

# 国家消费的刚需，投资风格酝酿激变： 从波段到持有



## 核心观点

- “非战争军事行动”是国家军事力量运用的重要方式，抗击新冠是一个典型案例。“非战争军事行动”是指武装力量为维护国家安全和利益而进行的不直接构成战争的军事行动。03年开始，从非典、汶川救灾、奥运安保，到亚丁湾、索马里护航、利比亚维和，我军参与非战行动的人数和装备有很大增加。08年非战行动首次被写进国防白皮书，我国在非战争军事行动能力的建设投入快速增加，09年我军非战争军事行动力量体系初步构成。经过十年的发展，这力量已进入常态化任务执行状态，面临的挑战越来越多样化也越来越艰巨。本次疫情快速扩散初期，武汉医疗资源告急，是军队力量在除夕“临危受命”星夜驰援；是军队力量“体系性介入”用丰富的实战经验和专业的应急救援能力构筑起疫区的信心；也是军队力量接管火山山和雷神山医院后，用军事化的高效管理有效缓解了重疫区的紧张局面，扭转了潜在的进一步恶化趋势。
- 地缘政治和非战威胁严峻，国防投入的刚需属性凸显。随着美国掌控力的相对衰退，全球秩序新旧更替到来，力量的试探性博弈增加之下，地缘政治的挑战越来越大，军备竞赛趋势重新显现。此外，疾病灾害等非战争威胁也越来越强，民政救灾资金支出不断提高，护航、反恐和维和需求也在快速提升。传统战备导向性的军备建设很大程度上带有针对性、计划性特征，导致国防投入具有一定的波动性。但随着非战压力的加大，以及在军费开支中逐渐占据一定地位，其持续性、常态化、高消耗的特征让国防投入的刚需属性进一步增强。此外，非战军事行动，对高新装备提出要求，重型直升机/运输机、卫星通信/导航/遥感、应急通信专网指挥、核生化洗消防护、态势感知等装备建设还需强化。
- 板块估值降低，同时波动性下降，投资理念由波段操作向长期持有转变。纵向看，经历三年的估值消化，19年军工板块走势逐步回归基本面。横向看，当前军工板块估值排名从过去常年估值最高，下降至目前的第5位。在行业景气上行、基本面持续改善的背景下，军工板块估值已具备行业比较优势。看行业alpha，17年6月之前板块超额收益明显，之后持续跑输沪深300，近几年绝对和相对涨幅小，消化估值。另外从行业beta看，18年9月之后beta迅速下滑，从过去的1.3下降到0.8左右，导致波段操作的价值降低。站在当前时点，结合估值和板块成长性，长期持有军工标的的投资价值开始显现。1) 行业成长性强：防务需求稳定，而大飞机、商业航天等军民融合产业打破市场天花板，有望带来数倍以上的产业成长空间；内外部环境因素共振，我国的国防建设即将步入“提质上量”的第四个阶段。2) 优质公司增多：虽然军工板块在17年以后跑输大盘，但是依然有中航光电、航天电器、中航机电等不少长期持有超额收益明显的公司，且这样的公司将越来越多。

## 投资建议与投资标的

- 建议关注具备长期投资价值的低估值及高成长个股，如：中航光电(002179，买入)、航天电器(002025，买入)、火炬电子(603678，未评级)、中航机电(002013，买入)、中航重机(600765，买入)、楚江新材(002171，买入)、光威复材(300699，买入)、菲利华(300395，未评级)、中航电测(300114，增持)，同时关注未来有望进入加速成长的，如：振华科技(000733，增持)、应流股份(603308，买入)、钢研高纳(300034，未评级)、红相股份(300427，未评级)、航新科技(300424，未评级)等。

## 风险提示

大飞机、商业航天等军民融合产业发展进度低于预期

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

国防军工行业

报告发布日期

2020年02月26日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

王天一

021-63325888\*6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120021

证券分析师

罗楠

021-63325888-4036

luonan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518100001

联系人

冯函

021-63325888-2900

fenghan@orientsec.com.cn

## 相关报告

大飞机可能成为中美在高端制造的新博弈， 2020-02-17

看好军工长期投资价值及空间：

复工复产第一线，年度来看军工企业具备一 2020-02-12

定天然优势：

低配幅度进一步扩大，低估值及优质赛道标 2020-01-31

的获青睐：2019Q4 军工行业基金持仓分析

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、抗击新冠：我军非战争军事行动的典型 .....	5
1.1“非战争军事行动”是国家军事力量运用的重要方式 .....	5
1.2 我国非战军事力量逐渐成熟，已进入常态化任务执行状态 .....	6
1.3 战疫一线，舍我其谁：军队是抗击新冠肺炎的尖刀力量 .....	8
二、地缘政治和非战威胁严峻，国防投入的刚需属性凸显 .....	11
2.1 地缘政治压力加大，军队现代化水平亟待提升 .....	11
2.2 非战争威胁凸显，军队是“最后的防线” .....	12
2.2.1 疾病威胁 .....	12
2.2.2 自然灾害 .....	14
2.2.3 护航需求 .....	15
2.2.4 反恐需求 .....	17
2.3 非战争军事需求驱动下，国防投入的刚需属性显现 .....	18
三、产业前景叠加低估值，军工投资模式酝酿激变 .....	21
3.1 军工板块整体估值降低，波动性下降 .....	21
3.2 军工板块阿尔法从 2015 年前后的变化 .....	22
3.3 板块波段价值下降，长期持有的投资价值显现 .....	23
3.3.1 民机打开市场，军品加速装备，板块的成长性显现 .....	23
3.3.2 出现越来越多的估值低、成长性好，值得长期持有带来超额的优质个股 .....	28
风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 解放军非战争军事行动力量体系组成 .....	6
图 2: 解放军驰援武汉 .....	9
图 3: 火神山医院建设 .....	9
图 4: 武汉站的高德红外测温仪 .....	11
图 5: 大立科技红外产品部署各地机场车站 .....	11
图 6: 2003Q2 中国经济增速回落但未改上行趋势 .....	13
图 7: 2003Q2 香港 GDP 出现负增长 .....	13
图 8: 近年来中央民政救灾资金支出（2009 年可比价格）及其占中央财政总支出的比例 .....	14
图 9: 1950 年至今军费占 GDP 及财政比例 .....	20
图 10: 1950 年至今国防军费及增速 .....	20
图 11: 汶川地震时米-26 执行空中调运任务 .....	21
图 12: 新冠肺炎疫情中运-20 运输支援部队及物资 .....	21
图 13: 截至 2020 年 2 月 25 日申万军工指数 PE-band .....	21
图 14: 2010 年至今军工指数相对沪深 300 .....	22
图 15: 中信军工指数相对于沪深 300 的 alpha .....	23
图 16: 中信军工指数相对于沪深 300 的 beta .....	23
图 17: 国产飞机在 20 年进入重要战略发展机遇期 .....	26
图 18: 我国国防军工发展四阶段 .....	27
图 19: 2010 至 2017 年军费支出中，装备费占比提升，增速快 .....	28
图 20: 中航光电 08 年到 18 年的营收、利润和 ROE .....	28
图 21: 中航光电自 2010 年至今超额收益明显 .....	29
图 22: 即使牛市最高点买入，持有至今仍有明显的绝对和相对收益 .....	29
图 23: 航天电器自 2010 年至今超额收益明显 .....	30
图 24: 中航机电自 2013 年重组后至今超额收益明显 .....	30
图 25: 航天电器股灾后相对沪深 300 和军工指数的表现 .....	30
图 26: 中航机电股灾后相对沪深 300 和军工指数的表现 .....	30
表 1: 历次国防白皮书“非战争军事行动”相关内容 .....	5
表 2: 2019 年至今我军主要救援任务 .....	8
表 3: 此次武汉新冠肺炎疫情的非战行动 .....	10
表 4: 近年来全球范围内发生的较为严重的传染病事件 .....	13
表 5: 2001 年至今我国主要的自然灾害及所造成的损失 .....	14
表 6: 2006 年以来亚丁湾、索马里涉及到中国公司和公民的海盗劫持事件统计 .....	16

表 7: 2008~2014 年国内恐怖袭击事件.....	17
表 8: 海外航空配套企业 .....	24
表 9: 具备大飞机机体结构及其材料供应能力的国内企业 .....	25
表 10: 军工板块长期营收和利润复合增速较快的公司.....	31
表 11: 未来三年有望保持复合 15%增长的公司（加粗的取的是东方预测，其他取得是截至 2 月 25 日的 wind 一致预期） .....	31

## 一、抗击新冠：我军非战争军事行动的典型

### 1.1 “非战争军事行动”是国家军事力量运用的重要方式

根据《中国人民解放军军语》的定义，“非战争军事行动”是指：武装力量为维护国家安全和利益而进行的不直接构成战争的军事行动。“非战争军事行动”包括反恐维稳、抢险救灾、维护权益、安保警戒、国际维和、国际救援等行动。这个概念最早由美国正式提出，在 1993 年美国陆军《作战纲要》中，美军认为，在冷战结束后的新国际环境下，和平与战争的界限已变得模糊不清，军事力量在技术上的灵活性与多样性以及国际关系的革命性变化，已使得一个国家可以运用军事手段去实现许多政治目的而无需进行战争。因此美国将正式宣战及《战争权力法》授权以外的所有军事行动列为非战争军事行动。2001 年美军《联合作战纲要》又将其定义为“除战争中大规模交战行动之外军事力量进行的一系列行动”。

**2008 年我国将“把非战争军事行动作为国家军事力量运用的重要方式”，首次写进国防白皮书。**当时的背景是解放军承担的非战争军事行动任务越来越繁重：从 2003 年非典肆虐，到 2008 年汶川救灾、奥运安保，再到 2009 年以来赴亚丁湾、索马里护航，利比亚维和，玉树地震、舟曲泥石流抢险，我军参与非战行动的人数和装备都比以往有很大增加，非战争军事行动能力建设的投入也在快速增加。将“非战军事行动”写入白皮书是针对我国长期面临复杂、多元的安全威胁与挑战，恐怖主义、自然灾害、经济安全、信息安全等非传统安全威胁明显上升的大势做出的战略选择。围绕加强非战争军事行动能力建设的目标，新一代《军事训练与考核大纲》、《关于加强非战争军事行动科学指导的意见》等文件先后出台。并在随后的 10、13、15、19 年国防白皮书中，对“非战争军事行动”的内涵要求和建设进度做出了进一步的明确阐释。**构建非战军事力量，是维护我国国家利益的需要，也是应对日益凸显的非传统安全威胁的需要，还是维护世界和平与促进共同发展的需要。**

**表 1：历次国防白皮书“非战争军事行动”相关内容**

年份	文件	主要内容
2008 年	《2008 年中国的国防》	把非战争军事行动作为国家军事力量运用的重要方式，科学筹划和实施非战争军事行动能力建设。重视加强反恐、维稳、处突、维和、抢险救灾等非战争军事行动训练。重视开展非战争军事行动训练，积极参加双边、多边联合演练。
2010 年	《2010 年中国的国防》	科学组织非战争军事行动准备，针对面临的非传统安全威胁搞好战略预置，加强应急专业力量建设，提高遂行反恐维稳、应急救援、安全警戒任务的能力。
2013 年	《中国武装力量的多样化运用》	有效遂行非战争军事行动任务，适应安全威胁新变化，重视和平时期武装力量运用。
2015 年	《中国的军事战略》	遂行非战争军事行动任务，是新时期军队履行职责使命的必然要求和提升作战能力的重要途径。把非战争军事行动能力建设纳入部队现代化建设和军事斗争准备全局中筹划和实施，抓好应急指挥机制、应急力量建设、专业人才培养、 <b>适用装备保障</b> 以及健全相关政策法规等方面的工作。
2019 年	《新时代的中国国防》	战略支援部队积极融入联合作战体系，扎实开展新型领域对抗演练和应急应战训练。同时，本次白皮书将 12 年以来的联演联训、灾难救援、人道援助，03 年以来的维和行动以及军乐节等非战争军事行动项目进行了详细的罗列。

数据来源：国防部，东方证券研究所整理

解放军非战争军事行动力量体系主要由抗洪抢险应急救援、地震灾害紧急救援、核化生应急救援、交通应急抢险和国际维和部队等 5 个方面组成。2008 年和 2009 年，国防费年增幅分别达到 17.5% 和 18.5%，较高的增长部分源于增加了非战争军事行动能力建设投入。2009 年 1 月，中国组建以军队力量为主体的抗洪抢险应急部队、地震灾害紧急救援队、核生化应急救援队、空中紧急运输服务队、交通应急抢险队、海上应急搜救队、应急机动通信保障队、医疗防疫救援队等 8 支国家级应急专业力量，兵力规模达 5 万人。2009 年 7 月，武警水电、交通部队 3.1 万人被纳入国家应急救援力量体系。各军区会同有关省（自治区、直辖市）组建省级应急专业力量。2009 年 5 月，总参军训和兵种部有关负责人表示，解放军已初步构建了以抗洪抢险、地震灾害紧急救援、核化生应急救援、交通应急抢险和国际维和等专业部队为骨干，与公安、武警部队紧密配合，与国家和地方专业队伍相互衔接的兵种部队非战争军事行动力量体系。

图 1：解放军非战争军事行动力量体系组成

抗洪抢险应急部队	地震灾害紧急救援队	核化生应急救援队	交通应急抢险队	国际维和部队
<ul style="list-style-type: none"> <li>由全军工程兵部队组成 19 支抗洪抢险应急部队</li> <li>担负全国主要江河流域的专业抗洪抢险任务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由有关军区的工程部队和武警医疗专业力量组成的地震灾害紧急救援队</li> <li>担负国际国内重大地震灾害紧急救援任务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由有关军区、军兵种防化部队和总后军事医学科学院医学救援力量组成核化生应急救援队</li> <li>担负陆上、海上和重度辐射污染区核化生应急救援任务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由工程兵部队和第二炮兵的工程部队组成 10 支交通应急抢险队</li> <li>协助地方担负铁路、公路应急抢险任务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由工程兵、运输和医疗专业力量组成国际维和部队</li> <li>担负联合国框架下的国际维和任务</li> </ul>

数据来源：新华网，东方证券研究所

突发性强、难以预测、任务多样化是非战军事行动的主要挑战，对军地联合、信息交互、统筹调度能力提出了极高的要求，是对我军训练和装备建设成果的综合考验。平时时期，当生存没有面临重大威胁时，保障持续发展被放在优先位置。无论恐怖主义、民族分裂，还是大规模自然灾害，如海啸、飓风、地震、洪涝、火灾、恶性传染性疾病等，无不关乎人民生命财产，关乎社会稳定与国家发展。随着我国的和平崛起，诸如信息网、电力网、核电站、能源基地、铁路交通、大型水利设施等，成为与国家利益攸关的重心和关节点。这些核心部位一旦受到人为或自然灾害的侵袭，都会严重危害国家利益，产生重大经济政治影响。此类危机具有突发性强、难以预测等特征，军队要做到第一时间响应、快速行动部署，需要及时高效的信息交互、为行动决策提供可靠依据、统筹军地资源联储调度，构建国家、军队、地方三位一体、管理高效的应急支援模式。因此非战行动是对我军联战指挥、装备建设、应急响应、资源调度等综合能力的全方位考验。

## 1.2 我国非战军事力量逐渐成熟，已进入常态化任务执行状态

近年来，我军积极参加非战军事行动，在任务执行能力和执行效率上取得长足的进步。根据 2019 年国防白皮书，我国非战争军事行动力量体系建成后，已经在多领域发挥了重要作用：

- 联演：军事训练是平时时期军队的基本实践活动。2012 年以来，全军部队广泛开展各战略方向使命课题针对性训练和各军兵种演训，师旅规模以上联合实兵演习 80 余场。1) 陆军实施“跨越”“火力”等实兵实装实弹演习。2) 海军航母编队远海作战演练，组织“机动”系列实兵对抗演习和成体系全要素演习。3) 空军常态化开展“红剑”等系列体系化实案化全疆域

训练和对抗演习。4) 火箭军常态化开展“天剑”系列对抗性检验性演习。5) 战略支援部队积极融入联合作战体系，扎实开展新型领域对抗演练和应急应战训练。6) 联勤保障部队推进融入联合作战体系，组织“联勤使命-2018”等系列演习演练。7) 武警部队按照覆盖全国、高效联动、全域响应、多能一体的要求，实施“卫士”等系列演习。

- **安防：**维护领土主权、海洋权益和国家统一的任务艰巨繁重，军队严密防范各类蚕食、渗透、破坏和袭扰活动，维护边防安全稳定。2012年以来，我国组织舰艇警戒巡逻4600余次和维权执法7.2万余次；边防部队同邻国军队共进行3300余次联合巡逻，举行8100余次边防会晤，在中越、中缅方向开展边境扫雷约58平方千米，封围雷场约25平方千米，排除地雷等爆炸物约17万枚；
- **反恐：**武警部队执行重要目标守卫警戒、现场警卫、要道设卡和城市武装巡逻等任务，协同国家机关依法参加执法行动，打击违法犯罪团伙和恐怖主义活动。2012年以来，参与处置劫持人质事件和严重暴力恐怖事件671起。2014年以来，协助新疆维吾尔自治区政府打掉暴力恐怖团伙1588个，抓获暴力恐怖人员12995人；
- **救援：**依据《军队参加抢险救灾条例》，中国武装力量主要担负解救、转移或者疏散受困人员，保护重要目标安全，抢救、运送重要物资，参加道路抢修、海上搜救、核生化救援、疫情控制、医疗救护等专业抢险，协助地方人民政府开展灾后重建工作等任务。2012年以来，解放军和武警部队共出动95万人次、组织民兵141万人次，动用车辆及工程机械19万台次、船艇2.6万艘次、飞机（直升机）820架次参加抢险救灾。协助地方政府解救、转移安置群众500余万人，巡诊救治病员21万余人次，抢运物资36万余吨，加固堤坝3600余千米；
- **护航：**2015年3月，也门安全局势严重恶化，中国海军护航编队赴亚丁湾海域安全撤离621名中国公民和279名外国公民；2017年8月，我军驻吉布提保障基地正式投入使用。开营以来，已为4批次护航编队保障维修器材，为百余名护航官兵提供医疗保障服务，同外军开展联合医疗救援演练等活动，并向当地学校捐赠600余件教学器材。

**2019年初至今，非战争军事行动更是进入常态化状态，五大领域的任务执行频率均处于较高水平。**

**表 2：2019 年至今我军主要救援任务**

时间	任务概述	行动单位
2019.1.13	千里急驰救伤员，海军第 31 批护航编队组织骆马湖舰紧急救治我受伤渔民	海军第 31 批护航编队骆马湖舰
2019.2.24	自贡荣县发生 4.9 级地震，武警官兵紧急出动展开救援	武警自贡支队
2019.3.21	200 多名武警官兵紧急投入盐城爆炸事故救援	武警江苏总队 200 多名官兵
2019.4.6	武警咸阳支队成功扑救山林火灾	武警咸阳支队执勤七中队官兵
2019.4.19	280 名民兵投入灭火突击战	浑南区、沈北新区民兵应急分队
2019.5.27	广西军区官兵和民兵应急分队投入抢险救援	广西军区官兵和民兵应急分队
2019.6.10	南方多地持续强降雨 驻地武警官兵紧急抗洪抢险	驻地武警部队
2019.6.22	强降雨袭击赣西地区，武警部队官兵和民兵奋力抗洪抢险	武警江西总队新余支队官兵、江西省新余市分宜县民兵
2019.7.9	我军第 3 批援塞军事医学专家组圆满完成任务回国	我军第 3 批援塞军事医学专家组
2019.7.19	云南鲁甸：山体滑坡致隧道内车辆人员被困 武警某部官兵迅速展开救援	武警某部交通第二支队边行动边
2019.8.10	武警官兵紧急投入抗击“利奇马”台风救援一线	武警浙江总队台州支队、宁波支队、温州支队、金华支队等部队
2019.8.20	我军赴老挝“和平列车”医疗队前去参与救援遭遇车祸同胞	中国人民解放军赴老挝“和平列车”医疗队
2019.9.6	我医疗分队紧急救治联马团维和人员	第 7 批赴马里维和医疗分队医护人员
2019.9.8	四川威远县发生 5.4 级地震，解放军和武警部队官兵、民兵展开救援	四川省军区、武警四川总队
2019.11.3	中国援苏丹医疗队成功救治病危男孩	中国第 35 批援苏丹医疗队
2019.11.19	2019 年中美两军人道主义救援减灾联合演练举行	中国人民解放军东部战区陆军与美军太平洋陆军
2019.12.11	海军第 33 批护航编队成功救治一名中国籍重伤船员	海军第 33 批护航编队可可西里湖舰
2020.1.24	海军军医大学 150 人医疗队从上海出发	海军军医大学组建的医疗队
2020.2.2	驰援战“疫”一线 空军 8 架运输机抵达武汉	空军
2020.2.2	驻鄂部队支援武汉市运输配送生活物资 力保市民正常生活供应	驻鄂部队抗击疫情运力支援队

数据来源：国防部，东方证券研究所

### 1.3 战疫一线，舍我其谁：军队是抗击新冠肺炎的尖刀力量

本次抗击新冠肺炎疫情作为典型的非战军事救援行动，军方的力量在其中发挥了中流砥柱的作用。去年 12 月武汉出现首例新型冠状病毒肺炎，1 月 14 日武汉开始加强密切接触者管理，实施联防联控，1 月 19 日，国家高级别专家组前往武汉知道疫情防控，但由于早期对该病毒强传染性的低估和误判，疫情扩张已经形成燎原之势。1 月 19 和 20 日两天，武汉确诊 139 例感染者，时逢春运，新发病例不断在全国扩散，1 月 21 后疫情确诊数量按每 2 日翻番的速度快速扩张。此时政府固有的医疗资源、应急措施和防疫手段已经捉襟见肘，**军方的应急救援力量强势介入，成为疫情形势的定海神针：**

- 1 月 24 日除夕夜，经中央军委批准，解放军海、陆、空军军医大学的三支医疗队共计 450 人，签名请战书，分别从上海、重庆、西安三地乘坐军机出发，于当晚 23:44 点全部抵达武汉机



场，25日正式投入到武汉地区新型冠状病毒感染病例较多的地方医院开展救治工作。这个团队24日凌晨接到通知，仅用6小时就完成抽组，且其中多数成员在抗击非典、援利抗埃一线积累了丰富的实战经验，能够为此次援助工作提供极大帮助。担任此次军队前方指挥协调组组长的是现任军委后勤保障部副部长、纪委书记李清杰。

- 临危受命的“逆行者们”，其高效的执行率、扎实的专业能力和无畏的奉献精神在除夕夜这一本该是万家团圆的时刻，得到了淋漓尽致的展现。本次“非战军事行动”作为军队力量打响新冠疫情攻坚战的首次任务，其意义不仅在于关键时刻为疫区输送应急救援力量，更在于模范和带头作用，用实际行动诠释新时代军人的担当，给在家过节的老百姓吃下定心丸。军队力量在其中展示的是国家面对突发疫情等公共危机事件时对疫区人民安危的高度重视、组织救援力量时强有力的执行力和战疫一线舍我其谁的决心，这在疫情爆发初期稳定情绪、凝聚民心有举足轻重的作用。
- 1月26日，解放军已接管了武汉地区担负抢救任务的15家重点医院所有防护用品和医疗器械、设备的供应。军用级医疗设备体系模块化、机动化、适应大规模突发性灾难，这是民间医院硬体设备说不具备的特点。民间医药更多是常态化医疗服务，缺乏应对大规模突发性灾难的快速反应能力，设备多为固定式，无法机动应对复杂多变的疫情。军队救援力量的介入并非单纯将人员投入到已超负荷运作的民间医院里，这样缺乏效能甚至会破坏现有医疗资源配置平衡。因此军队救援力量是“体系性介入”，人力、设备、物资、后勤、物流等要素统筹调度和指挥，其行动方式是人机合一的“体系作战”。
- 为加强对新冠病毒感染的肺炎患者的救治，武汉将建设总建筑面积3.39万平方米、编设床位1000张的专门医院-“火神山”。1月24日，相关设计方案完成，1月29日，进入病房安装攻坚期；2月2日上午，火神山医院举行交付仪式，武汉市长周先旺和联勤保障部队白忠斌副司令员签署互换交接文件，标志着火神山医院正式交付人民军队医务工作者。1月26日启动的编设床位1600张的雷神山医院也于2月5日完成交付。

图 2：解放军驰援武汉



资料来源：澎湃新闻，东方证券研究所

图 3：火神山医院建设



资料来源：凤凰网，东方证券研究所

- 火神山和雷神山医院交付后均整体移交军方管理。在武汉市医疗系统超负荷运作的背景下，能抽调出大批量医务人员进行统一管理的，只有军队；具有大规模抗击传染病丰富经验的，只有军队；具备临时医院、野战医院管理经验的，只有军队；能坚守一线死守不退的，部队

也是最可信赖的。火神山和雷神山医院接诊和收治新冠肺炎患者，有效缓解了全市医疗资源紧张的局面，避免了患者无处可医、只能居家隔离等状况，使疫情得到有效控制，扭转潜在进一步恶化的趋势。非战军事行动在这一刻发挥的是抗击疫情的“尖刀力量”，具有中流砥柱的作用。

- 1月29日，习近平对军队做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作作出重要指示，要求军队坚决贯彻党中央决策部署，迅速启动联防联控工作机制，紧急抽组精兵强将奔赴疫情防控第一线。全军要在党中央和中央军委统一指挥下，牢记宗旨，闻令而动，勇挑重担，敢打硬仗，积极支援地方疫情防控。**我军承担武汉火神山医院医疗救治任务是党和人民的高度信任，要加强组织领导、密切军地协同、坚持科学施治、搞好自身防护，不负重托，不辱使命。**我军有关医院要全力做好患者收治工作，科研机构要加紧开展科研攻关，积极为打赢疫情防控阻击战作出贡献。
- 2月2日，空军出动8架大型运输机，分别从沈阳、兰州、广州、南京起飞，向武汉紧急空运军队支援湖北医疗队队员和58吨物资。经习近平批准，2月3日起，军队抽组1400名医护人员（950名来自联勤保障部队医院，450名来自三军军医大学）开始承担火神山专科医院医疗救治任务。
- 2月3日，经中央军委批准，根据中部战区命令，驻鄂部队抗击疫情运力支援队开始承担武汉市生活物资配送供应任务。该运力支援队共130辆军用卡车、260多名官兵，主要从空降兵军、空军武汉基地、陆军勤务学院训练基地等驻军部队和军事院校中临时抽调。
- 2月3日晚，武汉市在汉国际会展中心、洪山体育馆、武汉客厅三处建设“方舱医院”，用于收治新型冠状病毒感染的肺炎轻症患者。“方舱医院”是解放军野战机动医疗系统的一种，在各种应急救援中也有广泛使用。一般由医疗功能单元、病房单元、技术保障单元等部分构成，是一种模块化卫生装备，具有紧急救治、外科处置、临床检验等多方面功能。
- 2月13日，空军多架运-20、伊尔76、运-9运输机抵达武汉天河机场，从乌鲁木齐、重庆、天津、张家口等地，支援湖北医疗队队员和大批医疗物资抵达抗疫一线。经习近平批准，军队增派2600名医护人员支援武汉抗击新冠肺炎疫情，参照武汉火神山医院运行模式，承担武汉市泰康同济医院、湖北省妇幼保健院光谷院区确诊患者医疗救治任务。除运输机外，大批直升机也飞赴前线输送支援物资。

人民军队奔赴武汉前线抵御疫情是非战军事力量应用最直接的表现形式，在关键时点、关键环节对新冠疫情可控发展形成有效把控，是战役一线的尖刀力量，更是国家和人民应对突发危机时的定海神针。但我们也不应忽略支撑这一规模庞大、高效有序、专业可靠的救援行动，背后的军工产业力量。人员和物资输送、测温设备和应急救援装备的供给等等都离不开从事军工装备生产的企业的强有力的支撑。

**表 3：此次武汉新冠肺炎疫情的非战行动**

时间	事件	相关公司及产品
1月15日起	为武汉火神山、雷神山等医院，已经全国各地的机场、车站，供医生住宿的酒店等公共场所提供红外测温设备	大立科技、高德红外、睿创微纳、久之洋、海康威视等红外测温设备产业链公司
1月24日	空军出动3架运输机飞抵武汉紧急驰援	运输机产业链公司
2月1日	湖北调派直升机运输物资	直升机产业链公司

2月2日	空军出动8架大型运输机空运军队支援湖北医疗队	运输机产业链公司
2月12日	中部战区紧急调动空降兵某部2架运输直升机（直-8）从武汉市向襄阳、宜昌地区投送药品和物资	中直股份等直升机产业链公司
2月13日	空军出动6架最新的国产运-20大型运输机、3架进口的伊尔-76大型运输机和2架国产运-9中型运输机支援武汉	中航飞机等运输机产业链公司

数据来源：中国经济网，新浪财经，凤凰新闻，东方证券研究所

公共援助方面，有红外测温设备生产能力的军工企业加紧生产和供应。受疫情影响，1月14日武汉火车站率先启用红外测温仪筛查发热旅客，此后全国各地车站、机场、医院、商场等人流密集场所陆续配备红外线测温设备，部分社区、农村也开始了体温检测。1月29日，工信部等部门召开会议，组织大立科技等3家全自动红外热成像测温仪、手持红外线测温仪生产企业加快生产、尽快向疫区供货；2月1日，国务院紧急通知将红外体温监测仪纳入疫情防控重点物资。高德红外关键岗位春节假期无休，24小时轮岗加紧生产红外体温快速筛查仪，排产1500套、日产1000套。睿创微纳、海康威视、久之洋等企业也在加紧生产红外测温设备。根据2月2日工信部消息，工信部已收到全自动检测仪约2万台、手持式30余万台，并预计全市场对全自动检测仪需求约6万台、手持式需求约55万台。

图 4：武汉站的高德红外测温仪



资料来源：澎湃新闻，东方证券研究所

图 5：大立科技红外产品部署各地机场车站



资料来源：浙江卫视新闻，东方证券研究所

## 二、地缘政治和非战威胁严峻，国防投入的刚需属性凸显

### 2.1 地缘政治压力加大，军队现代化水平亟待提升

国防力量作为维护国家主权和人民利益的最后防线，依然是每年财政投入的必选领域，尤其是全球秩序新旧更替的到来，地缘政治的挑战越来越大。从1989年到2008年美国爆发金融危机，是美国霸权史上极不平常的一段时期。一方面，美国到目前为止依然是世界最强国，依然能够按照自己的国家利益塑造全球政治秩序。但另一方面，美国的掌控力在相对衰退，存在全球权力再分配的问题。全球秩序开始回归到一种多极的、权力分配更均衡的状态。而新旧更替的到来，势必导致力量的试探性博弈增加，从一个平衡状态向另一个平衡态转移的过程中，地缘政治的挑战可能逐步加

大。对于我国来说，而地缘政治博弈的战场较多，但根本落脚点还是在于中美关系。现阶段中美两国存在一定的分歧，遇到了一些困难：1) 美国出台国家安全战略、国防战略的等文件，明确与中国和俄罗斯的长期战略竞争是美国国家安全的首要问题，而非恐怖主义；2) 18 年以来美国发动对华贸易战，企图在高端制造、知识产权、金融开放等领域迫使中国让步；3) 通过《台湾旅行法》、《香港人权与民主法》等法案，企图干涉中国内政。

**国际安全暗流涌动，军备竞赛趋势重新显现。**2019 年 7 月 3 日，俄方签署暂停履约法案；8 月 2 日，美方正式退出《中导条约》，同时宣布将全面研发陆基中程导弹。美俄相继暂停履行《中导条约》，潘多拉魔盒重新开启，地缘政治形势之下，任意一方率先部署都将引发对方的强烈反击，区域安全形势不容乐观。7 月 24 日，时隔四年国务院再次布《新时代的中国国防》白皮书，新版白皮书开篇指出：1) 全球军备竞赛趋势显现。当今世界正经历“百年未有之大变局”，一方面美国奉行单边主义政策，挑起和加剧大国竞争，大幅增加军费投入，另一方面国际军控和裁军也遭遇挫折，军备竞赛趋势重新显现。2) 我国面临多元复杂的安全威胁。中国是世界上唯一尚未实现完全统一的大国，反分裂斗争形势严峻，国土安全面临威胁，“台独”分裂势力是阻碍和平统一的最大障碍。3) 我军现代化水平依然不足。我军机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，军队现代化水平与国家需求相比差距还很大。

## 2.2 非战争威胁凸显，军队是“最后的防线”

### 2.2.1 疾病威胁

**全球化和城市化背景下，传染性疾病是重大的潜在非战争威胁，是和平环境下可持续发展的主要挑战之一。**全球化、城市化带来的人口聚集和人口流动往往会加剧传染病的传播，使得传染病更难得到有效控制，部分传染病在几个月内即可形成全国、甚至全球范围的大规模流行。另外，传染病具有变异可能，一旦出现新型传染病，人类对其传播途径、严重程度、防控手段、治疗方案等均需要一定的时间才能够形成充分的认识，因此很难被及时地、恰当地应对。现有医学手段很难针对病毒性传染病，在短时间内研制出疫苗甚至特效药，因此在疫情爆发前期进行强制性的物理隔离是非常必要的。此时单单依靠政府常规医疗、警备、安防力量是远远不够的，并且也不可能为了不可预测的突发性事件储备大量的应急物资，此时依靠国家常备的应急和军队力量进行关键事情救援就具有非常大的现实意义。

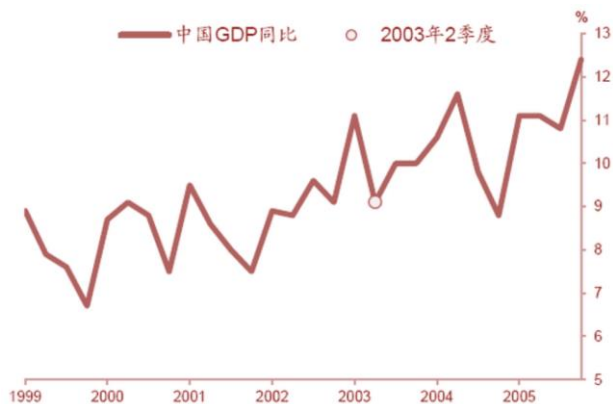
**2009 年以来，WHO 共宣布了五起“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。**根据《国际卫生条例》，“国际关注的突发公共卫生事件”是指“通过疾病的国际传播构成对其它国家的公共卫生风险并可能需要采取协调一致的国际应对措施的不同寻常的事件。”该定义暗示该疾病较为严重，且具备如下属性：严重、突然、不寻常、意外，并且对公共卫生的影响很可能超出受影响国国界，可能需要立即采取国际行动。这五起事件分别为 2009 年的甲型 H1N1 流感、2014 年的脊髓灰质炎疫情、2014 年的埃博拉疫情、2015 年的寨卡疫情、2019 年刚果的埃博拉疫情，以及今年新型冠状病毒感染的肺炎疫情。

**表 4：近年来全球范围内发生的较为严重的传染病事件**

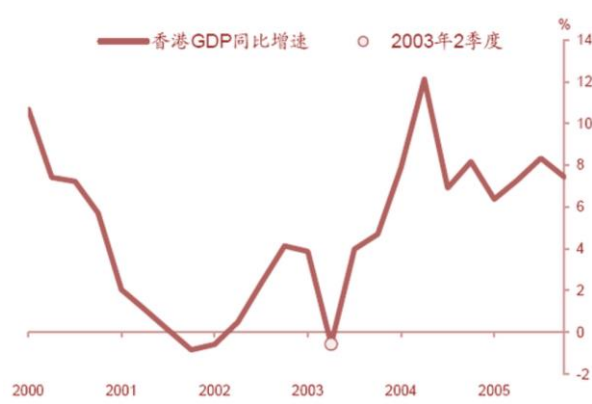
时间	事件	影响
2002.12-2003.7	中国非典	全球 8422 人感染，919 人死亡；中国内地 5327 人感染、349 人死亡
2009.4-2010.8	甲型 H1N1 流感	WHO 称，死亡人数约 1.85 万
2014	埃博拉（利比里亚、塞拉利昂、几内亚）	截至 2014.12.17，WHO 称等西非三国感染病例 19031 例、死亡 7373 例。联合国开发计划署估计，受埃博拉疫情的影响，预计 2014 年塞拉利昂的国内生产总值增幅将从 2013 年的 20.1% 跌至 5%。
2018-2019	埃博拉（刚果金）	截至 2019.8.21，刚果（金）已累计报告确诊和可能病例 2934 例、死亡病例 1965 例
2019.10-至今	美国流感	美国疾病控制与预防中心称，2019 年 10 月 1 日至 2020 年 1 月 25 日，逾 1900 万人感染本次季节性流感，约有 18 万人住院，至少 1 万人死亡，其中包括至少 68 名儿童

数据来源：腾讯新闻，网易新闻，新华网，东方证券研究所

除 WHO 宣布的 PHEIC 事件外，2003 年的非典疫情虽未形成国际事件，但对我国国民的健康和经济发展也造成了一定的冲击。由于当时的中国经济逐步走出亚洲金融危机的阴影，且非典疫情虽然致死率较高但并未大幅扩散，因此没有改变当时中国经济上行趋势。尽管如此，短期对 2003 年第二季度的经济依然形成较大的影响，2003 年 4 个季度 GDP 增速分别为 11.1%、9.1%、10% 和 10%，2 季度 GDP 增速比前后两个季度平均增速低 1.5 个百分点。而对于香港地区，由于其经济体量小，受“非典”的冲击更大。2003 年 2 季度香港 GDP 同比下降 0.6%，比前后两个季度平均增速低 4.5 个百分点。

**图 6：2003Q2 中国经济增速回落但未改上行趋势**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 7：2003Q2 香港 GDP 出现负增长**


数据来源：Wind，东方证券研究所

本次新冠病毒致死率非常低，但传染性更强，叠加春运的人员流动高峰期，疫情扩散非常迅猛，不仅大幅缩减了春节期间的消费需求，而且导致了全国企业复工的延迟，对经济的影响不容小觑。

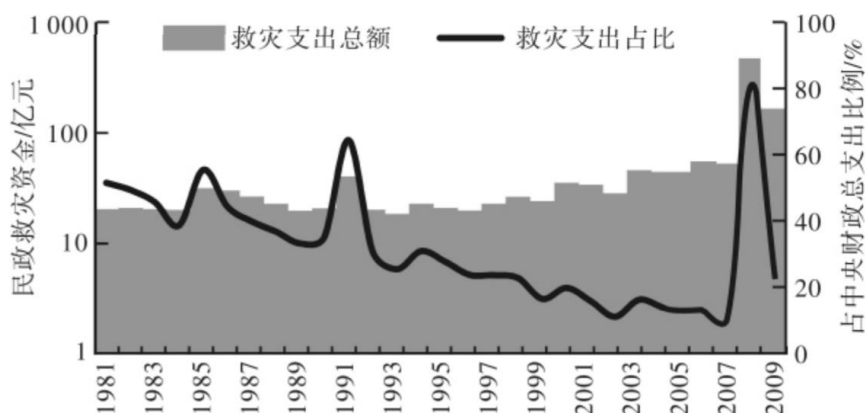
**非战争军事行动是我国应对新型重型传染病的非常重要的防线。**在我国，当医护人员严重短缺、政府部门超负荷运转时，军医、军队将成为对抗严重传染病的最后一道防线。服从命令、纪律严格军队相较于其他社会力量，能够更快速、更严格地落实传染病防治要求。2003 年 5 月 1 日，军方运营的野战医院“小汤山医院”开始接收病人，这被认为是抗击“非典”疫情的重要转折点。小汤山医院供给收治患者 680 例，仅有 8 例死亡，救治了全国近七分之一的非典病人。其院长张雁灵曾表示，“如果没有小汤山医院，北京至少还要增加 2000 至 3000 名非典病人，至少还要再死 200

人以上”。而非典时期，中国内地总共有 5327 人感染、死亡 349 人，由此可见军队在新型传染病防治当中的作用。在本次新冠肺炎疫情中，军方在除夕夜组建 450 人医疗队支援武汉、援建火神山和雷神山医院提供 2500 张床位、组建支援队承担武汉生活物资运输任务，极大地缓解了武汉的抗疫压力。

## 2.2.2 自然灾害

中国是世界上自然灾害最为严重的国家之一，中国政府每年投入大量专项民政救灾资金，用于抢救人民生命财产、保障其基本生活、重建家园。随着全球工业化的推进和气温的升高，各种自然灾害的发生频率有所增强：1) 温室效应导致极端气候易发，旱涝灾害加剧，农业减产；2) 森林覆盖面积减少，导致水土流失严重，暴雨时易引发泥石流、滑坡、崩塌等自然灾害；3) 植被破坏，导致水土流失加剧，破坏生态平衡；4) 放牧和矿产开采等使草场退化，土地荒漠化加剧，引发沙尘暴，空气质量下降；5) 大量使用化石燃料，会向空气中排放大量硫化物，产生酸雨。

图 8：近年来中央民政救灾资金支出（2009 年可比价格）及其占中央财政总支出的比例



注：左轴单位指数级增长

数据来源：中国民政救灾资金年度需求分析，东方证券研究所

近年，中国民政救灾资金的绝对数额增加了，但其增幅低于同期财政支出的增长速度。中国是世界上自然灾害最为严重的国家之一，中国政府每年投入大量专项民政救灾资金，用于抢救人民生命财产、保障其基本生活、重建家园。近年来，随着中国经济的快速发展和综合国力的日益提高，民政救灾资金支出总额随着时间呈现不断上升的趋势，由 1981 年 20.4 亿元上升到 2009 年的 175.8 亿元（均为 2009 年可比价格）。尽管随着国力的增强，灾害救助的覆盖面在扩大、力度在增强，一方面，但是民政救灾资金支出占财政总支出的比重却呈现下降的趋势，由 1981 年的 0.52% 下降到 2009 年的 0.2%，我国民政救灾资金的的增幅相比于财政支出的增幅是不匹配的，未来应将更多的关注与相应的专项资金放在救灾方面。

表 5：2001 年至今我国主要的自然灾害及所造成的损失

类别	名称	时间地点	损失情况
地震	5·12 汶川地震	2008 年 5 月 12 日 14 时 28 分 04 秒（星期一）、四川省阿坝藏族羌族自治州汶川县	里氏震级 8.0 级，矩震级 8.3 级 69227 人遇难，374643 人受伤，17923 人失踪
地震	4·14 玉树地震	2010 年 4 月 14 日上午 7 时 49 分、青海省玉树藏族自治州玉树市结古街道	震中烈度：9 度、共 2698 人遇难，已确认身份 2687 人，其中学生 199 人

地震	8·3 鲁甸地震	2014 年（甲午年）8 月 3 日 16 时 30 分、云南省昭通市鲁甸县	震级：6.5 级、震中烈度：9 度、伤亡人数：617 死亡，3143 人受伤（至 2014/8/8）、失踪人数：112
洪涝	7·19 河北特大暴雨洪涝灾害	2016 年 7 月 18 日至 7 月 23 日、河北	163.68 亿元
台风	台风天鸽	生成时间：2017 年 8 月 20 日、消散时间：2017 年 8 月 24 日 影响地区：菲律宾、台湾、中国华南地区	死亡人数：24 人 经济损失：68.2 亿美元（2017 年美元价值）
雪灾	2019 年玉树雪灾	2019 年春节前后、青海省玉树藏族自治州	中度雪灾、58289 人受灾需救助，直接经济损失 6548 万元（截至 2019/2/19）
森林火灾	3·30 木里县森林火灾	2019 年 3 月 30 日 18 时许、四川省凉山州木里县雅砻江镇立尔村	31 人死亡（截至 2019/4/4）
山体滑坡	7·23 水城县山体滑坡事件	2019 年 7 月 23 日 21 时 20 分、贵州六盘水市水城县鸡场镇坪地村	43 人死亡，9 人失联（截至 2019/7/28 日）
地震	6·17 长宁地震	2019 年 6 月 17 日 22 时 55 分、四川宜宾市长宁县双河镇附近	12 人遇难，226 人受伤（截至 2019/6 月 21 日 16 时）
台风	台风利奇马	起编日期：2019 年 8 月 4 日、停编日期：2019 年 8 月 13 日	至少 57 人死亡，14 人失踪、至少 537.2 亿元人民币

数据来源：国防部，新华网，东方证券研究所

根据应急管理部数据，2019 全年各种自然灾害共造成 1.3 亿人次受灾，909 人死亡失踪，528.6 万人次紧急转移安置，12.6 万间房屋倒塌，28.4 万间严重损坏，98.4 万间一般损坏，农作物受灾面积 19256.9 千公顷，其中绝收 2802 千公顷，直接经济损失 3270.9 亿元。**2019 年全国国内自然灾害因灾死亡失踪人数、倒塌房屋数量、直接经济损失占 GDP 比重较近 5 年均值实现较为明显的下降，非战争军事行动在抢险救灾中的扮演了重要的角色：**

- 于国内：2012 年以来，解放军和武警部队共出动 95 万人次、组织民兵 141 万人次，动用车辆及工程机械 19 万台次、船艇 2.6 万艘次、飞机（直升机）820 架次参加抢险救灾。先后参加云南鲁甸地震救灾、长江中下游暴雨洪涝灾害抗洪抢险、雅鲁藏布江堰塞湖排险等救灾救援行动，协助地方政府解救、转移安置群众 500 余万人，巡诊救治病员 21 万余人次，抢运物资 36 万余吨，加固堤坝 3600 余千米。2017 年，驻澳门部队出动兵力 2631 人次，车辆 160 余台次，协助特别行政区政府开展强台风“天鸽”灾后救援。
- 于国外：中国军队积极参加国际灾难救援和人道主义援助，派遣专业救援力量赴受灾国救援减灾，提供救援物资和医疗救助，加强救援减灾国际交流。2012 年以来，组织或参加马航 MH370 失联航班搜救、菲律宾“海燕”台风救援、抗击西非埃博拉疫情、马尔代夫水荒救援、尼泊尔抗震救灾、老挝水灾溃坝救援等多项行动。中国海军“和平方舟”号医院船服役 10 年来，执行 7 次“和谐使命”任务，共访问 43 个国家，为到访国民众提供医疗服务，组织医学交流，惠及民众 23 万余人次。

### 2.2.3 护航需求

护航是解决亚丁湾索马里猖獗海盗的必要措施与长期行动。亚丁湾索马里海盗猖獗的现象由来已

久，国际航运、海上贸易和人员安全都因为亚丁湾索马里海盗的存在不再有保障，众多前往中国的船只被劫持，严重威胁了中国正常的国际航运与海上贸易往来。中国必须解决亚丁湾索马里海盗的情况，护航是我国解决索马里海盗的主要途径。

- **从地理位置上看：**索马里海域也是中国远洋船只和中国船员的必经之地。劫案大多发生在亚丁湾，那里是从印度洋通过红海和苏伊士运河进入地中海及大西洋的海上咽喉。中国如果需要进行正常的海上贸易往来，那么就会必然经过亚丁湾索马里海域。
- **从风险性上看：**中国远洋船数量众多，很大概率会碰到亚丁湾索马里海盗的劫持。2012年，在中国登记注册的远洋船只有1000余艘，有中国背景或中国海员的船只则远不止这个数字。如此一来，埃弗亚带领的海盗团伙，也不可避免地盯上了中国船舶与船员。2008年以来，索马里沿海累计发生80多起海盗袭击事件，平均每4天就有一艘船遭劫，海盗已猖獗到无以复加的地步。
- **从破坏性上看：**索马里海盗们劫持情况猖獗，有军事力量的武装和武器储备。索马里海盗除了索要赎金也会杀害船员。除此以外，2008年9月25日索马里海盗劫持的船上载有33辆T-72型主战坦克、大批装甲运兵车以及榴弹发射器等小型武器。被劫持的货物直接充当往后劫持事件的军事武器，更增添了索马里海盗的杀伤性和威胁性。
- **从打击难度上看：**被劫持人质解救过程耗时长久、危险性大、报复性强。2011年3月1日被索马里海盗劫持272天的中国船员平安回国；台湾“庆丰华168”号渔船的10余名船员被劫持，解救过程中辽宁船员陈涛被杀害；解救“三湖珠宝”号人质过程中击毙8名索马里海盗，海盗穆罕默德公开表示：“(今后)如果劫持到韩国船只及船员，我们不再向韩国索取赎金，我们将烧掉船只，杀死船员。”

据国际海事局公布的数字，2009年索马里附近海域发生海盗袭击事件214起，至少47艘船只被劫持。严重威胁亚丁湾海域国家航道的安全、正常的贸易往来和人员人身安全。如果亚丁湾索马里海盗若无法解决，则地中海东南出口和整个中东地区海上航道将被阻断。因而护航行动刻不容缓，需长期执行。

**表6：2006年以来亚丁湾、索马里涉及到中国公司和公民的海盗劫持事件统计**

时间	船只名字	人员劫持数及伤亡情况	赎金/解决方式
2006.4.4	“东源628”号渔船	包括3名中国船员在内的25人	80万美元
2006.4.19	台湾“庆丰华168”号渔船	10余名船员被劫持；杀害了辽宁船员陈涛	150万美元
2007.5.15	两艘坦桑尼亚籍渔船	24名船员，其中中国籍船员10名被劫持	未公开
2007.5.16	台湾渔船	8名大陆船员、4名台湾船员	未公开
2008.9.15	中国香港化学品运输船	未公开	未公开
2008.10.15	一艘菲律宾货船计划前往中国	未公开	未公开
2008.10.29	土耳其铁矿石货船从加拿大驶往中国	20人被劫持	未公开
2008.11.3	中国渔船	24名船员，其中包括16名中国人，1名日本人，3名菲律宾人和4名越南人被劫持	未公开
2008.11.3	天津渔船“天裕8号”	船员25人，在全部船员中有17名中国人，其中16人来自中国大陆，1人来自台湾	未公开
2018.11.18	中国香港籍货船“DELIGHT”号被劫	3.6万吨小麦被劫持	未公开



2009. 4. 6	中国台湾的远洋鲑钓渔船“稳发 161 号”	30 名船员。除台湾船长颜顺男和轮机长董麟祥外，包括 5 名中国大陆、6 名印度尼西亚与 17 名菲律宾籍船员	未公开
2009. 4. 20	“新荣耀”号（中远航运公司所属船舶）	共 31 名中国籍船员，船舶无人员伤亡	与中国护航编队取得联系
2009. 10. 19	“德新海”轮（青岛远洋运输公司所属）	未公开	未公开
2010. 1. 2	新加坡化学品船	5 名中国船员	未公开
2010. 10. 8	中国台湾渔船	未公开	未公开
2010. 11. 20	“YUAN XIANG”轮	29 名中国船员被劫持	未公开
2011. 2. 5	悬挂中国国旗的商船	未公开	派遣海岸警卫队追踪被劫持商船

数据来源：中国政府网，新华网，国防部，东方证券研究所

为了因应对应亚丁湾索马里海盗，目前最有效的手段是护航。护航在时间、效果、持续性和范围上都有着不可替代的优势。中国的护航行动给全世界交出了两个“百分之百”的“答卷”：一个是百分之百的护航成功，凡是由中国海军舰艇护航的商船没有一艘受到海盗的威胁；还有一个百分之百是我们护航舰艇本身没有遭遇任何攻击，保障了整个护航兵力的安全。护航行动是中国海军在兵力运用上取得了历史性的跨越。

- **启程早**：2008 年 12 月，经联合国安理会授权，中国海军派出首批舰艇编队，赴亚丁湾、索马里海域执行护航任务。这是中国首次使用军事力量赴海外维护国家战略利益，是中国军队首次组织海上作战力量赴海外履行国际人道主义义务，也是中国海军首次在远海执行保护重要运输线安全任务。
- **周期久**：每支巡航编队出任务周期久，例如：第二十批护航编队历时 309 天、航程 5.23 万里。综合补给舰和青海湖舰以 6 个月为周期，连续在护航任务中完成了高达 14 批护航编队，整个任务总时长达到了 42 个月，3 年半的时间。直到第 15 批护航编队开始，才有新服役的 903A 型 889 舰开始执行护航任务。
- **效果佳**：据海军参谋部统计，截至 2019 年 2 月 17 日，中国海军护航编队共为 1207 批 6600 余艘次中外船舶护航，其中半数以上为外国船舶或世界粮食计划署船舶，不仅使被护船舶和船员免遭海盗的袭击和扣押，有力保障了国际重要贸易航道的安全，更保护了运往索马里的人道主义物资的安全。中国海军首批护航编队连续作战，圆满完成了 40 批 206 艘商船的护航任务，并成功解救 3 艘外国商船，有效维护了海上运输线的安全。
- **范围广**：中国海军护航编队在完成护航任务的同时，还圆满完成了利比亚及也门撤侨、马航失联客机搜救、马尔代夫水荒救援、叙化武海运护航等任务。这些都向世人昭示，中国海军能为国际社会提供更多公共安全产品、承担更多责任义务，为维护世界海洋和平稳定作出更大的贡献。

## 2.2.4 反恐需求

近年来，受境内外多种因素叠加影响，新疆暴力恐怖案件多发高发，特别是自 2013 年起数量增多，到 2014 年起爆发。恐怖活动已经成为严重威胁国家和社会稳定的现实危害，加强反恐专门立法已经成为国际联合反恐、国内依法反恐的现实需要。

表 7：2008-2014 年国内恐怖袭击事件

事件名称	时间	地点	影响
新疆维吾尔自治区喀什市驾	2008 年 8 月 4 日	新疆维吾尔自治区喀什市怡金	16 人死亡，16 人受伤

车袭击案		宾馆	
乌鲁木齐打砸抢烧暴力事件	2009年7月5日	乌鲁木齐市	造成197人死亡，1700人受伤
新疆和田事件	2011年7月18日	新疆和田市公安局派出所	包括2名人质在内的4人死亡
叶城“2·28”暴力恐怖案	2012年2月28日	新疆叶城县县城幸福路步行街	13人死亡
4·23新疆巴楚暴力恐怖事件	2013年4月23日	新疆喀什巴楚县色力布亚镇	15人死亡
6.26新疆鄯善暴力恐怖案	2013年6月26日	新疆吐鲁番鄯善县鲁克沁镇	24人死亡，21人受伤
10月28日暴力恐怖袭击案	2013年10月28日	北京天安门前金水桥	事件已造成5人死亡，40人受伤
新疆疏附暴力恐怖袭击案	2013年12月15日	新疆喀什疏附县	2名民警牺牲
新疆爆炸案	2014年1月24日	新疆新和县	一名公安民警受轻伤，群众无伤亡
新疆乌什县袭警案	2014年2月14日	新疆阿克苏地区	致1人死亡，2人受伤
3.1昆明火车站暴力恐怖案	2014年3月1日	云南省昆明市昆明火车站	平民29人死亡、143人受伤。
乌鲁木齐火车站站外爆炸案	2014年4月30日	新疆乌鲁木齐市火车南站站外	3人死亡、79人受伤，重伤4人
5·22乌鲁木齐爆炸案	2014年5月22日	乌鲁木齐公园北街早市	39死94伤
7·28新疆暴力恐怖袭击案	2014年7月28日	新疆莎车县	37人死亡，13人受伤

数据来源：央视网，凤凰网，国防部，东方证券研究所

**2014年起，我军以新疆为主战场启动严打暴力恐怖活动专项行动，成效显著。**经中央同意，根据国家反恐领导小组的决定，结合新疆当前严峻的反恐维稳形势，新疆自治区党委从2014年5月23日起到2015年6月，以新疆为主战场启动严打暴力恐怖活动专项行动，坚决把暴力恐怖分子的嚣张气焰打下去，切实维护各族人民群众生命财产安全和正常的社会秩序。坚决遏制住暴力恐怖活动多发频发势头。截至2015年4月30日，共打掉暴力恐怖团伙181个，96.2%的暴恐犯罪团伙被摧毁在预谋阶段。武警新疆总队全力配合严打专项行动，积极参加社会面联防联控，严密组织武装巡逻、设卡警戒等勤务，遇有暴恐活动快速反应，果断出手给予沉重打击。

反恐行动是一项长期的活动，需要保持常备且有利的非战军事力量来保障国家安全。合力打击恐怖主义既是各个国家与国际社会的当务之急，也是应尽之责。如果需要一个和平稳定的发展环境的话，全面反恐会对我国和其他国家必然面临的恐怖主义的现实威胁和长期的潜在威胁具有重要的意义。因此，反恐行动也是一项长期的活动。对于我国而言，反恐行动有利于打击恐怖主义的嚣张气焰；有利于保护人民的生命财产安全；有利于维护国家主权，打击分裂主义；有利于维护各族人民的团结；有利于社会秩序的安定。

### 2.3 非战争军事需求驱动下，国防投入的刚需属性显现

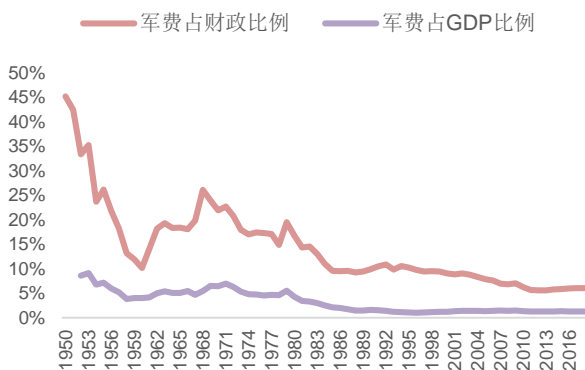
地缘摩擦和非战争威胁越来越呈现常态化的属性，非战争军事行动逐渐成为和平年代国防投入的刚性需求之一。非战争军事行动对国防资源配置提出了新的要求：

- **非战争军事行动多、规模大要求安排足额的国防财力资源。**在国家应对突发事件、维护国家安全，满足军队完成非战争军事行动资源需求而预置物质储备，或进行相关工程建设、物资采购与动员过程中，首先需要动用的还是财力资源。在汶川抗震救灾行动中，以成都军区联勤部为主体成立的抗震救灾联指联勤部为救灾部队加大拨款4.5亿元，仅成都军区财务保障的资金支出就超过10亿元。国家安排大量的国防财力资源用于非战争军事行动的后勤保障，不仅是必须的，而且还需要优先考虑。

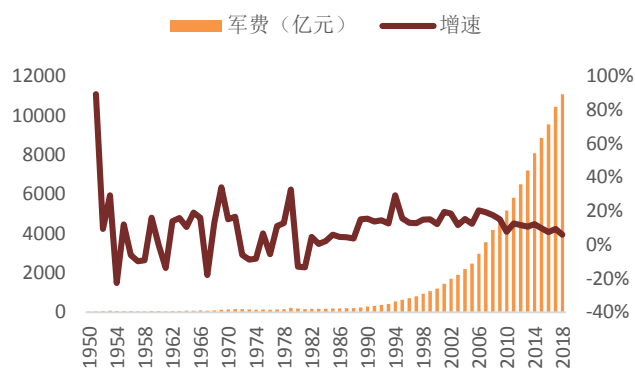
- **非战争军事行动空间跨度大、点面结合要求建设相应的国防装备和工程设施。**“98 抗洪”任务区域涉及到长江、珠江、松花江等主要流域；汶川地震救灾任务部队分布在 20 余个市(县)、方圆 10 多万平方公里的范围内；海军亚丁湾护航，需航行上万海里才能到达，任务区域数万平方公里。因此远程投送力量的建设至关重要，需从根本上提高从战略腹地向各个战略方向组织直达支援保障的能力。
- **非战争军事行动持续时间长、消耗大要求预置国防物资储备。**2008 年初抗击南方冰雪灾害历时两个多月，而汶川抗震救灾行动更是持续三个多月，需要消耗大量的国防资源。非战争军事行动单靠军队或国家的平时与应急资源难以完全满足需求，预置国防物资储备是非常必要的。从几次大规模非战争军事行动的情况看，能否动用和及时供给国防储备物资是保证行动任务完成的重要前提。
- **非战争军事行动保障难度大、突发性强要求构建新型国防物流体系。**非战争军事行动往往突发性强，尤其是应对自然灾害、恐怖活动等。在汶川抗震救灾中，仅成都军区就累计调用客车 3715 台、货车 7727 台，同时四川省交通部门先后投入应急保障车辆 1.76 万辆。构建新型国防物流体系必须以军事物流社会化为基础，同时积极引进先进运输装备技术和信息技术，实现军地结合，充分运用社会物流资源。

随着非战争军事行动对资源需求的日渐增加,我国国防资源配置应向非战争军事行动倾斜。随着国际安全格局的调整及我国安全威胁的变化,军队遂行非战争军事行动逐步常态化。与传统战争行动相比,军队执行处置突发事件、反恐维稳、抢险救灾、国际维和与救援等非战争军事任务,不仅需要巨额的财力资源,而且需要消耗大量的军需给养、军事装备、工程设施、物资油料、医疗卫生器材等物质资源,这不仅给军队后勤保障提出了新的要求,也成为我国国防资源配置的重要牵引。国防经济资源是一个国家在一定时期所提供的可用于国防领域的商品和服务的资财来源。

传统上战备导向的国家单一需求来源和指令性军备建设在很大程度上带有计划性的特征,在和平年代国防投入具有较大的波动性。同时由于战争的发生概率极低,且可通过政治、经济、主权上的让步一定程度上规避,因此和平年代战备导向的国防军事投入往往以服从国家的战略发展规划为第一要务。在 1979~1998 年我国国防工业发展的改革徘徊期,一方面中苏关系缓和,核战威胁消除,国防投入的迫切性淡化;另一方面在改革开放和中美建交双重刺激下,为服务经济建设中心,邓小平提出“军民结合、平战结合、军品优先、以民养军”的方针,拉动了军转民的序幕。双重背景下该时期我国的军费压缩较为明显,军费占 GDP 比例从 1979 年的 5.5%下降至 1998 年的 1.1%。和平年代由战备导向驱动的国防投入,具备一定波动性。

**图 9：1950 年至今军费占 GDP 及财政比例**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：1950 年至今国防军费及增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**非战争军事行动所带来的持续性、常态化、高消耗的需求特性让国防投入的刚需属性明显增强。**非战争军事任务执行和物资配给虽然最终也是由国家统一调度，但最下游的根本需求与反恐维稳、抢险救灾、维护权益、安保警戒、国际维和、国际救援等各类突发性事件高度相关，这些突发事件的常态化、高频化发展趋势导致了对应的国防投入逐渐产生了偏刚需消费的属性。即决定非战争军事投入的因素不再是单一的国家计划，而是由经济政治、海外利益、生命安全等多方位因素决定的，客观的刚性需求较大。观察我国的国防军费支出，在 2000 年以前具有非常强的波动性，绝对值超过 20% 的正负增长是经常性的，这对于国防军工产业的健康发展和资源的合理调度利用是不利的。进入 2000 年以后，非战争军事需求导向的军费开支影响力开始逐步加强，国防军费的波动性明显下降，特别是 2009 年解放军非战争军事行动力量体系初步构成以后，国防需求的消费属性开始显现。

**非战争军事行动的高效、可靠执行对关键军事装备有较高的依赖度。**我国的山地与水域面积占国土总面积的 70%，其中高原高山地区占 26%，且海岛众多。汶川地震初期，我国由于缺少重型直升机，大型机械无法送达灾区现场，此后俄罗斯派出一架米-26 重型直升机，在唐家山堰塞湖的抢险过程中飞行百余架次，吊运 60 余台推土机、挖掘机等大型设备，吊运总重达 800 余吨，对解除险情具有重要贡献。此外，重型直升机在医疗救护、森林灭火等方面也发挥巨大作用，是应急救援必不可少的攻坚力量。时至今日，我国依然不具备最大起飞重量超过 20 吨的重型直升机的生产能力。在本次新冠肺炎疫情的抗击战中，重型运输机发挥了重要作用，空军分别于 1 月 24 日和 2 月 2 日出动 3 架和 8 架运输机在关键的时刻将疫区亟需的救援力量送达，同时在 2 月 13 日第一次成建制出动包括 6 架 Y-20 在内的 11 架运输机支援武汉，如此高效率、大吨位的跨区域人员和物资必须依赖重要的战略性军事装备。此外，Z-8 等运输直升机也在本次疫情中为湖北各地区紧急调派物资提供了重要支持。除上述装备外，大到卫星通导遥、小到红外测温仪等各类军事用途的装备在面对突发性应急作战中具有非常高的适用性，因此要发展我国的非战争军事力量，配套的军事装备是不可忽略的。

图 11: 汶川地震时米-26 执行空中调运任务



数据来源: 新华网, 东方证券研究所

图 12: 新冠肺炎疫情中运-20 运输支援部队及物资



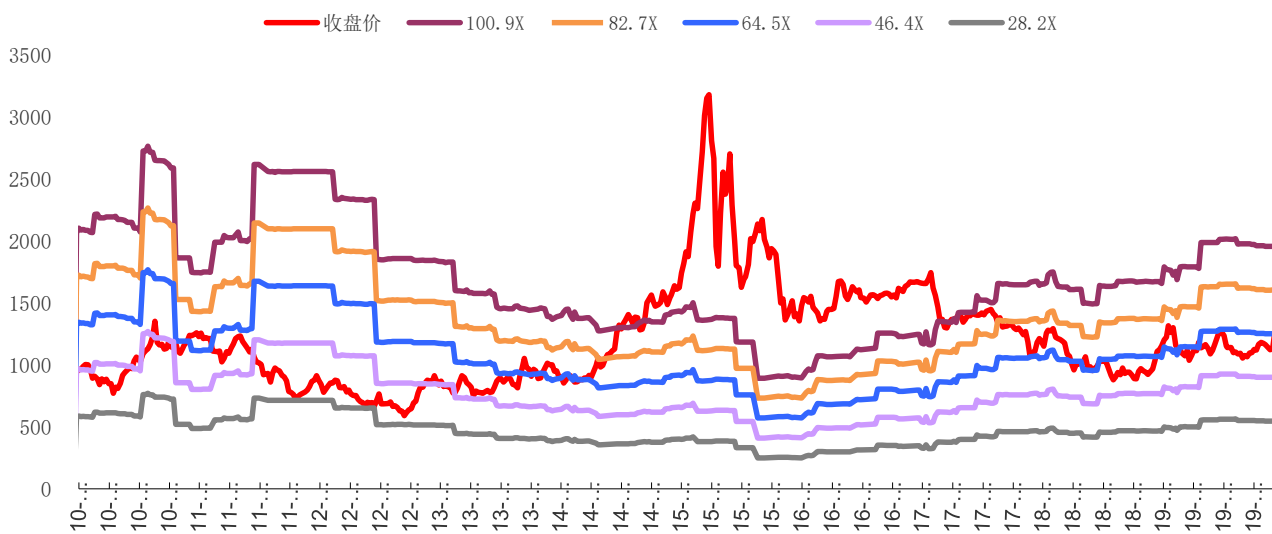
数据来源: 央视新闻, 东方证券研究所

### 三、产业前景叠加低估值，军工投资模式酝酿激变

#### 3.1 军工板块整体估值降低，波动性下降

纵向看，经历三年估值消化，19 年军工板块走势逐步回归合理、回归基本面。16 年~18 年，随着并购重组热度的下降，军工板块的估值持续下降，在经历了近三年的调整期后，已基本企稳。19 年初以来申万国防军工指数的走势表现出与业绩较高的联动性，估值已逐步回归合理区间。

图 13: 截至 2020 年 2 月 25 日申万军工指数 PE-band



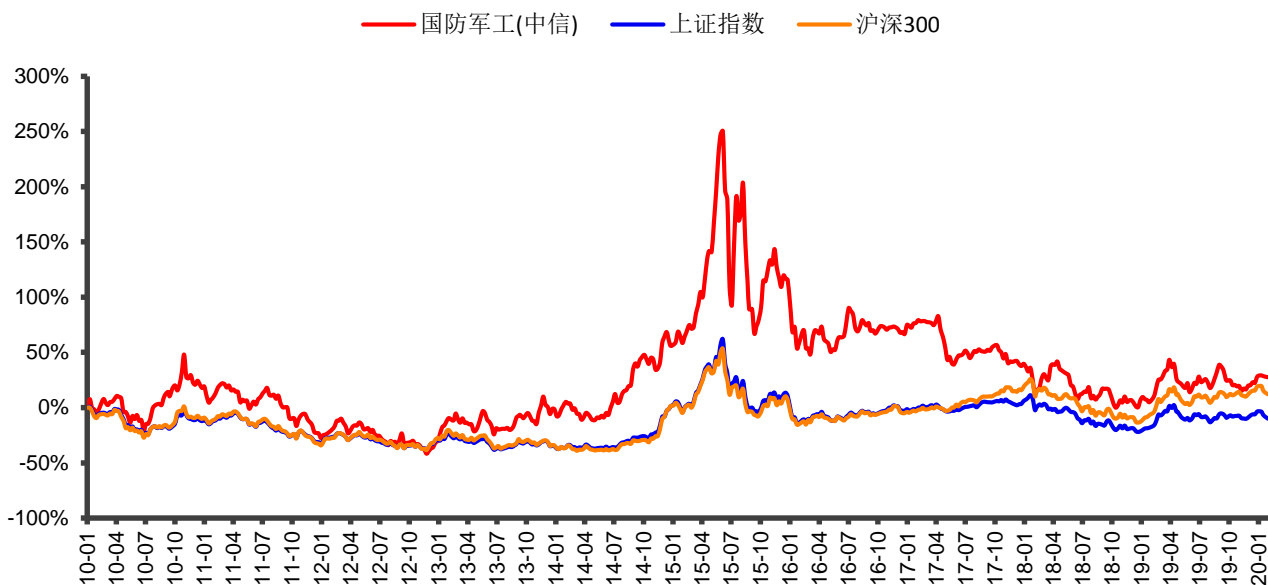
数据来源: Wind, 东方证券研究所

横向看，军工板块不再是估值最高的板块，不少核心标的估值在 20~30x。截止 2020 年 2 月 25 日，2019 年军工板块 PE (ttm) 在中信 29 个子行业排名第 5 位，落后于有色、计算机、通信等板块。虽然从绝对数值看目前军工依然比较高，但主要是受到部分大市值高估值标的的影响。例如：

中国重工（1035 亿市值、216 倍）、中国卫通（788 亿市值、166 倍）、中国卫星（473 亿市值、114 倍）、高德红外（484 亿市场，179 倍）等。事实上对应 2020 年业绩，已经有不少中上游核心标的的估值处于 20X~30X，大多数主机厂标的也在 40X~50x，像中航光电、航天电器、中航机电、火炬电子、中航重机、中航电测等标的基本面稳定、业务增长确定性高且估值在 30 倍以内。18 年以来宏观环境的不确定性加剧，相对于国内需求疲软和经济增速放缓，国防建设的确定性优势显现，在行业景气上行、基本面持续改善的背景下，军工板块估值已具备行业比较优势。

### 3.2 军工板块阿尔法从 2015 年前后的变化

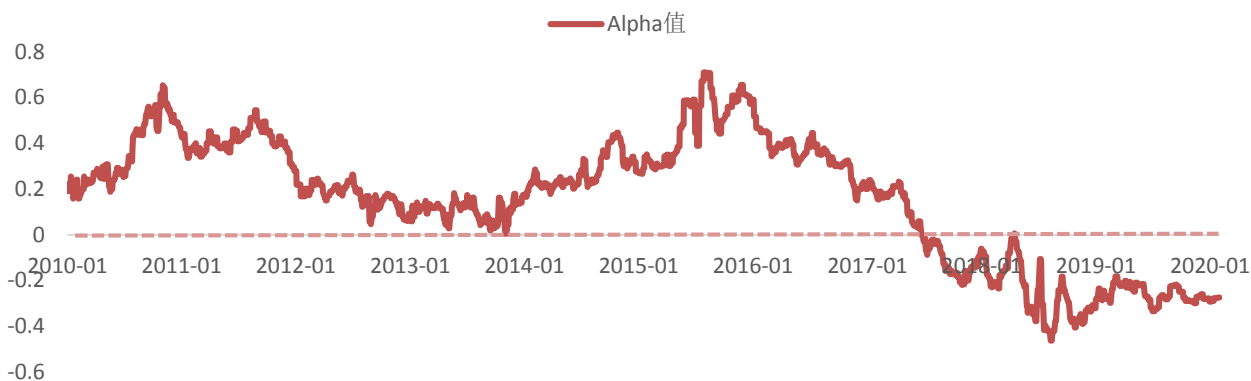
图 14：2010 年至今军工指数相对沪深 300



数据来源：Wind，东方证券研究所

从超额收益 alpha 角度，我们更能明显看出以 17 年 6 月为分水岭：17 年 6 月之前军工板块的超额收益明显，之后没有超额收益了。我们选取了中证军工，以沪深 300 为比较基准，回溯过去 3 年时间序列，计算其中的 alpha。我们发现从 2010 年 1 月到 2017 年 6 月的很长一段时间里，军工行业指数相对于沪深 300 的  $\alpha > 0$ ，顶峰在牛市时高达 60%，而在 17 年 6 月份以后，军工指数明显跑输沪深 300，alpha 长期小于 0。

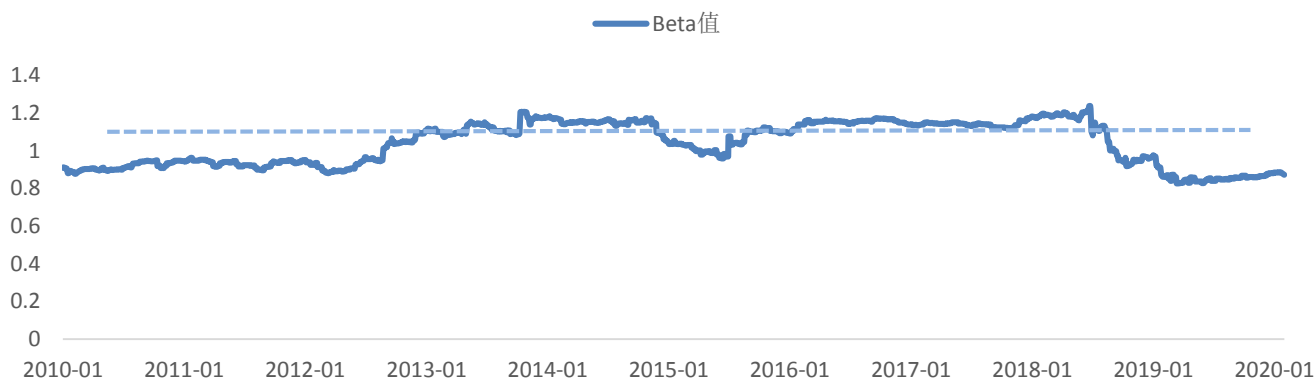
图 15: 中信军工指数相对于沪深 300 的 alpha



数据来源: Wind, 东方证券研究所

军工高 beta 属性不再，作为波段操作投机品种的投资价值下降。在计算 2010 年至今的军工板块相对于沪深 300 的 alpha 的同时，我们也计算了相应的 beta。我们发现 18 年 9 月之前，军工板块相对于沪深 300 波动性更大；而 2018 年 9 月之后，军工指数的 beta 迅速下滑到 0.8 左右，波动性不及沪深 300。军工板块相对于大盘的波动性降低，说明站在投资者的角度军工标的的进行波段操作的价值也在下降。

图 16: 中信军工指数相对于沪深 300 的 beta



数据来源: Wind, 东方证券研究所

### 3.3 板块波段价值下降，长期持有的投资价值显现

#### 3.3.1 民机打开市场，军品加速装备，板块的成长性显现

##### (1) 民机：大飞机打开成长空间

在美欧，国防军工板块 Aero&Defense 是高端制造中不可缺少的重要组成部分，在民航产业的助推下诞生了不少市值大的优质上市公司。它们都是军民融合程度高的高端制造企业，其营收和利润结构中，不少来源于民用行业，特别是民用航空产业。由于民品市场远远高于军品，以民用航空为代表的民用行业给这些企业带来了广阔的成长空间。1950 年代，第一架喷气式客机的出现将民用航空产业的发展引上了快车道，此后行业内逐渐形成了波音、空客两大龙头，并以其为中心带动了

数以万计企业的发展，最终形成了规模庞大且高质量的产业集群。这其中走出了供应发动机的 GE 公司、联合技术公司（UTC 公司）、赛峰等，供应机电航电的 GE 公司、UTC 公司、利勃海尔、霍尼韦尔、伊顿、派克、泰雷兹、塞峰、邓禄普等，供应基础材料的 PCC、东丽等。

**表 8：海外航空配套企业**

公司	国家	主业	航空配套	市值	营收	备注
UTC	美国	航空航天产品	发动机、航电、机电	1289 亿美元 (2019)	665 亿美元 (2018)	
霍尼韦尔	美国	航天产品及服务、工业和家庭楼宇控制技术、汽车产品、特种材料	航电、机电	1298 亿美元 (2019)	418 亿美元 (2018)	
罗克韦尔柯林斯	美国	航空电子、通讯产品	航电	231 亿美元 (2018)	87 亿美元 (2018)	已被 UTC 收购
GE	美国	多元化经营公司，业务广，涵盖能源、交通、医疗、金融等	航发、航电	1006 亿美元 (2019)	1216 亿美元 (2018)	
伊顿	美国	电力、流体动力和机械动力管理	机电	379 亿美元 (2019)	216 亿美元 (2018)	
派克汉尼汾	美国	制冷空调件、液压、气动和流体控制产品及元器件	航电	252 亿美元 (2019)	143 亿美元 (2018)	
泰雷兹	法国	航空、防御和信息技术服务产品	航电	210 亿美元 (2019)	187 亿美元 (2018)	
PCC	美国	精密机件、特种金属、精铸	叶片等金融零部件	372 亿美元 (2014)	96 亿美元 (2014)	已被 Berkshire Hathaway 收购
东丽	日本	有机合成、高分子化学、生物化学	碳纤维	112 亿美元 (2019)	215 亿美元 (2019)	
L3 技术	美国	军事通信系统	航电	137 亿美元 (2018)	102 亿美元 (2018)	

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

与国外大型国防工业巨头相比，我国军工企业军品占比高，一直以来缺乏民用航空制造等高端制造大产业空间的拉动。我国军工企业主要以军品为主，军品占比通常在 70%~90%，特别是下游主机厂军品占比更是高达 90%。与民品市场相比，军品市场容量太小，军工企业的收入和利润增速均以军费中装备费用为锚，除非在极端条件下，很难实现爆发式增长。

随着 C919 的首架交付，巨大的民航制造市场给国内军工企业带来广阔的长期成长空间。根据中国商飞、波音、空客的年市场预测，未来 20 年中国将新购客机 7400-9000 架，总价值约 1-1.3 万亿美元。其中，单通道干线客机约 6000 架，宽体客机 1300-2000 架。按照中国商飞的预测，未来 20 年中国新购客机总价值约人民币 9 万亿元，年均约 4500 亿元。相较之下 2017 年我军装备费开支也仅为 4300 亿元，并且每年的装备费开支要覆盖舰船、兵器、导弹、车辆以及飞行器等各大领域，其中用于航空装备采购的金额可能在 20%左右。从这个角度看，民机产业的崛起将带来国内航空制造业带来 5 倍左右甚至更高的增长空间。



我国大飞机国产替代稳步进行，国内将逐渐承接越来越多的价值量。飞机机体、材料及标准件价值占比 45%，国产化程度最高，批产上量后该类型国内配套企业有望最先受益。原材料中，钛、铝、特种钢等合金材料已实现国产化，国产复材 T300 级碳纤维正进行 PCD 适航认证，预计能很快实现替代。材料加工也主要由国内企业进行。机体结构制造方面，机头、机身、机尾、机翼结构主要由中航工业旗下企业进行。不过，机体结构生产过程相对分散，核心技术壁垒不强，附加值不高。

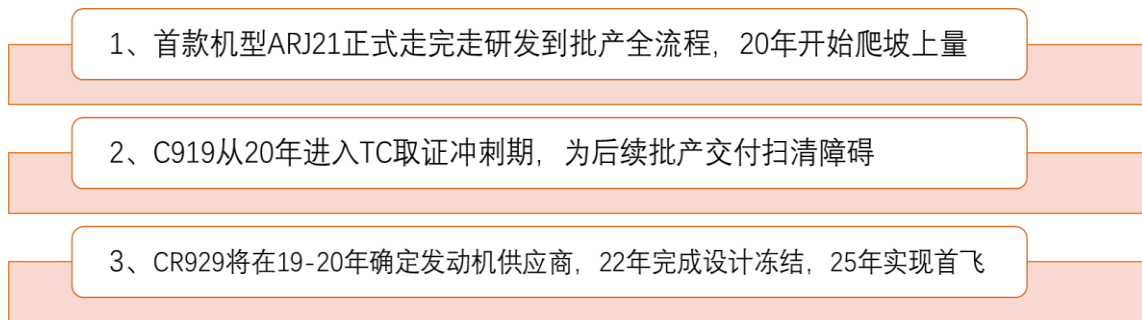
表 9：具备大飞机机体结构及其材料供应能力的国内企业

类别	产品	企业	介绍	备注
机体结构	机头	成飞	部件复杂，处于飞机的一级气动区	该类别配套已具备完全国产化能力
	前机身大部段、中后机身	中航工业洪都	采用第三代铝锂合金材料，有助于提升结构材料性能，减轻重量；中后机身为收缩段、双曲度结构，相比前机身结构尺寸更大、工艺更复杂、装配难度更大	
	中机身（含中央翼）、外翼	中航工业西飞	占比整个飞机结构超过 35%，技术难度较大，装配关系复杂	
	后机身前段	沈飞民机	广泛采用复合材料和钛合金材料	
	后机身后段	中国航天科工三院航天海鹰(镇江)特种材料有限公司	水平尾翼和辅助动力设备的安装区；全机复合材料应用占比最大的部段之一，达到 60%	
	平尾	中国商飞上飞	由外伸段盒段(双侧)，外伸段前缘、前缘舱结构(双侧)，外伸段后缘舱(双侧)及升降舵(双侧)等结构组成，主要采用复合材料层压板与蜂窝夹芯及钛合金锻件等新工艺、新材料	
	部分中机身（含中央翼）	中航工业西飞	全机结构载荷传递的中枢；大量选用第三代铝锂合金、2024HDT 高损伤容限铝合金材料及超大型钛合金锻件	
	垂尾	中航工业哈飞	复合材料占比约 70%、采用铝合金高损伤容限材料，成型难度极大	
	舱门	浙江西子	APU 舱门和 RAT 舱门，航空零件的数控机加、复合材料零件制造、部件组装	
材料加工	锻造	中航重机、三角防务、中国二重	主要针对大型构件	机体结构承制单位也具备材料加工能力，不在本栏重复呈现
	机加	新研股份、爱乐达	铸造和锻造下游，对坯件作更精密的加工	
	复材加工	中航高科、楚江新材	中航高科主要做预浸料，楚江新材子公司天鸟主要做刹车盘预制品	
原材料	钛合金	宝钛股份、西部超导	先进民机的碳纤维用量占比超过 15%，国内企业从材料加工到部件制造，能力均已成熟	铝合金、高强度钢等专用性不明显的传统材料，不在本栏呈现
	碳纤维	光威复材	光威是目前唯一进行 PCD 适航认证的国产纤维企业，先进民机的碳纤维用量占比超过 50%	
	特种钢	永兴材料、抚顺特钢	主要供应用于标准件的特钢	

资料来源：中国商飞，各公司官网，东方证券研究所

2020 年是大飞机元年，迎来重要战略发展机遇期，将给军工企业的带来新的增量和更高的成长性。2020 年商飞的三款机型将陆续迎来各自所处阶段最后环节的收官期，若推进顺利将转入下一个大阶段。

图 17：国产飞机在 20 年进入重要战略发展机遇期



数据来源：商飞等，东方证券研究所整理

民航制造将给军工企业相关配套公司带来真正可预期的新增量市场，我国在军用航空长期配套的主要军工企业有望和国外公司一样，实现“军民两条腿走路”，真正迎来快速高质量发展。随着 ARJ21 进入批产以及 C919 即将交付，供应链体系已初步成型，我们认为在未来供应链进一步重塑的过程中，投资机遇主要来自于以下三个方面：

- (一) 被筛选成为供应商的优质企业，并直接受益订单增长：大飞机规模化生产带来可观的订单增量，尤其是本身业绩基数相对较小或者边际改善较大的公司。对于部分企业来说，大飞机订单增量的边际贡献相对有限，但进入供应体系本身就是对其技术实力、产品质量和管理能力的认可。
- (二) 催生新的产业和公司：之前被波音空客垄断，无法进入或者规模微弱的产业配套，如维修检测、空港设备等。此外，航空产业集群对于产值有放大的效应，很多细分业务必须依赖规模化的产业集群才能运作。举例来说，目前全世界仅飞机拆解的年产值就高达 65 亿美元，这一类的细分业务未来随着全球航空制造中心的东移，均有望孕育出新的机遇。
- (三) 国际航空巨头的供应链迁移：新的竞争对手的出现，给现有客机巨头造成了较大压力，尤其是美欧较高的生产成本以及逐渐衰弱的制造业能力，不利于为终端产品形成竞争力的形成，国内航空配套集群已经形成，部分细分领域在成本和质量方面已经具备一定的领先优势，并且该优势很可能会继续扩大，在此背景下国际航空制造业往大陆迁移，国内零部件或系统级配套企业有望以此为契机打入海外航空巨头的供应体系。

## (2) 军品：体系建成，提质上量

我国国防工业的发展按 5 年一个小周期、10~15 年一个中周期、20~30 年一个大周期推进。内外部环境因素共振下，我国的国防建设即将步入“提质上量”的第四个阶段。

从外部看，地缘政治的压力难言乐观，国际安全暗流涌动。2019 年 7 月和 8 月，美俄相继暂停履行《中导条约》，潘多拉魔盒重新开启，中美两国存在分歧，遇到了一些困难：1) 美国出台国家安全战略、国防战略的等文件，明确与中国和俄罗斯的长期战略竞争是美国国家安全的首要问题，

而非恐怖主义；2）18 年以来美国发动对华贸易战，企图在高端制造、知识产权、金融开放等领域迫使中国让步；3）通过《台湾旅行法》、《香港人权与民主法》等法案，企图干涉中国内政。

图 18：我国国防军工发展四阶段

### 打造基础

**外部：**核战威胁，中苏关系由好转恶  
**内部：**战备导向，从苏联援助到自力更生

1949~1958

设立重工业部，引进苏联援建的 156 项工程，奠定军事工业基础

1958~1966

中苏交恶，核战威胁，大力发展核工业、导弹和航天工业

1966~1978

推动“三线”建设，完整的国防工业体系形成

### 改革徘徊

**外部：**中美短暂蜜月，苏联解体，中西军事交流终止  
**内部：**军费开支压缩，服从经济建设大局，“造不如买”，军备研发略有放缓

1978~1989

改革开放后启动“军转民”，中西蜜月“造不如买”，但同时引入美国军备标准，树立科学研发体系

1989~1999

“巴统”限制对中国军事出口，苏联解体，中俄、中乌开展军事合作

### 自主研制

**外部：**反恐牵制美国布局，奥巴马重返亚太，特朗普发动贸易战  
**内部：**宝贵的战略发展机遇期，经济高速增长，军费稳步提升，立足自主研发，改革体制，补足短板

1999~2010

五八事件、南海撞机等一系列事件敲响警钟，军事发展重回正轨

2010~2019

军工企业聚焦主业，推进军队改革，立足自主研制的新一代装备短板补齐，亟待批产上量

### 提质上量

**外部：**中美博弈步入常态，维护领土及主权完整，维护逐步扩大的海外利益  
**内部：**主战装备批量列装，补足军改后结构性缺口，加大新一代装备研发力度，建成世界一流军队

2020~2035

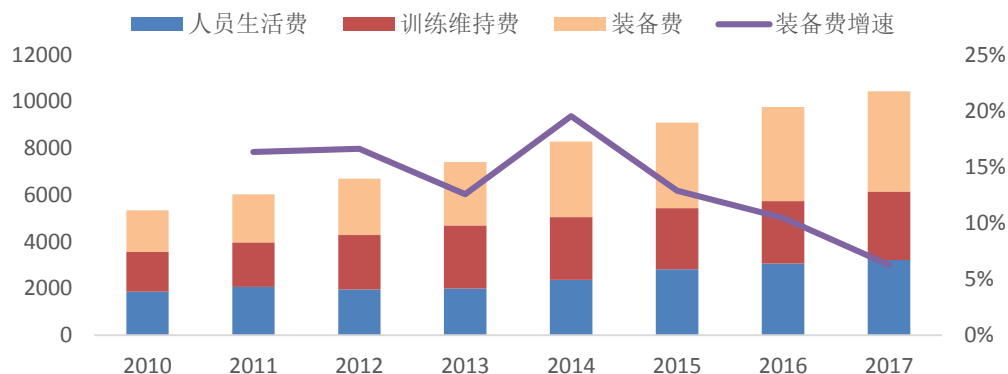
2020年：基本实现机械化、信息化取得重大进展  
 2035年：实现国防和军队现代化

2035~2050

2050年：全面建设世界一流军队

数据来源：国防白皮书，凤凰网资讯等，东方证券研究所整理

**从内部看：自主研制体系已经成型，军队改革企业改革取得重大进展，主战装备拼图补齐，亟待上量，装备费用仍将保持较快增长，军工企业长期高成长性可期。**据最新发布的《新时代的中国国防》白皮书发布，我国 2010 年到 2017 年，装备费从 1774 亿元迅速上升到 4289 亿元，复合增速高达 13.4%，明显超过同期军费增速。1）空军方面，目前航空主流型号产品已实现自给自足，空军 20 系列拼图也已基本补齐；2）海军方面，国产 001A 型航母已完成 7 次海试，我国即将迎来双航母时代，同时 055 大驱、JL-2 服役，加快海军从近海防御到远海防卫的战略转变；3）火箭军方面，国庆阅兵亮相的 DF-17、DF-41 和 DF100，说明我国已掌握发展超音速/高超音速武器必备的三个核心技术：超燃冲压发动机、热防护材料、气动外形。

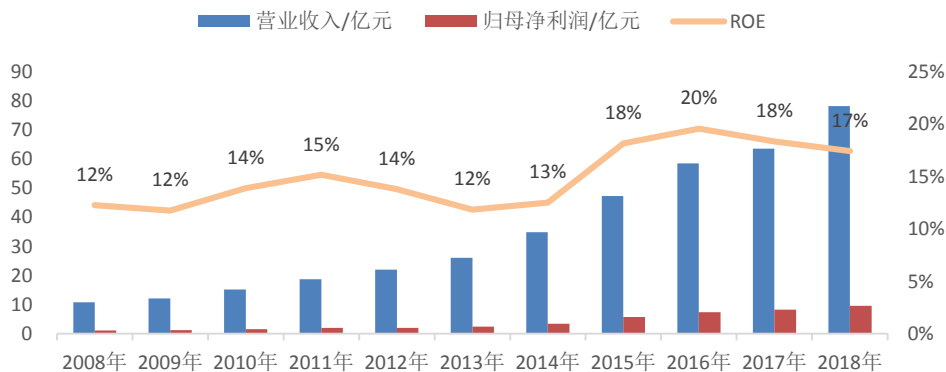
**图 19：2010 至 2017 年军费支出中，装备费占比提升，增速快**


数据来源：国防部，东方证券研究所

### 3.3.2 出现越来越多的估值低、成长性好，值得长期持有带来超额的优质个股

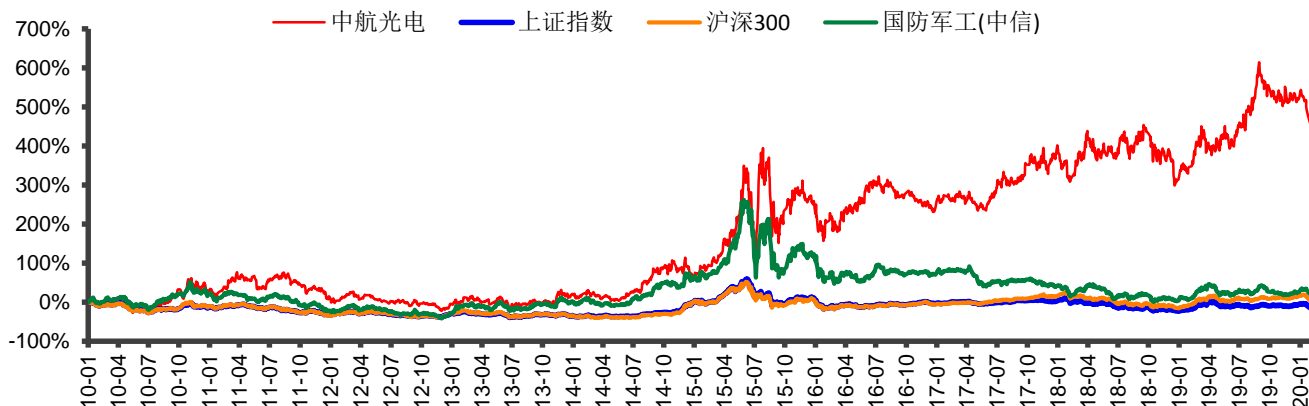
虽然军工板块在 17 年以后跑输大盘，但是整个板块中依然有不少长期持有超额收益明显的公司，且这样的公司将越来越多。

**中航光电：**公司隶属于中航工业集团，前身是河南伊川县洛阳航空电器厂（158 厂），经过三十余年的发展，公司已经成为国内规模最大的军工防务及高端制造领域互连技术龙头。公司 2007 年上市，目前在国内连接器行业排名第二，在军品连接器行业排名第一。除连接器外，公司不断丰富产品矩阵，拓展到线缆组件、光器件和集成化产品。上市以来，受益国内连接器行业快速发展以及公司自身竞争力的不断提升，公司业绩保持高速增长。营收从 08 年的 10.77 亿上升至 18 年的 78.16 亿，归母净利从 08 年的 1.12 亿上升至 18 年的 9.54 亿，ROE 从 08 年的 12% 上升至 18 年 17%。

**图 20：中航光电 08 年到 18 年的营收、利润和 ROE**


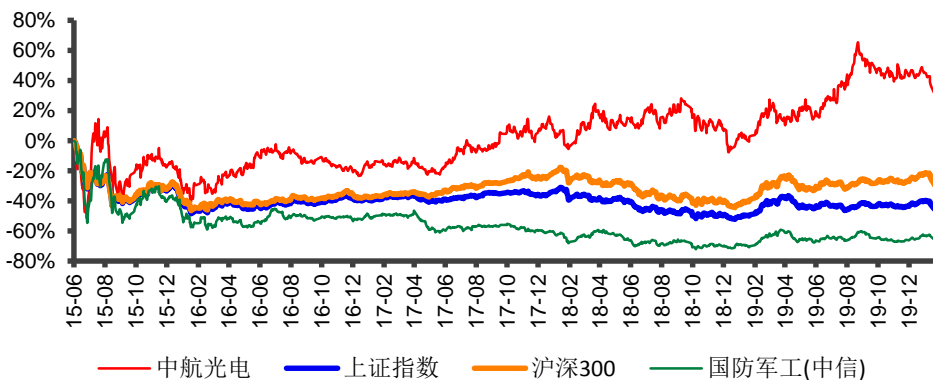
数据来源：Wind，东方证券研究所

在业绩持续稳健增长的支撑下，公司的股价表现同样出色。10 年至今公司股价累计实现 467.29% 的涨幅，而同期上证指数、沪深 300、国防军工（中信）分别实现-13.12%、8.30%和 22.88% 的涨幅，公司表现远远跑赢大盘及行业平均水平，超额收益显著。

**图 21：中航光电自 2010 年至今超额收益明显**


数据来源：Wind，东方证券研究所

即使在 15 年 6 月的牛市最高点买入，公司股价经过短暂震荡后，依然进入了较为稳健的持续增长通道，持有至今涨幅 32.34%，同期的上证指数、沪深 300、国防军工（中信）分别为-45.45%、-28.24%、-65.55%，公司持有至今拥有明显的绝对和相对收益。

**图 22：即使牛市最高点买入，持有至今仍有明显的绝对和相对收益**


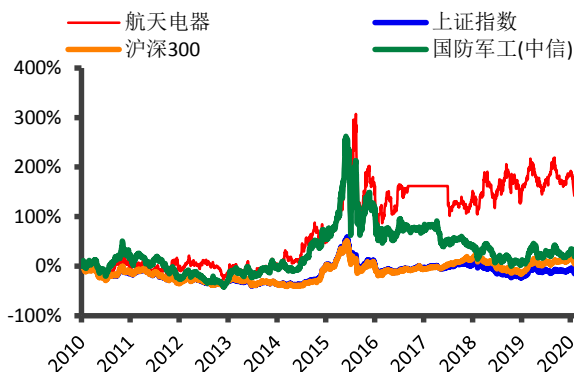
数据来源：Wind，东方证券研究所

**航天电器：**公司是航天科工集团上市公司，前身是 1968 年贵州遵义成立的国营朝晖电器厂和朝阳电器厂。过去主要研制和生产航天用继电器和电连接器等产品，后续逐渐拓展了维特电机和光电线缆组件等产品，公司 70%以上产品为军用，民品以通讯、医疗、轨交配套等为主。公司于 2004 年上市，现已成长为军用连接器领域的国内第二，市占率仅次于中航光电。10 年至今公司股价累计实现 151.01%的涨幅，而同期上证指数、沪深 300、国防军工（中信）分别实现-13.12%、8.30%和 22.88%的涨幅，公司表现跑赢大盘及行业平均水平，超额收益显著。

**中航机电：**公司是中航工业集团上市公司，前身湖北中航精机科技股份有限公司，上市早期公司以汽配生产为主，经过 12 年的资产重组，业务范围扩展至飞控系统、发射系统、电源系统、燃油系统等航空机电系统。公司作为航空工业旗下机电系统专业化平台，近年来通过瘦身健体、提质增效，持续聚焦于核心航空机电主业，压降汽配、压缩机等其他制造业，目前在国内航空机电领域处

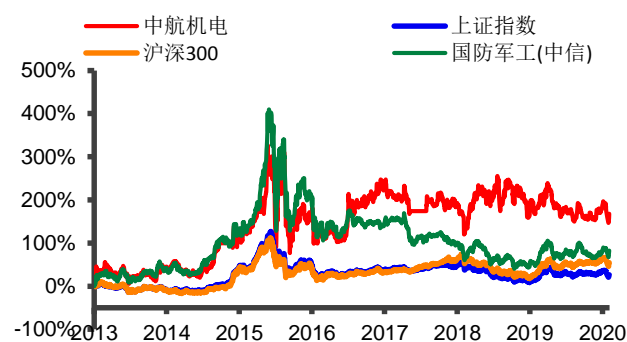
于主导地位。10 年至今公司股价累计实现 346.70% 的涨幅，而同期上证指数、沪深 300、国防军工（中信）分别实现-13.12%、8.30%和 22.88% 的涨幅，公司表现跑赢大盘及行业平均水平，超额收益显著。

图 23：航天电器自 2010 年至今超额收益明显



数据来源：Wind，东方证券研究所

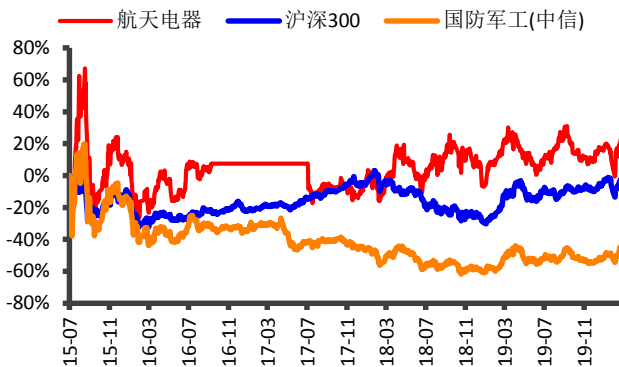
图 24：中航机电自 2013 年重组后至今超额收益明显



数据来源：Wind，东方证券研究所

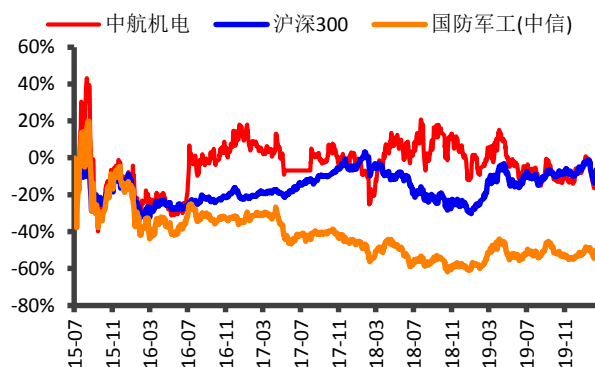
此外，从 2015 年股灾后，军工指数呈现波动地单边下跌，但是核心军工标的却表现稳健，呈现出明显背离军工指数的走势，超额收益明显，也好于同期沪深 300 的走势。

图 25：航天电器股灾后相对沪深 300 和军工指数的表现



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：中航机电股灾后相对沪深 300 和军工指数的表现



数据来源：Wind，东方证券研究所

除中航光电、航天电器、中航机电外，军工板块依然有不少长期营收和利润复合增长较高的公司的。我们从中信和申万军工指数中对军工标的进行筛选，将（1）发生过重大资产重组的标的，以注入重要军工资产当年为起始年（2）上市时间较短的公司，将起始年份选为可得财务数据的最早年份后，筛选出从起始年份至今，3 年及 3 年以上符合增速超过 15% 的公司。如光威复材、火炬电子、菲利华、中直股份、中航电测、中航机电等。在军工板块整体估值下降，波动性收益减少的背景下，投资理念逐步转向，长期持有投资价值较高的标的值得重点关注。在当前时点，除了历史表现较好的公司外，对于拐点型公司，根据 wind 一致预期，19~21 年复合增速有望超过 20% 的，还有中航重机、振华科技、应流股份、钢研高纳、航发动力、楚江新材、红相股份等标的值得关注。

**表 10：军工板块长期营收和利润复合增速较快的公司**

公司	PE (2020E)*	起始年份	起始年份 营收/亿元	起始年份归母 净利/亿元	2018 年 营收/亿元	2018 年归 母净利/亿元	时间 间距	营收复 合增长	利润复 合增长
光威复材	45	2013	4.99	0.75	13.6	3.8	3	22%	38%
火炬电子	28	2015	10.84	1.54	20.2	3.3	5	23%	29%
中航光电	31	2008	10.77	1.12	78.2	9.5	3	22%	24%
菲利华	35	2014	2.87	0.70	7.2	1.6	10	26%	23%
航天电器	23	2004	1.51	0.41	28.3	3.6	4	23%	17%
中直股份	32	2013	108.31	2.47	130.7	5.1	14	4%	16%
中航电测	29	2010	3.17	0.51	13.9	1.6	8	20%	15%
中航机电	25	2013	66.74	3.71	116.4	8.4	5	10%	15%

数据来源：Wind，东方证券研究所

\*注：截至 2020 年 2 月 26 日的 wind 一致预期

**表 11：未来三年有望保持复合 20%增长的公司（加粗的取的是东方预测，其他取得的是 wind 一致预期）**

公司	市值/亿	每股收益/元				PE			
	2020/2/26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中航重机	94.57	0.43	0.31	0.44	0.58	23.56	32.68	23.02	17.47
航发动力	534.79	0.47	0.51	0.61	0.75	50.57	47.01	38.73	31.52
振华科技	134.93	0.50	0.60	0.76	0.95	52.11	43.85	34.45	27.47
钢研高纳	79.67	0.25	0.36	0.46	0.59	67.45	47.07	36.69	28.90
应流股份	93.84	0.17	0.27	0.42	0.62	113.12	71.46	46.18	31.02
楚江新材	119.90	0.39	0.37	0.45	0.53	23.29	24.23	19.80	16.97
航新科技	39.82	0.21	0.32	0.46	0.60	79.20	51.88	36.09	27.57
红相股份	72.56	0.65	0.77	1.04	1.24	31.15	26.45	19.51	16.40

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**大飞机等军民融合产业发展进度低于预期：**国防需求预期稳定，而民用航空、商用航天等军民融合产业在技术、成本、产能、供应链、市场营销、服务售后等多方面对产业提出了新要求，市场拓展进度有待观察。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

