中信证券
CITIC SECURITIES

军工行业专题

军工产业链的投资机遇

中信证券研究部
付宸硕，联系人：陈卓

2020年9月10日

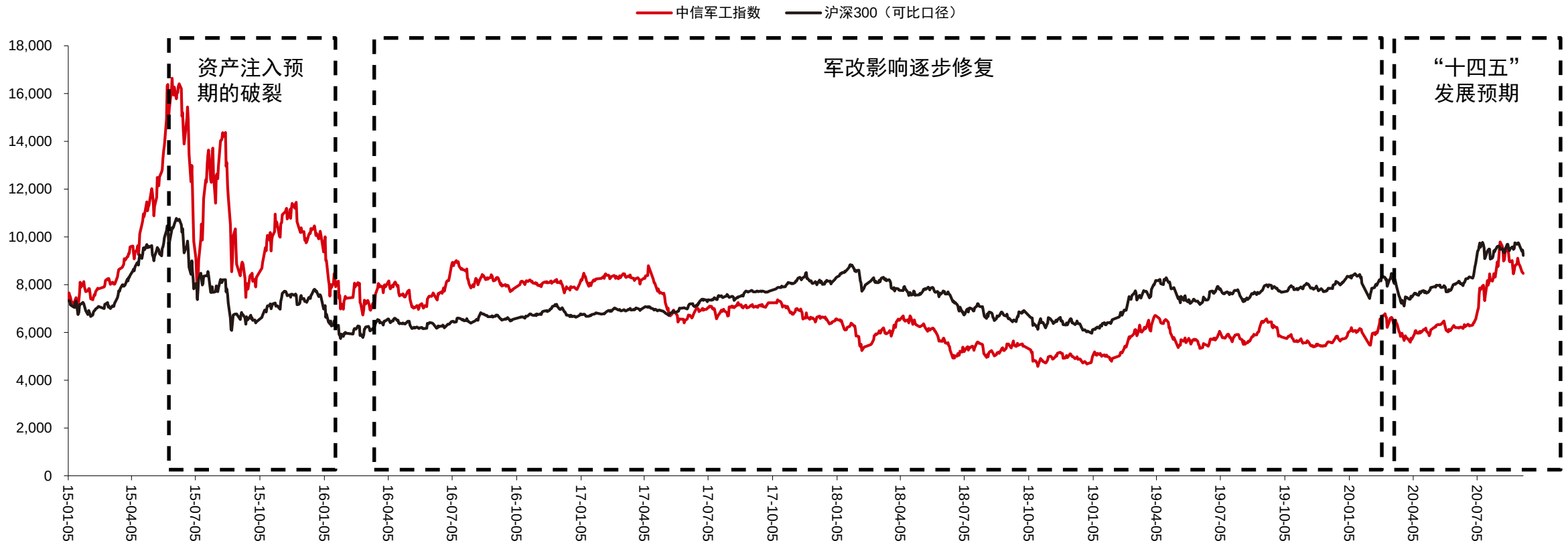
核心观点

- **核心逻辑：“不确定”下的确定性溢价**
  - 在外部环境“不确定”因素增多的情况下，军工行业由于在进行“补偿式”发展具有增长高确定性，可以给予确定性溢价；
  - 不同于2014-2015年的“资产注入”逻辑，当前军工行业面临更为确定的发展机遇，无论是基于基本面还是资金面，军工行业都具备了持续上涨基础。
- **投资策略：围绕“产业拐点”布局**
  - 航空发动机产业链：钛合金、高温合金、复合材料、整机等；
  - 导弹产业链：连接器、被动元器件、导航系统、发射机等；
  - 航空装备产业链：碳纤维产业链、成飞产业链、无人机等；
  - 军工信息化：北斗、雷达、通信等。
- **风险因素：**市场风险偏好下降；无人机列装进展低于预期；教练机更新速度低于预期；发动机研发受阻；军民航空领域碳纤维需求低于预期。

基本面：板块性调整持续数年

- 中信军工指数自2015年5月高点后经过了长达数年的调整，至2018年10月低点，较最高点下跌70%+；
- “资产注入”逻辑兑现缓慢，军改恢复不达预期等原因，产生了长期的负面影响。

中信军工指数自2015年已持续调整数年

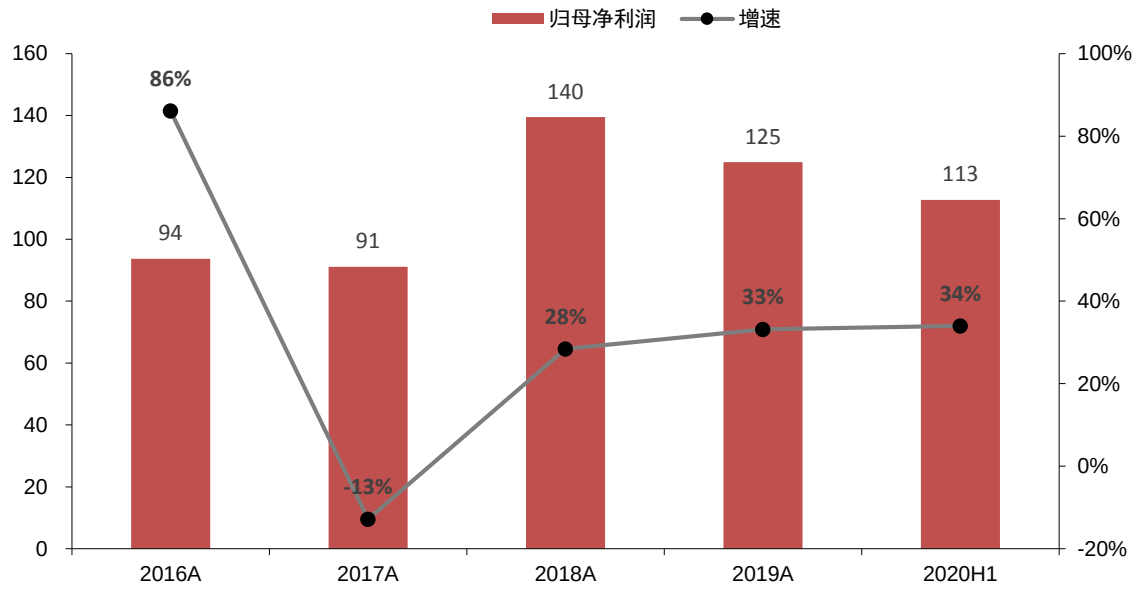


资料来源：wind，中信证券研究部

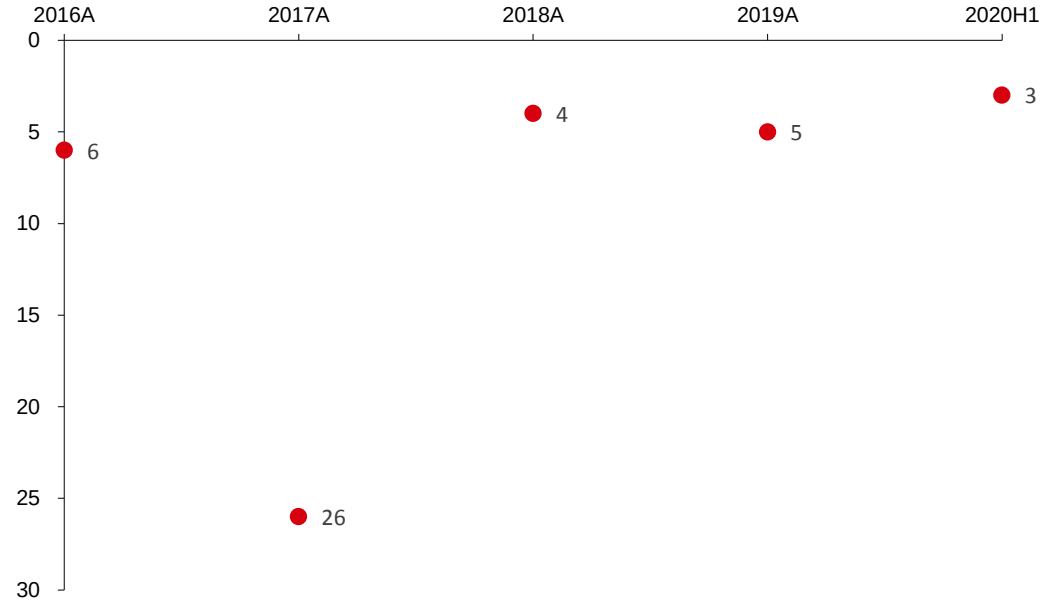
基本面：盈利能力已明显改善

■ **板块整体盈利能力得到显著改善。**军工行业自2018年开始业绩表现持续向好，净利润增速快速提升，整体排名均处于前五，军队发展已经映射到了军工企业的利润表。

军工行业历年业绩表现



军工行业历年业绩排名



资料来源：wind，中信证券研究部

基本面：长期发展向好

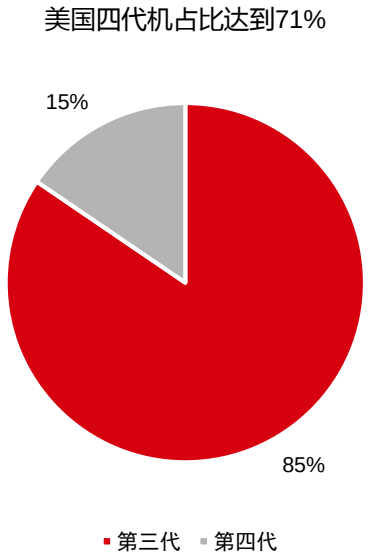
- 战略规划的变化：“三步走”战略目标提前了15年；空军由国土防空型向攻防兼备型转型；
- 补偿式发展：我军目前仍装备了大量的老旧装备，新装备数量及结构占比与美俄等军事强国相比仍有较大差距。

新旧国防建设“三步走”战略对比

	2017年提出的国防建设“三步走”战略	1997年提出的国防建设“三步走”战略
第一步	确保到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	从现在起到2010年，用十几年时间，努力实现新时期军事战略方针提出的各项要求，为国防和军队现代化打下坚实基础。
第二步	力争到2035年基本实现国防和军队现代化	二十一世纪的第二个十年，随着国家经济实力的增长和军费的相应增加，加快我军质量建设的步伐，适当加大发展高技术武器装备的力度，完善武器装备体系，全面提高部队素质，进一步优化体制编制，使国防和军队现代化建设有一个较大发展。
第三步	到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队	再经过三十年的努力，到二十一世纪中叶，实现国防和军队现代化。

资料来源：中国政府网，人民网，中信证券研究部

美国空军装备结构对比

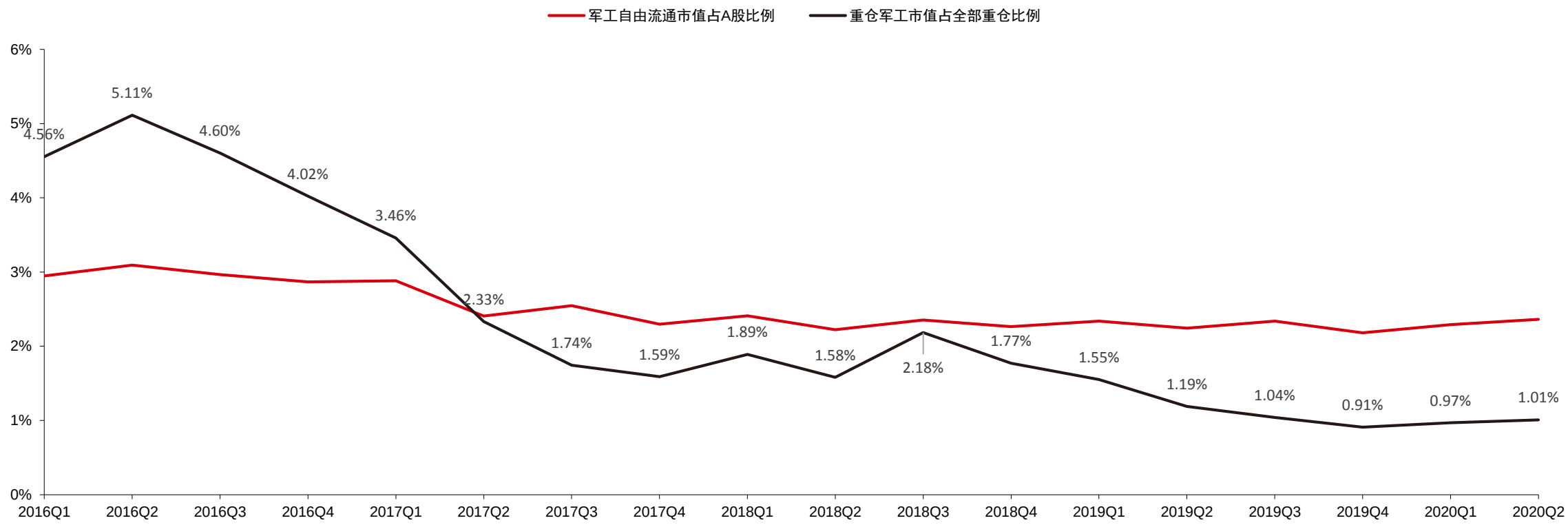


资料来源：《World Air Forces》，中信证券研究部

资金面：机构持仓持续低配

- 自2017年二季度开始，主动基金对军工板块持仓一直处于低配状态。截至2020年二季度，主动基金重仓军工市值占全部重仓的1.01%，环比上升0.04pcts，但仍然低配1.35pcts。

截至2020Q2基金重仓军工市值占比

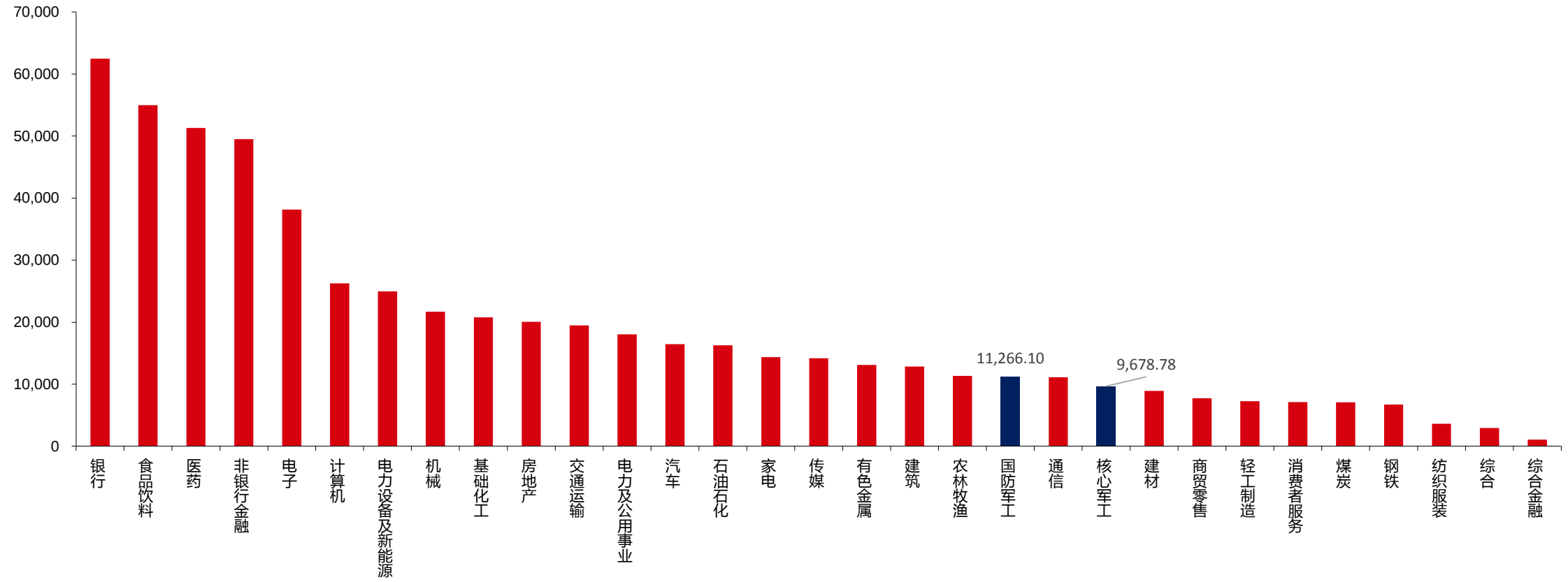


资料来源：wind，中信证券研究部

资金面：机构持仓持续低配

- 整体板块流通市值较小，行业中排名倒数。本轮行情启动前，个股市值最大仅500-600亿。

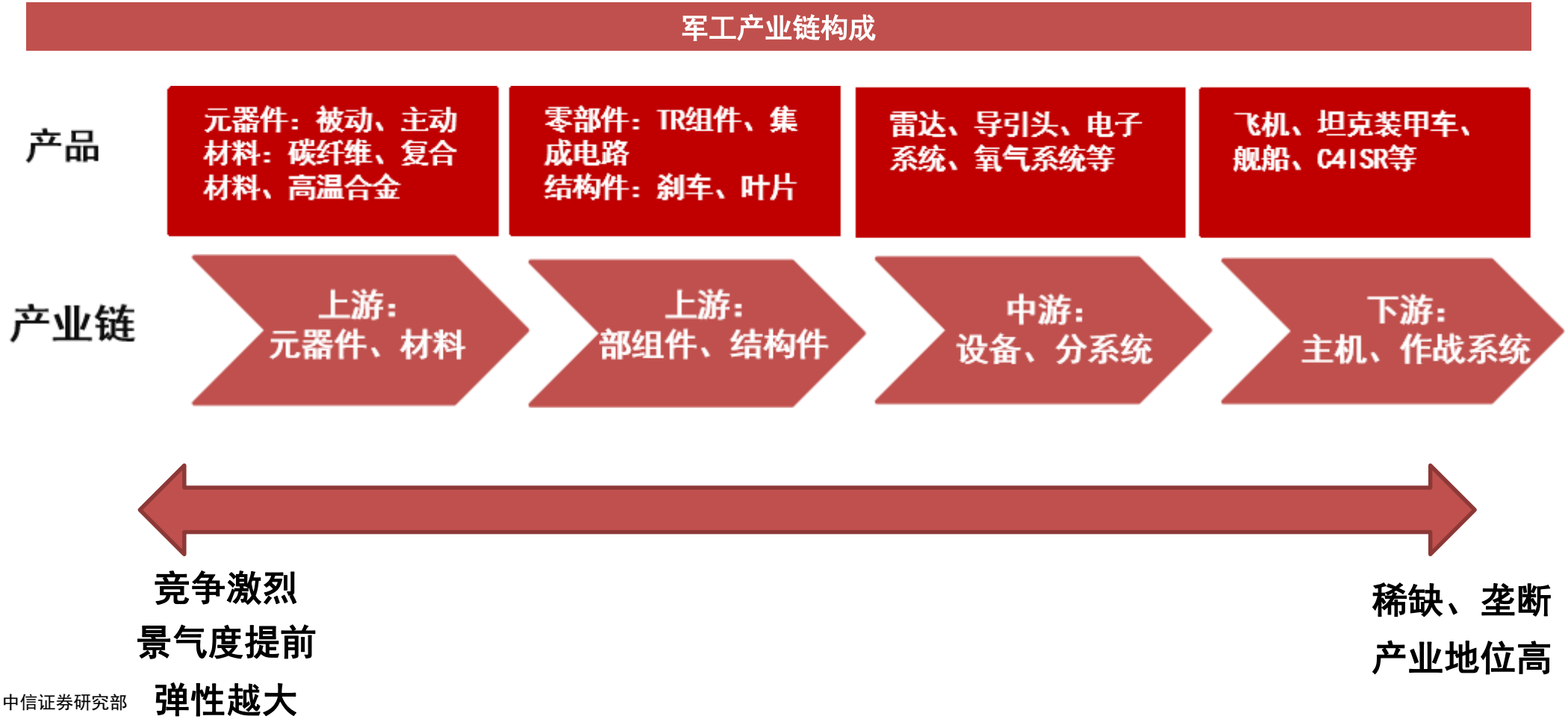
各行业A股市值（亿元，不含限售）



资料来源：wind，中信证券研究部

围绕“产业拐点”布局

- 基本面具备发展高确定性支撑，资金面机构增持空间大。
- 推荐围绕“产业拐点”布局



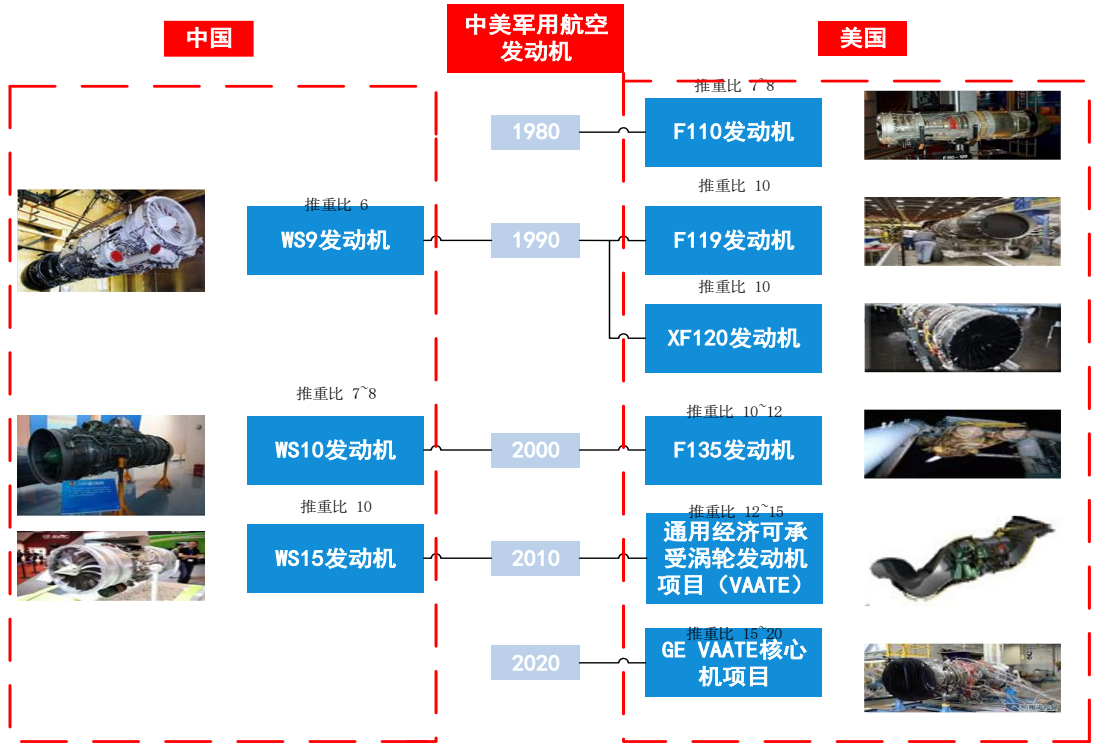
资料来源：中信证券研究部

围绕“产业拐点”布局

■ 航空发动机

- 航空耗材，实战化训练加速损耗；
- 研制加速；
- 国产化率提升。

中美军用航空发动机发展对比



资料来源：环球网，中信证券研究部

我军三、四代战机航发国产化率测算

机型	数量
从俄罗斯引进机型更换+备用发动机预计	699
国产双发三四代战机需要发动机数量预计	204
国产三代单发战机所需发动机数量预计	392
合计需要发动机	1295
通过进口渠道获得的发动机预计	399
国产发动机型号需求量预计	896
三四代机航发国产化率估算	69%

资料来源：SIPRI，《世界空中力量2018》，中信证券研究部测算

围绕“产业拐点”布局

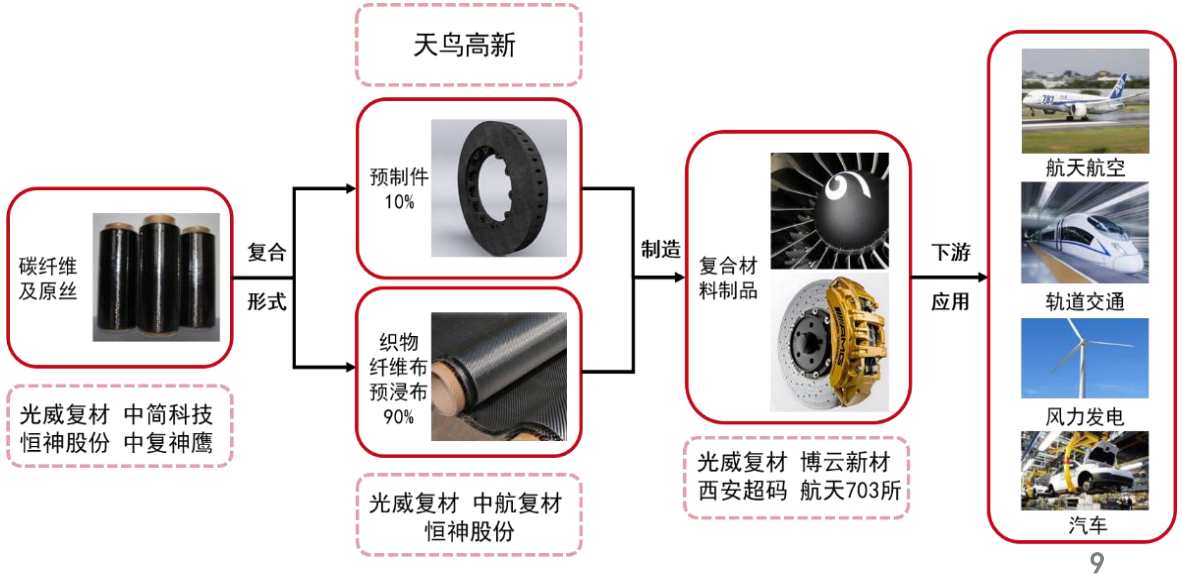
- **导弹：** 据《解放军报》报道，2018年东部战区陆军某旅枪弹、炮弹、导弹消耗分别是2017年的2.4倍、3.9倍、2.7倍；
- **无人机：** 航天彩虹官方微信公众号消息，“需生产交付的飞机总数量几乎是公司成立以来所有年份无人机生产数量之最，是过去一年生产无人机数量的数倍之多”；
- **碳纤维：** 型号放量+复材占比提升。

国内部分军机型号复合材料用量

机型	复材用量（%）	应用部位	首飞年份
J-8I	1	垂尾	1985
J-8III	2	垂尾、前机身	1993
J-8II	5	机翼承力结构验证	1995
J-10	6	垂尾、鸭翼、襟副翼	1997
J-11B	9.6	机翼、平尾、垂尾、减速板	2003
Y-12F	7~10	副翼、方向舵、升降舵、整流罩	2010
J-20	20	机翼、起落架局部、蒙皮局部	2011

资料来源：《先进材料在航空航天中的应用》（梁文萍），中信证券研究部

碳纤维材料产业链及主要公司



资料来源：各公司公告，各公司官网，中信证券研究部

风险因素

- 市场风险偏好下降
- 无人机列装进展低于预期
- 教练机更新速度低于预期
- 发动机研发受阻
- 军民航空领域碳纤维需求低于预期

中信证券
CITIC SECURITIES

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

付宸硕（首席军工分析师）

执业证书编号：S1010520080005

联系人：陈卓

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA （UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35 条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA （UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA （UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。