

行业研究/专题研究

2020年05月05日

行业评级:

航天军工 增持(维持)
航天军工 II 增持(维持)

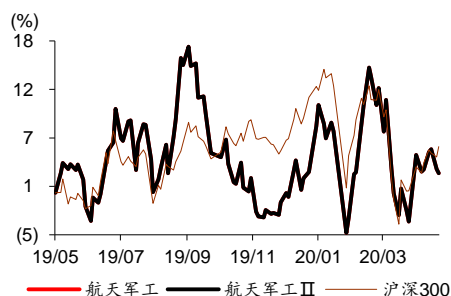
王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

相关研究

- 1《中国动力(600482 SH,增持): 毛利率下滑拖累业绩表现》2020.05
- 2《航天军工: 行业周报(第十八周)》2020.05
- 3《中航重机(600765 SH,买入): 整体经营稳健, 扣非利润大幅增长》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

关注航空、信息化、新材料等板块

军工行业 2019 年报和 2020 年一季报业绩总结

航空装备板块稳定成长, 信息化及新材料板块潜力较大

从 2019 年报和 2020 年一季报来看: 航空装备板块营收和利润稳步增长, 受疫情和宏观经济影响较小, 具备逆周期投资价值; 红外光电、北斗导航高精度应用等信息化领域和军用碳纤维、高温合金等新材料领域的上市公司, 业绩实现快速增长, 有着良好的发展潜力。

航空航天板块: 航空装备板块经营稳健, 航天装备板块表现低迷

航空装备板块 2019 年营业收入同比增长 12.48%, 剔除航发科技影响后归母净利润同比增长 12.64%; 2020 年一季度营业收入同比减少 0.85%; 剔除中航沈飞影响后, 归母净利润同比增长 13.29%。航空装备板块受到疫情冲击较小, 战斗机、直升机领域的军用航空装备产业链处于快速增长态势, 整体经营保持稳健。航天装备板块 2019 年营业收入同比增长 6.05%, 剔除新增并表和扭亏为盈影响后归母净利润同比减少 5.81%; 2020 年一季度营业收入同比减少 12.13%, 归母净利润同比减少 23.32%, 整体表现暗淡, 我们认为, 航天装备板块仍以资产证券化和卫星产业链等主题性逻辑为主。

舰船和地面兵装板块: 民船拖累严重, 关注陆军装甲车辆换装

舰船装备板块 2019 年营业收入同比增长 5.23%, 剔除中船防务影响后归母净利润同比减少 1.26%; 2020 年一季度营业收入同比增长 0.67%, 剔除中船防务影响后归母净利润同比减少超过 98%。民船及海工目前仍处于低迷状态, 两船集团合并仅构成事件性催化。地面兵装板块 2019 年营业收入同比增长 3.95%, 归母净利润同比减少 12.48%; 2020 年一季度营业收入同比减少 4.72%, 归母净利润同比减少 55.14%。中兵红箭、中光学的归母净利润减少对板块整体影响较大, 但内蒙一机整体经营保持稳健。

信息化导航和民参军板块: 红外光电发展态势喜人, 复合材料增长强劲

军工信息化和卫星导航板块 2019 年营业收入同比增长 1.70%, 归母净利润同比增长 18.42%; 2020 年一季度营业收入同比减少 5.98%, 归母净利润同比增长 99.50%。其中, 红外光电细分板块增长明显, 北斗高精度应用方面华测导航表现良好。新材料业务板块 2019 年营业收入同比增长 16.73%, 归母净利润同比增长 45.67%; 2020 年一季度营业收入同比减少 2.75%, 归母净利润同比增长 18.58%。新材料处于军工行业上游, 在新型武器装备列装的带动下, 复合材料等新材料有望持续保持快速增长态势。

投资建议: 军工行业进入业绩拐点阶段, 建议加大配置

随着国企改革推进, 以及军改完成后装备采购加快, 军工行业有望步入基本面驱动和政策驱动共振阶段。主战装备产业链建议关注军工主机厂: 中航股份、航发动力、中航沈飞; 军工电子和国防信息化企业: 高德红外、中航电测、航天电器、华测导航等; 军工新材料建议关注中航高科、光威复材、火炬电子等; 国企改革建议关注中航机电、中航电子等。

风险提示: 军费增长、改革进度、装备研制进度等不达预期风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600038	中直股份	44.21	买入	1.00	1.21	1.38	1.57	44.21	36.54	32.04	28.16
600893	航发动力	24.75	买入	0.48	0.53	0.59	0.64	51.56	46.70	41.95	38.67
002414	高德红外	40.89	买入	0.24	0.35	0.47	0.57	170.38	116.83	87.00	71.74
300627	华测导航	26.78	买入	0.57	0.66	0.83	1.00	46.98	40.58	32.27	26.78
002013	中航机电	8.27	买入	0.27	0.31	0.34	0.37	30.63	26.68	24.32	22.35

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空板块：整体经营稳健，发展态势良好.....	4
战略空军建设构成主要催化.....	4
板块年报及一季报总结.....	5
航天板块：整体表现低迷，关注主题性投资机遇.....	7
受益于航天装备和航天产业发展，院所改制预期构成支撑.....	7
板块年报及一季报总结.....	8
舰船板块：民船拖累严重，整体经营低迷.....	9
海军装备建设持续推进，民船低迷构成严重拖累.....	9
板块年报及一季报总结.....	10
地面兵装板块：整体表现低迷，关注主战装备换装.....	11
陆军转型期迎来换装高峰，资产运作预期升温.....	11
板块年报及一季报总结.....	12
军工信息化和卫星导航板块：关注红外光电和北斗高精度应用.....	13
关注电科集团资产注入预期，卫星导航高精度应用产业表现突出.....	13
板块年报及一季报总结.....	14
新材料板块：产业技术壁垒、发展空间和经营质量是三要素.....	15
军工产业上游，率先受益于下游军工产业发展.....	15
板块年报及一季报总结.....	16
投资建议：军工行业进入业绩拐点阶段，建议加大配置.....	17
核心推荐标的.....	17
中直股份.....	17
中航沈飞.....	17
航发动力.....	18
高德红外.....	18
中航电测.....	18
航天电器.....	18
华测导航.....	18
中航高科.....	18
光威复材.....	18
中航机电.....	18
中航电子.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 航空板块公司 2019 年年报业绩情况	4
图表 2: 航空板块公司 2020 年一季报业绩情况	5
图表 3: 航天板块公司 2019 年年报业绩情况	7
图表 4: 航天板块公司 2020 年一季报业绩情况	8
图表 5: 舰船板块公司 2019 年年报业绩情况	9
图表 6: 舰船板块公司 2020 年一季报业绩情况	10
图表 7: 地面兵装板块公司 2019 年年报业绩情况	11
图表 8: 地面兵装板块公司 2020 年一季报业绩情况	12
图表 9: 军工信息化和卫星导航板块公司 2019 年年报业绩情况	13
图表 10: 军工信息化和卫星导航板块公司 2020 年一季报业绩情况	14
图表 11: 新材料板块公司 2019 年年报业绩情况	15
图表 12: 新材料板块公司 2020 年一季报业绩情况	16

航空板块：整体经营稳健，发展态势良好

战略空军建设构成主要催化

空军是战略性军种，在国家安全和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用。现代化战争中，制空权的归属很大程度上决定着战争结果的最终走向。我国空军正在瞄准“空天一体、攻防兼备”的目标前进，加速淘汰老旧机型，代之以三代/四代战斗机、大型运输机以及特种作战飞机等，装备实力迅速提升。近年来，我国空军加紧战备训练，多次绕台湾岛巡航锻炼实战能力和装备使用经验，威慑台独势力和国土安全挑衅者。

航空板块经过长期资产运作过程，资产证券化率较高，如中航飞机、中航股份、中航沈飞等已经完成核心军品资产注入，中航机电、中航电子、中航电测、中航高科等也通过资产运作具备了优质军品业务能力。我国在大型运输机、新式战斗机、特种作战飞机、军用直升机等多个领域的现役航空装备已经基本成熟，具备了大规模列装条件。以中航集团旗下上市公司为主的航空板块，大部分公司业务均与航空装备产业链密切相关，未来将充分受益于航空装备产业链发展。

此外，航空板块部分上市公司仍有较大资本运作空间。中航旗下已经形成航电、机电等多个专业板块的业务划分，在航电、机电系统上市公司体外仍有优质院所类资产已被上市公司托管但未完成资产注入。随着国家院所改制进程的推进，这类优质院所类资产有望最终完成资本改制实现资产注入。

图表1：航空板块公司 2019 年年报业绩情况

		2018 (亿元)		2019 (亿元)				
证券代码	证券简称	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
航空装备类								
000768.SZ	中航飞机	334.68	5.58	342.98	5.69	2.48%	1.94%	运 20 列装
600760.SH	中航沈飞	201.51	7.43	237.61	8.78	17.91%	18.10%	直 20 列装
600038.SH	中航股份	130.66	5.10	157.95	5.88	20.89%	15.26%	歼 15、歼 16 列装
600893.SH	航发动力	231.02	10.64	252.10	10.77	9.13%	1.27%	航空发动机国产化替代
600316.SH	洪都航空	24.18	1.48	44.20	0.83	46.34%	-42.06%	高级教练机列装
600372.SH	中航电子	76.43	4.79	83.52	5.56	9.27%	16.00%	上市公司军用航电系统龙头
002013.SZ	中航机电	116.37	8.37	121.31	9.61	2.98%	12.44%	上市公司军用机电系统龙头
300114.SZ	中航电测	13.88	1.56	15.45	2.12	11.27%	36.00%	军用机载电测类业务增长
600862.SH	中航高科	26.53	3.04	24.73	5.52	-6.76%	81.41%	军用复合材料业务增长
002179.SZ	中航光电	78.16	9.54	91.59	10.71	17.18%	12.56%	军民用连接器实力突出
600765.SH	中航重机	54.44	3.33	59.85	2.75	9.94%	-17.38%	军用航空锻造业务增长
000738.SZ	航发控制	27.46	2.59	30.92	2.81	12.60%	8.47%	航空发动机控制系统龙头
600391.SH	航发科技	23.64	(3.03)	33.84	0.23	43.11%	107.45%	航空发动机外贸转包业务增长
300424.SZ	航新科技	7.55	0.50	14.95	0.68	98.07%	34.55%	自动化测试设备前景广阔
300581.SZ	晨曦航空	1.74	0.65	2.39	0.49	37.17%	-24.76%	航空惯导业务技术实力强
002023.SZ	海特高新	5.16	0.64	8.08	0.76	56.68%	19.14%	军用航空机载设备制造业务增长
300719.SZ	安达维尔	4.99	0.55	5.52	0.73	10.63%	31.94%	军用航空机载设备制造业务增长
300696.SZ	爱乐达	1.28	0.68	1.84	0.78	43.77%	13.98%	军用航空机械加工业务增长
300775.SZ	三角防务	4.66	1.50	6.14	1.92	31.81%	28.46%	军用航空锻造业务增长
002520.SZ	日发精机	19.69	1.51	21.60	1.76	9.71%	16.82%	军用航空机械制造设备业务增长
002664.SZ	长鹰信质	26.31	2.60	29.72	3.06	12.97%	17.52%	无人机业务增长
合计		1410.34	69.07	1586.30	81.45	12.48%	17.91%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：航空板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1 (亿元)		2020Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
000768.SZ	中航飞机	63.75	0.39	64.60	0.44	1.33%	11.25%	运 20 列装
600760.SH	中航沈飞	50.85	1.98	57.01	5.98	12.11%	201.57%	直 20 列装
600038.SH	中直股份	23.87	0.79	19.52	0.52	-18.24%	-34.12%	歼 15、歼 16 列装
600893.SH	航发动力	33.40	0.04	34.52	0.86	3.34%	2106.25%	航空发动机国产化替代
600316.SH	洪都航空	2.80	(0.45)	2.13	(0.12)	-51.74%	73.81%	高级教练机列装
600372.SH	中航电子	12.63	(0.37)	12.29	0.75	-2.62%	299.97%	上市公司军用航电系统龙头
002013.SZ	中航机电	24.63	0.58	20.76	0.65	-16.08%	7.03%	上市公司军用机电系统龙头
300114.SZ	中航电测	3.21	0.31	3.23	0.34	0.64%	10.25%	军用机载电测类业务增长
600862.SH	中航高科	6.83	1.14	7.71	1.86	12.78%	62.68%	军用复合材料业务增长
002179.SZ	中航光电	21.56	2.33	18.00	1.64	-16.52%	-29.71%	军民用连接器实力突出
600765.SH	中航重机	12.01	0.29	13.29	0.40	10.68%	35.83%	军用航空锻造业务增长
000738.SZ	航发控制	6.14	0.67	7.09	0.91	15.55%	35.99%	航空发动机控制系统龙头
600391.SH	航发科技	4.85	(0.23)	4.56	(0.33)	-6.05%	-42.76%	航空发动机外贸转包业务增长
300424.SZ	航新科技	2.33	0.00	2.94	0.00	25.81%	-44.12%	自动化测试设备前景广阔
300581.SZ	晨曦航空	0.24	0.03	0.23	(0.09)	-5.39%	-370.83%	航空惯导业务技术实力强
002023.SZ	海特高新	1.50	0.39	1.63	(0.48)	9.15%	-221.65%	军用航空机载设备制造业务增长
300719.SZ	安达维尔	0.63	(0.11)	0.52	(0.12)	-16.53%	-11.53%	军用航空机载设备制造业务增长
300696.SZ	爱乐达	0.35	0.24	0.49	0.26	39.79%	10.78%	军用航空机械加工业务增长
300775.SZ	三角防务	1.65	0.55	1.43	0.37	-12.89%	-31.70%	军用航空锻造业务增长
002520.SZ	日发精机	4.72	0.42	4.66	0.32	-1.26%	-24.47%	军用航空机械制造设备业务增长
002664.SZ	长鹰信质	6.00	0.56	4.93	0.41	-17.87%	-27.29%	无人机业务增长
合计		283.94	9.56	281.53	14.57	-0.85%	52.33%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

航空装备板块由于资产资产化率比较高，是整个军工行业的晴雨表：

2019 年，航空装备板块 21 家主要上市公司实现营业收入 1586.30 亿元，同比增长 12.48%；归母净利润 81.45 亿元，同比增长 17.91%；因航发科技 2018 年亏损 3.03 亿元拉低归母净利润基数，剔除其影响，2019 年航空装备板块归母净利润 81.22 亿元，同比增长 12.64%。

2020 年一季度，航空装备板块 21 家主要上市公司实现营业收入 281.53 亿元，同比减少 0.85%；归母净利润 14.57 亿元，同比增长 52.33%；因中航沈飞 2020 年一季度计入 3.75 亿政府补助导致其他收益大幅增长，剔除其影响，2020 年一季度航空装备板块归母净利润 8.59 亿元，同比增长 13.29%。

航空装备板块 2019 年年报总体表现优秀：

中航电测（营收同比+11.27%，归母净利同比+36.00%）、中航高科（营收同比-6.76%，归母净利同比+81.71%）、航新科技（营收同比+98.07%，归母净利同比+34.55%）、安达维尔（营收同比+10.63%，归母净利同比+31.94%），以上公司归母净利润同比增速均在 30% 以上。

中航沈飞、中直股份收入同比增速均在 15% 以上，显示 2019 年战斗机和直升机领域主战装备处于加速列装状态。

中航沈飞、中航机电、中航高科、中航光电等四家公司，贡献了航空装备板块 2019 年主要归母净利润增量。

航空装备板块 2020 年一季度经营稳健：

总体而言，航空装备板块 2020 年一季度受到疫情冲击较小，营收规模与 2019 年一季度基本相当。

除中航沈飞外，航发动力、中航电子、中航高科贡献了航空装备板块 2020 年一季度主要归母净利润增量。

我们认为，根据航空装备板块 2019 年年报统计，战斗机、直升机领域的军用航空装备产业链处于快速增长态势；航空装备板块 2020 年一季报表明，航空装备领域受到疫情冲击较小，整体经营保持稳健，我们预计随着十三五计划进入最后一年，航空装备板块有望延续 2019 年稳定增长态势。航空总机类上市公司是军工订单的直接受益者，其业绩变化已经反映了军工行业的边际变化因素，并且由于其居于行业领导地位，未来有望充分受益于军品定价机制改革，**建议关注主战装备类龙头上市公司，如中直股份、中航沈飞、航发动力、中航飞机等。**

航天板块：整体表现低迷，关注主题性投资机遇

受益于航天装备和航天产业发展，院所改制预期构成支撑

我国航天工业主体是航天科技集团和航天科工集团，其产品覆盖了我军现役主要的战略战术、防空反导、巡航打击等武器装备。航天板块的上市公司中，拥有核心军品业务（或者类军品，如卫星制造等）仅有航天科技集团旗下的中国卫星、航天电子、康拓红外、航天彩虹，以及航天科工集团旗下的航天电器、航天发展等六家上市公司，另外航天晨光、航天长峰也分别拥有后勤保障装备和特种电源等军品业务。

目前，航天科技集团和航天科工集团总体资产证券化率偏低（根据 Wind 披露数据计算，2018 年总资产口径分别为 15.41% 和 18.99%），且集团二级院所大部分对应旗下单一上市公司平台。2017 年 7 月初，国防科工局在北京组织召开了军工科研院所转制工作推进会：此次会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作，并研究部署了相关工作。随着院所改制政策的不断推进，核心军工资产的注入预期和业绩弹性构成了许多航天系上市公司股价支撑。

在 2019 年 70 周年国庆阅兵式上，东风 41、巨浪 2 等洲际弹道导弹首次公开亮相，并以编队形式展示，说明这些新式导弹装备经过试装试用和作战检验，已经具备了整建制装备部队的条件。另外，根据国家航天局通告，我国 2020 年航天发射任务饱满，预计全年发射次数超过 40 次。随着我国民用航天事业的不断发展和导弹类国防装备进入批量列装阶段，拥有军品业务（或者类军品）航天上市公司是主要受益方。

图表3： 航天板块公司 2019 年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2018 (亿元)		2019 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600879.SH	航天电子	135.30	4.57	137.12	4.58	1.35%	0.34%	国内航天电子信息领域龙头
600855.SH	航天长峰	21.10	0.76	25.92	0.43	10.00%	-58.02%	军用特种电源业务增长
300455.SZ	康拓红外	3.12	0.76	9.28	1.43	19.17%	14.35%	注入航天测控仿真及微系统资产
000547.SZ	航天发展	35.16	4.48	40.39	6.75	14.89%	50.64%	电子蓝军及指控系统业务增长
600501.SH	航天晨光	26.32	(1.65)	30.00	0.35	13.98%	121.21%	中标军用后勤保障装备
600118.SH	中国卫星	75.83	4.18	64.63	3.36	-14.77%	-19.64%	国内小微卫星制造龙头
002025.SZ	航天电器	28.34	3.59	35.34	4.02	24.69%	12.06%	军用连接器、特种电机等增长
002389.SZ	航天彩虹	27.19	2.42	31.00	2.32	14.04%	-4.10%	军贸无人机业务增长
合计		352.37	19.10	373.69	23.24	6.05%	21.67%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 航天板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1 (亿元)		2020Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600879.SH	航天电子	26.94	0.86	21.18	0.36	-21.37%	-58.01%	国内航天电子信息领域龙头
600855.SH	航天长峰	2.54	(0.27)	1.47	(0.35)	-54.04%	-90.40%	军用特种电源业务增长
300455.SZ	康拓红外	0.51	0.13	0.89	0.08	16.22%	1.35%	注入航天测控仿真及微系统资产
000547.SZ	航天发展	7.54	1.03	7.68	1.23	1.81%	19.29%	电子蓝军及指控系统业务增长
600501.SH	航天晨光	3.91	(0.11)	4.65	(0.18)	18.99%	-59.95%	中标军用后勤保障装备
600118.SH	中国卫星	13.31	0.65	11.10	0.48	-16.59%	-26.83%	国内小微卫星制造龙头
002025.SZ	航天电器	6.72	0.78	7.60	0.73	13.16%	-6.13%	军用连接器、特种电机等增长
002389.SZ	航天彩虹	5.41	0.06	4.20	0.05	-22.35%	-14.67%	军贸无人机业务增长
合计		66.88	3.14	58.77	2.41	-12.13%	-23.32%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

就 2019 年和 2020 年一季度业绩表现而言，航天装备板块整体表现暗淡。

2019 年航天装备板块上市公司实现营业收入 373.69 亿元，同比增长 6.05%；归母净利润 23.24 亿元，同比增长 21.67%。但如果剔除航天发展、康拓红外新增并表和航天晨光扭亏为盈的影响，航天装备板块其余上市公司 2019 年归母净利润 14.71 亿元，同比减少 5.81%。

2020 年一季度航天装备板块上市公司实现营业收入 58.77 亿元，同比减少 12.13%；归母净利润 2.41 亿元，同比减少 23.32%。

根据新华社报道，2020 年 3 月和 2020 年 4 月，长七甲和长三乙接连发射失败，为航天板块蒙上一层阴影。根据我国航天局通告，2020 年我国长征五号需要完成空间站、火星探测器、嫦娥五号等三大重大发射任务，任何一次失败都会对后续发射造成严重影响。我们认为，2020 年，航天装备板块的投资机遇仍以资产证券化和卫星产业链等主题性投资逻辑为主。

舰船板块：民船拖累严重，整体经营低迷

海军装备建设持续推进，民船低迷构成严重拖累

近年我国周边局势持续紧张，为了适应中国海上利益发展的变化以及海上安全所面临的诸多挑战，我国海军从 2015 年开始实施战略转型，由“近海防御”转变为“近海防御与远海护卫型结合”。在海军战略转型及海军装备更新的需求驱动下，近年我国海军装备持续高速建设，带动了从事军舰建造及配套企业的军品业务成长。我国现役主战舰艇仍有部分舰艇服役时间过长需要新造舰艇替代，叠加航母编队建设、驱支扩编需求带来的新舰艇需求，我们认为，我国海军未来仍将持续推进。

航运业是民船制造的下游，自 2008 年上一次航运高峰以来，航运业已经持续低迷了近十年，目前仍在处于底部区域。虽然 2019 年航运业有回暖迹象，但 2020 年伊始受到新冠疫情的重大冲击，整体仍处于萎靡状态，民船制造产业也处于持续调整阶段。

2019 年 3 月 28 日，中国船舶与中船防务双双停牌，并发布重大资产重组公告，江南造船、黄埔文冲、广船国际等总装资产注入中国船舶，沪东重机、中船动力等船舶动力资产注入中船防务。10 月 25 日，国资委正式批准两船合并实施；11 月 26 日，由中船集团和中船重工重组而来的中国船舶集团有限公司在北京召开成立大会，正式揭牌。中船集团作为我国舰船工业主体，其产品覆盖了我军现役的主要舰船装备、包括潜艇、航母、两栖舰艇、巡洋舰、驱逐舰、护卫舰、导弹艇、巡逻艇、水雷战舰艇、军辅船等；也几乎涵盖了散货船、油船、集装箱船三大主力船型，以及其他多种类型民用船舶。此外还有一些民营船舶配套企业，从事舰船配套产品研制生产。

中国船舶集团旗下有中国重工、中国动力、中国船舶、中船防务、中国应急、久之洋、中国海防、中船科技等八家上市公司平台，另外瑞特股份、海兰信也为船舶产业相关上市公司。我们预计，未来中船集团下属的上市公司及民营船舶配套企业将受益于海军装备建设加速、科研院所改制、船舶配套自主化提升政策等。

图表5：舰船板块公司 2019 年年报业绩情况

		2018 (亿元)		2019 (亿元)				
证券代码	证券简称	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
航空装备类								
601989.SH	中国重工	444.84	6.73	380.57	5.01	-15.02%	-23.88%	国内舰船龙头企业之一
600482.SH	中国动力	296.62	13.48	296.91	9.91	0.10%	-26.45%	国内船舶动力龙头企业
600150.SH	中国船舶	169.10	4.89	231.36	4.05	36.82%	-17.26%	国内舰船龙头企业之一
600685.SH	中船防务	192.14	(18.69)	218.29	5.48	13.61%	129.34%	国内舰船龙头企业之一
300527.SZ	中国应急	26.53	2.24	24.64	1.60	-7.12%	-28.56%	集团应急装备上市平台
300516.SZ	久之洋	4.67	0.46	5.73	0.62	13.38%	-0.64%	国内船舶光电设备龙头
600764.SH	中国海防	3.51	0.67	40.74	6.46	15.20%	36.26%	国内舰船电子信息龙头企业
600072.SH	中船科技	32.64	0.65	33.28	1.38	1.96%	110.54%	集团高科技新产业上市平台
300600.SZ	瑞特股份	4.89	1.08	4.86	0.86	-0.55%	-20.45%	舰船配电类设备国内领先
300065.SZ	海兰信	7.70	1.06	8.12	1.03	5.53%	-2.43%	近海雷达监测网
合计		1182.63	12.57	1244.51	36.41	5.23%	189.70%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：舰船板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1 (亿元)		2020Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
601989.SH	中国重工	60.65	5.29	45.23	1.01	-25.67%	-80.77%	国内舰船龙头企业之一
600482.SH	中国动力	70.30	1.78	37.40	(0.34)	-46.79%	-119.22%	国内船舶动力龙头企业
600150.SH	中国船舶	46.08	0.04	102.09	0.02	3.71%	-99.84%	国内舰船龙头企业之一
600685.SH	中船防务	24.95	(2.09)	22.52	32.23	-9.73%	1644.38%	国内舰船龙头企业之一
300527.SZ	中国应急	3.28	0.07	1.30	(0.22)	-60.39%	-430.91%	集团应急装备上市平台
300516.SZ	久之洋	1.06	0.10	0.71	0.02	-33.17%	-84.16%	国内船舶光电设备龙头
600764.SH	中国海防	0.58	0.11	3.08	(0.32)	-52.08%	-236.46%	国内舰船电子信息龙头企业
600072.SH	中船科技	5.24	0.86	1.80	0.06	-65.71%	-92.84%	集团高科技新兴产业上市平台
300600.SZ	瑞特股份	0.96	0.14	0.82	0.08	-13.92%	-42.13%	舰船配电类设备国内领先
300065.SZ	海兰信	1.63	0.29	1.20	(0.16)	-26.47%	-161.52%	近海雷达监测网
合计		214.71	6.59	216.14	32.38	0.67%	391.27%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

2019 年舰船板块 10 家上市公司实现营业收入 1244.51 亿元，同比增长 5.23%；归母净利润 36.41 亿元，同比增长 189.70%；但剔除中船防务归母净利润的大幅波动影响，舰船板块 2019 年归母净利润 30.93 亿元，同比减少 1.26%。2020 年一季度舰船板块 10 家上市公司实现营业收入 216.14 亿元，同比增长 0.67%；归母净利润 32.38 亿元，同比增长 391.27%；但剔除中船防务归母净利润的大幅波动影响，舰船板块 2020 年一季度归母净利润 0.15 亿元，同比减少超过 98%。

我们认为，从目前基本面来看，舰船装备行业没有发生大的变化。民船及海工目前仍处于低迷状态，两船集团合并成为中船集团，有助于我国整合舰船领域相关资源，从长远发展角度应对民船制造行业的持续低迷。

地面兵装板块：整体表现低迷，关注主战装备换装 陆军转型期迎来换装高峰，资产运作预期升温

我国陆军处于战略转型期，装备摆脱“大而全”建设思路，加强数字化、立体化、特种化、无人化装备建设。我们认为，主战装备订单增长明显，存在结构性机会。2013 年《国防白皮书》指出，我国陆军的战略定位是“机动作战、立体攻防”，积极推进由区域防卫型向全域机动型转变，加强数字化部队建设。表明中国陆军的数字化建设正从无到有加速推进。2016 年《解放军报》指出，我国陆军装备的发展方向有：大力发展陆基轻型武器平台和机动突击平台、陆航空中突击装备、智能化直瞄打击装备、陆军超视距精确打击装备；优化体系结构、精干型谱系列；打造高技术、高效能专用装备系列，实现“灵巧陆军”。我国陆军处于战略转型期和装备更新换代期，存在结构性机会。

陆军“瘦身健体”，实战化训练彰显国防军工地位提升，陆军是联合作战的重要力量。回顾 2017 年，我国陆军举行“跨越”、“火力”系列等实战演习，突出联合作战背景、突出新型作战力量运用、突出新编制部队战法创新。陆军 10 多支部队鏖战朱日和、青铜峡、山丹、确山等，陆军全年共组织 100 多场实兵实弹演习，参加 30 多项中外联演联训联赛，高峰期有 40 多万官兵在数百个点位野外驻训，形成春有大练兵、夏有大海训、秋有大演习、冬有大拉练的实战化练兵体制。2018 年初，习近平视察中部战区陆军某师，并登上我国最先进的 99A 主战坦克，了解装备战技性能。同时，习近平向全军发布训令，命令有：全军各级要强化练兵备战鲜明导向，锻造召之即来、来之能战、战之必胜的精兵劲旅。这是中央军委首次统一组织全军开训动员，陆军实战化训练彰显其仍在我国军事力量中占据重要地位，是联合作战的重要力量。

我国陆军装备主要集中于兵器工业集团，其 2018 年资产证券化程度只有约 21%，存在较大的资产证券化空间。2016 年，内蒙一机集团将集团中核心军品资产坦克、装甲车和火炮业务注入北方创业，实现军工资资产的整体上市，2016 年豫西集团将主要军品资产注入到中兵红箭，打造精确制导弹药的上市平台。此外，光电股份中有光电集团中 248 厂军工资资产，北方导航有导航集团部分军工资资产。整体来看，内蒙一机拥有核心军工资资产且军品业务占比较大，光电股份、中兵红箭和北方导航也具有较多军工资资产。凌云股份 2017 年计划收购太行机械和东方联星，由于业绩预期等原因最后终止收购。利达光电（已改名为中光学）完成收购兵器装备集团下属中光学资产。我们预计未来兵器工业下属上市公司仍存在资产注入预期，可持续关注。

图表7：地面兵装板块公司 2019 年年报业绩情况

		2018（亿元）		2019（亿元）				
证券代码	证券简称	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
航空装备类								
600967.SH	内蒙一机	122.67	5.34	126.81	5.72	3.38%	7.17%	陆军装甲总装龙头
000519.SZ	中兵红箭	49.54	3.47	53.22	2.55	7.43%	-26.49%	集团智能弹药上市平台
300722.SZ	新余国科	2.14	0.74	2.25	0.40	5.21%	-46.12%	火工品业务增长
600184.SH	光电股份	24.22	0.58	23.32	0.62	-3.74%	6.89%	北方集团光电上市平台
002189.SZ	中光学	25.84	1.62	25.52	0.98	-1.21%	-39.48%	南方集团光电上市平台
600435.SH	北方导航	19.99	0.50	22.93	0.45	14.71%	-9.96%	导航集团资产注入预期
合计		244.39	12.25	254.05	10.72	3.95%	-12.48%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：地面兵装板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1 (亿元)		2020Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600967.SH	内蒙一机	16.74	1.37	18.68	1.47	11.62%	7.26%	陆军装甲总装龙头
000519.SZ	中兵红箭	10.52	0.72	9.06	0.20	-13.85%	-72.50%	集团智能弹药上市平台
300722.SZ	新余国科	0.41	0.06	0.23	0.00	-44.74%	-98.86%	火工品业务增长
600184.SH	光电股份	2.16	0.04	1.14	(0.19)	-47.53%	-553.85%	北方集团光电上市平台
002189.SZ	中光学	5.40	0.23	4.05	(0.26)	-24.89%	-213.83%	南方集团光电上市平台
600435.SH	北方导航	1.58	(0.04)	1.91	(0.16)	20.94%	-339.07%	导航集团资产注入预期
合计		36.81	2.39	35.07	1.07	-4.72%	-55.14%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

2019 年地面兵装板块 6 家公司实现营业收入 254.05 亿元，同比增长 3.95%；归母净利润 10.72 亿元，同比减少 12.48%。2020 年一季度地面兵装板块 6 家公司实现营业收入 35.07 亿元，同比减少 4.72%；归母净利润 1.07 亿元，同比减少 55.14%。中兵红箭、中光学的归母净利润减少，对行业整体归母净利润影响较大，但装甲车龙头企业内蒙一机整体经营保持稳健。

我们认为，内蒙一机是地面兵装龙头企业，已经实现一机集团军工资产整体上市，直接受益于地面装甲车辆换装，在地面兵装板块中建议重点关注。

军工信息化和卫星导航板块：关注红外光电和北斗高精度应用

关注电科集团资产注入预期，卫星导航高精度应用产业表现突出

当前我国军队将信息化建设作为重中之重。《2013 年国防白皮书》指出机械化战争形态正向信息化战争形态加速演变，主要国家正大力发展军事高新技术，抢占太空、网络空间等国家竞争战略制高点。《十三五规划》指出，到 2020 年我国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，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。

电科集团旗下上市公司的直接股东多为电科集团下属科研院所，其军工资产的营收和利润体量是上市公司的数倍，资产注入预期也构成了上市公司股价的主要支撑。电科集团主要从事国家重要军民大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。集团旗下四创电子、国睿科技和杰赛科技的母院所均直接从事军用雷达、通信指控等国防信息化业务，上市公司也以雷达、通信为主营业务，带有较强的国防信息化色彩。电科集团整体资产证券化率为 29.64%（2018 年总资产口径），旗下三家主要国防信息化概念上市公司中，除四创电子已实现部分核心军品业务（博微长安）注入外，国睿科技（2020 年 1 月国睿防务资产注入已获证监会批准，但截止 5 月 5 日尚未完成）和杰赛科技均以民品业务为主。

北斗卫星导航系统保障国家安全自主可控的战略意义日益凸显，其中，高精度技术逐步成熟，政府推广力度不断加强。北斗卫星导航系统正处于三号工程建设阶段，2018 年进入北斗卫星密集发射期，2020 年将实现全球组网。中美贸易摩擦事件，愈发凸出北斗卫星导航系统保障国家安全自主可控的重要性和必要性。《国家民用空间基础设施中长期发展规划(2015 年-2025 年)》指出，我国“十三五”期间将构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位三大系统，基本建成国家民用空间基础设施体系，通过跨系列、跨星座卫星和数据资源组合应用、多中心协同服务的方式，提供多类型、高质量、稳定可靠、规模化的空间信息综合服务能力，支撑各行业的综合应用。此外，十三五建设期间，发改委陆续启动围绕 8 个中心城市建设的北斗产业园区，形成产业聚集，并批准扶持基金。

图表9：军工信息化和卫星导航板块公司 2019 年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2018 (亿元)		2019 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600562.SH	国睿科技	10.43	0.38	11.60	0.42	11.22%	10.05%	电科十四所资产注入
600990.SH	四创电子	52.46	2.57	36.71	1.11	-30.03%	-56.83%	电科三十八所资产注入
002935.SZ	天奥电子	8.64	0.97	8.67	1.11	0.34%	14.81%	时间同步产品销量增长
603712.SH	七一二	16.26	2.25	21.41	3.45	31.69%	53.52%	军用无线通信业务增长
002544.SZ	杰赛科技	62.68	0.14	62.26	0.37	-0.67%	165.57%	电科五十四所资产注入
002465.SZ	海格通信	40.70	4.30	46.07	5.19	11.20%	19.32%	军用无线通信、北斗业务增长
000561.SZ	烽火电子	12.24	0.87	13.45	0.91	9.89%	5.12%	军用无线通信业务业务增长
000801.SZ	四川九洲	37.95	0.89	29.89	0.27	-21.24%	-69.40%	九洲集团资产主图
002414.SZ	高德红外	10.84	1.32	16.38	2.21	51.10%	67.34%	红外光电业务增长
002214.SZ	大立科技	4.24	0.55	5.30	1.36	25.25%	147.41%	红外光电业务增长
688002.SH	睿创微纳	3.84	1.25	6.85	2.02	78.25%	61.44%	红外光电业务增长
300474.SZ	景嘉微	3.97	1.42	5.31	1.76	33.63%	23.67%	军民用显控业务增长
300627.SZ	华测导航	9.52	1.05	11.46	1.39	20.32%	31.91%	北斗高精度业务增长
300101.SZ	振芯科技	4.44	0.16	4.72	0.05	6.32%	-71.63%	军用北斗业务增长
300342.SZ	天银机电	7.46	0.97	9.45	1.42	26.76%	45.46%	军用目标模拟等业务增长
002413.SZ	雷科防务	9.94	1.36	11.25	1.37	13.16%	0.19%	军用雷达、测控等业务增长
300456.SZ	耐威科技	7.12	0.95	7.18	1.21	0.77%	27.62%	惯导业务增长
688011.SH	新光光电	2.08	0.73	1.92	0.60	-8.04%	-16.76%	军用光电测试设备业务增长
002338.SZ	奥普光电	3.85	0.41	4.02	0.48	4.53%	18.34%	光电测控仪器业务增长
合计		308.66	22.54	313.89	26.69	1.70%	18.42%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 10: 军工信息化和卫星导航板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1（亿元）		2020Q1（亿元）		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600562.SH	国睿科技	2.06	0.17	1.03	(0.03)	-49.84%	-117.05%	电科十四所资产注入
600990.SH	四创电子	2.99	(0.58)	1.50	(0.61)	-50.02%	-6.00%	电科三十八所资产注入
002935.SZ	天奥电子	0.41	(0.15)	0.36	(0.14)	-12.77%	7.46%	时间同步产品销量增长
603712.SH	七一二	2.66	0.08	2.64	0.09	-0.81%	6.17%	军用无线通信业务增长
002544.SZ	杰赛科技	11.09	0.26	6.79	(0.45)	-38.77%	-275.48%	电科五十四所资产注入
002465.SZ	海格通信	7.55	0.31	7.86	0.32	4.07%	1.36%	军用无线通信、北斗业务增长
000561.SZ	烽火电子	1.73	(0.18)	0.59	(0.53)	-65.79%	-194.80%	军用无线通信业务业务增长
000801.SZ	四川九洲	6.72	0.07	6.31	0.08	-6.03%	8.95%	九洲集团资产主图
002414.SZ	高德红外	1.77	0.06	4.51	1.59	154.79%	2561.06%	红外光电业务增长
002214.SZ	大立科技	0.70	0.12	3.05	1.15	334.12%	880.81%	红外光电业务增长
688002.SH	睿创微纳	1.01	0.23	2.31	0.85	129.54%	265.87%	红外光电业务增长
300474.SZ	景嘉微	0.88	0.21	1.18	0.25	33.49%	23.76%	军民用显控业务增长
300627.SZ	华测导航	1.88	0.18	1.48	0.19	-21.16%	3.20%	北斗高精度业务增长
300101.SZ	振芯科技	1.01	0.03	0.68	0.05	-33.38%	36.45%	军用北斗业务增长
300342.SZ	天银机电	2.24	0.44	1.80	0.24	-19.45%	-46.15%	军用目标模拟等业务增长
002413.SZ	雷科防务	1.73	0.15	1.33	0.18	-23.25%	14.70%	军用雷达、测控等业务增长
300456.SZ	耐威科技	1.33	0.12	1.61	0.07	21.01%	-44.46%	惯导业务增长
688011.SH	新光光电	0.29	0.06	0.15	(0.02)	-49.58%	-127.55%	军用光电测试设备业务增长
002338.SZ	奥普光电	0.80	0.09	0.76	0.11	-4.99%	19.22%	光电测控仪器业务增长
合计		48.85	1.69	45.93	3.38	-5.98%	99.50%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

2019 年军工信息化和卫星导航板块 19 家公司实现营业收入 313.89 亿元, 同比增长 1.70%; 归母净利润 26.69 亿元, 同比增长 18.42%。2020 年一季度军工信息化和卫星导航板块 19 家公司实现营业收入 45.93 亿元, 同比减少 5.98%; 归母净利润 3.38 亿元, 同比增长 99.50%。其中, 红外光电细分板块增长明显, 高德红外、大立科技、睿创微纳等三家公司的营业收入和归母净利润均保持高速增长态势。北斗高精度应用方面, 华测导航的归母净利润也保持良好增长态势。

我们认为, 随着国防信息化建设的加速推进, 红外光电领域下游订单将有望呈现加速释放的态势, 军工信息化领域重点关注红外光电领域投资机遇。随着 2020 年北斗卫星导航系统的最终建成, 北斗导航应用行业逐步正从终端销售为主过渡到行业应用为主, 下游应用有望加速推进, 建议关注布局良好、业绩稳定增长的华测导航。

新材料板块：产业技术壁垒、发展空间和经营质量是三要素 军工产业上游，率先受益于下游军工产业发展

军工新材料是发展高新技术武器的物质基础。一代材料，一代装备，我国目前的部分军工材料已不能满足高新武器发展的需求，甚至成为制约武器装备发展的“瓶颈”。随着新一代先进武器装备进入爬坡上量的阶段，包括复合材料、钛材、高温合金在内的军工新材料或将迎来快速发展期。建议关注产品国产化需求迫切、技术壁垒高、附加值高，公司核心竞争力强、产业化能力强的军工材料企业。

图表11：新材料板块公司 2019 年年报业绩情况

		2018 (亿元)		2019 (亿元)				
证券代码	证券简称	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
航空装备类								
600862.SH	中航高科	26.53	3.04	24.73	5.52	-6.76%	81.41%	军用复材业务增长
300699.SZ	光威复材	13.64	3.77	17.15	5.22	25.77%	38.56%	军民用碳纤维业务增长
300777.SZ	中简科技	2.13	1.21	2.34	1.37	10.28%	13.36%	军民用碳纤维业务增长
300395.SZ	菲利华	7.22	1.61	7.79	1.92	7.88%	18.83%	军用石英纤维业务增长
603678.SH	火炬电子	20.24	3.33	25.69	3.81	26.92%	14.49%	军用特种陶瓷材料业务增长
300034.SZ	钢研高纳	8.93	1.07	14.46	1.56	62.05%	45.84%	军用高温合金业务增长
603308.SH	应流股份	16.81	0.73	18.60	1.31	10.66%	78.67%	高温合金及制造业务增长
600456.SH	宝钛股份	34.10	1.41	41.88	2.40	22.80%	70.11%	军用钛合金业务增长
688122.SH	西部超导	10.88	1.35	14.46	1.58	32.87%	17.26%	军用钛合金业务增长
002149.SZ	西部材料	17.20	0.60	20.06	0.61	16.62%	1.90%	军用钛合金业务增长
688333.SH	铂力特	2.91	0.57	3.22	0.74	10.38%	29.88%	高端 3D 打印材料业务增长
300263.SZ	隆华科技	16.11	1.36	18.74	1.74	16.28%	28.36%	军民用复材、靶材业务增长
300337.SZ	银邦股份	19.28	(0.75)	20.25	0.17	4.90%	122.42%	新型铝合金复合材料业务增长
002625.SZ	光启技术	4.64	0.71	4.82	1.19	3.93%	69.32%	超材料等新材料业务增长
合计		200.63	20.00	234.20	29.14	16.73%	45.67%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 12：新材料板块公司 2020 年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2019Q1 (亿元)		2020Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
600862.SH	中航高科	6.83	1.14	7.71	1.86	12.78%	62.68%	军用复材业务增长
300699.SZ	光威复材	4.35	1.58	4.88	1.72	12.31%	8.28%	军民用碳纤维业务增长
300777.SZ	中简科技	0.55	0.24	0.45	0.27	-19.41%	12.62%	军民用碳纤维业务增长
300395.SZ	菲利华	1.75	0.28	1.08	0.16	-38.40%	-42.02%	军用石英纤维业务增长
603678.SH	火炬电子	4.64	0.72	6.05	0.69	30.29%	-4.82%	军用特种陶瓷材料业务增长
300034.SZ	钢研高纳	2.99	0.32	2.44	0.28	-18.41%	-10.40%	军用高温合金业务增长
603308.SH	应流股份	5.03	0.38	4.24	0.38	-15.55%	1.26%	高温合金及制造业务增长
600456.SH	宝钛股份	11.50	0.29	10.21	0.41	-11.25%	40.43%	军用钛合金业务增长
688122.SH	西部超导	3.45	0.36	3.43	0.34	-0.73%	-6.58%	军用钛合金业务增长
002149.SZ	西部材料	3.22	0.01	3.09	(0.14)	-4.02%	-1136.25%	军用钛合金业务增长
688333.SH	铂力特	0.54	(0.02)	0.18	(0.17)	-66.09%	-643.69%	高端 3D 打印材料业务增长
300263.SZ	隆华科技	3.53	0.30	2.85	0.47	-19.46%	58.05%	军民用复材、靶材业务增长
300337.SZ	银邦股份	4.04	(0.33)	4.29	(0.16)	6.20%	51.16%	新型铝合金复合材料业务增长
002625.SZ	光启技术	0.81	0.09	0.89	0.24	9.41%	184.50%	超材料等新材料业务增长
合计		53.24	5.36	51.78	6.35	-2.75%	18.58%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块年报及一季报总结

新材料业务板块成长态势良好，板块 13 家上市公司 2019 年实现营业收入 234.20 亿元，同比增长 16.73%，归母净利润 29.14 亿元，同比增长 45.67%；板块 13 家上市公司 2020 年一季度实现营业收入 51.78 亿元，同比减少 2.75%，归母净利润 6.35 亿元，同比增长 18.58%。其中，中航高科、光威复材、隆华科技等业绩增长态势良好，其复合材料业务均处于快速增长阶段。

我们认为，新材料处于军工行业上游，在新型武器装备列装的带动下，新材料板块有望持续保持快速增长态势，建议关注复合材料领域的中航高科、光威复材、隆华科技。

投资建议：军工行业进入业绩拐点阶段，建议加大配置

地缘压力下改革成长加速推进，行业有望迎来底部反转，建议加大配置。强大军事实力是国家安全的重要保证和坚强后盾，同时强大的国防军工产业也是科技兴军的关键。因此，在外部地缘不稳定形势下，我国有望加速推进军工改革和装备建设。而且我们认为，制造业是决定全球趋势变革的主要力量，军工是制造业中横跨行业多、技术全球领先、具有独立自主优势的大产业，是制造强国战略的火车头，因此军工行业有望在国企改革中担当重任。军工行业指数位于 14 年底同期水平，经历了长期充分调整。我们认为，随着改革和成长加速，军工行业有望迎来底部反转，建议加大配置军工行业。

装备采购有望加速，逆周期投资价值凸显。根据装备建设五年规划前低后高的规律，尤其 2020 年为十三五最后一年，我们预计军品订单有望加速释放。在当前宏观经济整体下行压力较大的背景下，军工行业属于财政投入，订单处在增长期，国企改革红利释放潜力大，又是未来引领我国高端制造产业升级的中坚力量，逆周期投资价值凸显。

军工改革走向落地实施阶段，关注装备建设、混改和价格改革等投资机会。军工改革包括混改及股权激励、科研院所改制和资产证券化、军民融合、以及军品定价机制改革等。过去两年军工改革处在规划、试点阶段，院所改制、混改等开始试点实施，2017 年提出论证军品定价议价规则。2018 年 8 月国资委推出国企双百改革行动方案，军工改革有望在国企改革的大潮中持续受益，各种改革政策加速落地实施。2018 年 12 月，国防科工局和中央军委装备发展部联合印发了 2018 年版武器装备科研生产许可目录，再次大幅降低军品市场准入门槛，引入更多的竞争主体，加快建立更加市场化竞争环境，提高武器性价比，将大幅加快军民融合发展的深度和广度。2019 年 3 月份，中航工业等单位就装备定价议价新规则进行培训，价格改革进入落地实施阶段。航空、航天、船舶、兵工、电科等军工集团高端装备资产体量大，成长性好，旗下上市公司或将受益于军工改革制度红利，行业有望进入盈利向上周期。卫星通信和北斗高精度导航产业发展已经正式迈向商业化推广阶段，未来有着广阔的市场应用潜力，上半年建议关注北斗导航高精度应用和卫星产业链。随着军改完成，军队装备采购正在加快，军工主机厂和军工新材料已经步入持续增长周期，军工行业有望步入基本面驱动和政策驱动共振阶段，看好军工行业投资价值。建议关注军工景气度向上的主机厂、军工新材料板块。

投资建议：配置军工高端制造类上市公司。军品价格改革、许可目录放开等重大行业改革和国企改革有望提升行业效率，改善行业盈利能力。随着军改完成，军队装备采购正在加快，军工电子和军工新材料已经步入持续增长周期，军工行业有望步入基本面驱动和政策驱动共振阶段，看好军工行业投资价值。建议关注受益于军品价格改革的航空主机厂、业绩增速较快的军工新材料企业和军工电子板块。主战装备产业链建议关注军工主机厂：中航股份、中航沈飞、航发动力；军工电子和国防信息化企业：高德红外、中航电测、航天电器、华测导航等；军工新材料建议关注中航高科、光威复材、隆华科技等；国企改革建议关注中航机电、中航电子等。

核心推荐标的

中直股份

1) 我国军民用直升机龙头，直 20 等新机型列装进度逐步加快，军用直升机市场增量空间或超千亿；2) 产品广泛列装于海陆空各军兵种，是陆航部队主要装备，海军舰船列装加速和海军陆战队扩编带来需求空间提升；3) 随着军品定价改革推进，作为总装厂未来有望大幅受益，实现资产盈利能力提升；4) 贸易摩擦对公司或有一定影响，但不影响长期向好趋势。

中航沈飞

1) 我国两大战斗机龙头企业之一，歼 15、歼 16 等重型战斗机正处于加速列装阶段；2) 下游空军和海军航空兵领域装备建设，带动重型战斗机需求释放；3) 随着军品定价改革推进，作为总装厂未来有望大幅受益，实现资产盈利能力提升。

航发动力

1) 国内航空发动机产业龙头，两机专项助力，军民用国产替代加速业绩释放；2) 两机专项逐步落地，航发集团成立实现飞发分离，产业发展趋势明朗；3) 国产军用航空发动机核心供应商，国防装备列装驱动业绩快速增长；4) 商用航发及燃气轮机国产替代配套业务前景广阔，有望受益于军工改革。

高德红外

1) 国内红外探测器细分行业龙头，掌握红外核心技术，产品应用陆海空天各军兵种，下游需求广泛，是我国目前唯一的具有武器装备总体研制资质的民企；2) 布局民品新兴领域，晶圆级封装批产进度加快，有望成为未来业绩新的增长点；3) 受益于国防信息化发展和军民融合战略，并且随着军改影响逐渐消退，下游订单持续增长较好。

中航电测

1) 国内一流的智能测控解决方案供应商，发展航空军工、应变电测与控制、智能交通、新型测控器件四大核心业务，在军民融合领域有着广阔市场增长潜力；2) 民品业务稳健增长。公司已打通电测产业中下游产业链，传感器、仪表等生产均位于行业龙头；智能交通业务持续增长，汽车检测及驾考业务需求旺盛；3) 军工配套业务附加值高，先进军机装备增量空间广阔，有望推动企业业绩释放。MEMS 惯导研发成果具备批产条件，符合弹药制导化趋势。

航天电器

1) 军用连接器、微特电机、继电器等领域，均处于国内龙头地位。2) 持续增加 5G 通讯用连接器、特种电机、新能源汽车用连接器及集成一体化、液冷互联、光链路传输、高速数据处理、智能制造技术及应用领域的研发投入，持续巩固技术优势，为未来发展铺路。

华测导航

1) 技术创造需求、从存量到增量，北斗高精度行业迎来向上拐点。公司聚焦高精度领域，目前业务基本全覆盖已成规模化的高精度下游细分，布局优秀，将直接受益于行业持续 3-5 年的高速发展。2) 数据采集设备业务：高精度 GNSS 接收机等传统数据采集设备受益于“行业高速发展+一带一路”，无人机航测、三维激光等产品打造新增长极。3) 数据应用及解决方案业务：高精度行业应用增长刚开始，位移监测、数字施工、精准农业布局领先。

中航高科

1) 国内航空领域复合材料件加工制造龙头企业之一。2) 拥有航空工业复材、优材百慕、京航生物、航智装备、南通机床、江苏致豪、万通新材七家全资和控股子公司，主要产品涵盖航空新材料、高端智能装备、轨道交通、汽车、医疗器械、装备制造、房地产等领域。

光威复材

1) 国内军用碳纤维两大核心供应商之一，主持制定了《聚丙烯腈基碳纤维》国家标准（2011 年发布）以及《碳纤维预浸料》国家标准（2013 年发布）两项国家标准，军用碳纤维业务保持快速增长态势。2) 民用碳纤维业务，配套维塔斯的风电碳梁业务快速增长，碳纤维民用应用拓展顺利。

中航机电

1) 公司是中航工业集团旗下航空机电系统业务平台，航空机电系统产品种类齐全，业务规模和技术能力在国内航空机电领域占据优势地位。2) 随着我国军用航空装备的升级和未来大飞机产业链配套国产化的推进，公司航空机电产品有着广阔的业务发展前景。3) 随着国企改革的推进，公司有望实现经营质量及效率的提升，同时也有望迎来新一轮资产整合。

中航电子

1) 公司是中航工业集团旗下航空电子系统产业发展平台，国内航空电子领域领军者。2) 随着我国军用航空装备的升级和未来大飞机产业链配套国产化的推进，公司航电产品有着广阔的业务发展前景。3) 公司积极拓展非航空民品和非航空防务领域的业务布局。4) 公司受托管理资产的体量远大于公司体量，我们认为，中航集团航电类资产未来资产证券化空间较大。

风险提示

军费增长低于预期。军工行业与军费景气度密切相关，军费增长低于预期均可能直接或间接对装备需求造成不利影响。

改革进度不达预期风险。军工行业目前有计划经济特征，产业的发展受国企改革政策的影响大，相关政策的进度不达预期对公司的治理结构和业绩均会产生影响。

武器装备研制进度不达预期风险。军工行业属于高新技术行业，科技含量高，质量要求严格，研制和批产难度大。如果武器装备研制进度不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

免责声明

分析师声明

本人，王宗超、何亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王宗超、何亮本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司