

以“美”为鉴，深化改革助力军工成长

核心看点 (07.23-07.29)

一. 上周行业热点

我国“一箭双星”成功发射第33、34两颗北斗导航卫星。(新华网)

二. 最新观点

【以“美”为鉴，深化改革助力军工成长】

1、“军民融合+能力集中”是行业发展趋势。当今，寓军于民、军民融合成了全世界军工产业发展的新归宿。随着冷战的结束，西方军工产业掀起了集中化的浪潮，至今方兴未艾。集中化的思维改变了军工产业的格局，并对民用产业产生了深刻影响。军工产业这种深刻的历史性转型在资本市场的运作、市场需求的变化和政府的共同推动下，步入既军民融合又不断走向集中的新境界。

2、中报增长稳预期，军工板块有望持续走强。随着中报预告和快报陆续披露，军工主机厂和核心配套企业均取得稳步增长，全年行业基本面改善可期。此外，建军节临近，市场情绪有望边际转好，从而助力军工指数持续反弹。当前，行业估值水平正进入底部区域，中长期有“估值回归”需求，叠加行业景气度提升，看好军工板块下半年表现，超额收益较为确定。我们推荐估值和成长兼备的钢研高纳、中航飞机、杰赛科技、内蒙一机、航天电器、中航光电和海兰信等，建议关注前期破净有重组预期个股*ST船舶。

三. 核心组合上周表现

表1 核心组合上周表现

组合	股票代码	股票简称	权重	周涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)
进攻型	300065.SZ	海兰信	25%	1.92	2.97	8.32
	002171.SZ	楚江新材	25%	0.00	-0.59	9.16
	002544.SZ	杰赛科技	25%	9.51	-16.46	1.24
	002179.SZ	中航光电	25%	-3.25	4.64	14.38
稳健型	002025.SZ	航天电器	25%	4.15	20.09	40.42
	002179.SZ	中航光电	25%	-3.25	24.32	44.65
	002013.SZ	中航机电	25%	10.16	24.03	39.23
	002544.SZ	杰赛科技	25%	9.51	-16.46	1.24

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

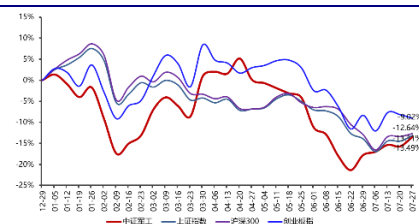
☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

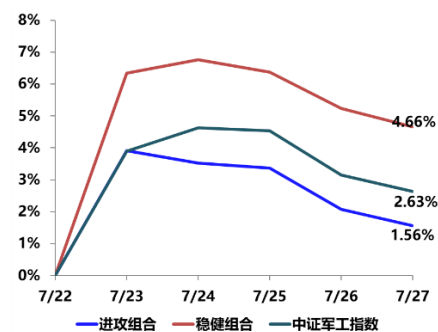
特别鸣谢: 周义, 郭鑫星

中证军工指数 18年初至今的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

推荐组合上周的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

一、最新研究观点

(一) 上周热点动态跟踪

表 2 热点事件及分析

重点事件	我们的理解
我国“一箭双星”成功发射第 33、34 两颗北斗导航卫星。(新华网)	自去年 11 月发射北斗三号首发双星开始, 9 个月发射 10 颗星, 北斗系统建设明显加速。此次发射的两颗卫星是北斗导航全球组网从最简系统迈向基本系统的首组卫星。根据新华网报道, 北斗三号卫星是由三个轨道面 30 颗卫星组成的, 具体包括三颗同步静止轨道卫星、三颗同步倾斜轨道卫星和 24 颗中圆轨道卫星。按计划, 2020 年左右我国要建成覆盖全球的北斗卫星导航系统, 因此后续组网任务将更加紧迫, 北斗三号将以更高速的节奏布网。未来两年将进入卫星发射高峰期, 产业链相关上市公司中国卫星、航天动力、航天电子有望受益。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

(二) 最新观点

【以“美”为鉴，深化改革助军工成长】

事件: 近期, 军民融合技术转移平台刊登《做好深化国防科技工业改革大文章》, 强调改变基于各军兵种不同武器平台为基础的集团划分, 引导集团内、跨集团专业重组。

我们的观点:

军事工业作为相对独立产业是 18 世纪 60 年代工业革命和近代殖民地战争之后诞生和发展起来的。在人类历史长河中的绝大部分时间里, 特别是在冷兵器时代, 武器装备主要是由民用企业生产的, 那时的军事工业是典型的寓军于民、军民融合的产业。

当今, 寓军于民、军民融合成了全世界军工产业发展的新归宿。随着冷战的结束, 西方军工产业掀起了集中化的浪潮, 至今方兴未艾。集中化的思维改变了军工产业的格局, 并对民用产业产生了深刻影响。军工产业这种深刻的历史性转型也是在资本市场的运作、市场需求的变化和政府的共同推动下, 步入既军民融合又不断走向集中的新境界。

1、美国军工产业发展五阶段

从 1812 年美国第二次独立战争到第二次世界大战, 美国政府兵工厂为陆军生产了几乎全部武器, 为海军生产了绝大部分武器和舰船。然而, 1941 年 12 月, 日本偷袭珍珠港将美国卷入战争, 严峻的形势让美国认识到单靠政府兵工厂不足以满足战争对军事装备的大量需求, 而营利性私人企业承担大部分武器生产成为有效解决途径。美国现代军事工业五大军工企业前身地位得以确定, 从 19 世纪末到现在, 它们共经历了“萌芽期”、“短暂发展期”、“再造期”、“大发展期”和“转型期”五个阶段, 其中后三个阶段都发生在 20 世纪, 而目前仍处于转型阶段。

图 1 军工产业发展五阶段

五个发展阶段	萌芽期 19世纪末-1914年	短暂发展期 (一次世界大战期间)	再造期 (大萧条时期)	大发展期 (二战至冷战结束)	转型期 (后冷战时期)
行业特征	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 投资主要来源于创办者个人 ◆ 军费预算有限, 军品很难实现规模化经营 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 得到大批军方订单, 迎短暂发展机遇 ◆ 实现了由私人作坊到规模批生产企业 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 资本取代技术成为主导企业发展的有利砝码 ◆ 完成成人礼, 创始人不再控制公司 ◆ 政府和资本力量对私人企业的再造 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 二战是中小型私人企业的最后盛宴, 从手工作坊生产方式到机械化大规模生产方式飞跃 ◆ 冷战时武器研发取代规模生产成为核心竞争力。高技术、高投资、高风险、长周期成为军工产业标签 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 新军事变革, 由单一武器装备供应商向作战能力与作战体系提供商转变 ◆ 自由竞争下的国家意志确立了五大军工巨头格局
典型企业	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 马丁公司 ◆ 波音公司 ◆ 电艇公司 ◆ 寇蒂斯飞机公司 ◆ 格鲁赫德飞机公司 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 波音公司 ◆ 电艇公司 ◆ 洛克希德公司 ◆ 诺斯罗普公司 ◆ 麦克唐纳公司 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 电艇公司 ◆ 波音公司 ◆ 联合飞机公司 ◆ 洛克希德公司 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 波音公司 ◆ 雷神公司 ◆ 诺格公司 ◆ 洛马公司 ◆ 通用动力公司 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 波音公司 ◆ 雷神公司 ◆ 诺格公司 ◆ 洛马公司 ◆ 通用动力公司
企业规模	私人作坊	由私人作坊到成熟企业	大规模破产和部分上市并存	从中小型企业到大型公众公司	五大军工巨头时代

资料来源: 《军工企业与资本市场和政府的关系》, 中国银河证券研究院整理

2、美国军工产业两次重大调整催生新军事变革

为适应战略形势变化, 加快军工产业调整。冷战结束后, 美国对军工产业作出了两次重大调整。

图 2 美国军工产业两次重大调整

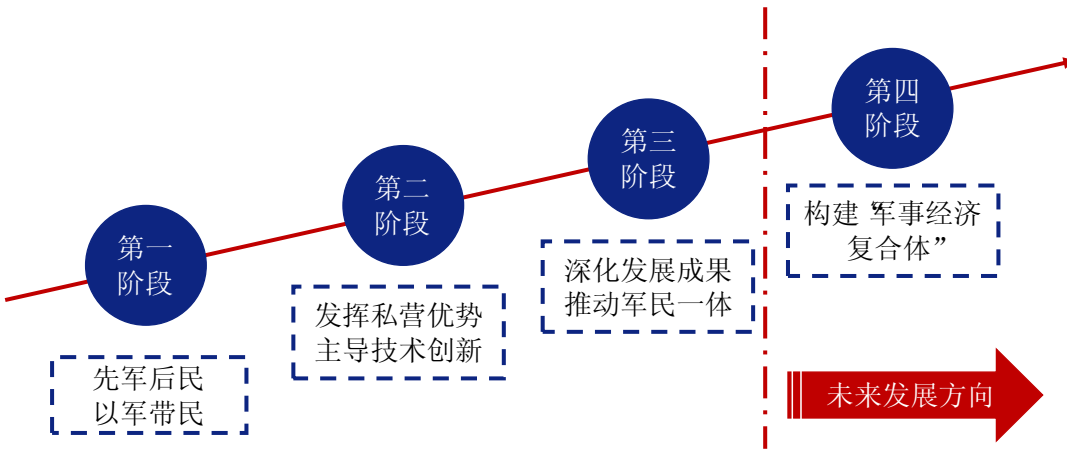


资料来源: 《俄罗斯军工转型失败与美国军工转型成功对中国的启示_林左鸣》, 中国银河证券研究院整理

一是军民融合的“国家技术与工业基础”：冷战结束后到克林顿政府执政时期，美国制定了以军工产业调整为主要内容的《国防转轨战略》，提出一个战略目标，即建立既满足军事需求，又满足商业需求的一个军民融合的“国家技术与工业基础”，核心是将经济承受能力作为军工产业调整的因素，力求优先考虑国防预算。

军民融合是全球军工产业发展的必由之路。美国为应对国防预算缩减和保持国防优势的压力，于1994年率先提出了军民融合战略，作为国防工业改革的目标。美国在战争中发展壮大的军事工业和科研体系被完整地保留下来，成为下一步国防与经济发展的最大资本。美国依托这个体系作为基础，采取一系列措施，合理调整产业结构，刺激科技进步，科学推动国防与经济建设，迅速转入战后快速发展，并最终取得冷战胜利，实现一超独霸。美国的军民融合发展大致分为“先军后民、以军带民”、“发挥私营优势，主导技术创新”、“深化发展成果，推动军民一体”以及构建“军事经济复合体”四个阶段。

图3 美国军民融合发展四阶段



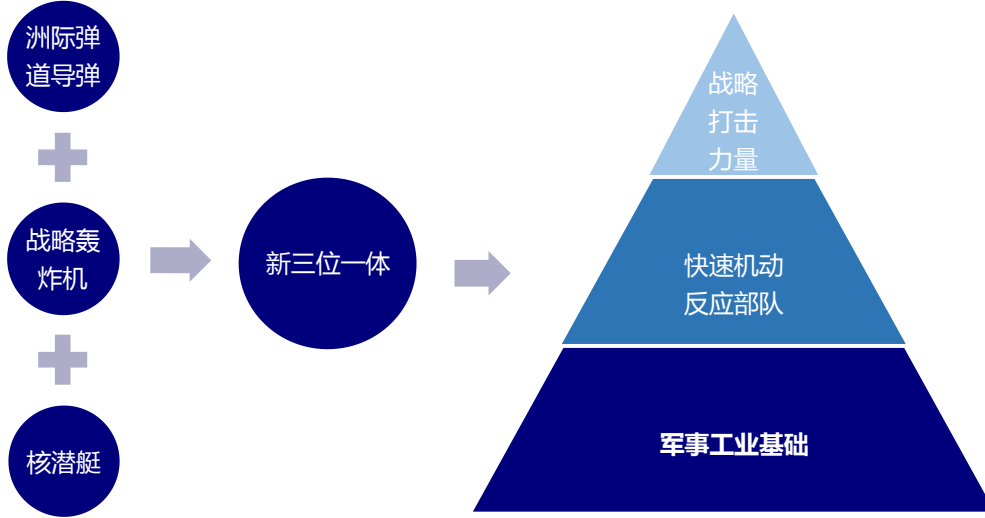
资料来源：《军民融合论_张兆焱》，中国银河证券研究院整理

二是构建“基于能力的国防工业基础”的战略思想：小布什政府执政以来的一段时期，美国制定了《国防工业基础转型路线图》，提出了构建“基于能力的国防工业基础”的战略思想，其核心是改变按照产品属性划分军工产业的传统做法，将工业基础按照作战需求重新划分。美国国防部曾明确指出，武器装备供应商应转型为一种军事服务体系供应商，成为所需作战效果（能力）的提供者。新军事变革的大幕徐徐拉开。

“新三位一体”和网络中心战

与此同时，以美国为首的西方国家军事战略思想发生重大转变，并推出了两个标志性的新理念：其一，由单项战略型武器构成的“老三位一体”（核潜艇、洲际弹道导弹、战略轰炸机）军事战略，让位于由战略打击力量、快速机动反应部队和军事工业基础所构成的“新三位一体”军事战略。该思想把军事工业直接纳入军事力量的范畴，从而使军工产业的专业界限变得更加模糊，军工工业基础将变得更加广泛。

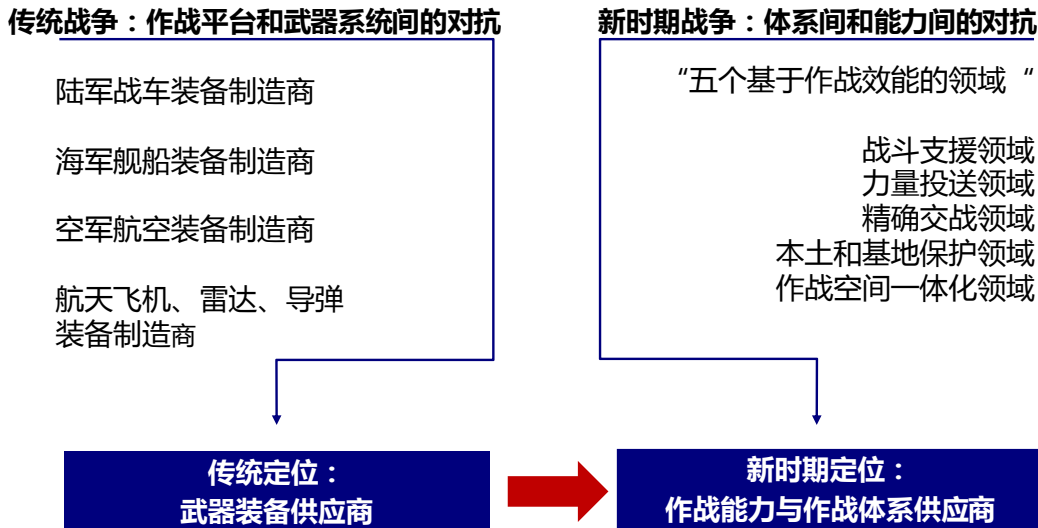
图 4 军事战略思想转变



资料来源：《俄罗斯军工转型失败与美国军工转型成功对中国的启示_林左鸣》，中国银河证券研究院整理

其二，实现网络中心环境下的全军联合和军工联合。各军种以未来在一体化作战空间展开有效军事行动为目的，发展能够与其他军种无缝联合与合成的军事能力，从而提出了模糊军种界限来发展装备技术的需要。1991 年至今，经过海湾战争、科索沃战争、阿富汗战争和伊拉克战争，美国军方积极推进新军事变革，强调能力对能力的竞争、体系对体系的对抗，迫切需要军工企业由以前单一武器装备供应商转变为作战能力与作战体系提供商。

图 5 网络中心战下的军工产业新定位



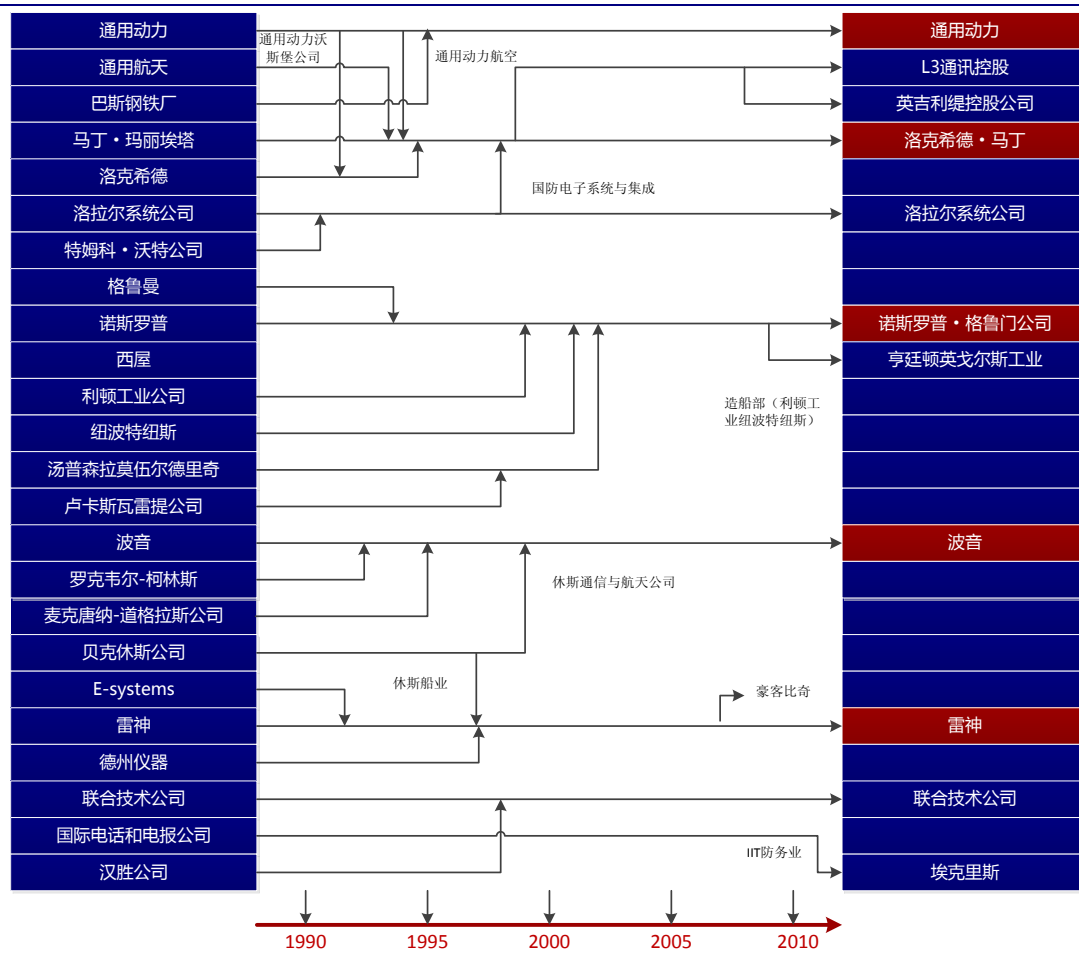
资料来源：《俄罗斯军工转型失败与美国军工转型成功对中国的启示_林左鸣》，中国银河证券研究院整理

3、军工企业大合并浪潮开启

1993 年，美国国防部公开鼓励合并，并以军备订单作为杠杆，进而掀起军工企业合并的浪潮。通过近 10 年的并购重组，美国原来一些涉足军工领域的重要企业，如通用电气、

IBM、福特、西屋等公司，通过把军工业务部门出售给顶层的竞争者而退出军工市场，而顶层的军工企业通过并购重组，迅速成长为军工产业巨头。美国主要军工供应商从 20 世纪 80 年代的约 50 家急剧减少到 2002 年的 5 家 5 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商，分别是洛马、波音、诺格、通用动力、雷神公司，从而有力地支撑了美国的新军事变革。

图 6 美国军民产业的兼并收购之路



资料来源：《军工企业与资本市场和政府的关系》，中国银河证券研究院整理

西方军工大洗牌之后重新搭建起了一个更为牢固的产业金字塔。这个金字塔以原材料制造供应商为基础，依次为元器件制造供应商、分系统制造供应商和最顶层的武器体系和服务集成商。美国五大军工巨头格局的确立，既保证了其世界级的规模和实力，又保证相互之间必要和有限的市场竞争关系，是企业间自由竞争的结果，更是美国国家意志的体现！

4、中报增长稳预期，军工板块有望持续走强。随着中报预告和快报陆续披露，军工主机厂和核心配套企业均取得稳步增长，全年行业基本面改善可期。此外，建军节临近，市场情绪有望边际转好，从而助力军工指数持续反弹。当前，行业估值水平正进入底部区域，中长期有“估值回归”需求，叠加行业景气度提升，看好军工板块下半年表现，超额收益较为确定。我们推荐估值和成长兼备的钢研高纳、中航飞机、杰赛科技、内蒙一机、航天电器、中航光电和海兰信等，建议关注前期破净有重组预期个股*ST 船舶。

(三) 核心组合

进攻型组合是以短期可能博得超额收益为选择标准，个股 β 值往往较高，短期或面临多种催化剂；稳健型组合是以长期可能博得超额收益为选择标准，个股往往属于低估值且成长空间较大的白马股。

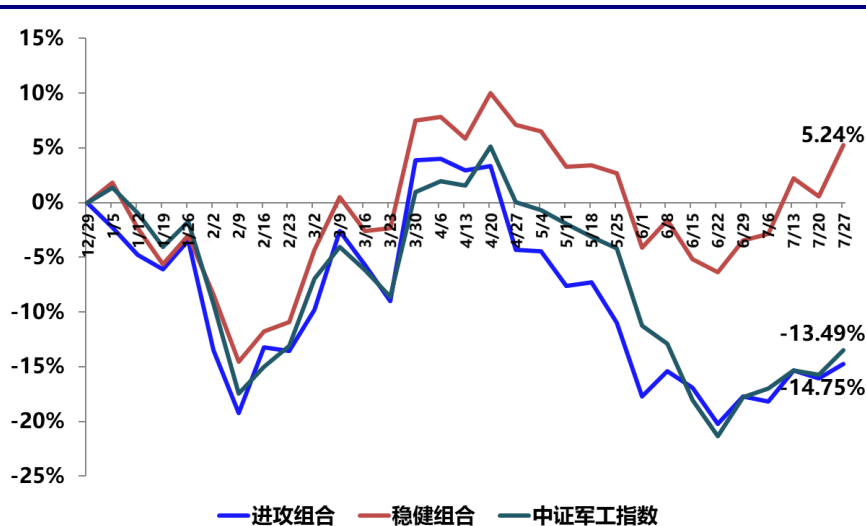
进攻型组合：调出海兰信，股权质押比例较高，回避未知风险；调入钢研高纳，公司治理优化，业绩拐点已至，投资价值凸显。稳健组合：调出杰赛科技，中报低于预期，全年仍将维持正增长；调入中航飞机，中报业绩高增长，PS (2018) 约为 1.3，中长期看好。

表 3 上期核心推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)	入选时间
进攻型组合	300065.SZ	海兰信	看好公司业绩增长弹性	1.92	2.97	8.32	2018/3/26
	002171.SZ	楚江新材	看好公司业绩增长弹性	0.00	-0.59	9.16	2018/5/28
	002544.SZ	杰赛科技	低估值白马，业绩增长确定性强	9.51	-16.46	1.24	2018/4/21
	002179.SZ	中航光电	低估值白马，受益于光通信行业高景气	-3.25	4.64	14.38	2018/5/28
稳健型组合	002025.SZ	航天电器	低估值白马，业绩增长确定性强	4.15	20.09	40.42	2017/9/11
	002179.SZ	中航光电	低估值白马，受益于光通信行业高景气	-3.25	24.32	44.65	2017/9/11
	002013.SZ	中航机电	低估值白马，业绩增长确定性强	10.16	24.03	39.23	2017/11/20
	002544.SZ	杰赛科技	低估值白马，业绩增长确定性强	9.51	-16.46	1.24	2018/4/23

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7 推荐组合 18 年年初至今的表现



资料来源: 中国银河证券研究院整理

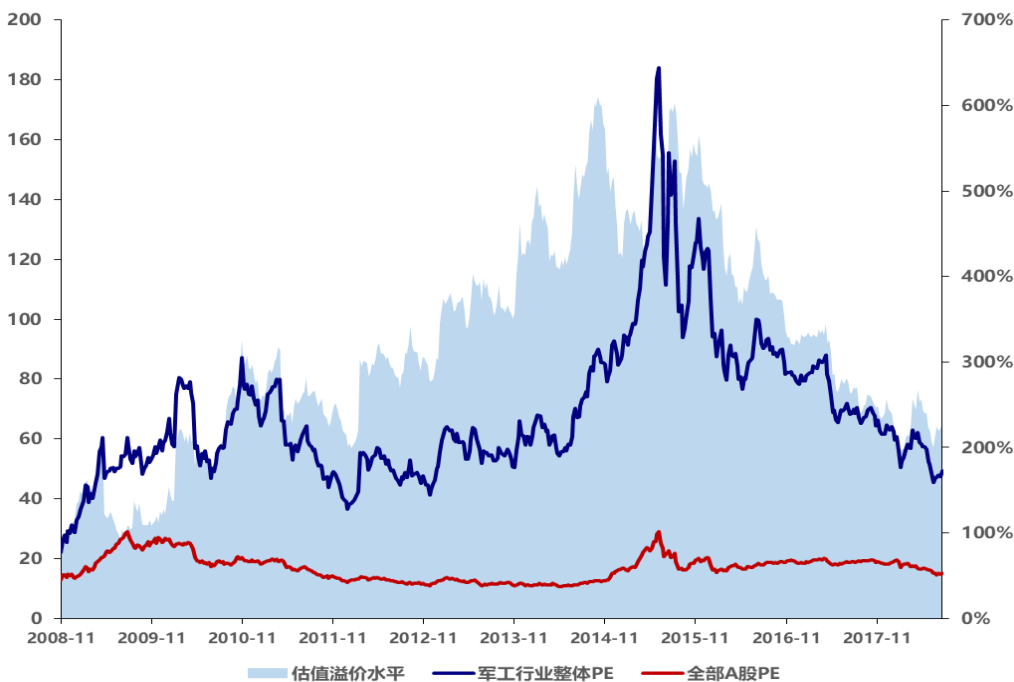
（四）国内外行业及公司估值情况

1、国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由是11月6日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至2018年7月27日，军工行业最近一年的滚动市盈率为49.41倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为15.2倍，分别较2008年底以来的PE（TTM）均值低19.49倍和低1.74倍。行业估值溢价率方面，目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低93个百分点。当前值为225.1%，历史均值为317.8%。

图8 军工行业估值溢价情况



资料来源：中国银河证券研究部整理，备注：估值溢价水平为次坐标轴

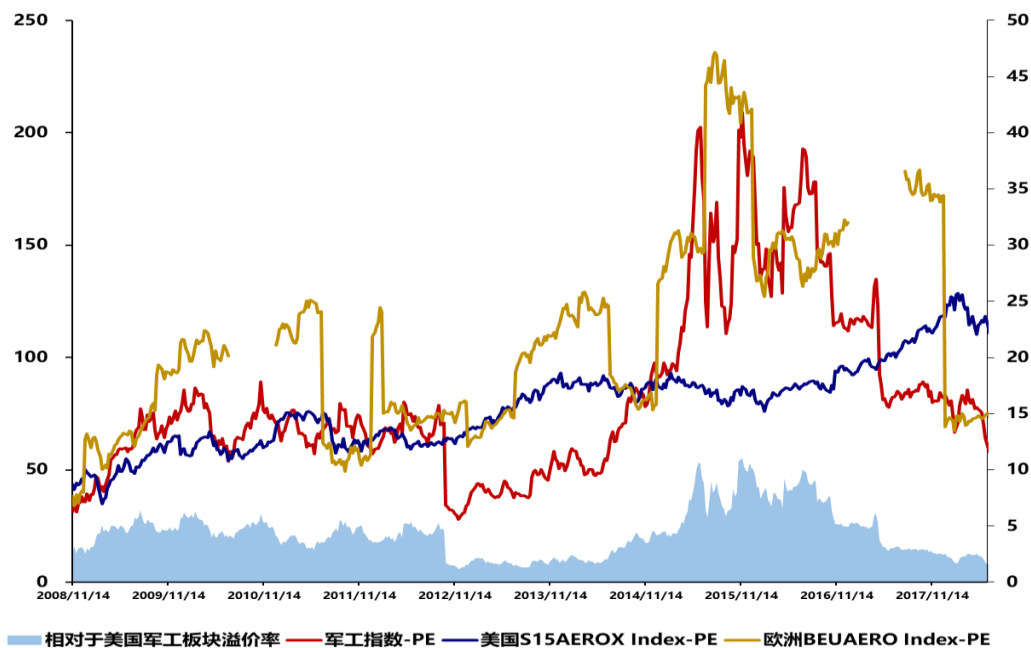
2、国际军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由同上。II、图表中的军工指数选用国防军工指数（CI005012），美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数（S15AEROX INDEX），欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）。III、估值指标选取PE（TTM）和PB，其中国外的PE（TTM）为扣除非经常损益之后的市盈率。

国内军工板块市盈率显著高于美欧市场，相对溢价率处于较低水平。以2018年7月27日收盘价计算，以国防军工指数表征的国内军工板块PE（TTM）为71.95倍，同期美国军工板块为22.28倍，欧洲军工板块为16.41倍，我国军工板块PE显著高于美欧市场。以中信

军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 211 个百分点，当前值为 222.9%，历史均值为 434%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平高 43 个百分点，当前值为 338.5%，历史均值为 295.3%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面**，一是中国综合国力快速增长，战略利益诉求不断增强，军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续，因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定；二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化，美欧等国则较为少见，因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。

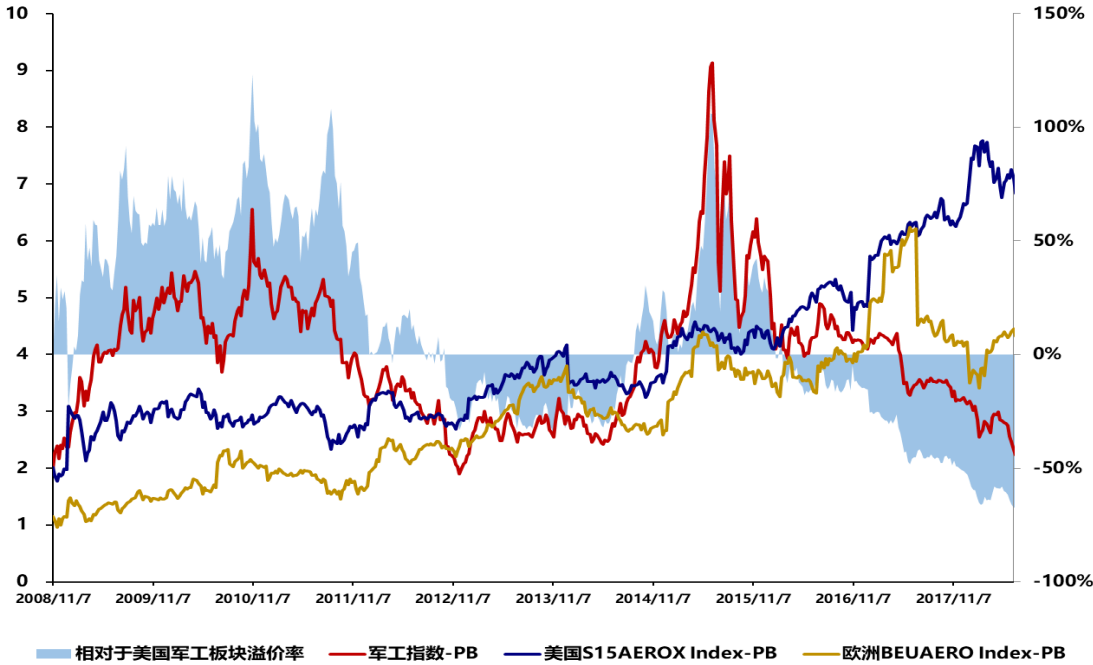
图 9 国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理，备注：军工指数-PE 在主坐标轴，其它指标均为次坐标轴

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2018 年 7 月 27 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.49 倍，同期美国军工板块为 7.21 倍，欧洲军工板块为 5.04 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为 -65.4%，历史均值为 9.5%，较历史平均水平低 75 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 113 个百分点，当前值为 -50.5%，历史均值为 62.1%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因**是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。

图 10 国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理，备注：估值溢价率在次坐标轴，其它指标均为坐标轴

3、国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。从**收入增速**角度看，海外公司过去五年复合增速均值为 3.34%，中位数为 2.86%，多数处于 -5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 19.26%，中位数为 22.78%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。从**净利润增速**角度看，过去五年复合增速均值为 5.62%，中位数为 2.19%，多数处于 -10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 26.75%，中位数为 22.38%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。从**创造价值能力**来看，海外公司 ROE 和 RIOC 均值分别 19.49% 和 12.14%，中位数分别为 15.98% 和 9.52%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 7.16% 和 5.06%，中位数为 6.24% 和 3.92%，创造价值的能力远低于海外。从**估值**角度看，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 3.88 倍、1.78 倍和 22.74 倍，估值中位数为 3.42 倍、1.54 倍和 20.13 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.35 倍、6.59 倍和 38.17 倍，估值中位数为 3.03 倍、3.72 倍和 34.6 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 4 海外主要上市公司相关指标

所在地区	公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿美元)	
		收入增长	利润增长					PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB		
北美地区	洛·马	1.59	-6.12	3.92	311.36	2.48	25.64	20.10	19.48	1.76	219.69	919.67	
	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	1.90	88.52	24.81	24.60	2.19	N/A	2064.32	
	通用动力	-0.35	N/A	9.40	26.02	1.86	15.46	19.15	18.09	1.83	4.95	593.99	
	诺·格	0.46	0.37	7.81	31.83	1.63	11.54	20.38	17.61	1.91	6.25	514.20	
	雷神	0.75	1.40	7.98	22.39	1.80	23.89	21.65	19.40	2.14	5.17	548.93	
	德事隆	3.02	-12.22	2.16	8.44	0.12	6.03	23.15	20.58	1.22	3.24	168.75	
	亨廷顿英戈尔斯	2.10	26.82	6.44	30.75	1.25	18.41	23.60	14.53	1.38	6.00	102.88	
	工业												
	霍尼韦尔国际	1.48	-10.77	4.08	8.64	1.87	0.77	18.82	19.67	2.84	6.71	1181.64	
	L3 科技	-6.15	-3.52	7.07	17.06	1.55	9.52	23.14	21.00	1.59	2.98	161.68	
	联合技术	0.73	-2.36	7.61	16.96	2.06	8.94	19.20	18.79	1.71	3.47	1086.80	
	罗克韦尔柯林斯	8.53	2.97	10.33	20.14	0.95	11.47	22.88	19.13	2.65	3.42	227.05	
	TRANSDIGM	15.56	6.35	17.03	N/A	N/A	14.91	34.23	21.17	5.70	N/A	195.53	
	奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-6.45	1.12	0.36	19.51	17.51	0.75	1.98	103.23	
	哈里斯	1.59	88.26	9.37	20.89	1.49	8.20	25.42	23.63	3.01	5.79	181.95	
	庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	-0.87	204.48	54.50	0.50	N/A	89.60	
	均值	2.27	8.93	6.55	17.88	1.43	16.19	34.70	19.66	2.19	4.54	542.68	
中位数	1.53	0.89	7.61	20.51	1.63	11.47	22.88	19.48	1.83	5.06			
西欧地区	Leonardo	-6.93	N/A	2.36	5.88	1.52	3.67	21.60	11.71	0.46	1.27	61.75	
	英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	20.88	3.33	10.78	24.32	15.17	1.14	4.39	273.56	
	罗·罗	6.04	12.63	25.80	104.80	1.38	9.56	4.34	67.69	1.12	2.97	243.75	
	Meggitt	4.77	8.25	17.26	13.96	2.77	9.55	12.61	17.69	2.18	1.73	57.95	
	英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	10.37	N/A	6.11	34.70	25.23	1.29	2.75	37.16	
	英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	11.68	2.24	9.78	20.91	19.67	1.23	2.37	16.54	
	超电控股	0.38	-4.29	6.31	11.18	2.97	8.45	25.05	15.23	1.59	2.53	16.17	
	空中客车	3.40	19.14	4.30	20.45	1.37	8.29	45.51	24.49	1.35	9.24	990.59	
	达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	0.93	4.68	30.57	26.26	3.02	3.56	159.18	
	泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.54	16.89	25.51	21.51	1.50	4.66	281.42	
	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
	赛峰	4.47	N/A	28.28	56.88	1.49	13.18	11.15	23.99	2.61	4.27	556.54	
	LISI	8.73	13.51	6.57	12.34	1.59	9.20	16.66	15.27	0.99	1.84	19.07	
	MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.10	1.28	12.43	24.46	22.02	2.01	5.02	108.89	
	FACC	11.55	N/A	5.29	15.01	0.57	9.12	19.91	23.74	1.16	3.07	10.22	
Kongsberg Gruppen	-1.53	-15.80	3.82	7.39	2.15	3.59	38.12	23.47	1.39	2.74	24.37		
萨博	5.51	-2.35	4.48	8.97	1.36	7.84	36.21	25.93	1.36	3.20	50.05		

均值	4.24	2.42	8.69	15.58	1.76	8.57	24.48	23.69	1.52	3.48	189.70
中位数	4.47	7.01	5.29	12.34	1.50	9.12	24.39	22.75	1.35	3.02	57.95
以色列 埃尔特比特系统	3.18	7.33	7.08	14.54	1.46	12.27	21.13	19.02	1.49	2.95	51.30
全部均值	3.34	5.62	7.67	19.49	1.61	12.14	23.51	22.74	1.78	3.88	346.84
全部中位数	2.86	2.19	6.44	15.98	1.53	9.52	23.01	20.13	1.54	3.42	165.21

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理 备注: 这里的PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表5 国内主要上市公司相关指标

公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿元)
	收入增长	利润增长					PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
航发动力	25.99	26.91	4.15	5.82	0.53	2.52	97.43	48.40	2.68	2.15	546.7
中航飞机	14.80	13.36	1.53	3.03	0.50	1.98	101.16	82.13	1.55	3.02	467.9
中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.42	3.97	76.02	40.97	3.37	3.57	248.7
中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.19	4.27	54.10	43.55	2.73	3.73	316.8
中航光电	23.62	32.41	13.62	18.41	0.29	12.23	43.56	34.06	5.20	6.63	329.4
中航沈飞	45.32	84.87	3.62	6.67	0.00	15.14	152.40	66.46	43.99	7.46	530.9
中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.16	0.57	7.02	66.00	51.08	4.22	4.48	229.0
航天科技	34.71	34.07	3.13	4.40	0.00	4.04	54.25	22.76	1.14	1.82	68.7
航天长峰	19.01	15.18	13.22	12.71	0.98	12.15	38.26	29.73	3.99	4.41	109.8
航天动力	8.09	-22.62	1.23	1.35	0.00	0.56	1176.91	51.05	4.28	2.98	65.2
航天电子	28.58	20.65	4.10	4.88	0.00	3.39	39.66	31.70	1.75	1.69	194.2
国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.43	8.69	77.56	44.40	9.07	6.82	119.7
四创电子	38.20	33.00	4.06	11.96	0.26	6.33	45.81	29.55	2.54	3.53	73.2
中国重工	-7.90	-25.20	-0.62	1.23	0.00	0.72	-122.39	35.42	2.60	1.15	965.5
光电股份	-0.01	71.25	2.35	1.32	0.21	1.49	155.02	52.92	4.07	3.03	68.8
雷科防务	-10.89	20.40	17.23	3.89	0.47	3.40	58.58	35.38	16.06	1.85	73.6
振华科技	21.94	19.08	2.59	4.97	0.36	3.06	44.28	24.88	0.89	1.53	64.4
全信股份	8.16	-3.76	7.26	7.68	0.69	3.91	72.68	47.71	7.54	3.12	42.7
中国动力	37.40	72.88	5.54	5.90	1.14	3.87	30.69	21.33	1.83	1.22	315.9
海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.20	7.44	57.63	25.13	8.63	4.39	54.0
均值	18.73	26.82	6.91	7.10	0.36	5.31	133.54	40.93	6.41	3.43	244.3
中值	20.47	20.52	4.84	6.29	0.33	3.94	58.11	38.19	3.68	3.08	156.9

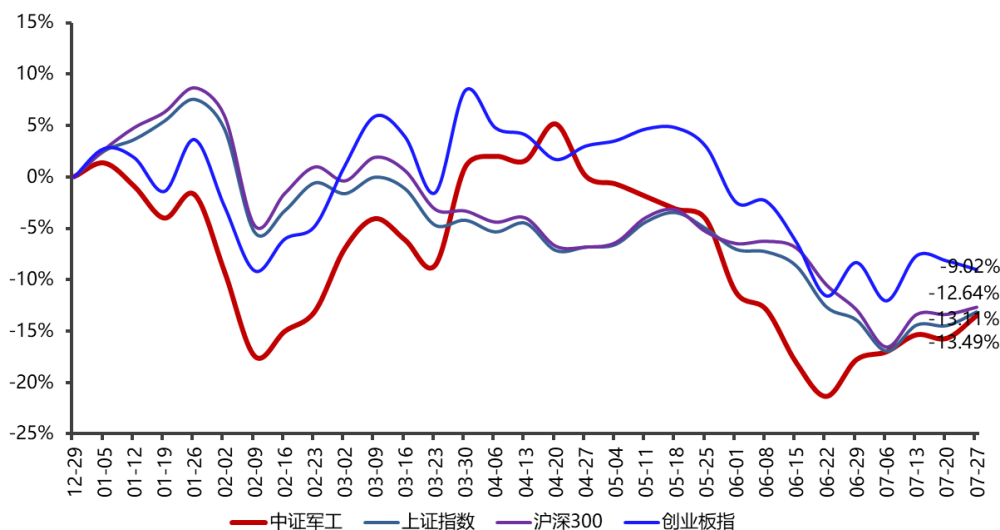
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

(五) 风险提示 改革进度不及预期的风险。

附录

一、行业数据跟踪

图 11 中证军工指数 18 年初至今的表现



资料来源：中国银河证券研究院整理

表 6 军工行业涨跌幅榜

周表现	个股名称及表现				
涨幅前五	湖南天雁 20.47%	泰胜风能 17.91%	航天动力 15.09%	凌云股份 14.92%	北方国际 13.56%
跌幅前五	新海宜 -11.01%	星网宇达 -7.59%	海特高新 -6.52%	宏达电子 -6.45%	超图软件 -6.25%

资料来源：wind, 中国银河证券研究院整理

二、重要上市公司动态

1、【振芯科技拟在香港设立全资子公司】2018 年 7 月 19 日，成都振芯科技股份有限公司第四届董事会第一次临时会议审议通过了《关于设立香港全资子公司的议案》，公司董事会同意在香港特别行政区投资设立全资子公司，注册资本为 150 万美元，由公司自有货币资金出资。本次设立香港子公司，是为了促进公司与国际市场的交流与合作，及时获取海外市场的最新信息，不断开拓公司的业务领域，为公司的发展和业务增长创造更多的机遇和有利条件，增强公司国际竞争力。

2、【合众思壮上半年归母净利达到 1.8 亿元，比上年同期上涨 258.87%】公司 2018 年 1-6 月营业总收入为 239,894.86 万元，较上年同期增加 176,258.54 万元，增长幅度 276.98%；营业利润为 16,633.09 万元，较上年同期增加 13,555.55 万元，增长幅度 440.47%；利润总额为 16,522.13 万元，较上年同期增加 12,158.64 万元，增长幅度 278.64%；归属上市公司股东

净利润 18,047.47 万元，较去年同期增长 13,018.55 万元，增长幅度 258.87%。报告期内影响经营业绩的主要因素为：（1）通导一体化业务订单在本报告期的逐步实现；（2）高精度业务本期实现快速增长。

3、【红宇新材股东任立军计划减持公司股份不超过 441 万股，占总股本 1%】持本公司股份 34,712,819 股（占本公司总股本比例 7.87%）的股东任立军先生计划自本公告披露日起 15 个交易日后 6 个月内以集中竞价交易方式减持本公司股份不超过 441 万股，即不超过公司总股本的 1%。任立军先生不是公司控股股东、实际控制人，本次减持计划实施不会导致上市公司控制权发生变更，不会对治理结构、股权结构及持续性经营产生影响。

4、【景嘉微解除 99.57 万股限制性股票限售】根据激励计划，自 2017 年 7 月 26 日公司向激励对象首次授予限制性股票起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止可申请解锁所获总量的 30%。截至 2018 年 7 月 26 日，公司首次授予的限制性股票第一个解锁期的锁定期已届满。本次符合解除限售条件的激励对象共计 99 人，本次限制性股票解锁数量为 99.573 万股，占目前公司股本总额的 0.3677%。

5、【振华科技拟吸收合并贵州振华进出口有限公司】贵州振华进出口有限公司成立于 1994 年 4 月，注册资本为人民币 126 万元，为中国振华（集团）科技股份有限公司全资子公司。振华进出口在激烈的市场竞争中处于劣势，主营业务逐渐萎缩，企业发展难以为继。为了优化公司整体资产结构，聚集资源发展优势产业，公司拟对振华进出口进行吸收合并，并在吸收合并完成后对振华进出口予以注销。

6、【光启技术控股股东达孜映邦拟增持公司股票不超过 3000 万人民币】公司于 2018 年 7 月 22 日接到公司控股股东达孜映邦的通知，基于对公司未来持续发展的信心及对公司长期投资价值的认可，积极维护公司中小股东的利益，更好的促进公司持续稳定的发展，达孜映邦计划在未来 12 个月内增持公司股份。达孜映邦拟累计增持金额不低于 3,000 万元人民币、拟增持的总股份数不超过总股本的 2%，增持价格不超过人民币 12 元/股。

7、【日发精机拟通过发行股份的方式购买捷航投资 100%股权】公司拟通过发行股份的方式，购买日发集团、杭州锦琦以及杭州锦磐合计持有的捷航投资 100.00% 股权，捷航投资的主要资产为其间接持有的 Airwork 100.00% 股权。根据坤元评估师出具的《评估报告》，捷航投资 100.00% 股权的评估值为 125,262.66 万元。经交易各方友好协商，交易价格确定为 125,000.00 万元。本次发行股份购买资产发行价格为 8.85 元/股，不低于经除权除息调整后的发行股份购买资产定价基准日前 20 个交易日上市公司股票交易均价的 90.00%。

三、行业动态

1、【直 11WB 直升机完成火箭弹靶试】直 11WB 直升机于近日顺利完成火箭弹靶试，进一步检验证明了该型直升机优异的综合性能。直 11WB 是在直 11 系列型机改进改型成果的基础上，通过换装发动机、完成机身结构改进和适应性更改、加装武器任务系统、航电系统升级等改型项目研制的轻型武装直升机，可以根据不同武器配置方案执行对地支援/攻击、战场侦察/指挥、反恐、武装缉毒/缉私等不同任务。（国防科工局）

2、【中国与卢旺达签署航空运输协定】7 月 23 日，在国家主席习近平与卢旺达总统卡加梅的见证下，中国民用航空局局长冯正霖与卢旺达基础设施部长克拉韦尔·加泰特在卢旺

达首都基加利共同签署了《中华人民共和国政府和卢旺达共和国政府民用航空运输协定》。至此，中国已与 125 个国家和地区签署了政府间航空运输协定。（民航局）

3、【航天科工与国家开发银行签署合作协议】中国航天科工集团有限公司与国家开发银行于 7 月 19 日签署《开发性金融合作协议》。依据协议，自 2017 至 2020 年，双方计划围绕航天防务、信息安全与智慧产业、装备制造、国际合作业务等重点领域开展合作，深化全方位战略合作伙伴关系。（国防科工局）

4、【航天科技四院、一院单位签署产品化结对共建协议】近日，航天科技集团四院 41 所与一院战术武器事业部开展了跨院产品化结对共建工作。双方在新技术产品合作的基础上，系统梳理了结对共建具体项目和实施方案，旨在推动总体在产品化工作中的牵引作用，加快新技术研发和应用步伐，推动产品序列化、型谱化发展。（中航科技）

5、【中国电科为北斗打造安全可靠电磁“盾牌”】作为全球卫星导航系统国际委员会干扰检测与削弱任务组联合主席单位，中国电科 22 所积极推动并协调国际 GNSS 干扰检测与削弱的技术研究、交流和数据交换等工作。在本次“城市区域及重点设施 GNSS 干扰检测与定位新技术及应用示范”项目中，22 所将进一步发挥卫星导航干扰检测与削弱领域“国家队”优势，在导航信号干扰检测与削弱领域深入攻坚，为北斗打造一套安全可靠的电磁“盾牌”。（国防科工局）

6、【中国电科与无锡合作共建研发制造产业基地】中国电科与无锡市签署战略合作协议，建立“全方位、多层次、实质性”的合作伙伴关系，携手共推无锡市经济社会发展和中国电科核心竞争力提升，实现优势互补、互利共赢。根据协议，“十三五”期间，双方将在加快推进已有合作项目的基础上，围绕集团公司的核心经营领域和无锡市经济社会发展的重点方向，在微电子与集成电路、物联网产业与应用、平台建设、军民融合、设立产业基金等方面开展合作。（国防科工局）

四、重点公司投资案件

【航天电器】公司受益于军工装备需求的稳定增长，公司传统军工业务增长依然向好，增速约为 10% 至 15%。微特电机和光通信行业未来发展空间较大，公司两块业务增长有望加快。我们认为电机业务和光通信业务未来三年的复合增速分别有望达到 25% 和 50%。此外，公司大股东旗下仍有较多优质资产，未来随着十院内部资产逐步梳理到位，注入预期依然较强。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 3.61 亿和 4.52 亿，EPS 为 0.84 元和 1.05 元。

【钢研高纳】公司目前是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品企业之一，主要面向航空航天、发电市场。该领域市场容量约 3000 吨，年复合增速约 15%。近年来，国内航空航天市场逐步放量，公司主业有望迎来 30% 左右的较快增长。公司拟 13.94 元/股发行 2671 万股份及支付现金的方式购买青岛新力通 65% 的股权，同时配套融资 1.2 亿。2018 年和 2019 年标的公司业绩承诺净利润不少于 7000 万元和 9000 万元。预计公司 2018 年至 2020 年归母净利润分别为 0.92 亿、1.78 亿和 2.65 亿，EPS 为 0.22 元、0.39 元和 0.57 元。

【中国动力】公司是舰船动力龙头企业。公司燃气动力、海上核动力及全电动力等业务市场获得较大突破，考虑到国内巨大的燃气动力国产替代空间和核动力、全电动力市场需求空间，未来有望成为公司新的增长极。公司年初实施股权激励，业绩增长指标为 2018 至 2020

年复合增速约 15%，此举有利于保障管理层与股东利益的一致性，激发增长活力，助力公司可持续发展。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 13.8 亿和 15.8 亿，EPS 为 0.80 元和 0.91 元。

【海兰信】公司业务分为智能航海、海洋信息服务、海洋监测三大类，是国内稀缺的海洋信息化公司。目前公司正积极开拓小目标雷达业务，近海雷达监测网建设快速推进并持续贡献利润。在国家“海洋强国战略”的背景下，海底监测领域投入也将大幅增长，公司面临历史性机遇。考虑海兰劳雷剩余股权的收购，预计公司 2018 至 2019 年备考归母净利润 2.15 亿和 2.30 亿，备考 EPS 为 0.54 元和 0.57 元。

【全信股份】公司主营光电传输业务，应用于军工领域，成长性持续看好。公司 2017 年完成收购从事海水淡化业务的常康环保，主要满足舰艇的相关需求，未来将向民用领域扩张。预计公司 2018 年和 2019 年备考归母净利润分别为 1.9 亿和 2.15 亿，EPS 分别为 0.61 元和 0.69 元。公司估值水平具备明显优势，成长性持续向好。

【湘电股份】公司军品业务面临加速发展，电力推进系统将成为公司未来几年重要增长点。公司是湖南国企改革的重点公司，并组建湘电动力公司，公司的军工业务将面临黄金发展时期。根据公司募投项目公告，我们假设 2019 年新项目投资，2020 年达产，预计公司未来三年收入将较快增长，利润大幅增长。我们预计公司 2018 和 2019 年净利润分别为 0.30 亿元、1.65 亿元，对应每股收益分别为 0.03 元和 0.17 元。

【天银机电】公司主营家电零部件和军工电子业务。2016 年华清瑞达收购讯析科技 100% 股权，军工电子业务再加码，盈利能力提升。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利分别为 2.3 亿和 2.95 亿，EPS 为 0.53 元和 0.68 元。公司属于技术壁垒较高的民参军企业，估值水平相对较低，军品业务未来成长空间较大。

【火炬电子】公司主营陶瓷电容。目前代理业务进展顺利，预计保持稳定；自产电容可应用于国防及航天等军用和民用领域，公司竞争优势明显，预计未来将保持 20% 以上的增长。公司近期完成定增拟建设 10 吨特种陶瓷材料，中航国际参与，该业务未来有望形成新的增长点。预计公司 2018 年和 2019 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。考虑到公司在特种陶瓷材料的布局，中长期投资价值明显。

【中航机电】公司主营航空机电系统研制。公司航空产业占比超过 60% 且持续增长势头较好，显示公司聚焦主业的战略较为成功。我们认为，公司军用航空产业的项目推进和资产收购有利于公司持续增长和提升核心竞争力。民用航空项目正处于研制的关键时期，中长期发展潜力很大。公司的汽车座椅调节机构市场占有率国内第一，未来将随汽车产业稳定增长。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 7.25 亿元和 8.75 亿元，备考 EPS 为 0.28 元和 0.34 元。股价催化剂：资本运作预期、民用市场拓展。

【康拓红外】公司是铁路机车车辆运行安全检测与检修行业设备供应商和解决方案重要提供商，所在市场空间较大，公司是行业龙头，在手订单稳定，预计未来主营业务将保持稳定增长。公司是五院重要的民品上市平台，有望受益于航天科技集团和五院的改革；公司的技术来源于卫星技术，是军用技术转民用的实践者，未来还将持续受益于军民融合的深度发展。预计公司 2018 年和 2019 年备考归母净利润分别为 1.6 亿、1.9 亿，备考总股本为 6.58 亿，EPS 分别为 0.24 和 0.29 元。股价催化剂：资本运作预期。

【旋极信息】公司是典型的军民融合企业，税控板块作为军转民业务，受益于“营改增”的全面铺开，利润贡献率再度提升。公司原主业军品测试领域发展有条不紊，继收购西安西谷之后，又通过募投项目完成了从零部件一系统一装备健康管理的全布局。此外，公司还布局大数据业务，进军智慧城市新蓝海，军工民用两翼齐飞。预计公司 2018 年和 2019 年的 EPS 为 0.62 元和 0.82 元。

【航天科技】公司主营车联网、汽车电子、航天应用和电力设备等业务。公司车联网业务受益于国家政策支持，目前已形成规模效应，未来公司有望利用车联网平台入口形成新的收入增长点。公司是航天科工集团三院的重要军民融合平台及唯一一家上市公司，三院资产质量优良，研究所改制一旦推进，公司未来有望大幅受益。预计公司 2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.58 元。股价催化剂：车联网业务超预期发展；军工集团事业单位改制取得重大进展；航天领域的政策支持。

【中国卫星】公司未来主要驱动因素包括卫星应用和卫星研制业务的持续成长，以及可能整合大股东优质资产的潜力。我们预计 2018 年至 2019 年每股收益分别为 0.38 元和 0.41 元。股价催化剂：军工集团事业单位改制取得进展、北斗需求加快释放。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn