东兴证券 DONGXING SECURITIES

国防军工行业：财务指标视角下基本面选股

2020 年 06 月 14 日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

“戴维斯双杀”结束，部分军工企业投资价值凸显。军工行业从 2016 年-2018 年 3 年之间，经历了估值下降与军改导致业绩下降的戴维斯双杀。这三年军工行业整体表现明显落后于其他行业。但是从 2019 年开始，随着军改落地企业订单恢复与部分军工股估值回归合理，2019 年军工行业表现不俗，一改连续三年排名靠后的局面。而且中美经贸摩擦、新冠肺炎疫情等事件给了许多掌握先进国防技术尤其是军民两用技术的军工企业转型升级的良机，依靠其多年积累，加快替代国外产品，打开民品市场，明显改善了三张报表数据。**我们预测，部分企业一方面拥有军品收入保障公司下限，另一方面有望突破军费、技改费等收入天花板，打开民品市场为公司带来成长性，逐步展现价值投资的属性。**

以现金流与 ROIC 为核心指标，遴选军工基本面投资标的。传统上军工企业由于军品回款周期长，导致现金流情况不佳。军品定价机制导致 ROE 提升受限，进而影响资本回报率 ROIC。下游客户为军队导致采购具有明显的周期性，收入增速难以预测。以上三个因素，分别影响了现金流量表、资产负债表与利润表的改善。由于目前多数军工企业还处在军品向民品的导入期，研发费用可能极大影响净利润表现，我们仅从现金流量表与 ROIC 两个维度去筛选指标。

15 只符合基本面投资的标的通过筛选，共同特点为处于产业链上游和拥有军民两用技术。我们通过对过去三年的财务指标筛选，初步选出了 15 只符合基本面投资的标的。可以发现，其均为军工行业最上游的元器件、零部件与原材料供应商，这些企业具有天然的军民两用属性，在进行军用技术转民用的过程中，主要困难在于成本与市场需求。**我们认为，随着我国国产替代全面加速，加快形成国内大循环，上述企业除了军用市场，民用市场也有较大提升空间，加快改善其原先行业因素导致的基本面不佳的情况。**

风险提示：1）财务报表数据仅代表企业过去的历史，不代表企业未来也会表现出跟过去一样业绩。2）有些个股在 2019 年或 2020 年基本面明显改善，但由于选股指标考核过去 3 年，因此没有列入表格之中。3）ROIC-WACC 代表企业能否为股东带来回报，个股交易还需要考虑其自身估值高低。4）WACC 计算中参数选取会导致结果不同，存在一定的误差。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
大立科技	0.30	0.86	0.95	76	26	24	9.05	强烈推荐
鸿远电子	1.88	1.62	2.27	20	17	12	2.98	强烈推荐
高德红外	0.24	0.89	1.00	110	29	26	6.84	强烈推荐
中航电测	0.36	0.43	0.54	30	25	20	3.96	强烈推荐
中航光电	1.04	1.14	1.31	35	32	28	4.81	强烈推荐
康拓红外	0.22	0.33	0.48	68	45	31	10.81	强烈推荐

未来 3-6 个月行业大事：

行业基本资料		占比%
股票家数	77	2.0%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	11479.82	1.69%
流通市值(亿元)	8551.43	1.72%
行业平均市盈率	54.89	/
市场平均市盈率	18.62	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：陆洲
010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517080001
分析师：沈繁呈
010-66554013 shenfch@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050004
研究助理：朱雨时
010-66555574 Zhuysh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070040

1. 军工行业经历三年“戴维斯双杀”

1.1 “戴维斯双杀”的出现是偶然也是必然

军工行业从 2016 年-2018 年 3 年之间，经历了估值下降与军改导致业绩下降的戴维斯双杀，这三年军工行业整体表现明显落后于其他行业。**一方面，“戴维斯双杀”的出现可以说是军改导致的偶然。**军改始于 2015 年，从战略领导指挥体制到部队力量结构调整，从体制编制到人员结构到政策制度变化，涉及层次之深之广，是我军建国以来现代化建军道路上具有里程碑式的一次深改革，对国内外重大战略格局和国内涉军经济发展和行业布局产生深远影响。军改导致军品订单延迟，大多数军工企业业绩下降。**另一方面，在相对和平的年代，军工行业整体缺乏增长性和成长性，企业预期长期无法兑现，“戴维斯双杀”的出现一定程度上也是必然的。**军工产品的销路主要是内销和军贸。对内卖给军队，收入来源为本国军费；军贸收入来源主要为购买国军费。从全球看，据测算，全球每年投入武器装备研发采购的费用约 5600 亿美元左右，近几年全球武器装备投资总量基本维持不变。在世界政治经济格局和各国军事采购体系未出现重大变化的情况下，军工行业的整体增长将是缓慢或小幅波动的。从国内看，在当前的武器装备制造与采购机制下，我国军工行业整体利润水平不高，各大军工集团利润率较低，大部分军工集团的毛利率集中在 10%-20%区间，低于美国的洛马、雷神等军工巨头；净利润水平相差更大，大部分只能维持每年 3%-5%的净利率。

1.2 突破军费“天花板”，价值投资机会显现

相对和平的时期，军费是军工行业发展的“天花板”，限制了大多数军工企业的成长性，但中美经贸摩擦、新冠肺炎疫情等事件给了许多掌握先进国防技术尤其是军民两用技术的军工企业转型升级的良机，依靠其多年积累，加快替代国外产品，打开民品市场，明显改善了三张报表数据。**我们预测，部分企业一方面拥有军品收入保障公司下限，另一方面有望突破军费等收入天花板，打开民品市场为公司带来成长性，逐步展现价值投资的属性。**

美国每年军费开大数额较大，不但没有拖垮经济，反而带动了经济繁荣，原因就在于坚持军民技术两用原则。军民两用技术是指由军用技术部门或民用技术部门开发、使用，既能满足军事需求，同时又具有商业应用潜质，能够同时满足国防建设和经济建设双重需要的技术。它包含以下 3 方面内容：先军用后民用的军转民技术；先民用后军用的民转军技术；专门开发的可满足军民两方面用途的两用技术。军民两用技术具有军民双向渗透和双向扩散的特性，既可以满足“战场”的需要，又可以服务“市场”的要求，是经济建设和国防建设融合发展的重要技术支撑，对促进工业转型升级、带动科学技术进步，对实现武器装备跨越发展、助力军队新质战斗力生成具有重要作用。成熟稳定的军用技术转入民用，可以为经济社会发展提供强大的推动力，培育出新的业态，形成新的经济增长点。

2. 谁能引领军工行业价值投资新时代？军工基本面选股的新视角

2.1 筛选范围

除了中信国防军工指数中 71 只个股外，我们还从其他板块挑选了包含军品业务的 49 只个股，一共 110 只。我们将运用典型的财务指标参数，从这些个股中选取符合价值投资的标的。

2.2 筛选过程

（1）第一步筛选：近三年经营活动动产生的现金流量净额为正。经营活动产生的现金流量净额=经营活动的现金流入小计-经营活动的现金流出小计。经营活动产生的现金流量净额为负的时候意味着公司可能发生了大

量的应收款项、公司支付困难，要靠举债或扩股维持支付。在目前经济面临衰退危险的环境下，现金流是企业生存的根本。因此我们采用这个指标，选取有能力持续回笼资金的企业。

指标：经营性现金流量净额 2017 年、2018 年、2019 年均>0

（2）第二步筛选：近三年资本回报率（ROIC）大于零。资本回报率(ROIC)＝（税后利润+财务费用）/（净资产+有息负债）。资本回报率通常用来直观地评估一个公司的价值创造能力。（相对）较高 ROIC 值，往往被视作公司强健或者管理有方的有力证据。但是，资本回报率值高，也可能是管理不善的表现，比如过分强调营收，忽略成长机会，牺牲长期价值。我们选取这个指标来衡量企业投入所有资本后赚钱的能力，反应公司在其主营业务上的盈利能力。

指标：资本回报率(ROIC)2017 年、2018 年、2019 年均>0

（3）第三步筛选：排除 2019 年企业经营管理不佳标的。资产负债率=总负债/总资产；经营活动产生的现金流量净额/营业收入；营业收入增速。采用这三个指标，参数选取较为宽松，来排除 2019 年管理经营情况明显不佳的标的。

指标：资产负债率<55%，经营活动产生的现金流量净额/营业收入>5%，营收入增速>0

（4）第四步筛选：资本回报率（ROIC）>加权平均资本成本（WACC）。加权平均资本成本(WACC)，是指企业以各种资本在企业全部资本中所占的比重为权数，对各种长期资金的资本成本加权平均计算出来的资本总成本。加权平均资本成本可用来确定具有平均风险投资项目所要求收益率。采用 ROIC-WACC 指标，可判断公司的增长是否在产生超额收益。

其中 WACC 的参数选取为：

无风险利率：十年期国债收益率，2.7%

市场收益率：5 年沪深 300 指数平均收益，5.37%

贝塔：wind 默认使用调整 Beta(含杠杆)（上证综合指数、周收益、两年），

所得税率：15%（军工企业税收优惠）

短期利率：一年定存利率（税前），1.5%

长期利率：五年定存利率（税前），4.75%

债券调整系数：wind 默认数值，2

指标：2019 年 12 月 31 日 ROIC>2020 年 5 月 30 日 WACC ,且 2020 年 3 月 31 日 ROIC>2020 年 5 月 30 日 WACC

（5）第五步筛选：经营活动动产生的现金流量净额持续增长。经营活动动产生的现金流量净额除了大于零外，其持续增长也是评价企业过去成长性的重要指标。但是考虑到军工行业普遍回款较慢且具有不确定性，企业很难做到连续多年现金流增长，我们根据军工行业特点，选择 2019 年与 2018 年之和对比 2017 年与 2016 年之和，来抹平过去 5 年军改周期对军工企业现金流的影响。

指标：2019 年经营现金流净额>2018 年经营现金流净额,且 2019+2018 年经营现金流净额>2017+2016 年经营现金流净额

2.3 筛选结果

根据以上 5 步，可初步选出 15 只符合筛选标准的个股，按照（2020 年 3 月 31 日 ROIC-2020 年 5 月 30 日 WACC）由大到小排列，具体如图 1 所示：（其中北摩高科为 5 月新上市股票，贝塔为负值，因此 WACC 为负值，暂不具备横向可比较性）

图 1：15 只符合价值投资的个股（单位：亿元）

		经营活动产生的现金流量净额				ROIC		WACC	ROIC-WACC
股票名称	股票代码	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2019/12/31	2020/3/31	2020/5/30	
北摩高科	002985.SZ	-0.5804	0.0672	1.1803	1.4858	20.51%	19.41%	-19.47%	38.88%
大立科技	002214.SZ	0.3549	0.2253	0.5913	0.9659	10.96%	16.31%	4.61%	11.70%
光威复材	300699.SZ	0.2068	4.1820	2.3691	7.5316	17.27%	15.59%	5.67%	9.92%
鸿远电子	603267.SH	0.3114	0.9039	0.5264	1.7509	15.77%	11.96%	5.91%	6.05%
中航电测	300114.SZ	2.3407	1.4842	0.8731	3.2408	13.18%	12.75%	6.83%	5.92%
七一二	603712.SH	0.7372	0.7991	1.2053	2.2124	12.35%	11.51%	5.70%	5.81%
中航光电	002179.SZ	2.3100	4.8009	0.2264	8.2175	12.80%	10.13%	4.64%	5.49%
威海广泰	002111.SZ	0.8531	0.2869	1.0436	6.0951	10.37%	9.42%	5.29%	4.13%
高德红外	002414.SZ	-1.2332	0.3184	2.9073	3.3001	5.58%	8.80%	5.31%	3.49%
和而泰	002402.SZ	1.2601	1.8583	2.9159	4.7166	14.19%	10.34%	6.92%	3.42%
火炬电子	603678.SH	1.5671	0.8622	1.3289	2.3214	11.45%	9.97%	6.57%	3.40%
菲利华	300395.SZ	1.0491	1.1692	0.9492	2.1162	12.64%	9.37%	6.18%	3.19%
康拓红外	300455.SZ	-0.1339	0.3332	0.2572	0.7076	12.45%	8.31%	5.38%	2.93%
三角防务	300775.SZ	-0.2587	1.7324	0.7991	1.3924	12.17%	9.67%	7.43%	2.24%
景嘉微	300474.SZ	0.4691	0.2142	0.2556	0.8696	6.21%	7.59%	5.81%	1.78%
钢研高纳	300034.SZ	0.1216	0.4283	0.6313	1.0787	9.30%	6.40%	5.79%	0.61%

资料来源：东兴证券研究所

3. 相关报告观点总结

表1：我们对相关标的的观点

相关标的	公司的观点
大立科技	我国红外民用市场仍处于发展初期，广泛应用构成巨大市场潜力空间；芯片国产化带来产品价格大幅降低，加速各个行业红外渗透率提升；大立科技拥有完善的上下游技术储备，凭借完善的技术与充足的产能在军民市场成为了领军企业之一，因新冠疫情订单量显著提升。军品市场的消费升级和多元化使公司盈利能力提升，民品市场的无人化发展促进红外需求。
鸿远电子	宇航级 MLCC 技术门槛高，可靠性历史为必备条件，新玩家难以入场；军用 MLCC 客户大力扶持国内现有厂家，促进 MLCC 国产化的趋势，逐步扩大国内厂家的市场份额；多维度管理与财务指标体现公司高质量的管理能力；募投项目建设顺利，大幅度扩产指日可待。2020 年自产业务受疫情影响，代理业务逆市上升，自产业务业绩有望在下半年反弹；
中航电测	中航电测在国内中高端应变计和传感器市场占据优势地位，在技术上公司实现了精密测控，MEMS 惯导芯片通过海军试验；军品市场跟定批量型号，提供独家供货；新型直升机与运输机的缺口促进配电系统的需求；民品市场公司立足传感器领域，布局战略新兴行业；智能分拣、无人货架、医疗设备零部件

	业务发展势头较好；公司与顺丰合作开展的 DWS（自动分拣系统）销售良好，自主研发的无人售货机/智能货架等产品已较为成熟，处于市场推广阶段；疫情为智能交通业务带来发展机遇。
中航光电	利润下滑快于收入下滑，“疫情拖累订单+高基数”共同影响公司业绩；上游供应链复工复产延缓导致生产配套延迟，公司产品无法形成产品交付或贡献产值；下游公司复工复产延缓导致 1-2 月整体收入确认无法完成；第二季度业绩或全面反弹，全年仍大概率完成既定目标；我们判断公司每个季度因二期股权激励产生的管理费用或增加 4000 万左右。
高德红外	我国军用红外热像装备进入快速增长期，两分天下有其一；军品研发与销售进入良性循环发展轨道，研发投入的效益转化良好；芯片自主化+晶圆级封装助力成本降低，民用范围不断扩大，市场空间合计超过 400 亿元；受疫情影响，全国防疫对红外热成像测温设备需求的拉动约为 200 亿元，预计今年红外防疫产品收入将突破 10 亿元。
康拓红外	公司宇航芯片和控制组件是卫星的核心组件。卫星的核心技术是控制技术，各个分系统都需要对应的微系统和控制部组件。公司及背靠的 502 所是负责研制卫星“大脑”和“心脏”的核心机构；502 所的 GNC 产品约占卫星价值量的 15%，其中康拓红外产品约占 8%。假设到 2023 年发射 800 颗卫星，每颗 4000 万元，五院承担 40%任务，公司增量市场空间超过 10 亿元，再加上为轩宇空间提供产品，合计市场空间达 15 亿元。

资料来源：东兴证券研究所

4. 风险提示

1）财务报表数据仅代表企业过去的历史，不代表企业未来也会表现出跟过去一样业绩。2）有些个股在 2019 年或 2020 年基本面明显改善，但由于选股指标考核过去 3 年，因此没有列入表格之中。3）ROIC-WACC 代表企业能否为股东带来回报，个股交易还需要考虑其自身估值高低。4）WACC 计算中参数选取会导致结果不同，存在一定的误差。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	国防军工行业：空天信息产业——低轨卫星通信网络呼之欲出	2020-03-29
行业普通报告	国防军工行业：北斗三号组网在即，应用场景全面开花	2020-03-10
行业普通报告	国防军工行业：新航司成立，拉动国产大飞机需求	2020-02-27
行业普通报告	国防军工行业：5G 无人机 数字天空的重要载体	2020-02-24
行业事件点评报告	国防军工行业：太空竞赛 一触即发	2020-02-20
行业事件点评报告	国防军工行业：美国禁运航发，大飞机国产替代或显著加速	2020-02-18
行业深度报告	空天信息产业：新星冉冉升起	2020-02-05
行业深度报告	北斗卫星导航行业：2020 年最闪耀的那颗星	2020-01-09
行业事件点评报告	国防军工行业：美伊冲突“斩首行动”点评	2020-01-05
行业深度报告	2020 年军工行业展望：空天信息产业进入黄金十年	2020-01-02
公司深度报告	大立科技（002214）：红外热像仪市场爆发，中国版 FLIR 浮出水面	2020-06-03
公司事件点评报告	中直股份（600038）：三季报超预期，直升机发展进入加速期	2019-10-25
公司报告	中直股份（600038）：直 20 为中直股份插上新翅膀	2019-10-14
公司事件点评报告	洪都航空（600316）：L15 高教机获国家科技进步一等奖 打开市场空间	2020-01-13
公司事件点评报告	洪都航空（600316）：资产置换顺利交割，“机弹一体”小沈飞扬帆起航	2019-11-25
公司事件点评报告	钢研高纳（300034）：发动机材料龙头 深度绑定航发集团 20200218	2020-02-18
公司报告	钢研高纳（300034）：航发资产战略入股 航空新材料龙头呼之欲出	2019-09-19
公司普通报告	华力创通（300045）：重点布局卫星应用通导遥芯片产业	2020-02-26
公司报告	华力创通（300045）：空天互联网地面端核心部件龙头	2020-02-11
公司深度报告	北斗星通（002151）：北斗导航全产业链龙头	2020-02-23
公司事件点评报告	航发动力（600893）事件点评：市场化债转股降杠杆，三家子公司同时受益(1)	2019-07-23
公司财报点评	四创电子（600990）2019 半年报点评：提质增效后劲强，全年平稳增长无虞	2019-08-26
公司事件点评报告	四创电子（600990）：提质增效保增长，资产注入趋势强	2019-07-16
公司事件点评报告	内蒙一机（600967）：业绩大超预期，公司整体规模跃上新平台	2019-10-31
公司事件点评报告	内蒙一机（600967）：新型“大八轮”车族需求快速攀升	2019-10-29
公司普通报告	中航光电（002179）：短期业绩和长期成长兼备，伟大的公司终将被市场认可	2020-06-08
公司普通报告	中航光电（002179）一季报点评：利润增速下滑事出有因，第二季度业绩或全面反弹	2020-04-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

沈繁呈

北京航空航天大学硕士，CIIA，4 年证券从业经验，2020 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526