

## 外扰+内忧压制， 军工指数短期或维持震荡格局

核心看点 (08.13-08.19)

### 一. 上周行业热点

美发表 2018《中国军事与安全发展态势报告》。(国防部)

### 二. 最新观点

#### 【外扰+内忧压制，军工指数短期或维持震荡格局】

**1、美国军费再创历史新高。**8月13日，美国总统特朗普签署了2019财年国防授权法案，国防支出总额高达7160亿美元，创历史新高。参议院8月1日通过该法案，明确支持特朗普的“强军”主张，主要内容为继续增加军费、扩充军队规模、为军事人员加薪。

**2、法案涉华内容充斥冷战思维。**法案将中国重点列为“战略竞争者”，制定所谓“全政府对华战略”，从文化、经济、军事等多方面开启中美对抗。我们认为，本法案不是孤立事件，其与美国在经贸上的单边主义相呼应，未来可能会引发全球范围的军备竞赛。中国作为地区大国，为提升战略威慑，或进一步加大军费投入力度，新型武器装备的研制进程和更新换代速度有望加快。

**3、分级基金下折风险犹存，军工指数或仍将维持震荡。**当前市场环境低迷，投资者抱团取暖现象普遍，叠加军工分级基金下折风险犹存，增量资金进场意愿不强。短期，美国出口限制影响逐渐消化，中长期来看，军工行业估值水平开始步入底部区域，看好板块中长期表现，建议配置估值和成长兼备的中航沈飞、中航光电、内蒙一机、航天电器等白马股，以及业绩弹性较好的钢研高纳，关注前期破净股\*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 (%)
进攻型组合	300034.SZ	钢研高纳	25%	6.44	6.33	15.78
	002171.SZ	楚江新材	25%	0.00	-0.59	17.69
	002544.SZ	杰赛科技	25%	-0.34	-29.64	-4.15
	002179.SZ	中航光电	25%	-3.01	-0.41	17.87
稳健型组合	002025.SZ	航天电器	25%	-5.77	11.13	38.99
	002179.SZ	中航光电	25%	-3.01	18.32	46.19
	002013.SZ	中航机电	25%	-0.82	2.56	25.77
	000768.SZ	中航飞机	25%	-4.55	-15.68	-6.23

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

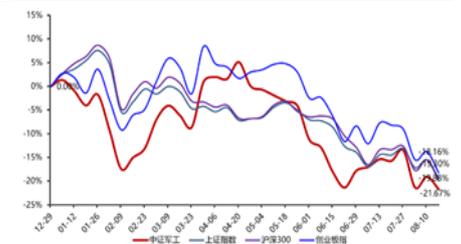
☎: 010-66568330

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

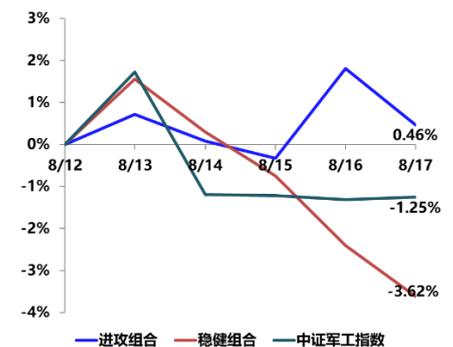
特别鸣谢: 周义

### 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
<p>美方于当地时间 16 日发布的这份涉华军力报告，并详述了过去一年中国的军事发展情况，包括中国正在不断发展远程轰炸机的核能力、中国南海岛礁建设活动、中美发表 2018《中国军事与安全发展态势报告》。(国防部)</p>	<p>我们认为目前中国奉行防御性国防政策，加强军队现代化建设，是为了维护国家的主权、安全和发展利益。中国军队改革、武器装备发展、网络空间防御能力建设以及维护台海地区和平稳定属于正当合理范畴，报告内容有失偏颇。</p>

资料来源：中国银河证券研究院整理

### (二) 最新观点

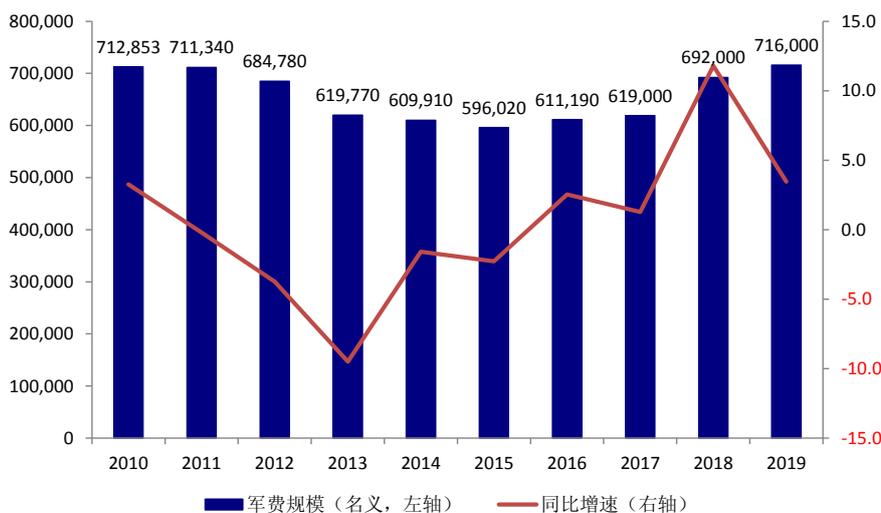
#### 【外扰+内忧压制，军工指数短期或维持震荡格局】

**事件：**日前，美国国会“2019 财年国防授权法案”已经由总统特朗普签署成法，其中包含要求制定“全政府对华战略”、就加强台军战备提交评估和计划等涉华消极条款。

**我们的观点：**

**1、美国军费再创历史新高。**8月13日，美国总统特朗普签署了2019财年国防授权法案，国防支出总额高达7160亿美元，创历史新高。参议院8月1日通过该法案，明确支持特朗普的“强军”主张，主要内容为继续增加军费、扩充军队规模、为军事人员加薪。

图 1 2010-2019 财年美国国防预算及增速



资料来源：中国银河证券研究院整理

2019年美国国防支出军费总额7160亿美元,其中包括6391亿美元的“基础预算资金”和690亿美元的“战争资金”。“基础预算资金”用于发放美军工资、购买武器装备以及研发投入等,“战争资金”是美军海外作战专用款项。

表 3 2019 财年国防支出预算 (亿美元)

国防部基础预算	6169
能源部基础预算	219
国防相关活动	3
<b>基础预算总计</b>	<b>6391</b>
海外突发行动	690
<b>支出总计</b>	<b>7081</b>
国防强制性支出	79
<b>总计</b>	<b>7160</b>

资料来源:NDAA、中国银河证券研究院整理

美军准备在2019财年全面提升服役人数、工资水平和武器装备,加强战略核威慑力量,提高本土和海外基地的导弹系统防御能力,扩大美军太空联合作战的能力。

**扩大军队规模:**根据法案,美军将全面扩大陆、海、空三军以及海空军预备军、空军警卫队的规模,在130万现役军人基础上扩军15600人,增加实战训练频率,为服役人员平均涨薪2.6%,为9年来最高涨幅。

**装备采购:**陆军方面,获得177亿美元授权,用于修复和更换装备,重点新增重型坦克在内的3000余辆作战装备;海军方面,获得363亿美元授权,重点采购13艘军舰,用于恢复海上军队实力;空军方面,获得408亿美元授权,用于增购飞机,特别是F35联合攻击战斗机、黑鹰直升机等70余架军机;其他方面,获得235亿美元授权,用于维持、修复和重建军事建筑和其他基础设施。

**2、法案涉华内容充斥冷战思维。**法案将中国重点列为“战略竞争者”,制定所谓“全政府对华战略”,推出有针对性的举措,从文化、经济、军事等多方面开启中美对抗,充斥冷战思维。

表 4 全政府对华战略

<b>文化方面</b>	禁止政府购买孔子学院提供的中文课程等服务,限制为拥有孔子学院的大学开设汉语课程的资金
<b>经济方面</b>	对中国赴美投资以及美国向中国出口高科技产品进行更加严格的安全背景审查。禁止美国政府机构及承包商采购中兴或华为的产品或使用相关技术。
<b>军事方面</b>	明确支持强化台湾的防卫能力,授权美国增加对台湾的军事援助,包括联合训练和军售。支持美军同日本、澳大利亚、印度展开军事合作,对抗中国在亚洲和东南亚的影响力。禁止我国参加太平洋军事演习,并通过网络战的形式向我国发动攻击。

资料来源:中国银河证券研究院整理

近期，美商务部出口限制清单新增 44 家中国军工企业，从中长期来看，美国的技术封锁将倒逼我国提升对薄弱领域或关键性技术的扶持力度，军事工业的自主可控能力有望升级。此外，美国防授权法案不是孤立事件，其与美国在经贸上的单边主义相呼应，未来可能会引发全球范围的军备竞赛。中国作为地区大国，为提升战略威慑，或进一步加大军费投入力度，新型武器装备的研制进程和更新换代速度有望加快。

**3、分级基金下折风险犹存，军工指数或仍将维持震荡格局。**当前市场环境低迷，投资者抱团取暖现象普遍，叠加军工分级基金下折风险犹存，增量资金进场意愿不强，且行且看心态凸显。短期，美国出口限制影响逐渐消化，中长期来看，军工行业估值水平开始步入底部区域，看好板块中长期表现，建议配置估值和成长兼备的中航沈飞、中航光电、内蒙一机、航天电器等白马股，以及业绩弹性较好的钢研高纳，关注前期破净股\*ST 船舶。

表 5 六支军工分级基金情况

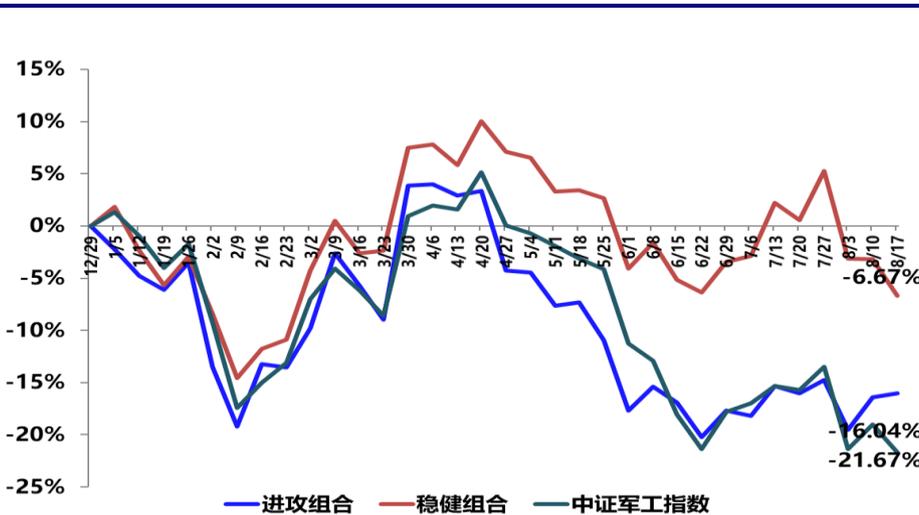
分级基金名称	富国中证军工	易方达军工	鹏华中证国防	融通中证军工	前海开源中航军工	申万菱信中证军工
下折尚需跌(约)	2.61%	7.50%	9.79%	15.69%	28.98%	31.53%
下折约赎回规模(约)	13.0 亿	0.6 亿	3.9 亿	0.15 亿	2.3 亿	0.30 亿

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。

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

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	6.44	6.33	15.78	2018/7/30
	002171.SZ	楚江新材	看好公司业绩增长弹性	0.00	-0.59	17.69	2018/5/28
	002544.SZ	杰赛科技	低估值白马, 业绩增长确定性强	-0.34	-29.64	-4.15	2018/4/21
	002179.SZ	中航光电	低估值白马, 业绩增长确定性强	-3.01	-0.41	17.87	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	-5.77	11.13	38.99	2017/9/11
	002179.SZ	中航光电	低估值白马, 业绩增长确定性强	-3.01	18.32	46.19	2017/9/11
	002013.SZ	中航机电	低估值白马, 业绩增长确定性强	-0.82	2.56	25.77	2017/11/20
	000768.SZ	中航飞机	低估值白马, 业绩增长确定性强	-4.55	-15.68	-6.23	2018/7/30

资料来源: Wind, 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 17 日, 军工行业最近一年的滚动市盈率为 44.94 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 14.02 倍, 分别较 2008 年底以来的 PE (TTM) 均值低 23.82 倍和低 2.90 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 97 个百分点。当前值为 220.5%, 历史均值为 317.2%。

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

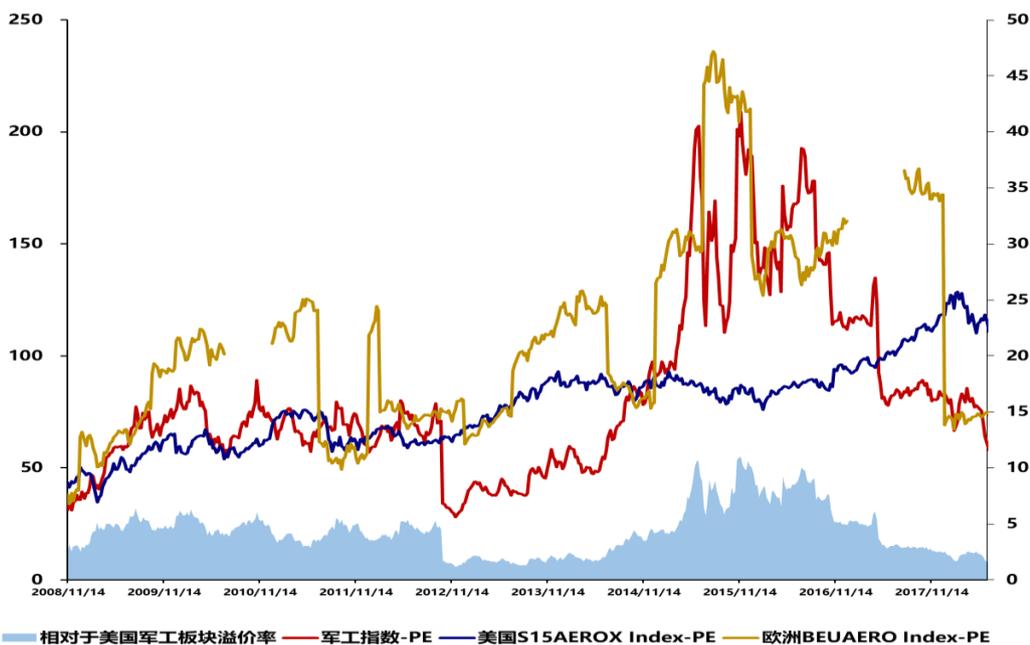
### 2、国际军工行业估值及对比

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 17 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 64.68 倍，同期美国军工板块为 21.88 倍，欧洲军工板块为 20.49 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 237 个百分点，当前值为 195.6%，历史均值为 432%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平高 79 个百分点，当前值为 215.7%，历史均值为 294.6%。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

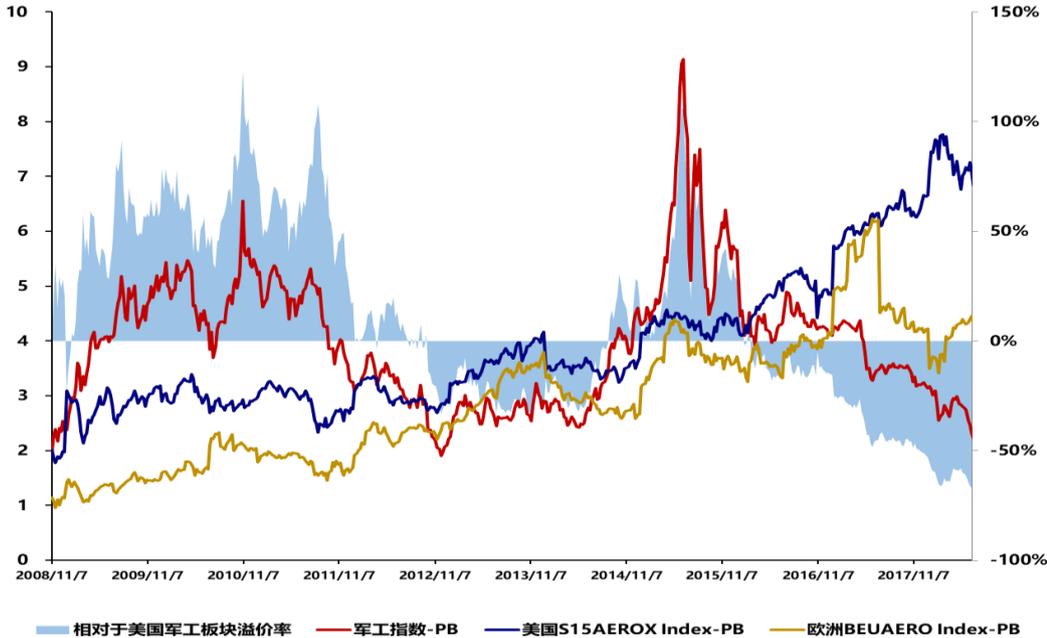


资料来源：中国银河证券研究部整理，备注：军工指数-PE 在主坐标轴，其它指标均为次坐标轴

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 17 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.28 倍，同期美国军工板块为 7.10 倍，欧洲军工板块为 5.58 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 -67.9%，历史均值为 9.1%，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 121 个百分点，当前值为 -59.2%，历史均值为 61.4%。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 18.90% 和 12.29%, 中位数分别为 16.42% 和 9.20%; 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 4.60 倍、1.76 倍和 22.36 倍, 估值中位数为 3.32 倍、1.57 倍和 20.02 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	2.46	25.64	20.28	19.27	1.78	221.68	927.99	
	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	1.98	88.52	23.89	23.56	2.10	N/A	1987.68	
	通用动力	-0.35	N/A	9.40	26.02	1.93	15.46	18.38	17.33	1.75	4.75	570.16	
	诺·格	0.46	0.37	7.81	31.83	1.64	11.54	20.15	17.42	1.88	6.18	508.42	
	雷神	0.75	1.40	7.98	22.39	1.75	23.89	22.33	19.98	2.21	5.33	566.27	
	德事隆	3.02	-12.22	2.16	8.44	0.12	5.14	22.56	19.93	1.19	3.07	164.45	
	亨廷顿英戈尔斯	2.10	26.82	6.44	36.31	1.18	20.14	21.47	14.13	1.42	6.26	105.88	
	工业												
	霍尼韦尔国际	1.48	-10.77	4.08	8.64	1.93	0.77	18.23	19.03	2.75	6.50	1144.36	
	L3 科技	-6.15	-3.52	7.07	17.06	1.53	9.52	23.52	21.06	1.61	3.02	164.30	
	联合技术	0.73	-2.36	7.61	16.96	2.10	8.95	18.84	18.43	1.68	3.40	1066.60	
	罗克韦尔柯林斯	8.53	2.97	10.33	16.22	0.97	8.63	21.99	19.53	2.60	3.29	223.75	
	TRANSDIGM	15.56	6.35	17.03	N/A	N/A	14.58	30.82	20.06	5.32	N/A	186.39	
	奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-7.93	1.16	0.19	16.61	15.79	0.72	1.94	99.97	
哈里斯	3.87	45.53	11.61	22.98	1.39	10.29	26.59	25.26	3.14	5.86	194.55		
庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	7.39	130.33	39.13	0.48	N/A	84.10		
	<b>均值</b>	<b>2.43</b>	<b>5.37</b>	<b>6.70</b>	<b>18.08</b>	<b>1.43</b>	<b>16.71</b>	<b>29.07</b>	<b>19.34</b>	<b>2.15</b>	<b>4.51</b>	<b>532.99</b>	
	<b>中位数</b>	<b>1.53</b>	<b>0.89</b>	<b>7.61</b>	<b>19.73</b>	<b>1.64</b>	<b>10.29</b>	<b>21.99</b>	<b>19.53</b>	<b>1.78</b>	<b>5.04</b>		
西欧地区	Leonardo	-6.93	N/A	2.36	4.28	1.41	3.17	30.95	12.53	0.48	1.36	65.26	
	英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	16.61	3.52	9.46	25.86	14.48	1.14	3.44	254.02	
	罗·罗	6.04	12.63	25.80	83.37	0.91	-2.09	11.13	75.75	1.15	25.27	241.27	
	Meggitt	4.77	8.25	17.26	11.89	3.02	8.31	14.74	16.25	2.05	1.73	52.62	
	英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	20.30	N/A	15.31	13.33	27.00	1.53	2.34	38.58	
	英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	12.49	2.22	10.26	20.48	20.57	1.29	2.45	17.00	
	超电控股	0.38	-4.29	6.31	9.27	3.10	8.59	32.68	15.32	1.62	2.68	14.88	
	空中客车	3.40	19.14	4.30	20.45	1.39	8.29	44.66	24.16	1.32	9.06	949.36	
	达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	1.00	4.68	28.48	24.46	2.81	3.32	144.84	
	泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.52	16.89	25.93	21.86	1.53	4.73	279.37	
	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	1.50	13.18	11.06	23.82	2.59	4.24	539.35	
	LISI	8.73	13.51	6.57	12.34	1.55	9.20	17.05	16.15	1.01	1.88	19.05	
MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.10	1.23	12.43	25.41	22.53	2.09	5.21	110.50		
FACC	11.55	N/A	5.29	15.01	0.55	9.12	20.94	24.97	1.22	3.23	10.50		

Kongsberg	-1.53	-15.80	3.82	7.39	2.57	3.59	33.49	21.39	1.22	2.41	20.67
Gruppen											
萨博	5.51	-2.35	4.48	8.97	1.37	7.84	36.00	25.93	1.35	3.18	47.68
<b>均值</b>	<b>4.24</b>	<b>2.42</b>	<b>8.69</b>	<b>15.63</b>	<b>1.82</b>	<b>8.28</b>	<b>24.51</b>	<b>24.20</b>	<b>1.52</b>	<b>4.78</b>	<b>182.64</b>
<b>中位数</b>	<b>4.47</b>	<b>7.01</b>	<b>5.29</b>	<b>12.49</b>	<b>1.45</b>	<b>8.59</b>	<b>25.64</b>	<b>22.19</b>	<b>1.34</b>	<b>3.21</b>	<b>52.62</b>
以色列 埃尔特比特系统	3.18	7.33	7.08	15.79	1.52	14.01	18.24	18.41	1.41	2.74	49.66
<b>全部均值</b>	<b>3.42</b>	<b>3.97</b>	<b>7.73</b>	<b>18.90</b>	<b>1.62</b>	<b>12.29</b>	<b>23.10</b>	<b>22.36</b>	<b>1.76</b>	<b>4.60</b>	<b>339.05</b>
<b>全部中位数</b>	<b>3.10</b>	<b>2.19</b>	<b>6.44</b>	<b>16.42</b>	<b>1.52</b>	<b>9.20</b>	<b>22.16</b>	<b>20.02</b>	<b>1.57</b>	<b>3.32</b>	<b>164.38</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, ROE 未剔除养老金计划部分影响

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	43.86	2.68	2.15	546.7
中航飞机	14.8	13.36	1.53	3.03	0.5	1.98	101.16	69.83	1.55	3.02	467.9
中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.42	3.97	76.02	35.24	3.37	3.57	248.7
中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.19	4.27	54.1	29.57	2.73	3.73	316.8
中航光电	23.62	32.41	13.62	18.41	0.29	12.23	43.56	31.99	5.2	6.63	329.4
中航沈飞	45.32	84.87	3.62	6.67	0	15.14	152.4	61.32	43.99	7.46	530.9
中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.16	0.57	7.02	66	46.48	4.22	4.48	229
航天科技	34.71	34.07	3.13	4.4	0	4.04	54.25	19.96	1.14	1.82	68.7
航天长峰	11.34	-14.01	1.76	6.58	0	0.96	17590.74	27.32	4.2	3.47	43.3
航天动力	8.09	-22.62	1.23	1.35	0	0.56	1176.91	44.85	4.28	2.98	65.2
航天电子	28.58	20.65	4.1	4.88	0	3.39	39.66	30.05	1.75	1.69	194.2
国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.43	8.69	77.56	37.84	9.07	6.82	119.7
四创电子	38.2	33	4.06	11.96	0.26	6.33	45.81	23.50	2.54	3.53	73.2
中国重工	-7.9	-25.2	-0.62	1.23	0	0.72	-122.39	33.67	2.6	1.15	965.5
光电股份	-0.01	71.25	2.35	1.32	0.21	1.49	155.02	48.56	4.07	3.03	68.8
雷科防务	-10.89	20.4	17.23	3.89	0.47	3.4	58.58	40.23	16.06	1.85	73.6
振华科技	21.94	19.08	2.59	4.97	0.36	3.06	44.28	22.22	0.89	1.53	64.4
全信股份	26.46	24.1	22.63	15.02	0.5	10.16	30.44	50.43	10.94	2.49	37.6
中国动力	37.4	72.88	5.54	5.9	1.14	3.87	30.69	21.05	1.83	1.22	315.9
海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.2	7.44	57.63	22.90	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>37.04</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>34.45</b>	<b>3.72</b>	<b>3.03</b>	<b>157.0</b>

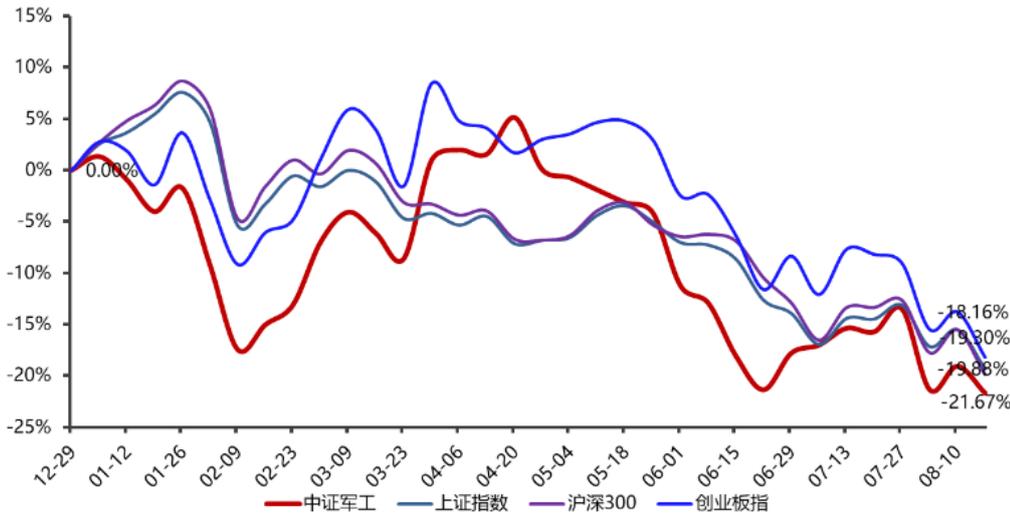
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

### (五) 风险提示 改革进度不及预期的风险。

## 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	钢研高纳 6.44%	南京熊猫 5.57%	四川九洲 4.63%	ST 船舶 3.77%	宝钛股份 3.28%
跌幅前五	麦捷科技 -18.94%	康达新材 -17.14%	晋西车轴 -13.76%	宏达电子 -13.33%	耐威科技 -11.56%

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、【海格通信无线电集团累计增持公司股份 8025 万股（占总股本 3.48%）】**基于对公司长期投资价值的认可及对未来持续稳定发展的信心，公司控股股东广州无线电集团有限公司计划自增持函发出之日（2018 年 2 月 11 日）起 6 个月内通过证券交易所集中竞价交易、大宗交易、协议转让等方式增持公司股份。目前，已累计增持 8025 万股，占公司总股本的 3.48%，本次完成增持后，无线电集团持有公司股份 5.82 亿股，占公司总股本的 25.24%。

**2、【欧比特拟发行股份购买百信蓝图、浙江合信股份】**公司拟通过发行股份的方式购买标的公司北京佰信蓝图科技股份有限公司及浙江合信地理信息技术有限公司的全部或部分股权。本次收购完成后，佰信蓝图及浙江合信将成为公司的全资或控股子公司。本次收购有利于整合交易各方优势与资源，进一步推动公司在地理信息产业、卫星大数据业务上的布局，发挥交易各方在技术、业务、市场上的协同效应，提升公司在行业内的整体实力和影响力。

**3、【四川九洲完成深圳翔成电子科技有限公司 11%股权转让】**公司拟通过产权交易所以公开挂牌的方式转让所持有的深圳翔成电子科技有限公司 11%的股权，挂牌底价以评估价值为依据。截止目前，公司已完成在西南联合产权交易所公开挂牌转让翔成公司 11%股权的事项，最终确定受让方为玉成（香港）有限公司，转让价格为 177.40 万元，玉成公司为翔成公司原持股 49%的股东，与公司不存在关联关系。近日，翔成公司已完成股权变更相关的工商登记工作，公司持有翔成公司的股权由 51%变更为 40%。

**4、【航锦科技股东累计增持公司股份 12.5 万股（占总股本 0.018%）】**2018 年 8 月 15 日，丁贵宝先生通过集中竞价系统以每股均价 10.85 元增持了公司股份 75,000 股，占公司总股本的 0.011%；丁晓鸿先生通过集中竞价系统以每股均价 10.88 元增持了公司股份 50,000 股，占公司总股本的 0.007%。丁贵宝先生与丁晓鸿先生均是基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可分别实施了本次增持，不排除未来 12 个月内继续增持公司股份的可能性

**5、【康达新材公司董事长拟增持公司股份】**公司董事长蒋华女士基于对公司未来持续稳定发展前景的信心以及对公司长期投资价值的认可，同时为维护公司长期基石投资者的信心，保护中小投资者利益，积极践行社会责任，切实维护广大投资者权益和资本市场稳定，计划自 2018 年 8 月 16 日起 6 个月内通过二级市场增持公司股份。本次计划拟通过深圳证券交易所集中竞价交易或大宗交易等方式，增持金额不低于 400 万元人民币，不高于 600 万元人民币，拟增持价格不低于 15.00 元/股。

**6、【海兰信拟发行股份购买海兰劳雷 45.62%股权】**公司拟向智海创信、珠海劳雷、永鑫源、上海梦元、杭州兴富、杭州宣富、上海丰煜、王一凡非公开发行股份购买其持有的海兰劳雷 45.62%股权。海兰劳雷的核心资产劳雷产业为海洋调查系统解决方案提供商，主要提供全球高端海洋调查仪器系统集成及技术服务，其产品、技术及服务主要涵盖物理海洋、海洋测绘、水下工程等领域。本次交易完成后，海兰劳雷将成为公司的全资子公司，公司将在维持现有制度持续性和稳定性的基础上，进一步规范、完善公司法人治理结构，根据本次交易对公司章程等相关制度进行修改。

## 三、行业动态

**1、【我国第一艘自主建造的极地科考破冰船“雪龙 2”号英姿初现】**我国第一艘自主建造的极地科学考察破冰船“雪龙 2”号，目前已完成全部主船体的结构合拢，英姿初现。据江南造船(集团)有限责任公司极地科学考察破冰船总工艺师赵振华介绍，“雪龙 2”号是以极地水域科学考察为首要任务，兼具一定的极地考察站后勤物资运输能力的“绿色”极地科学考察破冰船。船舶采用双向破冰设计，同时拥有智能船体、智能机舱、智能实验室。今后，我国的极地科学考察破冰船将会形成“雪龙”系列。“雪龙 2”号是我国第一艘中外联合设计、自主建造的极地科学考察破冰船。（国防科工局）

**2、【我国空间站实验舱推进系统完成首次试车】**近日，中国航天科技集团六院 801 所对我国空间站实验舱推进系统开展了首次试车“大考”，试验取得圆满成功。据悉，2019 年，我国空间站实验舱将进入正样研制阶段，其推进系统将基本按照目前的设计方案生产。按照中国载人航天工程计划，我国将于 2020 年前后发射空间站核心舱，2022 年发

射空间站实验舱。目前在轨运行的国际空间站预计最迟将在 2028 年退役，届时中国空间站将成为它的接力者，对全人类开放。（国防科工局）

**3、【中国电科与芜湖市签署战略合作协议】**8月13日，中国电子科技集团有限公司与芜湖市签署战略合作协议，双方将在通用航空、机器人及智能装备、新能源汽车、智慧城市、微电子微系统、新型显示产业等领域深化、开展合作。中国电科将以此次战略合作协议签约为新的起点，在机器人及智能制造领域尽快找准落点；积极推动电机、动力电池、汽车电子等新能源汽车产业合作；进一步深化研究微电子系统领域合作模式，加快推进高端电池模块、微系统集成电子元器件等产品产业化应用。（中国电科）

**4、【单光子量子雷达完成远程探测试验】**基于单光子检测的量子雷达系统在中国电子科技集团有限公司 14 所研制成功，达到国际先进水平。量子雷达技术具有潜在的重要军事应用价值。量子雷达利用量子态作为信息载体，能有效降低系统功耗，可应用于多种轻型平台；以量子态作为接收对象，可以丰富探测手段，提高对目标的探测性能。目前，14 所在量子雷达研究方向上已具备了量子雷达系统设计、系统研制以及实验验证的初步能力，为后续研究奠定了重要的理论和实验基础。（国防科工局）

**5、【中核集团与四高校协同推进先进核能技术研发和产业化发展】**7月28日至8月15日，中核集团分别与清华大学、上海交通大学、西安交通大学、哈尔滨工程大学等四大高校签署深化战略合作协议，协同推进我国先进核能技术研发和产业化发展。据介绍，中核集团发挥完整的核工业产业链和创新链优势，坚持“小核心、大协作”，通过在资源、市场上的互利共赢，整合国内核领域创新资源，使重点涉核科研院所、高等院校的资源力量，能够更好地服务和促进我国核工业军民融合的一体化体系和能力建设。（中核集团）

**6、【北斗第 33、34 颗卫星成功定点】**8月12日，我国北斗第三十三、三十四颗卫星(M5、M6 卫星)在西安卫星测控中心科技人员的精确测量和控制下成功定点。卫星进入最终工作轨道，卫星运行一切正常。M5、M6 卫星是北斗三号全球导航星座第三轨道面的首发星，同时也是第三轨道面的基准星，为第三轨道面部署的其他卫星提供参考基准。（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 20-30%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 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 1.3 亿、1.48 亿，备考总股本为 6.9 亿，EPS 分别为 0.19 和 0.21 元。

**【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