

# 国防军工

证券研究报告

2018年05月29日

## 军工分级基金整改怎么看？方案灵活且温和不应过忧

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010004

zourunfang@tfzq.com

**事件：**根据中证报、中国基金报报道，2018年5月下旬分级基金闭门会议召开，针对《资管新规》在分级基金方面的推进做出指导。监管层要求基金公司在2018年6月底前提交分级基金整改的《可行性研究计划书》，其中：

- 3亿规模以下的分级基金，需要在2019年6月底之前完成整改；
- 3亿规模以上，可将整改期限放宽到2020年《资管新规》过渡期结束；

### 资管新规市场已充分预期，到19年6月整改意见仅影响8.3%分级基金

分级基金整改是《新规》的一部分，整体来看，《新规》从2017年2月开始预热；2017年末征求意见稿正式发布，对分级基金整改作出了初步指导；2018年4月《新规》正式发布，分级基金整改的最终方案亦正式落地；本月分级基金的闭门会议是对其整改方案的进一步指导，预计分级基金整改将稳健落地。

截至5月28日我国共有898只股票型基金，其中123只为分级基金，对应规模为1,132.16亿元，占比仅14.7%。以3亿元为界限，来计算市场上分级基金规模占比，结果表明，我国股票型基金市场中：（1）规模在3亿元以上的股票型分级基金共55只，占有所有股票型分级基金的91.7%；（2）规模在3亿元以下的股票型分级基金共68只，仅占有所有股票型分级基金的8.3%。我们预计，到2019年6月分级基金整改压力仍可控制，到2020年底分级股票型基金的整改压力即可被市场有序降解。

### 军工分级基金实际受影响部分为A+B级，其规模为45.6亿，占军工分级基金总规模不到20%，占中证军工指数成交额不足1成，影响长期可控

我国绝大多数军工分级股票型基金均为被动指数型基金，故其母基金可理解为类似于中证军工ETF的开放式基金，可自由申购和赎回。因此，在本次分级基金整改中，实际受到影响的军工分级基金仅为A+B级基金部分。

**规模方面：**当前，全市场共有6只中证军工股指分级基金，规模3亿元以下的仅1只，仅占总规模的0.50%。6只分级基金合并看，母基金、A级基金、B级基金的基金规模分别为163.4亿、28.0亿和17.5亿元，占比为71.0%、12.2%和7.6%。A+B基金规模总计达45.6亿元，占总规模比例为19.8%。

**交易量方面：**军工6个分级基金产品均跟踪中证军工指数(399967.SZ)。去年11月至今中证军工指数的日均成交额为110.49亿元，而军工A+B级分级基金规模45.6亿元，仅占中证军工日成交额4成。同样，从周\月口径来看，中证军工指数上周\月成交额为505.59亿\1999.08亿，军工A+B级基金占比分别为9.01%\2.28%，分级基金整改对军工板块的影响中长期亦可控制。

### 分级基金整改温和，方案可平稳过渡

**整改方案：**未来军工板块分级基金整改方案有两种，一种是将A、B级基金全部换为与母基金相同的军工被动指数型基金；另一种是原先持有人不接受该风险收益调整、分级基金直接赎回。我们预计，军工分级基金将部分转为被动指数型基金、部分赎回，两种方案将结合进行。A+B级基金规模不足两成，对板块的影响将伴随资管新规落地被市场消化。

### 板块已进入高景气周期，短中长期均具备产业投资配置价值

军工板块在Q1业绩指标集体共振放量、中央军委武器装备采购信息网数据等多重验证了军工高景气度订单主逻辑，后续将进入装备交付和订单高峰。在产业进入上行轨道下，院所改制\资产证券化进入落地阶段，军工行业具备顺产业周期的产业投资价值。短期看连续落地性催化、中期看订单中期放量、长期看世界一流军建目标。关注超跌标的。

**风险提示：**分级基金整改加快，行业增速放缓。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业研究周报:多家院所改制继续获批,进入配置窗口迎夏季行情》2018-05-27
- 2 《国防军工-行业点评:院所改制再次推动,改制主线机遇已清晰》2018-05-23
- 3 《国防军工-行业研究周报:总装厂股权激励破局,行业激励打开顺周期上行》2018-05-19

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 1. 分级基金整改并未超预期，过渡期 2020 年方结束.....                       | 3 |
| 1.1. 事件：分级基金整改隶属《资管新规》，预计将分为两批进行 .....                  | 3 |
| 1.2. 《资管新规》2017 年初已有预期，闭门会议引导整改落地.....                  | 3 |
| 2. 股票型分级基金仅占 14.7%，温和整改意见对市场影响不大.....                   | 4 |
| 2.1. 分级股票型基金体量不足 1.5 成，对市场影响有限 .....                    | 4 |
| 2.2. 分级基金闭门会议意见较温和，明年 6 月前仅 8.3%需整改.....                | 5 |
| 3. 分级基金整改温和，主线逻辑已确立，看好行业高景气机遇.....                      | 5 |
| 3.1. 母基金对应军工 ETF 指数基金，A+B 级为实际受影响部分.....                | 5 |
| 3.2. 军工 A+B 级总量仅 45.6 亿，转为指数\退出两方式均可被市场消化 .....         | 6 |
| 3.2.1. 结构分析：A+B 级基金规模 45.6 亿，占比 19.8%，对军工分级基金影响有限 ..... | 6 |
| 3.2.2. 指数分析：军工 A+B 级基金总额仅占中证军工指数日交易量约 40%.....          | 7 |
| 3.3. 分级基金变动不改主线逻辑，看好行业进入高景气周期的机遇 .....                  | 7 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：截至 5 月 28 日，在市场 123 只股票型分级基金中，规模在 3 亿元以下的有 68 只，规模仅占 8.3%..... | 5 |
| 图 2：分级基金结构示意图：整改中 A+B 级基金为实际受影响部分 .....                            | 6 |
| 图 3：中证军工指数分级基金中，基金规模在 3 亿元以下的仅有 1 只.....                           | 6 |
| 图 4：2017 年 11 月至今中证军工指数日收盘价 .....                                  | 7 |
| 图 5：2017 年 11 月至今中证军工指数日成交额与换手率 .....                              | 7 |
| 图 6：军工板块 2018Q1 未来指标中位数的同比增长率 .....                                | 8 |
| 图 7：四大主机厂 2018Q1 未来指标均值的同比增长率 .....                                | 8 |
| 图 8：部分重点关注个股 2018Q1 未来指标均值的同比增长率 .....                             | 9 |
| 表 1：分级基金整改计划时点及要求一览 .....  | 3 |
| 表 2：分级基金整改相关政策自 2016 年以来稳步推进 .....                                 | 4 |
| 表 3：分级基金数量 123 只，现值总规模 1,132.16 亿元，占全市场仅 14.7%.....                | 4 |

## 1. 分级基金整改并未超预期，过渡期 2020 年方结束

### 1.1. 事件：分级基金整改隶属《资管新规》，预计将分为两批进行

5月23日中国基金报报道，证监会有关部门负责人表示，央行于4月27日联合多单位发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)，《资管新规》规定，公募产品和开放式私募产品不得进行分级，本意见自发布之日起施行。

中国证券报报道，为落实《指导意见》的相关规定、稳妥推进分级基金整改工作，证监会近日拟要求各基金管理人与2018年6月底前制定分级基金整改计划，明确时间进度安排：

表 1: 分级基金整改计划时点及要求一览

| 时点        | 分级基金整改进度要求                |
|-----------|---------------------------|
| 2018年6月底  | 各基金公司制定分级基金整改计划，明确时间进度安排。 |
| 2019年6月底  | 完成3亿规模以下的分级基金整改。          |
| 2020年12月底 | 完成3亿规模以上的分级基金整改。          |

资料来源：中国基金报，天风证券研究所

中国证券报报道，监管层近期对分级基金召开了一次闭门会议，会议就针对处理分级基金可能遇到的困难和问题向基金公司征求了意见。在此次会议上，监管层要求基金公司在2018年6月底前提交分级基金整改的《可行性研究计划书》，该计划书需包含分级基金2020年底前完成整改的计划，基金公司需要上报：(1) 整改设想、(2) 整改方案、(3) 纠纷化解、(4) 整改不可行的理由。

在该次会议上，监管层向各基金公司传达了分级基金的整体整改方案：(1) 对于3亿规模以下的分级基金，需要在2019年6月底之前完成整改；(2) 3亿规模以上的分级基金，可以将整改期限放宽到2020年《资管新规》过渡期结束。监管层未要求各基金在2018年6月底前一次性完成整改。

### 1.2. 《资管新规》2017年初已有预期，闭门会议引导整改落地

分级基金整改是《资管新规》的一部分，自2017年末起便开始推进，分级基金整改的市场预期稳定：

- 2017年2月21日，一行三会《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》内部稿流出，提出了八大核心；
- 2017年11月25日，央行会同银监会、证监会、保监会（银、保监会尚未合并）、外汇局，发布《资管新规（征求意见稿）》，提出公募产品、开放式私募产品与投资于单一标的的私募产品不得进行份额分级；
- 2018年3月28日，《资管新规》在中央全面深化改革委员会第一次会议上获得通过；
- 2018年4月27日，央行会同银保监会、证监会、外汇局正式发布《资管新规》。文件将于发布之日起实施，意见实施后，按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为本意见发布之日起至2020年底。
- 2018年5月下旬，分级基金闭门会议召开，针对《资管新规》在分级基金方面的推进做出指导，2019年中完成3亿以下分级基金整改，2020年末完成全部整改。

整体来看，《资管新规》从2017年初即开始预热，2017年末征求意见稿正式发布，对分级基金整改作出了初步指导，2018年4月《资管新规》正式发布，分级基金整改的最终方案亦正式实行。本月份级基金的闭门会议是对其整改方案的进一步指导，预计分级基金整改将稳健落地。

表 2：分级基金整改相关政策自 2016 年以来稳步推进

| 发布时间             | 政策名称                                 | 发布机构                           | 主要内容   |
|------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--|
| 2016 年 11 月 25 日 | 《分级基金业务管理指引》                         | 上交所<br>深交所                     | (1)《指引》自 2017 年 5 月 1 日起施行。<br>(2) <b>证券类资产不低于人民币 30 万元</b> 的投资者可申请开通分级基金相关权限；<br>(3) 未开通分级基金相关权限的投资者将 <b>不得买入</b> 分级基金子份额或分拆基础份额。<br>(4) 投资者已持有分级基金子份额，但未开通分级基金相关权限的，可以自主选择 <b>继续持有或者卖出</b> 当前持有的分级基金份额。  |
| 2017 年 11 月 17 日 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》         | 央行<br>银监会<br>证监会<br>保监会<br>外汇局 | (1) 以下产品不得进行份额分级： <b>公募产品，开放式私募产品，投资于单一投资标的的私募产品（投资比例超过 50%即视为单一），投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品。</b><br>(2) 分级私募产品的总资产不得超过净资产的 140%。分级私募产品应根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。<br>(3) 固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。<br>(4) 发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。                      |
| 2018 年 3 月 28 日  | 中央全面深化改革委员会第一次会议                     |                                | 审议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。  |
| 2018 年 4 月 27 日  | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号） | 央行<br>银保监会<br>证监会<br>外管局       | (1) <b>公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级；</b><br>(2) 分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级/劣后级，中间级份额计入优先级）。<br>(3) 固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。<br>(4) 发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。<br>(5) 按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为本意见发布之日起至 2020 年底。 |

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中国人民银行，天风证券研究所

## 2. 股票型分级基金仅占 14.7%，温和整改意见对市场影响不大

### 2.1. 分级股票型基金体量不足 1.5 成，对市场影响有限

从体量上来看，市场上全部分级基金规模占股票型基金总规模的比例不到 1.5 成。截至 2018 年 5 月 28 日，我国基金市场中共有 898 只存续的股票型基金，总规模 7,699.47 亿元；其中有 775 只为传统基金，对应规模为 6,567.31 亿元，占股票型基金总量的 85.3%；有 123 只为分级基金，对应规模为 1,132.16 亿元，占比 14.7%。

表 3：分级基金数量 123 只，现值总规模 1,132.16 亿元，占全市场仅 14.7%

|                 | 分级基金(只)         | 传统基金(只)         | 股票型基金(只)        |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>数量总计（只）</b>  | <b>123</b>      | <b>775</b>      | <b>898</b>      |
| 其中：被动指数型        | 118             | 401             | 519             |
| 增强指数型           | 3               | 71              | 74              |
| 普通股票型           | 2               | 303             | 305             |
| <b>规模总计（亿元）</b> | <b>1,132.16</b> | <b>6,567.31</b> | <b>7,699.47</b> |
| 其中：被动指数型        | 1,120.35        | 3,411.73        | 4,532.08        |
| 增强指数型           | 10.62           | 522.85          | 533.46          |
| 普通股票型           | 1.19            | 2,632.74        | 2,633.93        |
| <b>规模占比总计</b>   | <b>14.70%</b>   | <b>85.30%</b>   | <b>100.00%</b>  |
| 其中：被动指数型        | 8.66%           | 50.21%          | 58.86%          |
| 增强指数型           | 1.02%           | 5.91%           | 6.93%           |
| 普通股票型           | 5.03%           | 29.18%          | 34.21%          |

资料来源：Wind，天风证券研究所

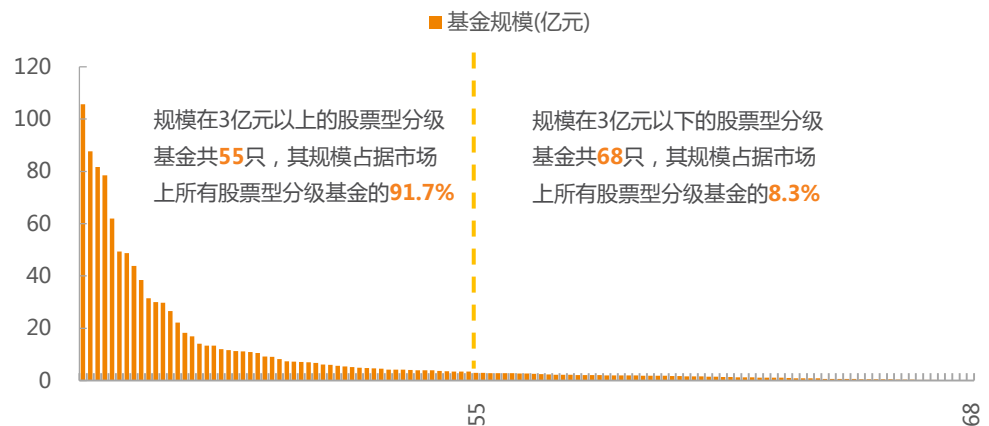


## 2.2. 分级基金闭门会议意见较温和，明年 6 月前仅 8.3%需整改

根据中国证券报，2018 年 5 月下旬分级基金闭门会议召开，针对《资管新规》在分级基金方面的推进做出指导，2019 年中完成 3 亿以下分级基金整改，2020 年末完成全部整改。我们以 3 亿元为界限，对市场上 123 家分级基金的规模进行了测算。根据测算结果，截至 2018 年 5 月 28 日，我国股票型基金市场中：

- 规模在 3 亿元以上的股票型分级基金共 55 只，占有股票型分级基金的 91.7%；
- 规模在 3 亿元以下的股票型分级基金共 68 只，仅占有股票型分级基金的 8.3%。

图 1：截至 5 月 28 日，在市场 123 只股票型分级基金中，规模在 3 亿元以下的有 68 只，规模仅占 8.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

从测算结果可以看出，监管层对《资管新规》在分级基金监管这一方面给出了较为温和的整改意见。此外，通过观察可以发现，分级股票型基金规模整体呈现下凸函数分布。因此，我们预计，到 2019 年 6 月分级基金整改压力仍可控，到 2020 年底，分级股票型基金的整改压力即可被市场有序消化。

## 3. 分级基金整改温和，主线逻辑已确立，看好行业高景气机遇

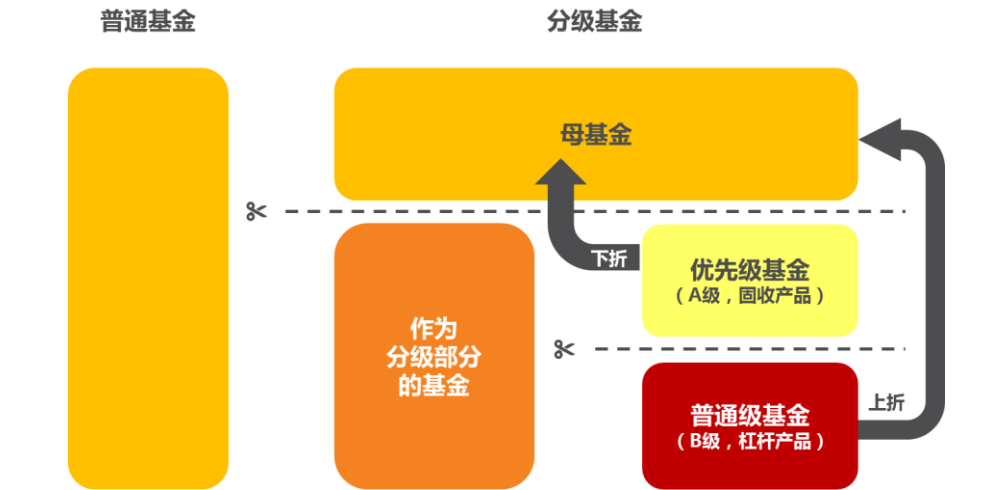
### 3.1. 母基金对应军工 ETF 指数基金，A+B 级为实际受影响部分

我国分级基金由三大部分构成。一般来说，母基金则为开放式基金，可自由申购和赎回，而 A 级和 B 级基金都是封闭的，可以进行上折或下折，在满足条件时，通过调整 A、B 两级的基金资本金，能够实现 B 级基金收益与风险的进一步放大。

- **母基金**：我国绝大多数军工分级股票型基金均为被动指数型基金，故其母基金可理解为类似于中证军工 ETF 的开放式基金，可自由申购和赎回；
- **优先级（A 级）基金**：可理解成类似于债券的固定收益产品；
- **普通级（B 级）基金**：可理解成一种杠杆类产品，能够放大基金的收益/风险。

由于我国分级基金的母基金与其挂钩的指数所对应的基金较为类似，因此在本次《资管新规》分级基金整改中，实际受到影响的基金仅有 A+B 级基金这一部分。

图 2：分级基金结构示意图：整改中 A+B 级基金为实际受影响部分



资料来源：天风证券研究所

### 3.2. 军工 A+B 级总量仅 45.6 亿，转为指数\退出两方式均可被市场消化

分级基金的结构特征决定了其 A+B 级部分唯一受到本次分级基金整改影响。为了研究本次分级基金整改对军工板块的影响，我们对当前市场上全部的中证军工股票型被动指数基金进行了两方面分析：

#### 3.2.1. 结构分析：A+B 级基金规模 45.6 亿，占比 19.8%，对军工分级基金影响有限

- 全市场共有 6 只中证军工股指基金，其中规模在 3 亿元以下的仅有 1 只，仅占总规模的 0.50%，预计整个军工行业分级基金受 2019 年 6 月第一批分级基金整改的影响不大。
- 为了预测 2020 年末《资管新规》过渡期截止后，分级基金整改对军工板块所带来的影响，我们计算了军工板块的母基金、A 级基金、B 级基金的基金规模，分别为 163.4 亿、28.0 亿和 17.5 亿元，占军工分级基金总规模的比例分别为 71.0%、12.2%和 7.6%。A+B 基金规模总计达 45.6 亿元，占总规模比例为 19.8%。

图 3：中证军工指数分级基金中，基金规模在 3 亿元以下的仅有 1 只

| 基金管理人                 | 基金代码      | 基金简称      | 分级基金类别 | 2018/3/31 |        | 2018/5/29     |          | 2018/5/29     |               | *各类别占比        | *sum |
|-----------------------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|---------------|----------|---------------|---------------|---------------|------|
|                       |           |           |        | 单位净值(元/份) | 分级份额占比 | 基金规模(亿元)      | 基金份额(亿份) | 净值*份额         |               |               |      |
| 富国基金                  | 161024.OF | 富国中证军工    | 母基金    | 0.77      |        | 105.65        | 92.08    | 71.00         | 67.20%        | 92.44%        |      |
|                       | 150181.SZ | 富国中证军工A   | A级     | 1.02      | 50.0%  |               | 17.30    | 17.64         | 16.70%        |               |      |
|                       | 150182.SZ | 富国中证军工B   | B级     | 0.52      | 50.0%  |               | 17.30    | 9.03          | 8.55%         |               |      |
| 鹏华基金                  | 160630.OF | 鹏华中证国防    | 母基金    | 0.83      |        | 78.48         | 74.62    | 62.01         | 79.01%        | 90.04%        |      |
|                       | 150205.SZ | 鹏华中证国防A   | A级     | 1.02      | 50.0%  |               | 5.21     | 5.33          | 6.79%         |               |      |
|                       | 150206.SZ | 鹏华中证国防B   | B级     | 0.64      | 50.0%  |               | 5.21     | 3.34          | 4.25%         |               |      |
| 前海开源                  | 164402.OF | 前海开源中航军工  | 母基金    | 1.09      |        | 26.57         | 14.45    | 15.70         | 59.11%        | 86.92%        |      |
|                       | 150221.SZ | 前海开源中航军工A | A级     | 1.02      | 50.0%  |               | 3.40     | 3.47          | 13.04%        |               |      |
|                       | 150222.SZ | 前海开源中航军工B | B级     | 1.15      | 50.0%  |               | 3.40     | 3.92          | 14.76%        |               |      |
| 申万菱信                  | 163115.OF | 申万菱信中证军工  | 母基金    | 1.09      |        | 14.08         | 11.03    | 12.03         | 85.42%        | 92.44%        |      |
|                       | 150186.SZ | 申万菱信中证军工A | A级     | 1.01      | 50.0%  |               | 0.45     | 0.46          | 3.26%         |               |      |
|                       | 150187.SZ | 申万菱信中证军工B | B级     | 1.17      | 50.0%  |               | 0.45     | 0.53          | 3.76%         |               |      |
| 易方达基金                 | 502003.OF | 易方达军工     | 母基金    | 0.83      |        | 4.21          | 2.54     | 2.10          | 49.92%        | 85.02%        |      |
|                       | 502004.OF | 易方达军工A    | A级     | 1.04      | 50.0%  |               | 0.89     | 0.93          | 22.08%        |               |      |
|                       | 502005.OF | 易方达军工B    | B级     | 0.61      | 50.0%  |               | 0.89     | 0.55          | 13.02%        |               |      |
| 融通基金                  | 161628.OF | 融通中证军工    | 母基金    | 0.92      |        | 1.14          | 0.64     | 0.59          | 51.34%        | 83.49%        |      |
|                       | 150335.SZ | 融通中证军工A   | A级     | 1.03      | 50.0%  |               | 0.20     | 0.21          | 18.01%        |               |      |
|                       | 150336.SZ | 融通中证军工B   | B级     | 0.81      | 50.0%  |               | 0.20     | 0.16          | 14.15%        |               |      |
| <b>军工分级基金规模总计(亿元)</b> |           |           |        |           |        | <b>230.13</b> |          |               |               |               |      |
| <b>母基金规模总计(亿元)</b>    |           |           |        |           |        |               |          | <b>163.42</b> | <b>71.01%</b> | <b>90.81%</b> |      |
| <b>A+B级基金规模总计(亿元)</b> |           |           |        |           |        |               |          | <b>45.55</b>  | <b>19.80%</b> |               |      |
| A级基金规模总计(亿元)          |           |           |        |           |        |               |          | 28.03         | 12.18%        |               |      |
| B级基金规模总计(亿元)          |           |           |        |           |        |               |          | 17.52         | 7.62%         |               |      |

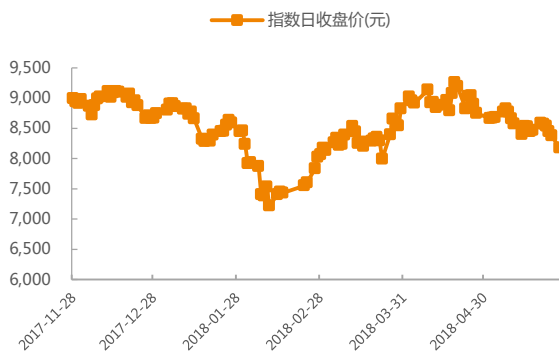
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 指数分析：军工 A+B 级基金总额仅占中证军工指数日交易量约 40%

目前，上述军工 6 个分级基金产品均采用中证军工指数（399967.SZ）作为跟踪指数。根据我们观察到的数据，自 2017 年 11 月 28 日至今，半年来整个中证军工指数的日成交额均值为 110.49 亿元，而根据我们之前的测算，军工 A+B 级基金总规模为 45.55 亿元，仅占中证军工指数日成交额的 41.23%，不到日交易总量的一半。

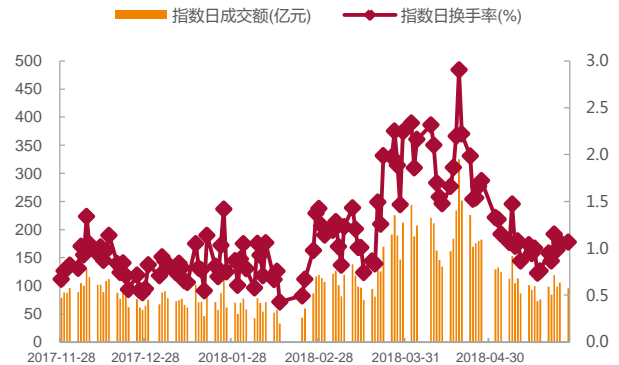
同样，从周口径和月口径来看，中证军工指数上周成交总额为 505.59 亿，上月成交总额为 1999.08 亿，军工 A+B 级基金占两者的比例分别为 9.01%和 2.28%，**中长期来看，分级基金的整改事宜对军工板块的影响亦在可控范围内。**

图 4：2017 年 11 月至今中证军工指数日收盘价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017 年 11 月至今中证军工指数日成交额与换手率



资料来源：Wind，天风证券研究所

总体来看，目前对于 A、B 级基金共有两种处理方式：

- 第一种是将 A、B 级基金原先持有人接受风险收益调整，全部换为指数型基金，原来的分级基金转为与母基金相同的中证军工被动指数型基金；
- 第二种是将 A、B 级基金原先持有人不接受该风险收益调整，原分级基金直接清算并赎回；

从市场整体情况来看，未来军工板块分级基金或将结合这两种方式进行处理，部分赎回、部分转为被动指数型基金，但军工板块 A+B 级基金当前规模为 45.55 亿元，仅占分级基金总规模的 17.9%，对整个板块的影响可在中长期处理中慢慢被市场消化。

### 3.3. 分级基金变动不改主线逻辑，看好行业进入高景气周期的机遇

从总口径来看，军工板块在一季度出现了稳定的盈利上升，基于我们 130 家国有与民参军企业的样本集，行业上市公司总体收入变化中位数为 15.4%，归母净利润 21.9%，预收账款 40.9%，存货 20.8%增速。其中最大亮点为预收账款的 40.9%的攀升，预计代表着军品相关订货款的大量上升，预示着相关订单的高速放量出现。

图 6：军工板块 2018Q1 未来指标中位数的同比增长率

|       | 2018Q1收入YoY | 2018Q1归母净利润YoY | 2018Q1预收账款YoY | 2018Q1存货YoY | 2018Q1预付款项YoY |
|-------|-------------|----------------|---------------|-------------|---------------|
| 军工全行业 | 15.4%       | 21.9%          | 40.9%         | 20.8%       | 24.9%         |
| 国企    | 37.4%       | 27.7%          | 19.1%         | 22.2%       | 12.1%         |
| 航空业   | 16.6%       | 327.8%         | -16.0%        | 7.0%        | 24.1%         |
| 航天业   | -6.3%       | -51.2%         | 38.6%         | 9.6%        | 20.9%         |
| 船舶业   | -25.2%      | 8.7%           | -29.1%        | -4.1%       | 14.7%         |
| 地面装备  | 52.6%       | 747.5%         | 335.2%        | 37.3%       | 11.4%         |
| 信息化   | 36.0%       | 41.9%          | 63.1%         | 38.8%       | 24.1%         |
| 民参军   | 9.2%        | 19.1%          | 30.9%         | 20.8%       | 27.2%         |

低于0%  
 0%-15%  
 15%-50%  
 50%以上

资料来源：公司年报，天风证券研究所

从订单签订和资金流入的第一层级主机厂来看，依靠航空两大主机厂（中航飞机、中航沈飞）的大幅放量，主机厂层级出现了大幅的业绩改善，预收账款增速也高达 53.1%，标志着从顶层口径到总口径的放量共振。

图 7：四大主机厂 2018Q1 未来指标均值的同比增长率

| 股票代码      | 股票简称 | 收入同比变化 | 归母净利润同比变化 | 预收账款同比变化 | 存货同比变化 | 预付款项同比变化 |
|-----------|------|--------|-----------|----------|--------|----------|
| 600760.SH | 中航沈飞 | 468.3% | 88.1%     | -2.6%    | 4.5%   | -6.4%    |
| 000768.SZ | 中航飞机 | 67.6%  | 130.8%    | -76.1%   | 5.4%   | -45.2%   |
| 600038.SH | 中直股份 | 2.5%   | -0.5%     | 21.2%    | 6.7%   | -53.4%   |
| 600967.SH | 内蒙一机 | 0.3%   | -13.2%    | 220.3%   | 69.9%  | 362.7%   |
| 总计        |      | 51.2%  | 200.9%    | 10.0%    | 7.7%   | -13.2%   |
| 中位数       |      | 7.4%   | -579.2%   | 53.1%    | 5.8%   | 43.6%    |

低于0%  
 0%-15%  
 15%-50%  
 50%以上

资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们认为个别白马热点股小幅低于预期（中航光电、航天电器低于预期，但其毛利率、存货、研发、预收账款等均处于上升通道，将在后续进入上升轨道），并未掩盖行业整体订单及交付指标的共振上行，本次的未来业绩趋势指标集体共振放量实现了军工订单主逻辑的验证，我们认为后续将逐步进入装备交付和订单高峰。



图 8：部分重点关注个股 2018Q1 未来指标均值的同比增长率

| 股票代码      | 股票简称 | 收入同比变化       | 归母净利润同比变化     | 预收账款同比变化     | 存货同比变化      | 预付款项同比变化      |
|-----------|------|--------------|---------------|--------------|-------------|---------------|
| 000768.SZ | 中航飞机 | 67.6%        | 130.8%        | -76.1%       | 5.4%        | -45.2%        |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 468.3%       | 88.1%         | -2.6%        | 4.5%        | -6.4%         |
| 600038.SH | 中直股份 | 2.5%         | -0.5%         | 21.2%        | 6.7%        | -53.4%        |
| 600967.SH | 内蒙一机 | 0.3%         | -13.2%        | 220.3%       | 69.9%       | 362.7%        |
| 600879.SH | 航天电子 | 9.5%         | 10.2%         | 11.6%        | 18.2%       | -39.7%        |
| 002013.SZ | 中航机电 | 18.9%        | 137.6%        | 0.5%         | 12.7%       | 12.8%         |
| 002179.SZ | 中航光电 | 3.9%         | -8.9%         | 37.0%        | 38.2%       | 65.4%         |
| 600893.SH | 航发动力 | 1.8%         | 36.0%         | 49.6%        | 2.6%        | -33.7%        |
| 002025.SZ | 航天电器 | -21.3%       | -7.3%         | -9.3%        | 24.6%       | 28.9%         |
| 600562.SH | 国睿科技 | 8.8%         | -25.6%        | 46.9%        | 18.0%       | -5.7%         |
| 600501.SH | 航天晨光 | 2.1%         | 497.6%        | 30.8%        | 5.3%        | -43.9%        |
| <b>总计</b> |      | <b>25.2%</b> | <b>198.8%</b> | <b>12.4%</b> | <b>8.6%</b> | <b>-18.1%</b> |

低于0%

0%-15%

15%-50%

50%以上

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |