

行业研究/深度研究

2018年09月04日

行业评级:

航天军工 增持(维持)
航天军工II 增持(维持)

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

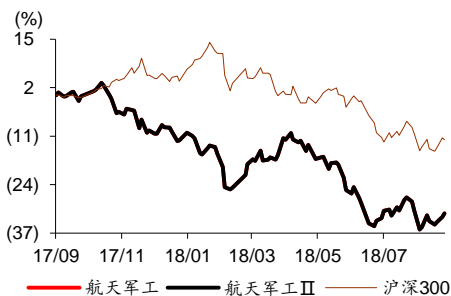
金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbang@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1 《瑞特股份(300600,买入): 舰船核心配套商, H1 业绩同比微降》2018.08
- 2 《高德红外(002414,买入): 中报业绩靓丽, 军民融合潜力大》2018.08
- 3 《中航飞机(000768,买入): 经营效率改善, 航空订单交付旺盛》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

主机和核心配套企业进入利润上升期

军工行业 2018 年半年报业绩总结

航空板块: 航空装备迎来产业链拐点, 总机类单位表现优秀

2018 年上半年航空装备板块营收增长 21.50%, 归母净利润增长 61.19%, 其中主机厂中航沈飞、中航飞机、航发动力的业绩增长态势明显, 受各自生产型号交付旺盛所驱动; 配套类企业保持稳步增长或者相对一季度改善明显。航空总机类上市公司是军工订单的直接受益者, 其业绩变化已经反映了军工行业的边际变化因素。我们认为, 从各上市公司预计 2018 年内内部关联交易大幅增长以及中报表现来看, 航空装备板块正处于业绩拐点。

航天板块: 新型号列装和航天事业发展, 驱动板块业绩成长

航天板块中, 仅有中国卫星、航天电子、航天电器、航天发展四家拥有核心军品业务。2018 年上半年四家公司总营收增长 9.98%, 归母净利润增长 12.15%。随着地缘态势的持续紧张和新型号装备的列装上量, 我们认为, 作为战略威慑和战术打击的导弹的需求量正进入一个持续高增长期, 航天军品订单有望在 2018 年开始进入快速释放期。从 2018 年半年报来看航天军品订单交付逐步恢复正常, 全年业绩增长可期。同时, 随着航天领域院所改制推进, 关注后续资产运作进展。

舰船和陆军装备板块: 民船行业初步回暖, 陆军列换装超预期

2018 年上半年舰船板块实现营业收入 532.92 亿元, 同比下降 8.49%; 归母净利润 15.09 亿元, 同比增长 1.76%。我们认为, 上半年民船行业初步出现回暖迹象, 但大幅好转还需要时间。未来随着海军装备建设加速, 军品配套企业有望受益。2018 年上半年地面兵装板块实现营业收入 153.37 亿元, 同比增长 12%; 归母净利润 6.82 亿元, 同比增加 52%, 业绩增长明显, 超市场预期。我们认为, 陆军编制成熟, 装备型号种类繁多且成熟, 新品列装及旧型号换装速度快, 所以业绩走在军工各板块前列。

信息化导航和民参军板块: 高精度应用快速发展, 核心技术企业优势明显

2018 年上半年军工信息化和卫星导航板块实现营业收入 162.53 亿元/+31%; 归母净利润 10.93 亿元/+46%。值得重视的是, 卫星导航细分板块增长明显, 华测导航等公司 2018 年半年报营业收入和归母净利润都有 30%-200% 的增长, 行业板块整体向好十分明显, 我们认为 2018 年高精度行业应用将继续保持高速增长。2018 年上半年民参军板块 11 家参考公司实现营业收入 49.64 亿元, 同比增加 16%, 归母净利润 8.92 亿元, 同比增加 30%。整体呈现增长态势, 但出现结构分化, 拥有核心技术并可能成为细分行业龙头企业表现更佳。

投资建议: 军工行业进入业绩拐点阶段, 建议加大配置

建议关注: 1) 主战装备, 内蒙一机、中航沈飞、中直股份、中航飞机、航发动力; 2) 核心配套企业, 中航机电、中航光电、中航电测、航天电器等; 3) 军民融合: 华测导航、火炬电子、高德红外、航新科技、红相股份等; 4) 国企改革: 四创电子、国睿科技、航天晨光、航天动力、航天科技等。

风险提示: 军费增长低于预期, 改革进度不达预期、武器装备研制进度不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600967.SH	内蒙一机	13.04	买入	0.31	0.41	0.53	0.62	42.06	31.80	24.60	21.03
000768.SZ	中航飞机	14.56	买入	0.17	0.20	0.24	0.32	85.65	72.80	60.67	45.50
300627.SZ	华测导航	22.33	买入	0.52	0.69	0.91	1.19	42.94	32.36	24.54	18.76

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空板块：航空装备迎来产业链拐点，总机类单位表现优秀.....	4
航空装备板块正处于业绩拐点，未来有望充分受益军品定价机制改革.....	4
重点公司业绩情况.....	5
板块半年报总结.....	10
航天板块：新型号列装和航天事业发展，驱动板块业绩成长.....	11
航天军品订单开始进入快速释放期，关注后续资产运作进展.....	11
重点公司业绩情况.....	11
板块半年报总结.....	12
舰船板块：军品稳定整体下滑，期待民船及海工回暖.....	13
民船低迷有所回暖，海防态势紧张刺激海军建设加速.....	13
重点公司业绩情况.....	13
板块半年报总结.....	18
地面兵装板块：全域机动化转变，陆军换装高峰到来.....	19
陆军转型期迎来换装高峰，资本运作预期升温.....	19
重点公司业绩情况.....	20
板块半年报总结.....	22
军工信息化和卫星导航板块：高精度导航应用扬帆起航.....	24
关注电科集团资产注入预期，卫星导航高精度应用产业表现突出.....	24
重点公司业绩情况.....	25
板块半年报总结.....	30
民参军板块：经营高效性凸显，核心技术企业优势明显.....	31
军民融合政策加速推进，优势技术民参军企业利润增长明显.....	31
重点公司业绩情况.....	31
板块半年报总结.....	36
投资建议：军工行业进入业绩拐点阶段，建议加大配置.....	37
风险提示.....	38

图表目录

图表 1: 航空板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	4
图表 2: 航天板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	11
图表 3: 舰船板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	13
图表 4: 地面兵装板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	19
图表 5: 军工信息化和卫星导航板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	25
图表 6: 民参军板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况	31
图表 7: 重点公司一览表	37

航空板块：航空装备迎来产业链拐点，总机类单位表现优秀

航空装备板块正处于业绩拐点，未来有望充分受益军品定价机制改革

空军是战略性军种，在国防安全和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用。现代化战争中，制空权的归属很大程度上决定着战争结果的最终走向。我国空军正在瞄准“空天一体、攻防兼备”的目标前进，加速淘汰老旧机型，代之以三代/四代战斗机、大型运输机以及特种作战飞机等，装备实力迅速提升。2018年以来，我国空军加紧战备训练，多次绕台湾岛巡航锻炼实战能力和装备使用经验，威慑台独势力和国土安全挑衅者。

航空板块经过长期资本运作过程，资产证券化率较高，如中航飞机、中航股份、中航沈飞等已经完成核心军品资产注入，中航机电、中航电子、中航电测、中航高科等也通过资本运作具备了优质军品业务能力。我国航空装备发展当中，大型运输机、新式战斗机、特种作战飞机、军用直升机等多个领域，现役装备技术发展已经基本成熟，具备了大规模列装条件。以中航集团旗下上市公司为主的航空板块，大部分公司业务均与航空装备产业链密切相关，未来有望充分受益于航空装备产业链发展。

我们认为，航空板块部分上市公司仍有较大资本运作空间。中航旗下已经形成航电、机电等多个专业板块的业务划分，在航电、机电系统上市公司体外仍有优质院所类资产已被上市公司托管但未完成资产注入。随着国家院所改制进度的推进，建议关注这类优质院所类资产注入进展。

图表1：航空板块公司2017H1和2018H1业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
000768.SZ	中航飞机	107.50	0.92	132.72	1.62	23.47%	77.33%	运20进入列装期，均衡化生产
600038.SH	中航股份	53.09	1.53	53.59	1.78	0.94%	15.98%	新型直升机研制进度
600760.SH	中航沈飞	10.10	-4.18	62.57	1.00	519.27%	—	歼15、歼16进入批产期
600316.SH	洪都航空	9.70	-0.60	3.92	-0.49	-59.54%	17.89%	高教机的列装进度
600893.SH	航发动力	78.54	1.59	83.12	3.60	4.25%	85.38%	航空发动机龙头，费用大幅降低
600372.SH	中航电子	27.28	1.46	29.73	1.48	8.97%	1.77%	军用航电设备龙头
002013.SZ	中航机电	48.80	2.89	54.50	2.55	11.68%	13.53%	军用航空机电业务发展态势良好
300114.SZ	中航电测	5.86	0.71	7.01	0.91	19.64%	28.23%	军用机载电测类表现好
600765.SH	中航重机	26.74	1.08	25.57	0.69	-4.38%	-36.85%	国际合作进展快
002179.SZ	中航光电	30.33	4.42	35.85	4.65	18.20%	5.37%	军民连接器实力强
000738.SZ	航发控制	12.25	1.43	12.85	1.67	4.88%	16.67%	聚焦主业，降本增效
600391.SH	航发科技	9.29	0.27	8.91	-0.47	-4.10%	-271.37%	加大战略产品科研力度
300034.SZ	钢研高纳	3.39	0.38	3.45	0.46	1.78%	20.41%	重点型号表现出色
300424.SZ	航新科技	1.95	0.22	2.88	0.31	47.98%	41.50%	自动化测试设备前景广阔
300581.SZ	晨曦航空	0.85	0.17	0.53	0.05	-37.46%	-70.84%	航空惯导业务技术实力强
合计1		425.67	12.29	517.2	19.81	21.50%	61.19%	
其他航空类								
002163.SZ	中航三鑫	17.81	-0.40	21.93	-0.16	23.16%	59.68%	主业非军品
600523.SH	贵航股份	17.00	0.98	14.30	0.75	-15.91%	-23.78%	主业非军品
002190.SZ	成飞集成	5.72	0.03	8.50	-0.53	60.34%	—	主业非军品
600973.SH	宝胜股份	79.02	0.69	152.77	0.82	93.33%	19.05%	主业非军品
合计2		119.55	1.3	197.5	0.88	65.20%	-32.31%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

中航飞机：经营效率逐步改善，航空产品订单交付旺盛

2018年上半年，公司实现营业收入132.72亿元，同比增加23.47%；归母净利润1.62亿元，同比增长77.33%；扣非后归母净利润1.61亿元，同比增加166.40%。

经营效率改善，期间费用占比下滑。期内，公司营业收入增速23.47%，营业成本增速25.05%，但通过加强过程监控和绩效考核，经营效率得到改善。公司销售费用同比增长21.77%，管理费用同比下降3.42%，财务费用中汇兑收益较上年同期增加，总体期间费用占比下滑。

军用运输机和轰炸机产业龙头，国产大飞机产业链核心标的。公司是我国大中型军用运输机和中远程轰炸机的唯一总装生产单位，是国产大飞机产业链的核心参与者。随着我国海空军装备建设进入高峰期，空中战略运输和海空特种作战等领域的装备订单进入加速释放阶段。根据公司公告，公司承接了国产大型客机C919、水陆两栖AG600和中型客机ARJ21核心部段生产任务，ARJ21开始进入批产期，AG600和C919也在加速推进。期内，公司航空产品业务实现收入129.22亿元，同比增长24.38%；毛利率5.52%（-1.76pct）；应收账款由去年同期59.71亿元增加到132.25亿元，较年初增加超过40亿元，订单交付旺盛。公司2018年上半年销售产品关联交易117.28亿元，占年度预计金额的39.92%。

军工行业改革有望提升资产盈利能力，军民融合发展提供广阔成长空间。我们认为，公司作为总机类单位，有望受益于军品定价机制改革，大幅提升资产盈利能力，改革一旦完成，净利润增速有望持续高于营收增速。随着我国高端制造转型不断突破，公司作为国内大飞机产业链排头兵，有望充分受益于军民融合深度发展，享受以C919、AG600、ARJ21等为代表的航空制造领域国产替代推进的产业发展红利。

预计公司2018-2020年归母净利润分别为5.62亿元、6.68亿元和8.77亿元，对应EPS分别为0.20、0.24和0.32元。

中直股份：整体运营平稳，产品结构变化导致利润率提升

2018年上半年，公司实现营业收入53.59亿元，同比增加0.94%；归母净利润1.78亿元，同比增加15.98%。

上半年公司整体运营平稳，产品结构变化导致利润率提升。报告期内，公司营收同比持平，营业成本46.82亿元，同比下降2.08%，销售毛利率为12.64%，上年同期9.94%，提升2.7pct，增长幅度较大，主要原因是产品结构变化，新产品列装提升毛利率水平。管理费用4.24亿元，同比增长1.08亿元，涨幅34%。主要原因是技术开发费和职工薪酬增加。管理费用中研发支出4770万元，同比增长71.8%。这与公司加快新型号列装进度判断相符。预收款项41.33亿元，上年同期26.95亿元；存货132.38亿元，上年同期124.42亿元，反映出公司订单饱满。

军民用直升机龙头，下游需求旺盛，新机型增量空间广阔。公司是我国唯一规模化直升机研制生产企业，产品主要为直8、直9、直11三大系列和直10、直19武装直升机，以及AC系列民用直升机，产品型谱全、规模大、研发力量强，已形成“一机多型、军民两用、系列化发展”产品格局。公司产品列装海陆空三军，主要是陆军陆航旅、海军舰载机和海军陆战队以及空军部分部队。我国与美国相比，在直升机数量和质量上均有较大差距，同时军改后，拓宽下游市场空间，激发直升机需求。新型10吨级直升机对标美国“黑鹰”，预计增量空间较大。目前研制定型进展稳步推进。

关注资产注入进展，有望受益军品定价改革，民用通航市场空间广阔。公司体外仍然有直升机以及哈飞、昌飞的武装直升机总装资产，未来不排除资产注入可能性。同时公司作为主机厂之一，处于产业链下游，受益于各种改革。2016年5月国务院《关于促进通用航空业发展的指导意见》提出，到2020年建成500个以上通用机场。国务院通航政策放开，2017年主要在规划和建设机场，随着机场建设完成，采购需求有望大幅增长，按照每个机场6架直升机，未来五年的民用直升机将需求3000架，同时国产化比例有望逐步提高。

预计公司2018-2020年归母净利润分别为5.95亿元、7.15亿元、9.01亿元，对应EPS分别是1.01元、1.21元、1.53元。

中航沈飞：强化均衡生产，营收大幅增长，经营效能明显改善

2018年上半年，公司实现营业收入62.57亿元，同比增加519.27%；归母净利润9974.74万元，扭亏为盈。

强化均衡生产效果突出，营收大幅增长。公司围绕原材料供应、零件生产、装配试飞三个关键计划环节，持续强化计划体系建设，持续完善供应链管理体系，产品各季度交付均衡性提高。期内，公司实现营业收入62.57亿元，同比增长519.27%，营业成本57.54亿元，同比增长502.55%。公司本年度大力推进均衡生产，业务收入高速增长，经营效能也大幅改善。

综合毛利率提升，期间费用下降，经营效能明显改善。公司积极推进生产计划系统和MES系统的集成应用，企业资源平衡和生产管控能力不断提升。期内，业务综合毛利率由去年的5.49%提升至8.04%，增加2.55个百分点。公司销售费用444.93万元，同比下降75.86%；管理费用3.22亿元，同比下降15.88%；财务费用-4449.67万元，同比增加3943.33万元财务收入。经营性活动产生的现金流净额-25.21亿元，较去年同期的-33.20亿元明显改善。

拟实施股权激励。2018年5月16日，公司发布《A股限制性股票激励计划（第一期）（草案）》，拟向92名上市公司董事、高级管理人员等激励对象授予407.2741万股股票，授予价格22.53元/股。

航发动力：国内航空发动机龙头，军用国产替代加速及两机专项落地助推企业成长

2018年上半年，公司实现营业收入83.12亿元，同比增加5.83%；归母净利润3.60亿元，同比增长125.92%；扣非后归母净利润2.72亿元，同比增长253.55%。

资产结构和经营效能改善，期间费用大幅减少。期内，公司营收同比增加5.83%，归母净利润同比大幅增长125.92%，主要是受本期期间费用大幅减少所致。其中，财务费用较上年同期减少1.78亿元，主要原因是公司2017年定增募集96亿资金后大幅改善了资产负债结构，缓和了现金流紧张状况；管理费用较上年同期减少1.26亿元，销售费用较上年同期减少1409万元。

聚焦航空发动机主业，核心业务稳步增长。期内，公司航空发动机及衍生产品本期实现收入68.20亿元，较上年同期增长14.58%，毛利率19.56%（-3.46pct），主要是产品结构变化、修理业务收入同比下降，贯彻改进措施成本、检修成本、固定成本同比上升。外贸出口实现收入11.25亿元，同比减少13.46%；非航空产品及服务业实现收入1.69亿元，同比减少61.18%，公司继续聚焦主业，强化航空发动机及衍生品核心业务。

下游需求旺盛，黎明南方贡献主要营收增量。期内，公司预收款项由去年同期 10.33 亿增加至 16.86 亿，期内应收账款较去年同期 82.16 亿元增加 11.45 亿元，应收票据较去年同期 7.30 亿元增加 4.06 亿元，暗示下游需求旺盛。期内，黎明公司收入 43.03 亿元，同比增长 12.08%。南方公司收入 12.81 亿元，同比增长 34.91%。

国产军用航空发动机核心供应商。公司是国内航空发动机产业链龙头，且处于优势地位，随着两机专项逐步落地，我国航空发动机产业有望加速发展。同时国防装备列装加速，国内民用航空国产替代空间广阔。

中航机电：业绩稳步增长，经营效率不断提升

2018 年上半年，公司实现营业收入 54.50 亿元，同比增长 11.68%；归母净利润 2.89 亿元，同比增长 13.53%；扣非后归母净利润 2.15 亿元，同比增长 52.67%。公司发布三季度业绩预告，预计实现归母净利润 4.12 -5.30 亿元，同比增长 5%-35%。

业绩稳步增长，经营效率不断提升。期内，公司实现营业收入 54.50 亿元，同期增长 11.68%；实现利润总额 4.12 亿元，同比增长 36.83%。公司销售费用 9581.96 万元，同比增长 10.74%，管理费用 6.58 亿元，同比增长 4.81%，财务费用 6468.35 万元，同比下降 41.91%，均低于公司营业收入增长速度，经营效率不断提升。

聚焦主业，提升核心竞争力。期内，公司在航空产品交付、非航空民品产业发展及航空维修业务等方面取得显著成效。公司航空产品业务实现收入 32.18 亿元，同比增长 5.95%，毛利率 27.85%，同比提升 3.22 个百分点，主要是由于新产品比重增加。非航空产品实现收入 22.31 亿元，同比增长 21.12%，毛利率 15.39%，同比下滑 5.85 个百分点。公司盈利进一步向航空产品集中。

航空机电系统专业化整合和产业化发展平台，产业发展空间广阔。公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台，为航空装备提供大量专业配套系统产品，在国内航空机电领域处于主导地位。随着我国加紧“大飞机专项”和“两机专项”实施，航空制造产业成为未来我国高端制造升级的主要方向。

中航电测：民品业务稳健发展，军用业务布局好

2018 年上半年，实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 19.64%；实现归母净利润 9091.9 万元，同比增长 28.23%。

业务多面开花，公司三大主要业务板块均实现了不同幅度增长。航空与军工业务恢复性增长、应变电测与控制业务转型升级、智能交通业务产品交付安装周期缩短。2018 年上半年航空和军工板块实现营收 1.04 亿元（+24.42%），原因是 2017 年军改影响营收，毛利率 38.24%，提升 6.56 个百分点，原因是产品结构改善提升毛利率；应变电测与控制板块实现营收 3.14 亿元（+9.27%），业务转型升级的布局开始在业绩上体现增长，毛利率 31.53%，同比减少 1.28 个百分点，原因是传感器面临较为激烈的竞争，原材料成本上升较快；智能交通业务实现营收 2.54 亿元（+34.58%），原因主要是子公司石家庄华燕，加快产品的安装进度，及时确认收入。毛利率 37.56%，下滑 0.41 个百分点。

践行军民融合发展战略，产品系列不断丰富。报告期内，公司在军品业务上持续扩充产品系列，机载电测类军品依托多年积累的技术优势，驾驶舱控制分系统、直升机吊挂投放系统及武器装备重量重心测量系统等相关项目均顺利推进，有力支撑了公司军品配套层级的提升和持续发展。公司公告，公司某型直升机吊挂投放系统与无人机吊挂投放系统两型产品设计设计方案通过评审，取得主机所认可。

管理体制灵活，实行股权激励。报告期内，公司持续推动各系列岗位职级体系优化和薪酬体系改革。并于1月份实施股权激励计划，向激励对象定向发行新股1602万股股票，授予价格为7.33元/股。激励对象包括部分董事、高级管理人员；公司中层管理人员及子公司高管；技术、管理、营销和技能核心骨干，合计202人。

中航重机：主营业务发展稳健，减值损失大幅上升影响公司利润

公司2018年上半年实现营业收入25.57亿元/-4.38%；归母净利润6850.6万元/-36.85%。

公司是军用飞机锻铸造业务核心配套企业，研制的产品几乎覆盖国内所有飞机型号，同时在此基础上为国外航空企业提供配套服务。据公司2017年年报，在机械装备中，锻件占整机重量的比例很高，飞机85%左右的构件是锻造件，占内燃机重量80%，占拖拉机重量50%-80%，占液压件、泵类机械重量50%-60%，公司是中国最具竞争力的高端装备制造企业之一。

液压环控业务发展稳定，资产减值损失大幅增加。据公司半年报，上半年公司锻铸业务实现销售收入17.30亿元，同比下降4.84%，其中，航空业务实现收入13.91亿元，同比下降5.25%；非航空业务实现收入3.39亿元，同比下降3.14%。主要原因是受到主要客户清库存、航空业务调整等因素的影响，收入有所下降。液压环控业务实现销售收入7.76亿元，同比增长16.34%。其中，液压业务实现营业收入3.36亿元，同比增长6.33%；热交换器业务实现营业收入4.40亿元，同比增长26.07%。但上半年公司资产减值损失高达2.03亿元，相比去年同期的1.42亿元，同比增加43.2%，由于资产减值损失的大幅提升，影响了公司净利润水平。

受益军机批产上量，铸造业务刚需旺盛。随着新型军用飞机进入爬坡上量阶段，航空军机产业链未来3-5年有望维持20%-30%的高速增长，航空军用飞机配套的锻铸造及液压环控业务具备发展前景。

中航光电：军用连接器龙头，新能源等民用业务快速增长

2018年上半年，实现营业收入 35.85 亿元，同比增长 18.20%，实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 5.37%。

二季度业绩明显好转。期内，公司电连接器业务实现收入 20.92 亿元，同比增长 8.28%，毛利率 38.40%，下滑 1.3 个百分点；线缆组件及集成产品实现收入 7.38 亿元，同比增长 42.93%，毛利率 19.51%，下滑 3.62 个百分点；光器件及光设备实现收入 6.35 亿元，同比增长 19.02%，毛利率 34.46%，下滑 3.6 个百分点；流体、齿科及其他产品实现收入 1.20 亿元，同比增长 135.37%。公司二季度单季实现营业收入 21.08 亿元，同比增长 30.88%；二季度单季实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 15.53%。2018 年上半年净利润增速低于营收增速，主要是由于产品结构变化、研发的新产品在部分领域尚未批产和费用增加。

公司上半年研发费用 2.61 亿元，同比增长 25%，使得公司在军品和民品领域保持较多的技术产品储备。公司军工装备、通信和新能源汽车等下游需求景气，同时积极着手新产品产业化布局，流体及高速传输技术产业化项目正稳步推进，目标实现新能源、光电设备、液冷等新产品新业务的产业化。根据公司公告，该项目计划投资 10.24 亿元，项目建成达产后预计年新增销售收入 13.75 亿元，新增利润总额 2.17 亿元。

航新科技：HUMS 系统及新机型 ATE 研制生产稳步推进，MMRO 并表增厚利润

2018 年上半年，公司实现营业收入 2.88 亿元，同比增加 47.98%，归母净利润 3076.55 万元，同比增长 41.50%。

HUMS 系统及新机型 ATE 研制生产稳步推进，MMRO 并表增厚利润。设备研制及保障方面，公司正在加快 2017 年初中标某军种的 ATE 生产工作，下半年将实现 ATE 新机型产品及直升机健康管理系统批量交付。航空维修及服务业务方面，期内公司完成收购 MMRO，MMRO 经营状况良好，与公司现有业务产生协同效应，大幅增厚了公司业绩。此外，公司引入国开行北京战略投资者开元国创恒誉，一同深耕产业、长期合作。

自动测试系统和机载设备订货任务回升，下半年逐步实现批量交付。期内公司设备研制及保障业务实现营收 7268.46 万元，同比增长 6.37%，毛利率 49.20% 同比增加 6.66 个百分点。公司半年报中披露，获益于前期自动测试设备某重点客户中标及直升机健康管理系统批量投产，自动测试设备、机载设备订货任务大幅回升。同时，公司正在加快中标产品的批产工作，下半年逐步实现新机型产品及直升机健康管理系统批量交付。

MMRO 并购落地，全面布局航空维修产业链。期内，公司航空维修及服务业务实现营收 2.12 亿元，同比增长 71.87%，毛利率 32.40% 同比降低 9.32 个百分点，主要为 MMRO 业绩并表所致。公司半年报披露，拟利用自身深耕民机维修领域多年积累的行业优势，积极延伸产业链、拓展海外市场。同时，公司通过收购 MMRO 作为民机维修及保障全产业链布局的起点，未来将全面整合全球民航维修业务。

引入国开行背景战投，加速业务推进及布局。期内公司引入国开行背景战略投资者开元国创资本管理有限公司，并与其本次签订战略合作框架协议在资金支持与项目推荐等方面开展全面合作。由开元国创恒誉则提供资金，航新科技后续全面推动军机机载设备研制、测试设备研制、大数据等业务领域的扩张，同时积极推进民机部附件维修保障扩展到部附件研发生产、整机维修保障和航空资产管理以及全球化产业布局。同时充分利用各自的平台及资源优势，在公司并购重组、项目投资、重大项目合作等业务开展友好合作。

我们看好公司未来军品业务发展及航空维修布局前景，预计公司 2018-2020 年归母净利润 1.34 亿元、2.10 亿元和 2.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.88、1.19 元，给予“买入”评级。

板块半年报总结

航空板块由于资产化率比较高，是整个军工行业的晴雨表。2018年H1航空装备板块15家主要公司实现营业收入517.2亿元，同比增长21.50%；归母净利润19.81亿元，同比增长61.19%。

航空板块2018年半年报而言，总机类企业表现亮眼，配套类企业增速不一，但大部分环比得到改善：

- 总机类单位中，中航沈飞(营收519.27%，归母净利由亏转盈)、中航飞机(营收23.47%，归母净利77.33%)、航发动力(营收4.25%，归母净利85.28%)表现优秀，中直股份(营收0.94%，归母净利15.98%)相对一般但较一季度也得到改善，主机厂预收账款等订单相关指标和现金流持续改善。
- 核心部件类配套企业，中航电子(营收8.97%，归母净利1.77%)增长一般但较一季度明显改善，而中航机电(营收11.68%，归母净利13.53%)、中航电测(营收19.64%，归母净利28.23%)表现相对优秀。
- 材料、零件类配套企业，中航光电(营收18.20%，归母净利5.37%)，较一季度归母净利润负增长回暖明显。

主机厂中航沈飞、中航飞机、航发动力的业绩增长态势明显，受各自生产型号交付旺盛所驱动，配套类企业保持稳步增长或者相对一季度改善明显，板块2018年全年业绩增长可期，也印证了我们对行业拐点的判断。

我们认为，从中航集团旗下各上市公司预计的2018年内部关联交易大幅增长以及各公司2018年中报表现来看，航空装备板块正处于业绩拐点之际。2018年航空装备板块一季报低迷只是军改影响的最后反应，随着十三五计划实施2018年开始步入正轨，航空装备板块将迎来高速增长。航空总机类上市公司是军工订单的直接受益者，其业绩变化已经反映了军工行业的边际变化因素，并且由于其居于行业领导地位，未来有望充分受益军品定价机制改革，建议关注主战装备类龙头上市公司，航发动力、中航飞机、中直股份和中航沈飞等。

航天板块：新型号列装和航天事业发展，驱动板块业绩成长

航天军品订单开始进入快速释放期，关注后续资产运作进展

目前，航天科技集团和航天科工集团总体资产证券化率偏低，且集团二级院所大部分对应旗下单一上市公司平台。2016年3月，国航天科技集团公司党组成员、副总经理张建恒表示，航天科技集团到“十三五”期间的资产证券化率目标是由15%提升至45%。2017年7月初，国防科工局在北京组织召开了军工科研院所转制工作推进会：此次会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作，并研究部署了相关工作。随着院所改制政策的不断推进，核心军工资产的注入预期和业绩弹性构成了许多航天系上市公司股价支撑。

4月26日下午，在国防部例行记者会上，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校宣称，解放军的火箭军部队已经列装东风-26型导弹。该型导弹经过试装试用和作战检验，具备了整建制装备部队的条件，授装后已正式进入火箭军战斗序列。随着我国民用航天事业的不断发展和导弹类国防装备进入批量列装阶段，拥有核心军品业务（或者类军品）的四家航天上市公司也将充分受益，业绩有望实现长足进步。

图表2：航天板块公司2017H1和2018H1业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航天装备类								
600118.SH	中国卫星	26.79	1.76	32.11	1.80	19.87%	2.2%	上市公司卫星制造龙头
600879.SH	航天电子	55.83	2.09	60.71	2.24	8.73%	7.13%	航天军品比重较大发展态势良好
002025.SZ	航天电器	12.72	1.49	11.69	1.57	-8.15%	5.43%	军品业务比重大，弹性高
000547.SZ	航天发展	8.78	1.16	10.00	1.68	13.84%	44.85	电子蓝军及仿真业务快速增长
合计 1		104.12	6.5	114.51	7.29	9.98%	12.15%	
其他航天类								
600855.SH	航天长峰	5.15	0.00	5.31	-0.06	3.08%	—	大股东资产注入预期
000901.SZ	航天科技	27.43	0.71	28.69	0.44	4.59%	-38.64%	大股东资产注入预期
600501.SH	航天晨光	10.99	-0.10	11.18	-0.08	1.77%	16.45%	大股东资产注入预期
600343.SH	航天动力	6.61	0.13	6.71	0.11	1.48%	-14.09%	大股东资产注入预期
600677.SH	航天通信	39.16	-0.50	55.15	0.84	40.84%	266.54%	大股东资产注入预期
300455.SZ	康拓红外	0.97	0.22	0.98	0.22	1.43%	1.81%	轨交领域红外检测
合计		90.31	0.46	108.02	1.47	19.61%	219.57%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

中国卫星：上市公司卫星制造龙头，卫星应用前景广阔

2018年上半年，公司实现营业收入32.11亿元，同比增长19.87%，实现归母净利润1.80亿元，同比增长2.20%。

卫星研制业务稳步推进。期内，公司继续保持国内小卫星制造领域主导地位，成功发射9型16星，其中嫦娥四号中继卫星“鹊桥”卫星的成功发射，迈出了我国也是人类首次月球背面着陆与探测的第一步；我国首颗地震电磁监测卫星“张衡一号”的成功发射，使我国成为世界上少数拥有在轨运行高精度地球物理探测卫星的国家之一。空间电源产品完成13.7万片电池的生产，保障了多个空间工程型号用单体太阳能电池的生产任务需求；高端紧固件完成178万件产品生产，完成了航空航天领域多项配套任务。

卫星综合应用未来前景广阔。在卫星应用方面，公司涉足通信、导航、遥感、运营和综合应用及其他五大业务领域。同时公司积极开拓商业市场，为智慧城市、无人机等多个业务提供应用服务，构建全面覆盖和无缝连接的天地立体空间信息系统，逐步实现信息产业融合的目标。

航天电子

2018年上半年，公司实现营业收入60.71亿元，同比增长8.73%；归母净利润2.24亿元，同比增长7.13%；扣非后归母净利润为1.98亿元，同比增长5.95%。

公司本部及多家子公司拥有国家一级、二级保密资质和其他生产资质，能够及时有效满足航天国防领域各类用户需求。其中，航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等是公司传统优势专业，始终在行业领域内保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例，市场份额基本呈现稳中有升态势。期内，公司在各项优势专业领域均获得业务突破，巩固和提升了自身技术及市场优势。

公司具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型谱项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位，多个型谱无人机多次以第一名成绩中标军方采购。公司公告，飞腾系列产品已经具有一定的国际知名度，以其小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化等明显优势，深受用户单位青睐。

航天科技集团资产运作先锋。2018年8月，国资委公布国企改革“双百行动”企业名单，航天电子入选其中。公司历来资本运作步伐走在航天科技集团前列，2016年10月已基本实现大股东航天科技九院企业类资产的整体上市。公司是九院旗下唯一上市公司平台，且作为航天科技集团电子专业领域整体上市试点单位。

航天发展：资产整合持续推进，电子蓝军业务发展良好

2018年上半年，公司实现营业收入10.00亿元，同比增长13.84%，实现归母净利润1.68亿元，同比增长44.85%。

公司瞄准信息化战争条件下的对抗仿真、通信指控、电磁防护等需求，未来发展主要依托于电子蓝军、通信指控、电磁安防和仿真应用等领域的国防信息化业务突破。公司上半年营收增长主要源于电子蓝军及仿真产品的内生增长，以及船舶加工产品的外延增长（江苏大洋纳入合并系统）。报告期公司电子蓝军业务实现重大突破，成为靶船系统总体单位。

板块半年报总结

2017年航天装备板块4家拥有核心军品的上市公司实现营业收入114.51亿元，同比增长9.98%；归母净利润7.29亿元，同比增长12.15%。其余航天装备板块上市公司受限于其资产质量，2018年半年报业绩表现实现增长但盈利能力还偏低。

中国卫星、航天电子、航天电器、航天发展等4家航天板块拥有核心军品的上市公司，其业绩表现均得益于军品业务的带动。其中，航天电器2018年一季度营收和归母净利润负增长后，二季度营收和归母净利润同比和环比都有了大幅度改善。我们认为，随着地缘态势的持续紧张和新型号装备的列装上量，作为战略威慑和战术打击的导弹的需求量正进入一个持续高增长期，航天军品订单有望在2018年开始进入快速释放期，从2018年半年报来看航天军品订单交付逐步恢复正常，全年业绩增长可期。

另外经过股价长期调整，以资产注入预期为主要看点的航天板块上市公司，其市值体量大多数已经接近2014年以来的最低点，关注后续资产运作进展。

舰船板块：军品稳定整体下滑，期待民船及海工回暖

民船低迷有所回暖，海防态势紧张刺激海军建设加速

为了适应中国海上利益发展的变化以及海上安全所面临的诸多挑战，我国海军从2015年开始实施战略转型，由“近海防御”转变为“近海防御与远海护卫型结合”。在海军战略转型及海军装备更新的需求驱动下，近年我国海军装备持续高速建设，带动了从事军船建造及配套企业的军品业务成长。我国现役主战舰艇仍有部分舰艇服役时间过长需要新造舰艇替代，叠加航母编队建设、驱支扩编需求带来的新舰艇需求，我们认为，我国海军装备未来仍将保持高速发展。

航运业是民船制造的下游，自2008年上一次航运高峰以来，航运业已经持续低迷了近十年，目前仍在处在底部区域，但已经初步显现回暖趋势，行业景气度开始回升，未来有望出现结构性行情，即散货船和集装箱船的供需关系进一步改善，新船需求将逐步回暖，油船市场短期仍将在底部振荡，油船造船市场新船需求将有所回落，新船价格回升仍旧乏力。

我国舰船工业主体是中国船舶重工集团和中国船舶工业集团，其产品覆盖了我军现役的主要舰船装备、包括潜艇、航母、两栖舰艇、巡洋舰、驱逐舰、护卫舰、导弹艇、巡逻艇、水雷战舰艇、军辅船等；也几乎涵盖了散货船、油船、集装箱船三大主力船型，以及其他多种类型民用船舶。此外还有一些民营船舶配套企业，从事舰船配套产品研制生产。

中国船舶重工集团旗下有中国重工、中国动力、中国海防、华舟应急、久之洋五大上市公司平台，集团公司整体资产证券化率不高，还有大量优质的研究所资产和军船制造资产未上市，按照集团公司制定的十三五资产证券化率目标，后续将会把部分适合上市的研究资产注入上市公司。中国船舶工业集团旗下有中国船舶、中船防务、中船科技三大上市平台，总体资产证券化率也较低，同时中船工业集团是首批央企混改试点单位。未来两大集团下属的上市公司及民营船舶配套企业将受益于海军装备建设加速、科研院所改制、混改、军品定价机制改革、船舶配套自主化提升政策等。

图表3：舰船板块公司2017H1和2018H1业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
601989.SH	中国重工	192.28	6.28	194.19	9.53	0.99%	51.73%	军船建造业务、民船回暖
600482.SH	中国动力	116.41	5.61	119.68	6.17	2.81%	10.04%	军用动力、燃气轮机民用化
600764.SH	中国海防	1.49	0.29	1.25	0.16	-16.02%	-45.93%	集团电子信息资产注入
300527.SZ	华舟应急	10.78	1.01	11.17	1.11	3.64%	9.31%	集团应急装备上市平台
600150.SH	*ST船舶	85.37	-0.20	76.38	2.03	-10.53%	1130.22%	民船回暖、海工剥离、债转股
600685.SH	中船防务	104.18	0.44	82.20	-2.95	-21.10%	-770.84%	债转股降低负债率
600072.SH	中船科技	18.63	0.13	14.47	0.08	-22.36%	-38.98%	集团高科技新产业上市平台
300065.SZ	海兰信	3.19	0.48	3.19	0.60	-0.10%	23.50%	近海雷达网
600416.SH	湘电股份	47.69	0.19	28.29	-2.21	-40.67%	-1244.71%	全电力
300600.SZ	瑞特股份	2.35	0.58	2.10	0.58	-10.48%	-1.03%	原业务稳定增长、新业务拓展
合计		582.37	14.82	532.92	15.09	-8.49%	1.76%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

中国重工：军品业务发展稳定，紧抓民船回暖机遇

公司2018年上半年实现营收194.19亿元/+0.99%；归母净利润9.53亿元/+51.73%。据公司半年报，上半年新增订单289.19亿元，同比下降8.06%，手持订单1596.74亿元，同比下降2.04%。

抓住船舶市场回暖机遇，深化供给侧改革，市场化债转股降低负债，提升盈利能力。中国重工是海军核心供应商，军品业务领域涵盖航母、潜艇、大中型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船、水中兵器等。据公司半年报，上半年全球航运市场小幅上涨，国际原油价格持续走强，全球船舶市场延续去年回升势头，公司紧抓有利时机，坚持“聚焦主业主责、聚力兴装强军”的发展理念，加大结构调整力度，加强成本管控，大力提质增效，强化风险防控，积极开拓国内外市场，在船舶行业整体经济效益同比下降的不利局面下逆势提升了经营效益。此外，上半年，公司继续推进供给侧结构性改革，推进资源重组整合，全力做好亏损企业治理，下属子公司亏损面及亏损额同比降幅明显。通过实施市场化债转股项目及以自有资金对下属子公司暂补流动资金等方式，有效降低公司有息负债规模及资金成本，上半年利息支出同比降幅较大，有力促进了业绩提升。

中国船舶重工集团公司旗下拥有近 30 家研究所，其中大部分都不在上市公司平台，这些研究所除了拥有较大规模的军品研制收入外，其中一部分还通过军品技术民用化、引进高端技术人才等方式储备了具发展前景的先进技术。这些军工科研院所的资产质地优良，产品附加值高，盈利能力强。

中国动力：舰船动力龙头海陆并进，军民融合助力梯次增长

公司 2018 年上半年度营收 119.68 亿元/+2.81%；归母净利润 6.17 亿元/+10.04%。上半年公司新接订单 129.46 亿元，期末手持订单 157.58 亿元。据公司半年报，上半年公司军品收入占比 16.43%，非船用民品业务收入占比为 63.51%，船用民品业务板块收入占比为 20.05%

化学动力板块多项业务保持增长，推动公司整体业绩上行。据公司半年报，2018 年上半年，在汽车电池业务方向，公司凭借技术、质量、规模和环保治理等优势，公司逐步扩大市场份额，2018 年上半年风帆公司汽车电池销量实现同比 10% 增长；在工业电池方向，公司通过产品技术提升及市场营销、售后服务等措施，工业电池收入实现 10% 增长，市场占有率已进入第一企业集团；牵引电池领域，公司在电动叉车领域处于绝对领先优势，上半年收入同比增长 12%，继续保持稳定增长。在军用化学动力领域，公司是国内水面水下舰艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源的主要生产单位，产品市占率较高，整体业绩稳定。

燃气蒸汽动力下游需求稳定，民用领域已实现批量供货。公司该板块业务主要由广瀚动力承担，广瀚动力背靠中船重工 703 所，技术实力强，是海军大中型舰船燃气动力装置和蒸汽动力装置的主要供货单位，目前国内燃气轮机市场基本为国外厂家垄断，广瀚动力国产化 30MW 燃气轮机为国内唯一自主知识产权并得到工程化应用的燃气轮机。在军用方面，随着国产燃机的逐渐成熟，预计大量新造舰艇有望使用国产燃气轮机，军用市场空间广阔。在民用领域，公司正在积极开拓天然气管道输送市场，目前公司国产化 30MW 燃气轮机已获得天然气管道输送市场的小批量订货，在国内中小型燃气轮机市场处于领先地位。据公司半年报，上半年公司在改进机型（发电型）、冷循环燃气轮机以及油气油田等领域均已批量供货。

全电动力技术领先，工程应用填补国内空白。在军品方面，公司的全电动力系统在海军舰中取得了应用，占据了绝大部分军品市场份额。民品方面，已经实际应用于工程船、科考船、海巡船、海警船等，公务船市场份额占比高。据半年报，2018 年上半年，伴随着 3500 吨级数缆船首制船“东方海工 01”的顺利交付，公司下属长海电推实现了自主核心综合电力设备在高技术工程船舶领域业绩的进一步突破，填补了国内市场空白。

低速柴油机业务整合效果显现，中高速柴油机业务整合稳步推进。公司低速柴油机领域整合效果显现，低速柴油机的生产能力、研发能力、市场份额等方面得到显著提升。根据公司半年报，2018 年上半年柴油机产品国内市场占比达到 29%，较整合前提升将近 6 个百分点，功率数市场占比提升到 35%，与日韩低速机企业的差距正在快速缩小。随着公司对内部资源深入整合，公司已具备全系列低速柴油机的生产能力。在中高速柴油机领域，公

司通过现金购买中船重工集团下属的陕柴重工 64.71%股权。目前正在积极策划公司内部中高速柴油机动力业务的整合方案，以期进一步挖掘内在潜力，提升公司在中高速柴油机市场竞争力及品牌影响力。

*ST 船舶：民船制造龙头，半年业绩迎来反转

公司 2018 年上半年营收 76.38 亿元，同比下降 10.53%，完成年计划的 52.67%；归母净利润 2.03 亿元，上年同期归母净利润为-1889.8 万元。上半年，公司完工交付船舶 14 艘/221.16 万载重吨，吨位数完成年计划的 46.91%；完成修船 129 艘/4.20 亿元，产值完成年计划的 46.68%；柴油机完工 70 台/170.46 万马力，功率数完成年计划的 45.34%；实现机电设备产值 5.25 亿元。

船舶市场显现回升势头，产业集中度进一步提升。据公司半年报，上半年全国造船完工 1886 万载重吨，同比下降 28.9%；承接新船订单 2270 万载重吨，同比增长 97.2%；截至 6 月底手持船舶订单 9107 万载重吨，同比增长 9.9%，新增订单大幅增加预示未来行情可期，船市初步显现回升迹象。上半年我国造船完工量前 10 家企业集中度为 67.9%，比 2017 年底提高 9.6 个百分点；新承接订单量前 10 家企业集中度为 83.3%，比 2017 年底提高 9.9 个百分点，产业集中度进一步提高，随着未来下游航运业的复苏以及供给侧改革去产能的效果凸显，未来船舶业供需将逐步趋于平衡，作为船舶行业的龙头企业中国船舶将会率先受益。

市场化债转股降低负债率，剥离亏损业务，奠定扭亏基础。公司上半年以“债权直接转为股权”和“现金增资”两种方式对公司子公司外高桥造船和中船澄西分别增资人民币 47.75 亿元和 6.25 亿元实施市场化债转股，资产负债率高的问题得到有效改善，财务费用由上年同期的 5.17 亿元降低至 7160 万元，同比下降 86.05%，财务费用的降低将增强公司的盈利能力，有利于提升公司核心竞争力和可持续健康发展能力。近两年海工业务严重拖累公司业绩，是公司大幅亏损的主要原因之一，公司目前已将海工产品合同转让以积极止损，同时转让长兴重工 36% 股权，进一步减少亏损点，未来 2018 年全年业绩也有望扭亏为盈。

预计公司 2018~2020 年分别实现营业收入 157.60、165.35、176.71 亿元，分别实现归母净利润 2.20 亿元、2.86 亿元、5.34 亿元，对应 EPS 分别是 0.16 元、0.21 元、0.39 元。给予公司目标价范围为 12.08-13.01 元，维持“买入”评级。

中船防务：经营接单大幅提升，财务费用下降明显

公司 2018 年上半年营收 82.2 亿元/-21.10%；归母净利润-2.95 亿元/-770.84%。上半年业绩下滑的主要原因是受前期船市持续低迷、订单不饱满及南沙厂区搬迁整合等因素影响。

新船成交量保持增长，新船价格持续稳步回升，公司经营接单大幅提升。据公司半年报，2018 上半年，航运市场稳中有升，加之环保新规范、巴拿马运河拓宽与北美能源出口扩张创造一定市场机遇，全球新船成交量达到 468 艘、3525 万载重吨，同比增加 17.4%。新船价格也在持续稳步回升，一方面，近年来钢材等原材料价格以及人工费用持续走高，不断抬升造船成本；另一方面，全球骨干船厂的订单已得到一定程度补充，船厂超低价抢单的迫切性开始减弱，造船市场的供需关系有所改善。公司公告，2018 年上半年，新船价格延续了去年二季度以来的谷底回升态势，截至 6 月份，克拉克松新船价格指数升至 128 点，较年初上涨 3 点；新造船价格中国指数升至 1095 点，较年初上涨 70 点。在市场有所回暖的刺激下，公司上半年经营接单表现抢眼，实现同比大幅增长 215%至 169.25 亿元。

市场化债转股降低企业负债率，上半年财务费用同比下降明显。为进一步降低实体企业资产负债率、优化资产结构、降低财务风险，提升核心竞争力和可持续健康发展能力，在中船集团整体部署下，以广船国际和黄埔文冲部分股权为标的开展资产重组项目，实行市场化债转股，规模达 48 亿元人民币。通过实施债转股，公司上半年财务费用同比下降 68.19%，由 1.98 亿元下降至 6313 万元。

中船科技：积极打造集团高科技+新产业发展平台

公司2018年上半年营收14.47亿元/-22.36%；归母净利润818.61万元/-38.98%，扣非后归母净利润8.85万元/-86.05%。营收下降的原因包括：子公司中船九院受拆迁滞后等原因影响，土地整理业务收入比上年同期减少2.72亿元；公司于2016年完成重大资产重组，业务结构发生较大变化，母公司已于2017年停止承接船舶配件业务，以前年度遗留未完工项目大部分已于去年完工，导致船舶配件业务收入同比减少2.14亿元。

大力发展工程总承包业务。据公司半年报，上半年公司全资子公司中船九院实现营业收入13.97亿元，占比96.55%，其先后承接了张家界台湾风情小镇项目勘察、设计和施工总承包项目、福船一帆新能源海风装备基地项目、1200T门式起重机项目等多个大型工程，且毛利率普遍增长，拉动利润水平增长。上半年公司新承接项目多达639个，共计约16.41亿元。

公司发展愿景是到2025年，全面建设成为中船集团高科技、新产业的多元化平台型管理公司，以舰船和海洋工程高端装备业务，服务军工为主线，打造与之互为支撑协调的多元装备制造业和现代服务业。

中国海防：中船重工电子信息板块上市平台，正在筹划重大资产重组

公司2018年上半年营收1.25亿元/-5.29%；归母净利润1577.7万元/-72.45%。

长城电子业绩下降主要是外部原因，公司预计总体不会对完成2018年承诺的业绩造成重大影响。长城电子主营军品业务是水声信息传输，为国内海军唯一供货商；主营民品业务为压载水电源，主要供给青岛双瑞。长城电子资产收购时业绩承诺2018年及2019年净利润分别为7477.82万元及8607.88万元。上半年长城电子实现净利润2230万元，完成率29.82%。据公司半年报，由于受特定客户合同计价模式调整和产品系统集成进度影响，公司数项新研装备合同价格未审定或产品交付节点延迟至下半年，导致报告期收入确认递延，从而影响了上半年利润的实现进度。公司公告，目前相关新研装备的价格审定工作正在积极推进。

海兰信：传统智能航海业务发展稳定，智慧海洋带来业绩增长

公司2018年上半年营收3.19亿元/-0.1%；归母净利润5953万元/+23.5%。上半年航海智能化领域收入达1.27亿元，同比增长58.53%，毛利率32.09%，同比有所下降；海洋观测监测领域收入1.85亿元，受益于小目标雷达的规模应用，毛利率比去年同期略有增长，达46.04%。

航运行业回暖，“智能技术”引发新的市场动能。公司智能航海产品系列包括船舶综合导航系统、智能信息平台 and 系列导航单品。2018年上半年，航运市场有所回暖，特别是散货船和集装箱船市场行情好转。面临智能航行技术给船东运营船队带来的更安全、高效与经济效能，营运船市场也将面临新一轮的改造机遇。智能船成为全球行业共识，在国内尤其是央企大型船东对智能船的重视，公司在航海智能化方面具备多年积累，与行业巨头合作有先发优势。上半年公司在新造船市场发展良好，以INS与智能信息平台为代表的智能航行系统进入主要船厂厂商，全面覆盖两船集团；公司运用“新造船、营运船市场相互驱动”策略，在新造船领域寻求增量的同时，通过在航的营运船改造项目提升公司智能化产品在船东领域的占有率。公司公告，下半年重点针对公务船、南北航线、以国内港口为母港的商船新造船船东市场发掘机会，并推动与国内大型航运集团围绕智能船领域形成深度合作，为下半年业绩实现奠定了基础。

智慧海洋业务市场潜力显现，参建的近海雷达网岸基布局基本成型。2018年上半年，基于极小目标探测雷达技术为核心的智能雷达综合观测监测系统全国布局稳步推动，实现中国近海岸基主要区域的监测覆盖。公司公告，下半年将重点打造基于海油平台、海洋牧场、长江流域、风电场等应用场景中的雷达监测示范工程。技术层面，完成整合新型雷达、光电、传感器到雷达监控系统的应用，实现风电场、港口、长江、狭窄水道监控等不同应用场景的技术解决方案；实现不同目标传感器与小目标雷达的融合；完成雷达监测系统的信息安全建设方案，保证数据从省中心到国家中心的信息安全。公司公告，截至2018年7月31日，劳雷产业手持订单近3000万美元，根据劳雷产业及下属公司与客户沟通、协议谈判及签署进度情况，不考虑新增项目，预估年度内合计新签订单金额不低于6000万美元。公司公告，2018年至2020年将是具体政策规划实施落地的重要年份，根据劳雷产业在跟进的项目及国家发布的海底网相关民用领域的百亿投入，2018年至2020年劳雷产业的现有业务将保持稳定增长。

湘电股份：军用电机行业龙头，风电业务拖累业绩

公司2018年上半年实现营收28.29亿元/-40.67%；归母净利润-2.21亿元，上年同期归母净利润1933万元。据公司半年报，公司2018年1-9月累计净利润将可能出现亏损情况，主要原因是湖南湘电动力有限公司刚成立，有关资质正在办理中，另外风电交货期主要集中在下半年，公司上半年销售收入较去年同期下降，且生产原材料上涨导致毛利率下降；此外高效电机推广清算补助资金预计到年底才能到位。

传统军品发展稳定。公司传统军品业务以直流电机为主，高市占率且高毛利率。根据公司公告，近年与海军工程大学联合研制出舰用综合电力系统，主要为我国海军舰船提供以电力为主要动力的驱动系统，同时逐步取代高端民船动力系统，发展空间广阔。据公司半年报，上半年湘电动力子公司实现净利润5720万元。

风电行业掀起降价潮，上半年风电业务亏损严重。据公司半年报，上半年风电装机增长势头明显放缓，行业内风电企业为争夺市场订单，特别是以行业龙头企业为代表的主要企业掀起了降价潮，整机价格降至3000元/kW左右。受此影响，公司上半年风电业务营收同比下降58.65%，子公司湘电风能净亏损1.36亿。

瑞特股份：舰船核心配套商，上半年业绩同比微降

公司2018H1营收2.1亿元，同比下降10.48%；归母净利润5768.7万元，同比下降1.03%，毛利率47.28%，同比下降3.5%，基本与上年同期持平，业绩符合预期。从国防安全、战略需求和海军装备发展的角度看，我们认为未来我国海军还将持续保持高投入建设，伴随着军民融合政策落地，公司未来军品业绩有望上行。在民船领域，公司与国内企业相比也具有较强竞争力。

船舶市场显现回升势头，民品业务有望受益于船市回暖与国产化政策推进。据公司半年报，上半年全国造船完工1886万载重吨，同比下降28.9%；承接新船订单2270万载重吨，同比增长97.2%；截至6月底手持船舶订单9107万载重吨，同比增长9.9%，新增订单大幅增加预示未来行情可期，船市初步显现回升迹象。

海军装备持续发展，军舰配套业务未来有望持续上行。考虑到未来海军装备发展、航母编队建设，以及在役老旧舰艇替换的多重需求，我们认为，海军高速高质量发展的势头还会持续三至五年，海军装备建设投资也有望保持高位。军船电气与自动化系统配套行业壁垒高，公司是海军舰艇电气与自动化系统核心供应商，在行业内拥有技术领先及军民融合的双重优势，未来有望受益于海军装备持续高投入建设。

预计公司2018-2020年收入分别为5.60亿元、7.33亿元、9.21亿元，归母净利润分别为1.37、1.65、2.27亿元，对应EPS分别为0.86元、1.03元、1.42元。给予目标价范围为19.71-23.13元/股，维持“买入”评级。

板块半年报总结

2018年上半年民船行业已经显现回暖迹象，但企业利润端大幅改善仍需要时间。上半年，据中国船舶半年报统计，全国造船完工 1886 万载重吨，同比下降 28.9%；承接新船订单 2270 万载重吨，同比增长 97.2%；截至 6 月底手持船舶订单 9107 万载重吨，同比增长 9.9%，新增订单大幅增加预示未来行情可期，船市初步显现回升迹象。2018 年上半年舰船板块 10 家上市公司实现营业收入 532.92 亿元，同比下降 8.49%；归母净利润 15.09 亿元，同比增长 1.76%。其中湘电股份大幅亏损主要是由于风电业务，若剔除湘电股份，其他九家企业上半年总归母净利润同比增长 18.23%。我们认为，上半年民船行业初步出现回暖迹象，但行业大幅好转还需要时间，传导到企业利润端也需要时间。

地面兵装板块：全域机动化转变，陆军换装高峰到来

陆军转型期迎来换装高峰，资本运作预期升温

我国陆军处于战略转型期，装备摆脱“大而全”建设思路，加强数字化、立体化、特种化、无人化装备建设。我们认为，主战装备订单增长明显，存在结构性机会。2013年《国防白皮书》指出，我国陆军的战略定位是“机动作战、立体攻防”，积极推进由区域防卫型向全域机动型转变，加强数字化部队建设。表明中国陆军的数字化建设正从无到有加速推进。2016年《解放军报》指出，我国陆军装备的发展方向有：大力发展陆基轻型武器平台和机动突击平台、陆航空中突击装备、智能化直瞄打击装备、陆军超视距精确打击装备；优化体系结构、精干型谱系列；打造高技术、高效能专用装备系列，实现“灵巧陆军”。我国陆军处于战略转型期和装备更新换代期，存在结构性机会。

陆军“瘦身健体”，实战化训练彰显国防军工地位提升，陆军是联合作战的重要力量。2018年上半年保持了2017年度的高强度、高频率、实战化的训练节奏。2017年，我国陆军举行“跨越”、“火力”系列等实战演习，突出联合作战背景、突出新型作战力量运用、突出新编制部队战法创新。根据新华网2017年12月报道，陆军10多支部队鏖战朱日和、青铜峡、山丹、确山等，全年共组织100多场实兵实弹演习，参加30多项中外联演联训联赛，高峰期有40多万官兵在数百个点位野外驻训，形成春有大练兵、夏有大海训、秋有大演习、冬有大拉练的实战化练兵体制。2018年初，习近平视察中部战区陆军某师，并登上我国最先进的99A主战坦克，了解装备战技性能。同时，习近平向全军发布训令，命令有：全军各级要强化练兵备战鲜明导向，锻造召之即来、来之能战、战之必胜的精兵劲旅。这是中央军委首次统一组织全军开训动员，陆军实战化训练彰显其仍在我国军事力量中占据重要地位，是联合作战的重要力量。

兵器工业集团资产证券化率较低，大部分公司为资产注入概念股，可重点关注有核心军品公司。我国陆军装备主要集中于兵器工业集团，根据集团披露，其资产证券化程度只有约21%，计划于“十三五”末提升至50%，存在较大的资产注入预期。2016年，内蒙一机集团将集团中核心军品资产坦克、装甲车和火炮业务注入北方创业，实现军工资产的整体上市，2016年豫西集团将主要军品资产注入到中兵红箭，打造精确制导弹药的上市平台。此外，光电股份中有光电集团下属军工资产，北方导航有导航集团部分军工资产，北方股份有北方重工集团部分军工资产。整体来看，内蒙一机拥有核心军工资产且军品业务收入占比较大，光电股份、中兵红箭和北方导航也具有较多军工资产。凌云股份2017年计划收购太行机械和东方联星，由于业绩预期等原因最后终止收购。北方股份母集团北方重工集团入选8月份公布的全国国企改革“双百行动”名单，期待后续的改革动作。我们预计未来兵器工业下属上市公司仍存在资产注入预期，可持续关注。

为了展示2018年上半年的板块经营情况，我们选取7家地面兵装板块代表公司，下表为各家公司的业绩情况：

图表4：地面兵装板块公司2017H1和2018H1业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
600967.SH	内蒙一机	45.82	1.96	50.82	2.89	11%	47%	陆军装甲总装龙头
600184.SH	光电股份	4.92	0.07	8.77	0.25	78%	233%	兵器集团唯一光电上市平台
600435.SH	北方导航	6.87	0.05	4.98	0.13	-28%	180%	导航集团资产注入预期
000519.SZ	中兵红箭	16.46	-0.02	20.68	1.55	26%	-7959%	智能弹药上市平台
600480.SH	凌云股份	57.98	2.35	63.27	1.77	9%	-25%	股权激励
600262.SH	北方股份	2.69	0.21	6.20	0.69	131%	224%	兵器集团火炮上市平台
002189.SZ	利达光电	4.48	0.08	4.85	0.22	8%	165%	兵装集团光电平台，收购中光学
合计		136.54	4.50	153.37	6.82	12%	52%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

内蒙一机：受益下游需求旺盛和政策改革，业绩有望步入高增长

公司 2018 上半年实现营业收入 50.8 亿元，上年同期 45.8 亿元 (+10.9%)；实现归母净利润 2.89 亿元，上年同期 1.96 亿元 (+47.28%)；扣非归母净利润 2.64 亿元，上年同期 1.95 亿元 (+35.57%)，基本每股收益 0.171 元。利润增幅超出市场预期，主要原因是公司产品结构发生变化，新产品贡献率同比提升。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别是 0.41 元、0.53 元、0.62 元，维持“买入”评级。

军品发展：国防现代化推动军品加速列装，上半年军品订单再创新高。公司是我国唯一的集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地，产品包括履带、轮式、火炮三大系列，面向陆军集团军以及海军陆战队等。陆军定位强调全域机动作战，海军陆战队扩编，结合中国海军“近海防御，远海护卫”的战略定位，我们预计此部分会是公司未来新的业绩增长点。半年披露，2018 年上半年公司军品订货再创新高。与我们此前对公司军品加速列装预期相一致。公司拥有“博士后科研工作站”，“智能制造企业国家重点实验室”等资源，显示出深厚的技术积累和底蕴。

民品发展：公转铁或大幅增加民品需求，铁路货车有望重回 2012~2013 年历史高峰。公司是铁道部定点的铁路车辆生产企业，可生产敞车、罐车、平车、棚车、漏斗车、专用车 6 大系列 40 多个型号，覆盖 60 吨级到 100 吨级的整车产品。2018 年 7 月中国铁路总公司副总经理李文新称，铁路总公司研究制定了《2018 年-2020 年货运增量行动方案》，方案总体目标是到 2020 年全国铁路货运量达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%。上半年，公司已获得铁路货车订单约 9.2 亿元，2017 年全年为 11 亿元左右。我们预计下半年公司仍有较大概率获得铁路货车订单。

经营持续向好，ROE 有明显提升。报告期内，公司各项财务指标均持续向好。资产负债率 54.7%，相比 2017 年度末 56.71% 有所下降，长期偿债能力增强；ROE 为 3.6%，上年同期 2.68%，增加幅度较大；公司拥有货币资金 76.4 亿元，显示出公司具有良好的利润积累能力；经营性现金流 20.3 亿元，2017 年度末为 5.85 亿元 (+246.75%)，大幅增加的原因主要是回款变好及预收账款增加；预收账款为 52.53 亿元，相比 2017 年度末有近 20 亿元增加，主要是因为收到军方预付货款，此项数据也说明公司今年度订单有较大增长。公司存货为 21.83 亿元，2017 年度末为 16.45 亿元，说明下半年任务饱满。

陆战猛虎，国之重器，改革受益大，投资价值高，维持“买入”评级。一机集团是混改试点，公司作为总装厂受益于多种改革和政策利好。我们预计公司 2018~2020 年分别实现营业收入 147.76 亿元、174.85 亿元、195.55 亿元，实现归母净利润 6.86 亿元、8.87 亿元、10.55 亿元，对应 EPS 是 0.41 元、0.53 元、0.62 元，维持“买入”评级。

光电股份：兵器工业集团唯一光电上市平台

公司发布 2018 年半年报。报告期内公司实现营业收入 8.77 亿元，上年同期 4.92 亿元 (+78.19%)，实现归母净利润 2486 万元，上年同 745 万期元 (+233.46%)。

上半年军品营收同比大幅增加，主要原因是确认总装产品价差收入。公司军品业务主要是大型武器总装系统、精确制导激光导引头、光电信息装备三大类，公司通过某型反坦克导弹建立起来国内车载反坦克武器总装平台，上半年新争取多个项目研制任务，精确制导导引头领域订单任务饱满，光电信息装备领域竞标成功某智能头盔显示技术项目。上半年，公司实现军品主营业务收入 5.79 亿元，同比增加近 3.32 亿元，增长的主要原因是确认总装产品价差收入。

民品光学玻璃上半年平稳增长。2018年上半年,公司全资子公司湖北新华光实现营收3.46亿元(含抵消数),同比增加0.83亿元,实现净利润1308.5万元。

兵器工业集团下属唯一光电类上市平台。公司母集团光电集团下属仍有河南258、无锡559、西安205所等资产。此外,兵器工业集团下属有夜视集团、电子研究院、激光集团等光电类资产。

北方导航: 精确制导武器核心配套商, 北方导航集团上市平台

公司发布2018年半年报,报告期内实现营业收入4.98亿元,去年同期6.87亿元(-27.53%);实现归母净利润1341万元,去年同期479万元(+180.31%)。

子公司中兵通信和哈尔滨建成北方专用车贡献较多利润。报告期内,公司子公司中兵通信(持股48.44%)营业收入2.05亿元,净利润5028万元,为母公司贡献约2435万元;子公司中兵联航(持股43.06%)营业收入8055万元,净利润944万元,为母公司贡献利润约400万元。子公司衡阳北方光电信息公司(持股90.69%)营业收入3067万元,净利润686万元,为母公司贡献利润约622万元;全资子公司哈尔滨建成北方专用车有限公司营收1.4亿元,净利润2383万元,利润扭亏为盈,并大幅增长主要来自于持有广东建成机械设备公司的51%股权转让。

盈利能力同比有较大幅度增长。报告期内,公司应收账款10.35亿元,2017年度末为10.32亿元,同比略有增加;应收票据6.19亿元,2017年度末为10.15亿元,整体回款好转。报告期内,公司整体销售净利率为8.66%,上年同期为4.46%,同比有较大幅度的增加。公司本部业务主要是制导武器配套系统,子公司业务主要是地空通信以及民用专业车等。大股东北方导航集团旗下有建成集团(航弹)和测控所(总体所)等军工资产。

中兵红箭: 兵器工业集团智能弹药平台, 业绩受民品超硬材料影响较大

2018年上半年公司实现营业收入20.68亿元,上年同期16.46亿元(+25.62%),实现归母净利润1.55亿元,上年同期-197万元(+7959.41%),

超硬材料业务增长拉动总体业绩。公司目前业务包括三个板块,智能弹药业务、超硬材料业务和专用车及汽车零部件业务,其中军品主要由北方红阳、北方红宇、北方向东、北方滨海、江机特种五个全资子公司承担,包括大口径炮弹、火箭弹、导弹、子弹药等智能弹药产品,2018年上半年公司军品业务营收约5.09亿元。上半年超硬材料实现营收12.31亿元,毛利率30.13%,上年同期营收7.06亿元,毛利率12.28%。成为此次拉动公司业务增长的主要动力。

军品表现稳定, 汽车板块发展面临较大竞争压力。上半年公司汽车及零部件业务营收同比持平,毛利率下降12.04pct。我国汽车零部件行业产业集中度较低,呈现出企业数量众多但规模偏小的格局。大多数企业研发能力相对薄弱,生产的产品在精度和使用寿命方面与国外同类产品尚存在一定差距,难以满足整车产品更新换代的需要,难以形成规模优势和较强竞争力。

公司定位兵器集团智能弹药平台。公司定位为兵器工业集团下属智能弹药板块平台,是国内传统的弹药类军品科研生产企业,总体生产和配套地位稳固。为适应到弹药类装备发展方向,公司逐步加快由传统弹药向智能化、信息化、精确制导、高能毁伤等低成本智能化弹药领域拓展。

凌云股份

2018上半年实现营业收入63.27亿元，上年同期57.98亿元(+9.12%)，实现归母净利润1.77亿元，上年同期2.35亿元(-24.68%)。受原材料价格上涨和部分客户订货量降低的影响，公司盈利能力有所下滑。

开发具有自主知识产权的关键技术，打造品牌优势，实现营收持续增长。公司产品涵盖汽车零部件和市政工程塑料管道系统。汽车零部件产品包括：汽车安全防撞系统部件和车身结构部件，新能源汽车电池系统产品，尼龙管路系统和汽车橡胶管路系统等。市政工程塑料管道系统主要用于给排水、天然气输送领域。公司具有较强的研发、技术及配套开发能力，主要产品具备与主机厂同步设计开发能力和实验检测手段。公司持续大力开发具有自主知识产权的关键技术，形成核心技术和专有技术，打造知名品牌作为自主创新的着力点，每年都有上百项新产品出现。“凌云”和“亚大”已成为中国汽车制造业和国家市政工程管道输配业的知名品牌。

国内外资源共享、优势互补，新技术研发有力支撑了公司市场开发。公司已在国内主要汽车生产基地北京、天津、上海、重庆、长春、沈阳、烟台、武汉、广州、柳州等城市设立分子公司，在国外设立德国WAG公司、印尼凌云公司，与整车厂的配套能力较强，能够满足整车厂的规模化生产需求；分布在全国各地的生产基地和营销网络也为市政工程塑料管道客户提供了便捷的服务。

北方股份

报告期内，公司实现营业收入6.2亿元，上年同期2.69亿元(+130.52%)，实现归母净利润6912.81万元，上年同期2131万元(+224.35%)。

产业链纵向延伸创效明显，技术研发稳步推进增强竞争力。公司拥有600余台先进设备与2000余套专用工装组成的重型矿用车辆生产线，是目前国内最大的矿用车辆研发、生产基地。公司与兵器集团系统内的单位密切合作，联手打造矿山工程一体化品牌。依靠自动化设备和运用新工艺，扩大自制件比例和覆盖范围；科学制定生产供货计划，加大后市场开拓力度，梳理拓宽备件销售渠道。报告期内，公司技术研发稳步推进：NTE120完成2500小时工业性试验，混合动力矿车NTH35即将下线，智能化矿车部分核心功能进入测试阶段，无人驾驶矿车完成预定试验任务，系列化车型根据用户诉求进行定制化技术改进和配置升级，TR35B获内蒙古科技进步一等奖，NTE200获“中国工程机械年度产品50强”。

母集团北方重工集团入选国企改革“双百行动”名单。2018年8月，国资委下发《国企改革“双百行动”工作方案》，“双百行动”入选企业名单全部确定，有近400家企业入围，其中央企有近200家，地方国企有200多家。国资委要求入选企业于9月底前上报各自综合改革方案。

板块半年报总结

地面兵装板块业绩增长明显，这与市场预期不同。市场普遍认为我国在空、海、信息化等领域投入较大，而实际上陆军由于编制成熟，装备型号种类繁多，产品较为成熟，新品列装及旧型号换装速度快，因此业绩走在军工各板块前列。2018上半年地面兵装板块7家公司实现营业收入153.37亿元，同比增长12%；归母净利润6.82亿元，同比增加52%。尤其内蒙一机，2018年上半年营收50.82亿，同比增加11%，归母净利润2.89亿元，同比增加47%。

但同时我们也应注意到，各个公司业绩增长的驱动因素各不相同。内蒙一机主要来自于本身军品订单的增长和产品结构的调整；光电股份主要来自于总装产品的确认价差收入；北方导航主要来自于子公司股权转让获得的收益；中兵红箭主要是民品超硬材料的量价齐升；北方股份是本身主业矿用车辆的订单增长恢复。

我们认为，内蒙一机是地面兵装龙头企业，已经实现一机集团军工资产整体上市，市场空间较大，发展前景好，并受益于改革，可重点关注。其它公司也可给予关注。如果 2018 年军品定价机制改革能够落地，以及集团资产证券化加速，地面兵装板块有望迎来新的增长机会。

军工信息化和卫星导航板块：高精度导航应用扬帆起航

关注电科集团资产注入预期，卫星导航高精度应用产业表现突出

当前我国军队将信息化建设作为重中之重，随着 2017 年末军改进入尾声，军工信息化公司而言最坏的时刻已经过去，2018 年上半年订单恢复状况良好。《2013 国防白皮书》指出机械化战争形态正向信息化战争形态加速演变，主要国家正大力发展军事高新技术，抢占太空、网络空间等国家竞争战略制高点。《十三五规划》指出，到 2020 年我国基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。

电科集团下属相关上市公司大股东旗下核心军工资产的营收和利润体量是上市公司的数倍，资产注入预期也构成了上市公司股价的主要支撑。电科集团主要从事国家重要军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。集团旗下四创电子、国睿科技和杰赛科技的母院所均直接从事军用雷达、通信指控等国防信息化业务，上市公司也以雷达、通信为主营业务，带有较强的国防信息化色彩。根据 2016 年各军工集团年报数据测算，电科集团整体资产证券化率在 30% 左右(利润口径)，若扣除海康威视的相关资产的影响，总体资产证券化率不足 15%。三家主要国防信息化概念上市公司中，除四创电子实现部分核心军品业务(博微长安)注入外，国睿科技和杰赛科技均以民品业务为主。2018 年 1 月 25 日中国电科召开 2018 年度工作会议，提出 2018 年要抓好深化改革任务，内容包括三方面：1) 加快子集团实体化经营；2) 稳妥推进军工科研院所改制；3) 探索推进混合所有制改革。

北斗卫星导航系统保障国家安全自主可控的战略意义日益凸显，其中，高精度技术逐步成熟，政府推广力度不断加强，2018 年拉开行业应用高增长序幕。中国北斗卫星导航系统总设计师杨长风表示，北斗卫星导航系统正处于三号工程建设阶段，2018 年进入北斗卫星密集发射期，完成亚太地区覆盖，预计 2020 年实现全球组网。近期中美贸易摩擦事件，愈发凸出北斗卫星导航系统保障国家安全自主可控的重要性和必要性。《国家民用空间基础设施中长期发展规划(2015 年-2025 年)》，提出“十三五”期间将构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位三大系统，基本建成国家民用空间基础设施体系，通过跨系列、跨星座卫星和数据资源组合应用、多中心协同服务的方式，提供多类型、高质量、稳定可靠、规模化的空间信息综合服务能力，支撑各行业的综合应用。

为了展示 2018 年半年度的行业经营情况，我们选取 16 家信息化和卫星导航代表公司，3 家军工电子公司。下表为各家公司的业绩情况：

图表5：军工信息化和卫星导航板块公司 2017H1 和 2018H1 业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
军工信息化								
600990.SH	四创电子	9.32	-0.43	11.74	-0.37	26%	-	资产注入
600562.SH	国睿科技	4.40	0.79	4.56	0.24	3%	-70%	资产注入
002544.SZ	杰赛科技	22.98	0.56	22.22	0.39	-3%	-31%	资产注入
002465.SZ	海格通信	16.66	1.38	18.27	1.87	10%	35%	军工订单恢复
000547.SZ	航天发展	8.78	1.16	10.00	1.68	14%	45%	电子蓝军快速增长
000561.SZ	烽火电子	4.41	0.16	4.69	0.20	6%	20%	股权激励
000801.SZ	四川九洲	14.26	-0.19	16.31	0.14	14%	-	资产证券化
002383.SZ	合众思壮	6.36	0.50	24.08	1.80	278%	258%	高精度全产业链业务齐发力
002151.SZ	北斗星通	8.41	0.26	14.80	0.48	76%	88%	北斗芯片业务
300045.SZ	华力创通	2.30	0.20	2.21	0.06	-4%	-68%	通导一体化
300101.SZ	振芯科技	2.03	0.25	1.81	0.26	-11%	7%	军品订单恢复
300627.SZ	华测导航	2.77	0.34	4.26	0.44	54%	30%	高精度业务布局全面
300177.SZ	中海达	4.13	0.24	5.84	0.53	42%	117%	高精度业务发展快
300065.SZ	海兰信	3.19	0.48	3.19	0.60	0%	24%	海军信息化
300324.SZ	旋极信息	12.64	1.56	16.83	2.49	33%	59%	军工信息化
002829.SZ	星网宇达	1.09	0.19	1.75	0.12	60%	-39%	智能无人产业开拓
合计 1		123.74	7.46	162.53	10.93	31%	46%	
军工电子								
000733.SZ	振华科技	44.12	1.43	30.22	1.64	-32%	14%	订单恢复增长, 盈利能力改善
002025.SZ	航天电器	12.72	1.49	11.69	1.57	-8%	5%	订单二季度快速增长
002179.SZ	中航光电	30.33	4.42	35.85	4.65	18%	5%	军民连接器实力强
合计 2		87.18	7.34	77.75	7.86	-11%	7%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

四创电子：博微长安大幅增厚业绩，关注中电博微子集团

公司 2018 年半年报实现营业收入 11.74 亿元/+25.97%；归母净利润-0.37 亿元，同比亏损减少。EPS 为-0.23 元/股。毛利率为 19.54%，同比减少 16.42 个百分点，原因主要是博微长安雷达业务集中于毛利率相对较低的配套产品部分，拉低雷达业务整体毛利率，进一步拖累公司综合毛利率。

博微长安并表大幅增厚业绩，拓展产品系列至警戒雷达，进一步巩固雷达龙头地位。博微长安雷达产品和机动保障产品较去年同期大幅增长，2018H1 博微长安实现收入 3.25 亿元，净利润-3423.12 万元，而去年同期仅实现收入 4081.90 万元，净利润-4999.89 万元。同时，博微长安与 17 年 4 月 30 日开始并表，因此 2018H1 公司雷达及雷达配套业务、公共安全产品收入分别实现 4.18、3.79 亿元，同比分别增长 112.75%、25.26%。

气象雷达稳定增长，空管雷达逐步回暖。2018H1 本部雷达及雷达配套业务收入 3.21 亿元，同比增长 67.77%，主要是公司稳固传统气象雷达领域市场，成功中标多个军民品整机及系统项目，空管雷达领域中标多个军民品配套项目及技术服务项目，顺利完成两套空管雷达的阵地验收。

平安城市业务渐入佳境，智慧城市业务毛利率提升。公司通过紧盯大项目，选择优质城市及优质项目，母公司公共安全产品毛利率从 13% 提升至 15%。同时公司进一步拓展军队、司法、交通、人防、无线城市等领域，成功中标安徽省公共法律服务平台等项目，自主研发了新型安防产品摄像雷达。

组建中电博微子集团。2017年11月，中国电科组建中电博微子公司，统一管理8所、16所、38所和43所。18年7月子集团领导班子确定。8所是从事光传输技术、光传感技术研发和应用的国家级研究所；16所是国内唯一专业从事低温电子技术工程应用研究的研究所；43所是我国唯一定位于混合微电子的专业研究所；38所是相控阵雷达龙头所，高端雷达资产体量大，旗下博微太赫兹人体安检仪和DSP芯片发展迅速。

国睿科技：雷达业务大幅下滑拖累整体业绩，轨交业务贡献增长亮点

公司2018年上半年实现营业收入4.56亿元/+3.43%；归母净利润0.24亿元/-69.95%。EPS为0.04元/股。归母净利润快速下滑的主要原因是，毛利率偏低的轨交业务收入占比提升33.61个百分点至53%，导致综合毛利率下滑16.42个百分点至19.54%。

雷达整机和子系统业务：2018H1实现收入0.98亿元，同比下滑56.25%，收入占比为21%。业务下滑较大的主要原因是雷达存量合同不足，新签合同情况仍未改善。其中，1)往年占比较高的空管雷达因市场主要客户招标延迟等因素影响，从17年开始合同签订情况不及预期，拖累雷达业务。2)民用气象雷达采购稳定，新中标中南空管局机场风廓线雷达、宁波市北仑区预报预警服务平台等项目、福建海洋气象监测预报预警平台项目等，通过销售单一探测装备和气象软件产品向销售整体解决方案转变，积极应对日益激烈的竞争。

微波组件业务：2018H1实现收入0.66亿元，同比下滑30.53%，收入占比为14%。业务下滑较大的原因是民用微波器件业务受中兴通讯被制裁影响供货中断。根据公司公告，2018年预计关联交易金额4.57亿元，扣除在轨道交通工程等项目预计关联交易2.08亿元及其他，军用微波器件业务占剩余的大部分（2017年销售微波组件、变动磁场铁氧体器件等产品预计2.9亿元，仅完成1.65亿元）。同时，公司将5G相关业务作为重点拓展的方向，开发了应用于5G移动通信的多种无源微波器件，部分形成了小批量供货；移相器组件的集成设计水平得到了进一步提高，可用于多种阵列天线。

轨道交通业务：2018H1实现收入2.41亿元，同比增长183.53%，收入占比为53%。业务收入快速增长的原因多个项目进入集中供货阶段。上半年，公司成功中标苏州5号线工程信号系统、南京7号线工程信号系统、福州6号线工程信号系统核心分包、南京线网指挥中心（NCC）信号系统核心分包、徐州2号线乘客信息系统等项目。

特种电源业务：2018H1实现收入0.50亿元，同比增长19%，收入占比11%。公司加强特种电源军品市场的应用推广，积极推动高性能低压电源业务，收入实现稳定增长且产品毛利率提高。2018H1国睿兆伏实现净利润0.21亿元。

航天电器：业绩逐季好转

公司2018年上半年实现营业收入11.69亿元/-8.15%；归母净利润1.57亿元/+5.43%。EPS为0.37元/股。毛利率为40.58%，同比提升2.71个百分点。公司发布2018年三季度业绩预告，预计实现归母净利润23860-27270万元，同比增长5%-20%。

订单同比实现稳步增长，受产能储备等因素影响营收表现未同步。报告期内公司产品订单同比实现稳步增长，但是受产能储备等因素影响营业收入未实现同步增长，而购买商品及接受劳务的现金支出同比大幅增加38.6%，存货同比增长24.2%，说明公司在订单增加的情况下加大了备货力度。公司持续优化供应链管理、成本控制，材料物资采购成本下降幅度达成预期目标，利润增长高于营收增长。公司二季度单季实现营业收入6.87亿元，同比增长4.02%，环比增长42.66%；归母净利润9224.29万元，同比增长16.64%，环比增长42.41%，较一季度实现大幅好转，业务运转逐步恢复正常。

电机业务表现亮眼，国际业务快速增长。公司信息化建设稳步推进，自动化能力逐步提升，供应链管理不断完善，降本增效成果显著。2018上半年公司综合毛利率为41.07%，提升2.18个百分点，其中：连接器业务毛利率为45%，提升4.51个百分点；电机业务毛利率为31%，提升6.04个百分点；继电器业务毛利率为61%，提升3.23个百分点；光器件毛利率为25%，提升1.71个百分点。

技术创新稳步推进，能力建设持续提升。2018年上半年公司研发费用为9701.15万元，持续加大光电、高速及互联一体化、新能源汽车用连接器和精密微特电机新技术、新产品的研发投入，期内共获得专利授权33项（其中发明专利12项），光电“单多模转换器”、LRM“跨骑式”高速光电混装连接器等新产品研制成功。公司办公自动化系统成功完成由OA向BPM系统的迁移，并实现了与SAP、TC和MOM的集成，累计完成49台（套）自动化设备，同时策划实施VMI库建立等工作，旨在进一步优化库存。

华测导航：高精度行业应用布局优秀率先受益于行业高增长，半年报业绩符合预期

公司2018年上半年实现营业收入4.26亿元/+54.01%；归母净利润0.44亿元/+29.81%。EPS为0.19元/股。毛利率为54.65%，同比减少0.3个百分点。

数据采集设备业务：受益于“行业高速发展+一带一路”，打造新增长极。报告期内数据采集设备业务实现收入3.31亿元，同比增长48.42%，毛利率为53.22%。该分业务收入快速增长的原因主要是：1) 行业需求稳步增长，高精度GNSS接收机在测绘、基础设施建设、建筑等行业中的应用渗透率不断提升；2) 在国家对新形态测绘数据需求扩大的背景下，无人机航测、三维激光等产品贡献新增长极，取得较快增长。3) 受益于一带一路大机遇，公司海外实现收入0.65亿元，同比增长50.91%。

数据应用及系统解决方案业务：位移监测和数字施工领先布局渐入佳境。报告期内数据应用及系统解决方案业务实现收入0.95亿元，同比增长77.27%，毛利率为59.65%。分业务来看，国家对地质灾害多发区的防灾系统的投入持续增加，带动了位移监测业务收入的增长；基础设施工程建设项目实施效率、工程质量、施工安全等方面要求的不断提升，公司数字化施工业务取得快速发展。

毛利稳定，管理费用大增拉低业绩增速。报告期内毛利率为54.65%，与去年同期持平。归母净利率增速低于营业收入增速主要是管理费用同比增长93.06%：1) 实施2017年第一期限制性股票激励计划带来股份支付费用约1400万元；2) 公司研发加大，实现研发费用0.53亿元，同比增长69.26%。

技术创造需求、从存量到增量，北斗高精度行业有望迎来向上拐点。随着北斗地基增强建设完成，全国地基增强从无到有，动态分米/厘米精度大幅提高，同时芯片等元器件从高昂到低廉，竞争优势将逐步显现，开辟数百亿新应用场景市场，高精度应用行业迎来前所未有的发展契机，2018年是行业应用增长的起点。同时，受益于一带一路推进和军民融合政策，市场空间将进一步扩大。

看好公司业务布局的成长潜力和业绩弹性，给予“买入”评级。公司数据采集设备业务和数据应用及系统解决方案业务基本覆盖高精度行业各规模化细分领域，布局优秀率先受益于行业高增长。我们建议重视卫星导航板块行业整体拐点向上的投资机会，看好公司“设备+行业应用”业务布局的成长潜力和业绩弹性。我们预计公司2018-2020年分别实现营业收入9.55、12.59和16.41亿元，归母净利润1.71、2.25和2.94亿元，目标价为27.60-31.05元/股。维持“买入”评级。

合众思壮：高精度业务快速增长，通导一体化业务订单逐步实现

公司2018年上半年实现营业收入24.08亿元/+278.34%；归母净利润1.80亿元/+258.40%。EPS为0.24元/股。毛利率为22.06%，同比减少25.39个百分点。

北斗高精度行业高增长元年，全产业链布局显优势。1) 北斗高精度业务实现营业收入4.40亿元，同比增长62.18%，主要是测量测绘业务取得明显业绩增长，同时带动板卡、天线业务增长。其中高精度板卡、天线增长229.43%，测量产品增长61.67%，精准农业增长43.56%。2) 北斗移动互联业务实现营业收入1.72亿元，同比下滑9.36%，主要是受公共安全业务和民用航空业务全年订单确定不均衡的影响。3) 空间信息服务业务实现收入1.34亿元，与去年基本持平。4) 通导一体化业务是新增业务，报告期内实现收入16.2亿元。2018H1军工自主网业务累计签署订单25.01亿，2017年签订21亿元（2017年全年确认5.68亿元）。

公司综合毛利率为22.06%，较去年同期下降25.39个百分点，主要是毛利率偏低的通导一体化业务收入占比较高所致。其中北斗高精度业务毛利率为48.05%，同比增长2.85个百分点；北斗移动互联业务毛利率为41.58%，同比下降6.14个百分点；时空信息毛利率为35.70%，同比下降3.47个百分点，通导一体化业务毛利率为10.73%。报告期内期间费用合计4.03亿元，同比增长53.2%，主要是股权激励费用摊销以及增加借款利息所致。

公司方面推进“1+2+1”战略，卡位关键技术，通过收购实现从芯片-板卡-算法-各类定位终端-各行业应用服务的全产业链布局，上下游协同效应凸显。北斗移动互联业务的“云+端”应用解决方案布局好，大安防领域拓展成效明显，民航受益空域开放具有较大发展潜力。北斗高精度业务不断丰富行业应用领域，测量测绘领域积极整合渠道，不断提高国内外市占率；精准农业方面，市场应用领先。此外，高精度板卡应用领域不断渗透，积极拓展机械控制、机器人、无人机等新兴业务领域。

董事长参与三年10亿定增，600万股股票期权激励计划和限制性股票激励计划，高管骨干增持1.2亿元。

中海达：受益高精度行业高速发展

2018年上半年实现营业收入5.84亿元/+41.59%；归母净利润0.53亿元/+116.94%，EPS 0.12元/股。毛利率49.96%，上升3.3个百分点。

公司立足于高精度卫星导航定位技术，重新整合企业资源，围绕北斗+精准定位装备/行业应用软件及方案集成/时空数据/运营及设计服务产品线，巩固全产业链布局，在测绘地理信息、无人智能载体、科技旅游、军工军品四大业务领域均稳步增长。其中，1) 主营产品精准定位装备实现收入4.78/+22.8%，自主研发的高精度板卡已逐步加大市场投入量，毛利率提升5.47个百分点。2) 北斗+行业应用软件及方案集成和北斗+时空数据分别实现0.32亿元/+228.98%和0.59亿元/+324.95%，主要是都市圈相关数据收入和无人机航测业务的快速增长；3) 西安灵境科技于2017年9月开始并表，2018-2019年业绩承诺分别不低于4700万和5800万元。

北斗星通：国产芯片龙头，并购助力汽车业务转型升级

2018年上半年实现营业收入14.80亿元/+75.91%；归母净利润0.48亿元/+88.41%；扣除非经常性损益归母净利润0.04亿元/+19.49%，主要是处置参股公司获得投资收益0.2亿元。EPS 0.09元。毛利率27.70%，下滑3.5个百分点。

高精度应用市场需求增长保证业务规模稳定增长。2018年上半年北斗高精度行业保持快速发展，芯星通自研高精度板卡业务、华信天线高精度天线和电台业务分别同比增长了94%和58%。叠加杭州凯立和RX Networks并表，基础业务板块整体实现营收6.74亿元，同比增长9.33%。

汽车业务转型升级初显成效。汽车电子和工程服务业务紧抓汽车智能化机遇，受整车客户上海大众和吉利汽车订单量大幅增加等因素影响，深圳徐港营业收入同比增长 268.86%，并叠加并表 in-tech 收入 3.90 亿元，板块整体实现收入 7.58 亿元，同比大幅增长 452%，占公司总体营业收入的 51.25%，已成为公司第一大业务板块。

2018H1 国防装备业务实现收入 0.25 亿元，同比下降 58.66%，主要由于 2017 年下半年处置了航天视通和星箭长空两家公司股权，收入规模下滑。公司公告，未来将紧密围绕用户需求，抓住军工市场回暖的机会，积极开拓移动卫星通信终端市场。行业应用与运营服务业务实现收入 0.23 亿元，同比下滑 17.64%，主要是部分项目受政府机构调整影响，招标延迟。

海格通信：订单逐步恢复，财务费用下降明显

2018 年上半年实现营业收入 18.27 亿元/+9.62%；归母净利润 1.87 亿元/+35.43%；扣非后归母净利润 0.88 亿元/+50.01%，主要是母公司融资规模减少和融资利率下降，导致财务费用同比下降 70.39%。EPS 为 0.08 元/股。毛利率 35.78%，下滑 5.4 个百分点。

随着军改影响逐步消除，订单恢复良好。2018H1 实现新签合同 23.24 亿元，同比增长 15.7%，其中军品新签合同 9.36 亿元，同比增长 164.2%，军品合同增加，将增厚公司后期的利润。具体业务来看：1) 无线通信业务同比增长 1.63%，主要是军品交付季节性影响，但从订单恢复来看，公司在型号产品及研发项目的突破，以及空军、战支、陆航增量市场的开拓渐入佳境。2) 北斗导航营业收入同比减少 31.51%，主要是北斗产品尚未到达交付节点，暂未交付用户；3) 航空航天营业收入同比增加 127.50%，主要是合并驰达飞机影响所致；4) 软件和信息服务业营业收入同比增加 21.28%，持续保持良好的发展势头，海格怡创上半年新签合同 120,224 万元，同比增长 23.21%，创历史新高。

星网宇达：管理费用大幅上升拖累业绩，聚焦智能无人产业

2018 年上半年实现营业收入 1.75 亿元/+60.43%；归母净利润 0.12 亿元/-39.35%，EPS 0.08 元/股。毛利率 50.90%，同比提升 2.6 个百分点。

星网船电等并表贡献部分收入增长，管理费用上升拖累业绩。2018H1 星网船电实现收入 0.78 亿元，净利润 0.35 亿元。同时报告期内加大对无人靶机团队、无人车团队以及高精度光纤陀螺、高抗振动型加速度计等惯性仪表研发投入增加，导致管理费用大幅增加，本期管理费 0.6 亿元，较上年增长 70.02%。其中研发费用 0.24 亿元，占营业收入的 13.72%。**聚焦军品业务和智能无人产业，完善战略布局。**导航类产品在民用惯导、安防领域平稳发展的同时，在军用无人机、制导武器等高要求工况表现优异，营业收入 0.43 亿元，同比增长 59.55%。报告期内，公司研制开发了高精度军用机载/车载/弹载惯导、双频动中通、长航时无人机、高速靶机、全地形无人车等产品，并多次圆满完成了海军实兵演练通信保障任务。同时，面向无人驾驶的专用组合导航系统在多个型号的无人车上进行了测试，得到了用户和市场的高度评价。公司公告，未来将继续聚焦于智能无人产业，定位于智能无人系统核心部件提供商和智能无人系统方案提供商，通过打造“信息感知、数据通信、智能平台”业务板块，完善星网宇达的战略布局，促进现有业务的持续发展。

振华科技：积极优化业务结构，盈利能力大幅提升

2018 年上半年实现营业收入 30.22 亿元/-31.52%，归母利润 1.64 亿元/+14.35%。EPS 0.35 元/股。毛利率 22.83%，提升 7.2 个百分点。

压缩高新电子板块压缩低附加值业务和移动通信终端业务，同时加强费用控制，报告期内盈利能力大幅提高。公司不断优化产品结构，为公司迈向高质量发展打下了良好基础：高新电子板块压缩部分低附加值业务，营业收入同比下降 18.79%，毛利率同比提高 8.54 个百分点；专用整机板块压缩低附加值产品代工业务，营业收入同比下降 43.82%，毛利率同比提高 1.87 个百分点。同时，公司加强费用控制，且人民币汇率波动导致汇兑收益增加，销售/管理/财务费用分别同比减少 34.43%/1.21%/42.64%。以上的积极变化，使得 2018H1 净利率提升 2.2%至 5.43%。

板块半年报总结

目前军工信息化行业发展较快，2018H1 年军工信息化和卫星导航板块 16 家公司实现营业收入 162.53 亿元，同比增长 31%；归母净利润 10.93 亿元，同比增长 46%。收入增长的主要原因是：1) 军品方面，通信、导航订单逐步恢复，警戒雷达增长较快，如海格通信、四创电子和星网宇达等。2) 民品方面，高精度行业应用快速发展，华测导航、中海达和合众思壮等内生增长明显。归母净利润增速高于营业收入增速主要原因是：1) 高毛利业务收入占比提升，如中海达；2) 管理效率提升，如海格通信。

特别强调的是，卫星导航细分板块增长明显，2018 年上半年华测导航、中海达、合众思壮、北斗星通、星网宇达营业收入和归母净利润都有 30%-200% 的增长，行业板块整体向好十分明显，我们认为 2018 年高精度行业应用将继续保持高速增长。虽然过去几年中国北斗产业规模持续增长，呈现出市场规模小、参与企业多且多为民企、竞争加剧等特点，可谓是在一片红海中艰难地负重前行，行业应用也以军用为主，发展速度慢于预期。2016 年北斗地基增强建设完成，全国地基增强从无到有，动态分米/厘米精度大幅提高，同时芯片等元器件从高昂到低廉，系统解决方案完善，竞争优势将逐步显现，北斗高精度应用行业迎来前所未有的发展契机。

2018H1 军工电子 3 家公司实现营业收入 77.75 亿元，同比减少 11%；归母净利润 7.86 亿元，同比增长 7%。收入下滑的主要原因是：1) 航天电器受产能储备影响一季度营收创三年单季度新低，但上半年订单增长较快，从二季度开始好转。2) 振华科技压缩低附加值业务，优化结构，收入规模下滑较大。归母净利润实现正增长，是因为振华科技业务结构优化叠加管理效率提升，毛利率和净利润大幅提升，分别增长 7.2 和 2.2 个百分点；航天电器电机和连接器业务毛利率也有提升使得综合毛利率提升 2.7 个百分点。

我们认为，北斗卫星导航行业逐步正从终端销售为主过渡到行业应用为主，行业高速增长才刚开始，建议关注布局优业绩表现好的华测导航、中海达和合众思壮。同时，军队信息化建设加速，建议关注航天电器、中航光电和振华科技。

民参军板块：经营高效性凸显，核心技术企业优势明显

军民融合政策加速推进，优势技术民参军企业利润增长明显

民参军属于军民融合“军转民”、“民参军”两个方向之一，并且是军民融合中发展较快，关注度较高的板块。2016年《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》是军民融合的纲领性文件，我国军民融合要建成“全要素、多领域、高效益”的发展格局。我们认为，军民融合的难点在于“民参军”，军工集团延续数十年的研制生产模式，自身就可以完成从上游配套到中游分系统到下游总装的产业链，集团内部自构闭环系统，军工集团外部配套率较低。军民融合就是要打破军工产业壁垒，构建“国家主导、需求牵引、市场运作相统一的运行体系”，盘活军工运营体制，倒逼国企改革，激发企业活力，最终形成军民融合深度发展的局面。

民参军涉及领域多种多样，尚处于起步阶段，数量及规模越来越大，优先选择具有护城河标的。自2009年以来，工信部、国防科工局已编制发布8期“民参军”目录，针对不同军种，围绕新型船舶机电设备、新型船舶功能材料、探测与目标识别、无人机系统、先进材料与制造、电磁炮与激光武器等数十个领域，鼓励民企进入军工领域。民参军公司着重关注具有以下几点优质公司：1) 技术壁垒较高，具有核心技术，有能够在细分领域中成长为龙头企业的潜力；2) 下游军民市场空间大，有较为广阔的成长空间；3) 具有配套型号能力，军品具有供货渠道确定后不轻易更换的特点。如果公司能够先期进入，则具有先发优势。下列表格中所列公司，基本满足以上几点特点，建议关注。

为了展示2018年上半年的板块经营情况，我们选取11家民参军代表公司，下表为各家公司的业绩情况：

图表6：民参军板块公司2017H1和2018H1业绩情况

证券代码	证券简称	2017H1 (亿元)		2018H1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
603678.SH	火炬电子	8.38	1.16	9.41	1.76	12%	51%	陶瓷电容龙头，新材料空间广阔
002414.SZ	高德红外	3.16	0.46	3.31	1.03	5%	122%	掌握红外探测器核心技术
300424.SZ	航新科技	1.95	0.22	2.88	0.31	48%	42%	ATE与飞参龙头
300447.SZ	全信股份	2.74	0.64	3.16	0.59	15%	-7%	军用光电传输龙头
300581.SZ	晨曦航空	0.85	0.17	0.53	0.05	-37%	-71%	航空惯性导航产品空间广阔
002520.SZ	日发精机	5.11	0.39	5.63	0.51	10%	31%	外延并购，转型航空航天
300159.SZ	新研股份	4.88	0.91	7.71	1.88	58%	106%	规模和技术优势明显
002519.SZ	银河电子	7.45	0.91	7.20	0.74	-3%	-19%	军用特种车辆零部件
300342.SZ	天银机电	3.78	0.92	3.97	0.75	5%	-19%	拓展雷达业务
300474.SZ	景嘉微	1.70	0.56	1.91	0.62	12%	12%	国产GPU龙头
002413.SZ	雷科防务	2.95	0.50	3.93	0.68	33%	35%	雷达技术领先
合计		42.94	6.84	49.64	8.92	16%	30%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重点公司业绩情况

火炬电子：军用MLCC核心供应商，新材料成长空间广阔

2018上半年实现营收9.41亿元，同比增长12.30%；归母净利润1.76亿元，同比增长51.17%。自产军民MLCC及钽电容器均有40%以上增长，代理业务也增长明显。在陶瓷新材料业务板块，上半年公司持续推进产能建设，目前项目建设符合预期。

MLCC 持续供不应求，自产 MLCC 及钽电容业务增长迅速。2017 年以来，由于日韩 MLCC 大厂产能向高端产品转移，常规 MLCC 供给收缩，同时 MLCC 原材料价格也在上涨，导致 MLCC 售价不断攀升，上半年 MLCC 已经先后经历过几轮涨价，整体涨幅约为 25%-30% 不等，我们预计这种供不应求的局面还会持续到 2019 年。上半年军民用钽电容收入达 1787.83 万元，同比增长 104.12%，毛利率 45.52%，钽电容的销售和利润进一步提升；上半年自产 MLCC 产品实现销售收入 2.84 亿元，同比增长 47.56%，其中军品销售收入 1.81 亿元，同比增长 40.24%，民品销售收入 1.03 亿元，同比增长 62.46%。

陶瓷材料业务稳步推进，项目建设符合预期。CASAS-300 特种陶瓷材料性能优异，可用于航空、航天、核电等多个领域，但该材料生产难度高，国内该材料的产业化能力较差。公司于 2016 年开始 CASAS-300 产业化项目建设，2018 上半年继续推进 CASAS-300 材料剩余产能的建设，已收到三个项目收入合计 2576 万元，立亚化学作为 CASAS-300 材料的先驱体 (PCS) 产业化基地，一期正在建设中，目前已经完成主体厂房的建设和设备的选型，建设符合预期。

增长符合预期，看好未来持续发展，维持“买入”评级。公司是陶瓷电容及陶瓷材料优质民参军配套企业，受益于下游军工产业发展以及民用陶瓷电容供不应求，未来军民两端业绩有望持续上行。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 22.35 亿元、27.36 亿元、33.83 亿元，归母净利润分别为 3.80 亿元、4.68 亿元、5.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.84 元、1.03 元、1.30 元，维持“买入”评级。

高德红外：中报业绩靓丽，军民融合潜力大

2018 上半年实现营业收入 3.31 亿元，上年同期 3.16 亿元(+4.8%)；实现归母净利润 1.027 亿元，上年同期 4630 万元 (+121.87%)；扣非归母净利润 9484 万元，上年同期 3811 万元 (+148.89%)，基本每股收益 0.165 元。

军品逐渐进入批产放量期，相关订单逐渐恢复。军工领域：随着国防及军队改革措施落地，国内军品采购工作的全面恢复，其对公司前期军品业务延期的影响正在逐渐消除，公司既有军品项目研制、定型及订货任务逐渐回升。军贸方面，公司已通过军贸公司与多个地区达成合作意向。2018 年 3 月公司公告获得 1.19 亿元军品订单。子公司汉丹机电火工区搬迁改造项目建设进展顺利，我们预计年底前完成阶段性工作。

筹建完成国内首条晶圆级封装生产线，加快推进民用市场进展。民用领域：子公司高芯科技筹建完成了国内第一条非制冷晶圆级封装生产线，将推动非制冷红外民用的低成本、小型化的市场应用。公司在新兴民用市场中逐步发力，并投资 5000 万成立武汉高德微机电与传感工业技术研究院有限公司，集中力量进行技术研发，加快在新兴民用领域的进展。

军改影响消退，回款及退税增加利润，订单恢复预计在四季度体现。公司红外热像仪及综合光电系统营收 2.36 亿元 (-3.83%)，占总营收 71.27%，毛利率 69.62% (+4.28pct)，保持较高水平；传统弹药及信息化弹药营收 9067 万元 (+40.46%)，占总营收 27.38%，毛利率为 24.52% (-28.27pct)，下降原因主要是子公司汉丹机电产品结构发生变化。报告期内，公司应收账款 7.25 亿元，上年同期 8.69 亿元，相比有较大幅度减少，原因是军改影响消退，回款变好，冲减前期坏账计提，此项减少资产减值损失约 3768 万元。同时，公司享受有关税收优惠政策并获得其他收益 5844 万元。回款及退税增加公司利润。我们预计订单恢复在四季度体现。

掌握核心技术，民参军典范，2018 有望开启高增长元年，维持“买入”评级。公司已构建完整民营军工集团。2018 年 8 月，公司拟与兵装集团、重庆市共建军民融合研究院。扩大公司在综合光电领域的市场地位和行业引导作用。民品领域晶圆级封装产线已经建设完成，可关注后续量产合格率情况进展。我们认为公司具有核心技术，并在红外领域耕耘多年。预计 2018~2020 年分别实现归母 1.63/2.58/3.46 亿元，对应 EPS 是 0.26/0.41/0.55 元，目标价为 18.28~19.39 元。维持“买入”评级

全信股份：利润略有下滑，产品全面、质量可靠仍具行业竞争力

公司发布 2018 年半年报，报告期内实现营业收入 3.16 亿元，去年同期 2.74 亿元（+15.14%），实现归母净利润 5946 万元，去年同期 6367 万元（-6.6%）。

组件及光电业务现增长，线缆业务略下滑。2018 年上半年，组件及光电业务营收 1.57 亿，占营业收入 53%，同比增长 16.95%，毛利率 50.09%，同比增长 9.08pct。线缆业务营收 1.02 亿元，占总营业收入的 34.7%，同比下降 24.13%，毛利率 48.02%，同比下降 17.89pct。

军工领域参与度深，品牌认知度高，产品覆盖领域广泛。公司扎根军工领域近 20 载，产品主要应用于涉及国防安全的重点型号装备。公司产品应用于航天、航空、舰船、军工电子、兵器五大军工领域，生产能力全面，能够根据细分行业的景气周期及时调整产品结构。

研发实力突出，创新能力持续。2018 年上半年公司紧跟装备的轻型化、小型化、高传输速率、高可靠光通信等发展方向，开展新品研究和技术储备科研项目达 40 余项，包含航空航天用轻型特种电缆、宇航用特种光缆、新型高可靠光电连接器、高速光电传输模块、热传输产品、航空航天用 FC 类等新产品，已经完成结题 5 项，其中 2 项产品通过省部级鉴定。公司储备的宇航用光电线缆及组件、新一代 FC 光纤总线、轻型高效液冷系统等技术成功应用于新型装备中的光、电、热等传输系统，并形成订单。

晨曦航空：订单交付延迟拖累整体业绩

公司发布 2018 年半年报。报告期内实现营业收入 5295 万元，上年同期 8467 万元（-37.46%），实现归母净利润 483 万元，去年同期 1656 万元（-70.84%）。营收、利润等财务指标下滑的原因主要是由于客户的采购计划调整，造成部分订单需要延迟交付，从而导致上半年的主营业务收入和净利润同比有所下降。

公司主要产品是航空惯性导航和发动机电子产品，是航空核心配套企业。报告期内，公司航空惯性导航产品与发动机电子产品，占营业总收入的比例分别是 54.30%、36.12%。上半年公司航空惯性导航产品收入整体较上年同期下降 44.09%，但航空惯性导航产品中的挠性捷联惯性综合导航系统产品收入较上年同期增加 300.38 万元，增幅 67.57%，主要是由于 2018 年公司获得的挠性捷联惯性综合导航系统订单较上年同期增加所致。上半年公司航空发动机电子产品营收同比基本持平。此外，上半年公司专业技术服务收入较上年同期相比下降 97.61%，主要原因是公司与军方或科研院所签订的技术开发合同目前依据合同进度仍处于研制过程，还未满足收入确认的标准。

公司惯性导航系统和发动机电子产品拥有较大的市场潜力。公司长期以来专注于航空机电产品的研发、生产和销售，主要为国有大型军工企业及其他厂商配套，最终用户主要为军方。惯性导航业务是公司的主要业务，其订单的交付结转具有明显的周期性。惯性导航既是自主式导航，又能提供动态完整信息，因此其在航空中的作用不可替代，包括航天、航空、航海、陆军在内的各领域均对惯性导航系统有持续性需求。航空发动机电子产品方面，公司已先后研制生产了可供双发和三发的直升机平台应用的参数采集器，而公司研发的全权限数字式电子控制系统则代表了航空发动机控制装置的发展趋势。

日发精机：立足传统机床业务，外延并购加快向航空航天转型

公司公布 2018 年半年报，实现营业收入 5.63 亿元，同比增加 10.28%；归母净利润 5119 万元，同比增加 31.30%。基本每股收益 0.09 元，同比增长 28.57%。公司为我国航空航天提供高端生产设备及柔性生产线，在细分领域具有较强的竞争力，与成飞、西飞、陕飞、沈飞等主机厂保持密切合作关系。

四大业务板块均有不同程度发展，传统业务销售规模进一步提升。公司传统业务板块是以数控机床为载体的金属切削整体解决方案。公司在轴承磨削细分行业处于龙头地位，国内主要轴承制造商如哈轴、瓦轴、人本、万向等均为公司客户。报告期内，意大利 MCM 公司成功签署成飞三台翻板铣和十台五坐标立卧转换加工中心共计 2610 万美元合同，销售规模稳步提升。

飞机数字化装配业务和航空航天零部件加工业务将成为转型重点。公司航空制造设备领域产品分为装备制造和零部件制造两大类。我国各个主机厂正逐步从手工装配向数字化装备转变，随着我国航空产品技术逐渐成熟，运 20、歼 20 等先进军机开始列装部队，以及国家对国产民航客机的大力扶持环境下，飞机数字化装备是未来发展趋势。报告期内，公司获得商飞 ARJ21-700 飞机翼身和全机自动化对接系统国际招标项目、某主机厂总装脉动生产线项目、某公司翼面线等项目。报告期内公司航空航天零部件加工业务营收 551 万元，实现了突破，预计公司在航空航天领域持续发力，未来业绩持续增长。

拟外延并购新西兰通航 Airwork 公司，完善航空产业链布局。报告期内，公司筹划非公开发行股份收购捷航投资 100% 股权，获取其间接持有的新西兰通航 Airwork 公司 100% 股权。Airwork 主要从事直升机 MRO 业务和直升机、货机租赁及运营业务，业务已覆盖大洋洲、欧洲、亚洲和非洲等地区。若本次交易完成，公司将进一步形成多元化的航空业务结构，切入海外的航空维修市场和租赁及运营市场。标的公司 2018~2021 业绩承诺分别是归母净利润 2050 万、2450 万、3000 万、3250 万新西兰元，若收购完成，将显著增厚公司业绩。

受益军民融合政策和中国制造“2025”，维持“买入”评级。公司作为民参军企业，同时受益于中国制造 2025 和军民融合政策。军工主机厂需求大于此前预期，我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别是 0.15 元、0.20 元、0.26 元，目标价格区间为 9.00~9.75 元，维持“买入”评级。

新研股份：不断扩张军工业务版图，积极布局民用市场

公司发布 2018 年半年报。报告期内实现营业收入 7.7 亿元，去年同期 4.9 亿元(+58.09%)，实现归母净利润 1.88 亿元，去年同期 0.91 亿元(+106.15%)。

公司具有较强自主研发生产能力和先进的生产设备。子公司明日宇航已累计申请专利 119 项，其中发明专利 73 项，大部分已形成了有效的成果转化，为公司订单能力提供了技术支持和推动力。公司在生产设备方面形成了先进性、规模化的领先优势，并仍在不断扩大。目前公司拥有 105 台五轴数控机床、101 台四轴数控机床、58 台三轴数控机床、28 台复合材料零部件特种加工设备、27 台热蠕变成型机、40 台管路和接头制造设备，60 台航天系统件制造设备，15 套数字化焊接系统、18 台激光三坐标测量机等 400 余台(套)生产、检测、装配所组成的制造平台体系，为智能化制造提供重要设备支持。

扩大军品市场，从航空航天延伸至船舶，并积极拓展民航及轨道交通民用市场。公司上半年继续深度开展与中航工业和中航发合作，合作内容从单件生产向大部段交付拓展，市场份额逐步加大；与航天一院、三院、七院等院所开展合作，积极参与新项目研发和批产承接工作；参与国产大飞机研制项目，与波音、空客、庞巴迪等民机制造商洽谈，开展国际业务合作。公司与中船重工业务合作，与中船重工旗下 703 所、719 所、725 所开展深度合作。在轨道交通领域，公司已被四川省列入轨道交通板块重点配套企业供应商名录，列入青岛四方股份合格供应商，已参与了成都地铁 7 号、10 号、6 号线车体的生产。

注重研发投入和技术创新。2018年上半年公司技术中心投入科研经费3,300余万元,围绕碳纤维复合材料成套制备技术、工业智能技术、绿色制造技术、特种加工技术、无损检测技术等尖端制造技术领域展开研究着力打造具有行业标杆意义的新型、绿色、智能工厂,以满足公司未来发展需求,实现公司业绩稳步增长。

农机业务持续下滑。报告期内农业业务营收5003万元,同比下降3.76%,毛利率2.05%,下滑5.09pct。在农机产业“黄金十年”结束后,农机行业增速放缓,尤其是传统行业支撑领域拖拉机和收割机行业下滑明显。经过2004年至今十几年的增长,拖拉机、联合收割机等主流产品装备量庞大,主流农机产品市场趋于饱和,保有量继续扩张的可能性有限。转型与创新是今后农机企业的生存路径。

银河电子：重点发展军用特种车辆和新能源电动车关键零部件业务

公司发布2018年半年报。报告期内实现营业收入7.20亿元,去年同期7.45亿元(-3.43%),实现归母净利润7369万元,去年同期9085万元(-18.89%)。公司目前主营业务主要包括智能机电业务、新能源电动汽车零部件业务和数字电视智能终端业务,2017年三者营收结构占比分别是40%、47%、10%。

受原材料涨价影响,机顶盒业务处于小幅亏损状态。因原材料涨价的影响业务成本仍处于高位,毛利率水平仍在近年最低水平,公司机顶盒业务总体上维持小幅亏损局面。目前,公司通过收缩亏损业务,逐步缩小业务规模,同时通过不断的强化细节成本管理,控制采购成本,减少各个环节的浪费,通过节支增效,内部降本的方法进一步改善机顶盒业务的盈利水平,制止了进一步亏损的势头。公司公告,未来有望加快向新能源汽车和军用特种装备产业转型的步伐,同时依托现有机顶盒团队围绕智能家居的硬件终端积极引入、培养新项目。

稳步发展基于电动汽车的充电设备、电动空调压缩机和其他车载关键部件业务。在新能源电动车关键零部件领域,公司一方面继续加强产品的性能和质量控制;另一方面强化内部管理,做好产品精益生产,成本管控,优化业务流程,规范标准,同时要抓好团队建设。随着公司电动空调压缩机可靠性进一步得到验证和新产品的成功开发和验证,下一步将积极开拓主机厂客户,扩大销售规模;充电和电源类业务继续向车载和模块类产品发展。

进一步扩大结构件智能制造的规模、提升智能制造能力。在智能制造业务方面,公司重点聚焦汽车、锂电池及其他零部件领域,进一步巩固和拓展汽车主机厂客户。发展智能制造控制与集成业务,研究高强度轻量化材料的加工工艺、结构,扩大精密结构件的智能制造业务,提升智能制造水平和业务规模,保持在结构件领域内智能制造能力处于领先水平。

景嘉微：国产GPU龙头，掌握核心技术，进口替代市场前景好

报告期内,公司实现营业收入1.91亿元,上年同期1.7亿元(+12.34%);归母净利润6228万元,上年同期5571万元(+11.80%);EPS为0.23元。营收增长主要是因为公司图形显控领域和小型专用化雷达领域产品销售增长所致。

加大研发投入,升级产品形态。报告期内,公司持续专注以JM5400为架构基础的产品运用,与核心客户的深度合作不断加强,提升公司在图形显控领域的核心竞争力。公司研发经费同比增长14.96%,上半年公司共申请101项专利(90项国家发明专利、11项实用新型专利),其中57项发明专利、8项实用新型专利均已授权,登记了50项软件著作权。

图形显控领域技术积累深厚。以JM5400研发成功为起点,不断研发更为先进且适用更为广泛的一系列高性能低功耗图形处理芯片。公司下一款GPU芯片研发工作正有序进行,目前处于流片阶段。

民用产品领域继续探索在芯片层次实现军民融合式发展。公司在已有民用芯片研发的基础上，研究突破在通用 MCU 芯片、BLE 低功耗蓝牙芯片、Type-C&PD 接口控制芯片三类通用芯片的若干关键技术，研制出满足消费电子市场需求的芯片产品，以开拓公司在国内通用消费类芯片的市场，完善公司战略布局。

雷科防务：探测雷达、存储类产品和嵌入式实时信息处理业务增长较快

公司发布 2018 年半年报。报告期内实现营业收入 3.93 亿元/+33.16%，实现归母净利润 6794 万元/+34.64%。

嵌入式实时信息处理业务贡献较多净利润。嵌入式实时信息处理业务 2018 年上半年营收 1.37 亿元，同比增长 19.05%，占总营收的 34.78%。此部分业务主要来自于子公司西安奇维科技，奇维上半年实现净利润 3260.6 万元，上年同期 2625.8 万元（+24.17%）。

雷达业务增长迅速，布局民用领域。报告期内，公司的高精度微波/毫米波成像探测雷达业务增长较快，实现营收 2675 万元，同比增长 209.99%。子公司理工雷科结合多年来在军用毫米波领域的技术积累，针对无人驾驶和 ADAS 系统，研发了用于汽车防撞的毫米波雷达，相关技术指标达到了领先水平。目前该雷达已经完成了前期的各项功能测试，并通过了百度公司的测试，成为百度 Apollo 生态合作伙伴的首个国产毫米波雷达。

依托北理工多年技术积累，技术创新能力较强。2018 年上半年新受理专利 20 项，完全具备所研发产品的所有自主知识产权。公司一直注重提高技术创新能力，研发投入保持着较高比例，并在北京和西安设立研究院，开展新体制雷达、卫星导航、集成电路等相关技术领域研究与创新。公司先后承担了多项国家级重点项目，已正式拿到 22 项“十三五”国家重大科研课题，累计经费超过 1 亿元，覆盖航天、雷达、存储、导航、智能弹药等领域。以上课题数目及经费都在军民融合企业中名列前茅。公司拥有多项国内第一，包括：国内首套星载实时处理设备、首个星上实时处理芯片、首批北斗基带处理芯片等。

板块半年报总结

民参军板块 2018 年上半年整体呈现增长态势，但出现了结构性变化。2018 年上半年民参军板块 11 家参考公司实现营业收入 49.64 亿元，同比增加 16%，归母净利润 8.92 亿元，同比增加 30%。受高德红外（利润增幅 122%）和新研股份（利润增幅 106%）拉动明显，晨曦航空业绩出现较大幅度下滑（利润同比下降 71%）。从利润端考虑，火炬电子、高德红外、航新科技、日发精机、新研股份、景嘉微和雷科防务共 7 家实现同比增长；全信股份、晨曦航空、银河电子、天银机电出现下滑。

我国民参军规模依然较小，目前十大军工集团的外部配套率依然较低，民参军企业仍处于起步阶段。我们认为，一些民参军企业掌握核心技术，且体制灵活。国家在鼓励民参军方面政策利好不断推出，设立军民融合基金、提高军工集团外部配套率等，有利于形成“小核心、大协作、专业化、开放型”的国防科技工业体系。此板块所列公司建议关注。

投资建议：军工行业进入业绩拐点阶段，建议加大配置

行业变革叠加订单释放，军工行业产业链拐点临近。国企改革领域军工行业是重中之重，首批19家混改试点央企中军工企业占7家。企业管理考核、军品定价机制等改革的实施，有望激活军工企业运营管理体制，改善经营效能。同时，我国军工行业各细分方向技术全面突破，装备逐步进入定型批产期，军改落地后我们预计订单释放将步入正轨。以资产证券化率较高的航空航发公司为例，一季度应收账款和存货的净增加值普遍创近年新高，可见今年国防装备订单任务量饱满，军工行业发展形势同比大幅改善。我们认为，行业变革和订单释放带来的成长性将成为军工行业投资的主导性逻辑，二者叠加推动产业链拐点到来。

军工改革进入全面实施阶段，军工集团稳步推进资产证券化和混改。我们认为，科研院所改制、资产证券化、混合所有制改革、薪酬改革和激励机制等是军工国企改革重点方向。2017年国防科工局启动首批41家军工科研院所改制，其中兵器装备集团自动化研究所方案已经获批。军工集团提升资产证券化率进程和混合所有制改革都在稳步推进中，中航沈飞日前已经成为首家公布股权激励方案的军工总体类单位。我们认为，尽管改革预期有高低，改革进度有一定不确定性，但军工改革将是必然趋势。

重点关注主战装备产业链，行业成长直接受益方。根据《军队建设发展“十三五”规划纲要》，2020年我国目标基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，关键作战能力要实现大幅跃升。我们认为，当前我国国防建设仍有较大欠账要补，现代化主战装备发展建设是其中重要内容，未来陆海空天电等各大领域的主战装备产业链将是直接受益方，同时军品定价机制改革有望刺激产业链龙头盈利能力提升。

军民融合成为国家顶层战略，北斗、新材料等行业有望进入快速成长期。军民融合目前已经上升成为国家战略，习近平主席亲自担任中央军民融合发展委员会主任，可见国家对军民融合重视程度。军民融合不仅可以促进创新，解决军工资金的效率问题，更可以把中国国防科技工业与民用科技工业相结合，共同形成一个统一的国家科技工业基础，缔造一个良性的产业技术循环。目前中国军民融合战略正在深化推进中，北斗产业链高精度应用、军工新材料等代表性行业即将进入收获期，有望进入快速成长期。

投资建议：军工行业进入业绩拐点阶段，建议加大配置。我们认为，军工行业进入业绩拐点阶段，边际变化效应明显，建议加大对军工行业高端装备公司配置比例。主战装备产业链建议关注：内蒙一机、中航沈飞、中直股份、中航飞机、航发动力；以及核心配套企业：中航机电、中航电测、中航光电、航天电器等。军民融合方面，卫星导航建议关注高精度导航企业华测导航、中海达；民参军建议关注火炬电子、高德红外、航新科技、天银机电、红相股份等；国企改革建议关注四创电子、国睿科技、航天晨光、航天动力、航天科技等。

图表7：重点公司一览表

证券名称 (代码)	评级	8月31日		EPS (元)					P/E (倍)			
		收盘价 (元)	目标价 区间 (元)	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
内蒙一机 600967.SH	买入	13.04	15.91~16.77	0.31	0.41	0.53	0.62	42.06	31.80	24.60	21.03	
中航飞机 000768.SZ	买入	15.30	21.02~22.26	0.17	0.20	0.24	0.32	90.00	76.50	63.75	47.81	
中直股份 600038.SH	买入	37.73	46.46~48.48	0.77	1.01	1.21	1.53	49.00	37.36	31.18	24.66	
华测导航 300627.SZ	买入	22.33	27.60~31.05	0.52	0.69	0.91	1.19	42.94	32.36	24.54	18.76	
航新科技 300424.SZ	买入	20.65	29.04~30.80	0.28	0.56	0.88	1.19	73.75	36.88	23.47	17.35	
高德红外 002414.SZ	买入	15.50	18.28~19.39	0.09	0.26	0.41	0.55	172.22	59.62	37.80	28.18	
火炬电子 603678.SH	买入	21.16	31.91~33.59	0.52	0.84	1.03	1.30	40.69	25.19	20.54	16.28	
瑞特股份 300600.SZ	买入	16.08	19.71~23.13	0.67	0.86	1.03	1.42	24.00	18.70	15.61	11.32	

资料来源：华泰证券研究所

重点公司详细内容请参考华泰军工深度报告：

内蒙一机深度报告：《铁甲雄风势渐起，地面最强任驰骋》

中航飞机深度报告：《战略空军凭借力，轰运两翼铸国威》

中直股份深度报告：《旋翼惊风雷，空中闻铁骑》

华测导航深度报告：《高精度应用布局好，受益于行业高增长》

航新科技深度报告：《航空维修并购落地，设备研制捷报频传》

高德红外深度报告：《掌握红外核心技术，打造军民融合典范》

火炬电子深度报告：《立足主业稳增长，布局新材助腾飞》

瑞特股份深度报告：《舰船核心配套商，军民融合助增长》

风险提示

军费增长低于预期。军工行业与军费景气度密切相关，军费增长低于预期均可能直接或间接对装备需求造成不利影响。

改革进度不达预期风险。军工行业目前有计划经济特征，产业的发展受国企改革政策的影响大，相关政策的进度不达预期对公司的治理结构和业绩均会产生影响。

武器装备研制进度不达预期风险。军工行业属于高新技术行业，科技含量高，质量要求严格，研制和批产难度大。如果武器装备研制进度不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com