

军工行业 2019 年度投资策略

国防建设“必选消费”，逆周期属性凸显

推荐（维持）

- **2018 年行情回顾：**2018 年截至 11 月 23 日，中信军工指数下跌-18.68%，在所有板块涨跌幅中排第 5 位，同期沪深 300 下跌-23.09%。从十年长周期来看，军工板块整体变化趋势跟创业板走势高度吻合，表现出高 beta 属性。然而我们发现军工板块在今年整体下跌的市场下，表现出“抗跌”的特性，特别是 7、8 月份之后，军工板块走势跟创业板出现了一定的背离，而跟沪深 300 指数走势更加趋同。我们认为这表明市场对于军工板块的认识在逐渐改变，由纯粹的主题投资和市场催化投资，逐渐转变为对军工行业基本面稳定改善的认识，特别是经济下行的背景下，军工逆周期属性的比较优势明显，确定性程度高也带来了一定的溢价。未来随着军工行业基本面的继续改善，市场对军工成长性的认可度会越来越高，我们认为这一趋势仍将加强。
- **军工行业基本面持续改善，逆周期属性凸显比较优势：**我们认为随着军费增速在 2018 年触底反弹，军费结构向装备倾斜，军改影响逐渐消除，国防建设临近关键节点使得交付节奏加快，军工行业的基本面将持续改善，从 2018 年三季报中也得到部分验证，在当前整体经济处于下行趋势下，军工行业逆周期属性凸显行业比较优势。
- **改革有望加速推进，有望释放军工企业的发展潜力，提升板块的关注度：**军工作为改革的重点领域，各项改革一直在不断推进，随着“十三五”进入后半程，改革力度和落地节奏预计将加快。我们认为应重点关注军工资产证券化、定价机制改革、激励机制改革三方面内容，通过这些改革措施，一方面将实现越来越多的优质军工资产进入上市公司，另一方面将激发公司潜力，提升公司盈利水平，军工行业基本面向好的趋势在上市公司中料将逐渐体现。同时改革措施的不断推出落地，有望持续提升军工板块的关注度。
- **估值趋于合理：**军工板块经历三年多的调整之后，估值逐渐趋于合理，板块 PE 估值约为 60 倍左右，剔除船舶等亏损的影响 PE 估值为 50 倍左右，中航飞机、中直股份、中航沈飞、内蒙一机、航发动力等军工龙头，PS 估值在 2 倍左右，中航机电、航天电器、中航电测、航天电子等军工白马股 PE 为 30 倍左右，处于历史平均水平以下，趋于合理具备配置价值。
- **机构持仓处于历史底部：**从三季度机构持仓情况来看，军工行业持仓配置比例为 1.62%，虽然整体超配 0.1 个百分点，仍处于近五年来的历史低位，而且其中军工分级基金、军工 ETF 基金以及军工行业主题基金占比接近六成，其他主动配置的机构投资者仍然较少。
- **投资策略：**我们认为应该从三个方面来寻找军工行业的投资机会：1、位于产业链下游的军工主机龙头，其增长确定性较高，改革潜力大，市场关注度高，主要包括中航沈飞、中航飞机、中直股份、内蒙一机和航发动力；2、产业链配套中的军工白马，其估值相对合理，有望通过军民融合做大做强，主要包括航天电器、中航机电、中航电测、航天发展；3、资产注入潜力大且有一定业绩支撑的标的，主要包括航天电子、四创电子、国睿科技和中航电子。综合考虑业绩确定性、改革的潜力、估值的合理以及未来的空间等因素，建议重点关注中直股份、中航沈飞、航发动力、中航机电、中航电测、四创电子和航天电子。
- **风险提示：**军工板块整体估值相比其他板块仍较高；军工改革进程低于预期。

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyj.com

执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	52	1.46
总市值(亿元)	6,632.32	1.27
流通市值(亿元)	4,992.65	1.33

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.33	-26.16	-38.31
相对表现	-5.59	-9.1	-17.4



相关研究报告

《国防军工行业报告：朝鲜宣布试射洲际导弹成功，关注板块改革推进等变化》

2017-12-04

《国防军工行业报告：国务院办公厅印发国防工业军民融合深度发展意见，推动军民融合深度发展》

2017-12-05

《军工行业重大事项点评：军工资产证券化趋势加速，有望提升板块关注度》

2018-11-15

目录

一、2018 年军工行业回顾：走势出现变化，“抗跌”特性显现.....	5
二、2019 年展望：配置价值逐渐显现.....	8
(一) 2019 年基本面改善的确定性凸显行业比较优势.....	8
1、自上而下的逻辑推断：从军费增长、结构调整到交付节奏.....	8
2、自下而上的不断验证：上市公司业绩逐步兑现，订单饱满未来可期.....	12
3、增长确定性较高，逆周期属性比较优势明显.....	13
(二) 改革趋势明确，落地节奏有加快迹象，有望不断释放军工行业的潜力.....	14
1、军工资产证券化：趋势确定，有望加速.....	14
2、定价机制改革：打开军工企业的盈利空间.....	18
3、激励机制：激发员工潜力，提高盈利水平.....	21
(三) 估值处于历史中枢下部.....	22
(四) 机构持仓情况：处于历史低位，主动配置较少.....	24
三、投资策略.....	26
四、重点标的.....	26
(一) 中直股份：直升机产业主力军.....	26
(二) 中航沈飞：战斗机王牌起航.....	26
(三) 航发动力：航空发动机龙头蓄势待发.....	27
(四) 中航机电：航空机电系统产业化发展和专业化整合平台.....	27
(五) 中航电测：四大业务均衡发展前景可期.....	27
(六) 四创电子：博微子集团成立，公司平台地位凸显.....	28
(七) 航天电子：平台地位明确，军民融合空间广阔.....	28
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	2018 年至今上证综指及军工板块走势	5
图表 2	2018 年至今深证成指及军工板块走势	5
图表 3	2018 年至今中小板及军工板块走势	5
图表 4	2018 年至今创业板及军工板块走势	5
图表 5	2018 年至今沪深 300 及军工板块走势	6
图表 6	2018 年至今中证 500 及军工板块走势	6
图表 7	2018 年至今各行业涨幅排名 (%)	6
图表 8	2018 年至今军工各细分行业 (申万行业分类) 走势	6
图表 9	2008 年至今上证综指及军工板块走势	7
图表 10	2008 年至今深证成指及军工板块走势	7
图表 11	2008 年至今中小板及军工板块走势	7
图表 12	2008 年至今创业板及军工板块走势	7
图表 13	2008 年至今沪深 300 及军工板块走势	7
图表 14	2008 年至今中证 500 及军工板块走势	7
图表 15	2008 年至今各行业涨幅排名 (%)	8
图表 16	2018 年我国国防预算增速反弹	8
图表 17	2017 年我国军费占 GDP 比重较世界主要国家较低	9
图表 18	我国军费占 GDP 比重与美俄仍有差距	9
图表 19	我国 2007 年以来军费增速及 GDP 增速	9
图表 20	我国军费结构“三三制”	9
图表 21	美军 2019 财年国家安全预算 7160 亿美元	9
图表 22	美军 2019 财年军费基本开支中装备采购占比接近 4 成	10
图表 23	美军 2019 财年 2367 亿美元装备采购细则	10
图表 24	我国军费构成项目及具体用途	10
图表 25	我军近年涌现的新装备	10
图表 26	军工行业重点公司 2018 前三季度业绩改善明显	12
图表 27	军工行业重点公司 2018 前三季度预收款和存货情况	13
图表 28	军工行业重点公司 2018 年前三季度现金流情况	13
图表 29	今年以来周边热点事件	13
图表 30	我国国防和军队建设的阶段性目标	14
图表 31	军工行业资产证券化政策及事件	15
图表 32	各军工集团 2013 年以来资本运作事件数量	16
图表 33	2013-2018 年军工集团资本运作事件数量	16

图表 34	2017 年军工集团资产证券化率（营收口径）	16
图表 35	2017 年军工集团资产证券化率（净利润口径）	16
图表 36	各军工集团旗下上市公司及相关院所类资产	16
图表 37	中航沈飞资产证券化进程	17
图表 38	四创电子资产证券化进程	18
图表 39	中国动力资产证券化进程	18
图表 40	我国军工企业净利率与美国军工企业仍有差距	19
图表 41	我国军品定价机制变迁	19
图表 42	美军装备采办合同管理组织体系	20
图表 43	美军装备采购合同类型	20
图表 44	美国军方装备价格管理体系相关法规和标准	21
图表 45	军工企业股权激励事件梳理	21
图表 46	2008 年至今军工板块估值情况	22
图表 47	2014 年至今军工板块估值情况	22
图表 48	2008 年至今军工板块（剔除船舶）估值情况	23
图表 49	2014 年至今军工板块（剔除船舶）估值情况	23
图表 50	2014 年至今航空航天子板块估值情况	23
图表 51	2014 年至今兵器兵装子板块估值情况	23
图表 52	2014 年至今军工龙头 PS 情况	23
图表 53	2014 年至今军工白马股 PE 情况	24
图表 54	军工行业机构持仓超配水平处历史低点	24
图表 55	军工行业主动持仓超配水平处历史低点	24
图表 56	军工行业机构前十大重仓股持仓占比	25
图表 57	细分行业持仓市值占比	25
图表 58	国企和民企持仓市值占比	25
图表 59	产业链上下游持仓市值占比	25
图表 60	2018 年基金三季报军工行业前十大重仓股	25

一、2018 年军工行业回顾：走势出现变化，“抗跌”特性显现

2018 年截止到 11 月 23 日，中信军工指数下跌-18.68%，在所有板块涨跌幅中排第 5 位，同期沪深 300、上证综指、深证成指、中小板指、创业板指以及中证 500 指数分别下跌-23.09%、-22.96%、-31.68%、-33.92%、-26.05%和 30.91%。

全年走势来看，整体跟大盘一样是一个震荡下行的趋势，年初至 2 月 14 日大幅调整，春节过后市场回暖，受益于注册制推迟以及高层对新技术、新经济各项政策支持的表态，军工板块跟随创业板启动了本年最大幅度的一次反弹，2 月 12 日至 4 月 20 日中证军工指数上涨 27.33%，之后随着国内经济预期的下滑以及中美贸易战等因素影响，开始大幅调整，期间叠加军工分级基金的下折等因素影响，不断震荡下跌，在 10 月 19 日创下年内新低，随后企稳反弹，截止到 11 月 23 日中证军工指数从最低点反弹 8.79%。

军工行业走势出现变化，“抗跌”特性显现：从十年长周期来看，军工整体变化趋势跟创业板走势高度吻合，表现出高 beta 属性，上涨行情中往往涨幅更多，下跌趋势中往往也会经历更大幅度的调整。然而我们发现军工行业在今年的走势中出现了一定的变化，在今年整体下跌的市场中，军工板块表现出“抗跌”的特性，在所有板块涨跌幅中排名靠前，特别是 7、8 月份之后，军工板块走势跟创业板出现了一定的背离，而跟沪深 300 指数走势更加趋同。我们认为这表明市场对于军工板块的认识在逐渐改变，由纯粹的主题投资和市场催化投资，逐渐转变为对军工行业基本面稳定改善的认识，特别是经济下行的背景下，军工逆周期属性的比较优势明显，确定性程度较高也带来了一定的溢价。未来随着军工行业基本面的继续改善，市场对军工成长性的认可度会越来越高，我们认为这一趋势仍有望加强。

图表 1 2018 年至今上证综指及军工板块走势



资料来源：wind，华创证券

图表 2 2018 年至今深证成指及军工板块走势



资料来源：wind，华创证券

图表 3 2018 年至今中小板及军工板块走势



资料来源：wind，华创证券

图表 4 2018 年至今创业板及军工板块走势



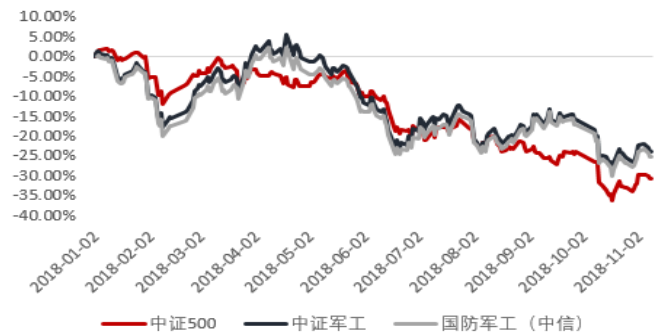
资料来源：wind，华创证券

图表 5 2018 年至今沪深 300 及军工板块走势



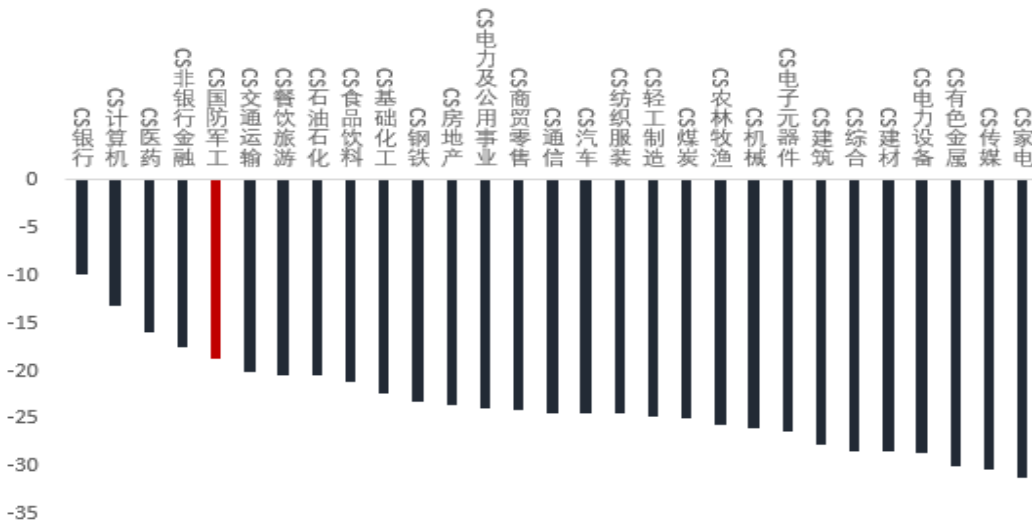
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 2018 年至今中证 500 及军工板块走势



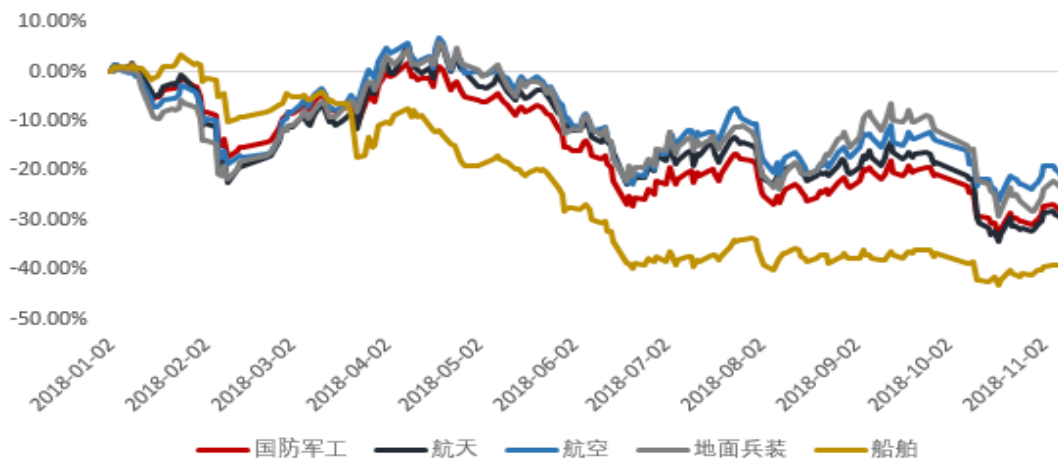
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 2018 年至今各行业涨幅排名 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 2018 年至今军工各细分行业 (申万行业分类) 走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 9 2008 年至今上证综指及军工板块走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 10 2008 年至今深证成指及军工板块走势



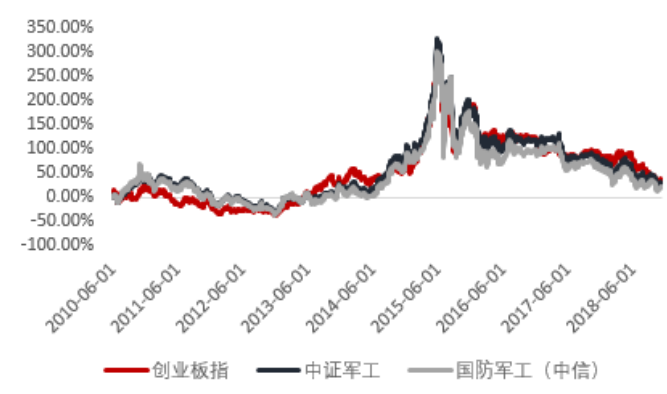
资料来源: wind, 华创证券

图表 11 2008 年至今中小板及军工板块走势



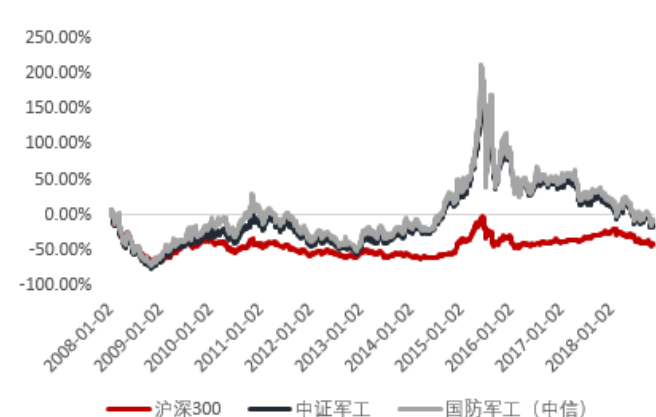
资料来源: wind, 华创证券

图表 12 2008 年至今创业板及军工板块走势



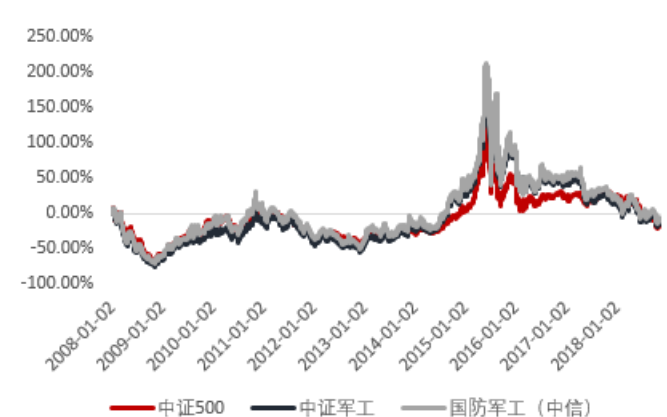
资料来源: wind, 华创证券

图表 13 2008 年至今沪深 300 及军工板块走势



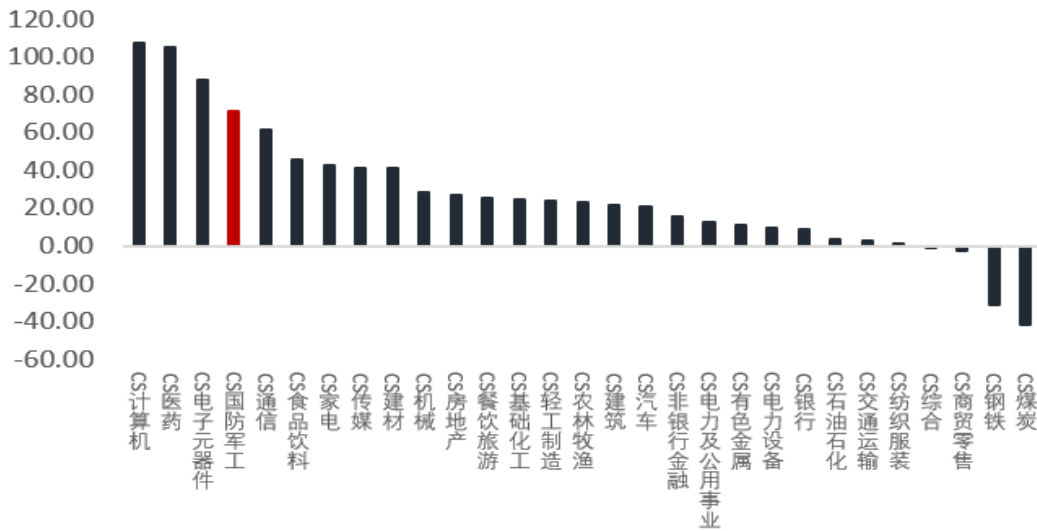
资料来源: wind, 华创证券

图表 14 2008 年至今中证 500 及军工板块走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 2008 年至今各行业涨幅排名 (%)



资料来源: wind, 华创证券

二、2019 年展望：配置价值逐渐显现

展望 2019 年军工行业的投资机会，我们认为从基本面维度、改革维度、估值维度以及机构持仓维度四个方面来看，军工行业的配置价值逐渐显现。

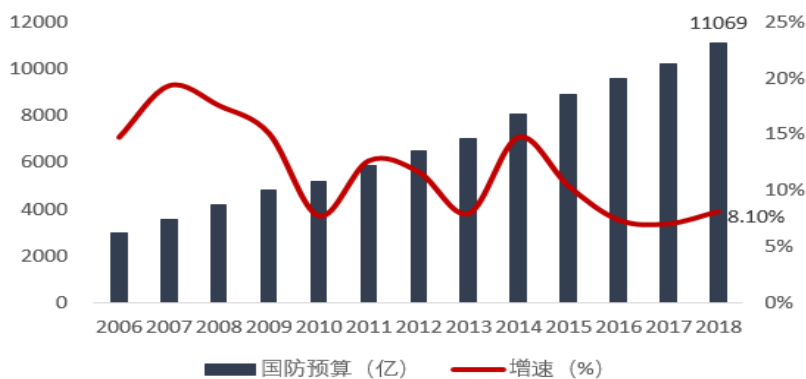
(一) 2019 年基本面改善的确定性凸显行业比较优势

我们认为军工行业基本面从短中周期来看，均处于持续改善的阶段，而且增长确定性较高，在经济下行的趋势下比较优势明显。

1、自上而下的逻辑推断：从军费增长、结构调整到交付节奏

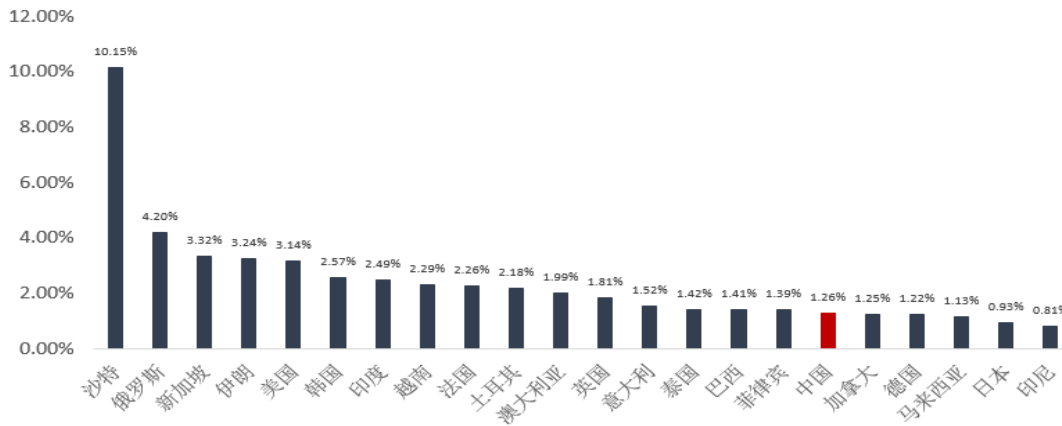
2018 年我国军费增速触底反弹，有望继续保持稳定增长：经历了 2016 年和 2017 年的增速下行之后，我国军费预算在 2018 年触底反弹，增速达到 8.1%，超出市场预期。从我国军费占 GDP 的比例来看，在世界上处于较低的位置，跟美俄等国有较大差距，未来尚有较大增长空间，因此我们预计军费仍将长期保持高于 GDP 的增速。

图表 16 2018 年我国国防预算增速反弹



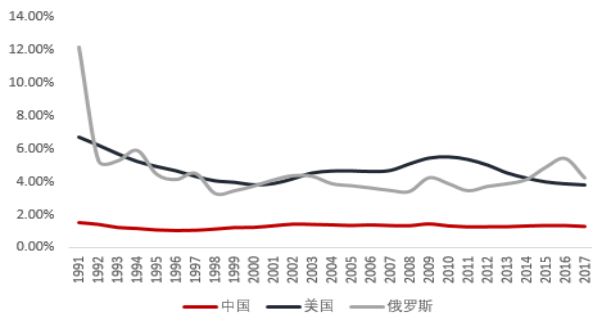
资料来源: wind, 华创证券

图表 17 2017 年我国军费占 GDP 比重较世界主要国家较低



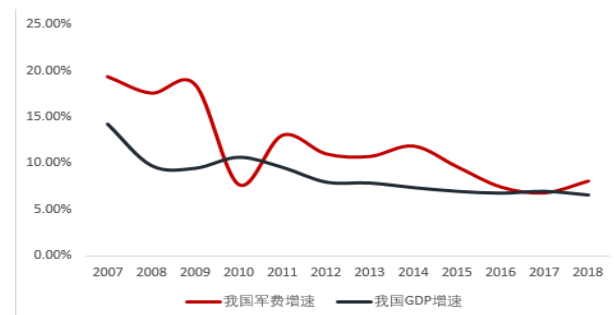
资料来源: wind, 世界银行, 华创证券

图表 18 我国军费占 GDP 比重与美俄仍有差距



资料来源: wind, 世界银行, 华创证券

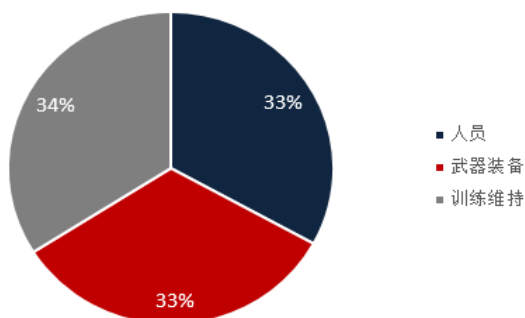
图表 19 我国 2007 年以来军费增速及 GDP 增速



资料来源: wind, 华创证券

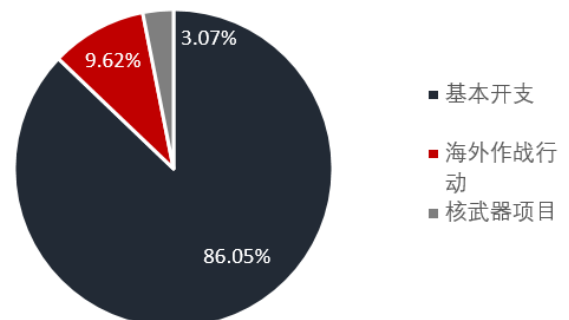
军费结构调整, 武器装备投入增速预计达到两位数: 根据国防白皮书, 我国国防军费分为人员生活费用、武器装备费用和训练维持费用三部分, 各自约占三分之一。近几年随着我国裁军、军改等的推进, 装备的列装速度不断加快, 对比美国军费结构以及我国军队装备建设还处于“补课”阶段, 预计我国军费将逐渐向武器装备和训练维持倾斜, 我们认为武器装备投入增速将快于整体军费增速, 预计将达到两位数, 空海军信息化装备等细分行业增长预计更快。

图表 20 我国军费结构“三三制”



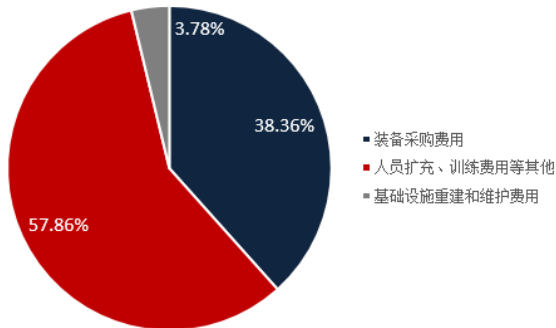
资料来源: 中国国防部《国防白皮书(2009年)》, 华创证券

图表 21 美军 2019 财年国家安全预算 7160 亿美元



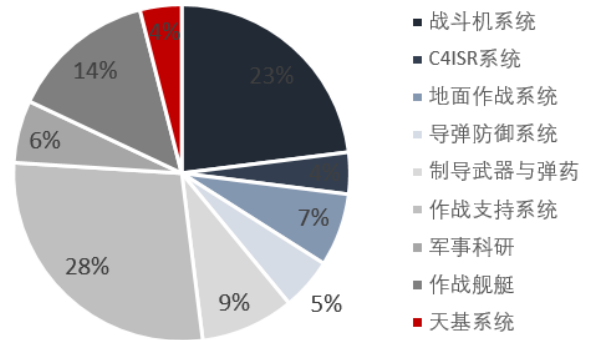
资料来源: 2019 财年国防授权法案, 华创证券

图表 22 美军 2019 财年军费基本开支中装备采购占比接近 4 成



资料来源：2019 财年国防授权法案，华创证券

图表 23 美军 2019 财年 2367 亿美元装备采购细则



资料来源：2019 财年国防授权法案，华创证券

图表 24 我国军费构成项目及具体用途

军费构成项目	具体用途
人员生活费	用于军官、文职干部、士兵和聘用人员的工资、保险、伙食、服装、福利等费用
武器装备费	用于部队训练、院校教育、工程设施建设及维护和日常消耗性支出
训练维持费	用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输和储存等


资料来源：中国国防部《国防白皮书（2010 年）》，华创证券

国防和军队建设临近关键节点，装备交付节奏有望加快：十九大报告中明确了我国新时代国防和军队建设的三个发展阶段和总体目标，其中第一个阶段就是确保 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化。另外军队“十三五”建设进入最后两年，临近关键节点，我们认为交付节奏有望加快，近几年我国新装备不断涌现，列装速度预计也将加快。

图表 25 我军近年涌现的新装备

装备	亮点	
歼-20	第五代战斗机，新一代隐身战斗机	
歼-10B	装配国产大推力矢量发动机	

装备	亮点	
飞鲨	新增鸭翼，实现机翼折叠，全新设计了增升装置、起落装置和拦阻钩等系统，实现了着舰要求的飞行特性	
FC-31	第五代单座双发隐形战斗机	
新舟 700	新一代涡桨支线飞机项目	
运-20	200 吨级多用途运输机，可在复杂气象条件下执行长距离航空运输任	
武直-19	武装直升机兼侦查直升机	
鲲龙 600	水陆两栖大型特种用途民用飞机	
教练 10	国产涡扇喷气发动机和航空电子系统	
中国卫士 2D 远程火箭炮	属于“WS”系列多管火箭炮系统，火炮系统射程可达 400 千米，只作为外贸出口武器	

装备	亮点	
VT-4 主战坦克	新一代外贸型主战坦克	

资料来源：百度百科，华创证券整理

2、自下而上的不断验证：上市公司业绩逐步兑现，订单饱满未来可期

从我们统计的 59 家核心军工标的来看，2018 年前三季度业绩改善明显，收入同比增长 16.10%，毛利率虽然略有下滑，但是费用率的减少使得板块盈利能力有所提升，归母净利润同比增长 40.94%；从存货和预收账款的变化来看，存货同比增长 17.4%，预收账款同比增长 98.43%，表明军工企业订单充足，业务饱满，未来仍有较大增长潜力。从现金流情况来看同比改善也较为明显，表明军工行业的交付回款在逐步向好。

细分行业来看，各个子行业均保持了增长，在一定程度上表明了行业基本面的向好。其中航空板块增速最快，营收和归母净利润增速分别达到了 20.65% 和 113.98%，主要是因为航空工业大力推进均衡生产，年底集中交付的传统模式发生了一定程度的变化，季度交付更加平稳，同比改善幅度较大；兵器装备领域盈利改善较为明显，毛利率提升叠加费用率减少使得板块归母净利润同比增长 66.63%，我们认为主要是因为军改影响逐渐消除，兵器装备领域的交付开始回归正常。

国企民企的角度来看，国企的利润增速快于民企，主要得益于费用率的减少；民企的收入增速更快，但是因为毛利率下滑较多，利润增速受到拖累，表明整体业务保持增长，但是因为军品审价的趋严以及市场竞争的加剧，毛利率有所下滑。

产业链角度来看，中下游企业的收入和利润增速都高于中上游，表明中下游企业的增长趋势更为明确，而且中下游企业费用率同比减少较多，表明中下游企业在国家扶持力度、融资成本方面优势较为明显。

图表 26 军工行业重点公司 2018 前三季度业绩改善明显

分类	营业收入增速	归母净利润增速	毛利率同比变化	费用率同比变化	净利率同比变化	
军工板块整体	16.10%	40.94%	-0.90 pct	-1.53 pct	1.01 pct	
细分行业	跨行业配套	15.71%	8.99%	-1.82 pct	0.92 pct	-0.85 pct
	航天	9.19%	13.59%	0.76 pct	-1.55 pct	0.33 pct
	航空	20.65%	113.98%	-1.15 pct	-2.92 pct	1.64 pct
	船舶	4.82%	3.31%	-2.16 pct	-1.44 pct	-0.18 pct
	兵器装备	3.16%	66.63%	1.30 pct	-0.59 pct	2.16 pct
企业属性	国企	15.31%	52.31%	-0.78 pct	-4.55 pct	1.17 pct
	民企	25.65%	13.37%	-4.42 pct	-0.83 pct	-1.95 pct
产业链分布	中上游	9.78%	18.01%	0.27 pct	-0.37 pct	0.64 pct
	中下游	19.99%	104.23%	-0.97 pct	-1.98 pct	0.80 pct

资料来源：wind，华创证券

图表 27 军工行业重点公司 2018 前三季度预收款和存货情况

分类		预收账款		存货	
		较去年同期	较年初	较去年同期	较年初
军工板块整体		98.43%	-23.31%	17.40%	22.63%
细分行业	跨行业配套	47.01%	37.64%	11.67%	25.24%
	航天	10.65%	-8.35%	8.91%	28.24%
	航空	90.66%	-45.87%	19.30%	18.53%
	船舶	-29.51%	-22.45%	-8.51%	13.21%
	兵器装备	647.06%	58.40%	40.82%	59.12%
企业属性	国企	103.81%	-25.28%	17.72%	22.74%
	民企	41.51%	28.31%	12.92%	21.17%
产业链分布	中上游	15.67%	6.94%	8.35%	23.95%
	中小游	188.59%	-31.74%	22.96%	21.93%

资料来源: wind, 华创证券

图表 28 军工行业重点公司 2018 年前三季度现金流情况

分类		经营性现金流			自由现金流		
		2018Q1-Q3 (亿)	去年同期 (亿)	情况	2018Q1-Q3 (亿)	去年同期 (亿)	情况
军工板块整体		-145.53	-204.42	改善	-278.37	-319.60	改善
细分行业	跨行业配套	-26.57	-36.81	改善	-44.42	-67.38	改善
	航天	-34.77	-45.91	改善	-47.54	-68.68	改善
	航空	-96.86	-110.72	改善	-159.87	-144.67	-
	船舶	-5.86	-5.55	-	-7.11	-10.01	改善
	兵器装备	18.52	-5.43	改善	-19.44	-28.85	改善
企业属性	国企	-128.60	-179.60	改善	-246.25	-267.83	改善
	民企	-16.93	-24.82	改善	-32.12	-51.76	改善
产业链分布	中上游	-66.16	-85.56	改善	-108.16	-167.61	改善
	中小游	-79.37	-118.86	改善	-170.21	-151.99	-

资料来源: wind, 华创证券

3、增长确定性较高，逆周期属性比较优势明显

我国周边地缘安全形势愈发严峻，美国实施重返亚太战略以及特朗普上台之后，台湾问题、南海问题、朝鲜问题以及中印问题等错综复杂，今年贸易战的爆发表明中美两个大国之间的博弈进入白热化，为了应对可能发生的摩擦，建设一支与我国大国地位相符合的人民军队是时代的必然选择。

图表 29 今年以来周边热点事件

时间	事件涉及方	具体情况
5月27日	中国南海、美国	美国“希金斯”导弹驱逐舰和“安提坦号”导弹巡洋舰驶入西沙群岛岛礁12海里范围内，中国

时间	事件涉及方	具体情况
		国防部为此指责美国军舰擅自侵入中国领水，称其明目张胆地侵犯该国领土主权并违反国际法。而美国国防部发言人克里斯托弗·洛根则表示美国海军军舰在南海活动符合国际法框架。
9月25日	中国台湾、美国	美国国防安全合作局（DSCA）当地时间24日表示，已通知国会，美国同意军售台湾价值达3亿3000万美元的武器，其中包含F-16的战机备件在内。
10月20日	美国	美国总统特朗普宣布，美国准备退出《中导条约》。美国与苏联于1987年签署的《中导条约》，禁止两国部署所有射程在500至5500公里之间的陆基巡航导弹和弹道导弹。
10月21日	印度	印度总理莫迪称印度军队正在用最好的技术装备武装自己，将以“加倍力量”来对付挑战其主权的侵略者。报道称，印度计划在未来10年投入约2500亿美元实现军事现代化。除了不断扩大国家和国防企业在武器自主研发中的作用，印度也从俄罗斯、法国、美国、以色列等国家进口新型国防装备。2017年，印度军费开支增长5.5%，排名由全球第六上升至第五位。
10月22日	韩国、朝鲜、美国	韩国国防部称，韩国、朝鲜和美国主导的“联合国军司令部”当天在板门店韩方一侧“自由之家”举行会议，一致同意在10月25日以前接触共同警备区武装，撤走哨所、军人和武器，三方随后启动为期两天的共同检查。
10月23日	美国	在华盛顿举行的“华盛顿邮报美国太空发展计划研讨会”上，美国副总统彭斯表示，美国可能在太空部署新型核武器。
10月24日	印度、以色列	以色列与印度签订一份7.77亿美元的军火订单，以色列将为印度海军的七艘舰艇提供“巴拉克-8”型远程防空导弹系统。

资料来源：凤凰网，新浪网，华创证券整理

十九大报告明确了“坚持走中国特色强军之路”和“推进国防和军队现代化”的要求，并且首次明确提出了我国军队建设的目标和三大发展阶段，而强大的国防工业是实现军队建设目标的根本保障。

图表 30 我国国防和军队建设的阶段性目标

时间	阶段性目标	具体内容
2020年	基本实现机械化	信息化建设要有大的发展，战略能力要有大提升
2035年	基本实现军队的现代化	具体包括四个现代化，包括军事理论的现代化、军队组织结构的现代化、军事人员的现代化、武器装备的现代化
2050年左右	全面建成世界一流军队	——

资料来源：十九大报告，华创证券

从我国面临的周边局势以及我国军队的建设目标来看，军工行业短、中、长期均有望保持稳定增长，且确定性较高，而在当前经济下行趋势下，军工行业逆周期属性凸显比较优势。

（二）改革趋势明确，落地节奏有加快迹象，有望不断释放军工行业的潜力

军工行业基本面的持续改善，在军工上市公司业绩中并没有充分反映，特别是国有军工企业，往往盈利能力较低，ROE水平不高，整体呈现一种“好行业、差公司”的局面。我们认为实现好行业到好公司的传导，需要通过改革来实现。军工行业作为改革的重点领域，我们认为应重点关注三方面的内容：军工资产证券化、定价机制改革和激励机制改革。

1、军工资产证券化：趋势确定，有望加速

军工资产证券化曾经是军工板块行情的主要推动，一方面一二级市场的估值差异给二级市场带来投资机会，另一方面军工资产注入上市公司提高了资产证券化率，特别是优质资产的注入将改善军工上市企业的质地，从而能够更充

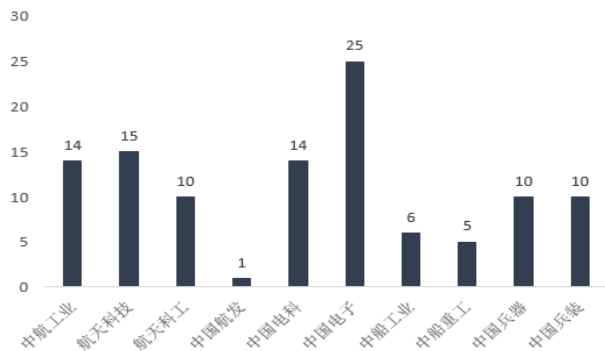
分的反映行业的向好趋势。当前情况下，我们认为资产证券化的趋势十分明确，未来尚有较大空间，而落地的节奏有望加快。

- 1) 军工资产证券化的趋势明确：从顶层来看，国家层面政策不断推动混改，军工领域也是混改的重点行业之一，资产证券化是实现混改的有效途径；底层实施来看，2017 年沈飞资产的注入表明军工企业类资产的证券化已经不存在什么障碍；而市场关注度高的事业类院所资产，首批 41 家试点改制单位也在稳步推进，2018 年 5 月首家研究所改制转企已经获得批复；2018 年 11 月 5 日国睿科技公告启动重大资产重组，将通过设立子公司的模式实现院所资产的注入，表明事业类资产证券化的实现形式可以更为灵活；2018 年 11 月 14 日洪都航空发布公告，拟将部分零部件制造业务及资产与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换。整体来看，虽然准确时点很难预测和把握，但是趋势明确，一直在不断落地。

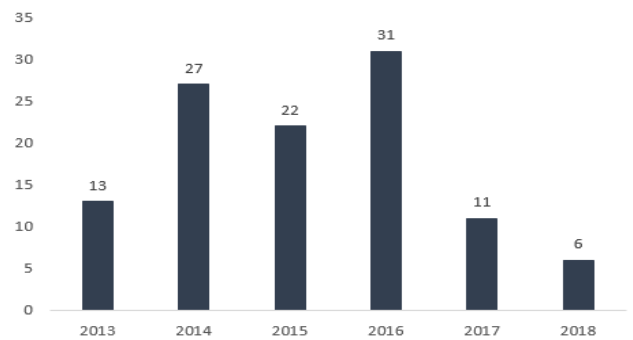
图表 31 军工行业资产证券化政策及事件

时间	重要政策/事件	主要内容
2018 年 5 月	首家军工科研院所改制方案获批	国防科工局等 8 部门联合批复同意中国兵器装备集团兵器装备自动化研究所转制为企业，中国兵器装备集团自动化研究所是本次军工科研院所分类改革中批复的第一家转制为企业的单位，标志生产经营类军工科研院所转制工作开始迈入实施阶段。
2017 年 7 月	启动首批 41 家军工科研院所改制	7 月 7 日国防科工局召开军工科研院所转制工作推进会，解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。
2017 年 1 月	军工科研院所分类改革方案	军工院所分类方案及转制相关配套政策 2017 年有望出台
2016 年 12 月	中央经济工作会议	军工是中央确定的推进混改试点示范的 7 大垄断性领域之一，中国核建和中国船舶已列入首批试点
2016 年 6 月	军工科研院所分类改革的部分方案	报审涉及文件包括《军工科研院所分类方案》和《军工科研院所分类改革实施工作方案》，以及《分类推进事业单位改革中军工科研院所转制为企业配套政策》等
2016 年 3 月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》	在涉军企事业单位改制重组军工事项审查中申报材料、涉军企事业单位上市及上市后资本运作军工事项审查申报材料等方面进行规范
2016 年 1 月	《分类推进事业单位改革中军工科研院所转制为企业配套政策》	《配套政策》围绕党的建设、人员分流、收入分配、社会保障、财政税收等方面制定了 31 条政策
2015 年 3 月	《关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》	在企业改制、事业单位改制、公司合并、公司分立等多种企业、事业单位改制重组涉及的契税政策进行规定
2014 年 8 月	中央财经领导小组第七次会议	会议提出，要按照遵循规律、强化激励、合理分工、分类改革要求，继续深化科研院所改革。会议明确要“鼓励科技人员凭技术入股，增加合理收入”
2011 年 3 月	《中共中央国务院关于分类推进事业单位改革的指导意见》	对推进转企改制和过渡时期提出一系列政策，如周密制定从事生产经营活动事业单位转企改制工作方案；按照规定进行资产管理

资料来源：相关政府网站，华创证券

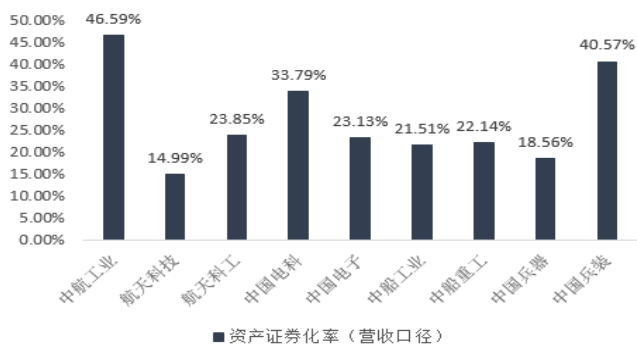
图表 32 各军工集团 2013 年以来资本运作事件数量


资料来源：相关公司公告，华创证券

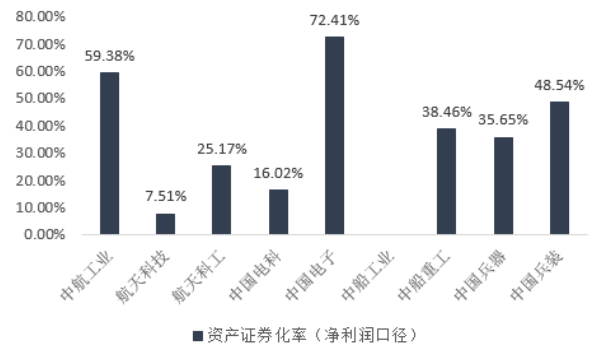
图表 33 2013-2018 年军工集团资本运作事件数量


资料来源：相关公司公告，华创证券

2) 从空间来看，除了航空工业集团和中国电子信息产业集团以外，其他军工集团资产证券化率仍处于较低水平，特别是中国电科集团、航天科技集团和航天科工集团，体系外尚有大量优质军工资产有待整合。

图表 34 2017 年军工集团资产证券化率（营收口径）


资料来源：wind，华创证券

图表 35 2017 年军工集团资产证券化率（净利润口径）


资料来源：wind，华创证券（中船工业下属上市公司合计净利润为负，未列出）

图表 36 各军工集团旗下上市公司及相关院所类资产

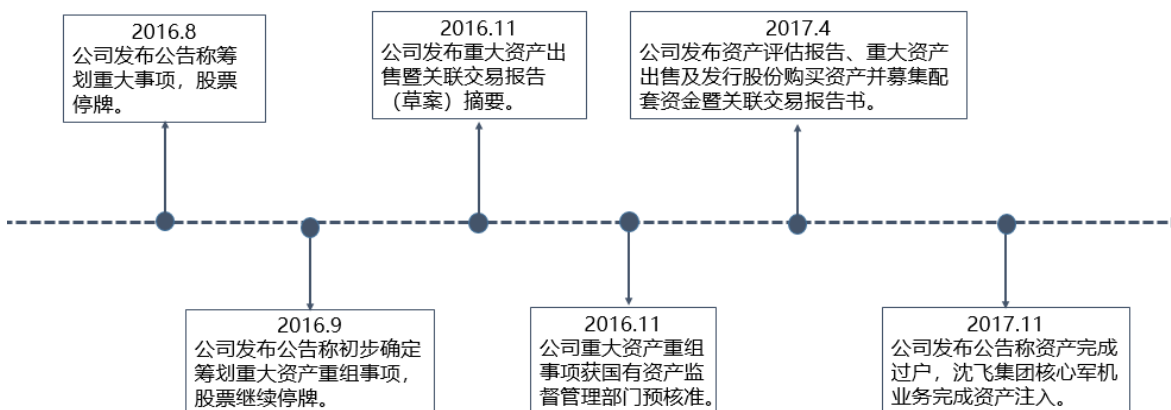
军工集团	上市公司	相关科研院所类资产
中航工业	中直股份	602 所
	中航电子	607、613、615、618、631 所
	中航机电	609、610 所
	中航高科	基础技术研究院、301、303、304、621、625、633、637 所、强度所、气动院
航发集团	航发动力	606、608、624、649 所
	航发控制	614 所
航天科技	航天工程	一院及下属研究所
	航天电子	九院及下属研究所
	航天机电	八院及下属研究所
	航天动力	六院及下属研究所
	中国卫星	五院及下属研究所
	康拓红外	五院及下属研究所

	南洋科技	十一院及下属研究所
航天科工	航天发展	二院、三院及下属研究所
	航天科技	三院及下属研究所
	航天长峰	二院及下属研究所
	航天电器	十院及下属研究所
	航天晨光	四院及下属研究所
	中船重工	中国重工
中国动力		703、704、711、712、719 所
久之洋		717 所
中船工业	钢构工程	上船院、611 所、系统院、综合院、708 所、广船院、6354 所
中国电科	国睿科技	14 所
	四创电子	38 所
	杰赛科技	7、50、54 所
	卫士通	30 所
中国兵器工业	北方导航	导控所
	中兵红箭	203 所
	光电股份	205 所

资料来源：各集团官网，华创证券

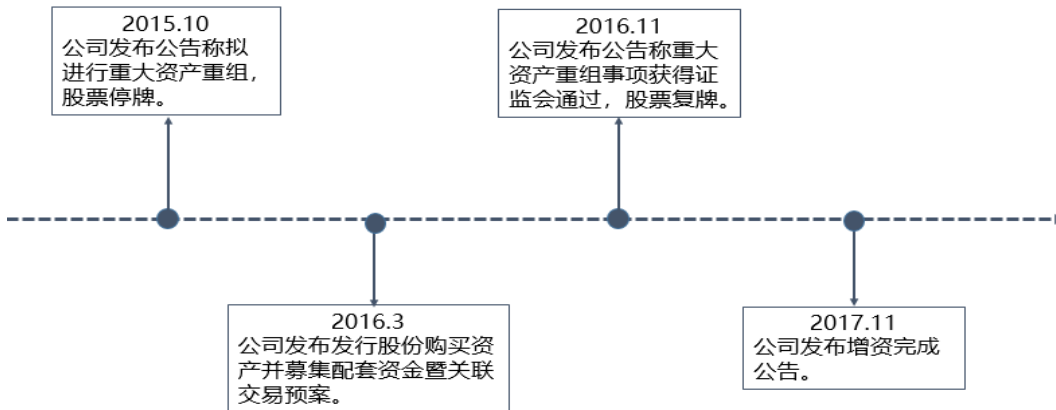
- 3) 从推进节奏来看，随着“十三五”进入最后两年，军工集团 2020 年的资产证券化目标接近考核期，考虑到从方案推出到实施完毕往往需要一年到两年的周期，我们预计 2019 年将是各大军工集团启动军工资产证券化的重要时间窗口，推进趋势有望加快。

图表 37 中航沈飞资产证券化进程



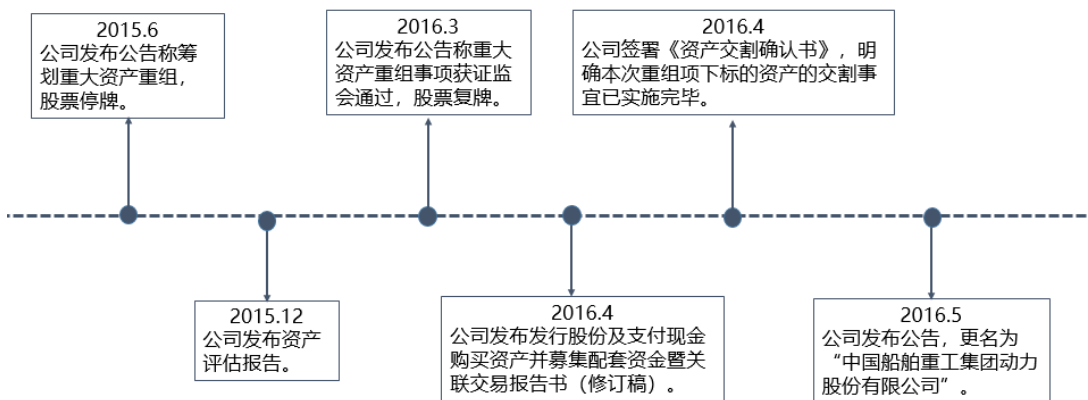
资料来源：中航沈飞公告，华创证券

图表 38 四创电子资产证券化进程



资料来源：四创电子公告，华创证券

图表 39 中国动力资产证券化进程

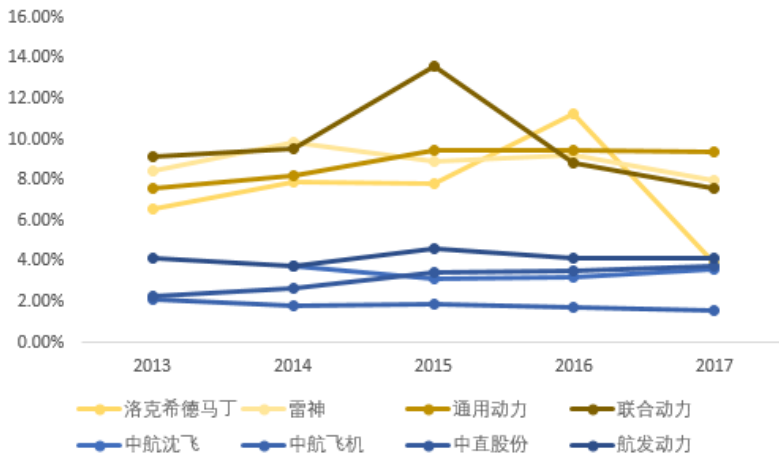


资料来源：中国动力公告，华创证券

2、定价机制改革：打开军工企业的盈利空间

成本加成的定价模式是制约我国军工企业盈利能力的主要因素之一，一方面限制了军工企业的盈利能力上限，另一方面也使军工企业成本意识缺失，经营效率较低，跟国外军工企业盈利水平相比，我国还有较大的差距和提高的潜力。

图表 40 我国军工企业净利率与美国军工企业仍有差距



资料来源: wind, 华创证券

1) 我国军品定价机制发展经历了 5 个阶段

我国军品定价机制主要经历了 5 个阶段，分别为无偿划拨供给阶段、实报实销阶段、成本加成阶段、多种定价方式并存阶段以及装备购置目标价格管理阶段。

图表 41 我国军品定价机制变迁

时间	定价机制	具体内容
1949-1953	无偿划拨供给	不计算成本、价格、企业盈亏，武器装备无偿给军队试用
1953-1956	实报实销	价格=实际成本 × (1+5%)
1956-1978	成本加成	价格=计划成本 × (1+5%)
1978-2013	混合合同多种定价方式	价格=定价成本 × (1+5%)；竞标定价；询价定价
2013-至今	推行装备购置目标价格管理	价格=定价成本+目标价格 × 5%+激励利润；竞标定价；询价定价

资料来源: 祁国义:《我国军品定价体制改革研究》，华创证券

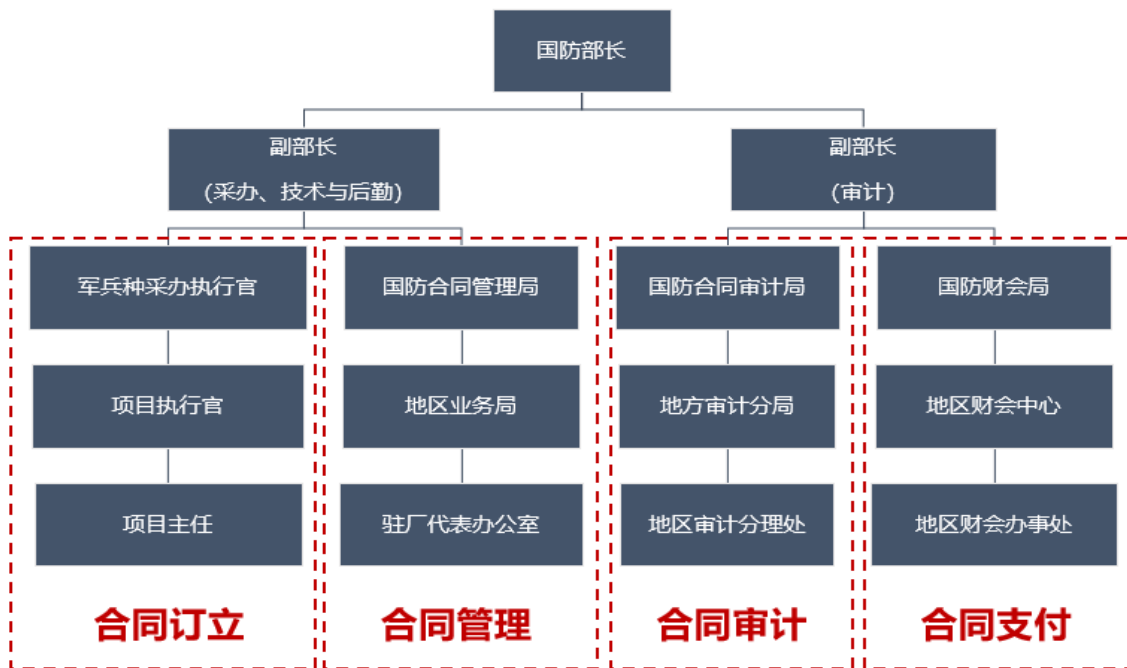
我国目前处在多种定价方式并存、推行装置购置目标价格管理的阶段。2002 年颁布的《装备采购条例》要求军品采购要积极推行公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价采购等多种方式，军品定价也应采用多种定价模式。2003 年《装备采购方式与程序管理规定》明确了“公开招标采购”、“邀请招标采购”、“竞争性谈判采购”、“单一来源采购”和“询价采购”五种采购方式。

2013 年 9 月《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》发布，“单一来源采购”和“竞争性谈判采购”项目均由军方论证目标价格，按照定价成本+目标价格 × 5%+激励利润的方式定价，“公开招标采购”和“邀请招标采购”采用竞标定价的方式，“询价采购”采用询价的定价方式。

2) 美国军品定价机制更加灵活

美国所有军用装备采办过程均围绕合同展开，美军装备采办合同管理组织体系经过几十年调整完善，逐步形成了一套有效的制度，其特点是整个装备采办合同管理由国防部集中统一领导，国防部及各军兵种合同业务部门协同工作，形成了一套完备的装备采办合同管理体系。美军整个装备采办合同管理体系参与机构众多，从职能上划分为合同订立、合同管理、合同审计、合同支付四个方面，分别由国防部不同机构承担，分工基本明确，既密切配合又相互制约。

图表 42 美军装备采办合同管理组织体系



资料来源：宋琦等：《美军装备采办合同管理及其标准化》，华创证券

美军在采购装备时通常使用三种类型的合同，分别为成本加价合同、固定价格合同、时间与材料合同，根据项目风险不同采用多样合同，形成了以固定成本合同为主、成本加成为辅的采购方式。

图表 43 美军装备采购合同类型

合同类型	适用类型	占比	风险回报情况
成本加成合同	主要针对不超过某一总价的装备研发或服务，用于具有一定技术风险的新型装备研发项目	20%-25%	政府承担了合同中固有的风险，承包商的财务风险相对较小
固定价格合同	主要用于采购计划	70%-80%	承包商承担较高级别度的风险，理论回报更高
时间与材料合同	主要用于国防服务市场，费用按照服务时长和所供材料计算。	< 5%	承包商承担风险小，没有大量投入，回报率可能很高。

资料来源：中国军网，华创证券整理

3) 我国军品定价机制将逐步向目标价格管理转变

我国目前军品定价机制与美国已有较大相似之处，除“单一来源采购”之外的其他采购方式占比不断提升之外，未来改革方向之一或将对目标价格的合理、科学论证。过去采用成本加价的定价方式，军工企业成本越高利润额越大，企业缺少控制成本的动力，且有虚报成本的动机。引入价格=定价成本+目标价格×5%+激励利润的定价方式后，由军方论证目标价格。与美国相比，我国暂时缺少标准定价体系和价格管理基础，相关体系的形成需要一个过程，从 2013 年的《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》已可以看出这个过程已经开始。

图表 44 美国军方装备价格管理体系相关法规和标准

武器装备采购定价相关法律	武器装备定价标准体系
《国防拨款授权法》	《系统采办的寿命周期费用估算指南》
《国防拨款法》	《国防合同审计手册》
《武装部队采购法》	《合同定价手册》
《签订合同竞争法》	

资料来源：中国军网，华创证券整理

3、激励机制：激发员工潜力，提高盈利水平

激励机制的有无和优劣，关系到公司人员的工作积极性和工作态度，进而对公司的经营和业绩产生重大的影响。对于上市公司来说，通过股权激励、员工持股等方式使企业的管理者和关键技术人员成为企业的股东，使个人利益与公司利益趋于一致，可以分享企业成长所带来的收益，增强员工的归属感和认同感，激发员工的积极性和创造性。

军工企业特别是国有军工企业盈利能力较低的一个重要原因正是激励机制的缺乏，但是随着军工领域改革的推进，以中航机电、中航电测、中航光电、中航沈飞等为代表的军工上市公司推出了员工持股或者股权激励，我们认为这一趋势有望延续并且加强，未来预计将会有越来越多的军工企业推出类似的激励措施，并且在广度和深度上会继续加强，从而激发员工的工作潜力，进而提高公司的经营水平和盈利能力。

图表 45 军工企业股权激励事件梳理

代码	简称	时间	事件类型	公司属性
600760	中航沈飞	2018-11-03	股权激励	国企
000561	烽火电子	2017-09-20	股权激励	国企
600482	中国动力	2017-03-11	股权激励	国企
600760	中航沈飞	2018-05-16	股权激励	国企
300114	中航电测	2018-01-31	股权激励	国企
002179	中航光电	2017-01-19	股权激励	国企
600271	航天信息	2016-12-27	股权激励	国企
002013	中航机电	2016-03-21	员工持股	国企
600482	中国动力	2014-08-27	股权激励	国企
002651	利君股份	2018-08-24	股权激励	民企
300600	瑞特股份	2018-07-24	股权激励	民企
300101	振芯科技	2018-07-19	股权激励	民企
002405	四维图新	2018-06-13	股权激励	民企
300719	安达维尔	2018-05-14	股权激励	民企
002413	雷科防务	2018-03-08	股权激励	民企
600590	豪泰科技	2017-12-16	股权激励	民企
002253	川大智胜	2017-11-25	股权激励	民企
000687	华讯方舟	2017-09-05	股权激励	民企
300424	航新科技	2017-07-13	股权激励	民企
300342	天银机电	2017-06-17	股权激励	民企

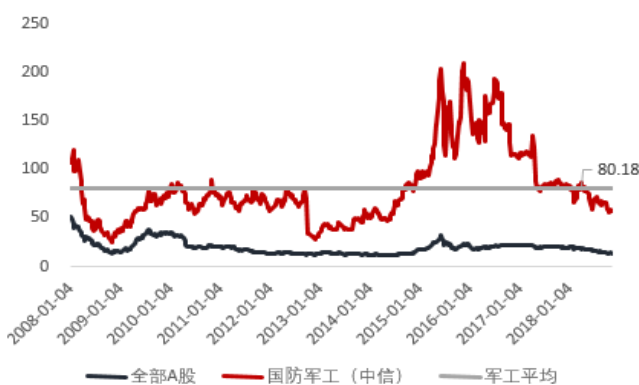
代码	简称	时间	事件类型	公司属性
300474	景嘉微	2017-06-16	股权激励	民企
002413	雷科防务	2017-06-06	股权激励	民企
002829	星网宇达	2017-03-15	股权激励	民企
300045	华力创通	2017-01-19	股权激励	民企
002151	北斗星通	2016-11-09	股权激励	民企
300447	全信股份	2016-09-24	股权激励	民企
300297	蓝盾股份	2016-03-23	股权激励	民企
300447	全信股份	2016-03-15	股权激励	民企
002560	通达股份	2015-10-31	股权激励	民企
002405	四维图新	2015-07-25	股权激励	民企
300065	海兰信	2015-01-02	员工持股	民企
600590	泰豪科技	2014-12-12	股权激励	民企
300008	天海防务	2014-09-12	股权激励	民企
300045	华力创通	2014-09-05	股权激励	民企

资料来源: wind, 华创证券

(三) 估值处于历史中枢下部

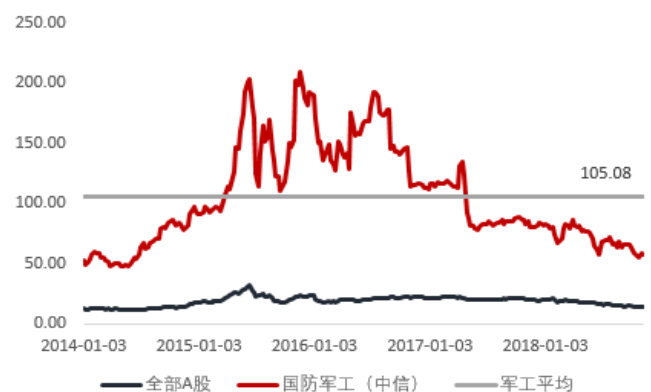
军工板块经历三年多的调整之后, 估值逐渐趋于合理, 板块 PE 估值由最高 200 倍调整到 60 倍左右, 剔除船舶等亏损的影响 PE 估值为 50 倍左右; 中航飞机、中直股份、中航沈飞、内蒙一机、航发动力等军工龙头, PS 估值在 2 倍左右, 中航机电、航天电器、中航电测、航天电子等军工白马股 PE 为 30 倍左右, 均处于历史估值中枢下部, 具备配置价值。

图表 46 2008 年至今军工板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 47 2014 年至今军工板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 48 2008 年至今军工板块（剔除船舶）估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 49 2014 年至今军工板块（剔除船舶）估值情况



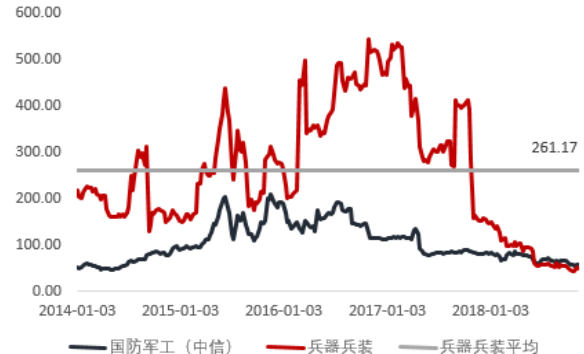
资料来源: wind, 华创证券

图表 50 2014 年至今航空航天子板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 51 2014 年至今兵器兵装子板块估值情况



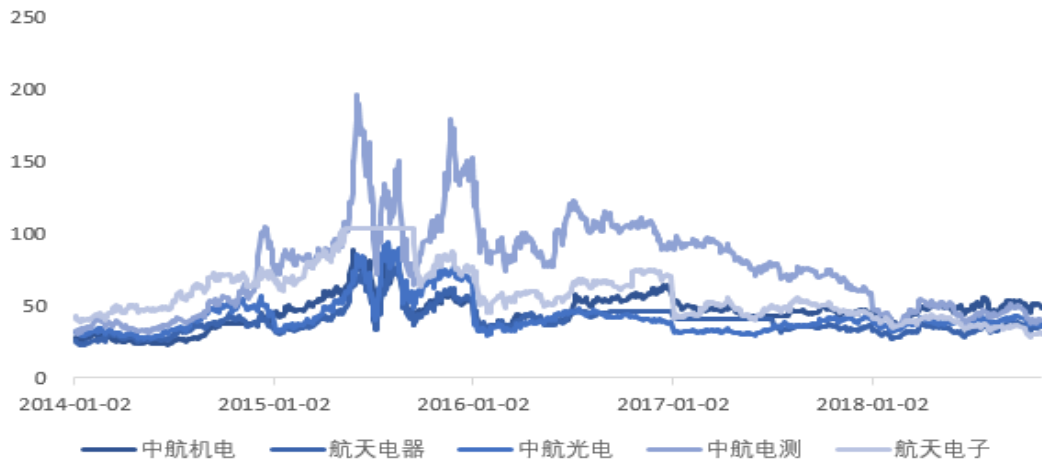
资料来源: wind, 华创证券

图表 52 2014 年至今军工龙头 PS 情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 53 2014 年至今军工白马股 PE 情况



资料来源: wind, 华创证券

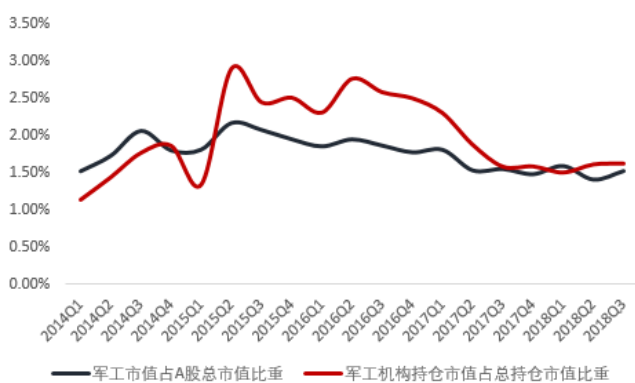
(四) 机构持仓情况: 处于历史低位, 主动配置较少

从三季度机构持仓情况来看 (公募、私募、保险资管、社保基金), 军工行业持仓配置比例为 1.62%, 虽然整体超配 0.1 个百分点, 仍处于近五年来的历史低位, 而且其中军工分级基金、军工 ETF 基金以及军工行业主题基金占比接近六成, 其他主动配置的机构投资者仍然偏少。

持仓集中度来看, 前十大军工股占比从 2016 年三季度 40% 左右, 提升为 72.47%, 集中度提升趋势十分明显;

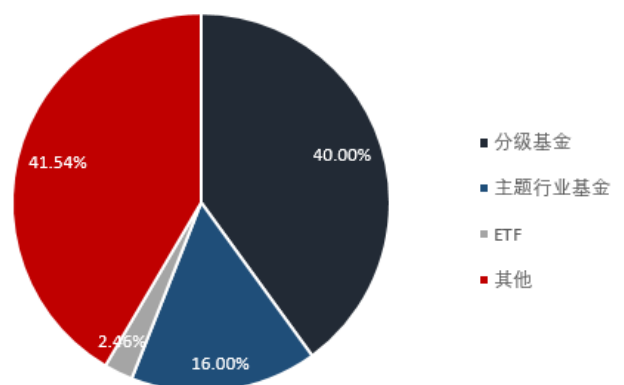
细分行业来看, 航空领域持股占比 37.73%, 占比最高, 兵器装备行业占持股占比 6.33%, 占比最低; 企业属性来看, 国企持股占比 90.85%, 民企持股占比 9.15%, 持股进一步向国企集中; 产业链来看, 中下游持股占比 59.43%, 中上游持股占比 40.57%, 进一步向中下游集中。

图表 54 军工行业机构持仓超配水平处历史低点

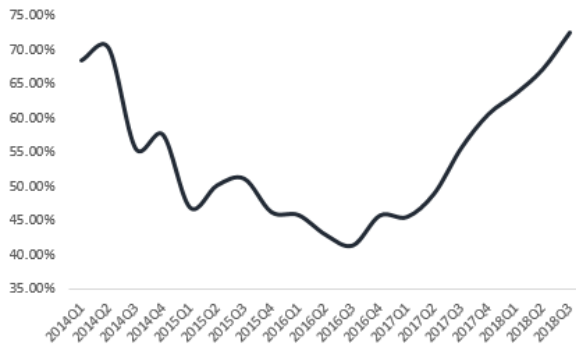


资料来源: wind, 华创证券

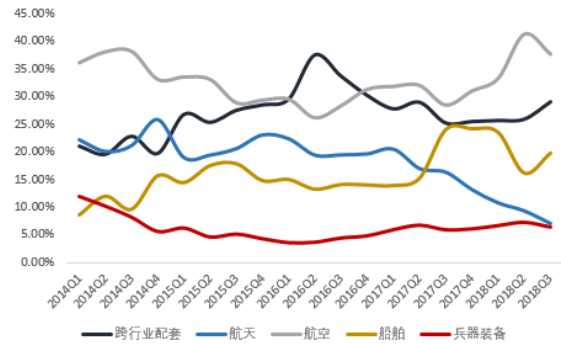
图表 55 军工行业主动持仓超配水平处历史低点



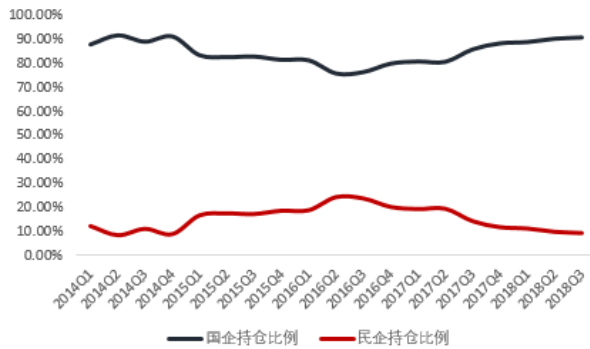
资料来源: wind, 华创证券

图表 56 军工行业机构前十大重仓股持仓占比


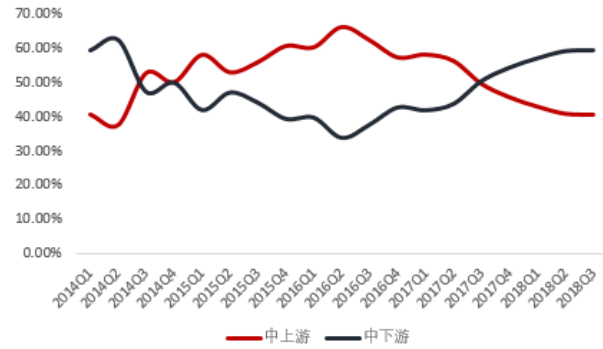
资料来源: wind, 华创证券

图表 57 细分行业持仓市值占比


资料来源: wind, 华创证券

图表 58 国企和民企持仓市值占比


资料来源: wind, 华创证券

图表 59 产业链上下游持仓市值占比


资料来源: wind, 华创证券

图表 60 2018 年基金三季报军工行业前十大重仓股

序号	代码	简称	持股机构家数	持股市值 (亿)	较 2018 年中报环比	占流通 A 股市值比例
1	600482.SH	中国动力	23	57.48	+20.34%	27.30%
2	002179.SZ	中航光电	121	51.17	+0.44%	14.86%
3	600760.SH	中航沈飞	93	32.31	-20.73%	24.59%
4	000768.SZ	中航飞机	67	27.48	-31.00%	6.25%
5	002013.SZ	中航机电	55	25.41	-29.12%	9.63%
6	600967.SH	内蒙一机	60	22.89	-19.69%	17.22%
7	600893.SH	航发动力	40	21.44	-13.22%	4.58%
8	600038.SH	中直股份	63	18.56	-48.68%	7.90%
9	002025.SZ	航天电器	38	17.75	+8.09%	15.11%
10	601989.SH	中国重工	19	16.50	-34.26%	2.11%

资料来源: wind, 华创证券

三、投资策略

展望 2019 年，我们认为应该从三条主线寻找投资机会：

第一条主线是位于产业链下游的军工主机企业，建议重点关注中航沈飞、中航飞机、中直股份、内蒙一机和航发动力，其核心逻辑在于：

- 1、增长确定性较高：由于军工产业的特殊性以及我国军工产业较为封闭的体系特点，位于军工下游的主机龙头在其细分领域往往处于垄断或者半垄断地位，面临外部的竞争较小，行业整体增长的背景下，军工主机企业增长的确 定性最高；
- 2、改革的潜力大：军工主机企业基本都是国有军工企业，受到军品定价机制制约，以及激励机制的缺失等原因，整 体盈利能力较低，未来随着定价机制改革的推进和激励机制的落地，军工主机企业盈利能力改善的潜力较大；
- 3、市场关注度高：作为军工板块的龙头，下游主机企业的军工属性最强，市场关注度最高，会享受一定的溢价。

第二条主线是产业链配套中的军工白马，建议重点关注航天电器、中航机电、航天发展、中航电测，其核心逻辑在 于：

- 1、增长的确 定性相对较高：虽然作为产业链配套企业，面临的竞争会相对较大，但是军工白马或通过与下游主机企 业长期合作建立了稳定的供应关系，或通过自身市场化基因、规模的优势铸就了稳定的护城河，也有望充分享受 行业增长带来的红利；
- 2、估值相对合理：军工白马因为业绩的稳定增长，估值在整个军工板块中相对合理。
- 3、有望通过军民融合做强做大：作为产业链配套企业，技术往往具有通用性，目前国家大力推进军民融合，利用自 身的技术优势向其他领域拓展，有望助力公司做强做大。

第三条主线是资产注入潜力大且有业绩支撑的标的，建议重点关注中航电子、国睿科技、航天电子和四创电子。其 核心逻辑在于我们认为军工资产证券化趋势在 2019 年有望加速推进，在有一定业绩支撑的前提下，资产注入等改革 有望为公司带来较大的变化，从而带来较大收益。

四、重点标的

（一）中直股份：直升机产业主力军

公司是我国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 等型号直升机及 零部件，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，在国内处于技术领先地位。经过近年来产品结构调整和发展，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。

一方面，我国军用直升机与美国在数量与型号完整度上差距很大，民用领域的空间更为广阔，直升机是我国缺口最 大、成长性最为确定的一块市场；另一方面，经过多年的技术积累，我国新型号直升机的研制正在快速推进中，尤 其是需求量极大的 10 吨级通用直升机项目，预计有望快速实现列装，供给能力的提升料将为公司未来的发展提供坚 实的基础。

（二）中航沈飞：战斗机王牌起航

公司 2016 年通过重大资产重组实现了沈飞集团的整体注入。沈飞集团是我国最核心的军品资产之一，被誉为“中 国重型歼击机摇篮”，是中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地。主营业务包括军品、航空民品转 包业务和非航空产品三大类。在军品方面，目前沈飞主要生产的型号是第三代重型歼击机歼-11、双发重型舰载歼击 机“飞鲨”和重型多用途歼击机歼-16、以及在研的第四代双发中型隐身歼击机 FC-31，均是目前我国的主力战 机。

公司 2015-2017 年收入增速分别为 14%、21%、16%，归母净利润增速分别为-6%、20%、34%，收入稳定增长，盈利能力逐步提高。随着“飞鲨”和歼-16 的陆续列装以及四代战机的研制推进，我们预计沈飞业绩有望继续保持快速增长。而长期来看，沈飞作为我国现代化歼击机设计、制造基地，整体持续盈利能力强，料将受益于我国国防工业和航空产业的持续繁荣，未来成长空间很大。另外，公司 2018 年 5 月发布长期股权激励计划，有望成为首家实施股权激励核心军品总装企业，或将激发员工的积极性和创造性，提高公司的经营水平和盈利能力。

（三）航发动力：航空发动机龙头蓄势待发

公司是国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业，是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一，是我国航空发动机产业的龙头，几乎覆盖我国航空发动机全部型谱，是多个机型发动机国内唯一供应商。

公司未来的业务发展趋势较好，一方面来自航空装备的加速列装，另一方面随着技术积累，产品可靠性提高，国产化替代有望加速推进。另外随着航空发动机保有量的加大和训练任务的增多，公司维修业务预计增速较快，而随着维修能力的逐步建设，维修经验不断积累，成本会有所下降，盈利能力会逐渐提高。

航发集团的成立和重大专项的落地实施，将为公司体制机制改革和资金保障方面提供强有力支持，通过型号研制、关键技术攻关以及基础技术研究等，加强创新能力，孵化新产品从而提升企业价值。另外充足的资金投入料将减轻公司的贷款压力，减少财务费用，改善公司业绩。

（四）中航机电：航空机电系统产业化发展和专业化整合平台

公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台，承担航空机电产品的市场开拓、设计研发、生产制造、售后服务、维修保障的全价值链管理，为航空装备提供大专业配套系统产品，在国内航空机电领域处于主导地位。主要经营航空机电产业和基于航空核心技术发展的相关系统，目前产品谱系覆盖液压系统、燃油系统、航空电力系统、高升力系统、武器与悬挂发射产品与系统、汽车座椅系统、空调压缩机、高压氧舱、等静压机等航空机电相关领域。

随着航空装备的加速列装以及航空机电系统在整机价值占比的提高，公司内生增长较为确定。另外公司作为航空工业集团机电系统的专业化整合平台，近几年不断推进专业化整合和资本化运作，先后收购整合了贵州风雷、贵州枫阳、新航工业和宜宾三江等企业，持续的收购推进了公司航空机电全科目的平台地位，体系内尚有武汉仪表、609 和 610 等优质企事业资产，未来进一步的整合可以预期。同时公司内部通过设立专业化事业部，整合了内部零散体系，实现科研生产合力，提高了资源使用效率，推动公司高效运营。

公司 2016 年通过资管计划实现了核心人员的持股，有望激励员工积极性，释放公司潜力，推进可持续发展。

（五）中航电测：四大业务均衡发展前景可期

公司是航空工业下属军民融合企业，按照业务属性划分为航空和军工、应变电测与控制、智能交通、新型测控器件四大业务板块，业务和产品主要涉及飞机测控产品和配电系统、电阻应变计、应变式传感器、称重仪表和软件、机动车检测系统、驾驶员智能化培训及考试系统、精密测控器件等多个方向及领域。

航空和军工业务随着国防武器装备需求不断提升，国内航空产业蓬勃发展，新型列装的航空装备需求正逐步提高，公司基于“传感器”平台核心技术的驾驶舱控制系统、直升机外吊挂投放系统等测量控制业务未来发展前景广阔；应变电测与控制业务虽然传统领域竞争日趋激烈，但是未来将向健康、消费、测试领域进一步拓展；智能交通业务在道路尾气遥测方面迎来新的需求，另外受益智慧物流行业快速发展、新国标升级和物联网技术的逐步成熟，车联网及运营管理平台需求逐步释放，发展机遇日益显现。

公司股权激励完备，核心人员和业务骨干通过不同途径获得了股权激励，正在推进的新一期股权激励方案将使公司和员工的利益进一步绑定。多年的研发积累和市场开拓，公司各项业务均逐渐进入收获期，未来发展前景广阔。

（六）四创电子：博微子集团成立，公司平台地位凸显

公司主要业务领域主要涉及军民融合雷达产业、智慧产业、能源产业，产品主要包括气象、航管雷达、低空警戒雷达及相关雷达配套件、微波组件、平安城市、应急指挥通信系统等。近几年受航管雷达招标进度滞后以及平安城市业务毛利率较低等影响，业绩表现不佳。随着 2018 年航管雷达招标逐渐恢复，盈利能力较强的平安城市业务“合肥二期”的中标，公司原有主业有望逐渐向好。

并购博微长安增强公司实力：2017 年公司完成收购博微长安 100% 股权并募集配套资金 2.6 亿元，业务拓展到警戒雷达装备及配套、机动保障装备和粮食仓储信息化改造等领域，公司雷达及雷达配套业务得以加强，产品线进一步丰富，有助于上市公司增强技术储备、扩大生产能力、拓展销售渠道。

博微子集团设立，公司平台地位凸显：2017 年 11 月公司公告以中国电科八所、十六所、三十八所和四十三所为基础新设注册组建中电博微电子有限公司，由其统筹开展相关业务资产及资源的整合重组，并承担后续改革发展各项工作。另外中国电科同意将三十八所持有的公司全部国有股份无偿划转至中电博微持有，将四创电子作为中电博微未来经营发展资本运作的版块上市平台，随着中电博微的组建，我们预计四个研究所之间的专业化整合和产业化发展有望加速推进，公司的平台地位进一步凸显。

（七）航天电子：平台地位明确，军民融合空间广阔

公司是航天领域核心配套企业，经过多次资本运作，目前主营业务包括航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航、电线电缆、以及无人机和智能炸弹等系统级产品，受益于我国航天产业的大发展，近几年业绩一直保持稳定增长，我们预计公司原有核心配套领域将保持优势地位，系统级产品等拓展值得期待，未来发展有望逐渐向好。

军民融合潜力大：公司核心配套业务处于产业链上游，军民通用性强，在国家鼓励军民融合的背景下，如果相关激励机制能够推进，我们预计公司在军民融合领域的拓展将更加积极主动，从而获得更大的成长空间。

平台地位明确：公司是航天科技九院旗下唯一上市公司，近几年不断整合九院旗下相关资产，平台地位明确，随着院所改制的不断推进，特别是首批 41 家试点改制院所的确定，以及首家科研院所改制的批复，表明军工事业单位的改制进程在不断落地。公司作为集团改制试点单位，未来进一步整合仍可预期。

五、风险提示

军工板块整体估值相对其他板块仍较高；武器装备研发交付进程有不确定性。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500