

从新规看军工行业研发投入

——研发费抵扣新政策对军工行业影响分析

行业动态

◆研发费抵扣新规下，军工板块最为受益

9月21日三部委联合印发通知，为进一步激励企业加大研发投入，支持科技创新，提高研究开发费用税前加计扣除比例。研发投入/净利润口径观察业绩改善弹性，军工板块受益最大。按中信行业分类指数测算，军工行业2017年研发投入为138.67亿元，为同期行业归母净利润104.47亿元的1.33倍，是受上述新政影响业绩预期改善幅度最大的行业之一，经测算行业整体净利润增厚幅度约为6.5%。

◆鼓励加大研发投入，助力自主可控提速

2018年以来，以中兴通讯受制裁为起点，中美贸易摩擦不断，涉及军工行业的如44家中国军工单位于2018年8月被美国商务部列入制裁名单、9月美国对中国中央军委装备发展部及其负责人实施制裁等，高科技包括军工领域的自主可控重要性尤为凸显。此次通过减税方式鼓励企业加大研发投入，彰显国家重视，亦有助于推动相关行业发展提速。

◆军工研发投入为何低于TMT？源于资产证券化率较低

统计发现军工行业研发投入占营收比重仅持平甚至低于计算机、电子、通信等行业，尤其头部公司差距明显。一方面因军工资产证券化率仅40%左右，多数军工资产仍未上市，因此上市公司口径行业研发投入总量较低；另一方面，军工部分领域形成科研、生产分开，上市公司主要负责生产，而军工研发投入主要集中在未上市研究所。若考虑上市公司体外研究所研发投入，我们倾向于认为军工行业研发投入力度应高于TMT等行业。

◆中长期投资逻辑仍在于需求增长提速和改革提升盈利

在宏观经济整体不明朗背景下，军工投资的抗周期性为行业带来一定的配置性价比。当前军工行业TTM估值51倍，处于历史中低位，部分优质公司2018年动态PE估值在30x附近；中报同时亦显示部分军工企业的订单随军改影响逐步消退呈现恢复趋势。军工行业经历长时间调整后，积极因素持续累积，正酝酿配置价值。建议重点关注交付显著提速的主机厂中航飞机、中航沈飞、航发动力，以及业绩大幅增长的军品配套商航天发展、耐威科技。

◆风险分析

军品订单季节性波动；改革的不确定性；军队改革影响未完全消除。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000768	中航飞机	16.05	0.17	0.20	0.25	94	79	64	增持
600760	中航沈飞	38.40	0.51	0.61	0.72	76	63	54	增持
600893	航发动力	24.69	0.43	0.55	0.66	58	45	37	增持
000547	航天发展	8.62	0.19	0.25	0.30	46	35	29	增持
300456	耐威科技	27.58	0.17	0.40	0.55	166	71	52	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年9月25日

增持（维持）

分析师

赵晨 (执业证书编号：S0930516100001)

0755-23994437

zhaoc@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

业绩稳健增长，抗周期性凸显——军工板块2018年中报分析

..... 2018-09-07

重估军工的三条主线——军工行业2018年下半年投资策略

..... 2018-06-07

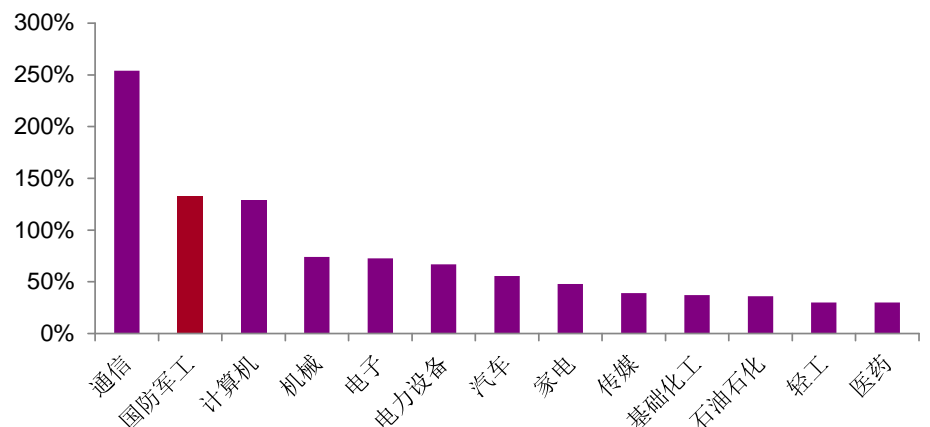
1、研发费抵扣新规下，军工板块最为受益

9月21日，财政部、国家税务总局、科技部联合发布通知，明确提高企业研究开发费用税前加计扣除比例有关政策，进一步激励企业加大研发投入，支持科技创新。根据通知，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，2018-2020年再按照实际发生额的75%在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。

研发投入/净利润口径观察业绩改善弹性，军工板块受益最大。按中信行业分类指数测算，军工行业2017年研发投入为138.67亿元，为同期行业归母净利润104.47亿元的1.33倍，是受上述新政影响业绩预期改善幅度最大的行业之一。

行业整体净利润增厚幅度约为6.5%。我们统计发现，2016、17年，行业研发投入费用化比例分别为87.31%、87.35%，行业整体所得税率为22.39%、21.67%。（考虑行业基本每年均有较大规模资产重组，回溯更长时间历史可能产生较大统计偏差）。假设，2018年起研发投入费用化比例仍维持87%附近水平，所得税率维持22%附近水平，资本化部分按5年摊销，测算得出对行业整体净利润增厚幅度约为6.5%。

图 1：2017 年各行业研发投入占归母净利润比重



资料来源：Wind

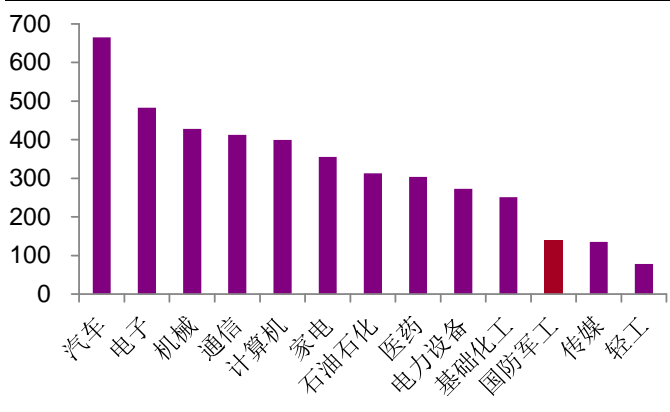
鼓励加大研发投入，助力自主可控提速。2018年以来，以中兴通讯受制裁为起点，中美贸易摩擦不断，涉及军工行业的如44家中国军工单位于2018年8月被美国商务部列入制裁名单、9月美国对中国中央军委装备发展部及其负责人实施制裁等，高科技包括军工领域的自主可控重要性尤为凸显。此次通过减税方式鼓励企业加大研发投入，彰显国家重视，亦有助于推动相关行业发展提速。

2、军工研发投入为何低于 TMT?

新政策出台后有投资者质疑，军工板块此次受新政策影响业绩改善空间大，按研发投入/净利润口径观察，也可能源于行业盈利能力不强，利润基数较低，即使很小规模的业绩改善，仍然会带来较大弹性，军工并非真正的高研发投入领域，减税推动作用有限。

经统计发现，一，军工行业研发投入总规模确实远低于多数制造业领域；二，军工行业研发投入占营业收入比重并未明显超出甚至还部分低于计算机、通信、电子等行业，尤其军工行业头部公司与 TMT 行业头部公司研发投入/营业收入差距显著，与市场对军工产业超高研发投入印象不符，直观上似乎印证上述观点。

图 2：2017 年各行业研发投入



资料来源：Wind

图 3：2017 年各行业研发投入占营收比重

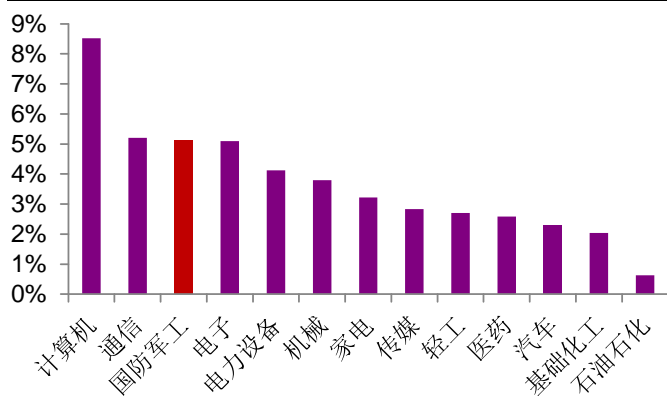
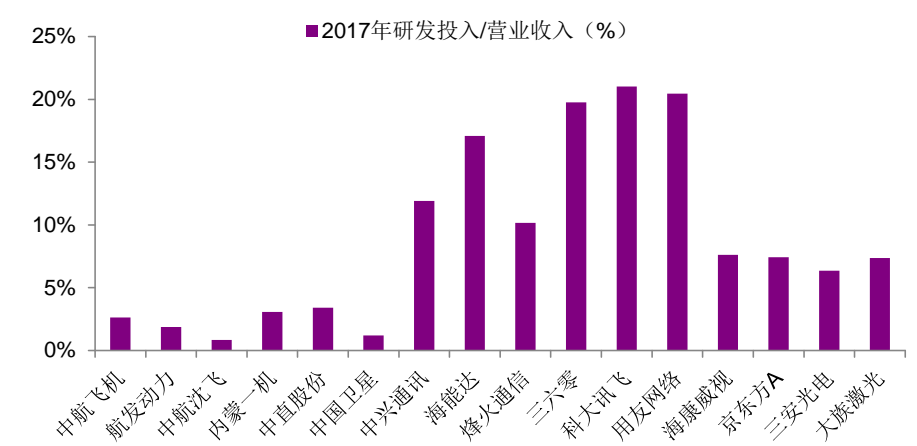


图 4：2017 年各行业研发投入占归母净利润比重



资料来源：Wind

但是，我们认为造成上述现象的主要原因，一方面在于，军工板块目前资产证券化率仅 40%左右，多数军工资产仍未上市，因此按上市公司口径统计，军工行业研发投入低于其它行业；另一方面，由于历史体制机制原因，军工部分领域形成科研、生产分开的格局，典型如 601 和沈飞，611 和成飞，606 和黎明，上市公司主要负责生产，而军工研发投入主要集中在未上市的研究所。若考虑上市公司体外研究所研发投入，我们倾向于认为军工行业研发投入力度应高于 TMT 等行业。

3、投资建议

仍然从研发投入/净利润口径观察，行业绩优龙头公司这一比值普遍在低于 3%，即减税带来的业绩改善幅度较小，反而市值小业绩差的壳公司边际改善最大。因此我们倾向于认为，此次减税主要因行业低盈利而带来一定业绩改善，对军工股的积极影响更多在于情绪面。

中长期看，行业投资的核心逻辑仍是需求增长提速+改革提升盈利，而在宏观经济整体不明朗背景下，军工投资的抗周期性为行业带来一定的配置性价比。当前军工行业 TTM 估值 51 倍，处于历史中低位，部分优质公司 2018 年动态 PE 估值在 30x 附近；中报同时亦显示部分军工企业的订单随军改影响逐步消退呈现恢复趋势。军工行业经历长时间调整后，积极因素持续累积，正酝酿配置价值。建议重点关注交付显著提速的主机厂中航飞机、中航沈飞、航发动力，以及业绩大幅增长的军品配套商航天发展、耐威科技。

4、风险分析

军队改革进程中不可避免的涉及军队部分装备部门、人员的调整，相关管理部门重新调整或者人事变动，有可能导致军品订单及项目阶段性放缓甚至变化，进而导致相应公司业绩波动。目前军队改革影响正在消退，订单开始恢复，但其影响持续时间仍有不确定性。

新技术研发、新产品量产的进度低于预期。军工产业为技术密集型行业，尤其新型武器装备大量采用各领域最先进、最尖端技术，而先进尖端技术的研发进程、由研发到产业化的进度具有较大的不确定性。

改革进度不及预期。过去若干年军工资产证券化在持续推进，各大军工集团证券化率逐步提升，但具体到某一家上市公司，是否会注入集团资产、注入什么资产、以及注入时间均具有较大不确定性。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/S(x)/ P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000768	中航飞机	16.05	0.17	0.20	0.25	94	79	64	1.4	1.2	1.1	增持	维持
600760	中航沈飞	38.40	0.51	0.61	0.72	76	63	54	2.8	2.4	2.1	增持	维持
600893	航发动力	24.69	0.43	0.55	0.66	58	45	37	2.5	2.3	2.1	增持	维持
000547	航天发展	8.62	0.19	0.25	0.30	46	35	29	2.3	2.2	2.0	增持	维持
300456	耐威科技	27.58	0.17	0.40	0.55	166	71	52	5.8	5.1	4.7	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年9月25日（其中，中航飞机、沈飞、航发动力为PS，其余为PB）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyix@ebsecn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
陈婕		0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com	
	曲奇瑛	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebsecn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebsecn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebsecn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebsecn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebsecn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebsecn.com		