

军品定价改革利好主机厂， 行业反弹超额收益可期

核心看点 (10.15-10.21)

一. 上周行业热点

特朗普称美将退出中导条约。(中国新闻网)

二. 最新观点

【军品定价改革利好主机厂，行业反弹超额收益可期】

1、中美主要军工企业盈利能力差异较大。通过选取美国5家最大的综合性武器装备提供商，以及中国5家主要的军工总装厂，并比较两者盈利能力情况的差异，我们发现美国上市公司的净利率、ROE和ROIC指标均值均显著高于国内主机厂。国内军工主机厂盈利能力长期处于低位，除了国有企业自身特点以及肩负社会责任等因素外，更直接的是政策方面的桎梏。

2、政策改进利好军工主机厂。根据总装综合计划部2013年发布的《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》，针对单一来源的装备采购，首次明确激励利润，并且首次明确承研单位和承制单位的激励约束分配。我们认为，一方面，《指南》对军品定价方案的改进有望大幅改善目前军工主机厂盈利能力较低的现状；另一方面，主机厂对定价成本的压缩或对下游配套商形成价格压力。

3、军工行业景气度较高，超额收益可期。上周中证军工指数下跌2.71%，行业估值水平进一步下移，已进入近10年的底部区域。随着市场政策底逐步验证，军工行业凭借较高的景气度有望取得超额收益，看好板块中长期表现，建议渐进式加仓。我们继续推荐估值和成长兼备的中航沈飞、航天电器、中航光电、钢研高纳和航天发展等。

三. 核心组合上周表现

表1 军工行业投资组合上周表现

组合	股票代码	股票简称	权重	周涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)
投 资 组 合	002025.SZ	航天电器	11%	-2.64	-2.64	0.07
	000547.SZ	航天发展	11%	-7.42	-7.42	-4.71
	002179.SZ	中航光电	11%	-5.10	-5.10	-2.39
	300034.SZ	钢研高纳	11%	0.87	0.87	3.58
	600482.SH	中国动力	11%	-2.50	-2.50	0.21
	600038.SH	中直股份	11%	-3.48	-3.48	-0.77
	600760.SH	中航沈飞	11%	-5.43	-5.43	-2.72
	600990.SH	四创电子	11%	-6.36	-6.36	-3.65
	600967.SH	内蒙一机	11%	-14.27	-14.27	-11.56

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

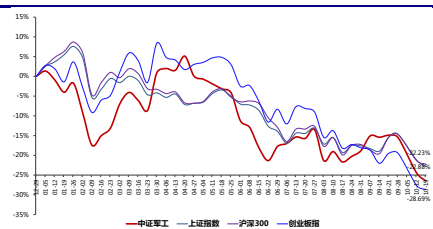
☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

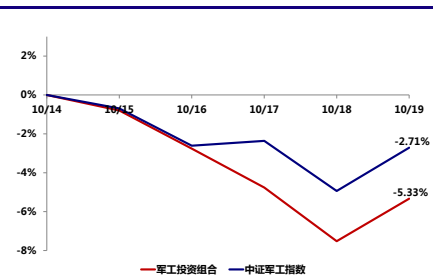
特别鸣谢: 周义、张雨芯

中证军工指数 18年初至今的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

推荐组合上周的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

一、最新研究观点

(一) 上周热点动态跟踪

表 2 热点事件及分析

重点事件	我们的理解
特朗普称美将退出中导条约。(中国新闻网)	<p>《中程导弹条约》由美苏两国签订于 1987 年，该条约禁止两国拥有，生产或测试射程在 500 到 5500 公里之间的导弹。该条约签订之后，美苏两国一共销毁了大约 2700 枚中程导弹，对缓和冷战期间两国关系起到了很大的作用。美国退出《中导条约》之举可能是继 2001 年美国退出《反导条约》之后对世界整个战略稳定体系的又一次沉重打击。</p> <p>特朗普宣称，美国的这一举动对应对“中俄威胁”至关重要，并称美国面临的外部威胁“不可接受”，所以美国“必须研发这些武器”，并宣布打算退出这项协议。我们认为美国此举更大程度上是对中国的军事遏制，因为中国不是《中导条约》的缔约国，目前已经拥有大量的中程导弹，并且越发精确。随着中国未来新型号导弹的批量列装，美国部署的 THAAD 战区导弹防御系统存在失效的可能，所以美国急需增加中程导弹库来应对。中美俄军备竞赛或加剧。</p>

资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 最新观点

【军品定价改革利好主机厂，行业反弹超额收益可期】

事件：近期，军品定价改革再次成为行业热点。

我们的分析：

1、中美主要军工企业盈利能力差异较大。通过选取美国 5 家最大的综合性武器装备提供商，以及中国 5 家主要的军工总装厂，并比较两者盈利能力情况的差异，我们发现美国上市公司的净利率、ROE 和 ROIC 指标均值均显著高于国内主机厂，市值体量约为国内 5 家企业的 15 倍。我们认为上市公司市值除了与利润体量或收入体量明显相关外，与企业自身盈利能力也密切相关，后者可通过影响估值水平来间接影响市值。

表 3 国内外军工主机厂盈利能力对比

所在地区	公司名称	净利率	ROE	ROIC	市值 (亿美元)
美国	洛·马	3.92	311.36	25.64	934
	波音	8.78	N/A	88.91	2064
	通用动力	9.4	26.02	15.46	567
	诺·格	7.81	31.83	11.54	537
	雷神	7.98	22.39	23.89	547
	平均值	7.58	97.90	33.09	929.80
中国	中航飞机	1.53	3.03	1.98	57
	中航沈飞	3.62	6.67	15.14	68

中国卫星	6.68	8.16	7.02	26
中国重工	-0.62	1.23	0.72	132
内蒙一机	4.4	8.52	4.74	28
平均值	3.12	5.52	5.92	62.2

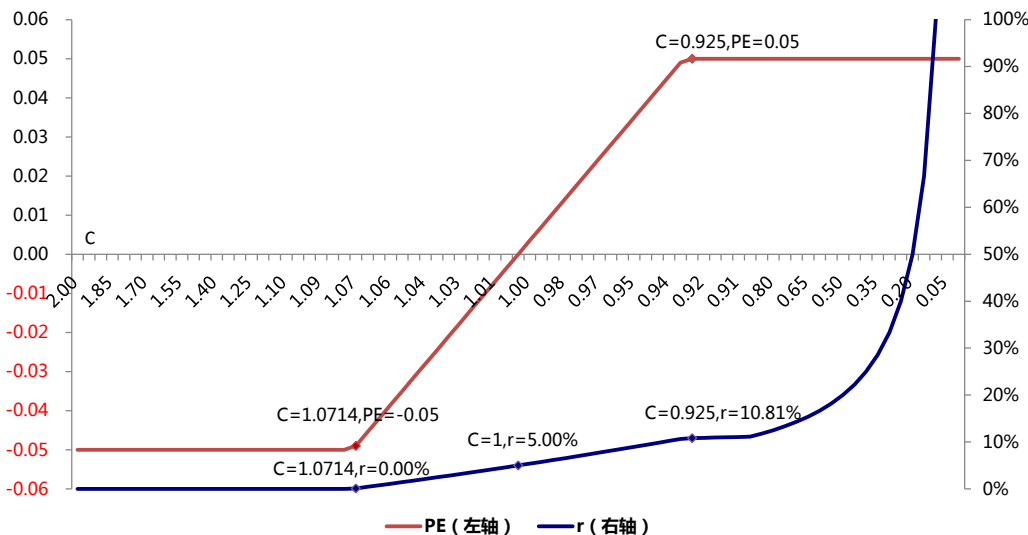
资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位,除了国有企业自身特点以及肩负社会责任等因素外,更直接的是政策方面的桎梏。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》,方法的制定符合当时的背景和产业规律,5%的利润率与当时的社会平均利润率基本相当,而时至今日国内军工产业取得了长足的发展,信息化升级需求越发迫切,该方法的制定背景和运用环境都发生了较大的变化,执行中的不足之处愈发明显。因此,方法的与时俱进对于健全和完善军品生产、订货的价格管理体系,促进国防建设可持续发展意义重大。

2、政策改进利好军工主机厂。根据总装综合计划部2013年发布的《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》,针对单一来源的装备采购,首次明确激励利润,并且首次明确承研单位和承制单位的激励约束分配。具体为,承研承制单位承担节约(超支)部分的70%,军方承担30%。激励(约束)利润的上限为5%目标成本,下限为-5%目标成本。

计算公式如下: $C \geq 107.14\%CT$ 时, $PE = -5\%CT$; 当 $107.14\%CT > C > 92.86\%CT$ 时, $PE = 70\%(CT - C)$; 当 $C \leq 92.86\%CT$ 时, $PE = 5\%CT$ 。价格方案为 $P = C + 5\%CT + PE$, 其中, P 为装备价格, PE 为激励(约束)利润, CT 为目标成本, C 为定价成本。

图1 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系



资料来源:《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》、中国银河证券研究院整理

假设 $CT=1$, C 的变化区间为 $[0.01, 2]$, 即 $1\% \leq C/CT \leq 200\%$, 则由上述公式计算得到 PE 和利润率 r 相对定价成本 c 的变化。虽然激励(约束)利润的上限为5%目标成本,下限为-5%目标成本,但是项目利润率 r 相对于定价成本 C 的减少而呈近似指数增长。我们认为,一方

面，《定价工作指南（试行）》对军品定价方案的改进有望大幅改善目前军工主机厂盈利能力较低现状；另一方面，主机厂对定价成本的压缩或对下游配套商形成价格压力。

3、军工行业景气度较高，超额收益可期。上周中证军工指数下跌2.71%，行业估值水平进一步下移，已经进入近10年的底部区域。随着市场政策底逐步验证，军工行业凭借较高的景气度有望取得超额收益，看好板块中长期表现，建议渐进式加仓。我们继续推荐估值和成长兼备的中航沈飞、航天电器、中航光电、钢研高纳和航天发展等。

（三）行业投资组合

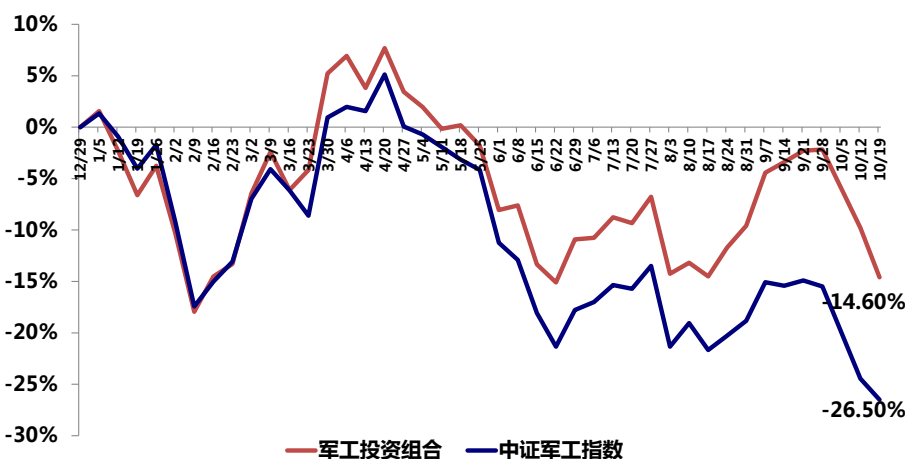
军工行业投资组合是以中长期可能博得超额收益为选择标准，个股往往兼具估值和成长双属性的白马或龙头股。

表4 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)	入选时间
军工行业投资组合	002025.SZ	航天电器	低估值白马，业绩增长确定性强	-2.64	-2.64	0.07	2018/10/15
	000547.SZ	航天发展	看好公司业绩增长弹性	-7.42	-7.42	-4.71	2018/10/15
	002179.SZ	中航光电	低估值白马，受益于光通信行业高景气	-5.10	-5.10	-2.39	2018/10/15
	300034.SZ	钢研高纳	看好公司业绩增长弹性	0.87	0.87	3.58	2018/10/15
	600482.SH	中国动力	低估值白马，业绩增长确定性强	-2.50	-2.50	0.21	2018/10/15
	600038.SH	中直股份	国内直升机龙头，受益于需求高增长	-3.48	-3.48	-0.77	2018/10/15
	600760.SH	中航沈飞	国内战斗机龙头，受益于需求高增长	-5.43	-5.43	-2.72	2018/10/15
	600990.SH	四创电子	低估值白马，业绩增长确定性强	-6.36	-6.36	-3.65	2018/10/15
	600967.SH	内蒙一机	国内装甲武器龙头，受益于需求高增长	-14.27	-14.27	-11.56	2018/10/15

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2 推荐组合18年年初至今的表现



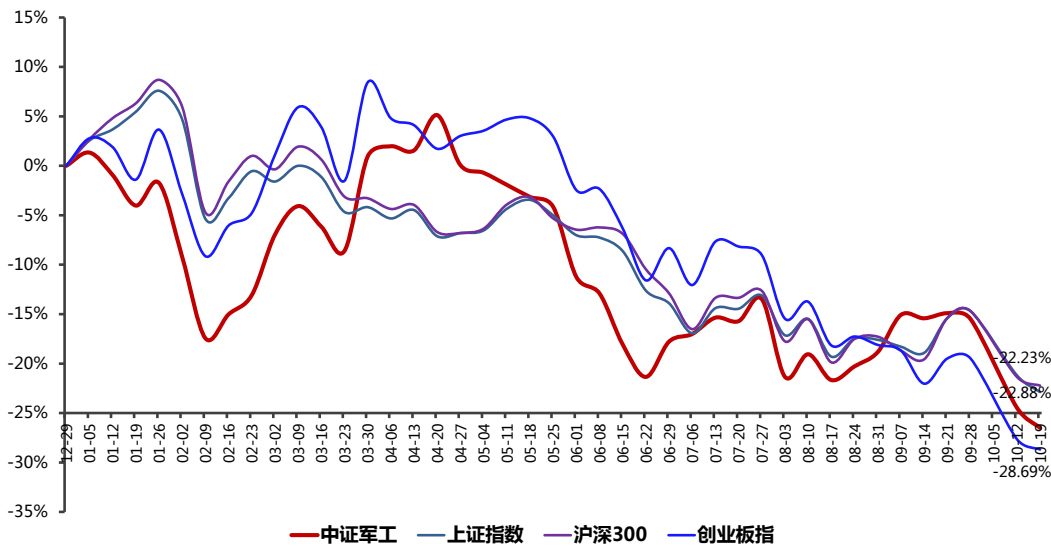
资料来源：中国银河证券研究院整理

（四）风险提示 改革进度不及预期的风险。

附录

一、行业数据跟踪

图3 中证军工指数 18年初至今的表现



资料来源：中国银河证券研究院整理

表5 军工行业涨跌幅榜

周表现	个股名称及表现				
涨幅前五	晨曦航空 7.31%	中材科技 7.27%	金信诺 5.27%	太极股份 4.93%	菲利华 4.91%
跌幅前五	新研股份 -27.70%	炼石有色 -20.93%	台海核电 -18.16%	中国海防 -16.59%	ST嘉陵 -16.08%

资料来源：wind, 中国银河证券研究院整理

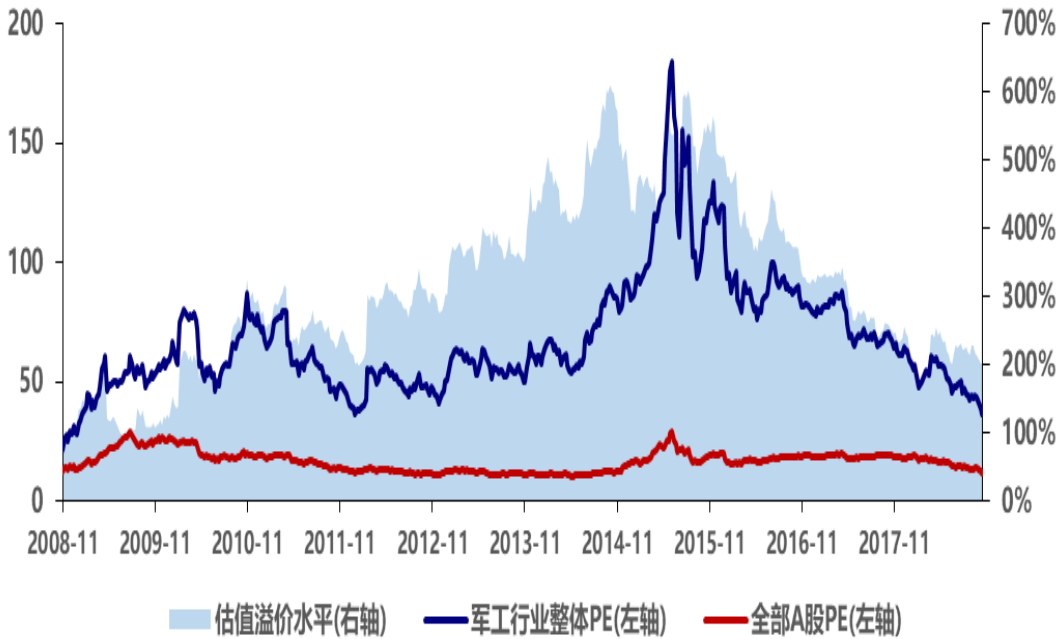
二、国内外行业及公司估值情况

1、国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由是11月6日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至2018年10月19日，军工行业最近一年的滚动市盈率为36.89倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为12.24倍，分别较2008年底以来的PE（TTM）均值低37.37倍和低4.63倍。行业估值溢价率方面，目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低114个百分点。当前值为201.4%，历史均值为315.1%。

图 4 军工行业估值溢价情况



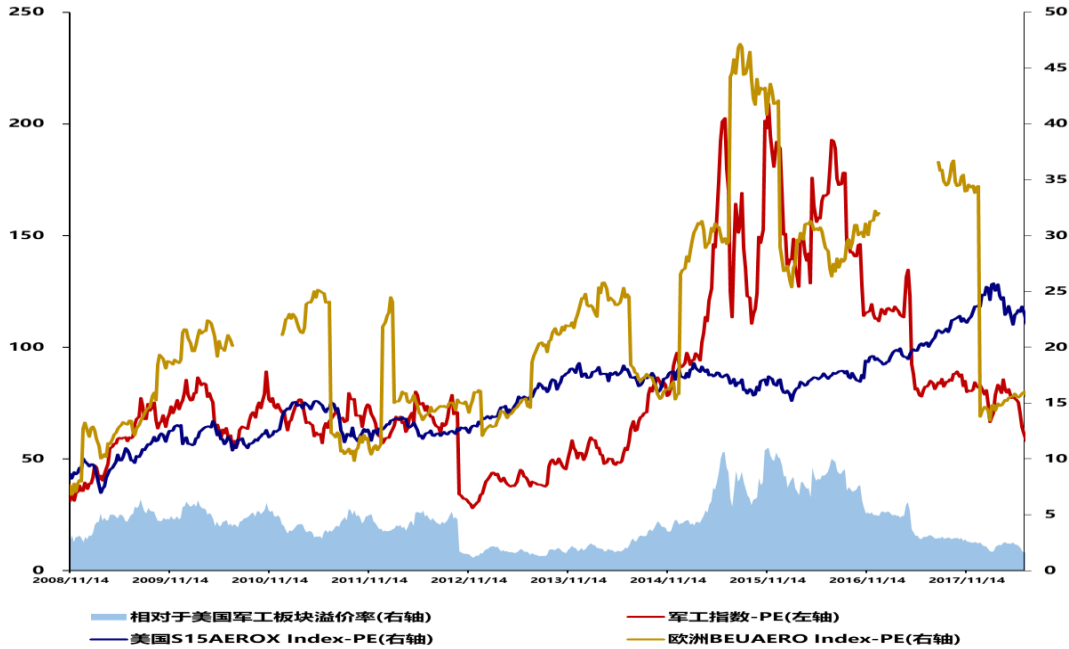
资料来源：中国银河证券研究部整理

2、国际军工行业估值及对比

说明：I、我们选取 2008 年 11 月 6 日至今的行业表现作为研究区间，理由同上。II、图中的军工指数选用国防军工指数（CI005012），美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数（S15AEROX INDEX），欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）。III、估值指标选取 PE（TTM）和 PB，其中国外的 PE（TTM）为扣除非经常损益之后的市盈率。

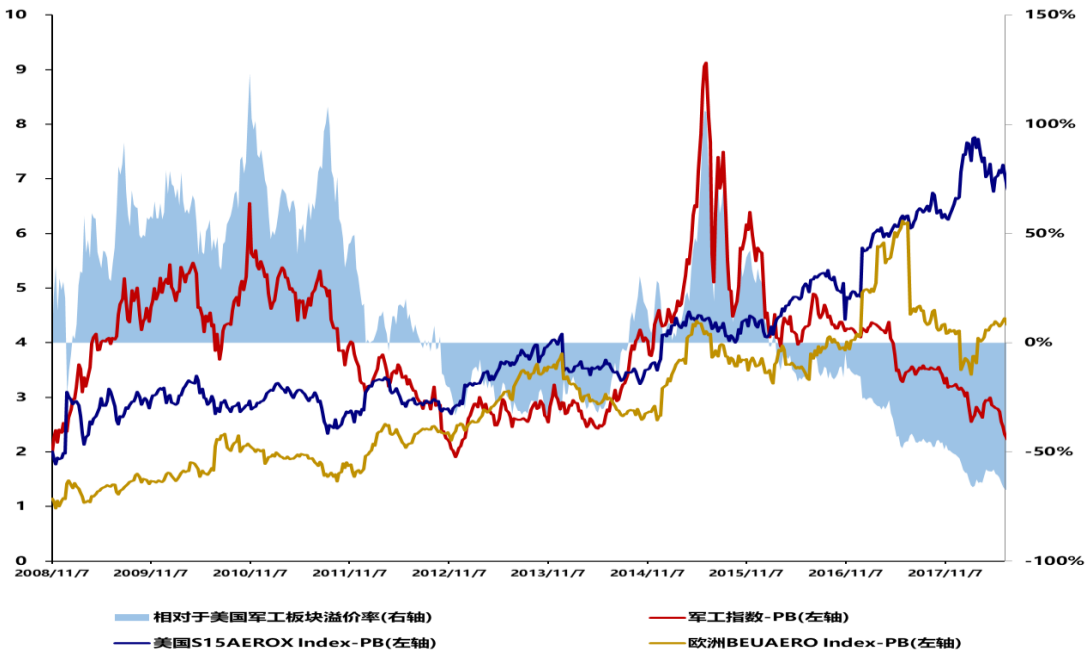
国内军工板块市盈率显著高于美欧市场，相对溢价率处于较低水平。以 2018 年 10 月 19 日收盘价计算，以国防军工指数表征的国内军工板块 PE（TTM）为 55.69 倍，同期美国军工板块为 21.82 倍，欧洲军工板块为 24.13 倍，我国军工板块 PE 显著高于美欧市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 273 个百分点，当前值为 155.2%，历史均值为 428.1%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平高 159 个百分点，当前值为 130.8%，历史均值为 288.6%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面**，一是中国综合国力快速增长，战略利益诉求不断增强，军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续，因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定；二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化，美欧等国则较为少见，因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。

图 5 国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 6 国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2018 年 10 月 19 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.07 倍，同期美国军工板块为 7.43 倍，

欧洲军工板块为 5.42 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为-72.1%，历史均值为 7.7%，较历史平均水平低 80 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 121 个百分点，当前值为-61.8%，历史均值为 59.2%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因**是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。

3、国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。**从收入增速角度看**，海外公司过去五年复合增速均值为 3.42%，中位数为 3.10%，多数处于-5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 18.73%，中位数为 20.47%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。**从净利润增速角度看**，过去五年复合增速均值为 3.97%，中位数为 2.19%，多数处于-10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 26.82%，中位数为 20.52%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。**从创造价值能力来看**，海外公司 ROE 和 ROIC 均值分别 17.84% 和 12.28%，中位数分别为 16.42% 和 8.95%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 7.10% 和 5.31%，中位数为 6.29% 和 3.94%，创造价值的能力远低于海外。**从估值角度看**，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 4.30 倍、1.71 倍和 21.28 倍，估值中位数为 3.21 倍、1.51 倍和 19.21 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.11 倍、6.41 倍和 38.17 倍，估值中位数为 2.77 倍、3.68 倍和 34.60 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 6 海外主要上市公司相关指标

所在地区	公司名称	CAGR（过去五年）		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿美元)
		收入增长	利润增长					PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
北美地区	洛·马	1.59	-6.12	3.92	311.36	2.68	25.64	20.42	19.19	1.79	223.13	934
	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	1.90	88.91	24.81	24.45	2.18	N/A	2064
	通用动力	-0.35	N/A	9.40	26.02	1.95	15.46	18.27	17.20	1.74	4.72	567
	诺·格	0.46	0.37	7.81	31.83	1.56	11.54	21.27	18.21	1.99	6.53	537
	雷神	0.75	1.40	7.98	22.39	1.81	23.89	22.39	19.26	2.13	5.15	547
	德事隆	3.02	-12.22	2.16	15.32	0.14	5.36	18.56	17.49	1.04	2.58	143
	亨廷顿英戈尔斯	2.10	26.82	6.44	36.31	1.23	20.14	20.49	13.47	1.35	5.97	101

工业											
霍尼韦尔国际	1.48	-10.77	4.08	8.64	2.11	0.77	17.91	19.03	2.77	6.55	1152
L3 科技	-6.15	-3.52	7.07	17.06	1.47	9.52	22.26	21.59	1.71	3.15	172
联合技术	0.73	-2.36	7.61	16.96	2.28	8.95	18.22	17.84	1.62	3.29	1032
罗克韦尔柯林斯	8.53	2.97	10.33	16.22	1.00	8.63	21.32	18.68	2.52	3.19	217
TRANSDIGM	15.56	6.35	17.03	N/A	N/A	14.58	29.34	19.09	5.07	N/A	177
奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-7.95	1.09	0.19	17.61	16.79	0.77	2.07	106
哈里斯	3.87	45.45	11.61	22.98	1.60	13.44	26.52	26.32	3.20	N/A	201
庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	7.38	87.11	32.99	0.39	N/A	69
均值	2.43	5.37	6.70	18.71	1.48	16.96	25.77	19.19	2.13	4.32	535
中位数	1.53	0.89	7.61	19.73	1.60	11.54	21.27	19.03	1.79	4.72	
西欧地区											
Leonardo	-6.93	N/A	2.36	4.28	1.39	3.17	31.37	13.66	0.49	1.38	67
英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	16.61	4.04	9.46	22.53	12.70	0.99	3.00	227
罗·罗	6.04	12.63	25.80	83.37	1.05	-2.09	9.58	67.71	0.99	21.74	214
Meggitt	4.77	8.25	17.26	11.89	3.07	8.31	14.52	16.26	2.02	1.71	53
英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	20.30	N/A	15.31	11.27	21.89	1.29	1.98	33
英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	12.49	2.57	10.26	17.70	17.67	1.11	2.12	15
超电控股	0.38	-4.29	6.31	9.27	3.55	8.59	28.54	13.37	1.41	2.34	13
空中客车	3.40	19.14	4.30	20.45	1.51	8.29	41.23	22.47	1.22	8.37	883
达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	1.04	4.68	27.60	22.73	2.72	3.22	141
泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.55	16.89	26.20	22.03	1.54	4.78	284
卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!
赛峰	4.47	N/A	28.28	20.34	1.47	9.37	23.48	22.85	2.54	4.51	553
LISI	8.73	13.51	6.57	12.34	1.71	8.80	15.57	14.61	0.92	1.70	17
MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.10	1.33	12.43	23.55	20.06	1.94	4.83	103
FACC	11.55	N/A	5.29	13.21	0.68	8.09	19.08	20.15	0.97	2.63	9
Kongsberg Gruppen	-1.53	-15.80	3.82	7.97	2.66	4.73	30.68	23.62	1.20	2.41	20
萨博	5.51	-2.35	4.48	8.97	1.26	7.84	39.12	28.45	1.47	3.45	53
均值	4.24	2.42	8.69	13.27	1.94	8.04	23.88	22.51	1.43	4.38	175
中位数	4.47	7.01	5.29	12.49	1.49	8.31	23.51	21.02	1.26	2.81	53
以色列 埃尔比特系统	3.18	7.33	7.08	15.79	1.43	14.01	19.05	19.24	1.47	2.87	52
全部均值	3.42	3.97	7.73	17.84	1.71	12.28	22.60	21.28	1.71	4.30	336
全部中位数	3.10	2.19	6.44	16.42	1.53	8.95	21.79	19.21	1.51	3.21	157

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

表 7 国内主要上市公司相关指标

公司名称	CAGR (过去五年)		净利率	ROE	股息率	ROIC	估值				市值 (亿元)
	收入增长	利润增长					PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	

航发动力	25.99	26.91	4.15	5.82	0.58	2.52	87.00	43.52	2.68	1.92	498
中航飞机	14.80	13.36	1.53	3.03	0.59	1.98	89.67	70.12	1.55	2.67	396
中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.46	3.97	68.49	35.68	3.37	3.17	230
中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.22	4.27	45.97	29.66	2.73	3.17	276
中航光电	23.62	32.41	13.62	18.41	0.30	12.23	40.07	30.85	5.20	6.10	312
中航沈飞	45.32	84.87	3.62	6.67	0.00	15.14	137.45	60.64	43.99	6.73	470
中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.16	0.71	7.02	63.28	40.05	4.22	4.18	183
航天科技	34.71	34.07	3.13	4.40	0.00	4.04	45.96	17.45	1.14	1.54	54
航天电器	19.01	15.18	13.22	12.71	1.00	12.15	33.28	26.93	3.99	4.10	108
航天动力	8.09	-22.62	1.23	1.35	0.00	0.56	1022.60	36.25	4.28	2.59	47
航天电子	28.58	20.65	4.10	4.88	0.00	3.39	38.21	24.42	1.75	1.63	151
国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.66	8.69	68.89	50.62	9.07	6.06	78
四创电子	38.20	33.00	4.06	11.96	0.32	6.33	47.40	23.77	2.54	3.65	60
中国重工	-7.90	-25.20	-0.62	1.23	0.27	0.72	-115.14	33.00	2.60	1.08	917
光电股份	-0.01	71.25	2.35	1.32	0.28	1.49	138.63	39.60	4.07	2.70	51
雷科防务	-10.89	20.40	17.23	3.89	0.63	3.40	51.63	32.80	16.06	1.66	55
振华科技	21.94	19.08	2.59	4.97	0.43	3.06	41.31	20.24	0.89	1.42	54
钢研高纳	8.16	-3.76	7.26	7.68	0.76	3.91	73.56	42.36	7.54	2.85	39
中国动力	37.40	72.88	5.54	5.90	1.00	3.87	28.99	25.55	1.83	1.13	359
海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.27	7.44	51.71	25.42	8.63	3.94	40
均值	18.73	26.82	6.91	7.10	0.42	5.31	65.78	35.45	6.41	3.11	219
中位数	20.47	20.52	4.84	6.29	0.37	3.94	51.67	32.90	3.68	2.77	129

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

三、重要上市公司动态

1、【海兰信关于控股股东兼实际控制人向公司员工发出增持公司股票倡议书】公司控股股东,实际控制人向公司员工发出增持公司股票倡议书。倡议书发出后,公司员工积极响应控股股东、实际控制人申万秋先生的倡议,自筹资金增持公司股票,以实际行动表明对公司未来发展的坚定信心。经公司自行统计,自2018年10月12日至2018年10月19日期间,公司及全资子公司、控股子公司全体员工中共有53名员工通过二级市场以集中竞价的方式增持公司股票,累计增持股票1,605,900股,占公司总股本的0.45%,增持均价为11.05元/股,增持总金额为17,745,545.69元。

2、【中国海防控股股东及其一致行动人累计增持1.5亿元(占公司总股本的2.00%)】基于对公司当前投资价值的认可及对未来发展前景的看好,公司控股股东中国船舶重工集团有限公司及其一致行动人计划自2018年10月17日起6个月内,在遵守中国证券监督管理委员会和上海证券交易所相关规定的前提下,通过上海证券交易所交易系统择机增持公司股份,增持金额不低于1亿元人民币,不超过6亿元人民币。2018年10月19日,中船重工集团通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份7,915,338股,占公司总股本的2.00%,增持金额1.95亿元。

3、【高德红外回购国开发展基金有限公司持有的子公司股权】武汉高德红外股份有限公司于2015年12月15日召开第三届董事会第十二次会议审议通过了《关于与国开发展基金有限公司合作的议案》，国开发展基金有限公司与公司签署《投资合同》，以现金3,600万元对公司控股子公司武汉高芯科技有限公司进行增资，投资期限8年，平均年化投资收益率最高不超过1.2%，后期按协议约定回购该基金持有的高芯科技股权。公司按照《投资合同》的约定于2018年10月19日与国开发展基金签订《股权转让协议》以履行回购义务，向国开发展基金支付3,600万元并受让国开发展基金所持高芯科技10.65%股权。

4、【光威复材与维斯塔斯风力技术公司签订合作谅解备忘录】2018年10月18日，威海光威复合材料股份有限公司与维斯塔斯风力技术公司签署《合作谅解备忘录》。本《合作谅解备忘录》的签署进一步明确了在风电碳梁业务上公司与维斯塔斯开展更全面和更深度的合作意向和合作方向，符合公司关于碳梁业务的战略发展需要，有利于公司碳梁业务的持续、稳定发展。

5、【新余国科拟对外投资设立参股子公司】江西新余国科科技股份有限公司与江西大成国有资产经营管理有限责任公司、上海贤特企业管理中心（有限合伙）、新余高新区云山企业管理中心（有限合伙）、新余高新区行无疆企业管理中心（有限合伙）、新余高新区北斗企业管理中心（有限合伙）、新余高新区近江企业管理中心（有限合伙共同出资2500万元人民币设立参股子公司江西中控精密科技股份有限公司。

6、【大立科技收到“核高基重大专项”中央财政资金】浙江大立科技股份有限公司于2017年8月收到国家工业和信息化部核高基重大专项实施管理办公室通知，根据财政部下达的“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品”科技重大专项2017年中央财政资金预算，已正式批复公司承担课题的中央财政资金预算，用于核高基重大专项课题实施的相关工作。项目实施周期为4年，课题目标为完成新一代非制冷红外焦平面探测器产品研制，建立自主研制平台和成套产品化制备工艺，满足装备需求，并形成批产能力。

四、行业动态

1、【2018中国创新创业大赛军民融合专业赛(惠州赛区)落幕】10月16日，2018中国创新创业大赛军民融合专业赛(惠州赛区)在仲恺高新区举行决赛和颁奖典礼，来自广州的“电池组盖板用耐高电压和高压力UV绝缘特种涂层”项目赢得百万大奖。此次大赛作为2018中国创新创业大赛军民融合专业赛四大赛区之一，由中央军委科技委科技战略局、科技部火炬高技术产业开发中心指导，由广东省科学技术厅、惠州市人民政府主办，惠州仲恺高新区管委会、广东省生产力促进中心承办，以“富国强军、寓军于民”为主题，旨在营造全社会资源共同参与、军民协同创新的良好氛围，激发各类创新主体的积极性，发现、挖掘优秀的军民两用技术，充分调动军民两种资源，共同推动军民融合深度发展。（国防科工局）

2、【中国民用核技术未来十几年将突破万亿规模】10月17日，中国科学院院士、中国核物理学家王乃彦在首届中国国际核技术应用产业大会上作主旨报告。报告说，中国民用核技术未来十几年内将突破万亿规模。在国家力推“核电出海”和中国核电建设快速发展的背景下，与其密切相关的辐射科学和技术应用将随着国民对核科技认知的不断提升，逐步渗透到经济社会的更多领域，并迎来跨越式发展。在政府的大力推动和业界的不懈努力下，中国

辐射科学和技术有望被打造成为继核电之后，中国核技术“走出去”的第二张“国家名片”。（国防科工局）

3、【中比两国签署加强和平利用核能领域合作谅解备忘录】10月17日，在国务院总理李克强和比利时首相米歇尔共同见证下，国家原子能机构副主任张建华与比利时王国联邦公共服务经济、中小企业、个体和能源部指导委员会主席德尔波特签署了加强和平利用核能领域合作的谅解备忘录，推动两国核领域合作。（国防科工局）

4、【飞鸿 98 无人运输机试飞成功】10月16日，由中国航天科技集团有限公司第九研究院设计改造的全球最大无人运输机飞鸿 98 在内蒙古包头试验场试飞成功。飞鸿 98 在我国运 5B 的原型机的基础上改造而成，最大起飞重量 5.25 吨，最大载重 1.5 吨，最大容积量 15 立方米，飞行高度 4500 米，巡航速度 180 千米/小时，最大航程 1200 公里，起飞与着陆距离最短仅有 150 米，可用于复杂地形情况下的多用途物流运输。据介绍，该无人机利用了成熟的航天飞控技术、测控技术、感知传输技术，具备起降简易、操作简便、技术先进、飞行可靠、成本较低等特点。（国防科工局）

5、【中核集团尼日利亚微堆低浓铀燃料启运】10月15日上午，由中核集团承担的尼日利亚微堆低浓化改造项目低浓铀燃料在中国原子能院正式启运。微堆低浓化是第四届核安全峰会中美联合声明重要的内容，是中国政府向世界作出的郑重承诺。2016年中核集团实现原型微堆低浓化成功，2017年中核集团圆满完成加纳微堆低浓化项目，赢得了国内外广泛的赞誉，形成了被国际原子能机构认可的“加纳模式”。（中核集团）

6、【湖南将建高分卫星气象应用中心】近日，湖南省政府常务会议审议通过“湖南省高分卫星气象应用中心”项目。会议指出，气象事业是科技型、基础性社会公益事业，推进高分卫星气象应用，对提升气象核心业务能力、改进气象服务产品供给以及推进军民融合、提高防灾减灾救灾水平、带动湖南空间信息化大数据应用都具有重要现实意义。相关部门要加大支持力度，尽快启动建设该项目，确保高标准、高质量、高效率地推进建设，早日发挥建设效益。（国防科工局）

五、重点公司投资案件

【航天电器】公司受益于军工装备需求的稳定增长，公司传统军工业务增长依然向好，增速约为 10%至 15%。微特电机和光通信行业未来发展空间较大，公司两块业务增长有望加快。我们认为电机业务和光通信业务未来三年的复合增速分别有望达到 25%和 50%。此外，公司大股东旗下仍有较多优质资产，未来随着十院内部资产逐步梳理到位，注入预期依然较强。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 3.61 亿和 4.52 亿，EPS 为 0.84 元和 1.05 元。

【钢研高纳】公司目前是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品企业之一，主要面向航空航天、发电市场。该领域市场容量约 3000 吨，年复合增速约 15%。近年来，国内航空航天市场逐步放量，公司主业有望迎来 30%左右的较快增长。公司拟 13.94 元/股发行 2671 万股份及支付现金的方式购买青岛新力通 65%的股权，同时配套融资 1.2 亿。2018 年和 2019 年标的公司业绩承诺净利润不少于 7000 万元和 9000 万元。预计公司 2018 年至 2020 年归母净利润分别为 0.92 亿、1.78 亿和 2.65 亿，EPS 为 0.22 元、0.39 元和 0.57 元。

【中航机电】公司主营航空机电系统研制。公司航空产业占比超过 60%且持续增长势头较好，显示公司聚焦主业的战略较为成功。我们认为，公司军用航空产业的项目推进和资产收购有利于公司持续增长和提升核心竞争力。民用航空项目正处于研制的关键时期，中长期发展潜力很大。公司的汽车座椅调节机构市场占有率国内第一，未来将随汽车产业稳定增长。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 9.5 亿元和 11.0 亿元，考虑可转债对股本稀释，EPS 约为 0.25 元和 0.29 元。股价催化剂：资本运作预期、民用市场拓展。

【中国动力】公司是舰船动力龙头企业。公司燃气动力、海上核动力及全电力等业务市场获得较大突破，考虑到国内巨大的燃气动力国产替代空间和核动力、全电力市场需求空间，未来有望成为公司新的增长极。公司年初实施股权激励，业绩增长指标为 2018 至 2020 年复合增速约 15%，此举有利于保障管理层与股东利益的一致性，激发增长活力，助力公司可持续发展。我们预计公司 2018-2019 年归母净利为 13.8 亿和 15.8 亿，EPS 为 0.80 元和 0.91 元。

【中国卫星】公司未来主要驱动因素包括卫星应用和卫星研制业务的持续成长，以及可能整合大股东优质资产的潜力。我们预计 2018 年至 2019 年每股收益分别为 0.38 元和 0.41 元。股价催化剂：军工集团事业单位改制取得进展、北斗需求加快释放。

【海兰信】公司业务分为智能航海、海洋信息服务、海洋监测三大类，是国内稀缺的海洋信息化公司。目前公司正积极开拓小目标雷达业务，近海雷达监测网建设快速推进并持续贡献利润。在国家“海洋强国战略”的背景下，海底监测领域投入也将大幅增长，公司面临历史性机遇。考虑海兰劳雷剩余股权的收购，预计公司 2018 至 2019 年归母净利润 1.55 亿和 1.85 亿，EPS 为 0.39 元和 0.46 元。

【火炬电子】公司主营陶瓷电容。目前代理业务进展顺利，预计保持稳定；自产电容可应用于国防及航天等军用和民用领域，公司竞争优势明显，预计未来将保持 20%以上的增长。公司近期完成定增拟建设 10 吨特种陶瓷材料，中航国际参与，该业务未来有望形成新的增长点。预计公司 2018 年和 2019 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。考虑到公司在特种陶瓷材料的布局，中长期投资价值明显。

【全信股份】公司主营光电传输业务，应用于军工领域，成长性持续看好。公司 2017 年完成收购从事海水淡化业务的常康环保，主要满足舰艇的相关需求，未来将向民用领域扩张。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 1.48 亿和 1.77 亿，EPS 分别为 0.47 元和 0.57 元。公司估值水平具备明显优势，成长性持续向好。

【湘电股份】公司军品业务面临加速发展，电力推进系统将成为公司未来几年重要增长点。公司是湖南国企改革的重点公司，并组建湘电动力公司，公司的军工业务将面临黄金发展时期。根据公司募投项目公告，我们假设 2019 年新项目投产，2020 年达产，预计公司未来三年收入将较快增长，利润大幅增长。我们预计公司 2018 和 2019 年净利润分别为 0.30 亿元、1.65 亿元，对应每股收益分别为 0.03 元和 0.17 元。

【天银机电】公司主营家电零部件和军工电子业务。2016 年华清瑞达收购讯析科技 100% 股权，军工电子业务再加码，盈利能力提升。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利分别为 2.3 亿和 2.95 亿，EPS 为 0.53 元和 0.68 元。公司属于技术壁垒较高的民参军企业，估值水平相对较低，军品业务未来成长空间较大。

【康拓红外】公司是铁路机车车辆运行安全检测与检修行业设备供应商和解决方案重要提供商，所在市场空间较大，公司是行业龙头，在手订单稳定，预计未来主营业务将保持稳定增长。公司是五院重要的民品上市平台，有望受益于航天科技集团和五院的改革；公司的技术来源于卫星技术，是军用技术转民用的实践者，未来还将持续受益于军民融合的深度发展。预计公司 2018 年和 2019 年备考归母净利润分别为 1.3 亿、1.48 亿，备考总股本为 6.9 亿，EPS 分别为 0.19 和 0.21 元。股价催化剂：资本运作预期。

【旋极信息】公司是典型的军民融合企业，税控板块作为军转民业务，受益于“营改增”的全面铺开，利润贡献率再度提升。公司原主业军品测试领域发展有条不紊，继收购西安西谷之后，又通过募投项目完成了从零部件—系统—装备健康管理的全布局。此外，公司还布局大数据业务，进军智慧城市新蓝海，军工民用两翼齐飞。预计公司 2018 年和 2019 年的 EPS 为 0.62 元和 0.82 元。

【航天科技】公司主营车联网、汽车电子、航天应用和电力设备等业务。公司车联网业务受益于国家政策支持，目前已形成规模效应，未来公司有望利用车联网平台入口形成新的收入增长点。公司是航天科工集团三院的重要军民融合平台及唯一一家上市公司，三院资产质量优良，研究所改制一旦推进，公司未来有望大幅受益。预计公司 2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.58 元。股价催化剂：车联网业务超预期发展；军工集团事业单位改制取得重大进展；航天领域的政策支持。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn