

国防军工

研发抵扣新规，反转逻辑再强化

回归基本面，军工反转逻辑继续演绎。 本周(9.17-9.23)国防军工指数上涨0.21%，排名29/29。9月20日研发费用优税新规发布，军工板块业绩有望明显改善。8-9月军工超额收益明显，市场普遍关心行情能否持续，我们7月15日《中报预示基本面好转，聚焦成长白马》提出，基本面最悲观时期已经过去，“反转逻辑”将催化板块行情。我们维持前期判断：1) 重视基本面：与以往不同，2018年军工投资主线在于基本面预期反转，而不只是主题炒作。通过历史行情回溯，这是第一次没有短期事件催化剂的板块反弹，值得重视。2) 军工避险属性：以往军工被视为高弹性品种，由于机构持仓创5年新低，而未来3年成长性确定，风险偏好修复，军工龙头攻防兼备。3) 选股思路：订单看总装，业绩盯配套，重点在白马，航空亮点多。维持行业“增持”评级。

研发抵扣新规发布，军工业绩提升有望显著受益。 9月20日，财政部发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》，优税新规将普遍改善上市公司业绩，根据我们的测算：1) 从整体上看，军工行业研发费用率为4.5%，预计行业优税近10亿元，净利润提升幅度近6%。2) 从个股上看，新政对历史业绩表现不佳者改善较为明显。3) 核心军工企业本身享受国家军品免增增值税的优惠政策，边际影响较小。我们认为作为新政的最受益行业之一，军工基本面预期有望升温，反转逻辑将再强化。

业绩反转确立，把握“军工反转”三阶段。 我们定义的“军工反转逻辑”包含三层含义：1) 业绩反转：2017Q4起基本面逐季向好，重视“高增长+低估值”的成长白马。2) 预期反转：军费增速拐点向上，2018年龙头业绩反转确立，市场对2019-2020年军工整个板块成长性的预期将从质疑转向乐观。3) 持仓反转：资金面边际好转，基金持仓比重提升。随着反转逻辑逐渐被市场认可，军工有望迎来趋势性行情。

选股主线与受益标的： 1) 首选景气上行、业绩确定性高、攻防兼备的成长白马：航天电器、中直股份、内蒙一机、中航沈飞；2) 改革受益品种：航天电子、中航机电；3) 军工+5G/半导体/新材料领域的优质民参军：火炬电子、菲利华、金信诺。

催化剂： 军品定价改革、院所改制持续推进、军民融合利好政策。

风险提示： 1) 军工改革力度不及预期；2) 军工企业订单波动较大；3) 样本选取可能引起误差的风险；4) 模型测算中指标项存在误差。

重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002025	航天电器	0.73	0.88	1.08	1.33	36.85	30.62	24.95	20.28
600038	中直股份	0.77	0.91	1.12	1.38	50.85	42.98	35.07	28.49
600967	内蒙一机	0.31	0.39	0.49	0.60	44.55	35.04	28.28	23.12
600760	中航沈飞	0.51	0.60	0.73	0.88	72.67	62.13	51.03	42.34
600879	航天电子	0.20	0.22	0.26	0.31	35.74	31.02	26.40	22.71
002013	中航机电	0.24	0.25	0.30	0.35	35.04	33.36	28.03	23.90
603678	火炬电子	0.52	0.82	1.10	1.41	36.79	23.29	17.38	13.58
300395	菲利华	0.41	0.55	0.71	0.90	36.17	27.11	21.04	16.66

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS来自Wind一致预测，PE根据2018年9月21日收盘价计算

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：研发抵扣新规，军工行业受益最为显著》
2018-09-24
- 《国防军工：回归基本面，军工反转逻辑继续演绎》
2018-09-16
- 《国防军工：基本面逐季向好，反转逻辑继续演绎》
2018-09-09



内容目录

一、军工本周(9.17-9.23)行情回顾	3
1.1 行业指数表现	3
1.2 行业个股表现	3
二、军工行业最新观点与展望	4
2.1 回归军工基本面，把握军工反转三阶段	4
2.2 研发费用抵扣新规发布，军工企业显著受益	5
2.3 板块驱动因素已变，从事件催化转向基本面	6
2.4 三季报业绩预期较好，反转逻辑将继续演绎	7
2.5 估值处于历史底部，成长白马持仓有望提升	9
三、军工行业重大新闻	11
3.1 要闻速递	11
3.2 国内要闻	11
3.3 国际要闻	12
四、上市公司公告速递	13
五、军工主题日历与重要回顾	14
六、选股主线与受益标的	14
七、风险提示	15

图表目录

图表 1: 本周(9.17-9.23)国防军工指数上涨 1.04%	3
图表 2: 本周(9.17-9.23)国防军工指数在行业指数中排名第 29	3
图表 3: 本周(9.17-9.23)涨跌幅前十名列表	3
图表 4: 本周(9.17-9.23)国企军工板块个股表现列表	4
图表 5: 本周(9.17-9.23)民参军板块个股表现列表	4
图表 6: 研发税前抵扣新规对军工行业影响排名前 20 的公司	5
图表 7: 2016 年以来军工板块共出现过 7 次获得超额收益的阶段性情行	6
图表 8: 2010 年以来军工行业子板块行情回顾	7
图表 9: 根据预报类型，“略增+预增+续盈+扭亏”占比 73%	7
图表 10: 预计 2018Q1-Q3 净利润增速平均值大于 35% 的企业占比 57%	7
图表 11: 截至 9 月 1 日，军工板块 2018Q1-Q3 部分业绩预报情况	8
图表 12: 中信军工指数市盈率不足 65 倍，接近 2013Q4 水平	9
图表 13: 中信军工指数市净率下降至 2.3 倍，接近 2012Q4 水平	9
图表 14: 各子板块相对估值均下降至 2013 年初水平	10
图表 15: 2018Q2 基金持仓比重持续下降，已低于 2013 年初水平	10
图表 16: 从 2018Q2 持仓数据上看，持有军工白马股的基金数量和基金持有白马股的市值比重均较高（基金持股数前 20 名个股）	11
图表 17: 中国在西昌卫星发射中心成功发射两颗北斗导航卫星	12
图表 18: 卡-52 武装直升机空中试飞	13
图表 19: 下周（9.24-9.30）军工主题事件	14
图表 20: 受益标的估值表	15

一、军工本周(9.17-9.23)行情回顾

1.1 行业指数表现

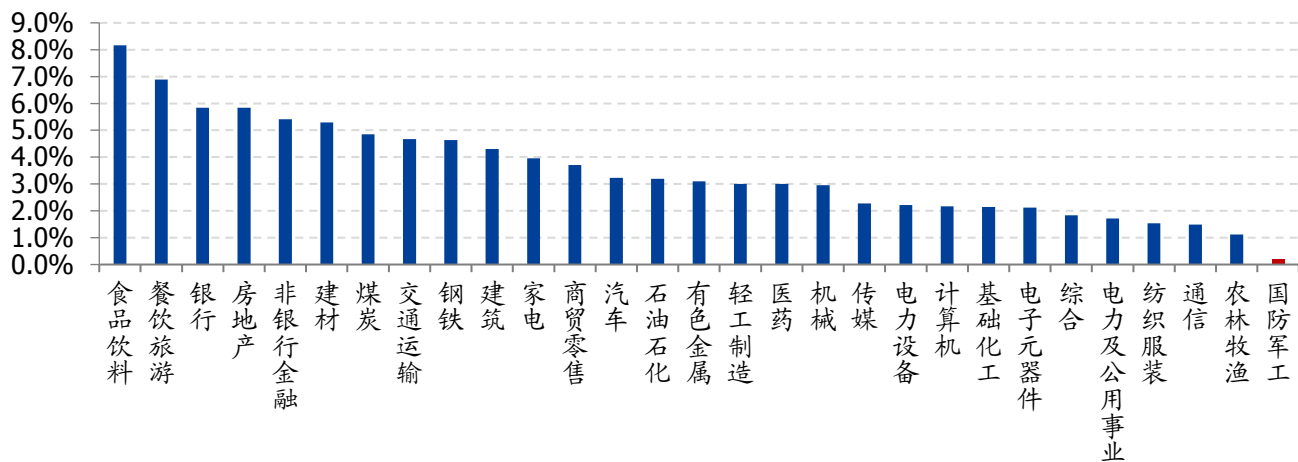
本周(9.17-9.23)上证综指上涨 4.32%，创业板指数上涨 3.26%，国防军工指数上涨 0.21%，跑输大盘 4.11 个百分点，排名第 29/29。

图表 1: 本周(9.17-9.23)国防军工指数上涨 1.04%

国防军工涨跌幅	上证综指涨跌幅	创业板指涨跌幅	相对上证收益	行业排名
0.21%	4.32%	3.26%	-4.11%	29/29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 本周(9.17-9.23)国防军工指数在行业指数中排名第 29



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周(9.17-9.23), 南风股份(25.56%)领涨, 航空板块表现较好。达刚路机(25.50%)、新研股份(9.93%)、晋西车轴(9.48%)等股票涨幅居前。合众思壮(-12.31%)、通达股份(-6.92%)、*ST 抚钢(-4.91%)等股票跌幅居前。国企军工板块晋西车轴(9.48%)、中航三鑫(6.34%)、中航光电(5.79%); 民参军板块南风股份(25.56%)、达刚路机(25.50%)、新研股份(9.93%)等股票涨幅居前。

图表 3: 本周(9.17-9.23)涨跌幅前十名列表

本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
300004.SZ	南风股份	5.01	25.56%	002383.SZ	合众思壮	14.25	-12.31%
300103.SZ	达刚路机	8.81	25.50%	002560.SZ	通达股份	4.84	-6.92%
300159.SZ	新研股份	7.75	9.93%	600399.SH	*ST 抚钢	5.23	-4.91%
600495.SH	晋西车轴	4.62	9.48%	300474.SZ	景嘉微	43.59	-3.71%
002297.SZ	博云新材	7.65	9.13%	002338.SZ	奥普光电	12.82	-3.39%
002318.SZ	久立特材	6.52	6.89%	603678.SH	火炬电子	19.13	-3.38%
002163.SZ	中航三鑫	5.2	6.34%	300114.SZ	中航电测	10.54	-3.21%
002179.SZ	中航光电	44.96	5.79%	002576.SZ	通达动力	9.35	-3.21%
300091.SZ	金通灵	9.6	5.61%	300424.SZ	航新科技	19.39	-2.61%
603019.SH	中科曙光	47.44	5.47%	600416.SH	湘电股份	6.9	-2.54%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 标的来源于国盛军工股票池, 含限制名单中的标的, 故以“-”隐去

图表4: 本周(9.17-9.23)国企军工板块个股表现列表

国企军工							
本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
600495.SH	晋西车轴	4.62	9.48%	300114.SZ	中航电测	10.54	-3.21%
002163.SZ	中航三鑫	5.2	6.34%	600184.SH	光电股份	12.02	-2.44%
002179.SZ	中航光电	44.96	5.79%	002368.SZ	太极股份	29.2	-2.11%
002415.SZ	海康威视	28.93	4.21%	600562.SH	国睿科技	15.85	-1.43%
601985.SH	中国核电	6	4.17%	600967.SH	内蒙一机	13.81	-1.36%
002268.SZ	卫士通	22.91	3.67%	002544.SZ	杰赛科技	12.38	-1.35%
000777.SZ	中核科技	10.68	3.49%	000738.SZ	航发控制	13.73	-1.29%
600271.SH	航天信息	28.09	3.27%	000768.SZ	中航飞机	15.74	-1.01%
600482.SH	中国动力	23.1	2.53%	600391.SH	航发科技	13.69	-0.94%
002013.SZ	中航机电	8.41	2.44%	300516.SZ	久之洋	33.87	-0.65%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 标的来源于国盛军工股票池

图表5: 本周(9.17-9.23)民参军板块个股表现列表

民参军							
本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
300004.SZ	南风股份	5.01	25.56%	002383.SZ	合众思壮	14.25	-12.31%
300103.SZ	达刚路机	8.81	25.50%	002560.SZ	通达股份	4.84	-6.92%
300159.SZ	新研股份	7.75	9.93%	600399.SH	*ST 抚钢	5.23	-4.91%
002297.SZ	博云新材	7.65	9.13%	300474.SZ	景嘉微	43.59	-3.71%
002318.SZ	久立特材	6.52	6.89%	002338.SZ	奥普光电	12.82	-3.39%
300091.SZ	金通灵	9.6	5.61%	603678.SH	火炬电子	19.13	-3.38%
603019.SH	中科曙光	47.44	5.47%	002576.SZ	通达动力	9.35	-3.21%
000818.SZ	航锦科技	10.58	4.75%	300424.SZ	航新科技	19.39	-2.61%
300379.SZ	东方通	13.66	4.59%	600416.SH	湘电股份	6.9	-2.54%
002260.SZ	*ST 德奥	3.21	4.56%	002519.SZ	银河电子	3.86	-2.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 标的来源于国盛军工股票池, 含限制名单中的标的, 故以“-”隐去

二、军工行业最新观点与展望

2.1 回归军工基本面, 把握军工反转三阶段

回归基本面, 军工反转逻辑继续演绎。本周(9.17-9.23)国防军工指数上涨 0.21%, 跑输大盘 4.11 个百分点, 排名 29/29。9 月 20 日研发费用优税新规发布, 军工板块业绩有望明显改善。8-9 月军工超额收益明显, 市场普遍关心行情能否持续? 我们 7 月 15 日《中报预示基本面好转, 聚焦成长白马》提出, 基本面最悲观时期已经过去, “反转逻辑”将催化板块行情。我们维持前期判断: 1) 与以往不同, 2018 年军工投资主线在于基本面预期反转, 而不只是炒主题、炒改革; 我们统计 2017 年以来军工的 6 次反弹, 此次反弹是第一次在没有短期事件性催化剂而启动, 值得重视; 2) 军工板块当前反而具有避险属性: 以往军工被视为高弹性品种, 由于机构持仓创 5 年新低, 而未来 3 年成长性确定, 风险偏好修复, 军工龙头攻防兼备。3) 选股思路上: 订单看总装, 业绩盯配套, 重点在白马, 航空亮点多。我们定义的“军工反转逻辑”包含三层含义:

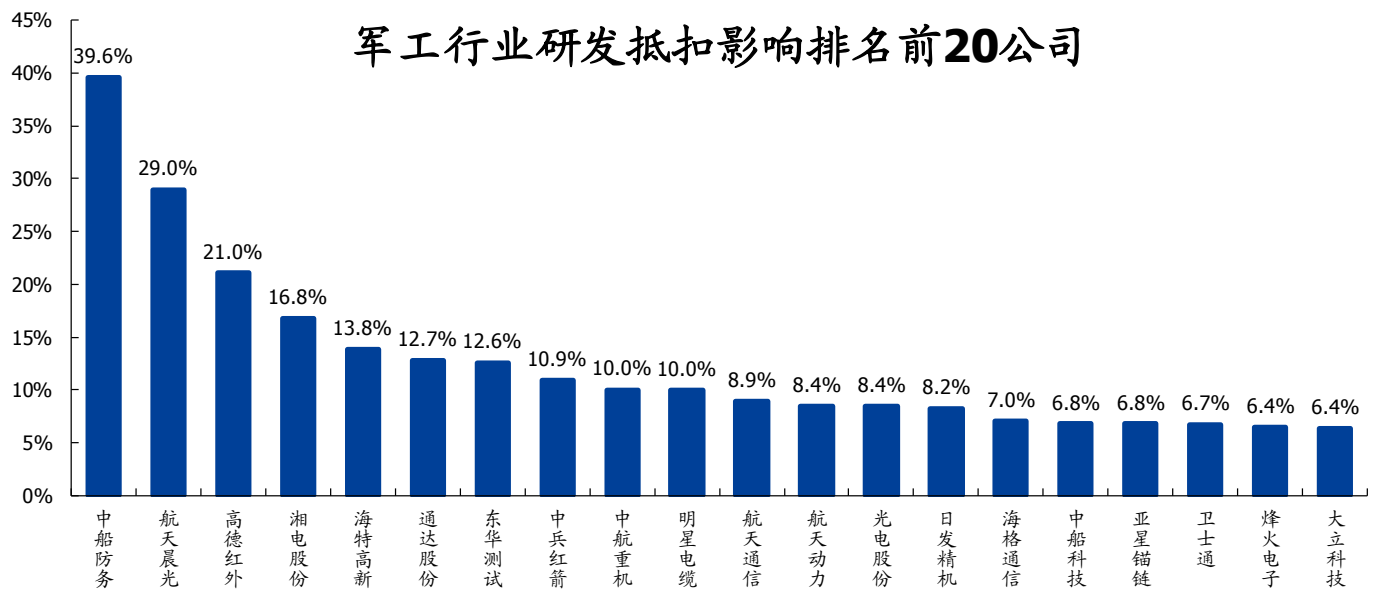
- 1) **业绩反转**: 2017Q4起基本面逐季向好, 重视“高增长+低估值”的成长白马。
- 2) **预期反转**: 军费增速拐点向上, 2018年龙头业绩反转确立, 市场对2019-2020年军工整个板块成长性的预期将从质疑转向乐观。
- 3) **持仓反转**: 资金面边际好转, 基金持仓比重提升。随着反转逻辑逐渐被市场认可, 军工有望迎来趋势性行情。维持行业“增持”评级。

2.2 研发费用抵扣新规发布, 军工企业显著受益

事件: 9月20日, 财政部、税务总局和科技部联合发布99号文《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》, 研发支出形成费用的, 按75%税前加计扣除; 形成无形资产的, 按照无形资产成本的175%在税前摊销。

- 从整体上看, 预计军工行业优税近10亿元, 净利润提升幅度近6%。2017年122家军工上市公司的整体营收规模为5000.99亿元, 其中研发费用共计投入226.39亿元, 行业整体的研发费用占营收比例为4.53%。按照最新的研发费用加计扣除比例75%进行测算, 若按资本化支出摊销期为5年, 预计可为行业整体带来约9.41亿元的研发费用抵扣减免, 约占2017年行业净利润总额的5.85%。
- 从个股上看, 新政对业绩表现不佳者改善较为明显。根据统计, 优税政策对净利润提升幅度超过10%的军工企业有11家, 占比约9.0%。业绩表现不佳者在本次优税政策中边际改善更为显著。根据测算, 在此次税收抵扣影响排名前20的军工企业中, 有13个个股的净利率均低于2017年行业的整体净利率3.22%, 占比高达65%。

图表6: 研发税前抵扣新规对军工行业影响排名前20的公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据来源为2017年年报

优惠所得税 = (25% * 费用化研发费用 + 25% * 资本化研发费用 / 无形资产摊销期) * 企业所得税率; 其中摊销期为5年。

- **核心军工企业本身享受军品免税政策, 边际影响较小**。通过梳理发现核心军工企业如中航沈飞(0.9%)、航发动力(1.7%)、内蒙一机(2.6%)等受此次税收抵扣政策影响均较小, 我们认为主要原因是这类企业的营收和利润主要由核心军品装备所贡献, 而这类产品本身就享受国家军品免增值税的优惠政策, 因此边际影响较小。

2.3 板块驱动因素已变，从事件催化转向基本面

回本溯源，把握军工板块历史行情的演绎规律。2016年以来军工板块共出现过7次获得超额收益的阶段性行情。2016-2017年军工板块的阶段性行情主要由短期事件所催化，单次持续时间较短。2018年以来，军工板块阶段性行情的主要驱动因素已逐步从单纯的事件催化转向基本面层面，单次持续时间更长。我们作出此判断的主要依据如下：

- **从 α 的角度：**受2015年开启的军改对军品装备订货调整的影响，行业基本面出现恶化，直至2017年底军改基本调整到位，其影响也逐步消除，军工行业基本面呈现反转趋势，2018年的一季报（营收 yoy+14.8%、净利 yoy+20.9%）和半年报（营收 yoy+16.1%、净利 yoy+8.8%）均印证了反转趋势的形成和强化。
- **从 β 的角度：**一直以来军工行业的高 β 属性均表现为与创业板同涨同跌的高度一致性，但2018年8月以来这一趋势已出现显著背离，中信军工指数的上涨独立于上证综指及创业板指。

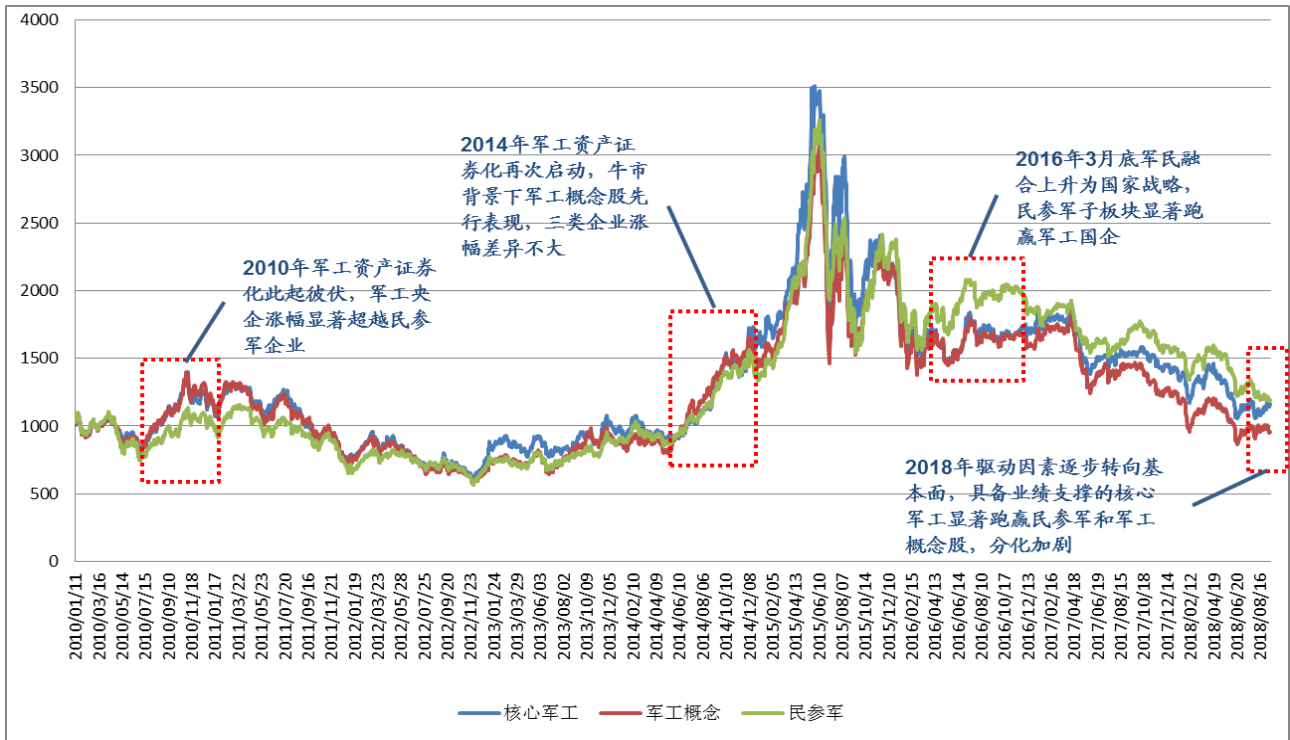
图表7：2016年以来军工板块共出现过7次获得超额收益的阶段性行情

军工行情持续时间	期间中信军工收益率	期间相对上证综指收益率	期间相对创业板指收益率	核心驱动因素/催化剂总结	持续周期
2016年 0518-0714	25.90%	18.60%	15.80%	1、南海仲裁、韩国萨德等周边安全形势变化等事件催化； 2、3月25日中央政治局会议把军民融合上升为国家战略。	42天
2017年 0103-0109	8.60%	6.50%	8.70%	受兵器工业集团混改顶层文件发布催化，兵器系带领军工板块走出一波小行情。	5天
0330-0411	7.20%	5.70%	7.80%	朝核问题引发市场对安全形势的预期发生恶化。	9天
0601-0707	8.20%	5.00%	4.20%	1、市场止跌回升，军工板块跟随反弹； 2、8月中印边境对峙催化。	27天
2018年 0209-0419	21.40%	25.80%	10.50%	1、2只军工分级基金相继下折对板块的短期利空出清； 2、中美贸易摩擦导致市场转向自主可控的军工板块避险； 3、板块基本面反转逐步确立。	50天
0619~0724	6.70%	10.50%	7.40%	1、短期利空已基本兑现（美国加息、中美贸易摩擦加剧、资管新规去杠杆等）； 2、中报业绩或超预期。	26天
0808~0913	11.30%	14.60%	17.30%	1、中报印证板块基本面反转逻辑，行业上行确定性高； 2、中美贸易战范围扩大，整体宏观经济增长放缓，市场悲观和避险情绪较浓。	27天

资料来源：Wind，国盛证券研究所

2010年以来各子板块的行情演绎较充分地反映了不同时期的行情驱动因素。2016年以前军工行业的核心驱动逻辑是军工资产证券化的潜在预期。2016年之后市场转熊，军工行业的行情驱动要素也跟随行业成熟的不断提升和市场风格的转换逐步切换到基本面优先。历经2010和2014年的军工资产密集上市以及后续IPO上市和重组，进入市场的核心军工资产在不断增加，从而带来整个军工行业上市成熟度的提高。我们认为，正是因为先期已形成相对成熟的军工行业市场环境，后期才有可能见证军工板块行情的核心驱动逻辑从以往的资产证券化或题材炒作转移到行业和公司的基本面层面，而今年8月至今的阶段性行情或已正式开启这一重大转折点。

图表 8: 2010 年以来军工行业子板块行情回顾



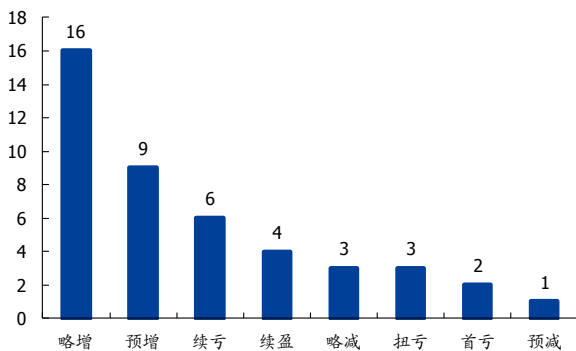
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 三季报业绩预期较好，反转逻辑将继续演绎

2018Q1-Q3 预报优于 2017 年同期，反转逻辑继续演绎。我们在 7 月 15 日《中报预示基本面好转，聚焦成长白马》中指出，军工基本面最悲观时期已经过去，“业绩反转逻辑”将催化板块行情，重视“高增长+低估值”的成长白马。9 月 2 日《中报收官印证反转逻辑，首选成长白马》再次强调，在军改影响消除、装备加速换代的背景下，核心军工企业将率先受益。由于装备采购特点，订单确认集中在 Q4，从存货、预收账款等关键指标看业绩有望逐季好转，我们认为业绩反转逻辑将持续强化。截至 9 月 23 日，股票池中 44 家公司已发布 2018Q1-Q3 业绩预报，再次印证了我们的逻辑：

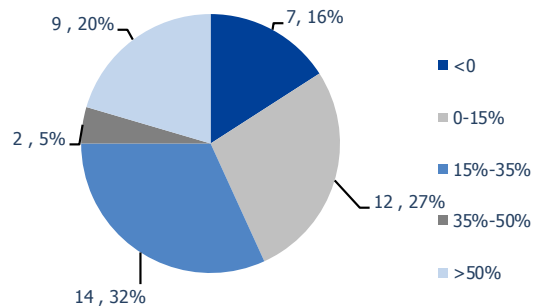
- **超七成预报业绩向好：**从业绩预报类型上看，其中 9 家预增，16 家略增，4 家续盈，3 家扭亏；“略增+预增+续盈+扭亏”占比达 73%。
- **净利润增速中枢上移：**平均净利润增速 12 家 0-15%，14 家 15%-35%，2 家 35%-50%，9 家 >50%；增速大于 15% 数量占比 57%。同时根据预报上/下限计算，分别有 19 和 29 家净利润超过 2017 年全年 75%。

图表 9: 根据预报类型，“略增+预增+续盈+扭亏”占比 73%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 预计 2018Q1-Q3 净利润增速平均值大于 35% 的企业占比 57%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 截至 9 月 1 日, 军工板块 2018Q1-Q3 部分业绩预报情况

名称	业绩预告 类型	预计 18Q1-Q3 净利润增 (%)		17Q1-Q3 净利 润 (万元)	2017 年全年净 利润 (万元)	预计 18Q1-Q3 净利润 (万元)	
		下限	上限			下限	上限
华力创通	预增	70	100	2801	8132	4762	5601
川大智胜	预增	35	55	2106	4544	2843	3265
云南锗业	预增	125	175	401	846	900	1100
通达动力	预增	2161	3291	53	392	1200	1800
亚光科技	预增	350	377	1887	9656	8500	9000
耐威科技	预增	200	230	2634	4843	7901	8691
合众思壮	预增	195	237	7121	24193	21000	24000
高德红外	预增	110	150	4481	5844	9410	11202
泰和新材	预增	102	145	6929	10007	14000	17000
天海防务	预减	-100	-70	12358	16414	0	4298
南洋科技	续盈	-20	10	7909	18670	6554	9012
亿利达	续盈	-30	10	10554	14053	7388	11610
银河电子	续盈	-20	20	13169	18729	10535	15803
长鹰信质	续盈	-10	20	19277	25582	17349	23133
卫士通	续亏	1	29	-9620	16905	-9500	-6800
中国软件	续亏	0	0	-20683	7490	0	0
中航三鑫	续亏	-10	56	-4533	-914	-5000	-2000
航天机电	续亏	0	0	-24399	-30910	0	0
湘电股份	首亏	0	0	5425	9120	0	0
航发科技	首亏	0	0	2264	4687	0	0
中航沈飞	扭亏	0	0	-3924	70678	0	0
博云新材	扭亏	125	137	-2187	-6239	550	800
太极股份	略增	0	50	6608	29194	6482	9723
长城军工	略增	12	22	0	11536	4800	5200
西部材料	略增	1	26	3570	5407	3600	4500
北化股份	略增	0	30	6691	10848	6691	8698
大立科技	略增	0	30	2694	3016	2694	3502
雷科防务	略增	0	50	7608	12256	7608	11412
日发精机	略增	10	50	4669	5717	5136	7004
海特高新	略增	0	30	4410	3437	4410	5732
北斗星通	略增	5	50	7580	10491	7959	11370
康达新材	略增	10	40	4899	4378	5389	6859
航天电器	略增	5	20	22725	31139	23860	27270
海格通信	略增	20	50	17751	29328	21301	26627
楚江新材	略增	14	33	26312	36063	30000	35000
中航机电	略增	5	35	30174	57901	41241	53024
中航光电	略增	0	15	62943	82535	62943	72384
威海广泰	略增	10	30	15922	11326	17514	20698
上海贝岭	略减	0	0	15251	17365	0	0
杰赛科技	略减	-50	0	2924	20173	3933	7666
奥普光电	略减	-30	0	3456	3847	2419	3456

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.5 估值处于历史底部，成长白马持仓有望提升

军工行业估值处于历史底部区间，具备反弹基础。军工行业是2016年以来A股市场调整最充分的行业之一，中信军工成分股当前PE回归至55-65倍，接近2013Q4水平；中信军工指数市净率下降至2.3倍，接近2012Q4水平。从个股上看，核心配套企业PE回归至25-35倍，处于历史底部区间，具备估值反弹基础。

图表 12: 中信军工指数市盈率不足 65 倍，接近 2013Q4 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

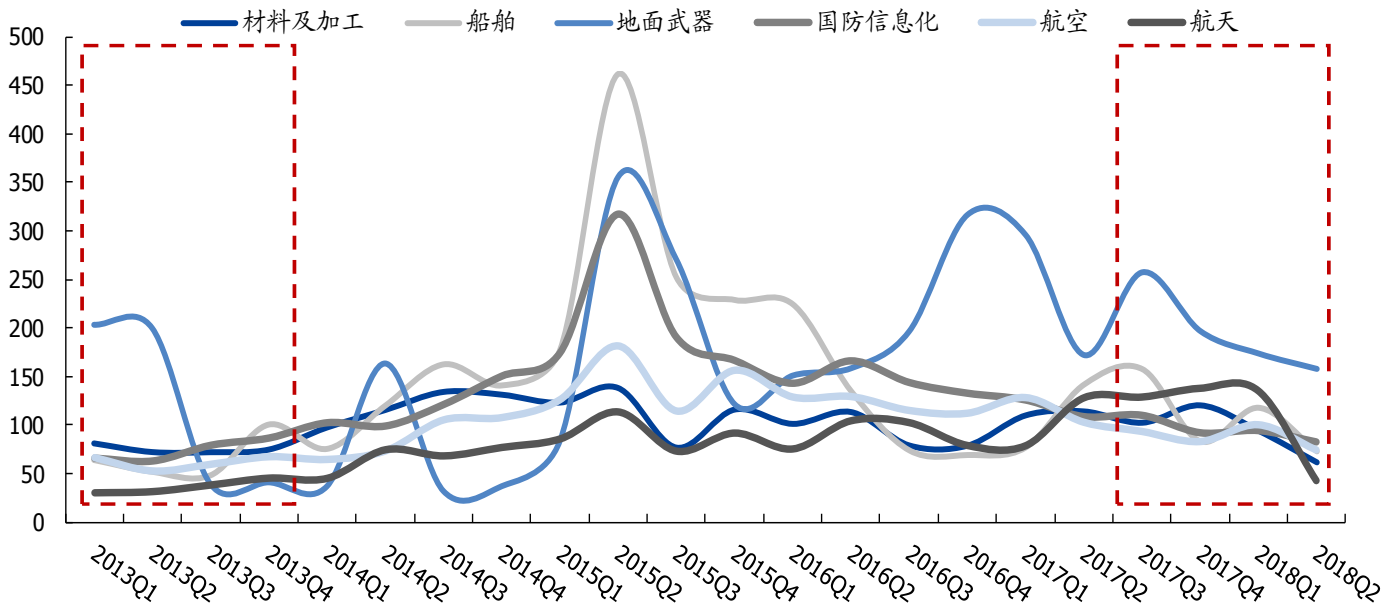
图表 13: 中信军工指数市净率下降至 2.3 倍，接近 2012Q4 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

各个子板块估值水平均处于历史低位。根据2018年6月30日股价计算，股票池中材料及加工（60倍）、船舶（72倍）、地面武器（150倍）、国防信息化（83倍）、航空（73倍）、航天（42倍）等子板块估值水平均下降至2013年初水平，具有较强的估值吸引力。

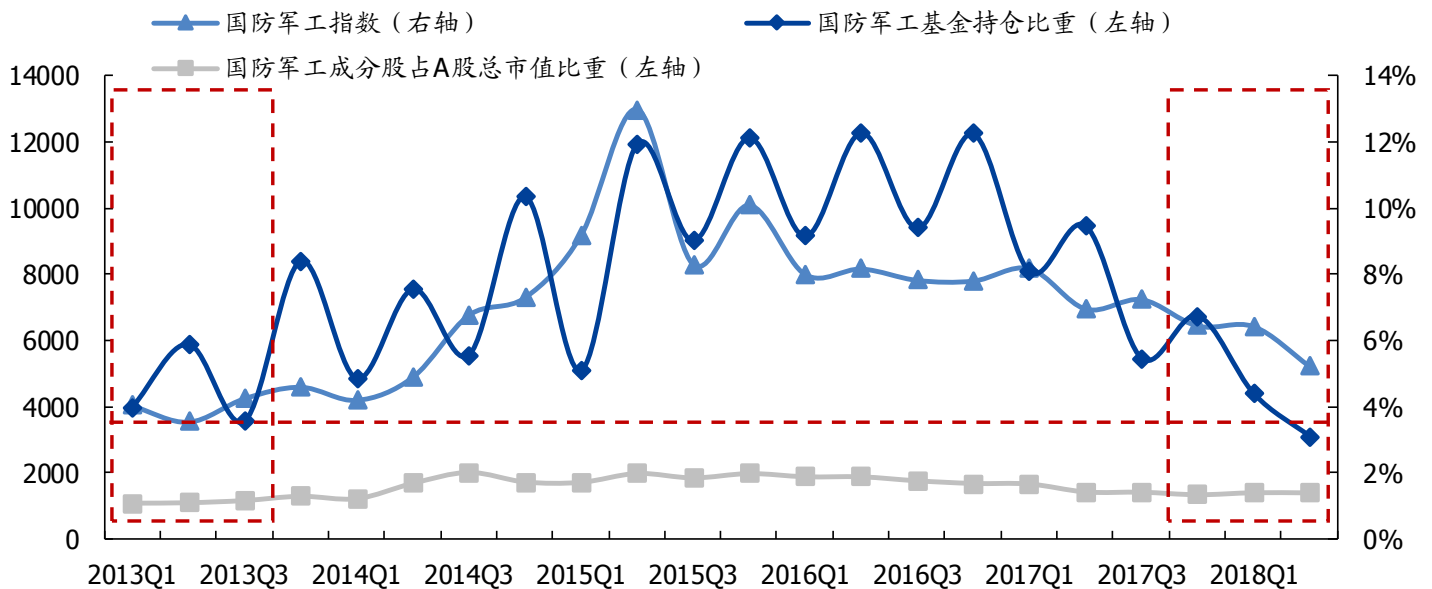
图表 14: 各子板块相对估值均下降至 2013 年初水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

持仓比重创 5 年新低, 白马持仓比例有望提升。2018Q2 军工板块的机构持仓持续降低至 5 年新低仅为 3.08%, 低于 2013Q1 的 3.98%。目前板块无资金外流压力, 伴随业绩反转逻辑逐步强化, 成长白马已兼具弹性与估值性价比。从基金的个股配置上看, 民参军企业遭到机构抛弃, 但中航光电、中直股份、内蒙一机、航天电器等却被逆势增持, 我们判断 2018Q4 这一趋势将再延续。

图表 15: 2018Q2 基金持仓比重持续下降, 已低于 2013 年初水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 从 2018Q2 持仓数据上看, 持有军工白马股的基金数量和基金持有白马股的市值比重均较高 (基金持股数前 20 名个股)

序号	证券代码	证券简称	持股基金数(个)	基金持市值合计(亿元)	公司总市值(亿元)	基金持市值占比
1	002179.SZ	中航光电	305	40.9	308.5	13.24%
2	600038.SH	中直股份	302	34.6	235.7	14.67%
3	000768.SZ	中航飞机	281	36.2	433.0	8.37%
4	600760.SH	中航沈飞	244	153.9	503.6	30.56%
5	002013.SZ	中航机电	237	34.7	273.2	12.71%
6	600967.SH	内蒙一机	221	47.2	215.3	21.94%
7	600893.SH	航发动力	177	28.5	502.2	5.68%
8	601989.SH	中国重工	170	31.3	924.3	3.38%
9	600879.SH	航天电子	169	24.9	191.2	13.01%
10	600372.SH	中航电子	164	14.7	229.8	6.42%
11	002465.SZ	海格通信	159	18.0	185.3	9.70%
12	600118.SH	中国卫星	148	12.2	225.9	5.41%
13	600482.SH	中国动力	132	19.4	302.6	6.42%
14	000547.SZ	航天发展	129	12.8	111.7	11.44%
15	600562.SH	国睿科技	124	17.2	106.7	16.10%
16	002025.SZ	航天电器	119	16.4	99.1	16.57%
17	000519.SZ	中兵红箭	93	6.2	109.1	5.67%
18	000738.SZ	航发控制	92	5.8	152.7	3.78%
19	300101.SZ	振芯科技	81	6.5	78.6	8.21%
20	002414.SZ	高德红外	78	2.8	83.9	3.31%

资料来源: Wind 国盛证券研究所 注: 市值选取日期为 2018 年 6 月 30 日

三、军工行业重大新闻

3.1 要闻速递

- 【中国北斗将向全球用户提供遇险报警服务】
- 【中央军委国际军事合作办公室向美方提出严正交涉】
- 【918 当天中国海警进入钓鱼岛海域巡航, 卫星照片曝对峙现场】
- 【我军向亚太地区外军展示新型卫生装备】
- 【乌克兰海军船只穿过刻赤海峡大桥进入亚速海】
- 【俄军将装备无人武直或由卡-52 进行空中指挥】
- 【不顾宪法限制? 日本谋求研发 5 马赫以上高超音速导弹】
- 【美智库: 美空中力量无法满足全部作战需求】

3.2 国内要闻

【中国北斗将向全球用户提供遇险报警服务】随着首次装载搜救载荷的两颗北斗导航卫星 19 日夜间升空, 中国北斗将逐步开始为全球用户提供遇险报警服务。从西昌卫星发射中心升空的这两颗卫星, 是我国首批装载搜救载荷的北斗导航卫星, 也是北斗三号系统第 13、14 颗卫星这两颗卫星发射成功后建成北斗中轨搜救系统, 并作为全球卫星搜救系统的组成部分, 为全球海上、陆上和空中用户提供遇险报警及定位服务, 这是中国北斗“走出去”取得的又一重大成就。(来源: 解放军报)

图表 17: 中国在西昌卫星发射中心成功发射两颗北斗导航卫星



资料来源：国际在线，国盛证券研究所

【中央军委国际军事合作办公室向美方提出严正交涉】9月22日晚，中央军委国际军事合作办公室副主任黄雪平召见美国驻华使馆代理国防武官孟绩伟，就美方宣布对中国中央军委装备发展部及该部负责人实施制裁提出严正交涉和抗议。黄雪平说，中俄两国军事合作是主权国家进行的正常合作，符合国际法。美方悍然宣布对中国军队有关部门及高级将领实施无理制裁，是对国际关系准则的公然践踏，是霸权主义的充分体现，严重破坏两国、两军关系，性质十分恶劣。（来源：新华社）

【918 当天中国海警进入钓鱼岛海域巡航，卫星照片曝对峙现场】据日本 NHK 电视台和俄罗斯卫星网日语频道报道，在 9 月 18 日-20 日期间，四艘中国海警船组成的中国海警船编队进入我钓鱼岛附近海域正常巡航。这是中国海警船今年第 18 次进入该海域进行执法，不过中国海警的正常巡航遭到日本海上保安厅船只的阻挠和干扰。日本 NHK 电视台 9 月 19 日的报道称，经过日本海上保安厅第 11 管区那霸海保总部确认，9 月 18 日晚上 9 点至晚上 11 点前，中国海警局的 4 艘船相继进入中国钓鱼岛附近海域巡航。（来源：澎湃新闻）

【我军向亚太地区外军展示新型卫生装备】2018 年亚太军事医学年会 19 日在空军军医大学举行卫生装备展，我军现役的急救、检查、转运、防护、收治等各类骨干卫生装备器材集中亮相，来自亚太地区 20 多个国家军队的数百名代表参观展示。这次卫生装备展示以伤员救治后送环节和流程为主线，按照战术、战役、战略分区进行。在战术环节，突出展示战现场急救装备器材，我军新型高机动型野战急救车、装甲救护车及新型卫生员背囊、军医背囊、战位急救包、便携式转运后送担架、战创伤仿真模拟人等 18 种自救互救、前接后送、模拟训练器材展出。来源：（新华社）

3.3 国际要闻

【乌克兰海军船只穿过刻赤海峡大桥进入亚速海】乌克兰海军“顿巴斯”号搜救船和“科列茨”号拖船 23 日通过俄罗斯建造的刻赤海峡大桥（俄称“克里米亚大桥”）进入亚速海海域。乌海军力量指挥部 23 日通报说，两艘乌海军船只本月 20 日从乌南部敖德萨港出发，“在极其复杂环境下”通过刻赤海峡进入了亚速海。通报说：“乌方是根据联合国宪章和国际海洋通行法则的规定派船进入亚速海的，无需向俄方通报或申请通行许可。”（来源：新华社）

【俄军将装备无人武装直或由卡-52进行空中指挥】据《俄罗斯报》网站9月16日报道称，俄无线电电子技术集团总经理顾问弗拉基米尔·米赫耶夫对国际文传电讯社称，只要下达相关订单，俄空军就能在近期获得无人武装直升机。他补充道，现有设备使得在无人驾驶状态下利用直升机成为可能。因此不会出现任何技术问题。（来源：俄罗斯报）

图表 18: 卡-52 武装直升机空中试飞



资料来源：环球网，国盛证券研究所

【不顾宪法限制？日本谋求研发 5 马赫以上高超音速导弹】参考消息网 9 月 21 日报道据合众国际社 9 月 19 日报道称，据当地媒体报道，日本正在研发一种速度可能达到 5 马赫或更高的高超音速导弹。报道称，据共同社 19 日报道，日本已在明年的防务预算中划拨更多资金（约 5700 万美元）用于导弹研发。（来源：参考消息）

【美智库：美空中力量无法满足全部作战需求】据美国《国家利益》双月刊网站 9 月 18 日报道称，就像一家车太少、货物太多的卡车运输公司，美国的空中力量超负荷运转，且维护不足。报道称，兰德公司和政府问责局最近的两项研究结果描绘了一幅美国空中力量的严峻图景。兰德公司的研究报告分析了美国空军是否有能力在 4 种类型的未来冲突中作战：与俄罗斯或中国的新冷战，同时伴随一场类似于朝鲜和越南战争的大规模地区冲突；一场新冷战，同时伴随一场短期地区冲突，比如“沙漠风暴”行动；类似禁飞区任务的和平执法行动；反叛乱作战。利用在此类冲突中空军实际行动的历史数据，兰德公司评估空军能否满足 8 类任务的需求，包括夺取制空权、打击、空运、空中加油和 C3ISR（指挥和侦察）。（来源：参考消息）

四、上市公司公告速递

【雷科防务】公司于 9 月 16 日接到公司第一大股东江苏常发实业集团有限公司的通知，常发集团拟通过协议转让的方式转让其持有的雷科防务全部 190,773,335 股，占公司总股本的 16.74%。

【航发控制】公司第七届监事会第十六次会议于 2018 年 9 月 21 日召开。会议于 9 月 12 日以传真、电子邮件和正式文本的方式通知了应参会监事。应参加表决监事 5 人，亲自出席并表决监事 5 人。会议以签字表决的方式形成了如下决议：会议以 5 票同意，0 票反对，0 票弃权，审议通过了《关于继续使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》。

【银河电子】公司全资子公司福建骏鹏通信拟将持有的参股公司福建吉艾普光影科技有限公司18.18%的股权进行转让。福建骏鹏拟将持有标的公司12%的股权对应人民币660万元的出资额，以人民币2400万元转让给合肥红宝石创投股份有限公司；拟将持有标的公司6.18%的股权对应人民币340万元的出资额，以人民币1236万元转让给刘文斌。转让完成后，福建骏鹏不再持有福建吉艾普光影科技有限公司股权。

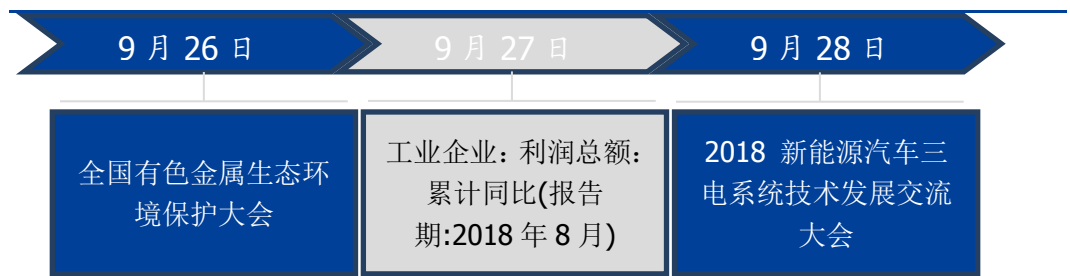
【天和防务】公司于2018年6月21日发布了《关于部分董事、高级管理人员及核心团队增持公司股份计划的公告》，公司部分董事、高级管理人员及核心团队基于对公司既定战略及未来发展前景的信心，计划自6月22日起的6个月内根据中国证监会和深圳证券交易所的有关规定增持公司股份，增持金额累计不低于1,000万元人民币。

【航天动力】公司及子公司，自2018年7月4日至9月20日期间，累计收到各类政府补助合计166.50万元。公司根据《企业会计准则第16号—政府补助》的规定，确认166.50万元政府补助与收益相关，计入当期损益。

【航新科技】公司接到公司实际控制人之一卜范胜先生函告，获悉其已提前购回并解除质押部分公司股份，解除质押股数6,350,000，本次解除质押占总股本比例2.65%，本次解除质押占其所持比例的13.55%。

五、军工主题日历与重要回顾

图表 19: 下周(9.24-9.30)军工主题事件



资料来源: 国盛证券研究所

六、选股主线与受益标的

- 1) 首选景气上行、业绩确定性高、攻防兼备的成长白马:** 航天电器、中直股份、内蒙一机、中航沈飞。
 - 2) 改革受益品种:** 航天电子、中航机电。
 - 3) 军工+5G/半导体/新材料领域的优质民参军:** 火炬电子、菲利华、金信诺。
- 催化剂: 军品定价改革、院所改制持续推进、军民融合利好政策。

图表 20: 受益标的估值表

股票 代码	股票 名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002025	航天电器	0.73	0.88	1.08	1.33	36.85	30.62	24.95	20.28
600038	中直股份	0.77	0.91	1.12	1.38	50.85	42.98	35.07	28.49
600967	内蒙一机	0.31	0.39	0.49	0.60	44.55	35.04	28.28	23.12
600760	中航沈飞	0.51	0.60	0.73	0.88	72.67	62.13	51.03	42.34
600879	航天电子	0.20	0.22	0.26	0.31	35.74	31.02	26.40	22.71
002013	中航机电	0.24	0.25	0.30	0.35	35.04	33.36	28.03	23.90
603678	火炬电子	0.52	0.82	1.10	1.41	36.79	23.29	17.38	13.58
300395	菲利华	0.41	0.55	0.71	0.90	36.17	27.11	21.04	16.66

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS 来自 Wind 一致预测, PE 根据 2018 年 9 月 21 日收盘价计算

七、风险提示

- 1) 军工改革力度不及预期;
- 2) 军工企业订单波动较大;
- 3) 样本选取可能引起误差的风险;
- 4) 模型测算中指标项存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com