及航空机电系统在整机价值占比的提高，公司内生增长较为确定。另外公司作为航空工业集团机电系统的专业化整合平台，近几年不断推进专业化整合和资本化运作，先后收购整合了贵州风雷、贵州枫阳、新航工业和宜宾三江等企业，持续的收购推进了公司航空机电全科目的平台地位，体系内尚有武汉仪表、609 和 610 等优质企事业资产，2019 年处置贵阳航空电机 100% 股权，收购南京航健 70% 的股权，注资宏光装备享有 36.55% 的股权，未来进一步的整合可以预期。同时公司内部通过设立专业化事业部，整合了内部零散体系，实现科研生产合力，提高了资源使用效率，推动公司高效运营。

#### 2、航发动力（600893.SH）

公司是国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业，是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一，是我国航空发动机产业的龙头，几乎覆盖我国航空发动机全部型谱，是多个机型发动机国内唯一供应商。

公司未来的业务发展趋势较好，一方面来自航空装备的加速列装，另一方面随着技术积累，产品可靠性提高，国产化替代有望加速推进。另外随着航空发动机保有量的加大和训练任务的增多，公司维修业务预计增速较快，而随着维修能力的逐步建设，维修经验不断积累，成本会有所下降，盈利能力会逐渐提高。

航发集团的成立和重大专项的落地实施，将为公司在体制机制改革和资金保障方面提供强有力支持，通过型号研制、关键技术攻关以及基础技术研究等，加强创新能力，孵化新产品从而提升企业价值。另外充足的资金投入将减轻公司的贷款压力，减少财务费用，改善公司业绩。

#### 3、中航沈飞（600760.SH）

公司 2016 年通过重大资产重组实现了沈飞集团的整体注入。沈飞集团是我国最核心的军品资产之一，被誉为“中国重型歼击机摇篮”，是中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地。主营业务包括军品、航空民品转包业务和非航空产品三大类。在军品方面，目前沈飞主要生产的型号是第三代重型歼击机歼-11、双发重型舰载歼击机“飞鲨”和重型多用途歼击机歼-16、以及在研的第四代双发中型隐身歼击机 FC-31，均是目前我国的主力战机。

预计未来十年我军战斗机新增和替换需求将达到 1000 架左右，公司发展有望充分受益。2018 年中国战斗机总量为 1624 架，其中二代战机占比达到 46%，而美国战斗机总量为中国的 1.7 倍，且全部为三代机及四代机，对我国存在巨大优势。同时中国战斗机序列中可对地对海攻击的多功能战斗机、航母舰载机等机型占比较低。未来 10 年，我军战斗机的新增和替换需求将在 1000 架左右，沈飞作为承载我国战斗机发展任务的重要平台，有望充分受益于我国战斗机发展的历史机遇。军品定价机制改革正在逐步落地，或将不断重塑军品采购制度体系，提高采购效率，公司作为主机厂公司在产业链上的话语权将不断扩大。另外，公司 2018 年推出了有效期 10 年的长期股权激励计划并实施了第一期激励计划。未来在定价机制改革和股权激励的内外双重推动下，公司发展潜力有望得到释放。

#### 4、航天电器（002025.SZ）

公司是中国航天科工集团旗下的上市公司，主要产品包括高端连接器、继电器、微特电机、光电、线缆组件等，广泛应用于航空、航天、船舶、兵器、核能、电子、通讯、医疗、轨道交通、以及新能源汽车等各个领域。近年来，先后承担了载人航天、探月、北斗、大飞机和高分辨率对地观测系统等国家重大工程和重大专项配套产品研制生产任务，是国内军工及高端电子元器件龙头企业。

公司业务中 70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等军工领域，基本实现了军工领域的全覆盖。国防军费的稳定增长、军费结构不断优化、装备信息化水平的提升、元器件国产化替代、航天领域大发展等五重因素，使得公司军工元器件需求保持旺盛；而公司背靠航天科工集团，在军工领域深耕多年，铸就了较高的技术壁垒，拥有稳定而广泛的客户资源，在行业需求持续向上的背景下，公司军品业务有望保持高景气度发展。连接器、电机以及光模块等元器件产品具有通用性强的特点，在通讯、新能源等领域市场更为广阔。公司依托在航天领域的技术积累，在通讯等民用领域取得了显著拓展，未来在新能源汽车连接器、微特电机以及光模块领域拓展潜力巨大，值得期待。2019 年公司顺利完成长征五号遥三、北斗等国家重大工程研制配套任务，在年度中国电子元件百强中排名第 24 位。

公司平台地位明确，是航天科工十院下属唯一上市公司。航天科工十院目前辖有 17 个企业（含 1 个上市公司）、6 个事业单位，公司作为十院下属唯一上市公司，未来资产整合仍可预期。此外，航天科工集团 2019 年表示要完善利益传导机制，完善基于实际绩效的激励机制，积极推进实施股权激励等中长期激励措施，加快推进“薪酬+股权分红”多元化收入分配体系建设。公司未来如果可以推出股权激励、员工持股等激励措施，有望激发员工工作潜力，进而提高公司的经营水平和盈利能力。

#### 5、中航电测（300114.SZ）

公司是航空工业下属唯一创业板上市公司，按照业务属性划分为航空和军工、应变电测与控制、智能交通、新型测控器件四大业务板块，业务和产品主要涉及飞机测控产品和配电系统、电阻应变计、应变式传感器、称重仪表和软件、机动车检测系统、驾驶员智能化培训及考试系统、精密测控器件等多个方向及领域。

航空装备列装加速拉动公司航空军品需求，配套机型扩展打开公司成长空间：公司航空军工业务包括配电管理系统、测控设备及传感器仪表等，广泛应用于各类航空装备。当前我国航空装备相比欧美仍有较大差距，未来受益于军费增长、军费结构向武器装备倾斜，航空装备有望加速列装。一方面公司不断丰富产品类型，一方面拓展应用领域，从运输机和直升机拓宽至教练机和固定翼飞机，公司航空军品业务成长空间进一步打开。

应变电测与控制传统业务保持平稳，新领域拓展渐入佳境：公司在应变电测领域耕耘 40 余年，技术实力国内领先，产品包括应变计、应变式传感器和称重仪表。在传统领域业务保持平稳的背景下，公司不断拓展在消费电子、健康医疗等领域的应用，特别是消费电子领域，公司经过多年的技术积累和配套试用，最终定型取得批量订单，相关收入从 2016 年的 0.40 亿快速增长到 2018 年的 1.04 亿，成为公司新的业绩增长点。

智能交通业务受益于机动车检测行业爆发，智能驾考驾培系统前景广阔：环保标准升级、机动车保有量及驾驶员人数增多拉动在用车检测需求，机动车检测设备迎来爆发式增长，未来三年机动车检测站设备新增及更新需求预计在 100 亿以上。公司全资子公司石家庄华燕在机动车检测行业处于龙头地位，有望充分受益。

积极推行股权激励，助力公司长远发展：部分子公司的核心人员和业务骨干已经通过不同途径获得了公司股权。目前公司继续研究推出更多有效的员工激励方式。2019 年 5 月 7 日通过了回购公司股票的方案，回购的股份将用于员工持股计划或股权激励，预期将会充分调动公司高级管理人员、核心骨干人员的积极性，助力公司的长远发展。

## 6、中航光电（002179.SZ）

公司主要产品包括电连接器、光电设备及光器件、线缆组件等产品，是国内连接器行业龙头企业，目前自主研发各类连接产品 300 多个系列、25 万多个品种，截止 2019 年底累计获得授权专利 2900 余项，制修订行业标准 380 多项，并在 2019 中国电子元件百强企业排名第 14 位。2019 年新申请专利 311 项，其中发明专利 220 项。公司上市以来盈利稳定增长，过去十年营收 CAGR 达到 22.47%，归母净利 CARG 达到 24.60%。

公司以军品业务为根基，未来几年增长确定性较高。根据《新时代的中国国防》，到 2020 年我军将基本实现机械化，信息化建设取得重大进展。公司军品业务占比约为 55%，产品广泛应用于航空、航天、兵器、船舶等各类装备中。军队信息化程度提高加之军改影响基本消除，公司军品业务也料将走上快车道。

公司积极拓展民品业务，着力发展通信及新能源汽车业务。公司近年来投入的研发费用稳定占到营收的 8% 左右，叠加在军工领域的技术积淀，已经在高端民用连接器市场上占有一席之地。在通信领域，公司与华为、中兴康讯、诺基亚等厂家深入合作，并荣获华为“金牌供应商”称号；在新能源汽车领域，公司的主要客户包括比亚迪、宇通等国内新能源汽车厂家，并向合资、外资车企扩展。随着 5G 大规模商用渐行渐近以及各国纷纷推出传统燃油车禁售时间表，公司的民品业务有望迅速扩张。

## 7、宏达电子（300726.SZ）

公司主要从事军用钽电解电容器的研发、生产、销售，近年来业务范围也扩展到了陶瓷电容器、微波组件等其它军用电子元器件。公司现有五条国内先进的钽电容器生产线，拥有高能钽混合电容器、高分子钽电容器等军用电容器的核心技术与专利，是国内军用钽电容器生产领域的重要企业。下游客户覆盖航天、航空、兵器、船舶、电子等领域；产品广泛应用于航天、航空、舰艇、导弹、雷达、兵器、电子对抗等航天工程、军事工程和武器装备上，具有较强行业竞争力。

品类扩张叠加领域拓展，从钽电容龙头向多领域多品种电子元器件集团迈进。公司一方面作为国内高可靠性领域钽电容龙头，受益于装备的加速列装以及信息化水平的提高，预计将保持稳定高速增长；另一方面，公司不断推进品类扩张和应用领域拓展，品类扩张方面，陶瓷电容、微电路模块等新品实现高速增长贡献明显业绩增量，未来包括薄膜电容器、高分子片式铝电容器、超级电容器、电感器、电阻、微波器件组件、环形器与隔离器、电源模块、I/F 转换器、电源管理芯片、LTCC 滤波器等品类有望多点开花；应用领域方面，逐步从高可靠性领域向民用领域拓展也可预期，单层瓷介电容器与薄膜电路、环形器与隔离器等已经切入民用通信领域，未来随着国产化的推进，有望进一步打开成长空间。

## 8、火炬电子（603678.SH）

火炬电子为我国军民用高端陶瓷电容器领先企业，特种陶瓷材料生产的龙头企业。其传统电容器业务分为自产业务与代理业务，自产业务主要应用于军工与高端民用领域，代理业务主要应用于普通民用市场。2013 年起公司布局特种陶瓷材料，目前技术工艺处于国内领先水平。

公司在军用陶瓷电容器领域深耕多年，拥有广泛的客户资源优势和技术壁垒，未来受益于军费的稳定增长、装备的加速列装、装备信息化水平的提高以及元器件的国产化替代等因素，有望保持较高速发展。另外公司 2018 年收购广州天极电子 60% 的股权，天极电子主营业务为单层瓷介电容器（SLC），有助于公司迅速切入微波器件市场，拓宽产品品类，并与现有产品形成互补，进一步提升公司在电子元器件领域的竞争力。

公司 2013 年设立子公司立亚特陶，进军高性能陶瓷材料领域。2015 年设立子公司立亚新材，实施高性能陶瓷材料产业化技术项目。2016 年，公司通过定增募集 10.265 亿，其中 8.265 亿用于 CASAS-300 特种陶瓷材料产业化项目，目前已建成 5 吨/年的生产线。2017 年设立子公司立亚化学，负责陶瓷原材料生产，公司陶瓷材料产业链布局进一步完善。陶瓷纤维材料在航空航天领域应用空间广阔，公司相关产品在一致性、可靠性等方面处于绝对领先地位，



未来随着下游产品的逐渐定型上量，陶瓷新材料业务有望成为公司新的业绩增长点。

## 9、光威复材（300699.SZ）

公司是专业从事碳纤维及碳纤维复合材料的高新技术企业，拥有碳纤维行业“原丝-碳纤维-织物-预浸料-复合材料-制品”的全产业链布局。作为国内碳纤维行业领军企业，公司承担了科技部 863 计划等国家重要科研项目，科研实力突出。2017 年 9 月，公司在深交所上市，成为国内碳纤维第一股，募集 9.46 亿元投资高强碳纤维高效制备技术产业化、高强高模碳纤维产业化和先进复材研发中心等项目。公司是我国最早实施碳纤维国产化事业的民营企业，在二十一世纪我国重启碳纤维国产化进程后，率先研发成功并实施了碳纤维产业化，打破西方对我国碳纤维的垄断和封锁，并主持制定了《聚丙烯腈基碳纤维》国家标准以及《碳纤维预浸料》国家标准两项国家标准，行业地位领先。

军用碳纤维及织物是公司的核心业务。在一系列应用方和客户的牵引鼓励下，经历十余年研发、验证和生产力，打破国外垄断，有力保障了国防装备发展所需，形成军品的稳定供货局面确立了市场先入优势。我们认为，未来公司 T300 产品在航空军品领域稳定供货局面有望延续；T800 稳步推进有望受益于新一代军机的研制生产、高强高模碳纤维产品受益于航天领域国产化替代过程，同时公司积极推进军品碳纤维一体化服务，成长性值得期待。民用领域，公司 2014 年成立技术攻关团队，开启风电碳梁工艺摸索试验；2015 年通过 Vestas 英国实验室的认证，2016 年装机实验成功并开始批量供货；2017 年公司已经开始在全球范围内批量供货，供货值达 2.6 亿元，成为维斯塔斯碳梁最主要供应商之一；2019 年，碳梁产线增至 50 条，风电碳梁业务收入达到 6.73 亿，收入占比接近 40%，成为公司一大重要的收入来源。

## 10、中航高科（600862.SH）

公司拥有航空新材料、智能装备两大业务板块，主要产品为复合材料原材料（预浸料、蜂窝等）及民机复合材料构件，还包括飞机用钢刹车盘副、炭刹车盘副等配件、轨道车辆制动产品、数控机床及航空专用装备、人工骨关节等。航空复材国内领先，医疗领域比肩国际，机用刹车技术列入国家级计划，装备技术能力持续增强。2019 年剥离房地产业务之后，公司已形成以航空新材料、高端智能装备制造等为主业的业务发展格局，致力于成为“具有国际竞争力的航空新材料和高端智能装备制造企业”。

公司未来将聚焦新材料、机床装备主业发展。新材料业务领域一方面加速推进产能扩张一方面布局民用领域。中航复材顺义生产园区一期项目已正式投产运行，二期项目建设加速推进，生产管理模式不断完善，产能逐步扩大，同时公司大力推进航空复材技术在民机、汽车、轨交和新能源领域应用和产业化，拓展国际民航市场。机床装备领域，近年收到外部环境多重因素影响，生产放缓以消化库存为主，2020 年公司计划继续减亏。

## 11、应流股份（603308.SH）

公司是专用设备零部件生产领域内的领先企业，主要产品为泵及阀门零件、机械装备构件，应用在航空航天、核电、油气、资源及国防军工等高端装备领域。公司专注于高端装备核心零部件的研发、制造和销售，制造技术、生产装备达到国内领先水平，产品出口以欧美为主的 30 多个国家、近百家客户，其中包括通用电气、西门子、卡特彼勒、斯伦贝谢等十余家世界 500 强企业和艾默生等众多全国行业龙头。

公司近年不断推进在两机叶片领域的布局，在高端部件、航空科技领域迈出坚实步伐。2015 年，公司收购 SBM 公司 100% 股权并成立应流航源，推动小型涡发动机等产品研发和产业化；2016 年，收购霍山嘉远以低成本实施两机业务；2018 年，收购天津航宇 60% 股权，增加了高端铝合金铸件业务；此外，公司在 2016 年和 2019 年进行了两次定增，募资重点投向航空发动机和燃气轮机零部件只能高温合金叶片精密铸造项目，持续加大在两机叶片领域的投入。

## 五、风险提示

武器装备列装速度低于预期；军工领域改革进程低于预期。



## 军工组团队介绍

### 首席分析师：卫喆

中科院硕士，四年航空发动机产业经验，四年军工行业研究积淀，先后任职于中国航发商发、中泰证券、招商证券，2016 年、2017 年新财富军工行业第五名、第三名核心成员。

### 助理研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019 年加入华创证券。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500