

证券研究报告—深度报告

国防军工

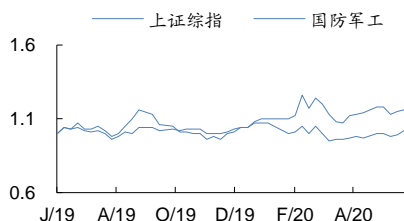
国防军工 2020 年 6 月投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 06 月 10 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国防军工 2020 年 5 月投资策略暨一季度业绩总结: 大国博弈由地上天, 布局商业航天新动能》——2020-05-12

《国防军工 2020 年 4 月投资策略: 外部环境进入动荡时期, 武器外贸市场迎来繁荣》——2020-04-10

《国防军工 2020 年 3 月投资策略: 市场信心开始恢复, 业绩驱动板块成长》——2020-03-13

《国防军工 2020 年 2 月投资策略: 行业向上趋势不变, 关注两会军费增长行情》——2020-02-14

《国防军工全产业链综述报告: 技术复杂层级繁多, 六大子链同气连枝》——2020-02-12

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308

E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080004

行业投资策略

美国骚乱恶化时局, 军事斗争准备愈发迫切

● 上月行情回顾: 板块跑输大盘及创业板

回顾近一月的行情, 军工板块跑输大盘及创业板。国防军工板块指数跌 2.00%, 上证综指涨 1.60%, 创业板指数涨 1.38%。由于市场对于受疫情影响的整体经济的担忧, 市场对于两会的军费增长并没有反应。加上上个月公布创业板实行注册制及板块关注度处于低位, 板块也没有出现比较博眼球的事件, 导致板块跑输大盘及创业板。

● 美国骚乱加剧局势恶化, 关注军工板块的避险性

美国骚乱已扩散到其全国, 在其新冠肺炎的确诊人数达到 200 万的情况下将进一步打击其经济, 对于其进出口均造成不利影响。美国国内民粹主义盛行, 其政府一直试图转嫁其国内矛盾, 这可能使其在世界其他地区制造紧张局势乃至进行军事冒险。美国作为世界上第一大经济体, 骚乱对其经济的也打击可能进一步拖累全球经济。全球经济持续走低的情况下, 资本市场可能会再次重视军工板块的避险特性以促使板块上涨。

● 投资建议: 关注商业航天、地面武器外贸、军用碳纤维产业

商用小卫星作为商业航天的核心产业, 受益于国家战略和市场发展双重利好, 推荐康拓红外。南亚、东南亚、中东国家传统客户的现役地面武器装备已经进入换代期, 地面装备相关企业尤其是总装企业将受益于此, 推荐内蒙一机。碳纤维产业链中, 预浸料产品在军用飞机及 C919 大型客机的应用前景广泛, 推荐中航高科。国内战斗机换装在十四五期间依然处于高速增长期, 推荐中航沈飞。

● 风险提示: 企业业绩可能低于预期, 相关政策落地进度可能不达预期

军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响, 可能导致企业业绩低于预期。相关政策的落地进度, 可能受到多方面影响, 这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600967	内蒙一机	买入	9.84	16,625	0.43	0.52	22.9	18.9
600760	中航沈飞	买入	32.97	46,170	0.97	0.90	34.0	36.6
300455	康拓红外	买入	14.42	10,350	0.28	0.33	51.5	43.7
600862	中航高科	增持	16.48	22,957	0.32	0.45	51.5	36.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

上月行情回顾：板块跑输大盘及创业板	3
行业月度推荐收益率	4
为什么说军费是超预期增长	5
美国骚乱加剧世界局势恶化，关注军工的避险属性	6
投资建议：推荐商业航天、空地主机、碳纤维	7
看好商业航天企业作为产业新动能的发展前景	7
地面武器装备外贸全产业链存在较大超预期可能	7
航空产业链中的军用碳纤维军民前景均可观	7
持续推荐国内战斗机换装和国企改革相关标的	8
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

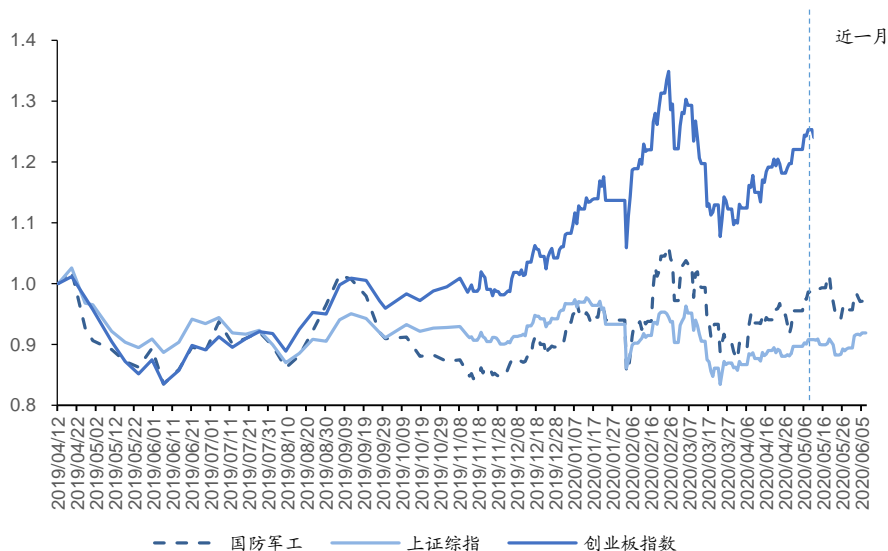
图表目录

图 1：近一年军工板块指数走势与大盘和创业板相对走势对比（纵轴为相对走势）	3
图 2：2010-2020 年中国军费走势图（单位：亿元）	5
表 1：策略组合（以相邻两个月度策略报告期计，5 月 12 日至 6 月 8 日）各月收益情况	4

上月行情回顾：板块跑输大盘及创业板

回顾上月的行情，军工板块跑输大盘及创业板。5月12日至6月8日收盘，国防军工板块指数跌2.00%，上证综指涨1.60%，创业板指数涨1.38%。由于市场对于受疫情影响的整体经济的担忧，市场对于两会的军费增长并没有反应。加上上个月公布创业板实行注册制及消费、电子等板块受关注度程度高，而军工板块没有出现比较博眼球的题材及事件，加之市场整体对军工板块基本面认识不充分，导致板块跑输大盘及创业板。

图 1：近一年军工板块指数走势与大盘和创业板相对走势对比（纵轴为相对走势）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在上一期月度策略中已经提到过，现在市场对于板块的关注度持续维持在较低的水平，军工板块需要企业业绩的兑现和新兴的发展战略来激活。美国 SpaceX 公司经过 10 余年的发展，随着“星链”计划的实施，终于促使我们大力发展商业航天和小卫星市场与其争夺近地轨道资源和未来的商用市场。中美之间的商业竞争终于从地面的 5G 通信发展到了近地轨道的宇宙空间，商业航天的发展同样已经上升到了国家战略的高度，作为军工板块的新兴方向，在大国博弈愈发激烈的背景下，已经成为一个不得不关注的战略方向。

行业月度推荐收益率

5 月份，我们推荐的中航高科跑赢指数，涨幅为 4.63%，明显跑赢大盘及板块指数。

表 1: 策略组合（以相邻两个月度策略报告期计，5 月 12 日至 6 月 8 日）各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	上证指数涨跌幅	军工板块涨跌幅
2020 年 5 月	内蒙一机	-2.48%	1.60%	-2.00%
	中航沈飞	-5.12%		
	中航高科	4.63%		
	康拓红外	-7.33%		
2020 年 4 月	内蒙一机	5.99%	3.51%	7.84%
	中航沈飞	10.85%		
	中航高科	19.32%		
	四创电子	1.99%		
2020 年 3 月	内蒙一机	-8.07%	-5.16%	-6.84%
	中航沈飞	12.36%		
	中航高科	7.00%		
	四创电子	-7.85%		
2020 年 2 月	内蒙一机	5.78%	2.30%	10.26%
	中航沈飞	13.45%		
	中航高科	3.22%		
	四创电子	6.41%		
2020 年 1 月	内蒙一机	-9.71%	-6.02%	-1.22%
	中航沈飞	-14.34%		
	中航高科	4.37%		
	四创电子	-16.88%		

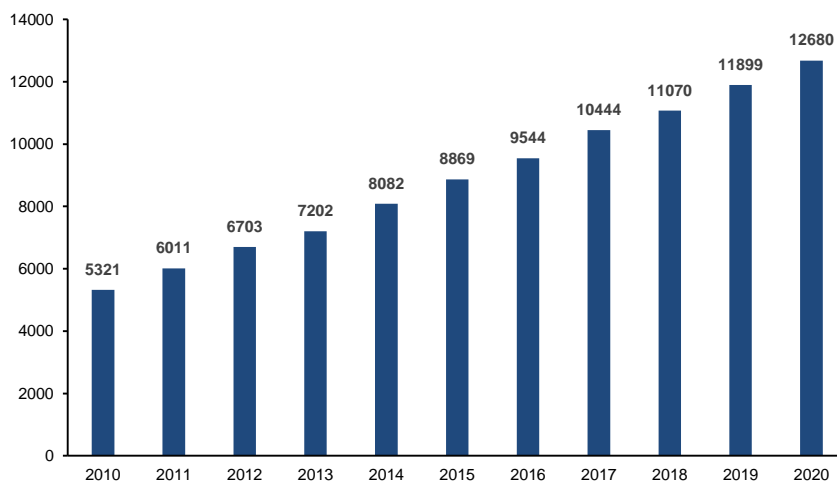
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

为什么说军费是超预期增长

2020 年，军费增长 6.6%，这个数是否超预期，要横向对比，要对比 GDP 增长预期。有不少人讲军费增长的 6.6% 低于预期，这些人是拿往年的军费增速与今年的增速做的对比，往年大多数时间都是 7% 以上，今年没到 7% 所以他们认为就低于预期。这个说法是静态的、机械式、教条的思维，也是对市场、对经济、对军费缺乏认识的体现。军费是国家开支的一部分，应当拿当年的国家经济指标做横向的对比，而非对比历史数据，尤其是在国家经济指标可能有重大变化的前提下，更加不能拿历史数据做对比。这个比较法，其实是跟市场上成规模的绝大多数机构追求相对收益的道理是一样的，应当是在当前的经济和市场条件下与一个或者数个重要经济或者股指指标做对比。衡量军费增速是否超预期的指标就是 GDP 增速。2020 年 GDP 增速由于新冠疫情可能对国家经济造成的影响，中央并没有给出具体的增长指标，2020 年的 GDP 增速可能大幅弱于往年也是全社会的共识。在这个情况下，军费的 6.6% 的增长与市场预期的 GDP 增速目标相比已经创了数年之内的新高。因此，我们认为 2020 年的军费增速是超预期的，尤其是在 2020 年的大环境下。换句话说，接下来一段时间，如果军工板块出现板块性的行情，有可能是在与国民经济紧密相关的传统行业受今年的新冠疫情和国际局势紧张加剧而增长受挫的情况下出现的。

军费的持续高速增长，有利于我军加强军事斗争准备以应对世界局势变化，也奠定了军工板块的基本面基础。

图 2：2010-2020 年中国军费走势图（单位：亿元）



资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

美国骚乱加剧世界局势恶化，关注军工的避险属性

进入 2020 年以来，到目前的国际局势应分为两段来看，一段是新冠疫情爆发前，一段是新冠疫情爆发后。2020 年年初到新冠疫情爆发，这段时间国际上发生的最大事件是美国暗杀伊朗革命卫队高级将领苏莱曼尼导致的中东局势紧张，但与新冠疫情爆发后世界所发生的事相比，这简直不值一提。在 3 月以后发布的月度策略报告中，就已经提到过一定要重视新冠疫情和蝗虫等灾害对于国际局势的影响。到了 5 月底，国际局势恶化的趋势被美国黑人弗洛伊德的死推向另一个高潮，美国在大选年的大规模骚乱是必须引起重视的，作为我国最大的出口国和拥有世界上最强武装力量的国家的内部割裂会对全球经济和军事斗争态势均产生极大影响。

美国骚乱的直接原因是警察执法过程中造成弗洛伊德的死亡。美国宣传的“民族熔炉”，其本质上还是用强大的宣传机器掩饰其多种族社会的群体差异，是一种“我不提也不让你说”的自欺自人的行为，实际上就是靠宣传手段来掩饰而非解决自己的社会矛盾，一旦这些不同种族的“心中所想”难以压抑，则势必导致相应群体忍无可忍式的矛盾集中爆发。这是美国社会的种族问题的轮回，当今的美国政治体制和政客既无能力也无意愿去解决这种深层次社会问题。种族问题虽然是此次骚乱的直接原因，但确是美国社会不可避免地走向撕裂的根本原因，反而短期的经济不好极容易作为直接原因去引爆其社会深层的种族矛盾，美国社会会不断在这样的轮回中循环，直至以更剧烈的形式不断爆发使整个国家彻底分崩离析。

美国爆发此次骚乱的根本原因是新冠疫情导致的大规模失业，美国人本身的家庭储蓄率是比较低的，这导致整个社会对于失业率提升的抵御能力也是比较低的，而有色人种和底层白人又以在服务业打零工作为维持生计的主要手段进一步加剧了这种情况。美国统计局修正的 5 月失业数据达到了 16.3%，4 月的失业率数据是 14.7%。据 CNN 报道，到 6 月初，已经有部分人口失业长达四个月，失业率持续走高。古今中外，老百姓吃不上饭就是要上街闹事。但就美国联邦政府和州政府可能采取的措施来看，谁都没有办法去解决失业率走高的问题，世界经济进入下行周期的同时，美国联邦政府自特朗普上任以来的逆全球化行为和对美国国际信誉的损害对美国自身也产生了不可逆的影响。在应该加强全球化合作、在世界经济下行的情况下应该与 WTO 国家抱团取暖之时，受国内民粹主义裹挟而大力推行的“美国优先战略”最终会把美国自己推向深渊。企业与国家最大的不同是追求经济利益与战略利益的不同，特朗普任期内以牺牲美国在中东、东亚、东欧的盟国关系和战略利益为代价以索要保护费的方式去追求分担经费，这是十分得不偿失的，钞票国家是可以发行的，地缘政治利益的损失则是不可逆的。

美国骚乱规模已扩散到其全国，在其新冠肺炎的确诊人数达到 200 万的情况下将进一步打击其经济，对于其进出口均造成不利影响。美国国内民粹主义盛行，其政府一直试图转嫁其国内矛盾，这可能使其在世界其他地区制造紧张局势乃至进行军事冒险。美国作为世界上第一大经济体，骚乱对其经济的也打击可能进一步拖累全球经济，全球经济持续走低的情况下，资本市场可能会再次重视军工板块的避险特性以促使板块上涨。

投资建议：推荐商业航天、空地主机、碳纤维

商业航天作为行业发展新方向，我国有足够的技术能力与西方国家进行竞争，在国家意志和商业前景的双重推动下，推荐涉及小卫星配套领域的相关企业。总装类企业和核心配套企业在新军品定价机制下及新的改革措施不断落地的过程中，毛利率水平及自身活力有望持续提升；军品采购目录调整后，总装及核心配套企业由于自身常年积累的技术优势，其产品依然是采购目录内产品，继续享受军品的竞标及免税待遇；在武器装备外贸领域，由于其产品在国际市场上的竞争力的增强和所提供的高新技术装备的稀缺性，将是外贸市场的最大受益者。因此我们继续推荐关注该类企业。

看好商业航天企业作为产业新动能的发展前景

康拓红外上市公司在 2019 年完成资产重组后，依托 502 所优势产业，在小卫星配套应用领域处于优势地位。

轩宇空间作为 2019 年注入康拓红外上市公司的企业，其产品主要以星载设备、星敏感器、卫星控制设备等产品为主。其在国内大型卫星相关配套产品行业占比极高，具备发展小卫星用星载控制设备的技术及市场能力。该业务在立足大型卫星市场的前提下，也受到国家小卫星发展战略的利好。

上市公司体内的轩宇智能主营业务为核工业及特殊工业用机器人，该类设备受益于我国核工业的发展。

地面武器装备外贸全产业链存在较大超预期可能

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

内蒙一机是我国最重要的坦克装甲车辆生产企业，将持续受益于全军装备换装。随着军代表制度改革影响的结束，公司产品交付趋于正常，积压存货实现交付，公司业绩有可能呈现较大增长。地面武器外贸市场需求逐渐提升，随着友好国家开始换装，公司将持续受益。

航空产业链中的军用碳纤维军民前景均可观

在过去的一段时间里，我国整体上军转民市场发展的并不充分，其主要原因是在当时我国的军用技术水平尚处于追赶世界先进国家行列，在传统的军转民领域市场被国外企业占领。在 21 世纪初期的军转民技术主要集中在机械加工和材

料领域，而这些军用技术西方早在 20 世纪 70 年代就开始研究，在我国的国防科工系统将这些技术应用与国内武器装备前，西方的军转民技术企业就已经占领了我国的设备市场，因此我国自己技术的军转民市场在之前发展并不充分。但是现在，我国在诸多军用设备领域已经走在世界前列，自身就可以完成这些设备的全产业链供应，并且本土设备厂商在设备性能和价格方面均可以做到优于国外相关产品。因此，军用技术的发展为高新技术开拓民用市场提供了坚实基础，军转民市场将为军工企业长期健康高速发展提供新的动力。

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

中航高科是我国航空新材料产品的核心企业，今年上半年碳纤维预浸料产品销量大幅增长，预浸料是整个碳纤维产业链中技术难度高且可以保持高毛利率的产品。随着我国各型先进航空器陆续进入大规模生产时期，公司业绩将持续增长。

持续推荐国内战斗机换装和国企改革相关标的

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

中航沈飞是 A 股战斗机第一股，是我国战斗机的主要生产企业。随着空军现代化的加速和海军舰载航空兵建设的加速，公司将持续受益。不论是新型多用途战斗机还是舰载战斗机，均可保持较长时间的增长。随着国际市场对于新型隐身战斗机需求的兴起，FC-31 战斗机的外贸前景将更加明朗。

风险提示：企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响，虽然涉及军队自身的体制性改革已经完成，但若有涉及到采购、接装等部门的突发性事件影响，则可能导致企业业绩低于预期。相关政策的落地进度，可能受到军工集团人事调整、上层改革推进意愿、尤其是事业单位转企可能受到来自财政等多方面影响，这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600967	内蒙一机	买入	9.84	0.34	0.43	0.52	28.94	22.88	18.92	2.0
600760	中航沈飞	买入	32.97	0.63	0.97	0.90	52.33	33.99	36.63	5.1
300455	康拓红外	买入	14.42	0.20	0.28	0.33	72.10	51.50	43.70	5.0
600862	中航高科	增持	16.48	0.40	0.32	0.45	41.20	51.50	36.62	3.7
600038	中直股份	买入	41.12	1.00	1.10	1.35	41.12	37.38	30.46	3.4
002013	中航机电	买入	7.95	0.27	0.30	0.34	29.44	26.50	23.38	2.6
600879	航天电子	增持	6.83	0.17	0.19	0.22	40.18	35.95	31.05	1.3
000768	中航飞机	增持	17.37	0.21	0.22	0.24	82.71	78.95	72.38	2.7
600562	国睿科技	增持	14.02	0.07	0.09	0.12	200.29	155.78	116.83	4.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032