

# 国防军工

证券研究报告  
2018年12月02日

## UTC 收购柯林斯全球军工整合大潮持续，贸易战获 90 天延期

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 联合技术开展航空现象级资产重组，增长或将穿越美国经济周期

北京时间 11 月 27 日，美国联合技术公司（UTC）公告，宣布完成对机载系统制造商罗克韦尔柯林斯的收购。同时，联合技术将一拆为三：（1）奥的斯电梯、CCS 空调各自成立公司，（2）发动机制造商普惠与新收购柯林斯留在上市公司体内。据追溯报表，17 年联合技术业务总规模将达 390 亿美元。

我们认为，全球军工集团的整合大潮正在持续推进，以洛克希德马丁（2016 年 8 月剥离 IT 部门）、美国联合技术（收购柯林斯、置出奥的斯和 CCS）为代表的航空巨头正在加速精简上市公司体内优质资产、通过外延收购实现核心资产扩张。我国洪都航空、国睿科技等国内军工核心股亦在加速推进集团优质资产整合。产业整合是全球军工的共同特点，随着装备设计理念的进阶，新一轮产业整合或已启动。

- 投资建议：G20 中美贸易获 90 天缓冲期，重点为知识产权。我们认为，军工作为核心自主可控知识产权领域，预计将受到投入的加大倾斜，加快自主突破。关税是短期博弈，应重视长期战略大国博弈方向。
- 我们维持市场持续配置建议，紧抓行业拐点叠加穿越周期属性的基本面逻辑，同时资产证券化主题已上升为并列主线，可作为次要关注。

### 持续维持高景气/逆周期配置总逻辑：

维持年初对高景气周期拐点判断，产业上行逻辑未变，行业高景气+穿越周期属性提供长期上行配置机遇。在当前经济增长承压/贸易战背景下，军工有望作为穿越周期的重点板块、标志性的逆周期资产而持续受到关注、进而进入行业超配。我们预计，2019 年军工行业有望继续维持较高的军费投入、军费增速与 GDP 增速形成明显剪刀差。优选景气传导必经之路上的核心军工央企，长期投资可关注民参军的自主可控领域。

### 19 年第二主线-资产证券化或将进入高峰：

任务节点临近，缺口较大，院所改制超预期进入多轨并行阶段、公司制资产注入亦进入快轨。

- 1、国睿科技本次的 14 所资产注入打破了前期的改制流程判断，我们认为，批量试点并非唯一受理途径，前期如 2016 年航天九院（航天电子）、2017 年航天十一院（南洋科技）等的事业部资产直接企业化上市模式依然延续执行，因此我们认为院所资产上市处于多轨并行轨道，关注具备资产稀缺性的骨干研究所上市平台。近期关注 41 家首批改制获批与大体量院所集合上市平台（如中航电子（建议关注）、航天电子、中航机电、国睿科技（建议关注））。
- 2、军工证券化率差额较大，目前平均水平仅为 23%，距第一的中航工业集团约 70%的水平具备较大差距，随着近年中航飞机/中船防务/内蒙一机/中航沈飞/洪都航空的连续资本运作步伐，总装类防务资产上市路径已明晰。关注中直股份、中航科工及中航工业小市值上市公司。

### 近期市场回顾：

据 Wind，中信军工一级板块 18 年跌幅为 22.64%，为中信一级行业第 9/29 名。板块 PE 方面，根据万得一致预测，目前 PE 为 57.84x，18e PE 为 51.02x，板块十年估值中枢为 82.09x，目前处于历史 16.48%下分位。

### 资产证券化组合：

国睿科技（建议关注）、中航电子（建议关注）、中直股份、航天电子、中航科工、中航机电。

### 基本面组合：

- 1) 稀缺主机厂：中航沈飞、中直股份、内蒙一机、中航科工（2357.HK）
- 2) 配套白马：国睿科技、中航光电、航天电子、中航机电
- 3) 自主可控热点：航锦科技、金信诺、和而泰等。

风险提示：贸易战风险，军工集团资产注入进度低于预期。

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

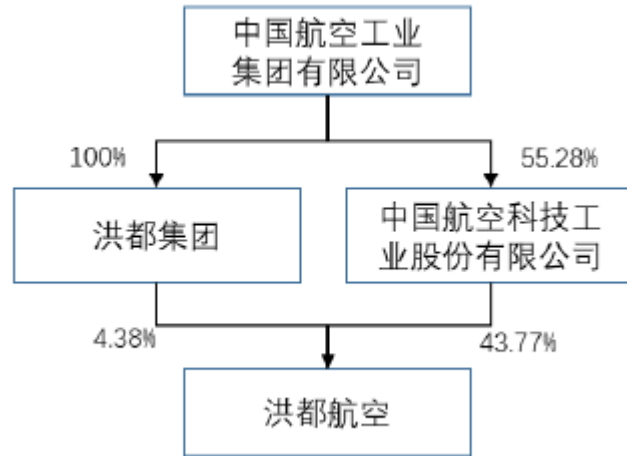
### 相关报告

- 1 《国防军工-行业研究周报:国资委主任强调核心技术自主可控，全力支持国产飞机制造》2018-11-25
- 2 《国防军工-行业研究周报:洪都资产置换，资产证券化投资浪潮开启为 19 连续主线》2018-11-18
- 3 《国防军工-行业研究周报:装备展示规模大幅扩大，航展航空装备与军民融合是亮点》2018-11-11

## 1. 洪都航空拟注入集团防务资产，板块整体证券化望加快

11月14日晚洪都航空(600316.SH)发布公告,当日公司与洪都集团签署了《资产置换意向性协议》,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,置入资产与置出资产的差额由一方向另一方以现金补足。目前具体置换资产范围尚未最终确定,资产置换的交易价格亦尚未确定,预计不会构成重大资产重组。

图 1: 洪都航空与洪都集团关联交易结构图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. Q3 局部板块放量显著，高景气周期传导有望持续加强

截至2018年9月31日,军工91只股票池标的18Q3季报已全部发布完毕。我们对三季度报(单季度)板块的收入、归母净利润两个利润表指标,存货、预收账款等具有代表性的资产负债表指标进行了梳理与分析。整体来看,相比去年同期,2018年三季度局部放量的特征显著,部分行业实现了归母净利润的较大幅放量,预付款项和应收款项(应收账款和应付票据)均有较高增长。

### 2.1. 航空/航天/船舶等板块放量显著，高景气传导持续加强可期

从全板块来看:(1)预付款项和应收款项两大资产负债表项目分别出现了32%和15.2%的较高增长,其中预付款项相比应收款项的增长更加显著。我们认为,本次两指标的增长主要是军工下游总装企业的采购需求增长所致,进而带动了上游配套企业应收账款的增长。(2)收入实现11.5%的稳健增长,但归母净利润略下滑17.9%,我们认为,该项目的变化主要是受到民参军板块的影响所致。

图 2: 2018 三季度军工行业全板块/分板块业绩增速概览

	收入YoY%	归母净YoY%	预收账款YoY%	存货YoY%	应收YoY%	预付款项YoY%	应付YoY%
军工全行业	11.5%	-17.9%	10.6%	-1.1%	15.2%	32.0%	13.7%
国企	11.2%	43.2%	9.1%	-2.2%	15.3%	30.5%	13.5%
航空业	15.3%	72.6%	-32.3%	6.7%	12.1%	1.6%	8.9%
航天业	18.8%	41.4%	10.1%	9.1%	18.0%	12.2%	6.6%
船舶	15.2%	120.5%	-3.5%	-15.4%	24.3%	43.8%	22.2%
信息化	-8.7%	-51.7%	22.8%	12.2%	24.0%	63.2%	21.1%
地面装备	-15.0%	-30.9%	581.4%	38.1%	-13.8%	30.5%	-5.3%
民参军	12.3%	-75.2%	23.5%	7.1%	15.1%	40.7%	15.6%
低于0%	0%-15%	15%-30%	30%以上				

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从国企与民参军角度看，国企率先实现了利润表的改善，而民参军企业则先实现了资产负债表的修复：（1）两者的收入增速分别保持了 11.5%和 12.3%的稳健增长，但归母净利润的增长差异较显著，其中国企的归母净利润同比增长 43.2%，民参军企业的归母净利润同比下降 75.2%。（2）民参军企业的预付及预收账款分别增长 40.7%和 23.5%，应付项目与应收项目分别增长了 15.6%和 15.1%。据新华社北京电，11月1日，国家领导人主持召开民营企业座谈会并发表十分重要的讲话，指出“我国民营经济只能壮大、不能弱化，不仅不能‘离场’，而且要走向更加广阔的舞台”，同时提出支持民营经济发展壮大的 6 个方面政策举措，有望为民营经济健康发展植入强大信心和动力。我们认为，民参军企业的预付和预收项目凸显了其对于全年增长的信心，预计将跟随军工国企的引导，全年放量可期。

图 3：民参军企业将受到军工国企放量引导，景气周期传导节奏的下一承接者



资料来源：天风证券研究所

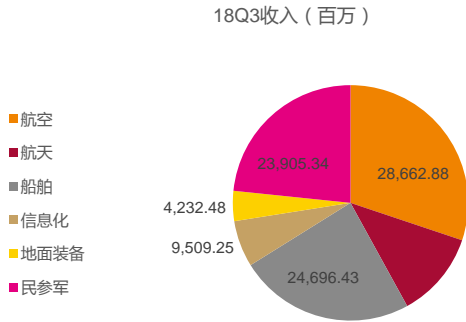
分板块来看，航空、航天及船舶行业实现了景气的先行传导，高景气周期在这三个行业实现了先行验证：（1）从利润表项目来看，三者收入分别增长 15.3%/18.8%/15.2%，增长稳健；归母净利润分别增长 72.6%/41.4%/120.5%，盈利释放显著，高景气周期在该三大子板块先行得到验证，其中航空与航天延续了前期放量趋势，船舶亦逐渐走出业绩拐点，预计将进一步释放。（2）从资产负债表项目来看，三者的应收款项均出现较为稳健的增长，但预收账款却局部略有下降。我们认为，这可能是军方在货款支付上出现了一定程度的变化所致：根据 2017 年 9 月环球时报消息，截至该月，包括军委装备发展部在内的 15 个职能部门排名前五名的部门主管皆发生变化。我们认为，军改影响目前逐渐弱化，但其影响仍部分传导至账款确认，随着三季度部分板块军品的进一步确认，应收项目短期上升，但军方的支付信用整体良好，全年款项的支付将助力经营性现金流改善。

图 4：2018 年三季度军工行业全板块/子板块业绩概览

单位：百万元	18Q3收入	18Q3归母净	18Q3预收账款	18Q3存货	18Q3应收	18Q3预付款项	18Q3应付
<b>行业总体</b>							
总计	102,348.67	3,083.22	40,984.59	201,579.08	200,261.79	41,773.17	219,699.48
中位数	501.50	25.36	72.52	750.45	1,150.50	113.53	739.89
<b>国企</b>							
总计	78,443.32	2,602.59	36,298.14	175,650.33	148,297.92	35,307.36	189,768.64
中位数	1,268.39	47.57	303.74	1,836.20	1,732.27	309.17	2,094.14
<b>航空</b>							
总计	30,853.16	1,454.27	4,159.86	71,194.17	64,195.16	5,550.38	73,080.40
中位数	1,628.05	105.93	142.77	3,198.29	3,151.21	230.00	3,496.80
<b>航天</b>							
总计	12,134.53	316.68	2,891.51	16,670.26	28,379.87	4,633.36	19,990.09
中位数	1,322.36	27.86	286.49	1,245.38	2,865.60	333.15	2,157.83
<b>船舶</b>							
总计	24,696.43	553.99	21,551.26	71,151.45	33,017.81	21,791.77	76,284.88
中位数	3,549.78	61.15	974.74	6,130.41	2,047.85	2,799.83	7,552.81
<b>信息化</b>							
总计	6,526.73	157.78	1,558.53	8,998.74	15,612.03	1,555.35	11,394.60
中位数	880.72	32.31	209.73	1,362.59	1,760.06	145.12	1,945.44
<b>地面装备</b>							
总计	4,232.48	119.87	6,136.98	7,635.72	7,093.05	1,776.51	9,018.67
中位数	642.85	19.82	308.88	856.60	1,468.31	278.65	1,270.64
<b>民参军</b>							
总计	23,905.34	480.63	4,686.45	25,928.75	51,963.88	6,465.81	29,930.84
中位数	225.00	20.93	26.74	318.27	722.06	54.92	209.15

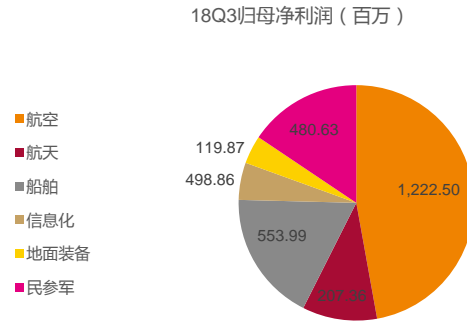
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2018Q3 子板块收入贡献情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018Q3 子板块归母净利润贡献情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 部分核心个股改善显著，未来指标将引领全板块业绩放量

根据前面分析可知，国企在三季报实现了较好的放量，我们的 11 只核心股有效延续了这一趋势，其中主机厂归母净利润放量更为显著，配套企业的收入增长较为明显：

**从主机厂角度来看：**(1) 沈飞的收入同比+184.2%，实现较大规模放量，归母净利润实现了显著翻红。(2) 其他三家主机厂的收入确认略有放缓，但部分企业预付与预收款项较为显著，上下游供求情况整体向好。(3) 内蒙一机收入与利润确认放缓，但预收账款、存货与预付款项三大指标同比实现快速增长，我们预计，随着全年交付的进一步确认，以及业务有望于全年或明年实现大幅放量。

**从配套企业来看：**(1) 利润表方面，收入与归母净利润分别实现了 15.8%和 22.6%的较快增长，我们猜测是由于下游企业的收入稳健增长与均衡交付共同作用的结果。(2) 预收账款/应收款项分别实现 30.9%和 21.3%的增长，我们预计是由军方需求增长及采购支付方式变动所致。(3) 配套企业的应收/预付和应付款项整体增长向好，我们预计，随着军方支付在全年的确认，这些能够代表未来的项目增长有望在全年增厚现金流。

图 7：2018 三季度 11 只核心军工股业绩增速概览

股票代码	股票简称	收入YoY%	归母净利润YoY%	预收账款YoY%	存货YoY%	应收YoY%	预付款项YoY%	应付YoY%
600760.SH	中航沈飞	184.2%	1929.3%					
000768.SZ	中航飞机	-18.4%	97.3%	19.5%	7.6%	14.9%	28.6%	14.6%
600967.SH	内蒙一机	-23.4%	-51.3%	1086.9%	207.3%	-31.0%	42.7%	-12.7%
600038.SH	中直股份	13.4%	8.8%	-100.0%	3.7%	8.7%	5.8%	-5.4%
<b>主机厂业绩总计YoY%</b>		<b>9.8%</b>	<b>77.4%</b>	<b>89.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>27.5%</b>	<b>5.2%</b>
<b>主机厂业绩中位数YoY%</b>		<b>56.8%</b>	<b>29.2%</b>	<b>19.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>-31.0%</b>	<b>42.7%</b>	<b>-5.4%</b>
股票代码	股票简称	收入YoY%	归母净利润YoY%	预收账款YoY%	存货YoY%	应收YoY%	预付款项YoY%	应付YoY%
600893.SH	航发动力	7.6%	41.3%	65.7%	2.7%	6.2%	-18.3%	-0.2%
002013.SZ	中航机电	21.7%	76.2%	28.3%	15.1%	30.0%	7.3%	26.7%
600372.SH	中航电子	24.5%	32.3%	32.6%	3.8%	23.2%	10.5%	21.5%
002179.SZ	中航光电	49.3%	23.4%	-100.0%	48.2%	34.9%	30.9%	60.6%
002025.SZ	航天电器	49.9%	39.6%	22.9%	25.6%	27.5%	30.0%	25.5%
600879.SH	航天电子	15.8%	11.9%	-6.5%	7.7%	16.0%	59.1%	15.7%
002544.SZ	杰赛科技	37.6%	-61.7%	178.1%	75.7%	93.7%	197.9%	114.5%
600990.SH	四创电子	-33.6%	扭亏为盈	4.5%	14.9%	-9.3%	-43.7%	-10.5%
<b>低估值白马业绩总计YoY%</b>		<b>15.8%</b>	<b>22.6%</b>	<b>30.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>21.3%</b>	<b>24.7%</b>	<b>17.7%</b>
<b>低估值白马业绩中位数YoY%</b>		<b>36.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>89.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.1%</b>	<b>34.3%</b>
股票简称	收入YoY%	归母净利润YoY%	预收账款YoY%	存货YoY%	应收YoY%	预付款项YoY%	应付YoY%	
<b>核心军工业绩总计YoY%</b>	<b>12.7%</b>	<b>35.1%</b>	<b>62.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>26.2%</b>	<b>11.3%</b>	
<b>核心军工业绩中位数YoY%</b>	<b>17.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>-16.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>34.9%</b>	<b>7.3%</b>	<b>11.3%</b>	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2018 三季度 11 只核心军工股业绩概览

报告期截止日	2018/9/30	去年截止日	2017/9/30	单位		百万			
股票代码	股票名称	18Q3收入	18Q3归母净	18Q3预收账款	18Q3存货	18Q3应收	18Q3预付款项	18Q3应付	
600760.SH	中航沈飞	5,335.62	212.94	6,846.91	8,999.03	2,157.05	617.23	9,483.75	
000768.SZ	中航飞机	7,133.50	69.84	874.88	17,635.49	15,776.23	3,040.78	24,145.49	
600967.SH	内蒙一机	2,078.19	60.40	5,155.32	3,290.56	1,671.87	680.97	4,450.21	
600038.SH	中直股份	2,826.14	128.29	0.00	13,963.87	1,254.54	473.00	9,306.99	
600893.SH	航发动力	5,535.31	290.59	1,624.43	15,865.31	11,689.39	540.42	12,171.17	
002013.SZ	中航机电	2,371.57	214.15	201.93	4,238.48	9,417.17	445.62	7,290.74	
600372.SH	中航电子	1,628.05	99.18	116.32	3,884.56	8,957.05	305.83	5,569.86	
002179.SZ	中航光电	2,190.27	231.77	0.00	1,798.11	6,020.87	68.97	3,593.12	
002025.SZ	航天电器	792.25	109.31	17.68	443.62	2,852.65	77.91	1,374.59	
600879.SH	航天电子	3,011.01	118.75	753.85	7,592.37	9,234.77	1,613.26	5,785.90	
002544.SZ	杰赛科技	1,097.69	3.32	302.91	1,439.01	3,044.80	312.51	2,593.24	
600990.SH	四创电子	880.72	32.31	379.24	1,580.48	1,704.47	115.96	1,945.44	
<b>行业总计</b>		<b>17,373.45</b>	<b>471.47</b>	<b>6,030.20</b>	<b>34,889.93</b>	<b>18,702.64</b>	<b>4,194.75</b>	<b>37,902.69</b>	
<b>主机厂业绩总计</b>		<b>17,373.45</b>	<b>471.47</b>	<b>6,030.20</b>	<b>34,889.93</b>	<b>18,702.64</b>	<b>4,194.75</b>	<b>37,902.69</b>	
<b>低估值白马业绩总计</b>		<b>17,506.88</b>	<b>1,099.39</b>	<b>3,396.35</b>	<b>36,841.93</b>	<b>52,921.16</b>	<b>3,480.47</b>	<b>40,324.06</b>	
<b>核心军工股业绩总计</b>		<b>34,880.33</b>	<b>1,570.86</b>	<b>9,426.55</b>	<b>71,731.86</b>	<b>71,623.80</b>	<b>7,675.22</b>	<b>78,226.75</b>	
<b>主机厂业绩中位数</b>		<b>4,080.88</b>	<b>99.06</b>	<b>874.88</b>	<b>13,963.87</b>	<b>1,671.87</b>	<b>680.97</b>	<b>9,306.99</b>	
<b>低估值白马业绩中位数</b>		<b>1,909.16</b>	<b>114.03</b>	<b>252.42</b>	<b>2,841.33</b>	<b>7,488.96</b>	<b>309.17</b>	<b>4,581.49</b>	
<b>核心军工股业绩中位数</b>		<b>2,280.92</b>	<b>114.03</b>	<b>302.91</b>	<b>3,884.56</b>	<b>6,020.87</b>	<b>445.62</b>	<b>5,569.86</b>	

资料来源：Wind，天风证券研究所

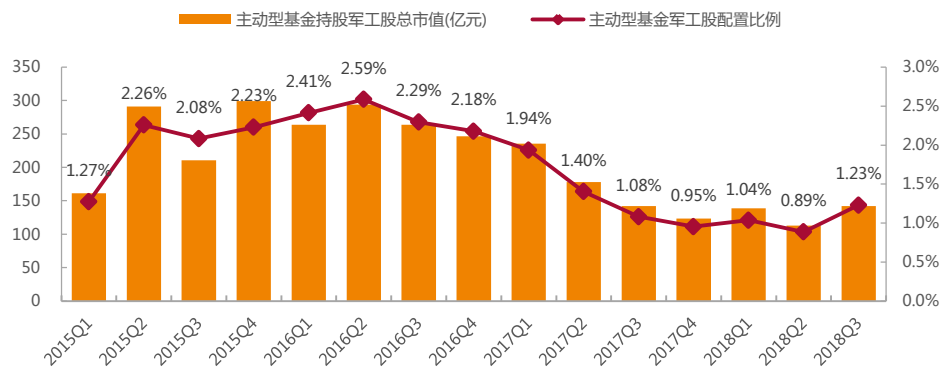
### 2.3. 总结：军工国企引领三季度放量，部分个股率先受益景气传导

回顾三季报，板块业绩实现整体稳健放量，能够代表未来的资产负债表项目增长较为显著，预计有望在全年兑现高景气的传导。个股方面，以沈飞为代表的主机厂引领部分核心军工配套国企率先实现放量，配套企业的未来指标亦实现较为显著的增长。民参军企业的预付和预收项目凸显了其对全年增长的信心，预计将跟随军工国企的引导，全年放量可期。

### 3. 基金三季报公布，主动环比+0.34pct，全部环比+0.29pct

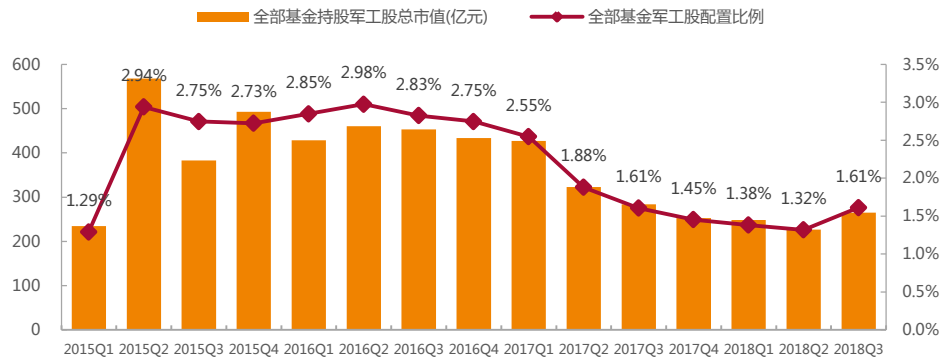
10月27日基金三季报已全部公布完毕，军工板块配置比例上升显著，贸易战下投资防御性凸显。我们在原有的86只股票池基础上新增了火炬电子、振华科技、振芯科技、天奥电子、新型装备。根据最新的91只股票池，我们重新计算了15Q1至18Q3的持仓数据，结果显示：三季度主动型基金持股军工总市值142.3亿元，占主动型基金股票持仓总市值的1.23%，环比+0.34个pct；全部基金（主动+增强+混合）持股军工总市值265.27亿元，占全部基金股票持仓总市值的1.61%，环比+0.29个百分点。此外，主动型基金对军工板块的配置比例较低，但配置修复的边际改善较高，预计在偏防御性的市场风格下，主动型基金对军工板块的配置比例有望得到进一步修复。

图 9：2015Q1-2018Q3 主动型基金持股军工总市值及对应配置比例



资料来源：Wind 基金-专题统计-资产配置，天风证券研究所

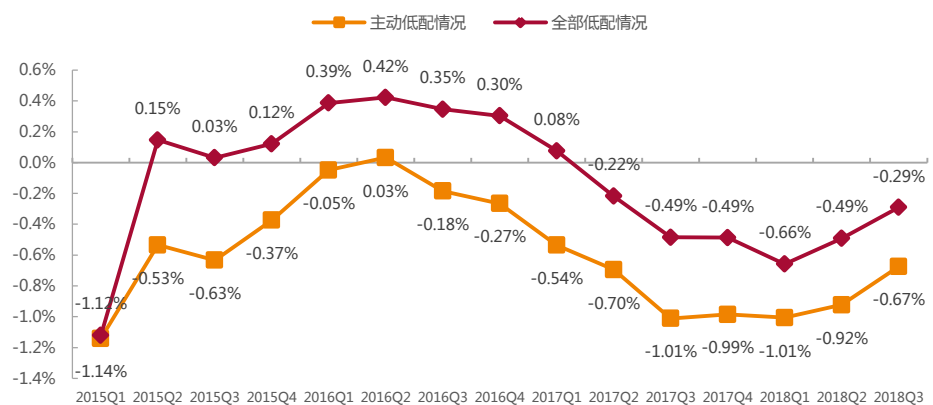
图 10：2015Q1-2018Q3 全部（主动+增强+混合）基金持股军工总市值及对应配置比例



资料来源：Wind 基金-专题统计-资产配置，天风证券研究所

板块配置比例显著上行，已走出洼地开始进入配置拐点，但仍属低配状态，我们看好军工板块防御投资属性下的超配机遇。截至 10 月 26 日，我们的最新 91 只股票池总市值达 10,362.75 亿元，占万得全 A 总市值的 1.90%。基于该标配比例，我们计算得出：主动型基金低配比例从 18Q2 的 -0.92% 上升至 18Q3 的 -0.67%，全部基金低配比例从 18Q2 的 -0.49% 上升至 18Q3 的 -0.29%。我们预计，指数型和混合型基金对军工板块配置有望率先实现超配。在目前的市场风格下，军工板块作为整体，其配置机遇有望进一步提高。

图 11：2015Q1-2018Q3 军工板块配置情况概览



资料来源：Wind 基金-专题统计-资产配置，天风证券研究所

我们认为：在当前全球贸易战背景下，A 股市场偏防御型的配置思路有望加强，与股市和经济整体增速相关性较低的行业配置机遇将再次出现。从 2016 年至 2018 年 10 月 26 日，中信国防军工指数相对于万得全 A 超额收益率、沪深 300 相对于万得全 A 超额收益率，这两者的相关系数  $\rho = -0.89449$ 。可见，军工行业与市场整体呈现负相关性，防御性质良好。建议关注板块核心军工标的，包括主机厂、核心白马。

## 4. 院所改制与资产证券化——年度副线

### 4.1. 改制政策梳理

表 1：院所改制政策

发布时间	文件名	印发机构	主要内容
2012 年	《关于分类推进事业单位改革的指导意见》	国务院	提出了 2020 年的总目标时点。
2013 年			军工集团事业单位改革开始，总体上按照“先试点、后分类、整体方案上报”的思路进行。
2014-12	关于军工科研院所改革的文件	国防科工局改革办	确定了军工科研院所改革分类的原则和标准，要求各军工集团按标准尽快将下属各科研院所划分到位，提交科

2017-7-7	《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局在北京组织召开了军工科研院所转制工作推进会。	院所分类的正式方案。 宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。标志着军工科研院所转制工作正式启动，军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。
2017-12-4	《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》(国办发[2017]91号)	国务院办公厅	在确保安全保密的前提下，支持符合要求的各类投资主体参与军工企业股份制改造。积极稳妥推动军工企业混合所有制改革，鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资产注入上市公司，建立军工独立董事制度，探索建立国家特殊管理股制度。
2018-5-7	《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》(科工计[2018]510号)	国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局	批复原则同意兵器装备自动化研究所转制为企业，明确了转制适用政策，需要开展的重点工作和程序，提出了有关要求。

资料来源：国务院，国防科工局，天风证券研究所

## 4.2. 58 所改制批复！首批改制试点中首家获批

根据 2017 年 1 月 1 日中国兵器工业集团公布的《关于发展混合所有制经济的指导意见》，中国兵器装备集团自动化研究所（58 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，58 所的转制具有示范意义。

58 所为军工行业事业单位转企做出了三个贡献，包括：(1) 方案模板、(2) 审批流程、(3) 批复模板，其已经取得和将要形成的可复制可推广经验获得国资委及国防科工局的肯定，后续将进一步推动混改进程。2018 年 4 月 9-10 日，58 所所长刘勇分别到国家国资委、发改委、国防科工局汇报了混合所有制试点改革、事业单位转制以及员工持股方案等工作。

根据 58 所官网，58 所是专业从事自动化与信息化技术的军民融合型研究所，形成了数字控制、特种测控、特种电子、智能传感的产业框架。地处四川绵阳，成立于 1977 年，现有职工 600 余人，总资产近 8 亿元，拥有各类科研课题千余项，获得科技成果 500 余项，突破关键技术 200 余项，其中填补国内空白的核心技术 50 余项。目前，58 所特种计算机设计技术指标达到世界最高水平，电量传感器成为国内的第一品牌，核辐射监测产品率先替代国外进口，核电站核心部件市场份额占全国 90% 以上，累计销售额超 2 亿元，数控系统产品已在国防科技工业万台普通机床数控化改造工程和千台数控增效工程中发挥效益。

由于国务院《关于分类推进事业单位改革的指导意见》提出的总目标时间节点 2020 年已近，基于 58 所的经验，有分析认为，预计其余 40 家试点单位乃至更多的生产经营类军工科研院所的企业化转制进程将明显加快。

## 4.3. 院所改制与资产证券化投资要点

图 12：院所改制与证券化投资要点



资料来源：Wind，国家审计署，国防科工局，发改委，天风证券研究所

## 5. 核心军工股估值更新

图 13：核心军工股估值更新表（12月01日更新）

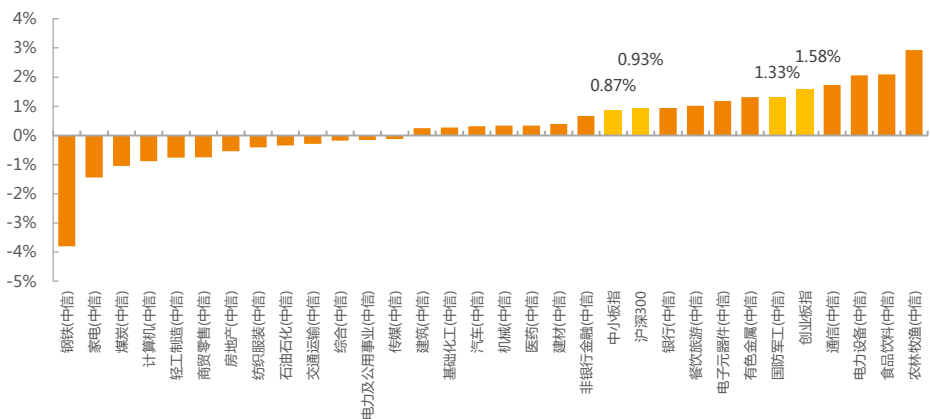
股票名称	当前市值	当前股价	17a 归母净利润	18e YoY%	18e 归母净利润	19e YoY%	19e 归母净利润	17a-PE	18e-PE	19e-PE
	亿元	元/股	亿元		亿元		亿元	x	x	x
中航沈飞	453.03	32.35	7.07	16.5%	8.23	21.0%	9.96	64.10	55.02	45.47
中直股份	235.85	40.01	4.55	13.0%	5.15	20.0%	6.17	51.79	45.83	38.19
内蒙一机	197.69	11.70	5.25	14.0%	5.99	18.0%	7.06	37.65	33.03	27.99
中航飞机	411.70	14.87	4.71	16.0%	5.47	20.0%	6.56	87.33	75.29	62.74
航发动力	522.19	23.21	9.60	21.0%	11.62	24.5%	14.46	54.40	44.95	36.11
中航机电	278.95	7.73	5.79	59.8%	9.25	18.0%	10.92	48.18	30.16	25.56
中航电子	259.48	14.75	5.42	8.2%	5.87	16.5%	6.84	47.84	44.20	37.93
中航光电	307.44	38.87	8.25	15.0%	9.49	23.0%	11.67	37.25	32.39	26.33
航天电器	106.13	24.74	3.11	14.9%	3.58	15.8%	4.14	34.08	29.67	25.63
航天电子	158.81	5.84	5.25	11.0%	5.83	14.0%	6.64	30.25	27.26	23.91
杰赛科技	62.00	10.85	2.02	22.0%	2.46	25.1%	3.08	30.73	25.19	20.14
四创电子	59.76	37.54	2.01	-20.0%	1.61	15.0%	1.85	29.68	37.11	32.27
<b>核心股2018归母净利润总体增速</b>			<b>63.05</b>	<b>18.23%</b>	<b>74.54</b>	<b>核心股总算数平均估值</b>		<b>46.11</b>	<b>40.01</b>	<b>33.52</b>
<b>四大主机厂2018归母净利润增速</b>			<b>21.59</b>	<b>15.05%</b>	<b>24.83</b>	<b>主机厂算数平均估值</b>		<b>60.22</b>	<b>52.29</b>	<b>43.60</b>
<b>白马股2018归母净利润增速</b>			<b>41.46</b>	<b>19.88%</b>	<b>49.70</b>	<b>配套白马算数平均估值</b>		<b>39.05</b>	<b>29.85</b>	<b>25.44</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 本周市场及军工板块走势回顾

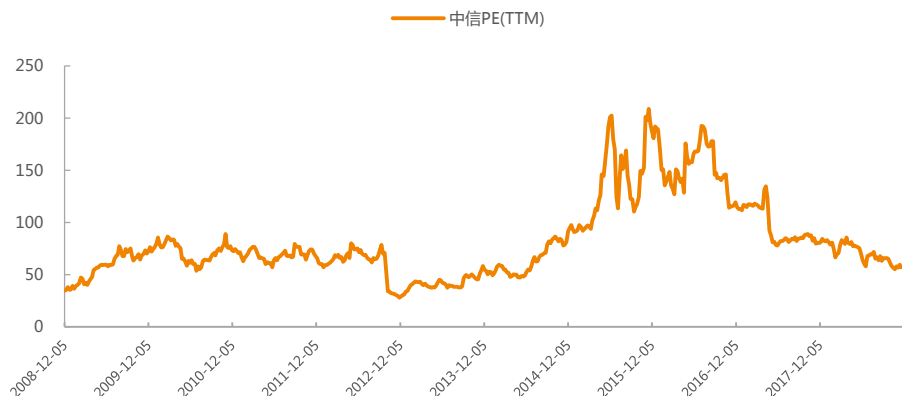
本周中信国防军工行业指数上涨 1.33%，沪深 300 指数上涨 0.93%，创业板指上涨 1.58%。

图 14：本周中信国防军工行业指上涨 1.33%



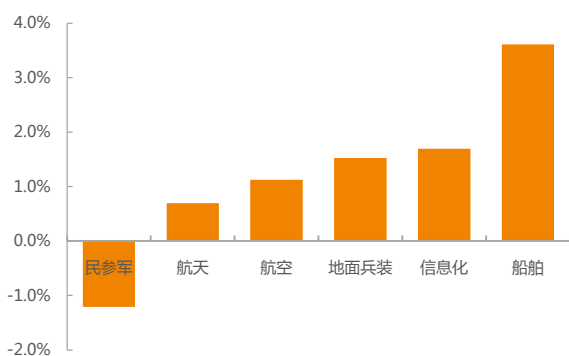
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2008-2018 年中信军工指数估值情况（当前估值 57.84x）



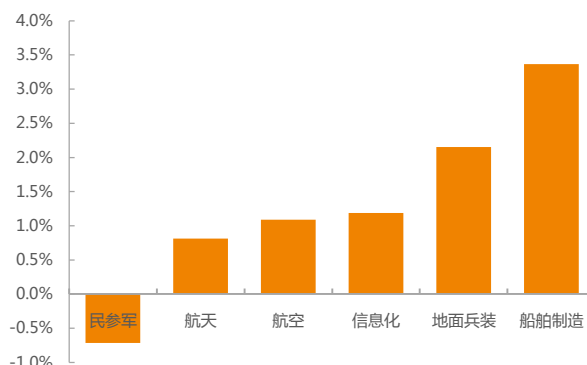
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16: 国防军工行业子板块上周表现 (市值加权)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 国防军工行业子板块上周表现 (算数平均)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

国防军工板块在上周上涨 1.33%，其各细分板块均有不同程度的下跌：从市值加权指标来看，民参军下跌 1.21%、航天、航空、地面兵装、信息化、船舶分别上涨 0.70%、1.12%、1.52%、1.69%、3.61%。

## 7. 行业最新数据

### 7.1. 船舶：BDI 指数本周大涨，在水平区间持续波动

图 18: 波罗的海干散货指数本周上涨 12.6% (12 月 1 日更新)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com