

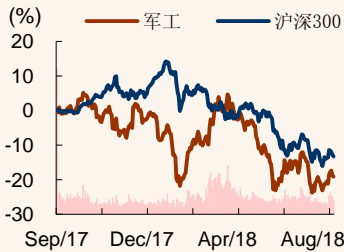
推荐 (维持)

航空产业链基本面改善得到验证, 看好全年超额收益

2018年09月03日

军工行业2018年半年报梳理

上证指数	2721		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	50	1.4	
总市值 (亿元)	5547	1.2	
流通市值 (亿元)	4034	1.1	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.2	-8.0	-17.6
相对表现	-0.0	9.2	-4.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航科工 (2357.HK) 中报点评—销售收入增长和毛利率提升, 公司实现收入利润双增长》2018-08-27
- 2、《军工行业信息周报—中报相继披露验证基本面改善, 坚定看好航空产业链》2018-08-27
- 3、《军工行业信息周报—国企改革“双百行动”已正式启动, 有望带来行业超额收益》2018-08-19

王超

010-57601716  
wangchao18@cmschina.com.cn  
S1090514080007

卫喆

weizhe@cmschina.com.cn  
S1090517040003

研究助理

岑晓翔  
cenxiaoxiang@cmschina.com.cn

研究助理

钱佳兴

敬请阅读末页的重要说明

本篇报告总结了军工行业 2018 年半年报业绩情况及公募基金持仓情况, 结合我国国防科技工业发展状况, 维持对行业“推荐”投资评级。

- **2018 年上半年行业业绩改善明显, 航空子行业增长趋势明确。**从整体来看, 2018 年上半年国防军工行业总体营收和归母净利润同比分别增长 11.49% 和 24.21%, 业绩改善明显。从分季度情况来看, 二季度收入增速 19.90%, 远高于一季度-0.31% 的增速, 进一步印证行业基本面的逐步改善。**从细分行业看:**航空子行业上半年营业收入同比增长 13.88%, 归母净利润同比增长 30.44%, 其在 2018 年第一、二季度均实现了同比增长, 行业整体增长趋势明确, 主要是由于航空工业均衡生产效果明显。**从企业类型看:**以军工央企为代表的产业链中下游企业, 业绩改善较为普遍, 国防军工中信指数成分股中, 航空子行业标的近六成业绩实现双位数增长。而以民参军企业为代表的产业链中上游企业过半数实现业绩双位数增长。我们认为, 从军工行业半年报情况来看, 基本印证了 2018 年, 军品采购订单加速落地, 并不断向产业链上游传导, 带动全行业的业绩增长, 特别是航空产业链企业增长。**预计随着改革政策逐步落地, 新型装备进入批产阶段, 主机厂及中下游供应商将进入收入及盈利能力同步提升的黄金时期, 坚定看好军工行业 18 年的超额收益。**
- **行业估值继续回归, 坚定看好超额收益。**自 2016 年初至今, 国防军工 (中信) 指数深度回调近 50%。2018 年初以来, 国防军工 (中信) 指数跑输大盘 1.38 个百分点。截至 8 月 31 日, 行业 PE 为 51 倍。2018 年, 我们看好国防装备采购提升和行业盈利能力改善, 坚定看好军工行业 18 年的业绩增长。
- **公募基金军工持仓比例处于 2013 年来最低水平, 重仓股前十中 6 家来自航空产业链。**从公募基金 2018 年度半年报情况看, 其军工行业总持仓市值 523.06 亿, 环比减少 6.07%, 处于 2013 年来最低水平。从行业超低配情况看, 军工行业总持仓及主动持仓情况环比均出现一定反弹, 但亦处于 2013 年以来最低水平。重仓股前十中有 6 家来自为航空产业链, 前 20 名中仅 1 家民参军企业。
- **全球军费进入上升通道, 航空装备产业链进入确定性高增长期。**美国通过 2019 财年国防授权法案, 军费预算高达 7170 亿美元, 日韩等国亦纷纷提高预算。2018 年我国国防预算 1.1 万亿元人民币, 增长 8.1%, 实现较大反弹, 超出市场预期。我国装备建设正处于加速期, 对比美国军费中装备采购经费使用情况, 其中约三成用于航空装备采购, 结合实际情况来看, 我国对航空装备缺口巨大, 同时需求尤为迫切, 行业增长确定性高。预计随着我国四代机加速列装替换, 五代机逐步登上历史舞台, “十三五”期间我国航空装备产业有望进入量价齐升的重要阶段, 行业高景气度有望保持。
- **“双百行动”带来混改加速, 军工是重点领域。**2018 年 8 月, 国资委公布“双百企业”名单, 在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。多家军工上市公司入选该名单。此次“双百行动”, 政策红利明显, 要求“在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革方面率先突破。军工行业作为重点领域混合所有制改革试点, 在前期三批混改试点名单里已有明确。我们认为, 国企混改, 特别是军工企业混改已进入全面提速期。坚定看好下半年军工企业推进改革带来行业超额收益。
- **风险提示: 国防装备研发进度不确定性, 改革不及预期的风险。**

重点公司主要财务指标

公司名称	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
中航机电	8.16	0.24	0.27	0.32	30	26	3	强烈推荐-A
中航沈飞	37.62	0.51	0.61	0.73	62	52	7	强烈推荐-A
中航科工	4.55	0.20	0.22	0.26	18	15	2	强烈推荐-A
中航电测	10.19	0.22	0.3	0.37	34	28	4	强烈推荐-A
航发动力	24.08	0.47	0.52	0.62	46	39	2	强烈推荐-A
中航飞机	15.85	0.17	0.19	0.22	83	72	3	强烈推荐-A
中直股份	38.42	0.77	0.85	1.01	45	38	3	强烈推荐-A
中航资本	4.47	0.31	0.38	0.45	12	10	2	强烈推荐-A
航天电子	6.73	0.20	0.21	0.24	32	28	2	强烈推荐-A
海兰信	13.43	0.29	0.38	0.45	35	30	4	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、军工行业行情及业绩回顾.....	5
(一) 国防军工行业行情回顾.....	5
(二) 国防军工行业财务数据回顾.....	7
二、公募基金军工持仓情况.....	13
(一) 公募基金军工持仓比例处于 2013 年来最低水平.....	13
(一) 公募基金军工持仓.....	14
三、军工行业情况及投资建议.....	17
(一) 美国军费进入上升通道，航空装备是重点投入方向.....	17
1、中美军费结构对比（按用途）.....	18
2、中美军费结构对比（按军种）.....	19
(二) 我国军队装备建设正不断加强：高速发展期，升级换代和新型号服役加速.....	20
(三) 对比美军，预计我国航空装备产业为未来重点方向.....	22
(四) “双百行动”带来新机遇：国企混改提速，军工为重点领域.....	24
四、重点推荐标的.....	26

## 图表目录

图 1：军工行业指数 2016 年初至今走势.....	5
图 2：军工行业指数 2018 年初至今走势.....	6
图 3：2016 年初至今中信行业分类涨跌幅.....	6
图 4：2018 年初至今中信行业分类涨跌幅.....	6
图 5：2016 年初至今军工子行业涨跌幅.....	6
图 6：2018 年初至今军工子行业涨跌幅.....	6
图 7：军工行业总体估值水平大幅回调.....	7
图 8：各子行业估值水平分化.....	7
图 9：2018H1 成长性比较.....	8
图 10：2018Q2 成长性比较.....	9
图 11：2018Q1 成长性比较.....	9
图 12：军工行业及各子行业营收增速情况.....	9
图 13：军工行业及各子行业归母净利润增速情况.....	9

图 14: 军工行业及各子行业毛利率情况.....	10
图 15: 军工行业及各子行业 ROE 情况.....	10
图 16: 2018 年 H1 军工央企及国企营收分布 .....	13
图 17: 2018H1 军工央企及国企归母净利润分布 .....	13
图 18: 2018H1 民参军企业营收分布 .....	13
图 19: 2018H1 民参军企业归母净利润分布 .....	13
图 20: 公募基金军工行业持仓情况 .....	14
图 21: 公募基金军工行业超配情况 .....	14
图 22: 美国 20 年来装备采购经费呈现增长趋势 (亿美元) .....	18
图 23: 美国 2019 财年国防预算军队和国防建设部分分布情况 (亿美元) .....	18
图 24: 美国 2019 财年国防预算装备采购经费分布 .....	18
图 25: 美国近 20 年军费支出结构 (按用途) .....	19
图 26: 美国近 20 年军费支出结构 (按军种) .....	20
图 27: 美国 2018 财年三军军费支出结构 .....	20
图 28: 2018 年我国军费增速超预期 .....	21
图 29: 美国 20 年来军队装备采购经费中, 航空装备占比遥遥领先 .....	22
图 30: 我国各类战机数量占比 .....	23
图 31: 美国各类战机占比 .....	23
图 32: 歼 20、歼 16 共同亮相朱日和演习 .....	24
图 33: 珠海航展运 20 飞行展示 .....	24
图 34: 军工行业历史 PE Band.....	35
图 35: 军工行业历史 PB Band.....	35
表 1: 军工行业上半年归母净利润增速全行业排名第 10 .....	7
表 2: 国防军工行业费用率情况.....	10
表 3: 行业重点标的上半年经营数据一览 (单位: 亿元) .....	11
表 4: 2018H 公募基金军工持仓前二十情况 (单位: 亿元) .....	14
表 5: 2018H 公募基金军工行业民参军持仓前十情况 (单位: 亿元) .....	15
表 6: 2018H 公募基金军工行业持有基金数量前十情况 (单位: 亿元) .....	16
表 7: 2018H 公募基金军工行业加仓前十情况 (单位: 亿元) .....	16
表 8: 2018H 公募基金军工行业减仓前十情况 (单位: 亿元) .....	17

表 9: 我国军队装备建设进入高速发展期.....	21
表 10: 中美俄军队飞机数量对比.....	23
表 11: 入选国企改革“双百行动”军工集团及上市公司情况.....	24
表 12: 部分重点推荐标的上半年数据一览(亿元) .....	26

## 一、军工行业行情及业绩回顾

### (一) 国防军工行业行情回顾

2018年初以来,国防军工(中信)指数下跌18.66%,同期沪深300指数下跌17.28%,国防军工指数跑输沪深300指数1.38个百分点。在国防军工(中信)指数四个子行业中,航空军工子行业上半年涨幅-14.45%,明显优于整个行业,航天军工、兵器兵装和其他军工子行业分别以-17.25%、-19.06%和-22.73%的涨幅分列第二到四位。在29个中信证券行业分类中,国防军工板块2018年初至今的涨幅排名第8。

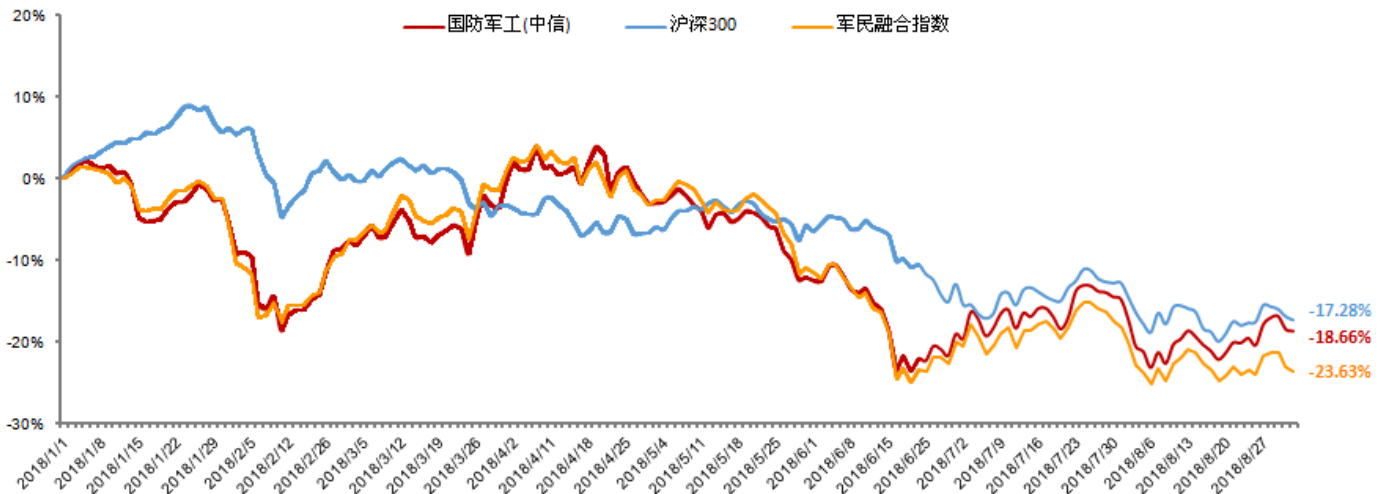
我们认为,军工行业自13年以来的大幅上涨在一定程度上透支了市场预期,行业普涨时代较难重现;但军工企业改革和国防建设带来业绩成长的行业逻辑不变,长期横盘也积蓄了一定动能。**2018年,我们一方面看好国防装备采购加速推动行业基本面稳步改善,另一方面看好政策催化下国防军工行业的稳步上升空间,坚定看好军工行业18年的超额收益。**

图1: 军工行业指数2016年初至今走势



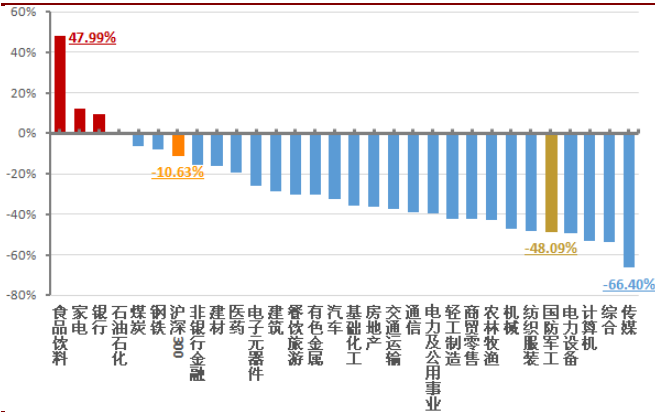
资料来源: Wind、招商证券(截至8月31日)

图 2: 军工行业指数 2018 年初至今走势



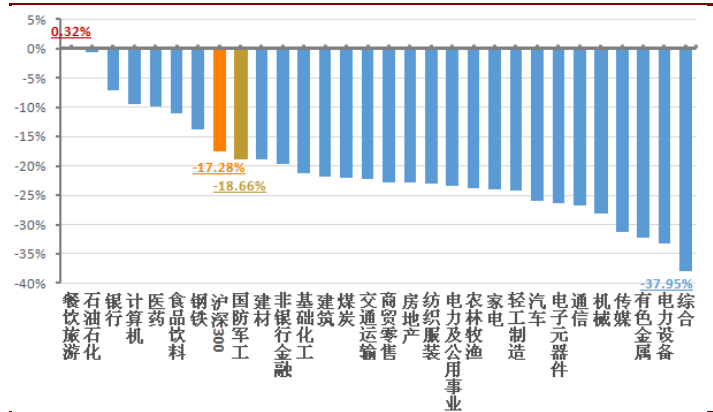
资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

图 3: 2016 年初至今中信行业分类涨跌幅



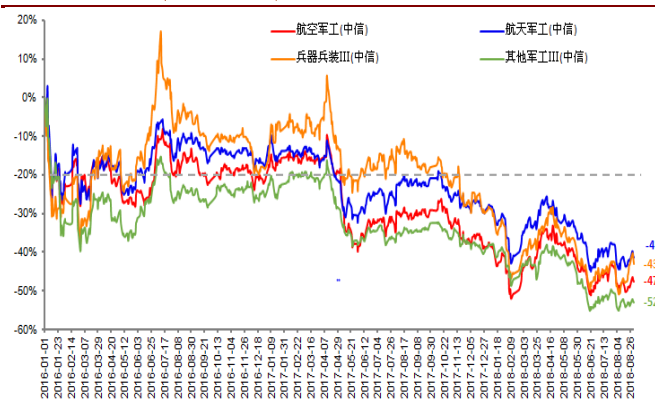
资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

图 4: 2018 年初至今中信行业分类涨跌幅



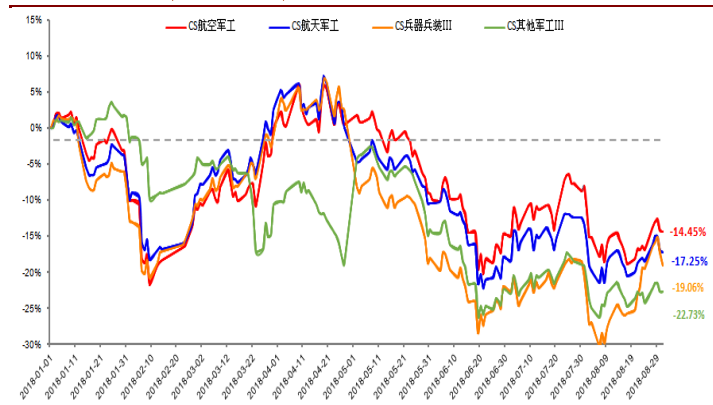
资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

图 5: 2016 年初至今军工子行业涨跌幅



资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

图 6: 2018 年初至今军工子行业涨跌幅



资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 23 日)

截至 8 月 31 日, 行业 PE 约为 51 倍, 已回落至接近 2014 年中行业水平。虽然行业的绝对估值和相对估值仍然远高于沪深 300 平均水平, 但从行业历史数据纵向来看, CS 国防军工行业近 5 年间的平均估值为 79 倍, 目前行业整体估值仍在历史估值中枢以下。

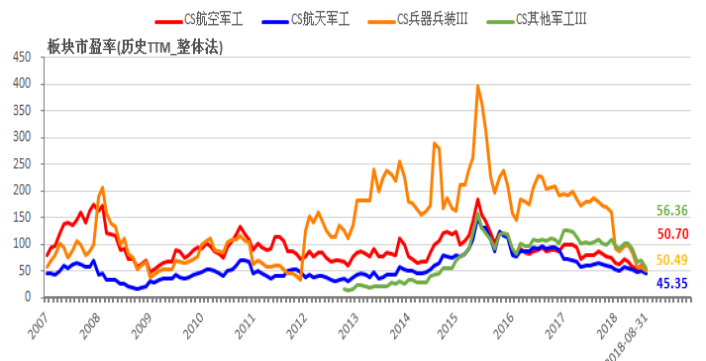
我们认为随着未来科研院所改制、军工企业混改加速、军品定价机制改革、军队装备升级换代和新型号进入批产等带来的盈利能力提升，行业估值将趋于合理。

图 7: 军工行业总体估值水平大幅回调



资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

图 8: 各子行业估值水平分化



资料来源: Wind、招商证券 (截至 8 月 31 日)

## (二) 国防军工行业财务数据回顾

从整体来看，2018 年上半年国防军工行业总体营收同比增长 11.49%，归母净利润同比增长 24.21%，行业业绩增长明显。在 29 个中信一级子行业中，国防军工行业 2018 年上半年归母净利润同比增长率位列第 10。

军工行业上半年业绩增长明显，一方面是由于军改影响逐渐消除，行业迎来恢复性增长。军改取得重大进展，“脖子以上”的改革基本完成，“脖子以下”的改革正稳步推进，对军工行业影响基本消除；另一方面是由于随着“十三五”后三年国防建设、装备列装和更新换代加速，行业业绩进入释放期。

从分季度情况来看，二季度收入增速 19.90%，远高于一季度-0.31%的增速，进一步印证了行业基本面的逐步改善。

表 1: 军工行业上半年归母净利润增速全行业排名第 10

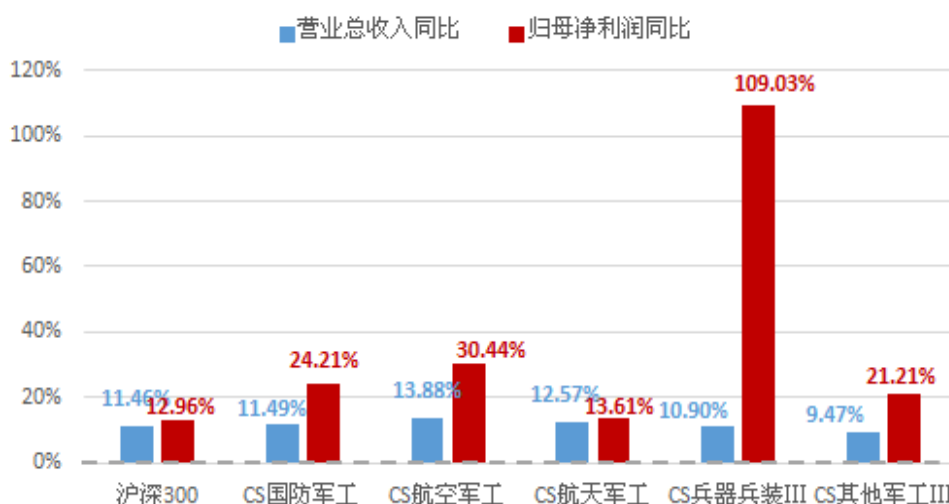
板块	2018H1 同比增速		2018Q2 同比增速		2018Q1 同比增速	
	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润
钢铁	13.42	128.29	20.38	6.85	6.08	90.54
建材	31.48	100.14	30.03	17.45	35.51	191.19
石油石化	13.50	73.21	17.20	3.32	9.95	32.69
商贸零售	9.60	55.13	8.95	4.94	10.39	23.31
基础化工	14.10	40.35	16.92	8.69	8.30	31.20
房地产	21.87	34.77	24.18	11.27	18.15	30.70
餐饮旅游	27.54	33.13	30.56	8.62	20.99	38.24
食品饮料	15.85	30.43	14.85	15.00	16.78	31.00
有色金属	8.80	28.45	4.87	3.18	13.59	37.45
<b>国防军工</b>	<b>11.49</b>	<b>24.21</b>	<b>19.90</b>	<b>4.92</b>	<b>-0.31</b>	<b>19.84</b>
医药	19.97	22.79	18.97	9.24	21.50	27.91
家电	16.04	20.79	13.93	7.66	17.72	21.37
轻工制造	22.83	18.08	23.75	10.24	21.85	6.76
电力及公用	15.06	14.47	13.07	8.44	16.79	17.62

事业						
建筑	10.87	13.19	8.69	3.67	13.81	15.60
煤炭	5.68	9.49	8.16	10.59	3.12	6.86
非银行金融	6.08	8.04	7.24	10.57	5.41	13.59
纺织服装	17.60	6.85	13.82	7.50	21.51	13.36
银行	6.21	6.49	10.02	40.58	2.72	5.60
机械	20.65	6.40	20.89	4.43	20.44	28.01
汽车	11.67	5.93	10.34	4.61	13.06	2.61
传媒	15.64	3.89	18.52	9.96	11.30	8.38
电力设备	15.02	3.06	13.21	6.64	17.35	8.81
计算机	23.42	2.81	21.43	7.38	25.82	-7.46
电子元器件	17.15	2.18	17.39	6.58	17.91	11.46
综合	4.21	1.06	11.29	2.77	-3.22	-5.22
交通运输	13.06	-2.34	11.38	4.52	14.99	15.29
农林牧渔	8.03	-38.93	7.96	0.78	7.97	-5.40
通信	7.35	-75.55	2.14	1.78	12.37	-120.80

数据来源: Wind、招商证券

从细分子行业来看,兵器兵装子行业在 2018 年上半年高速增长,且二季度单季度增速高于上半年整体增速。而航空子行业上半年营业收入同比增长 13.88%,归母净利润同比增长 30.44%,其在 2018 年第一季度和第二季度均实现了同比增长,第一、二季度收入同比分别增长 23.19%和 7.99%,归母净利润同比分别增长 77.01%和 21.00%,行业整体增长趋势得到确认。

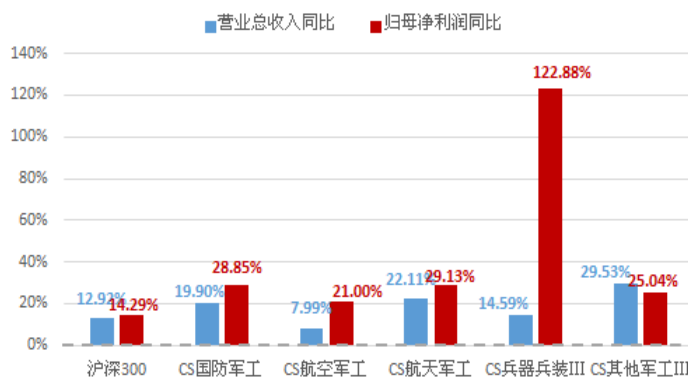
图 9: 2018H1 成长性比较



资料来源: Wind、招商证券

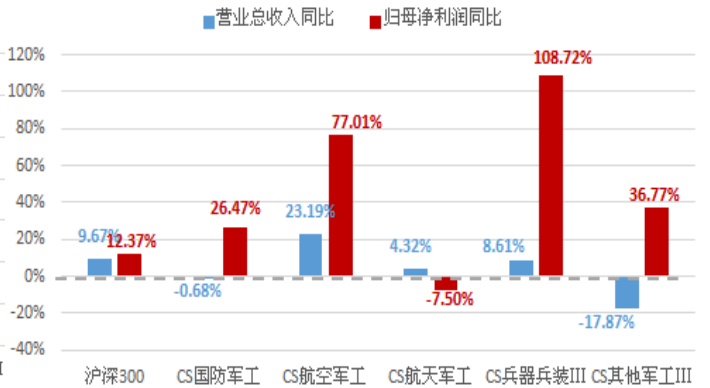


图 10: 2018Q2 成长性比较



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 2018Q1 成长性比较



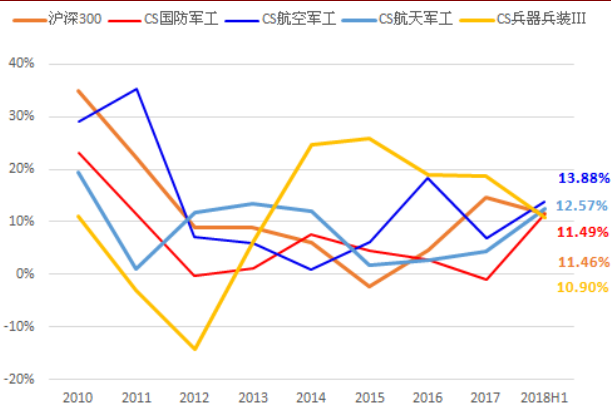
资料来源: Wind、招商证券

考虑到船舶制造子行业对军工行业整体财务指标的扭曲较大,因此在剔除包含船舶制造行业的其他军工行业(中信)指标后,对其余三个子行业进行分析可以发现:受制于军品定价机制的限制,国防军工行业总体盈利能力依然低于沪深300,但在我国经济增速逐渐放缓的大背景下,军工行业的产品毛利率以及ROE仍然保持相对稳定。

目前,兵器兵装行业正处于我国陆军换装和现代化机械化时期,对于新装备的更新需求推动子行业近一年的快速增长。但兵器兵装子行业成长及盈利能力情况波动相对较大。

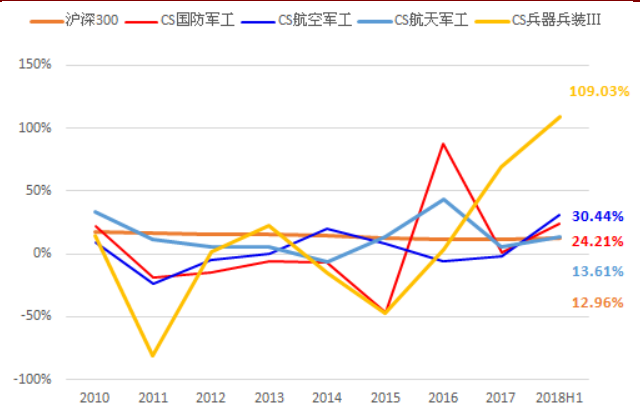
航空子行业自2015年开始保持稳步增长,增长态势明确,步入2018年,航空主业高速增长态势已显现。航空子行业成分股以中航集团下属上市公司居多,中航集团的军工资产证券化率较高,因此航空装备子行业更能代表军工行业实际情况。

图 12: 军工行业及各子行业营收增速情况



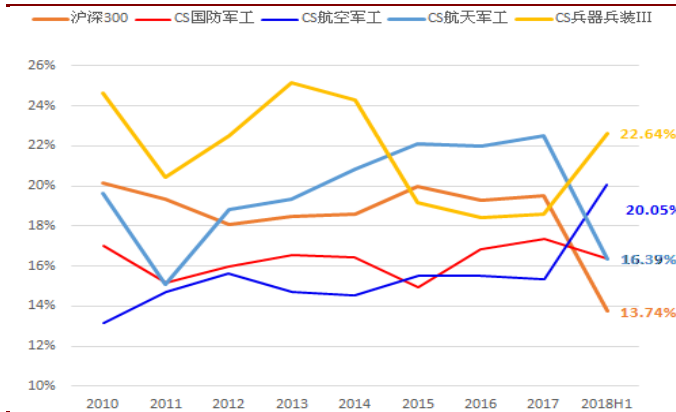
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 军工行业及各子行业归母净利润增速情况



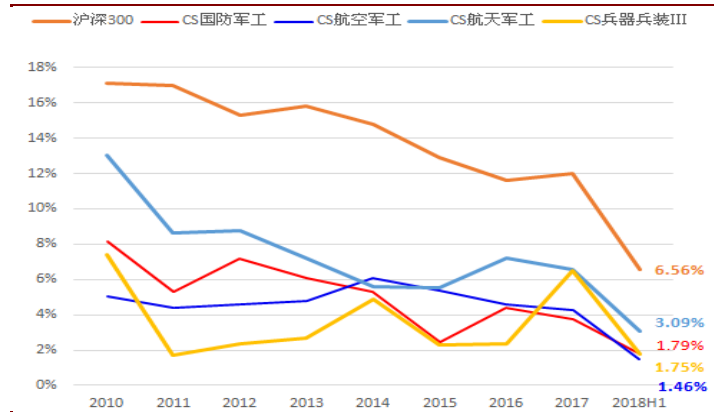
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 军工行业及各子行业毛利率情况



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 军工行业及各子行业 ROE 情况



资料来源: Wind、招商证券

从上半年费用增长情况来看, 军工行业销售费用和管理费用同比分别增长 11.29%和 21.07%, 财务费用同比下降 65.76%, 研发支出同比增长 17.62%, 这与行业向上趋势相吻合。从细分行业看, 航空军工和兵器兵装子行业销售费用和管理费用同比增长率均高于行业整体, 与此二者营收和利润高于行业的增长情况想符合。

表 2: 国防军工行业费用率情况

	销售费用增长率	管理费用增长率	财务费用增长率	研发费用增长率
国防军工 (中信)	11.29%	21.07%	-65.76%	17.62%
航空军工	48.61%	39.29%	8.03%	50.58%
航天军工	-8.98%	-5.15%	-42.62%	2.62%
兵器兵装	75.87%	226.08%	-254.95%	196.80%
其他军工	3.61%	18.41%	-143.05%	8.76%

资料来源: Wind、招商证券

2018 年及此后两年, 是“十三五”关键的后三年, 我们从国防军工中信指数成分股中 38 家央企国企和 21 家民参军企业上半年情况来看:

首先, 以军工央企为代表的产业链中下游企业中, 业绩改善较为普遍, 营业收入和利润实现增长的企业占比分别达 82%和 74%。其中又以航空子行业最为明显, 归母净利润双位数增长企业达到 8 家, 占子行业成分股标的数量的 57%, 特别是航发动力同比增长 125.92%、中航沈飞扭亏为盈、中航飞机同比增长 77.33%。一方面是得益于航空工业集团大力推进均衡生产, 供应链体系得到不断完善。另一方面, 均衡生产的要求亦印证了下游需求的旺盛。在我国航空装备加速列装的背景下, 预计航空产业的高速增长有望持续。

其次, 以民参军企业为代表的产业链中上游企业, 业绩得到普遍改善, 期内净利润实现双位数增长的企业共计 11 家, 占比 52%, 特别是高德红外、北斗星通、安达维尔归母净利润同比分别增长 121.87%、88.41%和 77.26%; 营业收入实现增长的企业 17 家, 占比 81%。我们认为, 这反应了武器采购订单向产业链上游的传导; 同时民参军企业作为受军改影响较大的群体, 军改的影响正在逐步消除。同时, 国防军工中信指数民参军成分股归母净利润增速的加权平均值为 0.12%, 低于成分股的整体数值 1.64%, 也说明民参军企业半年业绩低于行业平均水平, 表现分化比较明显。

预计随着改革政策逐步落地，新型装备进入批产阶段，主机厂及中下游供应商将进入收入及盈利能力同步提升的黄金时期，坚定看好军工行业 18 年的超额收益。

表 3: 行业重点标的上半年经营数据一览 (单位: 亿元)

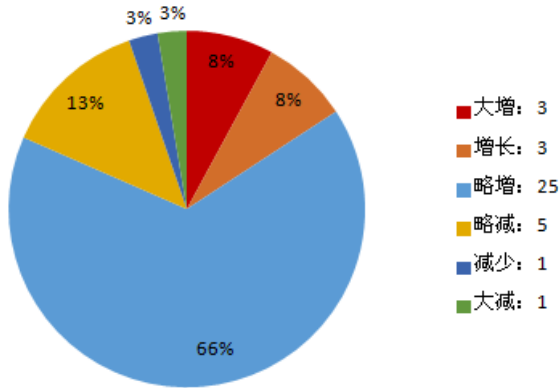
证券简称	指数权重	营业收入	营收增速	归母净利润	归母净利润增速	扣非净利润增速	存货同比增速	应收账款同比增速	预收账款增速	预付账款增速
中国重工	10.17%	194.19	0.99%	9.53	51.7%	6377.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
航发动力	5.71%	83.12	5.83%	3.60	125.9%	253.6%	0.1%	0.1%	0.6%	-0.3%
中航飞机	5.70%	132.72	23.47%	1.62	77.3%	166.4%	0.1%	1.2%	0.2%	-0.3%
中国动力	4.43%	119.68	2.81%	6.17	10.0%	13.0%	-0.1%	0.4%	0.1%	0.8%
中航光电	4.40%	35.85	18.20%	4.65	5.4%	11.1%	0.6%	0.3%	0.9%	0.3%
中航沈飞	4.06%	62.57	519.27%	1.00	123.9%	407.1%	40.6%	36.6%	128.1%	3.7%
航天电子	3.87%	60.71	8.73%	2.24	7.1%	6.0%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.5%
海格通信	3.50%	18.27	9.62%	1.87	35.4%	50.0%	0.0%	-0.1%	1.0%	-0.3%
中航机电	3.06%	54.50	11.68%	2.89	13.5%	52.7%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%
中直股份	2.99%	53.59	0.94%	1.78	16.0%	14.2%	0.1%	0.2%	0.5%	-0.3%
内蒙一机	2.97%	50.82	10.91%	2.89	47.3%	35.6%	1.4%	-0.2%	37.3%	0.9%
中国卫星	2.86%	32.11	19.87%	1.80	2.2%	2.5%	0.1%	0.2%	-0.6%	0.3%
航天发展	2.22%	10.00	13.84%	1.68	44.9%	42.9%	0.1%	0.2%	1.1%	0.4%
航发控制	2.07%	12.85	4.88%	1.67	16.7%	17.6%	0.1%	-0.1%	1.0%	0.3%
炼石有色	2.05%	6.55	685.40%	(1.30)	10.2%	13.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.8%
北斗星通	2.04%	14.80	75.91%	0.48	88.4%	19.5%	0.3%	0.5%	0.7%	0.0%
北方导航	1.85%	4.98	-27.53%	0.13	180.3%	-433.3%	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.5%
中航电子	1.83%	29.73	8.97%	1.48	1.8%	-26.1%	0.1%	0.1%	0.7%	0.1%
航天电器	1.77%	11.69	-8.15%	1.57	5.4%	6.1%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.1%
国睿科技	1.55%	4.56	3.43%	0.24	-70.0%	-72.7%	0.2%	0.1%	0.2%	-0.2%
中兵红箭	1.43%	20.68	25.62%	1.55	7959.4%	7665.4%	-0.2%	-0.3%	0.2%	0.2%
振芯科技	1.38%	1.81	-10.64%	0.26	7.2%	14.6%	0.1%	-0.3%	0.8%	0.9%
*ST 抚钢	1.35%	29.65	6.94%	(0.70)	-216.7%	-221.1%	-0.5%	-0.4%	2.2%	-0.5%
长鹰信质	1.23%	13.35	21.18%	1.36	5.5%	3.5%	0.2%	0.4%	0.3%	-0.1%
雷科防务	1.22%	3.93	33.16%	0.68	34.6%	30.8%	0.6%	0.3%	0.8%	0.2%
长城军工	1.16%	5.77	6.28%	0.16	44.8%	119.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

航天科技	1.14%	28.69	4.59%	0.44	-38.6%	-38.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.5%
中航重机	1.13%	25.57	-4.38%	0.69	-36.9%	-34.8%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
洪都航空	1.04%	3.92	-59.54%	(0.49)	17.9%	19.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.0%
高德红外	1.04%	3.31	4.80%	1.03	121.9%	148.9%	0.1%	-0.1%	0.2%	-0.1%
景嘉微	1.00%	1.91	12.34%	0.62	11.8%	4.9%	0.2%	0.2%	2.8%	0.1%
四创电子	0.98%	11.74	25.97%	(0.37)	14.3%	-289.4%	0.1%	0.5%	-0.1%	-0.3%
华讯方舟	0.98%	11.78	83.37%	0.51	-20.9%	-24.5%	-0.2%	1.3%	-0.3%	0.6%
中船防务	0.97%	82.20	-21.10%	(2.95)	-770.8%	-2509.0%	-0.6%	0.0%	-1.0%	0.4%
航天动力	0.94%	6.71	1.48%	0.11	-14.1%	-10.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.4%
海兰信	0.92%	3.19	-0.10%	0.60	23.5%	21.6%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.2%
航天通信	0.88%	55.15	40.84%	0.84	266.5%	124.9%	-0.1%	0.9%	0.2%	-0.3%
成飞集成	0.85%	8.50	60.34%	(0.53)	-1553.7%	-1124.7%	-0.1%	0.7%	0.1%	-0.1%
航发科技	0.83%	8.91	-4.10%	(0.47)	-271.4%	-399.4%	0.1%	-0.1%	1.0%	-0.3%
航新科技	0.80%	2.88	47.98%	0.31	41.5%	14.1%	0.4%	0.2%	1.6%	3.5%
金信诺	0.77%	13.69	28.46%	0.91	-18.7%	-23.5%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%
钢研高纳	0.68%	3.45	1.78%	0.46	20.4%	29.9%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.4%
光电股份	0.67%	8.77	78.19%	0.25	233.5%	353.8%	-0.2%	-0.1%	125.6%	-0.3%
中航高科	0.66%	13.92	-20.92%	1.26	-41.0%	-44.0%	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.2%
中航电测	0.64%	7.01	19.64%	0.91	28.2%	30.9%	-0.1%	0.2%	-0.3%	8.7%
华力创通	0.64%	2.21	-4.10%	0.06	-67.9%	-70.0%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.4%
威海广泰	0.63%	9.98	27.86%	1.26	15.8%	13.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
航天长峰	0.61%	5.31	3.08%	(0.06)	-4571.1%	-88.2%	0.4%	0.3%	-0.1%	0.7%
大立科技	0.56%	1.54	2.05%	0.21	20.3%	115.3%	0.0%	0.0%	3.3%	0.5%
烽火电子	0.50%	4.69	6.33%	0.20	20.5%	2.4%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.1%
航天晨光	0.50%	11.18	1.77%	(0.08)	16.5%	-4.8%	0.1%	0.0%	0.9%	-0.2%
中国应急	0.49%	11.17	3.64%	1.11	9.3%	12.7%	-0.2%	0.3%	-0.5%	-0.5%
奥普光电	0.48%	1.77	1.76%	0.21	-19.7%	-13.8%	-0.1%	0.1%	0.3%	-0.1%
天和防务	0.43%	0.82	-55.00%	(0.52)	-357.7%	-2405.2%	0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.1%
全信股份	0.37%	3.16	15.14%	0.59	-6.6%	-3.0%	-0.1%	0.3%	-0.3%	-0.2%
爱乐达	0.31%	0.73	13.78%	0.39	8.3%	-5.2%	0.4%	0.3%	0.0%	0.4%
安达维尔	0.27%	1.55	28.75%	(0.02)	77.3%	53.2%	0.3%	0.9%	0.2%	2.1%

新余国科	0.23%	0.96	12.74%	0.23	51.4%	3.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%
晨曦航空	0.16%	0.53	-37.46%	0.05	-70.8%	-78.8%	0.4%	0.0%	0.4%	-0.6%

资料来源: Wind、招商证券 (注: 标的为国防军工中信指数成份股)

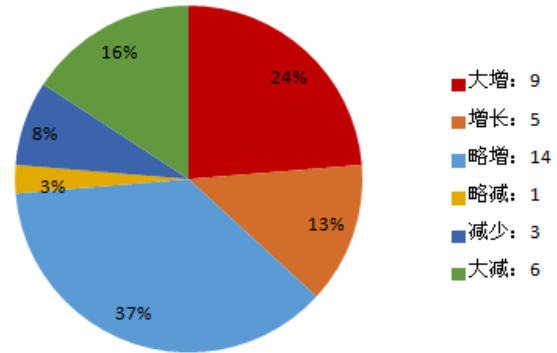
图 16: 2018 年 H1 军工央企及国企营收分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>50% 增长:25%-50% 略增:0-25% 略减:-25%-0 减少:-50%-25% 大减:<50%

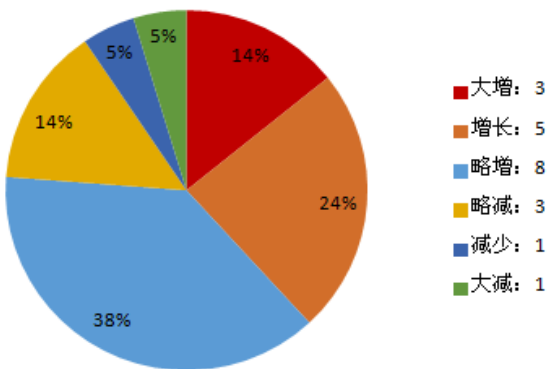
图 17: 2018H1 军工央企及国企归母净利润分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>50% 增长:25%-50% 略增:0-25% 略减:-25%-0 减少:-50%-25% 大减:<50%

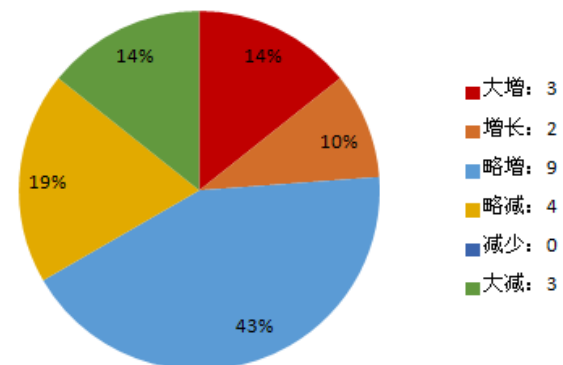
图 18: 2018H1 民参军企业营收分布



资料来源: Wind、招商证券

注释: 大增:>50% 增长:25%-50% 略增:0-25% 略减:-25%-0 减少:-50%-25% 大减:<50%

图 19: 2018H1 民参军企业归母净利润分布



资料来源: Wind、招商证券

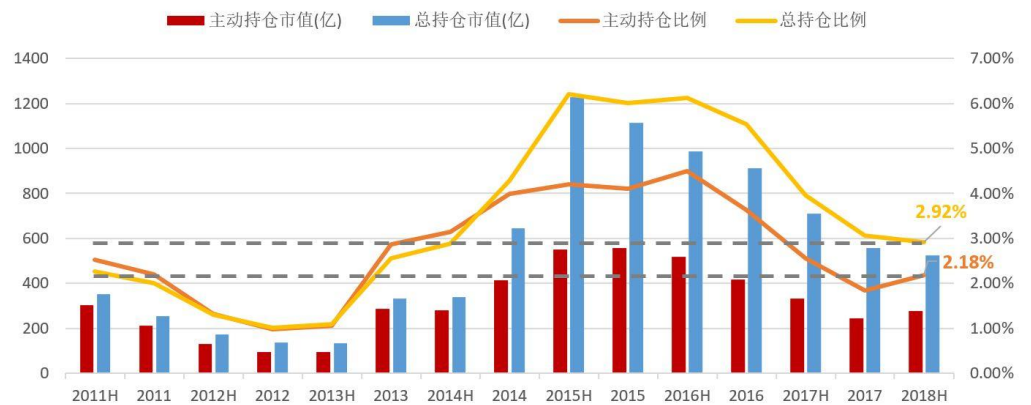
注释: 大增:>50% 增长:25%-50% 略增:0-25% 略减:-25%-0 减少:-50%-25% 大减:<50%

## 二、公募基金军工持仓情况

### (一) 公募基金军工持仓比例处于 2013 年来最低水平

从公募基金 2018 年度半年报情况看, 公募基金军工行业总持仓市值 523.06 亿, 环比减少 6.07%, 占总持仓比例的 2.91%, 环比减少 0.14 个百分点; 公募基金军工行业主动持仓市值 275.65 亿, 环比增长 13.25%, 占主动持仓比例的 2.18%, 环比增加 0.34 个百分点, 公募基金主动持仓比例率先出现小幅反弹。而行业持仓情况总体处于 2013 年的水平, 为近 4 年半最低水平。

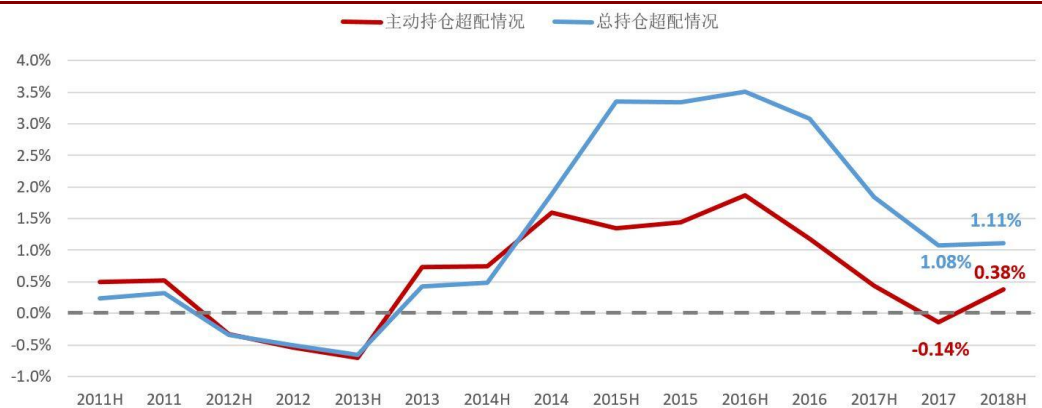
图 20: 公募基金军工行业持仓情况



资料来源: Wind, 招商证券

从行业超低配情况看, 军工行业总持仓及主动持仓情况均出现一定反弹。公募基金军工行业超配 1.11%, 环比小幅提升 0.03 个百分点。军工行业主动超配情况触底反弹, 2018H 行业主动持仓超配 0.38%, 环比增长 0.52 个百分点。同样处于 2013 年以来最低水平。

图 21: 公募基金军工行业超配情况



资料来源: Wind, 招商证券

### (一) 公募基金军工持仓

从公募基金 2018 年度半年报情况看, 公募基金重仓股前十分别为: 航天信息、中航光电、中航沈飞、中航飞机、中直股份、中航机电、内蒙一机、中国重工、航发动力、航天电子, 全部为国企, 十家中有 6 家来自航空产业链。前 20 重仓中仅有一家民参军企业。

表 4: 2018H 公募基金军工持仓前二十情况 (单位: 亿元)

序号	公司简称	企业类型	持有基金数	环比变动	持股总量 (万股)	调仓幅度 (万股)	持股总市值	持股占流通股比
1	航天信息	航天科工	393	204	18,208.61	227.49%	46.01	9.86%
2	中航光电	航空工业	301	29	10,349.34	-8.29%	40.36	13.23%
3	中航沈飞	航空工业	242	192	10,537.22	521.94%	37.98	30.55%

4	中航飞机	航空工业	277	56	23,150.90	21.79%	36.21	8.36%
5	中直股份	航空工业	294	-15	8,634.78	7.98%	34.53	14.65%
6	中航机电	航空工业	233	72	39,875.45	134.33%	30.19	12.69%
7	内蒙一机	兵器工业	216	76	21,072.37	75.65%	26.85	21.94%
8	中国重工	北船	166	-35	62,093.96	-9.35%	25.09	3.38%
9	航发动力	航发集团	172	-13	11,068.43	7.55%	24.70	5.68%
10	航天电子	航天科技	166	50	31,399.02	42.72%	22.06	13.01%
11	航天电器	航天科工	118	11	7,108.58	25.91%	16.42	16.57%
12	中航电子	航空工业	160	28	11,288.57	53.06%	14.74	6.42%
13	海格通信	地方国资	153	-1	18,085.71	12.57%	14.52	9.64%
14	中国卫星	航天科技	144	6	6,399.04	-15.44%	12.22	5.41%
15	国睿科技	中电科	121	42	6,855.75	109.63%	11.76	16.10%
16	四创电子	中电科	71	-27	2,153.29	-18.50%	10.62	15.75%
17	中国动力	北船	128	7	5,837.48	-16.26%	10.19	6.42%
18	航天发展	航天科工	126	43	10,951.39	6.77%	8.55	11.28%
19	湘电股份	地方国资	60	-24	9,249.30	18.72%	6.64	10.49%
20	振芯科技	民参军	81	39	4,514.86	28.43%	6.38	8.21%

资料来源: Wind、招商证券

公募基金 2018 年度半年报情况看,公募基金重仓前十的民参军公司分别为:振芯科技、海特高新、新研股份、北斗星通、海兰信、航新科技、景嘉微、高德红外、光威复材、华力创通。

表 5: 2018H 公募基金军工行业民参军持仓前十情况 (单位: 亿元)

序号	公司简称	企业类型	持有基金数	环比变动	持股总量 (万股)	调仓幅度 (万股)	持股总市值	持股占流通股比
1	振芯科技	民参军	81	39	4,514.86	28.43%	6.38	8.21%
2	海特高新	民参军	41	8	4,519.95	-4.58%	5.67	6.86%
3	新研股份	民参军	114	17	6,950.13	-32.47%	4.92	7.18%
4	北斗星通	民参军	41	1	1,729.51	29.45%	4.44	6.79%
5	海兰信	民参军	60	-14	2,796.63	-19.92%	3.94	10.20%
6	航新科技	民参军	61	-1	1,845.47	-3.10%	3.58	11.72%
7	景嘉微	民参军	63	23	763.39	95.84%	3.55	11.39%
8	高德红外	民参军	76	8	1,575.85	3.49%	2.11	3.31%

9	光威复材	民参军	51	3	417.33	908.50%	1.89	4.54%
10	华力创通	民参军	33	5	1,992.40	-27.64%	1.85	5.43%

资料来源: Wind、招商证券

持有的公募基金数量前十的公司分别为: 航天信息、中航光电、中直股份、中航飞机、中航沈飞、中航机电、内蒙一机、航发动力、中国重工、航天电子。

加仓前十的公司分别为: 航天信息、中直股份、内蒙一机、中航机电、航天电子、海格通信、中航飞机、航天发展、中航电子、中兵红箭。

减仓前十的公司分别为: 航发动力、四川九州、金信诺、航天电器、中国动力、北方导航、湘电股份、光电股份、钢研高纳、天银机电。

表 6: 2018H 公募基金军工行业持有基金数量前十情况 (单位: 亿元)

序号	公司简称	企业类型	持有基金数	环比变动	持股总量 (万股)	调仓幅度 (万股)	持股总市值	持股占流通股比
1	航天信息	航天科工	393	204	18,208.61	227.49%	46.01	9.86%
2	中航光电	航空工业	301	29	10,349.34	-8.29%	40.36	13.23%
3	中直股份	航空工业	294	-15	8,634.78	7.98%	34.53	14.65%
4	中航飞机	航空工业	277	56	23,150.90	21.79%	36.21	8.36%
5	中航沈飞	航空工业	242	192	10,537.22	521.94%	37.98	30.55%
6	中航机电	航空工业	233	72	39,875.45	134.33%	30.19	12.69%
7	内蒙一机	兵器工业	216	76	21,072.37	75.65%	26.85	21.94%
8	航发动力	航发集团	172	-13	11,068.43	7.55%	24.70	5.68%
9	中国重工	北船	166	-35	62,093.96	-9.35%	25.09	3.38%
10	航天电子	航天科技	166	50	31,399.02	42.72%	22.06	13.01%

资料来源: Wind、招商证券

表 7: 2018H 公募基金军工行业加仓前十情况 (单位: 亿元)

序号	公司简称	企业类型	持有基金数	环比变动	持股总量 (万股)	调仓幅度 (万股)	持股总市值	持股总市值变动
1	航天信息	航天科工	393	204	18,208.61	227.49%	46.01	34.04
2	中直股份	航空工业	294	-15	8,634.78	7.98%	34.53	32.06
3	内蒙一机	兵器工业	216	76	21,072.37	75.65%	26.85	12.39
4	中航机电	航空工业	233	72	39,875.45	134.33%	30.19	11.82
5	航天电子	航天科技	166	50	31,399.02	42.72%	22.06	4.90



6	海格通信	地方国资	153	-1	18,085.71	12.57%	14.52	4.65
7	中航飞机	航空工业	277	56	23,150.90	21.79%	36.21	4.10
8	航天发展	航天科工	126	43	10,951.39	6.77%	8.55	3.91
9	中航电子	航空工业	160	28	11,288.57	53.06%	14.74	3.68
10	中兵红箭	兵器工业	91	31	4,168.01	-29.08%	3.15	1.66

资料来源: Wind、招商证券

表 8: 2018H 公募基金军工行业减仓前十情况 (单位: 亿元)

序号	公司简称	企业类型	持有基金数	环比变动	持股总量 (万股)	调仓幅度 (万股)	持股总市值(亿元)	持股总市值变动
1	航发动力	航发集团	172	-13	11,068.43	7.55%	24.70	-16.22
2	四川九洲	地方国资	16	-5	1,927.89	57.46%	0.86	-9.84
3	金信诺	民参军	25	-6	1,681.97	6.58%	1.52	-8.89
4	航天电器	航天科工	118	11	7,108.58	25.91%	16.42	-7.11
5	中国动力	北船	128	7	5,837.48	-16.26%	10.19	-6.88
6	北方导航	兵器工业	57	-14	5,019.47	-33.22%	4.10	-6.63
7	湘电股份	地方国资	60	-24	9,249.30	18.72%	6.64	-5.98
8	光电股份	兵器工业	72	14	1,402.11	-45.05%	1.74	-5.58
9	钢研高纳	民参军	34	1	1,265.39	5.56%	1.18	-5.46
10	天银机电	民参军	19	-9	1,331.78	-18.43%	1.64	-5.42

资料来源: Wind、招商证券

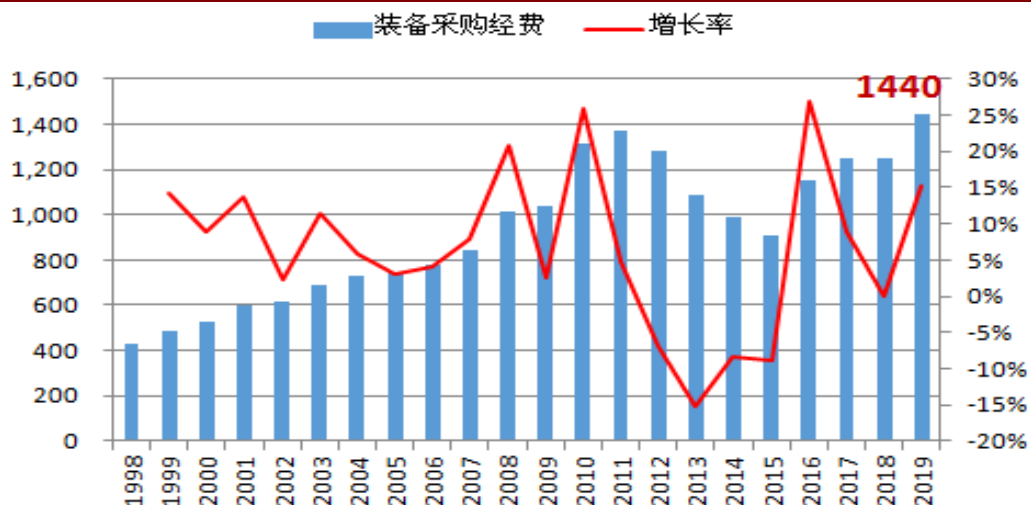
### 三、军工行业情况及投资建议

#### (一) 美国军费进入上升通道，航空装备是重点投入方向

2018 年 8 月，美国总统特朗普签署了总额达 7170 亿美元的 2019 财年国防授权法案，其中 6170 亿美元用于军购、军饷等基本开支，690 亿美元用于海外作战行动，220 亿美元用于核武器项目。

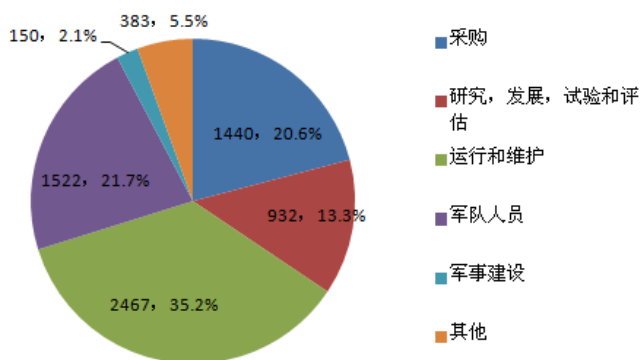
而从使用方向上来看，美国 2019 财年用于装备采购的预算达到 1440 亿美元，占总预算的 20.6%，而在采购装备中飞机采购占到 27.4%，是当之无愧的采购大头。美国的军费开支与其部队构成、战略定位基本吻合。而美国作为世界最强的军队，其发展模式对于正在稳步发展的中国军队有着重要的借鉴作用。

图 22: 美国 20 年来装备采购经费呈现增长趋势 (亿美元)



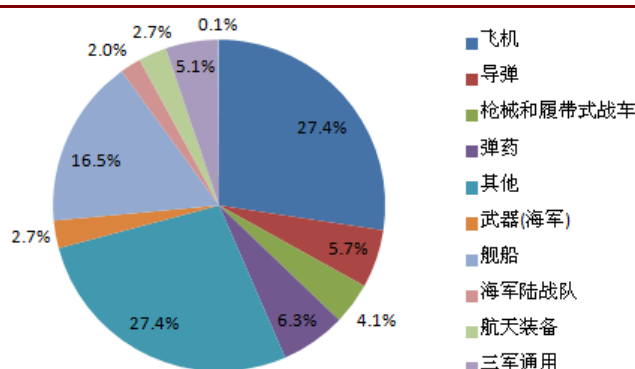
资料来源: DoD, 招商证券

图 23: 美国 2019 财年国防预算军队和国防建设部分分布情况 (亿美元)



资料来源: CEIC, 招商证券

图 24: 美国 2019 财年国防预算装备采购经费分布



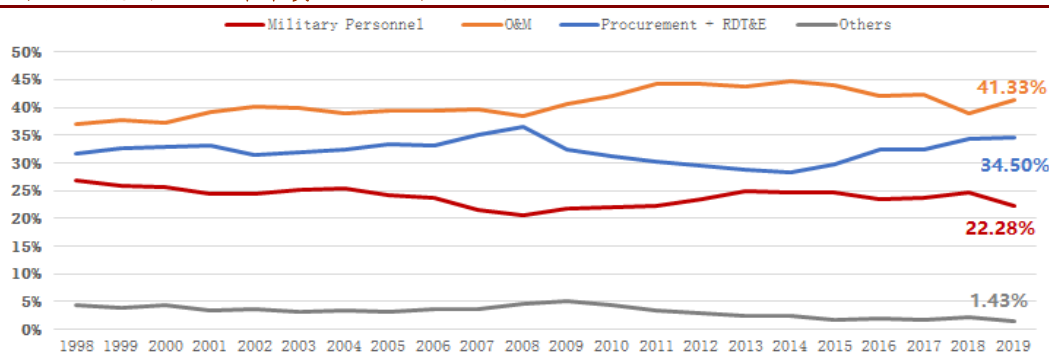
资料来源: CEIC, 招商证券

### 1、中美军费结构对比 (按用途)

通过分析美国近 20 年的军费支出结构可以发现:

- 1、日常训练维护费始终是军费开支中的大头,且变动趋势较为稳定,占比在 40%左右。
- 2、近年间用于装备采购和研发的军费比例在不断升高,2019 财年中占比超过三分之一。且装备采购和研发费用与人员安置相关开支间存在较为明显的“此消彼长”关系。
- 3、人员安置相关开支始终保持在低位,历史平均占比仅在 25%左右,表明美军现代化程度高,更加追求军队的“质量”。

图 25: 美国近 20 年军费支出结构 (按用途)



资料来源: DoD, 招商证券

根据《2010年中国的国防》白皮书披露,中国国防费的主要支出项目包括: **人员生活费** (主要用于军官、文职干部、士兵和聘用人员的工资津贴、住房保险、伙食被装等)、**训练维持费** (主要用于部队训练、院校教育、工程设施建设维护以及其他日常消耗性支出)、**装备费** (主要用于武器装备的科研、试验、采购、维修、运输和储存等) 三个方面,大体各占三分之一。对比发现我军人员安置费用明显偏高。

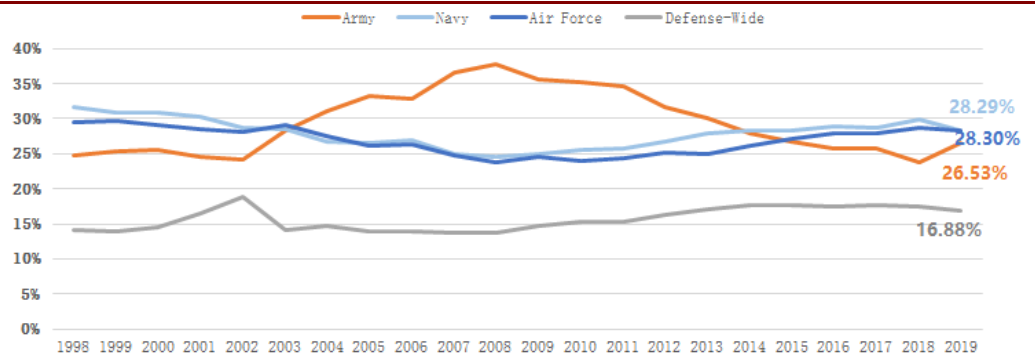
2015年9月3日,习主席在中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年纪念大会上郑重宣布:中国将裁减军队员额30万,裁撤对象将以非作战类部队人员为主。我们认为,减员的目的是为提升战斗力,而不是削弱战斗力。裁军省下来的钱将更多地用在刀刃上,促进武器装备的更新换代。同时裁员空出来的编制可以向战斗部队倾斜,推动军队编制体制的优化组合,产生“1+1”>2 或者“1-1”>0 的效果。预计随着军改的持续深化,我国军费使用结构将更加合理,军费支出将向训练维持费与装备费倾斜。

## 2、中美军费结构对比 (按军种)

通过观察美国近20年的军费结构中海陆空三军的占比,可以发现:

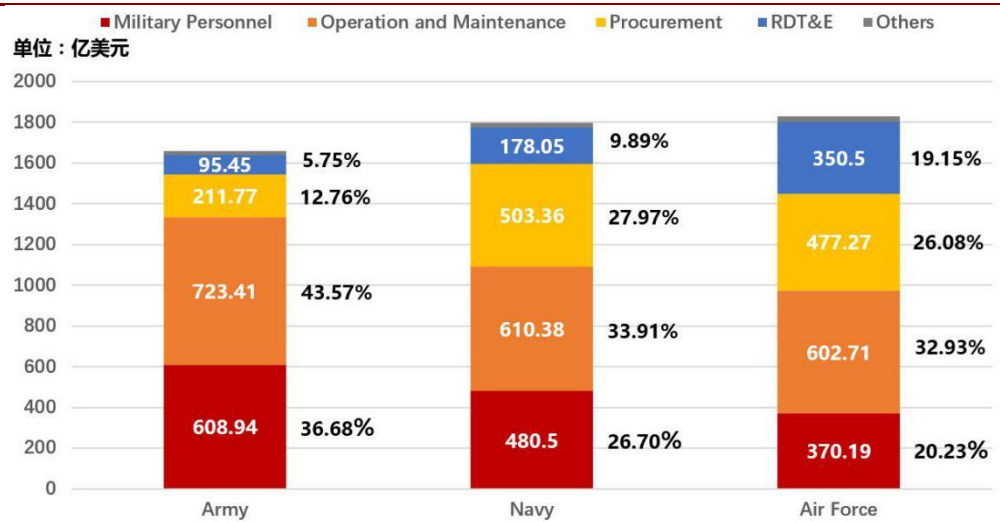
- 1、战争的发生会对陆军军费产生更大的刺激。现代战争形态在快速演变,海、空军的重要性不断攀升,但陆军作为“解决战争最后一公里的钢刀利剑”,其特殊作用仍然不可替代。
- 2、随着信息时代的发展,战争空间从占领陆地领域逐渐升级到占领海域和空间领域,海军和空军迅速发展。在美国的军费支出中,海军和空军一直占据较大比重。
- 3、陆军的军费支出主要用于人员安置和日常训练维护,用于装备采购的军费从绝对量和相对量上都远低于海、空军。
- 4、空军的研发费用在三军中处于绝对领先,意味着航空装备是美军未来发展的重点。

图 26: 美国近 20 年军费支出结构 (按军种)



资料来源: DoD, 招商证券

图 27: 美国 2018 财年三军军费支出结构



资料来源: DoD, 招商证券

## (二) 我国军队装备建设正不断加强: 高速发展期, 升级换代和新型号服役加速

受宏观经济影响, 我国国防预算自 2015 年起连续三年增速下滑, 根据政府工作报告, 2018 年中国 GDP 增速目标设定为 6.5%, 2018 年我国国防经费预算达 11069.51 亿元人民币, 增长 8.1%, 国防支出增长实现较大反弹, 超出市场预期。

我们认为, 进入 2018 年, 美日等国纷纷大幅提升军费支出, 我国周边安全局势持续紧张。而在党的十九大报告中强调, 要全面推进国防和军队现代化, 建设世界一流军队。为维护我国核心利益, 实现强军目标, 预计在未来较长时期内都将保持对国防和军队建设的大力投入。

图 28: 2018 年我国军费增速超预期



资料来源: Wind, 招商证券

近年来, 在全军机械化、信息化和现代化建设的大背景下, 海陆空三军武器装备升级换代加速, 新型号相继服役。

海军方面, 新型战舰等快速集中下水。2017 年 1 月, 新型导弹护卫舰鄂州舰服役; 2 月, 某新型训练舰威继光号入列; 3 月, 海军新型护卫舰六盘水舰入列; 4 月, 首艘国产航母下水; 6 月, 055 型驱逐舰首舰下水; 9 月, 首艘四万多吨级补给舰呼伦湖舰加入海军序列; 11 月, 056A 型护卫舰遂宁舰、056A 型护卫舰广元舰服役; 2018 年 1 月, 056 型护卫舰乌海舰、日照舰服役等。

陆军方面, 据《解放军报》去年 12 月报道, 陆军正对照十九大要求完善陆军“十三五”装备建设规划, 校正陆军装备建设发展方向。4 月 26 日, 国防部透露, 东风-26 导弹已列装火箭军。预期陆军装备升级换代也将加速。

空军方面, 2016 年以来, 运-20、歼-20 等新型号相继服役。进入 2018 年, 空军连迎新机服役。4 月 16 日中国空军发布消息称, 空军新型战斗机歼-10C 已经担负起战斗值班任务; 26 日, 国防部称苏-35 已列装部队。

表 9: 我国军队装备建设进入高速发展期

军种	时间	装备建设动态
海军	2017 年 1 月	新型导弹护卫舰鄂州舰服役
	2017 年 2 月	某新型训练舰威继光号服役
	2017 年 3 月	新型护卫舰六盘水舰服役
	2017 年 4 月	首艘国产航母下水
	2017 年 6 月	055 型驱逐舰首舰下水
	2017 年 9 月	首艘四万多吨级补给舰呼伦湖舰服役
	2017 年 11 月	056A 型护卫舰遂宁舰、056A 型护卫舰广元舰服役
	2018 年 1 月	056 型护卫舰乌海舰、日照舰服役
陆军	2017 年 12 月	正完善陆军“十三五”装备建设规划, 校正陆军装备建设发展方向
	2018 年 4 月	东风-26 导弹已列装火箭军
空军	2016 年 6 月	运-20 服役

2016年12月	歼-16服役
2017年3月	歼-20服役
2018年4月	歼-10C服役
2018年4月	苏-35服役

资料来源：互联网、招商证券

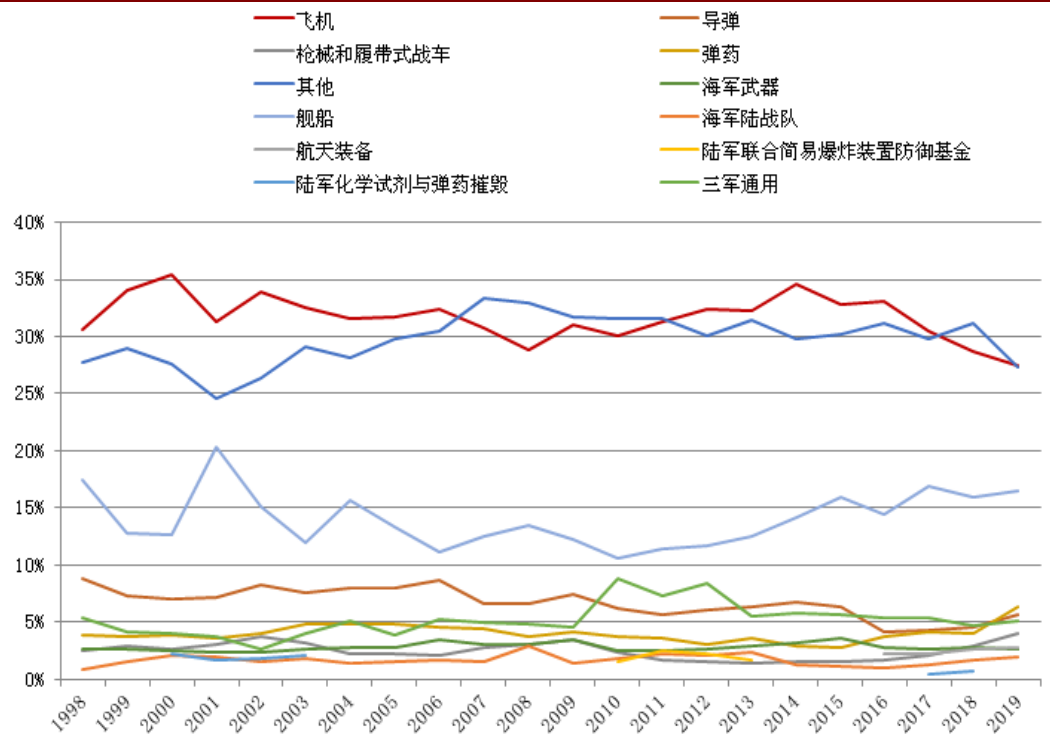
根据历史经验，每个五年计划之间军品交付前松后紧的情况较为明显。我们认为，2017年军工企业的订单、交付情况因为军改均受到不同程度影响，随着军品交付周期进入关键一年，国防支出增速的较大增长充分印证了行业基本面的改善，我国军队装备换装升级持续强烈，将带动行业内公司业绩的稳步增长，军工行业预计迎来重要投资机会。

### （三）对比美军，预计我国航空装备产业为未来重点方向

对比美国的军费投入情况，预计我国军费中航空装备的投入占比将不断增加：从美国20年来装备采购经费占比情况来看，航空装备占比一直遥遥领先，在30%左右。

从美国分军种军费结构来看，海军和空军是重点投入军种。随着信息时代的发展，战争空间从占领陆地领域逐渐升级到占领海域和空间领域，美国海军和空军的军费占比近几年来一直高于陆军，这也与其军事战略由反恐向大国竞争的转变相符合。

图 29：美国 20 年来军队装备采购经费中，航空装备占比遥遥领先



资料来源：DoD，招商证券

根据《国际飞行》2018年发布的报告，从保有量来看，我国不管是在战斗机、军用运输机还是直升机以及特种飞机上，与美欧俄等大国相比仍有较大差距，与我国的大国地位严重不符。

表 10: 中美俄军队飞机数量对比

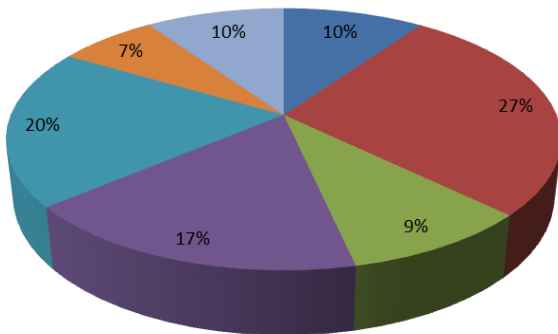
国家	中国	美国	俄罗斯
作战用飞机	2684	11359	3267
-战斗机	1523	2771	1523
-战斗直升机	809	5757	1360
-训练机	352	2831	387
支援用飞机	271	2405	547
-运输机	184	1058	375
-空中加油机	3	590	19
-特种飞机	84	757	153
飞机总数	2955	13764	3814

资料来源:《world air force 2018》, 招商证券

在从结构上看, 中国的四代及以上代次的机型仅占到全部战斗机比例的 40%, 绝大多数战斗机型仍为老旧的三代机型, 而美国则已经全面淘汰三代机, 换装四代及以上战斗机型。在航空装备的结构上仍然存在明显的代差。由于三代机型作为空中战斗平台的能力有限, 已无开发潜力, 为了追赶美军的步伐, 未来我军换装新机型的需求迫切。

图 30: 我国各类战机数量占比

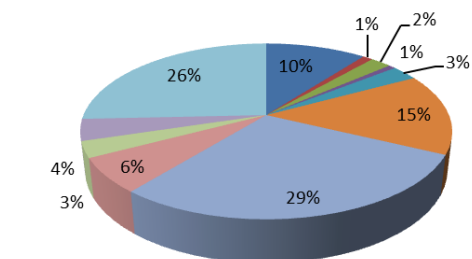
■ 轰6 ■ 歼7 ■ 歼8 ■ 歼10 ■ 歼11/歼15/苏27/30/33/35 ■ 歼轰7 ■ 强5



资料来源:《world air force 2017》, 招商证券

图 31: 美国各类战机占比占比

■ A-10C ■ AC-130J/U/W ■ B-1 ■ B-2  
 ■ B-52 ■ F-15 ■ F-16 ■ F-22  
 ■ F-35 ■ AV-8 ■ F-18



资料来源:《world air force 2017》, 招商证券

2016年11月1日-11月6日, 第11届珠海航展在广东珠海举办, 期间展出大量我军近年来现代化武器装备的研发成果。其中, 最引人注目的当属代表我国航空科技最高水平的第五代战斗机歼20首次亮相, 在航展首日做低空通场演示。另外, 16年正式入役的大型战略战术运输机运20也做了飞行表演。

2017年7月30日, 我军在朱日和训练基地举行庆祝中国人民解放军建军90周年阅兵, 空军歼-20、歼-16和歼-10B、运-20等多型装备接受了检阅。我国未来空军装备构成雏形渐现。

2018年8月3日, 新华社报道, 从2017年7月首次在庆祝建军90周年阅兵中亮相以来, 歼-16战机目前已装备多支歼击航空兵部队。根据此前媒体报道, 苏-35于今年2月已赴南海执行战巡任务; 歼-10C于4月中旬开始执行战备值班任务。这意味着, 我国三款3.5代战机(此处采用我国战机代际划分标准)均已形成战斗力, 进一步完善了我国空军装备体系。

图 32: 歼 20、歼 16 共同亮相朱日和演习



资料来源: 新浪军事, 招商证券

图 33: 珠海航展运 20 飞行展示



资料来源: 网络资料, 招商证券

2016 年 6 月, 运 20 正式服役, 2017 年 3 月, 歼 20 正式服役, 预计新型直升机的入役也即将到来, 而新型轰炸机也在研制当中。以上成就标志着我国航空国防力量建设即将迈入 20 时代。我们认为, 我国航空装备缺口巨大, 同时需求尤为迫切, 行业增长确定性高。预计随着我国四代机加速列装替换, 五代机逐步登上历史舞台, “十三五”期间我国航空装备产业有望进入量价齐升的重要阶段, 行业高景气度有望保持。

#### (四) “双百行动”带来新机遇: 国企混改提速, 军工为重点领域

2018 年 8 月, 国务院国有资产监督管理委员会下发了《关于印发〈国企改革“双百行动”工作方案〉的通知》(国资发研究[2018]70 号), 决定选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业, 在 2018-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。国资委要求入围企业要实现“五大突破、一个坚持”, 即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破, 同时要坚持党的领导。多家军工上市公司入选该名单, 包括航天电子、中航机电、中国长城、钢研高纳、长城军工等。

一方面, 此次“双百行动”是自上而下推动, 行动级别较高, 政策红利明显。另一方面, 从其名单的构成中可以看出, 混改企业数量不断扩大, 层级在不断提升, 领域在不断地拓宽。“双百行动”要求“在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革方面率先突破。重点是积极引入各类投资者实现股权多元化, 鼓励通过改制上市等多种方式发展混合所有制经济”。军工行业作为重点领域混合所有制改革试点, 在前期三批混改试点名单里已有明确。我们认为, 国企混改, 特别是军工企业混改已进入全面提速期。

表 11: 入选国企改革“双百行动”军工集团及上市公司情况

入选集团	入选单位	备注
中国航空工业集团有限公司	中航通用飞机有限责任公司	相关上市公司: 中航重机、中航三鑫、中航电测
	中国航空技术国际控股有限公司	相关上市公司: 天虹股份、深南电路、深天马 A、飞亚达 A、中航善达、中航国际控股 (0161.HK)、中国航空工业国际 (0232.HK)、中航国际船舶控股有限公司 (021.SG)、德国洪堡 (KWG.F)



	中航机电系统有限公司	相关上市公司: 中航机电
中国航空发动机集团有限公司	中国航发商用发动机有限责任公司	
	中国航发湖南南方宇航工业有限公司	
中国商用飞机有限责任公司	上海航空工业(集团)有限公司	
	上海翔运国际货运有限公司	
中国核工业集团有限公司	中核第四研究设计工程有限公司	
	中核控制系统工程有限公司	
	中国核工业华兴建设有限公司	中国核建子公司
	中国核工业二三建设有限公司	中国核建子公司
中国航天科技集团有限公司	北京神舟航天软件技术有限公司	
	上海航天设备制造总厂有限公司	
	航天时代电子技术股份有限公司	航天电子
中国航天科工集团有限公司	湖南航天有限责任公司	
	航天云网科技发展有限责任公司	
中国船舶工业集团有限公司	中国船舶(香港)航运租赁有限公司	
	九江精达检测技术有限公司	
中国船舶重工集团有限公司	重庆前卫科技集团有限公司	
	中船重工(邮鄂)派瑞特种气体有限公司	
	山西汾西重工有限责任公司	
中国兵器工业集团有限公司	武汉重型机床集团有限公司	
	内蒙古北方重工业集团有限公司	相关上市公司: 北方股份
中国兵器装备集团有限公司	万友汽车投资有限公司	
	四川华川工业有限公司	
中国电子科技集团有限公司	中国电子科技网络信息安全有限公司	相关上市公司: 卫士通
	中电力神有限公司	
	中电科电子装备集团有限公司	

中国电子信息产业集团有限公司	中国长城科技集团股份有限公司	中国长城
	华大半导体有限公司	相关上市公司: 上海贝岭、中电华大科技(0085.HK)、SOLOMON SYSTECH(2878.HK)
	中国电子系统技术有限公司	
中国钢研科技集团有限公司	北京钢研高纳科技股份有限公司	钢研高纳
	中科钢研节能科技有限公司	
	安徽长城军工股份有限公司	长城军工
	湖南湘电动力有限公司	湘电股份子公司

资料来源: 国企改革“双百行动”信息化工作平台, wind, 招商证券

**坚定看好下半年军工企业推进改革带来行业超额收益。**我们认为, 今年有望成为军工改革的落地之年, 除了“双百行动”, 军工科研院所改制亦进入关键时期, 军工企业混合所有制改革、内部激励机制和市场化薪酬机制改革、军品定价机制等都有望不断推进, 释放军工企业潜力, 提高盈利能力。

表 12: 部分重点推荐标的上半年数据一览(亿元)

证券代码	证券简称	营业收入	营收增速	归母净利润	归母净利润增速	扣非净利润增速	18PE	PB	PS
002013.SZ	中航机电	54.50	11.7%	2.89	13.5%	52.7%	29	3.4	2.7
600760.SH	中航沈飞	62.57	519.3%	1.00	123.9%	407.1%	59	7.0	2.0
2357.HK	中航科工	146.24	4.8%	5.98	8.6%	-0.3%	18	1.5	0.7
300114.SZ	中航电测	7.01	19.6%	0.91	28.2%	30.9%	34	3.9	4.4
600893.SH	航发动力	83.12	5.8%	3.60	125.9%	253.6%	45	2.1	2.3
000768.SZ	中航飞机	132.72	23.5%	1.62	77.3%	166.4%	81	2.7	1.3
600038.SH	中直股份	53.59	0.9%	1.78	16.0%	14.2%	44	3.0	1.8
600482.SH	中国动力	119.68	2.8%	6.17	10.0%	13.0%	24	1.2	1.4
600879.SH	航天电子	60.71	8.7%	2.24	7.1%	6.0%	35	1.5	1.3
300065.SZ	海兰信	3.19	-0.1%	0.60	23.5%	21.6%	37	4.3	6.1

资料来源: wind, 招商证券

## 四、重点推荐标的

### 中航机电(002013)

1、公司业务持续向好, 盈利能力持续提升: 一方面, 整个航空工业在推进均衡生产方面成果逐步显现, 另一方面, 在航空装备加速列装的背景下, 公司作为航空产业链上重要的系统公司, 经历了产品结构新旧更替之后, 新产品逐步放量, 整体增长预计有望提速, 同时新产品比重增加有助于公司盈利能力持续增强。从 2018 年中报情况看, 各项业务均保持增长, 盈利能力持续提高, 期内公司实现营业收入 54.5 亿元, 同比增长 11.68%, 实现归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 13.53%, 实现扣非归母净利润 2.15 亿元, 同比增长 52.67%。

2、平台地位明确，资产整合稳步推进：公司近几年不断进行资产整合，2018年8月顺利发行可转债募集资金21亿元，扣除发行费用之后将主要用于三个部分，第一部分为收购新航工业（7亿）和宜宾三江（2.6亿）；第二部分为五个航空机电产业化项目投资（6.3亿）；第三部分是补充流动资金（5.76亿）。新航工业和宜宾三江业绩表现超预期，目前股权已完成转让，从二季度起并表追溯调整。另外同属机电系统的609、610研究所也具备较强盈利能力，在国家大力推进科研院所改制的背景下，未来改制注入有望持续推进。

3、民机领域业务拓展可期：2018年3月公司公告子公司庆安集团与德国TechSAT公司、法国Nexeya公司签订战略合作备忘录，将针对机电系统（飞控系统、作动系统、舱门和滑梯系统）以及用于安全关键系统的研发、生产及维修的仿真、集成和测试技术方面展开合作。随着合作的深入，可以提升上市公司在复杂系统设计、集成、验证等方面的技术能力，建立符合适航要求的民机正向研发体系，提高航空产品研制和技术研究效率，民机领域的拓展未来可期。

4、员工持股，利于公司长远发展：2016年3月，公司通过资管计划“机电振兴1号”实现了公司总部及下属子公司核心骨干人员的持股，认购总金额1.52亿元，限售期36个月。此资管计划在军工央企中具有标杆示范意义，实现了企业发展同员工价值的“双赢”局面，将有利于激发员工积极性，进而激发公司活力，利于公司长远发展。

5、盈利预测：预计公司2018-2020年EPS为0.27、0.32、0.41元，维持“强烈推荐”评级！

## 中航沈飞（600760）

1、航空主业保持增长：2017年，公司完成了重大资产重组，主营业务转变为航空产品制造业务。公司航空主业保持增长，一方面是我国航空装备加速列装的趋势较为明显，歼击机下游需求强烈。另一方面是得益于航空工业集团大力推进均衡生产。我们认为，航空工业作为一个复杂而庞大的系统，推进均衡生产有助于我国航空装备供应链体系的不断完善，增强公司生产计划管控与供应链管控能力，在下游需求持续旺盛的情况下，公司航空主业发展有望继续加速增长。上半年均衡生产效果显著，期内实现营业收入62.57亿元，同比增长519.27%，实现净利润10,168.61万元，归属母公司所有者的净利润9,974.74万元，同比扭亏。

2、行业景气度高，公司优势明显：沈飞公司被誉为“中国歼击机摇篮”，是中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地，产品谱系涵盖我国已列装的重型、远程二代和三代歼击机，同时逐步向先进歼击机以及海基歼击机衍生，形成了较为完整的歼击机产品系列，在研发能力、生产制造以及质量体系方面具有核心竞争力和领先的行业地位，稀缺性和成长性兼备。预计随着我国四代机加速列装替换，五代机逐步登上历史舞台，“十三五”期间我国航空装备产业有望进入量价齐升的重要阶段，行业高景气度有望保持。

3、大股东参与配套融资，彰显对未来发展信心：公司2017年实施重大资产重组配套融资为16.68亿，参与者为中航工业、机电公司和中航机电，分别认购11.68亿、1.68亿和3.34亿，认购价格为27.91元/股，大股东及相关产业链公司的参与彰显其对公司未来发展的信心。

4、盈利预测：预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.61、0.73 和 0.87 元，维持“强烈推荐”评级。

## 中航科工 (2357.HK)

1、收入规模增长，毛利率提升，航电业务呈亮点。上半年，公司加快轻型直升机创新产品研发进度，加大了航空零部件研发投入，大力开拓直升机通用航空市场等，经营情况良好，实现收入和利润双增长。

(1) 收入增长主要得益于航空零部件板块业务收入的增长，板块营收占比 51.67%，规模达 74.66 亿元，同比增长 8.96%，实现分部业绩 11.34 亿元，同比增长 11.72%，主要由于航电业务收入增长带动毛利额增长，以及部分附属公司获得投资收益增加。具体来看，中航光电上半年营收和归母净利润分别同比增长 18.2%和 5.37%，中航电子上半年营收和归母净利润分别同比增长 8.97%和 1.77%。

(2) 航空整机业务收入 45.16 亿元，同比降低 4.77%，分部业绩为 1.77 亿元，同比增幅为 9.94%，主要原因是部分直升机产品毛利率提升，拉动业绩增长。具体来看，中直股份上半年净利润增长 15.98%，综合毛利率为 12.63%，同比增长 2.69%。

(3) 航空工程服务板块收入 24.67 亿元，较上年同期增长 4.71%，分部业绩为 1.4 亿元，同比降低 24.73%，主要原因为毛利率较高的航空工程规划设计咨询类业务受合同签订进度滞后影响，收入同比减少，毛利额降低，导致业绩下降。

(4) 上半年实现毛利 32.04 亿元，同比增长 8.10%，综合毛利率 22.17%，较上年同期增长 0.92 个百分点。

(5) 管理费用、销售费用和财务费用同比分别增加 17.13%、7.51%和 14.19%，主要分别因为加大研发投入、开拓市场增大销售人员人工成本和中航电子发行可转债增加财务开支。

2、力推军民融合，百亿基金助力产融结合。公司力推军民融合，作为军民融合、以融促产的重要手段，上半年公司以现金出资人民币 7000 万元成立中航融富（北京）基金管理有限公司，作为普通合伙人，持股 50%。此基金将成为航空工业实施军民融合国家战略的重要平台，拟发起数百亿级的航空工业军民融合产业基金，主要投资航空军民融合发展项目。我们认为，军民融合基金的设立，有助于公司更好地落地其三大旗舰发展定位。

3、逐渐剥离非航业务，进一步聚焦航空主业。2018 年 8 月，公司公告转让所持有的中航传媒 53.635%股权，一方面，中航传媒以图书、期刊出版为主业，出售有助于公司专注航空高科技业务发展；另一方面，中航传媒盈利能力低，业绩不达预期，出售有助于改善公司利润水平。

4、H 股全流通，大股东积极增持，公司发展站上新台阶。上半年，公司内资股转换 H 股已正式于联交所上市，是军工央企中的第一家，也反映出公司在体制创新和深化改革方面的持续努力。我们认为，这将有助于公司市值管理，以及市场流动性和关注度的提高，也进一步丰富了国企改革可以凭借的手段。另外，控股股东航空工业集团适时增持 327 万股，也体现了集团对于公司发展的信心。

5、业绩预测：预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 13.41 亿、15.44 亿和 18.37 亿人民币，对应 EPS 为 0.22、0.26 和 0.31 元人民币，维持“强烈推荐-A”评级。

## 中航电测（300114）

1、上半年三大主营业务均保持增长，生产经营效率稳步提高。公司三大主营业务均保持了稳定增长，其中航空和军工业务实现收入 1.04 亿，同比增长 24.42%，毛利率 38.24%，同比增长 6.56%，实现了收入和毛利率的双增长，一方面是因为公司本部驾驶舱智能控制系统和吊挂投放系统等新产品稳步推进，带来新的增长点，另一方面是军改影响消除之后一零一业务的逐渐恢复；应变电测与控制业务实现收入 3.14 亿，同比增长 9.27%，毛利率 31.53%，同比减少 1.28%，主要是交付节奏的影响，下半年预计增速有望回升；智能交通业务实现收入 2.54 亿，同比增长 34.58%，毛利率 37.56%，同比减少 0.41%，主要是子公司石家庄华燕配备加快了对前期发出商品的安装进度，在符合收入确认条件下及时确认收入。另外公司管理费用、销售费用和财务费用分别为 8092 万元、5308 万元和-617 万元，同比变化分别为 8.92%、12.35%和-98.98%，三项费用整体增长 7.9%，低于收入和利润增速，生产经营效率逐渐提高。

2、积极开拓新兴领域市场，践行军民融合发展战略。公司立足主营业务与核心技术，不断推进军民融合，新兴领域市场开发不断取得成果，期内航空军工业务中驾驶舱控制分系统、直升机吊挂投放系统及武器装备重量重心测量系统等新产品项目均顺利推进；应变电测与控制业务深挖在消费电子、医疗健康等新兴领域市场需求；智能交通业务在安检智能信息化产品、新能源智能驾培项目等不断取得进展。军民融合战略的推进和新市场的开拓有力支撑了公司未来的可持续发展。

3、员工激励实现双赢。公司股权激励完备，公司本部、石家庄华燕以及一零一的高管和核心员工，均通过不同渠道获得了公司的股份，另外，公司正在推进新一期的股权激励方案，有利于激发核心骨干人员创业活力，充分调动高级管理人员与骨干员工的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，促进公司未来经营业绩平稳快速提升。

4、盈利预测和投资建议：预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 1.78、2.21 和 2.78 亿元，EPS 分别为 0.30、0.37 和 0.47 元，维持“强烈推荐”评级！

## 中直股份（600038）

1、航空主业保持平稳，盈利能力有所提升：公司是国内直升机制造业的主力军，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，目前已逐步完成主要产品型号的更新换代，完善了直升机谱系，基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局。上半年业绩保持平稳，盈利能力有所提升。期内期内实现营业收入 53.59 亿元，同比增加 0.94%，归母净利润 1.78 亿元，同比增长 15.98%；公司综合毛利率为 12.63%，同比增长 2.69%。

2、研发投入大增，现金流改善明显：我们预计公司在推进新产品研制和现有型号对标提升方面不断加大投入，未来全谱系发展潜力可期，特别是 10 吨级通用直升机的应用领域广，市场空间巨大，一旦新型号正式投产，将为公司未来业绩贡献巨大增量；2017 年公司实现经营性现金流 61.36 亿元，同比由负转正并大幅增加，现金流改善明显。

3、军民融合持续推进，直升机行业前景广阔：直升机是军民深度融合的典型高科技装备，一方面，直升机在国防领域发挥着重要的作用，而我国与世界先进国家在直升机保有量和质量方面仍有较大差距；另一方面，直升机可广泛服务于工业、农业、能源、交通、旅游、安保等众多领域，承担着拉动我国国民经济增长的重要使命，是我国实现产业转型升级的重要依靠，国务院办公厅于 2016 年 5 月发布了《关于促进通用航空业发展的指导意见》，明确指出至 2020 年将建成 500 个通用机场和 5000 架通用航空器，年飞行量达 200 万小时以上，通用航空业经济规模要超过 1 万亿元。我们认为未来我国直升机行业前景广阔。

4、业绩预测：预计 2018-2020 年 EPS 为 0.85、1.01 和 1.24 元，维持“强烈推荐”评级！

## 中航飞机（000768）

1、我国航空装备加速列装的趋势较为明显，公司军民用运输机等航空产品下游需求强烈；航空工业集团大力推进均衡生产，公司在生产计划管控、生产过程控制等方面加强管理，均衡生产取得了一定的成效。上半年实现收入 132.7 亿，同比增长 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，同比增长 166.40%。

2、军民用市场空间广阔：公司产品在军民用市场均有广阔空间，军用领域，公司作为我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机及民用涡桨支线飞机制造商及零部件供应商，将长期受益于航空装备的加速发展；民用领域，随着 ARJ21 的正式运营，C919 和 AG600 先后首飞，我国的民机产业已经蓄势待发。目前 ARJ21 和 C919 已经分别有 453 架和 815 架订单，而公司是民机产业的重要参与者，承担了 ARJ21 飞机的机翼、机身等 85%以上的零部件制造，是新舟系列飞机的总装单位，大型客机 C919 和水陆两栖飞机 AG600 的重要零部件供应商，公司在民机行业领域的拓展值得期待。

3、业绩预测：预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.19、0.22 和 0.26 元，维持“强烈推荐”评级！

## 航发动力（600893）

1、航空发动机主业增长趋势明显，毛利率略有下滑。公司期内实现主营业务收入 81.14 亿元，同比增长 5.54%，主营业务三大板块中，航空发动机及衍生产品实现收入 68.2 亿元，同比增长 14.58%；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%。进一步聚焦主业，航空发动机业务占比进一步提升。期内航空发动机业务毛利率为 19.56%，同比下降 3.46%，主要是交付产品结构有所变化，盈利能力较强的维修业务同比下降，以及检修成本和固定成本等同比上升所致。

2、国家投入加大，财务结构改善，期间费用同比大幅减少提升盈利能力。公司本期期间费用 10.96 亿元，同比减少 22.48%，其中管理费用 8.5 亿元，同比减少 1.26 亿，减幅 12.88%，主要是公司自筹的研究开发支出同比减少 0.55 亿元，科研项目分摊管理费同比增加 0.32 亿元，另外修理费、职工薪酬同比分别减少 0.38 亿元和 0.14 亿元；财务费用 1.53 亿元，同比减少 1.78 亿元，减幅 53.77%，主要是公司去年募集资金的到位使得财务结构改善，负债降低，利息支出同比大幅减少。随着国家投入加大特别是专项资金的逐步落地，募集资金降低负债水平，公司盈利能力不断提高。

3、三大子公司发展势头良好，未来前景可期。公司下属三大子公司中，黎明公司实现收入 43 亿元，同比增长 12.08%，其中航空发动机主业实现收入 39.3 亿元，同比增长 16.16%，实现利润总额 1.63 亿元，同比减少 3.92%，实现归母净利润 1.42 亿元。南方公司实现收入 12.81 亿元，同比增长 34.91%，其中航空发动机主业实现收入 11.99 亿元，同比增长 35.64%，实现利润总额 1.46 亿元，同比增长 118.43%，实现归母净利润 1.36 亿；黎阳动力实现收入 8.59 亿元，同比增长 11.40%，其中航空发动机主业实现收入 8.22 亿元，同比增长 12.05%，实现利润总额-3158 万元，同比增长 58.00%，实现归母净利润-2701 万元。三大子公司收入均保持了两位数增长，航空发动机主业增速更快，表明行业景气度在持续改善，各类型发动机在加速列装和交付，特别是南方公司增长最快，表明涡轴和涡桨类发动机交付同比大幅增长。

4、收入和业绩有望逐步改善。一方面国内航空装备制造技术水平高速发展，随着我国航空装备的加速列装，战斗机、运输机以及直升机数量不断增多，对发动机需求量日益增加，国产军用航空发动机成熟度不断提高，国产化替代进程稳步推进，整体数量规模将不断加大，收入预计将保持增长并不断加快；另一方面，数量规模的增长将不断摊薄研发投入，国家两机专项等扶持产业发展的力度明显加大，也将为公司发展提供坚强后盾，因此我们认为公司未来的收入将保持稳定增长，业绩也有望逐步改善。

5、盈利预测：预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.52、0.62 和 0.79 元，维持“强烈推荐”评级！

## 中国动力（600482）

### 1、非船民品业务高速增长，盈利能力保持稳定

公司上半年实现营业收入 119.68 亿元，同比增长 2.81%，其中军品收入占比为 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%，以此推算期内公司实现军品收入 19.66 亿，同比减少 6.17%；非船用民品业务收入 76.0 亿，同比增长 12.56%；船用民品收入 24.00 亿，同比减少 14.10%。非船用民品业务是公司上报年收入增长的主要来源，但由于民品业务毛利率相对较低，对公司整体毛利率有一定影响，期内公司综合毛利率下降 1.14%至 14.33%。公司本期发生期间费用 8.73 亿元，较上年同期减少 1.51 亿，其中销售费用 2.05 亿，同比增加 0.02 亿；管理费用 7.45 亿，同比减少 0.41 亿，管理效率稳步提升；财务费用-0.78 亿，同比减少 1.12 亿，期内公司期间费用率为 7.3%，同比减少 1.51%，净利润率 5.48%，同比增长 0.29%，盈利能力保持稳定。

## 2、军民融合稳步发展，长期受益于海军装备升级需求

从公司主要子公司的经营状况来看，公司化学动力业务子公司风帆公司上半年实现收入 50.45 亿，同比增长 44.31%，占到公司总收入的 38.9%，增长势头迅猛，是公司上半年收入增长的重要来源。公司在车用启动电池及高性能启停电池市场处于领先地位，受益于 AGM 起停电池替换市场增长显著，增长势头有望保持。子公司广瀚动力主要从事燃气动力和蒸汽动力业务，报告期内，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，实现收入 5.51 亿，同比增长 14.26%。子公司长海电推主要从事舰船化学动力相关军品生产业务，上半年实现收入 12.57 亿，同比增长 8.90%，反映出公司军品业务二季度保持平稳增长。公司作为我国海军大中型舰船上的中高速柴油机、燃气动力装置和蒸汽动力装置的主要供货单位，未来将受益于海洋强国战略和海军转型及装备升级需求，推动公司业绩继续保持稳定增长。

## 3、积极推进内部资源整合，优化产能结构，提升经营效率

报告期内，公司继续积极推进内部资源整合：1）先后完成火炬能源 100%股权转让至风帆公司、公司内部军民用化学动力业务的重新调整，解决化学动力板块内部的内业竞争和重复投资问题，优化化学动力产业结构，实现化学动力板块的快速发展。2）为进一步减少中高速柴油机业务的同业竞争，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。3）使用自有资金收购重齿公司的 29.80% 股权，同时公司将推动动力装备与传动装备的产业链整合，统筹现有子公司动力装备业务与重齿公司传动业务的协同和技术研发合作，进一步提升公司动力系统集成能力，发挥协同效应，增强核心竞争力。

## 4、盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.79、0.91 和 1.06 元，维持“强烈推荐”评级！

## 中航资本（600705）（军工&非银联合）

1、引战投方案落地，资本运作稳步推进。（1）公司拟用上市公司旗下中航投资为主体，增资扩股不超过 110 亿。增资完成后，公司持股中航投资比例不低于 70%。本次百亿增资方案将较大增强公司在捕捉军民产融结合方面的重大投资能力和实力，明显提高公司外延发展能力。（2）员工持股计划有效激发员工热情。本次员工持股计划合计规模超过 1 亿元。（3）按计划完成对部分成员单位增资，为业务发展提供资本支持。

2、军民融合升温，顺应时代大势。国办发 91 号文明确指出“当前和今后一个时期是军民融合的战略机遇期”，“积极稳妥推动军工企业混合所有制改革”，公司作为唯一军工背景央企金控，具备产融结合优势。年初，公司全资子公司中航航空投资出资 3150 万元共同设立中俄直升机联合技术有限公司，参股 21%。公司旗下有多个高新技术产业优质项目，未来仍将重视航空产业投资发展，将产融结合落实到位，为长期业绩增长增添砝码。

3、中航租赁乘势军民融合东风，发展动能十足。中航租赁 2017 年营收 55.43 亿元，YOY+34.72%；净利润 10.22 亿元，YOY+27.77%。整体业绩延续中报的强劲增速。中航租



赁作为国内唯一央企投资且拥有航空工业背景的专业租赁公司，在一带一路战略持续推进背景下优势显著，2017年新签合同354单，合计规模457亿元。

4、中航信托规模增稳健增长，结构优化，回归本源。2017年，信托资产规模6578亿元，同比增长38.54%；固有资产118亿，同比增长36.88%；净利润16.28亿元，同比增长25.07%，涨幅均领先行业。在大资管新规即将正式落地的背景下，公司主动管理能力将成为核心竞争力。公司将立足自身优势，把握“一带一路”、军民融合、精准扶贫、“中国制造2025”、国企改革等主题机会，加速实现转型，回归业务本源。

5、中航证券受市场影响，待增资后绽放光芒。2017年中航证券营收9.62亿，同比下降8.99%，净利润3.55亿，同比下降20.58%。整体表现弱于行业，主因经纪业务下滑明显。完善经纪业务布局网点，扩大资本中介型业务投入。在行业整体向龙头集中的大趋势下，公司当前资本规模较小一定程度上制约公司竞争力，期待公司完成增资后完善经纪业务布局网点，扩大资本中介型业务投入，实现全面突破。2017年公司股基市占率0.16%较上年明显下降。IPO表现不俗拉动投行业绩，2017年投行业务贡献营业利润1.4亿元，成最大业务板块。

6、财务公司继续专注服务于集团，期货公司盈利能力渐强。2017年中航财务净利润6.70亿元，同比+8.0%。财务公司主要为集团成员提供财务管理及多元化金融服务，资金使用效率极高ROAE超过45%。中航期货实现净利润0.17亿元，同比+13.3%，在市场逐步修复企稳的大背景下，预计期货交易限制将有所松绑，未来发展空间打开。

6、投资建议：预计2018-2020年公司EPS为0.38、0.45、0.54元，维持“强烈推荐”评级！

## 航天电子（600879）

1、各项经济指标呈现平稳增长，盈利能力保持稳定。

上半年公司实现营业收入60.71亿，同比增长8.73%，营业成本同比增长9.41%，整体毛利率为15.81%，较上年同期下滑0.5%，整体保持平稳。公司本期发生期间费用6.79亿元，较上年同期增加0.28亿，其中销售费用0.92亿，同比下降17.29%，主要是职工薪酬、运输费、包装费减少所致；管理费用4.98亿，同比增加6.77%，保持稳定；财务费用0.89亿，同比增加21.75%，主要是由于公司下游客户特殊性，贷款集中在年底支付，导致公司本期末应收票据、应收贷款分别为13.07亿、39.95亿，同比增加7.04%、9.35%，随着经营规模扩大，公司增加短期借款导致财务成本有一定上升，预计随着公司通过均衡结算或加大预付款等方式减轻公司资金占用压力，下半年贷款陆续到位，财务成本有望逐步降低。期内公司期间费用率为11.18%，同比减少0.48%，净利润率3.97%，同比增长0.12%，盈利能力保持稳定。

2、传统主业优势专业地位稳固，系统化集成产品有望成为公司新的增长点。

从具体业务来看，公司负责测控通信业务的重要子公司航天长征上半年实现收入10.05亿，同比增长13.56%，净利润0.92亿，同比增长13%，增长势头良好；相对较小的子公司上海航天期内实现收入4.84亿，同比增长31.77%，净利润0.33亿，同比略减0.45%，在面对加剧的市场竞争面前，公司整体仍然实现收入、利润的稳定增长，反应出公司在测控通信等传统专业领域的领军地位，预计公司航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等传统优势专业将充分受益于我国航天产业发展。此外公司负责电线、电缆产

品的子公司航天电工上半年实现收入 20.67 亿，净利润 0.23 亿，该公司 17 年全年实现收入 44.01 亿，净利润 0.98 亿，反应出电缆产品市场的价格竞争激烈。其他新兴业务方面，期内公司新型巡飞攻击型无人机首次成功完成实弹验证，某型精确制导炸弹以及搭载自主研发的新型发动机的 FH-91 无人机首飞试验均取得圆满成功，主动式太赫兹安检系统在乌鲁木齐火车南站示范应用良好，目前已推广至深圳市地铁开展试用，公司的新产品推广进度良好，其系统化集成产品有望成为公司新的增长点。

3、入选国企改革“双百行动”企业名单，有望引领航天科技集团改革步伐。

近期，国资委公布国企改革“双百行动”企业名单，航天电子直接入选其中，公司资本运作步伐一直走在航天科技集团前列，2016 年 10 月已实现大股东航天科技九院旗下企业类资产的整体上市。公司作为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，后续九院优质院所类军工资产预期充分。航天科技集团 2016 年曾提出十三五期间资产证券化率由 15%提升至 45%，公司将有望充分受益于国企改革的新一轮浪潮！

4、业绩预测

预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.21、0.24 和 0.29 元，维持“强烈推荐”评级！

## 海兰信（300065）

1、提前布局智能航行系统市场，海事业务规模显著提升。

上半年，公司航海智能化领域收入为 1.27 亿元，比去年同期增长 58.53%，毛利率为 32.09%，比去年同期下降 18.59%；期内公司按节点交付了“国家智能船舶 1.0 研发专项”的智能航行系统，并逐步得到行业的认可，公司为提前布局后续智能航行系统在船东市场的改造升级，在期内着重提高当前在船东市场的业务规模和集中度，智能航海领域业务收入增长显著，超过 58%。但鉴于部分产品为船东指定，导致海事业务毛利率出现较大下滑。目前，公司以 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表，全面覆盖两船集团；而根据公司与扬子江船业集团签署的合作协议，扬子江船业将从今年起的未来三年，在建造的船舶中优先选用海兰信的智能化装备，且每年采购目标不低于 1 亿元。预计随着国际航运市场回暖，智能船不断推广，公司海事业务将为公司稳定贡献利润。

2、劳雷产业市场潜力较大，收购事项有望加速推进。

上半年，公司海洋观测领域收入 1.85 亿元，比去年同期下滑 20.07%，主要是受劳雷产业下游客户采购滞后的影响。劳雷产业期内实现收入 1.18 亿元，净利润 1737 万元，同比出现一定下滑，截至 2018 年 7 月 31 日，劳雷产业手持订单近 3,000 万美元，预估年度内合计新签订单金额不低于 6,000 万美元，在手订单充沛。但由于下游政府、院校客户受财政预算和机构改革等影响，上半年业绩未能显著体现，预计下半年业绩贡献将明确提升。同时 2018 年至 2020 年将是海底网建设具体政策规划落地的重要年份，公司目前跟进项目市场规模在 40 亿左右。保守预估，在 2018 年通过海兰信体系的市场渠道开拓，将为劳雷业务带来不低于 5,000 万元增量订单；2019 年与 2020 年将在海洋水文、海底地质、海洋气象、目标探测、座底原位观测建设等方面带来不低于 2 亿元的增

量订单，市场潜力大。公司此前拟发行股份收购海兰劳雷剩余 45.62% 股权，作价 6.63 亿元，发行价格调整后为 16.88 元，但由于原申请材料中的财务数据需要更新，已申请中止审查。海兰劳雷业绩承诺在 2018-2020 年度合并报表中扣非后归母净利润分别不低于 8,929.91 万元、10,163.27 万元、11,072.00 万元。截止目前，公司已经完成财务数据更新，将尽快申请恢复审查，预计收购事项有望加速推进。

3、小目标雷达业务布局稳步推动，示范工程有望促进业务全国推广。

期内公司小目标雷达业务稳步推进，受益于小目标雷达的规模应用，带动公司海洋观监测业务毛利率的稳定增长。目前公司的智能雷达综合观监测系统已经实现中国近海岸基主要区域的监测覆盖，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，并在多个领域进行行业推广应用，目前国家部委中国海警局已经启动试用雷达数据服务，效果良好，为后期在其他单位推广海洋数据服务购买模式奠定了基础，有望进而促进公司海洋观监测产品向全国各涉海管理单位的推广布局。

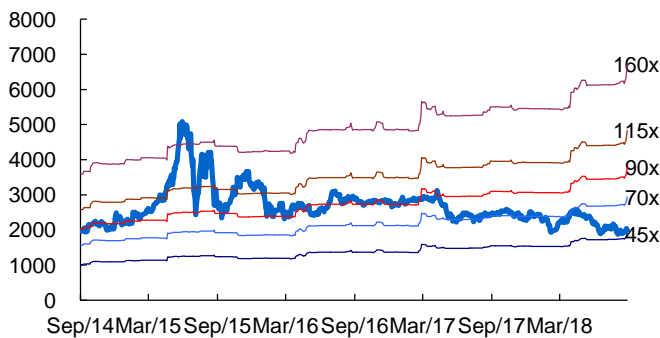
4、重磅回购彰显股东信心，股权激励助力公司长远发展：

2018 年 2 月 22 日，公司审议通过两份回购股份方案，拟在 12 个月内，合计斥资 8000 万至 2 亿元的自筹资金回购公司股票，价格不超 22 元/股，其中用以股权激励或员工持股计划的部分不超过人民币 1 亿元，且不低于人民币 3000 万元。截止 7 月末，公司累计回购 5,452,919 股，总金额为人民币 7738.52 万元，最高成交价为 15.00 元/股，最低成交价为 13.06 元/股。此外公司先后于 2014 年和 2015 年完成 211 万股和 172 万股员工持股，复权后价格分别对应是 11.74 元/股、11.49 元/股。我们认为，公司积极开展股权激励机制，有利于将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，利好公司长远发展。

5、盈利预测

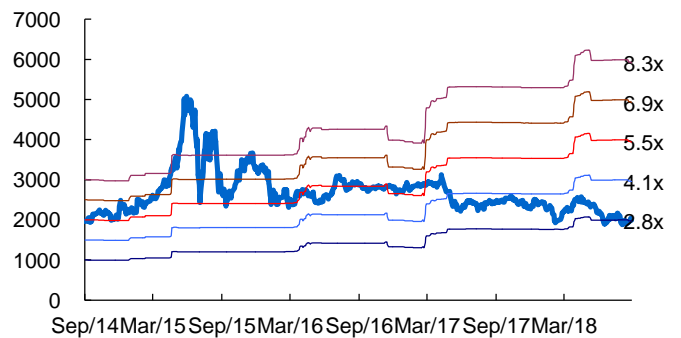
我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.38、0.45 和 0.53 元，维持“强烈推荐”评级！

图 34：军工行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 35：军工行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

卫喆，北京航空航天大学航空发动机系工学学士，中国科学院流体力学硕士，曾在中航工业下属中航商发总体部从事航空发动机研发，2016年加盟招商证券。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

钱佳兴，北京航空航天大学航空发动机系工学学士、硕士，曾在核工业工作，2018年加盟招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。