

## 短期军工指数维持震荡格局，不改行业中长期向好预期

核心看点 (07.30-08.05)

### 一. 上周行业热点

美国宣布再技术封锁 44 家中国军工科技企业。( 搜狐网)

### 二. 最新观点

#### 【短期军工指数维持震荡格局，不改行业中长期向好预期】

1、美国政府与军工企业无产权关系。美国五大军工巨头均由民营企业发展起来，目前已成为社会公众公司，但仍非国有控股企业。由于政府不持有公司股份，因此军工巨头与美国政府在产权上没有关系。根据统计，五大军工巨头的大股东和二股东均为投资机构，且股东持股也较为分散。大股东持股比例最高的洛克希德·马丁，也仅有 16.48%，与中航沈飞大股东中航工业集团 72.38%的持股比例形成鲜明对比。

美国政府对军工巨头的“紧箍咒”。虽然美国政府与军工巨头没有产权关系，但并不意味着政府已经失去对它们的控制，事实上仍具有很强的威慑力。美国政府之所以能管控与其无产权关系的大公司，主要通过法律制度、国防订单和华尔街与凯旋门三种手段。

2、短期军工指数维持震荡格局，不改行业中长期向好预期。上周，美国将中国 44 家军工企业列入出口管制实体清单，引发市场普遍担忧，军工板块整体大幅回调 9.09%，前期涨幅殆尽。当前，分级基金下折风险再现，短期指数或维持震荡格局，但风险总体可控。中长期来看，行业景气度持续提升，利润表端改善可期，我们依然看好军工板块下半年表现，推荐估值和成长兼备的钢研高纳、中航沈飞、内蒙一机、航天电器、中航光电等，建议关注破净个股\*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	300034.SZ	钢研高纳	25%	-6.23	-6.23	2.85
	002171.SZ	楚江新材	25%	0.00	-0.59	17.36
	002544.SZ	杰赛科技	25%	-12.01	-26.50	-1.31
	002179.SZ	中航光电	25%	-4.15	0.30	18.24
稳健型	002025.SZ	航天电器	25%	-2.34	17.27	44.84
	002179.SZ	中航光电	25%	-4.15	19.16	46.73
	002013.SZ	中航机电	25%	-14.35	6.23	29.13
	000768.SZ	中航飞机	25%	-10.83	-10.83	-1.74

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

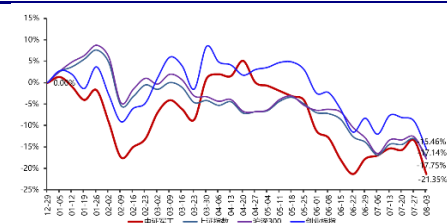
李良

☎: 010-66568330

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

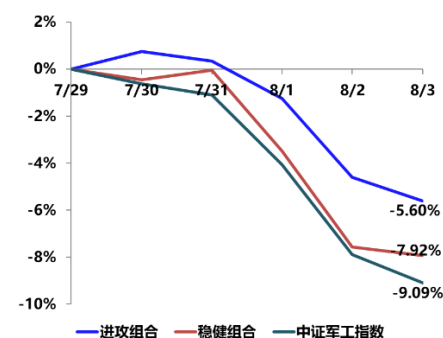
执业证书编号: S0130515090001

### 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
美国宣布再技术封锁 44 家中国军工科技企业（搜狐网）	<p>根据美方此次公布的清单，新增的 44 家企事业单位均来自中国大型军工集团，其中 17 家被认定为“非法使用采购商品和技术用于未经授权的军事终端”，另外 27 家被认定为“有较大风险将从美国采购的商品用于军事终端”。从行业分布来看，44 家企事业单位几乎全部聚焦于雷达、通信等信息化领域，且多为国内在该领域的领军单位，由此可见，美国此举目标明确，意图通过加码技术封锁，狙击我国军工信息化产业。</p> <p>同国内诸多军工行业类似，国内军工信息化行业同样经历了“引进-消化-吸收-再创新”的发展之路，不同的是，相较于其他军工领域，军工信息化领域发展迅猛，“再创新”已遍布各个细分行业，整体自主可控能力较高。“卡脖子”情形不会上演，即使部分元器件无法实现进口，国内也有多种替代方案。但由于国内元器件产业起步较晚，产品可靠性仍有较大提升空间，此外，国外标准化产品的规模效应有助于压低成本，技术封锁加码短期或迫使企业转向国内采购，进而抬高装备整体采购成本，影响盈利水平。</p> <p>自主可控能力的提升一直是国内军工行业的重点要求，虽然近些年取得了瞩目的进展，但部分领域的自主化并非一蹴而就，短期仍需依赖进口。美国的技术封锁敲响了国内自主可控的警钟，有望倒逼行业加速前行。</p> <p>中美贸易战波及军工领域，短期不确定性增加，市场震荡或加剧，建议观望为主。中长期来看，自主可控要求趋强，利润更多留存于国内市场，叠加行业全年基本面改善可期，长期投资价值凸显，推荐未受本次制裁直接影响的钢研高纳、航天电器。</p> <p>风险提示：后续名单继续扩大的风险。</p>

资料来源：中国银河证券研究院整理

### (二) 最新观点

#### 【短期军工指数维持震荡格局，不改行业中长期向好预期】

**事件：**中美贸易战期间，美方频频指责中国企业的国有背景会破坏市场竞争的公平环境。具体到军工行业，作为国家战略性行业，中国政府对其的控制力在股权结构上表现的淋漓尽致，而美国政府对军工企业的控制又是怎样的呢？

**观点：**

**1、美国政府与军工企业无产权关系。**美国五大军工巨头均由私营企业发展起来，目前已成为社会公众公司，但仍非国有控股企业。由于政府不持有公司股份，因此军工巨头与美国政府在产权上没有关系。根据统计，五大军工巨头的大股东和二股东均为投资机构，且股东持股也较为分散。大股东持股比例最高的洛克希德·马丁，也仅有 16.48%，与中航沈飞大股东中航工业集团 72.38%的持股比例形成鲜明对比。

表 3 五大军工巨头的大股东情况

军工巨头简称	大股东名称	二股东名称	大股东持股比例
洛克希德·马丁	道富集团	Capital World Investors	16.48%
波音	先锋集团	纽波特信托	6.85%
诺斯罗普·格鲁门	道富集团	黑石公司	11.06%
通用动力	Longview 资产管理公司	纽波特信托	11.22%
雷神	先锋集团	黑石公司	7.89%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。注: 数据截至 2017-12-31

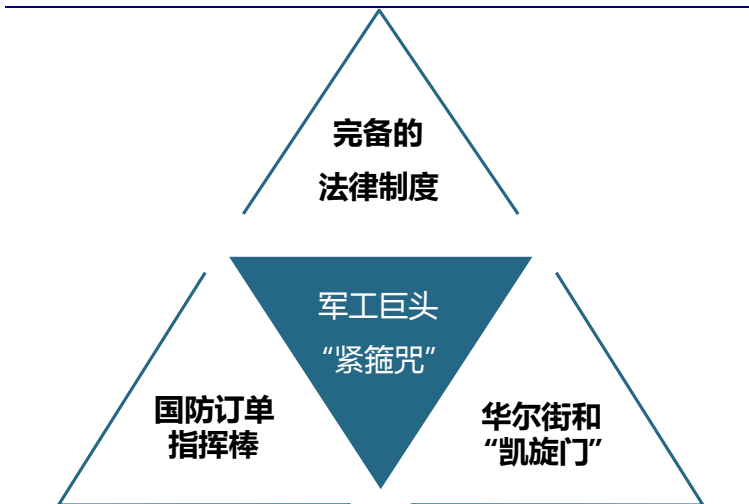
2、美国政府对军工巨头的“紧箍咒”。虽然美国政府与军工巨头没有产权关系，但并不意味着政府已经失去对它们的控制，事实上仍具有很强的威慑力。美国政府之所以能管控与其无产权关系的大公司，主要通过三种手段：

一是完备的法律制度，如反垄断、反不正当竞争、并购安全审查等法律法规。

二是通过巨额的国防订单指挥棒。利润丰厚的国防订单是各军工巨头的生命线，在这样一个买方垄断的特殊市场，政府的“指挥枪”作用尤为明显。

三是通过无处不在的华尔街和“凯旋门”。当前越来越多的公共养老基金成为美国大型金融机构的股东，悄悄地改造着华尔街和美国，无声的进行着“社会主义革命”。此外，华尔街高管和白宫官员之间的“旋转门”越转越快。根据美国审计署数据，2004 年至 2006 年，有 2435 名前五角大楼官员被 52 家主要防务承包商聘用，其中 7 家大型公司聘用的人数达 1581 名。

图 1 美国管控军工巨头的 3 大手段



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

欧美主要国家对军工企业的管控方式各不相同，相比较而言，法国的做法最为谨慎，对主要军工企业持股较多，但仍未达到绝对控股的地步。德国政府则主要通过银行财团间接持股。英国和美国则持金股或不持股，但对企业仍有较强的控制力。

**表 4 各国政府对军工企业的管控方式**

国家	政府管控手段	主要内容
法国	政府直接持大股，通过政府控股公司持股	通过股东地位直接影响和实施政府意见
德国	政府通过能够影响或控制的大公司、银行财团持股	间接影响和实施政府意见
英国	政府不持股，只持金股	“金股”条款限制：股比、高管任职条件、并购等
美国	政府不持股，通过相关法律法规影响与己相关的企业。各类基金、财团持股	安全审查、反垄断审查、WTO 规划、市场准入等

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

**3、短期军工指数维持震荡格局，不改行业中长期向好预期。**上周，美国将中国 44 家军工企业列入出口管制实体清单，引发市场普遍担忧，军工板块整体大幅回调 9.09%，前期涨幅殆尽。当前，分级基金下折风险再现，短期维持震荡格局，但风险总体可控。中长期来看，行业景气度持续提升，利润表端改善可期，我们依然看好军工板块下半年表现，推荐估值和成长兼备的钢研高纳、中航沈飞、内蒙一机、航天电器、中航光电等，建议关注破净个股\*ST 船舶。

**表 5 六支军工分级基金情况**

分级基金名称	富国中证军工	易方达军工	鹏华中证国防	融通中证军工	前海开源中航军工	申万菱信中证军工
下折尚需跌（约）	3.33%	8.24%	12.09%	16.49%	29.33%	32.09%
下折约赎回规模（约）	13.0 亿	0.6 亿	3.9 亿	0.15 亿	2.3 亿	0.30 亿

资料来源：集思录，中国银河证券研究院整理

### （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  $\beta$  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。

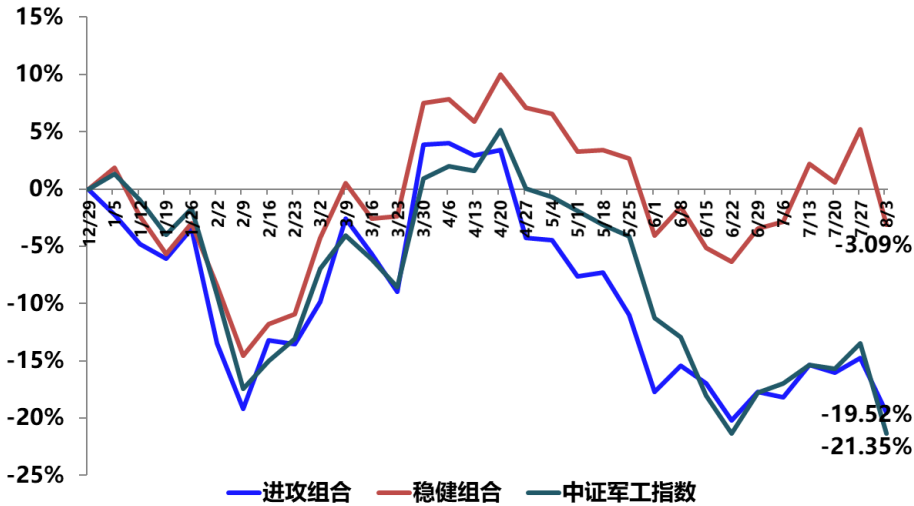
进攻型组合：调出杰赛科技，原因是子公司受美国技术封锁；调入中航电测，中报预喜，业绩较快增长确定。

**表 6 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	300034.SZ	钢研高纳	看好公司业绩增长弹性	-6.23	-6.23	2.85	2018/7/30
	002171.SZ	楚江新材	看好公司业绩增长弹性	0.00	-0.59	17.36	2018/5/28
	002544.SZ	杰赛科技	低估值白马，业绩增长确定性强	-12.01	-26.50	-1.31	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	-4.15	0.30	18.24	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	-2.34	17.27	44.84	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	-4.15	19.16	46.73	2017/9/11
	002013.SZ	中航机电	低估值白马，业绩增长确定性强	-14.35	6.23	29.13	2017/11/20
	000768.SZ	中航飞机	低估值白马，业绩增长确定性强	-10.83	-10.83	-1.74	2018/7/30

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2 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

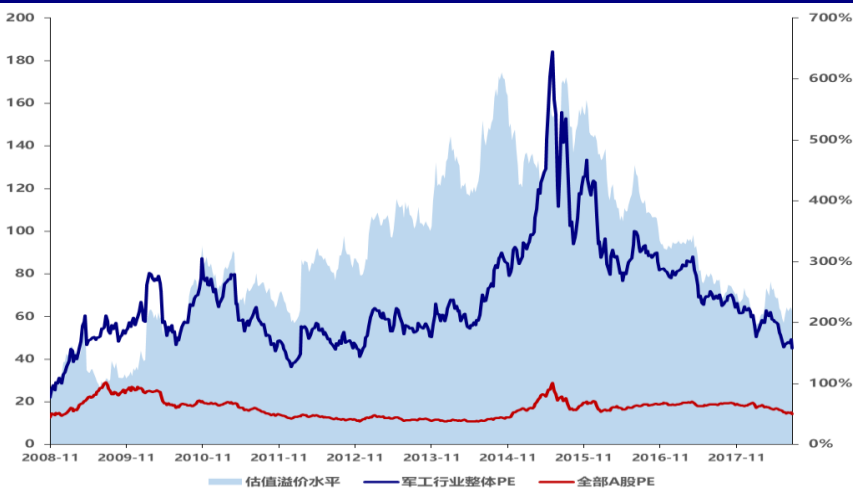
#### (四) 国内外行业及公司估值情况

##### 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 8 月 3 日，军工行业最近一年的滚动市盈率为 45.17 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 14.28 倍，分别较 2008 年底以来的 PE（TTM）均值低 23.69 倍和低 2.66 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 101 个百分点。当前值为 216.4%，历史均值为 317.6%。

图 3 军工行业估值溢价情况



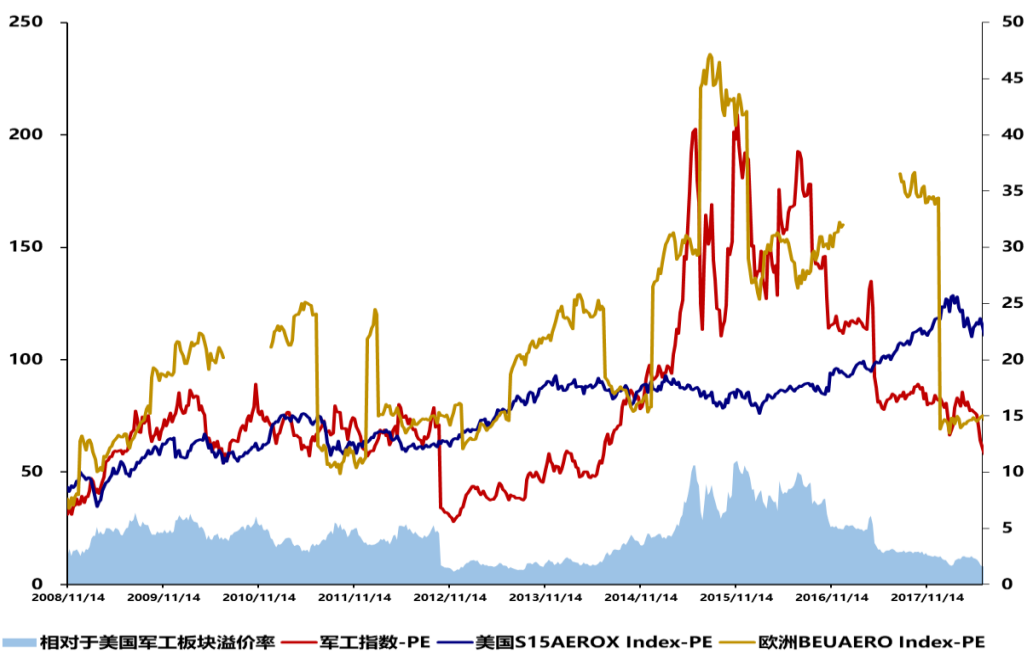
资料来源：中国银河证券研究部整理，备注：估值溢价水平为次坐标轴

## 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8月3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65.87倍,同期美国军工板块为22倍,欧洲军工板块为20.91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234个百分点,当前值为199.4%,历史均值为433%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平高80个百分点,当前值为215%,历史均值为295%。**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4 国际军工板块PE比较

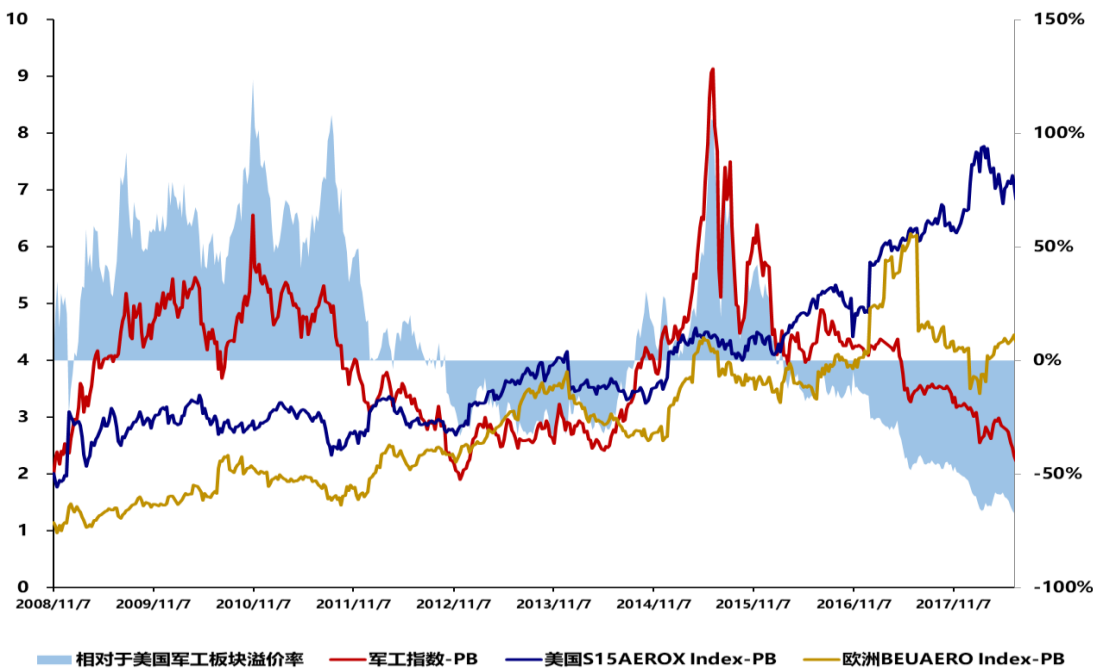


资料来源: 中国银河证券研究部整理, 备注: 军工指数-PE 在主坐标轴, 其它指标均为次坐标轴

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8月3日收盘价计算,国内军工板块的市净率为2.29倍,同期美国军工板块为7.13倍,欧洲军工板块为4.85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-67.8%,历史均值为

9.4%，较历史平均水平低 77 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 115 个百分点，当前值为-52.7%，历史均值为 61.8%。**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 5 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，其它指标均为主坐标轴

### 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 3.42%，中位数为 3.10%，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 3.97%，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 19.39% 和 12.34%，中位数分别为 15.61% 和 9.46%；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 3.84 倍、1.78 倍和 22.96 倍，估值中位数为 3.32 倍、1.55 倍和 20.08 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 40.93 倍，估值中位数为 3.03 倍、3.72 倍和 38.19 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 7 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	20.04	19.35	1.76	219.07	917.05	
	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	1.96	88.52	24.15	23.93	2.13	N/A	2009.23	
	通用动力	-0.35	N/A	9.40	26.02	1.91	15.46	18.62	17.59	1.78	4.82	577.57	
	诺·格	0.46	0.37	7.81	31.83	1.61	11.54	20.61	17.74	1.93	6.33	520.09	
	雷神	0.75	1.40	7.98	22.39	1.76	23.89	22.18	19.83	2.20	5.30	562.45	
	德事隆	3.02	-12.22	2.16	8.44	0.12	5.14	23.03	20.34	1.21	3.14	167.83	
	亨廷顿英戈尔斯	2.10	26.82	6.44	36.31	1.20	20.14	21.15	14.72	1.40	6.16	104.29	
	工业												
	霍尼韦尔国际	1.48	-10.77	4.08	8.64	1.91	0.77	18.44	19.25	2.78	6.58	1157.73	
	L3 科技	-6.15	-3.52	7.07	17.06	1.51	9.52	23.71	21.28	1.63	3.05	165.63	
	联合技术	0.73	-2.36	7.61	16.96	2.09	8.95	18.95	18.57	1.69	3.42	1073.09	
	罗克韦尔柯林斯	8.53	2.97	10.33	16.22	0.96	8.63	22.19	19.62	2.62	3.32	225.81	
	TRANSDIGM	15.56	6.35	17.03	N/A	N/A	14.91	33.75	20.83	5.62	N/A	192.77	
	奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-7.93	1.14	-0.06	16.95	16.53	0.74	1.98	101.76	
	哈里斯	3.87	45.53	11.61	22.98	1.40	10.29	26.53	25.20	3.14	5.84	194.05	
	庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	7.39	141.13	52.38	0.52	N/A	91.20	
	<b>均值</b>	<b>2.43</b>	<b>5.37</b>	<b>6.70</b>	<b>18.08</b>	<b>1.42</b>	<b>16.72</b>	<b>30.10</b>	<b>19.63</b>	<b>2.19</b>	<b>4.54</b>	<b>537.37</b>	
	<b>中位数</b>	<b>1.53</b>	<b>0.89</b>	<b>7.61</b>	<b>19.73</b>	<b>1.61</b>	<b>10.29</b>	<b>22.18</b>	<b>19.62</b>	<b>1.78</b>	<b>5.06</b>		
西欧地区	Leonardo	-6.93	N/A	2.36	4.28	1.35	3.17	32.37	13.13	0.51	1.42	69.51	
	英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	16.61	3.47	9.46	26.20	14.73	1.16	3.48	263.44	
	罗·罗	6.04	12.63	25.80	104.80	0.87	9.56	11.61	77.23	1.20	3.16	257.52	
	Meggitt	4.77	8.25	17.26	13.96	2.82	9.55	12.44	17.19	2.15	1.71	56.81	
	英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	10.37	N/A	6.11	36.44	26.50	1.35	2.88	38.77	
	英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	12.49	2.32	10.26	19.63	19.72	1.23	2.35	16.69	
	超电控股	0.38	-4.29	6.31	11.18	2.97	8.45	25.08	15.25	1.59	2.53	16.03	
	空中客车	3.40	19.14	4.30	20.45	1.41	8.29	44.21	23.86	1.31	8.97	957.34	
	达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	0.96	4.68	29.73	25.54	2.93	3.47	154.02	
	泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.53	16.89	25.69	21.66	1.51	4.69	281.97	
	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!	
赛峰	4.47	N/A	28.28	56.88	1.52	13.18	10.87	23.39	2.54	4.16	539.84		
LISI	8.73	13.51	6.57	12.34	1.61	9.20	16.44	15.58	0.97	1.81	18.72		

MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.10	1.27	12.43	24.61	21.96	2.02	5.05	109.01
FACC	11.55	N/A	5.29	15.01	0.58	9.12	19.68	23.47	1.14	3.04	10.05
Kongsberg Gruppen	-1.53	-15.80	3.82	7.39	2.24	3.59	38.44	23.67	1.40	2.76	24.41
萨博	5.51	-2.35	4.48	8.97	1.35	7.84	36.52	26.16	1.37	3.22	50.02
<b>均值</b>	<b>4.24</b>	<b>2.42</b>	<b>8.69</b>	<b>15.26</b>	<b>1.78</b>	<b>8.49</b>	<b>25.62</b>	<b>24.31</b>	<b>1.52</b>	<b>3.42</b>	<b>186.31</b>
<b>中位数</b>	<b>4.47</b>	<b>7.01</b>	<b>5.29</b>	<b>12.49</b>	<b>1.47</b>	<b>9.12</b>	<b>25.39</b>	<b>22.67</b>	<b>1.36</b>	<b>3.10</b>	<b>56.81</b>
以色列 埃尔比特系统	3.18	7.33	7.08	14.54	1.50	12.27	20.43	18.39	1.44	2.85	49.61
<b>全部均值</b>	<b>3.42</b>	<b>3.97</b>	<b>7.73</b>	<b>19.39</b>	<b>1.59</b>	<b>12.34</b>	<b>23.89</b>	<b>22.96</b>	<b>1.78</b>	<b>3.84</b>	<b>342.95</b>
<b>全部中位数</b>	<b>3.10</b>	<b>2.19</b>	<b>6.44</b>	<b>15.61</b>	<b>1.52</b>	<b>9.46</b>	<b>22.61</b>	<b>20.08</b>	<b>1.55</b>	<b>3.32</b>	<b>166.73</b>

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 8 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	45.30	2.68	2.15	546.7
中航飞机	14.8	13.36	1.53	3.03	0.5	1.98	101.16	73.85	1.55	3.02	467.9
中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.42	3.97	76.02	37.58	3.37	3.57	248.7
中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.19	4.27	54.1	30.63	2.73	3.73	316.8
中航光电	23.62	32.41	13.62	18.41	0.29	12.23	43.56	32.22	5.2	6.63	329.4
中航沈飞	45.32	84.87	3.62	6.67	0	15.14	152.4	62.86	43.99	7.46	530.9
中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.16	0.57	7.02	66	47.59	4.22	4.48	229
航天科技	34.71	34.07	3.13	4.4	0	4.04	54.25	20.06	1.14	1.82	68.7
航天长峰	11.34	-14.01	1.76	6.58	0	0.96	17590.74	28.83	4.2	3.47	43.3
航天动力	8.09	-22.62	1.23	1.35	0	0.56	1176.91	45.25	4.28	2.98	65.2
航天电子	28.58	20.65	4.1	4.88	0	3.39	39.66	29.02	1.75	1.69	194.2
国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.43	8.69	77.56	37.20	9.07	6.82	119.7
四创电子	38.2	33	4.06	11.96	0.26	6.33	45.81	26.02	2.54	3.53	73.2
中国重工	-7.9	-25.2	-0.62	1.23	0	0.72	-122.39	32.92	2.6	1.15	965.5
光电股份	-0.01	71.25	2.35	1.32	0.21	1.49	155.02	51.52	4.07	3.03	68.8
雷科防务	-10.89	20.4	17.23	3.89	0.47	3.4	58.58	44.32	16.06	1.85	73.6
振华科技	21.94	19.08	2.59	4.97	0.36	3.06	44.28	22.67	0.89	1.53	64.4
全信股份	26.46	24.1	22.63	15.02	0.5	10.16	30.44	44.48	10.94	2.49	37.6
中国动力	37.4	72.88	5.54	5.9	1.14	3.87	30.69	19.31	1.83	1.22	315.9
海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.2	7.44	57.63	22.94	8.63	4.39	54
<b>均值</b>	<b>19.26</b>	<b>26.75</b>	<b>7.10</b>	<b>7.16</b>	<b>0.30</b>	<b>5.06</b>	<b>131.19</b>	<b>37.73</b>	<b>6.59</b>	<b>3.35</b>	<b>240.7</b>
<b>中值</b>	<b>22.78</b>	<b>22.38</b>	<b>4.13</b>	<b>6.24</b>	<b>0.28</b>	<b>3.92</b>	<b>58.11</b>	<b>35.06</b>	<b>3.72</b>	<b>3.03</b>	<b>157.0</b>

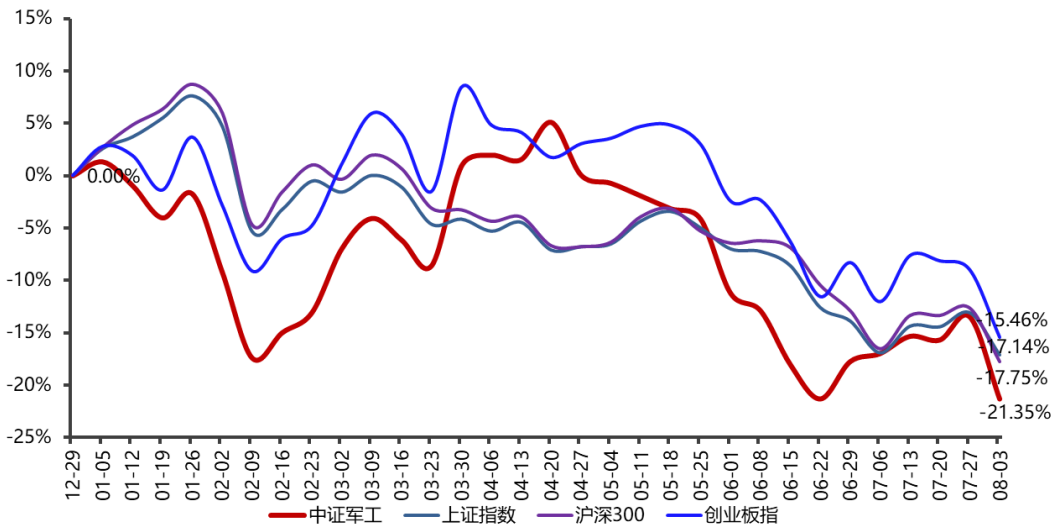
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的PE(TTM)为扣除非经常损益之后的市盈率

**(五) 风险提示** 改革进度不及预期的风险、美国加大军工技术封锁的风险。

## 附录

### 一、行业数据跟踪

图 6 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 9 军工行业涨跌幅榜

周表现	个股名称及表现				
涨幅前五	晋西车轴 12.98%	奥普光电 12.03%	炼石有色 4.07%	宏达电子 2.39%	泰和新材 2.03%
跌幅前五	银邦股份 -27.35%	中国应急 -19.25%	国睿科技 -18.92%	新余国科 -16.68%	安达维尔 -16.17%

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、【中航重机拟增资子公司宏远公司、永红公司、安大公司 1 亿、6008 万、6002 万元】

中航重机全资子公司陕西宏远航空锻造有限责任公司为保障其西安新区项目建设顺利推进，改善其资产结构，降低财务杠杆，缓解资金压力，中航重机总部拟以现金方式向宏远公司进行增资，增资金额为人民币 100,000,000 元。中航重机全资子公司贵州永红航空机械有限责任公司为保障其惠水公司产能扩充、相关技改措施等项目建设顺利推进，改善其资产结构，提升产能，中航重机总部拟以现金方式向永红公司增资人民币 60,083,226.07 元。中航重机全资子公司贵州安大航空锻造有限责任公司为保障其民用航空环形锻件生产线建设顺利推进，改善资产结构，降低财务杠杆，缓解资金压力，中航重机总部以现金方式向安大公司增资人民币 60,020,559.58 元。

2、【**台海核电终止收购法国玛努尔工业集团 100%股权**】因法国玛努尔工业集团及其子公司所在国相关审批工作因客观原因无法继续推进，结合目前国际形势，经审慎评估，为更好的维护上市公司及广大投资者的权益，各方友好协商，共同决定终止筹划本次重大资产重组事项。此次重大资产重组事项终止不会对公司未来发展战略、正常生产经营等方面造成不利影响，不存在损害公司及全体股东、特别是中小股东利益的情形。

3、【**航锦科技拟授予激励对象 1800 万股限制性股票，占总股本 2.60%**】公司本次激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 1,800.00 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 69,184.25 万股的 2.60%。本次授予为一次性授予，无预留权益。本激励计划授予的激励对象共计 348 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司，下同）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的其他员工。不含独立董事、监事、单独或合计持股 5% 以上的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。本激励计划授予激励对象限制性股票的授予价格为 6.20 元/股。

4、【**景嘉微解除限售股份 99.57 万股（占总股本 0.37%）**】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%，本次解锁的限制性股票上市日为 2017 年 7 月 26 日。本次限制性股票上市流通日为 2018 年 8 月 3 日。本次解锁除 12 名激励对象根据其个人年度绩效解锁比例为 90%，其余激励对象共计 87 名满足 100% 解锁条件，12 名激励对象本次不予解锁的 9,870.30 股，后续由公司履行相关审议程序后进行回购后注销。

5、【**海格通信控股股东无线电集团通过定向资产管理计划增持公司股份 2911 万股**】广州海格通信集团股份有限公司于 2018 年 8 月 2 日收到控股股东广州无线电集团有限公司通知，2018 年 7 月 17 日至 2018 年 8 月 2 日期间，无线电集团通过中邮证券珠江 1 号定向资产管理计划以集中竞价方式累计增持公司股份共计 29,113,934 股，占公司总股本的 1.26%。上述增持前，无线电集团持有公司股份 549,334,262 股，占公司总股本的 23.81%。增持后，无线电集团持有公司股份 578,448,196 股，占公司总股本的 25.07%。

6、【**航发动力实际控制人中国航发已累计增持公司股票 447 万股**】中国航发动力股份有限公司实际控制人中国航空发动机集团有限公司（以下简称“中国航发”）计划从 2018 年 7 月 2 日起的 6 个月内增持公司股份，累计增持金额不低于 10,000 万元人民币，且不超过 20,000 万元人民币，增持价格不高于每股 29 元。截至 2018 年 8 月 2 日，中国航发已累计通过上海证券交易所竞价系统增持公司股份 447 万股，累计增持金额 10,019 万元，占公司总股本的比例为 0.1987%。

### 三、行业动态

1、【**我国“一箭双星”成功发射两颗北斗导航卫星**】7 月 29 日 9 时 48 分，我国在西昌卫星发射中心用长征三号乙运载火箭（及远征一号上面级），以“一箭双星”方式成功发射第 33、34 颗北斗导航卫星。这是北斗三号全球组网卫星的第四次发射。两颗卫星均属于中圆地球轨道卫星，是我国北斗三号系统第 9、10 颗组网卫星。根据计划，今年年底前将建成由 18 颗北斗三号卫星组成的基本系统，为“一带一路”沿线国家提供服务。从这次发射开始，北斗卫星组网发射进入前所未有的高密度期。（国防科工局）

**2、【中国自主研发的 AC312E 直升机完成稳定性试飞】**中国自主研发的 AC312E 直升机日前顺利完成稳定性试飞。通过对其稳定性这一验证试飞关键环节的考验,标志着该型机向适航验证迈出重要一步。由中国航空工业哈飞研制的 AC312E 直升机在黑龙江省佳木斯建三江湿地机场,完成了直升机稳定性试飞以及动力装置冷却试飞、照明系统试飞等验证试飞任务,共计飞行 13 架次 18 小时。据悉,AC312E 在完成验证试飞后,即将接受中国民航的审查试飞。AC312E 是中国航空工业按照运输类旋翼航空器适航规定的要求,设计的一款民用型直升机。其最大起飞重量为 4.25 吨,可乘坐 9 名乘客。(中航工业)

**3、【长征四号乙成功发射高分十一号卫星】**7 月 31 日 11 时,我国在太原卫星发射中心用长征四号乙运载火箭,成功将高分十一号卫星发射升空,卫星进入预定轨道。高分十一号卫星是高分辨率对地观测系统国家科技重大专项安排的光学遥感卫星,主要应用于国土普查、城市规划、土地确权、路网设计、农作物估产和防灾减灾等领域,可为“一带一路”等国家重大战略实施和国防现代化建设提供信息保障。(国防科工局)

**4、【中国电子与中金公司签署战略合作备忘录】**近日,中国电子与中国国际金融股份有限公司在京签署战略合作备忘录。根据协议,双方将发挥各自领域优势,建立长期、稳定、共赢的战略合作关系,在产业布局、技术升级、并购重组、资源整合、资产优化、多元融合、市场开拓等领域充分交流信息、共享资源、互补优势,共促实体经济与现代金融协同发展,共同为深化供给侧结构性改革、助力现代化经济体系建设做出新的更大贡献。(国防科工局)

**5、【“新舟”700 前机身试飞改装设计工作全面启动】**近日,新舟 700 前机身试飞改装设计工作全面启动。前机身结构的试飞改装设计主要包括试飞员逃生通道和客舱地板加载水箱连接结构的改装设计。在改装过程中,除了要完成新增结构的补充设计,还要对已有结构的壁板、隔框、地板骨架、地板等结构进行优化和加强,对牵涉到的系统安装接口进行重新调整,并根据外部输入条件和要求的变化,优化整体方案。(航空工业)

**6、【西安 2017 年军民融合产业规模突破 2000 亿元】**近年来,西安通过加大军民融合力度,不断提振地方经济,以创新驱动为引擎,带动地方相关产业升级换代,做优做强。通过实施军工+地方的产业园区推进方式,加上政策体系的不断完善,西安的涉军产业快速壮大。数据显示,2017 年西安的民参军企业达到 400 家,军民融合产业规模已突破 2000 亿元。到 2018 年底,西安地区军民融合产业营业收入将力争超过 2500 亿元。(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 年新项目投产，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 9.5 亿元和 11.0 亿元，考虑可转债对股本稀释，EPS 约为 0.25 元和 0.29 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—系统—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](http://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