

业绩政策脱虚入实，“白马”为盾，“重组+民参军”为矛

——国防军工行业 2019 年年度投资策略报告

2018 年 12 月 21 日

看好/维持

国防军工 年度报告

投资摘要：

板块波动较大，估值中枢有望上移。今年年初至 2 月，由于市场风险偏好下行，军工板块跑输大盘，同时两只军工分级基金下折，中证军工指数创出阶段性低位；3 月初，伴随国防预算增长超预期，军工板块触底反弹，同期跑赢大盘；10 月份在军工指数大幅下探的情况下达到全年最低点，再度出现两只军工分级基金下折，随后企稳反弹。目前军工板块整体估值在 58 倍附近，在 29 个中信一级行业中排名最高，虽然绝对值不低，但相对自身历史水平已处于低位，且一些优质个股目前估值已在 30 倍附近。未来两年军工板块会是少有的确定性很强的行业，估值中枢有望上移。一方面，行业订单越来越好。超过 50% 的国防装备采购预算或在明后两年释放，同时由于此前军改的影响，大量补偿性订单也有望在后两年释放，军工企业订单将逐渐向好。另一方面，军品定价改革、研究所改制等政策值得期待。

内部驱动因素：基本面加速向上，装备列装催化业绩改善。从军费角度看，2018 年军费增速达到 8.1%，是继 2016、2017 年连续两年增速下滑后首次提升。而周边环境依然严峻，中美双边关系遇冷，军费增速换挡符合当前局势。我们认为，十三五下半场鸣枪，装备量产将逐步利好行业业绩释放。首先，航空产业或将优先发展。美国军机数量约为中国的 3.21 倍。中国要在达到与国家地位相称的巩固国防，仍然需要大规模的发展空中力量。其次，参考美军发展经验，未来航母编队建设将是海军装备建设重心。第三，舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔。第四，国防信息化蓄势待发，贸易战凸显自主可控重要性。

外部驱动因素：政策或进入密集落地期，行业配置价值提升。从事件驱动角度来看，中美战略博弈加剧，军工或在新冷战情绪下受益。展望未来行业的政策利好，我们认为，首先，军品定价机制改革有望突破，主机厂利润上升空间较大。军工总装类产品多是通过单一来源合同定价，采用激励约束定价机制后，或将释放利润空间。其次，在资本运作方面，2019 年资产证券化或提速。国睿科技在今年 11 月份批准了资产注入方案，该资产注入方案超出市场预期，规模和体量较大，体现了电科系资本运作的积极态度。洪都航空在今年 11 月份也进行了资产置换，将亏损业务置换出去，轻装上阵。目前，大部分军工上市公司股价处于历史低位，这为大股东开展资本运作提供了较好的腾挪空间。第三，国企混改已推出三批试点，国企改革动作密集，高度重视下一年的改革突破窗口期。第四，军民融合为市场化变革之由，从经济发展的角度，军民融合将是我国新常态下经济转型升级的内生增长引擎。

投资主线及标的：“白马”为盾，“重组+民参军”为矛。我们建议关注三条投资主线：首先，优质主机厂及核心配套企业确定性较强，在存量资金博弈的背景下有望成为资金配置的首选；第二，重组类标的存在博弈机会，我们认为 2019 年军工行业的资本运作案例数量或显著增加，此类标的存在主题性投资机会；第三，优质民参军标的业绩有望反转。军改对于军工行业的影响为结构性的，主站装备影响较小，配套类企业影响较大，我们认为随着军改的结束，此前积

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517080001

分析师：王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

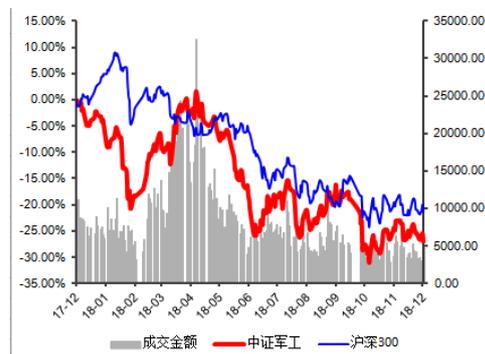
执业证书编号：S1480117080010

行业基本资料

占比%

股票家数	125	3.50%
重点公司家数	-	-
行业市值	13259.28 亿元	2.67%
流通市值	13214.02 亿元	2.93%
行业平均市盈率	67.59	/
市场平均市盈率	38.58	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《国防军工行业报告：军工科研院所转制工作推进会召开，板块风险偏好获支撑》2017-07-10
- 2、《国防军工行业周报（20170702）：坚守“低估值+业绩真成长”，提前布局中报行情》2017-07-03
- 3、《国防军工行业报告：超跌修复行情弹性减弱，事件兑现以短期效应为主》2017-06-26
- 4、《中央军民融合发展委员会第一次全体会议召开，国防工业供给端重构提效序幕开启》2017-06-21

累补偿性订单有望在 2019 年集中释放，将利好配套类民参军企业。

投资建议：建议关注中航光电、航天电器、内蒙一机、中直股份、中航机电、中航沈飞、中航飞机、卫士通、国睿科技、四创电子、高德红外、航天彩虹。

风险提示：武器装备交付进度、军品定价机制改革、科研院所改制不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
中航沈飞	0.51	0.58	0.72	69	55	43	2.2	强烈推荐
中航飞机	0.17	0.21	0.25	92	69	58	2.9	强烈推荐
内蒙一机	0.31	0.38	0.47	39	29	24	2.6	强烈推荐
中直股份	0.77	0.91	1.13	60	44	36	3.8	强烈推荐
中航机电	0.24	0.26	0.37	45	29	20	3.0	强烈推荐
中航光电	1.04	1.36	1.82	38	28	21	6.4	强烈推荐
航天电器	0.73	0.86	1.05	32	28	23	4.2	强烈推荐
卫士通	0.20	0.19	0.65	114	99	29	3.6	强烈推荐
国睿科技	0.35	0.23	0.31	68	61	45	6.4	强烈推荐
四创电子	1.26	1.55	1.76	46	24	21	4.3	强烈推荐
高德红外	0.09	0.22	0.34	180	92	60	3.1	强烈推荐
航天彩虹	0.20	0.42	0.51	80	30	25	4.1	强烈推荐

目录

1. 板块全年行情回顾	6
1.1 板块波动较大，实现相对收益	6
1.2 估值绝对水平较高，位于历史区间中下部	7
1.3 三季度基本面持续好转，利润增速快于营收增速	9
2. 内部驱动因素：基本面加速向上，装备列装催化业绩改善	10
2.1 国防预算超预期，军费拐点已至	10
2.2 十三五下半场鸣枪，装备量产将逐步利好行业业绩释放	12
2.2.1 航空装备迎发展机遇，十三五中后期军机列装有望提速	12
2.2.2 海军装备关注航母产业链投资机会	14
2.2.3 舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔	16
2.2.4 国防信息化蓄势待发，贸易战凸显自主可控重要性	17
3. 外部驱动因素：政策或进入密集落地期，行业配置价值提升	20
3.1 中美战略博弈加剧，新冷战情绪下受益	20
3.2 军品定价机制改革有望突破，主机厂利润上升空间较大	20
3.2.1 我国目前处在混合定价阶段，成本加成模式仅适用于单一来源采购	20
3.2.2 成本加成模式负向反馈明显，主机厂实际净利润率或已超过 5%	22
3.2.3 不同研制阶段合同有不同的成本核算方式	22
3.2.4 军品定价改革细则前瞻	24
3.3 资产证券化提速，关注资产注入的事件驱动型机会	26
3.4 国企改革全面提速，三批试点依次展开	28
3.5 军民融合为市场化变革之由，军工行业改革的核心	29
4. 投资主线及标的：“白马”为盾，“重组+民参军”为矛	32
4.1 优质主机厂及核心配套企业确定性较强	32
4.1.1 中航光电（002179）：盈利增速有望加快，存量资金博弈下首选白马	32
4.1.2 航天电器（002025）：军用连接器领军者，各项业务稳步增长	33
4.1.3 中航沈飞（600760.SH）：飞机中的战斗机，均衡生产效果显著	34
4.1.4 中航飞机（000768）：中国大飞机梦想的承载者	35
4.1.5 中直股份（600038）：通用型直升机量产在即	36
4.1.6 内蒙一机（600967）：陆军装备的龙头企业，军民业务持续向好	37
4.1.7 中航机电（002013）：航空机电细分领域龙头，航空产品量价齐升	38
4.1.8 卫士通（002268）：布局网安领域全产业链，打造网安国家旗舰	39
4.2 重组标的存在博弈机会	40
4.2.1 国睿科技（600562）：重组整合优质资产，开启资本运营序幕	40
4.2.2 四创电子（600990）：军民业务协同发展，平台地位日益凸显	41
4.3 优质民参军标的业绩有望反转	42
4.3.1 高德红外（002414）：民参军之典范，打造民营军工集团	42
4.3.2 航天彩虹（002389）：军用无人机龙头，未来市场空间广阔	43
5. 风险提示	44

表格目录

表 1: 2018 年各指数涨跌情况	6
表 2: 中美军队信息化程度对比	17
表 3: 我国 C4ISR 系统的现状	17
表 4: 自主可控核心产品发展现状	19
表 5: 我国军品定价经历的几个阶段	20
表 6: 军品采购的主要方式	21
表 7: 部分军工总装类公司利润情况 (截止 2018.11.30)	22
表 8: 我国批产军品计价成本构成	23
表 9: 部分军工总装类公司参考 PE (截止 2018.11.30)	26
表 10: 上市公司对应的科研院所	26
表 11: 部分上市公司背后研究所体量测算&上市公司对应的军工科研院所	29

插图目录

图 1: 2018 年国防军工板块与沪深 300 涨跌幅对比	6
图 2: 年初至今各行业涨跌幅对比	7
图 3: 2008 年-2018 年国防军工行业 PE 变化	7
图 4: 2018 年国防军工行业 (中信军工指数) PE 变化图	8
图 5: 2018 年国防军工行业 (中信军工指数) PB 变化图	8
图 6: 2018 年中证军工指数 PE Band	8
图 7: 国防军工板块近 5 年前三季度营收增长	9
图 8: 国防军工板块近 5 年前三季度归母净利润增长	9
图 9: 中国 2010-2018 年国防预算及增速	10
图 10: 世界主要国家国防开支情况	11
图 11: 美中两国军机数量对比 (架)	13
图 12: 中美舰艇总吨位对比	14
图 13: 中美舰艇平均吨位对比	14
图 14: 美国未来 30 年计划建造各类军舰数量	15
图 15: 中国未来 30 年计划建造各类军舰数量	15
图 16: 美国航母舰载机蒸汽弹射起飞	16
图 17: 中国第一艘国产航母	16
图 18: 2017-2025 年中国国防装备费用及国防信息化占比	18
图 19: 2017-2025 年中国国防信息化开支预测	18
图 20: 芯片自主可控能力发展	19

图 21: 混合定价阶段的重要政策规定	21
图 22: 国际上推进军民融合发展的重大事件	30
图 23: 我国推进军民融合发展的重大事件	31
图 24: 中航光电营业收入及增速 (单位: 亿元)	33
图 25: 中航光电净利润及增速 (单位: 亿元)	33
图 26: 航天电器营业收入及增速 (单位: 亿元)	34
图 27: 航天电器净利润及增速 (单位: 亿元)	34
图 28: 中航沈飞营业收入及增速 (单位: 亿元)	34
图 29: 中航沈飞净利润及增速 (单位: 亿元)	34
图 30: 中航飞机营业收入及增速 (单位: 亿元)	35
图 31: 中航飞机净利润及增速 (单位: 亿元)	35
图 32: 中直股份营业收入及增速 (单位: 亿元)	36
图 33: 中直股份净利润及增速 (单位: 亿元)	36
图 34: 内蒙一机营业收入及增速 (单位: 亿元)	37
图 35: 内蒙一机净利润及增速 (单位: 亿元)	37
图 36: 中航机电营业收入及增速 (单位: 亿元)	38
图 37: 中航机电净利润及增速 (单位: 亿元)	38
图 38: 卫士通营业收入及增速 (单位: 亿元)	39
图 39: 卫士通净利润及增速 (单位: 亿元)	39
图 40: 国睿科技营业收入及增速 (单位: 亿元)	40
图 41: 国睿科技净利润及增速 (单位: 亿元)	40
图 42: 四创电子营业收入及增速 (单位: 亿元)	41
图 43: 四创电子净利润及增速 (单位: 亿元)	41
图 44: 高德红外营业收入及增速 (单位: 亿元)	42
图 45: 高德红外净利润及增速 (单位: 亿元)	42
图 46: 航天彩虹营业收入及增速 (单位: 亿元)	43
图 47: 航天彩虹净利润及增速 (单位: 亿元)	43

1. 板块全年行情回顾

1.1 板块波动较大，实现相对收益

截至2018年12月5日，中信国防军工指数全年下跌21.77%，跑输沪深300指数2.45个百分点，同期上证综指、深证成指、中小板指、创业板指下跌幅度分别为19.88%、28.19%、30.13%和21.16%。

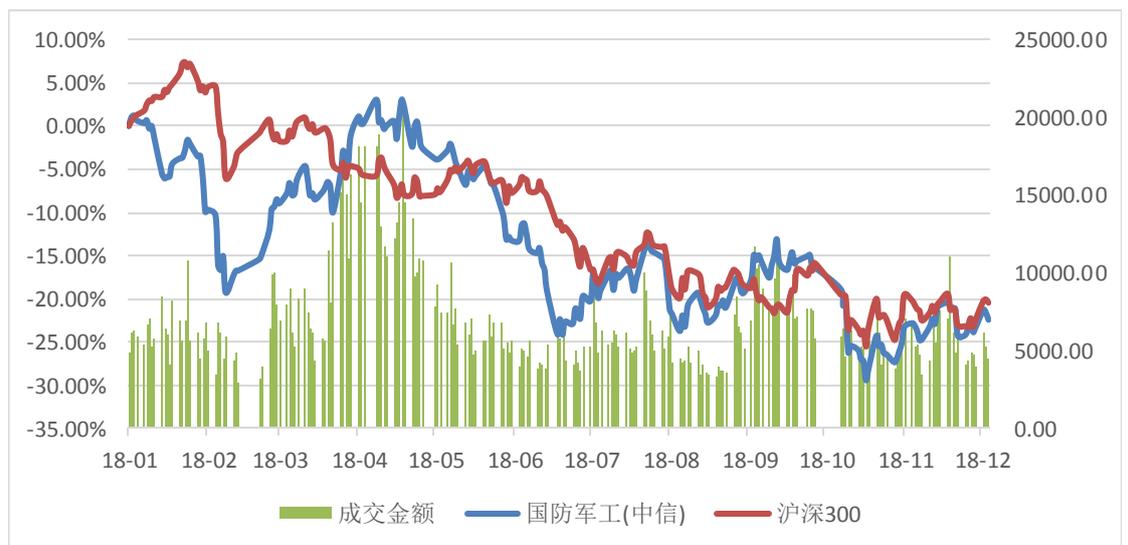
表 1: 2018 年各指数涨跌情况

代码	名称	年涨跌	年涨跌幅
C1005012.WI	中信军工	-1402.88	-21.77
000300.SH	沪深300	-778.85	-19.32
000001.SH	上证综指	-657.37	-19.88
399001.SZ	深证成指	-3111.94	-28.19
399005.SZ	中小板指	-2276.20	-30.13
399006.SZ	创业板指	-370.89	-21.16

资料来源：Wind、东兴证券研究所

军工板块今年以来跑赢大盘，板块波动较大。今年年初至二月，由于市场风险偏好下行，军工板块跑输大盘，同时两只军工分级基金下折，中证军工指数创出阶段性低位；3月初，伴随国防预算增长超预期、军工零部件类企业订单出现显著增长，军工板块触底反弹，同期跑赢大盘；5月开始，随着中兴被美国制裁，中美贸易战逐步升级，军工板块再度探底；下半年军工板块持续震荡，10月份在军工指数大幅下探的情况下达到全年最低点，再度出现两只军工分级基金下折，随后企稳反弹。

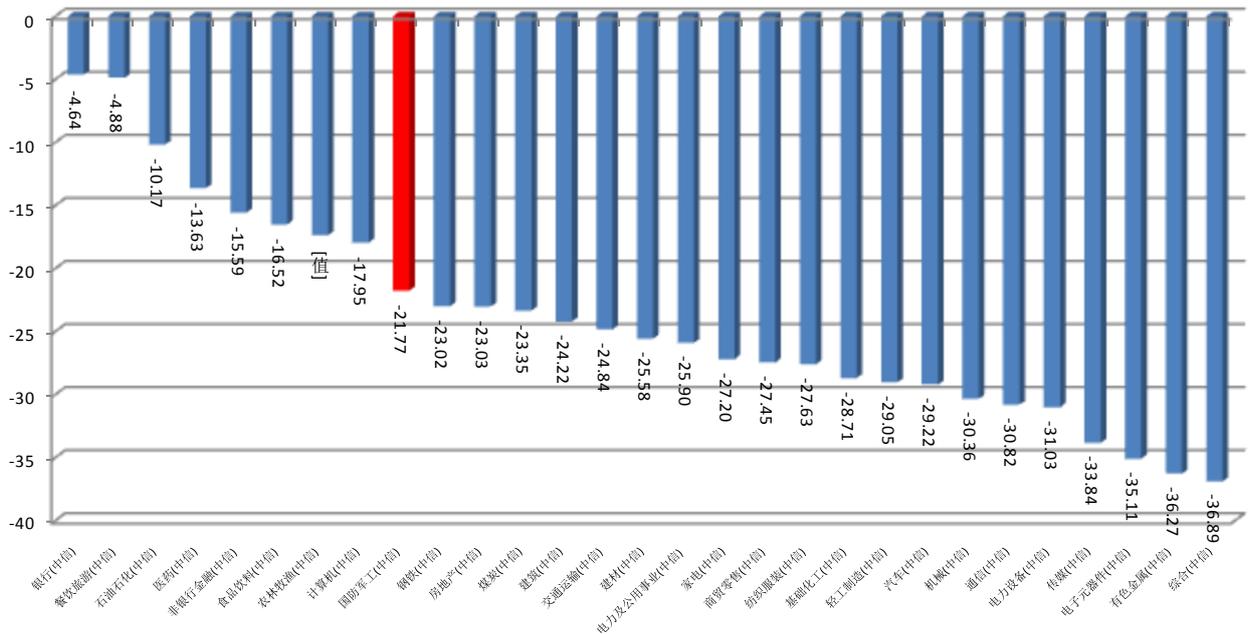
图 1: 2018 年国防军工板块与沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

从全年行业板块走势来看，29 个中信一级行业全部呈下跌趋势，只有银行及餐饮旅游板块下跌幅度小于 5%，其余全部超 10%，其中 7 个板块跌幅更是超过 30%。国防军工板块年初至今累计下跌 21.77%，排名第九，表现好于 2016 年和 2017 年。

图 2：年初至今各行业涨跌幅对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 估值绝对水平较高，位于历史区间中下部

军工板块估值在近三年的调整中逐渐趋于合理，由最高的超过 200 倍下降至 60 倍左右，大致相当于 2014 年左右的水平。目前军工板块整体估值在 58 倍附近，在 29 个中信一级行业中排名最高，虽然绝对值不低，但相对自身历史水平已处于低位，且一些优质个股目前估值已在 30 倍附近。

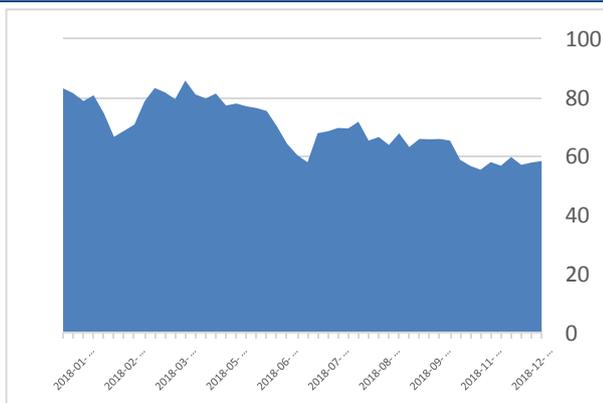
图 3：2008 年-2018 年国防军工行业 PE 变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

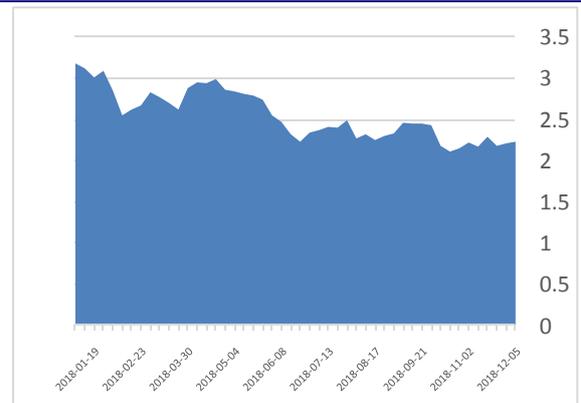
未来两年军工板块会是少有的确定性很强的行业，估值中枢有望上移。一方面，行业订单越来越好。每个五年计划，军工订单往往具备一定周期性，超过 50%的国防装备采购预算在明后两年，鉴于采购预算的严肃性和国防发展的必要性，在“十三五”最后两年国防采购必将提速，同时由于此前军改的影响，大量补偿性订单也有望在后两年释放，军工企业订单将逐渐向好。另一方面，政策改革值得期待。定价方面，军品改革定价细则即将出台，新增“激励（约束）利润”对于新型号的独家总装企业是重大利好，其净利率有望从当前的 4%以下提升至 7%-10%。资产重组方面，2018 年 5 月初 58 所方案成功获批，为其它类似院所改制提供了模式借鉴，标志着生产经营类军工科研院所转制工作开始迈入实施阶段；11 月，国睿科技拟注入三家体外公司，方案和体量超市场预期，或拉开电科类上市公司资本运作的序幕。

图 4：2018 年国防军工行业（中信军工指数）PE 变化图



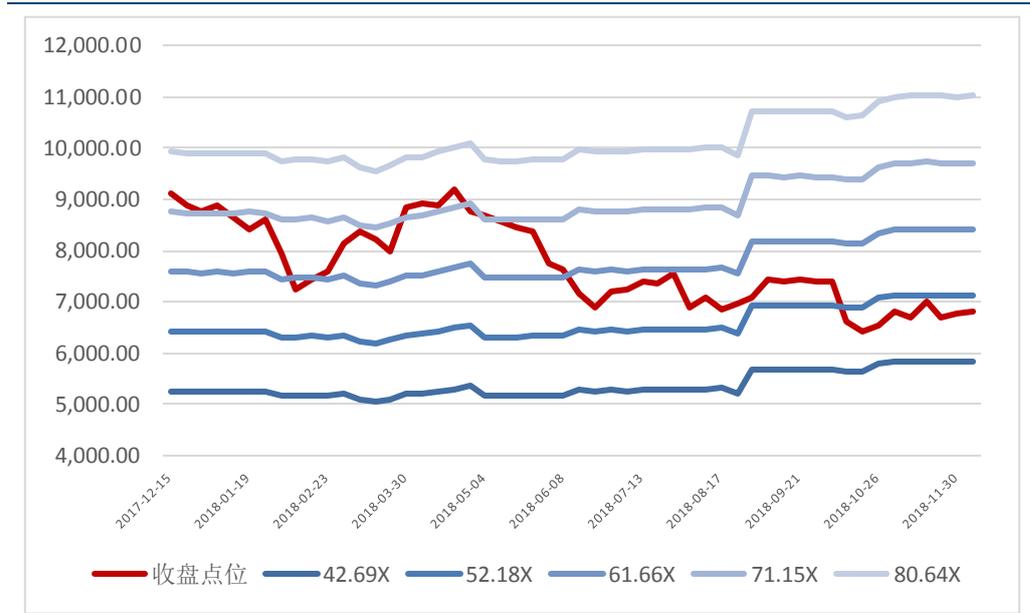
资料来源：东兴证券研究所

图 5：2018 年国防军工行业（中信军工指数）PB 变化图



资料来源：东兴证券研究所

图 6：2018 年中证军工指数 PE Band

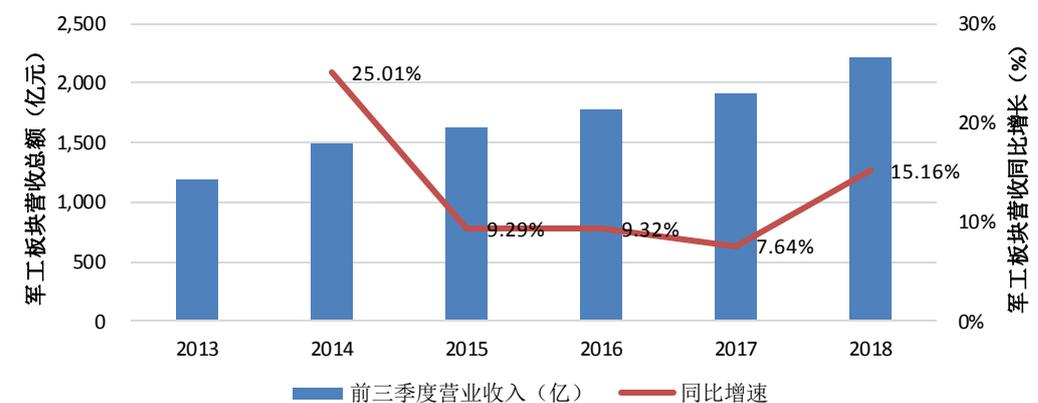


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 三季度报基本面持续好转，利润增速快于营收增速

回调幅度有所收窄，净利润增速快于营收增速。统计 2013-2018 年前三季度中信 61 家上市公司业绩，我们发现营收均实现正增长，归母净利润在 2015 年有明显的下降，在 2017 年没有明显的同比变化，但今年重回增长轨道。2015 年军改对于军工行业订单和收入确认影响较大，目前来看这种不利影响正在逐步消除。2018 年前三季度军工板块实现营业总收入 2211.3 亿元(+15.2%)，实现净利润 85.3 亿元(+17.9%)，营收和净利润增速都快于 2017 年前三季度。

图 7：国防军工板块近 5 年前三季度营收增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：国防军工板块近 5 年前三季度归母净利润增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

航空板块业绩耀眼，零部件公司业绩明显好于中报。在我们重点关注的个股中，航空航天系公司前三季度取得了优异的成绩，而电科系存在明显的业绩下滑。经过统计，航空系净利润同比增长均超过 10%，在所有板块中表现最为抢眼，整机公司继续保持高速增长，上游零部件公司增速业已恢复；航天、兵器类公司增速仍然较快，行业景气度高，全年业绩有保证；航发和船舶类公司开展积极的财务管理，归母净利润增速明显快于营收增速；而电子系的四创电子在报告期内仍处于亏损状态，国睿科技业绩也同比大幅下降，尚未从低谷中恢复过来。上游公司中中航光电、航天电器等三季报业绩回暖，营收、归母净利润同比大幅正增长，说明来自军工下游公司的订单已经消化交付形成业绩。

整体上军工板块重仓持股比例在三季度触底回升，国防军工市值占比持续向好，预示着军工板块基本趋稳进入底部夯实阶段。以全部基金为统计口径，从基金重仓持股的仓位配置来看，2018 年三季度国防军工板块的重仓股持仓比例触底回调至 3.99%，较 2 季度的 3.33% 有所增加，增长了 0.66%，反映市场对国防军工板块的投资偏好程度在三季度有所回升，板块底部已基本夯实。

2. 内部驱动因素：基本面加速向上，装备列装催化业绩改善

2.1 国防预算超预期，军费拐点已至

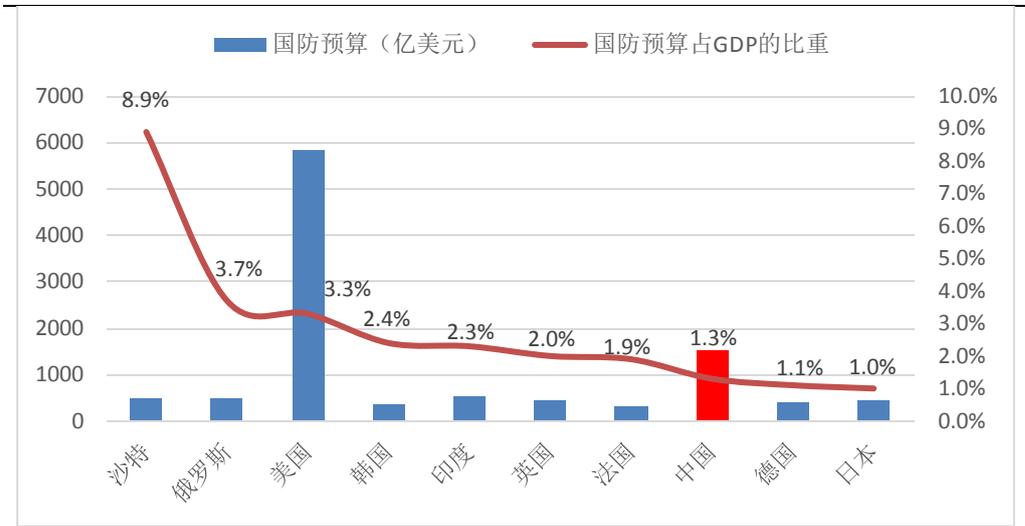
国防预算超出预期，军费增速下降两年后再次提高。根据财政部《关于 2017 年中央和地方预算执行情况与 2018 年中央和地方预算草案的报告》的数据，2018 年，中国国防支出将增长 8.1%，达到 11069.51 亿元人民币，**远超市场预期**。2017 年国防预算支出约为 10443.97 亿元，增长 7%；2016 年中国国防预算支出为 9543.54 亿元，增长 7.6%；2015 年中国国防预算支出为 8868.98 亿元，增长 10.1%。今年军费增速达到 8.1%，是继 2016，2017 年连续两年增速下滑后首次提升。

图 9:中国 2010-2018 年国防预算及增速



资料来源：中国财政部，东兴证券研究所

图 10: 世界主要国家国防开支情况



资料来源：The Military Balance 2017，东兴证券研究所

军改截止年份，军费体量效应凸显。2018 年是本次军改的截止年份，也是各项军队改革的关键之年，步入十三五（2016-2020）中后期，武器装备采购与重点型号研制依然在重点推进。国防预算绝对额很大，体量效应显现。目前军费体量已达 1.1 万亿，对于优质军工上市公司而言，体量增长带来的增幅效应远高于行业平均增幅。

军事经济效益理念得到践行，军费的有效性得到进一步加强。始于 2015 年军队改革和中央高层反腐将促进国家军事力量的快速发展，反映在军费上，我们认为军费的有效性将进一步加强，在本次军改中，压减老旧装备部队，精简机关和非战斗机构人员成为了重点。三个方向都直指军费利用的有效性，换句话说军费未来将重点被用在“提升战斗力”的建设上，各层级对战斗力没有提升价值的费用将被大幅削减；与此同时，中央在全军开展反腐运动，符合国家新军事学说，满足军事定位的武器装备采购有望加速，符合习近平所倡导“军事经济效益”理念，相应装备升级列装速度有望加快。

目前中国国防费用主要由人员生活费、训练维持费和装备费三部分组成，各部分大体各占 1/3，随着裁军的推进，未来训练维持费用和武器装备费用有相对提高的趋势，两者的提高将直接加速武器装备的更新换代，提升军工行业上市公司基本面。

周边环境依然严峻，中美双边关系遇冷，军费增速换挡符合当前局势。中国的快速发展引起了周边国家以及美国的敌视。美国重返亚太，重兵环绕中国周边；南海纷争不断，越南等国一直希望拉美入湾制衡中国，南海地区国家间擦枪走火的风险时刻存在；东海问题时起时伏，日本野心不减，黑手不断；单驻扎在日本横须贺的美军第七舰队就大约拥有 50 至 60 艘军舰、350 架战机，舰队满员编制 6 万人。特朗普上台欲重新塑造美军，打造美军的压倒性领先优势。据新华社报道，一名美国政府官员 9 日披露，美国总统特朗普支持五角大楼所寻求的 2020 财政年度 7500 亿美元国防预算拨款。今年以来外事很不平静，中美贸易战，5G 之争、加拿大非法扣押华为高管，特朗普支持五角大楼 7500 亿国防预算。以美国为首的西方势力抑华企图昭然若揭，对华敌视不断升级，开启军备竞赛的苗头若隐若现。

我国国防预算 GDP 占比较低，未来仍有高速增长的空间。虽然 2018 年我国国防预算已经高达 1.1 万亿元，位居世界第二，增速达到 8.1% 左右。但与其他军事强国相比，2017 年我国国防预算占 GDP 的比重仅为 1.3%，预计 2018 年略有提升亦低于军事强国平均水平，这与我国的经济增长速度和国际地位提升对国防安全的需求匹配失衡。习近平主席于 2016 年 7 月 26 日中央政治局会议上曾强调**要建设同我国国际地位相称、同国家安全和利益相适应的巩固国防和强大军队**。可以预计，我国国防预算在未来仍有高速增长的空间。

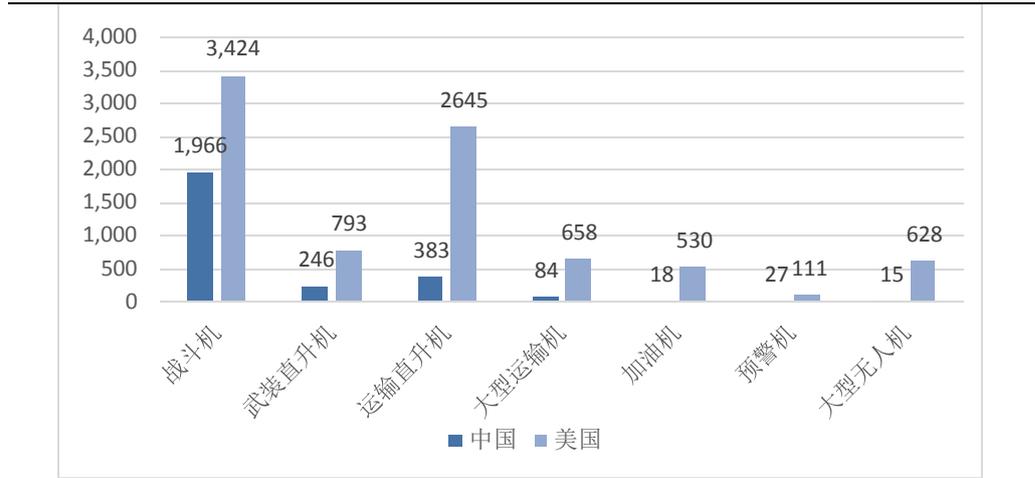
2.2 十三五下半场鸣枪，装备量产将逐步利好行业业绩释放

2.2.1 航空装备迎发展机遇，十三五中后期军机列装有望提速

建成世界一流军队离不开军工的投入，海空天军事装备将加快升级换代。习近平主席在十九大报告中指出，要确保国防和军队建设到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，力争到 2035 年基本实现现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。建成世界一流军队必然的需要对军工行业的大力投入，海空天军事装备将加快升级换代。

新世纪战争形态发生变化，空中力量起主导作用，航空产业或将优先发展。进入 21 世纪后，战争形态已经逐步发生改变，空中力量开始起主导作用。“战略空军”已从最初的战略轰炸机部队发展为一个由多机种组成的全球空中打击力量。全球空中打击力量不止包括“进攻性”机种，也包括“支援型”机种。除战略轰炸机外，预警机、运输机、加油机等战略支援机种也是不可或缺的一员。而且随着多兵种联合作战的发展，“支援型”机种所占的比例不断提升，21 世纪美国发动的几场局部战争中“支援型”机种已经占到军机总规模的 50%-60%。“支援型”机种占军机总规模的比例也成为衡量大空军的重要指标之一。根据《World Air Force 2018》。美国共有军机 8789 架，数量居第一位；中国目前共有军机 2739 架，数量位列全球第三；美国军机数量约为中国的 3.21 倍。战争形态的变化，直接导致了中国军事给与了空军力量越来越多的重视。中国要在达到与国家地位相称的巩固国防，仍然需要大规模的发展空中力量。

图 11: 美中两国军机数量对比 (架)



资料来源: The Military Balance 2018, 东兴证券研究所

中国空军大步阔进, 2020 年基本跨入战略空军门槛。战略空军的定位是指空天一体、攻防兼备、信息火力一体, 能够以空制空、以空制海、以空制地, 全面参与各种作战形式, 能实施远程反应的空中力量。在庆祝人民空军成立 69 周年记者见面会上, 中国空军公布了建设强大的现代化空军路线图。第一步, 到 2020 年基本跨入战略空军门槛, 初步搭建起“空天一体、攻防兼备”战略空军架构, 构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系, 不断增强基于信息系统的体系作战能力。第二步, 在实现 2020 年目标任务的基础上, 进一步构建全新的空军军事力量体系, 推进空军战略能力大幅提升; 再用一段时间, 全面实现空军军事理论、组织形态、军事人员、武器装备现代化, 基本完成空军战略转型, 到 2035 年初步建成现代化战略空军, 具备更高层次的战略能力。第三步, 到本世纪中叶全面建成世界一流战略空军, 成为总体实力能够支撑大国地位和民族复兴的强大空天力量。**到 2020 年, 中国将成为继美俄后, 全球第三个拥有真正意义上的战略空军的国家。**

中国各类机型方面与美国相比还有大幅度的差距。战斗机方面, 由于高性能国产发动机和机电系统的缺失, 中国三代战斗机向四代战斗机过渡无法真正完成。三代机占比或逐步提升, 歼 20、运 20 量产可期: 战斗机方面, 我国空军战斗机目前仍以二、三代机为主, 二代机占比超过 50%, 反观美国, 目前包括 F-15、F-16 在内的三代机占比接近 90%, 包括 F-22、F-35 在内的四代机总量也超过 200 架, 随着四代机歼-20 交付部队, 未来二代机将逐步退出历史舞台, 三代机、四代机占比将逐步提升。

运输机方面, 我国大型运输机与美国大型运输机之间的数量比例关系要更为悬殊, 比例关系接近 1:8, 未来包括运 20 在内的大型运输机有望逐步量产。据美国军事新闻战略网报道, 中国一共制造了 8 架新款运输机, 造价达到 2.5 亿美元。我们认为, 未来运-20 的市场需求量或达数百架, 未来国内市场规模或超 4000 亿元。

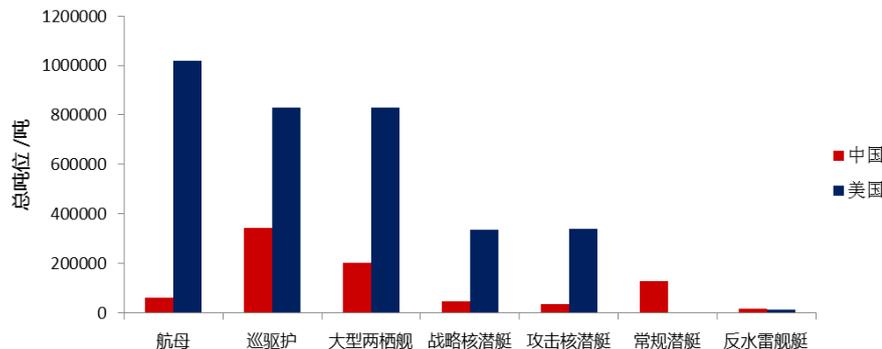
直升机方面, 我国目前已经生产 2 吨级的直-11、4 吨级的直-9 和 13 吨级的直-8, 但在适用范围广泛的 10 吨级直升机领域目前依旧是空白。而从世界角度来看, 美国西科斯基飞机公司制造的 10 吨级黑鹰直升机服役数量接近世界全部服役直升机的 5 分

之 1，其使用的广泛程度可见一斑，我们认为我军最新研制的 10 吨级中型通用直升机直-20 也将和黑鹰直升机所取得成绩一样成为我军陆、海军的主力机型参与各种军事行动，预计需求超过 700 架，按照每架 1.4 亿元的单价估算，仅此一种飞机就能带来超过 900 亿的市场空间。教练机方面，目前我国高级教练机歼教七和教练九为主，且高级教练机占比较小。根据中华网报道，教练-10（即 L15）已服役 3 年，订单为 135 架，未来教练-10 的市场空间巨大。

2.2.2 海军装备关注航母产业链投资机会

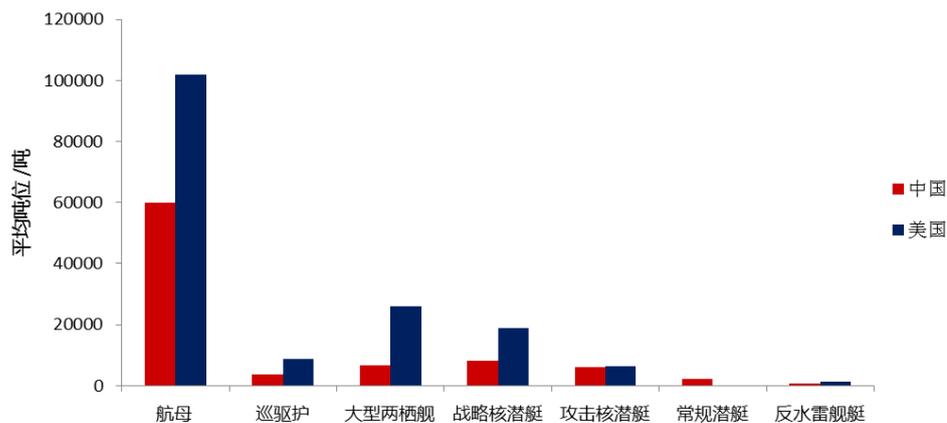
我国海军舰艇吨位与性能上与美国海军差距较大，仍无法正面对抗。我国海军驱逐舰、护卫舰、两栖登陆舰、潜艇与美军数量相当，然而，我国海军同类型舰艇总吨位远不及美国，作战舰艇实力存在较大差距。主力舰艇总吨位、平均吨位远不及美国海军。同类型舰艇对比中，除驱护舰、护卫舰，我国舰艇总吨位不及美国海军舰艇的 1/4，平均吨位仅为其 1/2 左右。中国舰艇偏近海防御，舰艇平均吨位小，且航母、两栖舰、潜艇在数量、性能上与美国差距较大，无法正面对抗。

图 12:中美舰艇总吨位对比



资料来源：简氏年鉴，东兴证券研究所

图 13:中美舰艇平均吨位对比



资料来源：简氏年鉴，东兴证券研究所

我国海军将逐步发展远洋作战能力，提高战略威慑能力。2015 年的《中国的军事战略》中明确海军“按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海

防御与远海护卫型结合转变”，同时此次军改内容也与军事战略相符，要求提高战略威慑能力、提高海上联合作战能力和综合保障能力。因此，我国海军装备必须具备远洋作战能力，整体提升信息化水平，实现海上联合作战。此外，远洋补给、岸上综合保障能力必须配套建设，为前沿作战提供可靠稳定的后勤保障。

参考美军发展经验，未来航母编队建设将是海军装备建设重心。我国要发展蓝水海军，则必须优化当前海军兵力结构，发展大吨位水面舰艇，尤其是航母、驱逐舰、两栖舰等主力战舰。美国方面，川普上台大力发展海军：美军费规模十分庞大，超过了全球的三分之一，据美国国防部公布，美国 2018 年国防预算总额为 6920 亿美元，比 2017 年超出了 1000 亿美金。而按美军惯例，最终的国防预算肯定是要超支的，所以最终的国防费用超过 7000 亿美元是毫无悬念的。近日据外媒透露，美总统特朗普已表示支持五角大楼所寻求的 2020 财政年度 7500 亿美元国防预算拨款。近年来美军军费中海军军费均在 30% 左右。川普上台后更是改变其竞选期间的主张，提出了将美国海军军舰数量由现有的 270 艘提升到 350 艘的海军战略规划，短期目标是 2020 年拥有 308 艘军舰的能力，未来 4 年战舰数量合计增长 14%，**亚太作为世界经济增长新引擎，域内军事力量部署的首选是大概率事件，水域内各国特别是传统大国军事安全压力加大，海军军备竞赛在所难免。**

参考美军未来 30 年海军造舰规划，未来中国航母战斗群将日益壮大。美国海军迎来新一轮造舰高潮，2016 年 5 月 9 日，美国海军学院公布了 2016 年 4 月由美国海军研究局（ONR）向国会提交的 2017 财年美海军未来 30 年造舰计划。根据该计划，2021 年美海军的舰艇数量将达到 308 艘，其中：航空母舰 11 艘，大型水面舰 97 艘，小型水面舰 34 艘，攻击核潜艇 51 艘，巡航导弹潜艇 4 艘，战略核潜艇 14 艘，两栖舰艇 33 艘，作战运输舰 30 艘以及支援舰 34 艘。中国在经济全球化的同时，要建设同我国国际地位相称、同国家安全和利益相适应的巩固国防和强大军队，海军作为全球化最可行性军种，未来三十年将快速发展壮大。我们参考美军未来 30 年海军造舰规划，并作出以下假设：我们假设到 2030 年中国将建设部署 6 个航母战斗群，配套需要建设 23 条攻击性潜艇、7 条战略核潜艇、14 艘两栖登陆船、配套 10 艘作战运输舰和 18 艘火力支援舰、41 艘各型大型水面舰艇和 32 艘小型水面舰艇，按照目前的舰队结构，到 2030 年之前，市场规模规模数千亿元。

图 14: 美国未来 30 年计划建造各类军舰数量

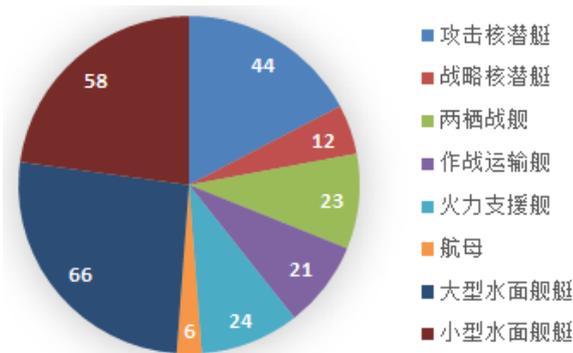
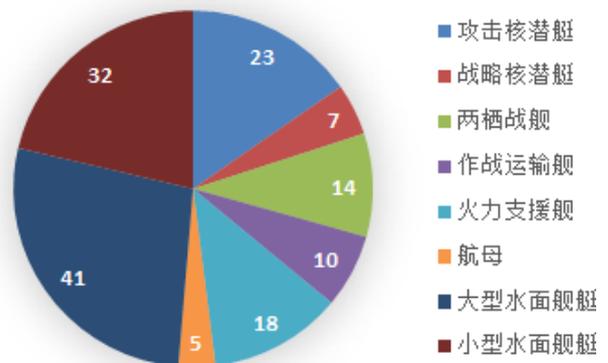


图 15: 中国未来 30 年计划建造各类军舰数量



资料来源：东兴证券研究所

资料来源：东兴证券研究所

2.2.3 舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔

舰载机包括固定翼舰载机及舰载直升机，是航母编队的主要作战力量。航母是舰载机主要平台，按照用途分，航母舰载机一般可分为攻击、防御、救援三类。攻击类主要包括固定翼攻击机、战斗机和电子战机等特种飞机，防御类主要由预警机、反潜机等保障机型组成；救援类一般为救援直升机。以我国第一艘航母辽宁号为例，辽宁舰共配备 24 架歼-15 飞鲨战斗机，10 余架直-18 预警、反潜直升机，以及 2 架直-9 搜救直升机。

美国舰载战斗机数量常年维持在 500 架左右，我军仍有差距。从数量上看，从 2015 年起，美军舰载战斗机 F/A-18 系列数量常年维持在 500 架以上规模，我军舰载战斗机歼-15 当前仅有 20 架左右，数量差距明显；从单艘航母载机量上看，美国现役尼米兹级航母可搭载近百架固定翼战机及 10 架左右直升机，远超我军滑跃起飞航母载机量。从质量上看，据美媒报道，美国海军第一支 F35C 联合攻击中队的 10 架飞机已经完成相关训练并进入了战备状态，未来将于 2021 年部署在美国“卡尔文森”号航母上，而我军四代舰载机尚未完成型号论证工作，与美军相比有较大差距，未来将加速发展。

航母编队建设将是海军装备发展重点。“近海防御+远海护卫”是海军的战略要求，在海军由浅蓝走向深蓝的过程中，航母编队不可或缺。2012 年 9 月，辽宁舰交付海军；2018 年 2 月 27 日，国产核动力航母首获确认，2018 年 11 月已经完成了第三次海试；能以战斗航速为航母提供补给的 901 型综合补给舰已于 2017 年 9 月正式服役；为航母护航的 055 型大型导弹驱逐舰也已于去年 6 月下水，预计将在 2019 年正式服役；航母编队新型护卫舰 054B 也即将开工建设。

航母下水+弹射起飞，双重因素造就舰载机广阔空间。我国综合国力逐渐增强，海外利益逐渐多元化，维持 4 到 6 艘航母同时在役不仅国家利益上需要，经济上也完全无压力。我们预计，未来 10 年将会有 3 到 4 艘航母陆续下水，作为航母主要作战力量，舰载机必将随航母陆续下水而逐步放量；且由于我国在电磁弹射及蒸汽弹射技术上取得持续突破，我们估计第二艘及之后的航母上舰载机将采取弹射起飞方式，提升航母载机数量。

国产航母下水以弹射技术上舰，航母舰载机数量或将飞跃。在弹射技术驱动下，国产航母攻击类战机数量或将达到 60 架左右，防御类固定翼战机数量或将达 10 架，其他反潜救援类直升机数量也将在 10 架左右，载机数量远超辽宁舰。

舰载机市场近百亿美元。若以 0.5 亿美元的三代、三代半战机单价计算，单艘航母所载战机价值量约为 30 亿美元。预计 10 年内我军将有 3 到 4 艘航母下水，带来近 200 架舰载战机需求，相应市场空间近 100 亿美元。随着相关技术的进步，预计后下水航母将采取核动力推进+电磁弹射技术，吨位将接近美军尼米兹级，搭载舰载机数量将更多，舰载机需求得到进一步放大。

图 16: 美国航母舰载机蒸汽弹射起飞

图 17: 中国第一艘国产航母



资料来源：百度图片，东兴证券研究所



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

2.2.4 国防信息化蓄势待飞，贸易战凸显自主可控重要性

实现国防信息化要发展信息化武器装备。军队信息化建设是在信息化战争需求的牵引下，利用信息成果使军队具有实时获取、处理、传输、利用信息，准确攻击目标的能力，最终建成信息化军队的活动。信息化武器装备是指充分运用计算机技术、信息技术、微电子技术等现代高技术，具备信息探测、传输、处理、控制、制导对抗等功能的作战装备和保障装备。信息化装备具有智能化、网络化、一体化的特点。

信息化装备能够大幅提高作战效能。据测算，在信息化战场上，一门既能发射常规炮弹也能发射战役战术导弹的多功能火炮，相当于一个常规榴弹炮兵连的火力打击效果。非信息化部队进行夜战，火炮首发命中率只有 8%，信息化部队火炮的首发命中率则可达 73%。根据美军论证，一支同等规模的机械化部队改装成信息化部队后，战斗力可提高 3 倍以上。

我国武器装备信息化建设处于起步阶段。根据中国产业信息网数据，2010 年，美陆军信息化装备超过装备总量的 50%，海空军装备的信息化程度已达 70% 以上；而我军武器装备信息化水平总体上还处于刚刚起步阶段。

表 2:中美军队信息化程度对比

对比项目	中国	美国
军用卫星数量	20 颗	超过 100 颗
实现陆军数字化时间	预计 2050 年	2010 年
战术电台渗透率	不足 30%	200%
地面战术电台数量	超过 25 万	110 万
陆军信息化装备占比	刚起步	50% (2010 年)
海军信息化装备占比	刚起步	70% (2010 年)

资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

我国在军事信息系统 C4ISR 属于起步阶段。根据英国今日中国防务网站 2007 年 9 月的披露，我国 C4ISR 已经取得一定进展，但仍处于起步阶段。

表 3:我国 C4ISR 系统的现状

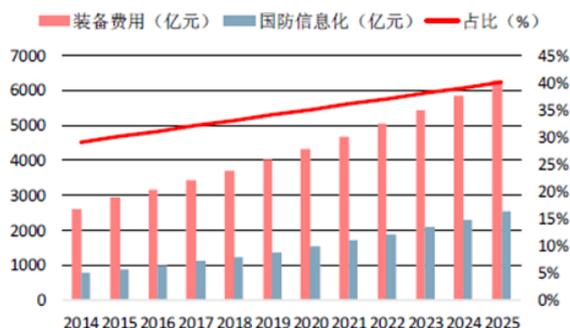
领域	进展
情报、监视和侦察	正在加强其可能的作战区域的战场感知能力，其手段包括地面、空中、海上和空间在内的情报、监视和侦察系统； 包括新的空间系统、机载预警和指挥系统飞机、远程无人机和各种雷达系统，这些装备增强了对东太平洋地区军事目标活动的探测和监视能力。
指挥和控制	已经构建了一个指挥网络，能够上、下传输指令和信息，在国家级和战区级为决策者沟通指挥和传递情报； 这个网络还是被认为落后于能综合和控制复杂的联合军事作战的西方标准化指挥网络。
电子战	己为适应高技术条件下本地战争的需要，实现了主动防御关键组成部分的电子战能力； 正在采办现代化的技术改进其拦截、探测和干扰能力，通过新组建的电子战分队实地试验最新的电子系统和新的作战概念。
信息战	正在积极地探索电子战的理论，并且将逐渐发展一支由“网络士兵”组成的部队，能够做到在涉外网络上一旦出现中国的电讯、指挥和信息网络受到攻击时，起到安全保护的作用。

资料来源：网络资料、东兴证券研究所

2018 年国防信息化开支同比增长近 30%。根据中国产业信息网估算，2018 年美军国防开支达 7000 亿，按照 12% 的 C4ISR 支出预估约为 840 亿美元。预计我国 C4ISR 尚处于高速发展阶段，按照我国 2018 年军费水平，C4ISR 支出占国防预算 12%，保守估计 2018 年我国 C4ISR 相关开支约为 1300 亿元，相比于 2017 年国防信息化开支，增长接近 30%，市场空间广阔，发展迅速。

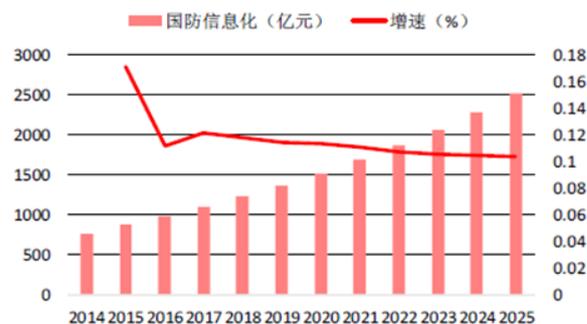
2025 年预计国防信息化开支比例将达 40%。根据中国产业信息网数据，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6284 亿元）比例达到 40%。

图 18:2017-2025 年中国国防装备费用及国防信息化占比



资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

图 19:2017-2025 年中国国防信息化开支预测



资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

国防信息化已经取得阶段性成果。目前我国信息化作战平台升级和信息化弹药研发已经初步完善，战机、无人机、侦察卫星和高精尖陆基基础设施等装备数量不断增加，例如东风-21D“航母杀手”反舰弹道导弹或 J-20 隐形战斗机。我国基础电子元器件

性能有了大幅度提升，核心的军用芯片或器件基本能够实现国产化，比如 CPU、GPU、DSP、FGPA，相控阵 T/R 组件。

国产军用芯片已广泛应用于我军装备。国产 486DX 芯片已装备在国产三代战斗机上面，我国新一代战机的 CPU 性能达到或者超过 F-35 战斗机的 POWERPC G4 处理器的水平；DSP 芯片曾长期依靠进口，目前实现了国产化，例如华睿 1 号和魂芯 1 号已经用于国产雷达、电子战及精确制导武器；SOC 芯片也已经实现国产化，装备在新一代国产空空导弹上面，能够采集弹载制导系统、控制系统信息，进行制导计算，控制导弹飞行。

贸易战凸显自主可控能力重要性。今年 7 月 6 日中美贸易战正式打响，美国对中国。在处理器、存储器等关键元器件由仿制、逆向设计发展到自主研制。我国自行设计多款通用处理器、专用处理器以及 SOC，如 Alpha 架构的申威处理器、SPARC 架构的飞腾处理器、MI-PS 架构的龙芯处理器、与 Xilinx 系列兼容的 DSP 处理器、显控类等专用功能 SOC 等。国内 HKS 系列 SOC 芯片已装备在新一代国产空空导弹上面，用于国产空空导弹任务计算机，芯片主频超过 200MHZ，能够采集弹载制导系统、控制系统信息，进行制导计算，控制导弹飞行。

图 20:芯片自主可控能力发展



资料来源：中国知网，东兴证券研究所

此外还在其他一些芯片，例如数据总线芯片、图形显示芯片、D/A、A/D 等都已经实现国产化，国内相关单位已经形成比较成熟研制能力。

表 4:自主可控核心产品发展现状

类别	现状
电子信息基础产品	实现安全芯片、安全服务器、安全存储、安全终端、安全网络设备，产品主要有龙芯系列处理器、华为、龙芯中科等
多功能一体化探测系统	国际上开始采用高集成度的多功能芯片电路，国内未有成熟产品
通用信息处理平台	雷达信号处理采用 Xilinx 公司的 FPGA，数据处理采用 MPC 8640D 处理器

资料来源：中国知网，东兴证券研究所

3. 外部驱动因素：政策或进入密集落地期，行业配置价值提升

3.1 中美战略博弈加剧，新冷战情绪下受益

中美贸易战停战 90 天，紧张氛围有所趋缓。2018 年 12 月 1 日，国家主席习近平应邀同美国总统特朗普在阿根廷布宜诺斯艾利斯共进晚餐，举行会晤。两国元首达成共识，同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系，停止加征新的关税，并指示两国经济团队加紧磋商，朝着取消所有加征关税的方向，达成互利双赢的具体协议。但是中美并没有发表联合声明，美方声明表示，双方同意在 90 天的时间内努力达成协议，若未能达成协议，则仍然加征关税。此举将美国原定于 19 年 1 月 1 日开始实行的对 2000 亿美元中国产品关税从 10% 提高到 25% 的举措推迟了两个月。由于特朗普惯用“两面性”手法来获得更多的国家利益，容易导致中美关系出现不同程度的波动。

中美贸易摩擦可以管控，但难消除，“紧张”的军事、外交、经贸关系是军工催化剂。中美贸易摩擦是中美两国产业结构由互补到竞争的表现，也是美国精英层面计划对中国的战略遏制，短期或难以消除。而军工行业天生偏爱紧张，包括军事、外交，甚至经贸带来的不确定性也凸显了军工行业的稳定。明年两会或许会带给军工行情的小高潮，而明年又是建国 70 周年，相信军工板块应该不乏催化事件。

在当前经济和外部形势下，军具有明显抗周期性。2018 年中报显示，核心军工公司业绩显著增长，创历史最佳水平。在当前时点，行业景气度未来抬升预期较强，PE 有望随着预期的抬高而得到提振，而上市公司半年报业绩无论同比还是环比改善都较为明显，军工股有望迎来估值和业绩的双倍数效应。

军工的“确定性”相对其他行业具备比较优势。当前，部分行业受社保、税收、股权质押和商誉减值的影响，存在不同程度的景气度高点回落的担忧。而国防军工行业基本面相对稳定，与宏观经济的关联性较小，受到市场冲击有限。向下有订单业绩支撑，向上有政策改革期待，军工股的整体估值向下空间有限，向上弹性巨大。

3.2 军品定价机制改革有望突破，主机厂利润上升空间较大

3.2.1 我国目前处在混合定价阶段，成本加成模式仅适用于单一来源采购

建国以来，我国军品定价主要经历了 4 个阶段，无偿划拨供给阶段、实报实销阶段、计划成本加 5% 利润阶段，以及混合合同定价阶段。我国目前处在混合定价阶段，在逐步引入市场竞争导向定价，但对于单一来源采购仍采取计价成本加成方式。

表 5：我国军品定价经历的几个阶段

年份	阶段	说明
1949-1953	无偿划拨供给阶段	工企业按照国家的指令组织生产，所需费用和原材料由国家直接调拨，产品不计算成本和价格，不计算企业盈亏，生产出来的武器装备无偿给军队使用。
1953-1956	实报实销阶段	装备科研生产实行实际成本加 5% 利润的定价方法，即单位价格=实际成本 \times (1+5%)。

1956-1978	计划成本加 5% 利润阶段	根据计划成本加成定价，即单位价格=计划成本×(1+5%)，计划成本由一系列会计科目构成。
1978-至今	混合合同定价阶段	以计价成本加成方式定价，并逐步引入市场竞争导向的定价方式。

资料来源：中国知网、东兴证券研究所

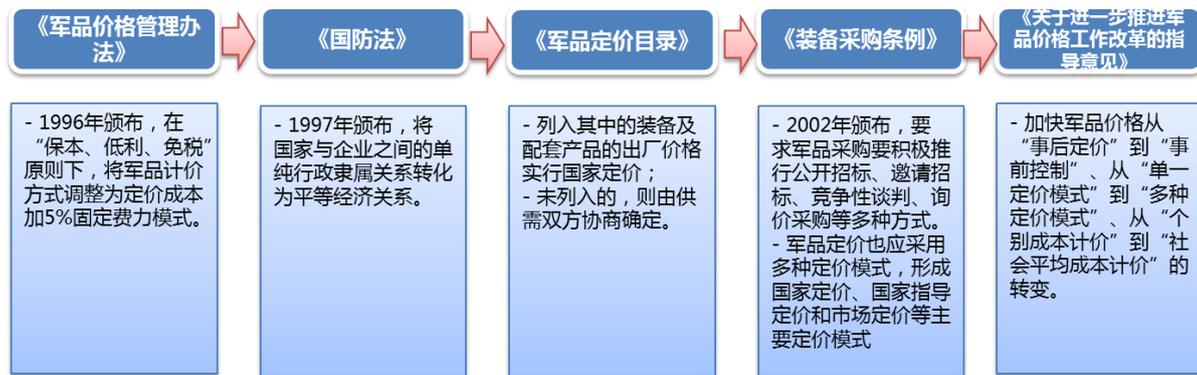
根据 2002 年版《中国人民解放军装备采购条例》，装备采购方式分为公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源、询价采购及总装备部认可的其他装备采购方式等 6 种。对单一来源的采购合同，我国目前采用的是成本加成定价法，在计价成本的基础上加成 5% 的固定利润。

表 6: 军品采购的主要方式

方式	说明	使用
公开招标	以公开方式邀请不特定的承制单位投标的采购方式	对那些采购金额达到一定的限度以上、通用性强的非保密项目。
邀请招标	以投标邀请书的方式邀请两个以上的承制单位投标的采购方式	适用于采购金额达到一定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目： (1)涉及国家和军队安全、有保密要求不适宜公开招标采购的； (2)采用公开招标方式所需时间无法满足需要的； (3)采用公开招标方式的费用占装备采购项目总价值的比例过大的。
竞争性谈判	直接邀请两个以上的承制单位就采购事宜进行谈判的采购方式	适用于采购金额达到一定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目： (1)招标后没有承制单位投标或者没有合格标的； (2)采用招标方式所需时间无法满足要求的； (3)因技术复杂或者性质特殊，不能确定详细规格或者具体要求的； (4)不能事先计算出价格总额的。
单一来源	向独家承制单位采购并对装备状态、价格进行协商的采购方式	适用于下列情形之一的装备采购项目： (1)只能从惟一装备承制单位采购的； (2)在紧急情况下不能从其他装备承制单位采购的； (3)为保证原有装备采购项目的一致性或者服务配套的要求，必须继续从原装备承制单位采购的。
询价	对三家以上的承制单位提供的报价进行比较，以符合采购需求且报价最低的原则，确定承制单位的采购方式	适用于采购金额在规定的限额标准以下、通用性强不需要保密，且符合下列情形之一的装备采购项目： (1)通用性强，规格、标准统一，货源充足的； (2)价格变化幅度较小的。

资料来源：中国知网、东兴证券研究所

图 21: 混合定价阶段的重要政策规定



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

3.2.2 成本加成模式负向反馈明显，主机厂实际净利润率或已超过 5%

由于单一来源军品定价是建立在计价成本加成基础上，因此计价成本的高低直接决定了利润的多少，考虑到“军品价格=定价成本+定价成本*5%”，理论上企业多报成本则获利越大，企业没有动力降低成本，成本加成模式这种负向反馈机制亟待改革。

军工企业上报成本中或已含预研成本及批产（制造）成本，总装企业实际净利润率或已超过 5%。科研价格即国防科研试制费，制订依据是 1995 年国防科工委和财政部下发的 1765 号《国防科研项目计价管理办法》。根据 2006 年总装备部和财政部下发的《国防科研试制费管理规定》，预研成本包括设计费、材料费、外协费、专用费、试验费、固定资产使用费、工资费、管理费。而军品价格即批产价格，制订依据是 1996 年原国家计委、财政部、原总参谋部联合下发的 108 号《军品价格管理办法》。主要包括直接材料、直接工资、制造费用，军品专项费和期间费用（管理费用、财务费用等）。以上费用都可记为成本，并由企业上报军方负责审核和承担。可见，总装类企业报表上的净利润率水平并非实际水平，理论上净利润率有一定提升空间。

表 7：部分军工总装类公司利润情况（截止 2018.11.30）

公司	销售净利率 (15 年年 报) %	销售净利率 (16 年年 报) %	销售净利率 (17 年年 报) %	PE (TTM)
中航飞机	1.9103	1.7418	1.5263	71.9651
中直股份	3.4867	3.5106	3.7797	47.7362
内蒙一机	-2.2692	4.9320	4.3984	35.8637
中航沈飞	-19.9947	1.6878	3.6155	42.8700
航发动力	4.5821	4.1229	4.1469	42.4117

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.2.3 不同研制阶段合同有不同的成本核算方式

军方在不同的任务阶段与承制商签订合同，包括预研阶段、型号研制阶段和批产阶段的合同，不同研制阶段的合同有不同的成本核算方式。

1) 预研阶段：预研当成是新产品的研发投入，以成本价格签订合同，并没有收益。

预研产品的合同价款只包括计价成本部分，涵盖从方案论证到设计定型阶段所发生的 8 项费用，包括设计费、材料费、外协费、专用费、试验费、固定资产使用费、工资费、管理费。由于预研产品的技术不确定性比较高，预研计价成本计算准确性较低。

2) 型号研制阶段：军品价格=计价成本+收益+不可预见费用。

型号产品的合同价款由计价成本、收益和不可预见费三部分组成。型号产品的技术状态相对比较稳定，成本计算比较准确，也是该产品装备采购定价的重要依据。

- ◆ 计价成本与预研阶段相同，同样是那 8 项费用；
- ◆ 收益按计价成本扣除外购成品附件费、外购样品样机费、专用设备仪器费后的 5% 计算；
- ◆ 型号研制时，有可能存在技术方面的不确定性，需要更多投入而预留部分费用，作为不可预见费。

3) 批产阶段：军品价格=制造成本+期间费用+利润。

批产阶段的合同价款由制造成本、期间费用和利润构成，批产产品的技术状态已稳定，尽管随着时间的推移有些原材料、器件和人员费会提高，军方也很少调整批产产品的价格。

- ◆ 制造成本=直接材料费用+直接工资费用+制造费用+军品专项费用；
- ◆ 期间费用=管理费用+财务费用；
- ◆ 利润按照计价成本（制造成本+期间费用）的 5% 计算。

表 8：我国批产军品计价成本构成

大类	构成	说明
	直接材料费用	包括产品生产过程中消耗的原材料费用、外协费用、外购成件费用、燃料动力费用等
	直接工资	从事装备生产人员的工资、奖金、津贴、补贴以及福利费用
	制造费用	指企业各生产单位（如生产车间）为组织和管理生产而发生的各项间接费用
制造成本		A. 外购专用原材料、元器件，由于订货起点和质量筛选等有关生产技术条件限制所发生的扣除预计残值后的净损失费用
		B. 装备在生产中进行各种性能、寿命和破坏试验以及试飞打靶等定期所发生的扣除预计残值后的净损失费用
	军品专项费用	C. 原材料、外购件等入库和装备生产中必须的各种理化试验、测试试验及工艺试验等所需费用
		D. 在现有装备生产图纸要求和生产技术条件以外，为满足装备订货的需要，邀请有关单位进行的生产技术服务费用

		E.装备生产专用工艺装备及其备用件和装备生产必须额单台价值在 5 万元以下的零星仪器设备购置费用
		F.装备油封、包装、运输、售后服务以及按技术条件规定的交付状态必要的有关工具、测试设备、备件和资料等费用
		G.工装费、会议费和专家咨询费等军品生产定型费用扣除工装费 50%后的费用、复产鉴定费用以及专项战略武器的试生产等一次性专用费用
		H.国家规定的其他装备专项费用
期间费用	管理费用	是指承制单位行政管理部门为管理和组织经营活动的各项费用
	财务费用	是指承制单位为筹集资金而发生的各项费用

资料来源：网络资料、东兴证券研究所

3.2.4 军品定价改革细则前瞻

1) 激励约束定价机制从提出到细化

2011年3月，国家发改委、财政部、总装备部联合下发了《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》，对军品价格工作改革给出了方向性的规划。文件提出了“单一定价模式”向“多种定价模式”转变，实施武器装备分类定价；同时“事后定价”向“事前控制”转变，开展面向研制全过程价格管理。根据《浅议军品价格工作改革》，“装备定型和批量采购阶段实施激励约束定价。装备定型后，军队组织装备审价，对不同产品实行差别利润率，和承制单位协商确认成本价格方案，与购置目标价格对比分析，对差异部分按适当比例增加或扣减。使军品价格体现不同武器装备特有的内在价值，激励承制单位技术创新，降低成本，提高效率。”

2013年9月，总装综合计划部发布《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）》，规范和细化购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价等三个方面的工作内容。

2) 激励约束定价前瞻及测算

激励约束定价方式或分为三种：军品定价改革方向是研发全过程的定价管理，其中对军工企业盈利能力影响最直接的，是激励机制的设置。参考美军的激励约束机制，我国也可能会有三类，成本激励约束定价、技术约束激励定价，以及进度约束激励定价。军方可以综合考虑三种激励约束因素的影响，进行加权得出武器装备的全部激励约束收益。

- ◆ 成本激励约束定价：例如给定目标成本的保险加激励定价，以回报率为基础，其首要功能是保险，次要功能是激励；再例如，给定成本上限的激励加保险定价，引入利润共享、成本共担的混合激励方式。
- ◆ 技术激励约束定价：对于特别重要武器装备的研制合同和生产合同，可以采用技术激励约束定价。在对装备利润进行分析时，承制商因履行合同而带来的风险需要以利润的形式给予一定的经济补偿。承制商履约合同风险有技术风险、管理风险和成本控制风险等等，其中补偿技术风险的利润最高。

- ◆ 进度激励约束定价：例如，军方可以根据承制商的“遵守计划进度情况”、“对预期的进度推迟所采取措施”、“计划维持情况”等进行激励约束定价。

3) 激励约束定价详细测算

根据《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）》，激励约束定价是按照购置目标价格实现情况，以差异定价利润形式，对装备成本控制进行激励与约束的装备定价模式。主要包括定价成本审核与评估、激励约束利润计算与分配、价格方案评审与报批等工作。

价格方案为定价成本、目标利润（5%目标成本）、激励（约束）利润三者之和，计算公式为：

4) 装备价格=定价成本+5%*目标成本+激励（约束）利润

按照定价成本较目标成本节约（超支）情况，计算激励（约束）利润，一般情况下，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：

1. 定价成本 $\geq 107.14\% \times$ 目标成本时，激励约束利润 = $-5\% \times$ 目标成本。

举例来说，假设定价成本=110%*目标成本，则装备价格=110%*目标成本+5%*目标成本-5%*目标成本=110%*目标成本，利润率=0（理论上不会为零，承制单位或承担超支部分的 70%，军方承担 30%）

2. 当 $107.14\% \times$ 目标成本 $>$ 定价成本 $> 92.86\% \times$ 目标成本时，激励约束利润 = $70\% \times$ （目标成本-定价成本）

举例来说，假设定价成本=98% \times 目标成本，则装备价格=98% \times 目标成本 +5% \times 目标成本 +70% \times 目标成本 \times 2% =104.4%目标成本，利润率=（5%+1.4%）/104.4%=6.13%

3. 当定价成本 $\leq 92.86\% \times$ 目标成本时，激励（约束）利润 = $5\% \times$ 目标成本

举例来说，假设定价成本=90% \times 目标成本，则装备价格=90% \times 目标成本 +5% \times 目标成本+5% \times 目标成本 =100% \times 目标成本，利润率=（5%+5%）/100%=10%

可见，企业降低成本，总体利润率有望提高，不过考虑到定价成本降到一定程度时，利润的绝对额和目标成本正相关，利润的绝对额或不再增加。

5) 投资建议：建议重点配置军工主机类公司

我们认为军品定价改革将使总装类公司最受益。

- ◆ 军方通过单一来源合同订购总装类公司的绝大多数军品，严格执行成本加成定价和审价。改革后设定的激励机制，总装类公司应容易收益，以促使总装类公司未来降低成本、提升效率和质量、缩短生产周期。

- ◆ 分系统公司产品主要是给总装类公司配套，定价本来就较为灵活，也有一部分军品是军方直接采购作为备件的，但相比数量有限。

因为有军品定价改革预期溢价，总装类公司高估值有其合理性。军品定价改革的直接效果是军工企业潜在盈利能力的释放，潜在盈利能力可以参考国外军工企业 5%-10% 净利率水平。我们选取了 5 家总装类公司，用 5%-10% 净利率水平重新估值，并给出投资分析。

这种估值方法直接依据各公司营业收入，拉平了各个公司的管理效率、不同产品的利润水平，给出备考 PE。备考 PE 对于单个公司的估值误差较大，但对于总装类军工企业有衡量价值，固定利润限制因素消除后，按照现阶段股价，行业的备考 PE 水平处在 50 倍以下。

表 9: 部分军工总装类公司备考 PE (截止 2018.11.30)

公司	股价	PE (TTM)	总股本 (亿股)	2017 年营业收入 (亿元)	按 5% 净利率	按 7% 净利率	按 10% 净利率
					重新计算的 PE	重新计算的 PE	重新计算的 PE
中航飞机	14.99	71.96	27.69	310.79	26.71	19.08	13.35
中直股份	39.70	47.74	5.89	120.48	38.85	27.75	19.42
内蒙一机	11.76	35.86	7.17	119.67	14.09	10.07	7.05
航发动力	23.48	42.41	19.49	225.55	40.57	28.98	20.29
中航沈飞	32.41	42.87	5.22	194.59	17.38	12.42	8.69

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

军工总装类公司产品多是通过单一来源合同定价，改革后将理顺价格形成机制和成本费用归集制度，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。**重点推荐：中航沈飞、中航飞机、中直股份和内蒙一机。**

3.3 资产证券化提速，关注资产注入的事件驱性型机会

军工资产证券化是军工混改的重要一环。资本运作能够帮助军工行业上市公司在短时间内改变企业的业务规模和基本面的变化，业绩和估值的弹性更大。目前中航工业集团、中船重工集团、兵器装备集团资产证券化率较高，而中电科、航天系和兵器工业集团的资产证券化率较低。

军工央企成员单位分企业和事业两种属性。涉及到资产注入的军工企业主要为军工央企和军工地方国企，目前军工集团控股的上市公司已经达到 80 余家。军工央企多由原国家部委逐步演变而来，其下属研究所仍保留事业编制，而军工厂历经多次国企改革后绝大部分已完全转变为真正企业即完全自负盈亏，无国家事业费投入。由于研究所涉及武器系统总体设计、分系统设计及制造等多个核心环节，技术门槛高、垄断属性强，目前军工央企绝大部分优质军品资产存在于研究所体内。受限于“事业编”身份，军工研究所优质军品资产目前尚难以实现整体上市。

表 10: 上市公司对应的科研院所

股票简称	对应的军工科研院所	科研院所主营军品业务
------	-----------	------------

中航飞机	中航工业 603、605 所	轰炸机、运输机、特种飞机设计
航发动力	中航天发动机研究院（606、608、624、649 所）	航空发动机和燃气轮机设计研制
中直股份	中航工业 602 所	直升机型号研制和技术预先研究
成飞集成	中航工业 601、611、612、648 所	歼击机、空空导弹设计
中航电子	中航工业 607、613、615、618、631 所	航空电子系统研制
中航机电	中航工业 609、610 所	机载设备研制
航发控制	中航工业 614 所	发动机控制系统
南通科技	中航高科技发展有限公司（301、303、304、621、623、625、626、627、633、634、637 所）	航空气动、强度、材料、制造、标准、计量、测试和信息化等
中国卫星	航天科技五院及下属 12 家研究所	卫星研制、载人飞船
航天动力	航天科技六院及下属 6 家研究所	火箭主动力系统、轨姿控动力系统及空间飞行器推进系统
航天机电	航天科技八院及下属 11 家研究所	战术导弹、运载火箭、应用卫星、载人航天、深空探测
航天电子	航天科技九院及下属 4 家研究所	微电子与计算机、惯性导航、遥测遥控
航天长峰	航天科工二院及下属 10 家研究所	地(舰)空导弹、潜地战略导弹、陆基机动战略导弹
航天科技	航天科工三院及下属 6 家研究所	飞航导弹、无人机
航天晨光	航天科工四院及下属 1 家研究所	地对地导弹系统、专用车
光电股份	中国兵器 205 所	光电系统、光电基础器件、光学材料
中国重工	中船重工下属 20 多家研究院所	舰船设计、舰载武器、舰载分系统等
风帆股份	中船重工 703、704、711、712、719 所	船用燃气动力、蒸汽动力、船舶辅机电设备、船用柴油机、舰船电力推进装置、船舶核动力装置研发
杰赛科技	中国电科 7 所	移动通信系统、通信网络规划、云计算应用、印制电路板、物联网技术研究
国睿科技	中国电科 14 所	雷达、通讯、信息系统、电子对抗等
太极股份	中国电科 15 所	信息化顶层设计、软件研发、计算机产品研发、系统综合集成
卫士通	中国电科 30 所	信息安全、保密通信、重大系统工程
华东电脑	中国电科 32 所	基础软件、关键芯片、军用计算机系统、软件工程
四创电子	中国电科 38 所	雷达综合电子信息系统工程
海康威视	中国电科 52 所	计算机信息存储技术

资料来源：东兴证券研究所

军工央企资产注入进展取决于以下两个方面。**第一，研究所改制进展。**军工科研院所改制是军工改革的深水区，制约着军工集团资产证券化的提升。目前科研院所改制由于面临诸多问题，近年来并没有实质性进展，只有中船重工集团在风帆股份的资本运作中对五家研究所的经营性资产进行有益的尝试。**我们认为未来一年事业单位改制在政策方面或将取得一定突破。**

第二，大股东对于资产证券化的诉求。管理层资本运作的动力也是决定军工资产注入的重要因素，国资委和中央军委对于公司管理层的考核指标往往是业绩情况和武器装备研制的进展，**导致许多公司宁可专心搞科研生产也不愿意搞资本运作。**

国睿科技在今年 11 月份批准了资产注入方案，拟注入三家公司资产，其中主体是国睿防务，主营外贸型号雷达。该资产注入方案超出市场预期，规模和体量较大，体现了电科系资本运作的积极态度，对军工板块也将产生明显的提振。国睿目前市值 82 亿，重组收购 62 亿资产，配套融资 6 亿元，相当于现有市值 150 亿。根据业绩承诺，如重组完成我们预计 2019 年国睿科技净利润在 5 亿元以上（现有业务 1.5 亿+注入资产 3.5 亿），经予 40 倍 PE，合理市值 200 亿。股价涨幅空间 30%左右。**这是国睿科技第一次收购大股东 14 所资产，相信 2-3 年内还会有陆续注入。**

洪都航空在今年 11 月份也进行了资产置换，将亏损业务置换出去，轻装上阵。洪都航空突破以往发行股份购买资产的方式，采用资产置换的形式，这是大股东对上市公司实实在在的输血。

目前，大部分军工上市公司股价处于历史低位，这为大股东开展资本运作提供了较好的腾挪空间。

3.4 国企改革全面提速，三批试点依次展开

国家发改委在今年 4 月份发布消息称，**国企混改已推出三批试点，涉及电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大重要领域，引导民资外资推动国企改革纵深推进。**按照完善企业法人治理结构、健全企业激励约束机制、提升企业核心竞争力的顺序分步骤逐步推进国企改革。

国企改革动作密集，高度重视下一年的改革突破窗口期。今年以来军工国企改革进展颇多，两船合并预期升温、兵装 58 所改制方案获批、中航机电系统公司与航电系统公司合并等，都充分说明了国企改革仍在持续推进中，下半年有望步入国企改革多线突破的重要窗口期。

两船合并预期升温，或将强化国企改革和军工资产证券化预期。2018 年 3 月 31 日，新浪援引彭博社消息称，中国国务院原则上批复中船集团与中船重工集团合并，彭博称，这两家公司的合计营收至少为 5080 亿元人民币。今年是改革年，南北船一旦合并将强化国企改革和军工资产证券化预期。

兵装 58 所改制方案获批，打响军工院所转企改制第一枪，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，《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》的印发标志着首批 41 家军工科研院所转制工作正式启动，按计划，截至今年底要完成首批 41 家军工研究所改制。“十三五”期间要完成 160-200 家研究所改制转企。随着“十三五”进入后半程，我们认为后续院所改制、资产证券化及其他军工领域国企改革将逐步加快。

2018 年 5 月 6 日，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联合印发《关于中国兵器装备集团自

自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，批复原则上同意兵器装备自动化研究所（兵装 58 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。

科研院所是军工领域较为优质的资产，研究所改制为军工优质资产注入扫清了障碍。研究院掌握着各领域最前沿、最核心的技术，在人才资源上聚集了行业最顶尖的技术专家。研究院所有着轻资产、盈利能力强等优势，而各兵工厂则是重资产、盈利能力差的代表。目前来看，各院所属上市公司主营业务大多为非核心军品或民品，市场进入门槛不高，行业竞争处于红海状态且公司竞争优势不明显，未来盈利能力较强的研究所类资产如能实现资产证券化，将大大改善上市公司盈利能力与竞争格局

表 11: 部分上市公司背后研究所体量测算&上市公司对应的军工科研院所

公司名称	公司属性	净利润测算
国睿科技	央企	背靠中电科 14 所，14 所 16 年净利润 13 亿元。
四创电子	央企	背靠中电科 38 所，净利润超 3 亿元，2-3 倍于上市公司。
航天科技	央企	三院资产整合平台，第三总体设计部等其他研究所资产，三院净利润约为上市公司 3040 倍。
航天机电	央企	八院星、箭、弹、船资产注入平台，体外众多院属研究所优质资产，八院净利润约为上市公司 15 倍。
中航电子	央企	航电资产整合平台，体外包括 607、613、615、618、631 所资产，净利润约为上市公司 4 倍。
中航机电	央企	机电系统整合平台，体外包括 609 所、610 所资产，609、610 研究所 16 年净利润 或超 5 亿元。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

资本市场为军工国企改革定价，市值重要性凸显。美国军工企业经过大规模重组后，将资金用于扶植少数实力最强的企业，形成代表美国国家水平的军工集团，以保持美国在军事技术上的霸主和头号军火商地位。预计下一步我国军工央企将进行“资产合并同类项”式的重组，以打造跨军种、跨平台的军事体系服务供应商，最终实现“一份投入、两份产出”的军民融合深度发展。围绕资本市场展开重组，这是保证国企改革规范有序公平公正的最佳途径，其核心支撑是资本市场的定价功能。在军工集团将要铺开的资产合并同类项过程中，上市公司的市值将成为定价的最好依据，并将在很大程度上决定资产整合的主导权和话语权。**军工企业不但可以通过资本运作增加有效供给以及提升创新成果转化率，更可以通过员工持股、股权激励等制度改革来提升企业经营效率。**

3.5 军民融合为市场化变革之由，军工行业改革的核心

技术的发展一般都是从军用扩展到民用。因为军事对国家政治和国际安全形势具有高度敏感性，所以军用技术具有高机密性的特点，同时又集高精度与高难度为一体，具体表现在设计研发难度大，生产技术要求高。所以技术的突破往往是在军事领域发生。随着社会生产力的逐步提高，民用企业技术和生产水平提高，所以这部分技术逐渐转向民用，促进民用产业技术升级。国际先进转包民品项目可以有效提升企业的技术实力和生产水平，尤其是产品可靠性方面的提高至关重要。

通过军转民，对民品项目的投入实际上也促进了军品的发展，以民养军，军民融合。首先，民品项目为军品项目额外训练储备了大量的有经验的技术工人，这是在战时难以短期培养的；其次，通过大量民品项目，企业效益提高，除补贴军品研制项目经费

外，职工收入也会水涨船高，有助于稳定人心，增强干劲，有效阻止高端技术人才外流。

各国对于军民融合的发展路径不一，中国可以参考借鉴。军民融合的核心逻辑是军事引导下的科技创新。从国家创新体系的高度推进军民融合是世界主要国家采取的共同发展战略和政策取向。世界主要国家根据国际环境和本国国情采取了不同的发展路径，主要模式有美英等国的“军民一体化”、日本的“以民掩军”、俄罗斯的“先军后民”和以色列的“以军带民”。

图 22: 国际上推进军民融合发展的重大事件

英美 “军民一体化”	<ul style="list-style-type: none"> •通过国家颁布和制定法规政策以及军政部门的协作促进军民融合 •实施和管理军民融合的科技计划 •培育开放型产业链和军民结合型创新主体
日本 “以军掩民”	<ul style="list-style-type: none"> •高度集中的管理体制与政、军、民相结合的决策运行机制 •发展两用技术，扩大民品生产 •对可生产军品的民间企业优惠扶持
俄罗斯 “先军后民”	<ul style="list-style-type: none"> •出台政策力促军工企业“军转民” •充分利用国防工业的军民两用技术 •加强军民两用技术出口，带动国民经济发展
以色列 “以军带民”	<ul style="list-style-type: none"> •大力推行“民转军”或者“军转民” •重视军工企业的军民融合 •国防部研制机构公司化

资料来源：《世界典型主要国家推进军民融合的主要做法分析》，东兴证券研究所

我国军工企业未来发展方向是军民合一。对军民合一企业来说，产品的技术特征是第一位的，用户性质则是第二位的。也就是说，企业更多地专注产品本身，至于客户购买是军用还是民用完全取决于需求。军民合一企业完全按照市场经济规律运作，同样的技术，有军品需求就生产军品，有民品需求就生产民品。军品订单是“输血”，民品订单是“造血”。军民合一企业的优势在于：国家投资所形成的专利技术和知识产权可以从企业之间的转让变成企业内部的转移，极大地降低了成本。同时，企业的生产成本可以在军民品之间分摊。当然，前提是企业拥有过硬的技术和适销对路的产品。

军民融合已上升为国家战略，这场行业的市场化变革也将是我国由大向强的必由之路。自古以来，历史进程中的大国兴衰莫不蕴藏着一个亘古不变的铁律：大国崛起，成于经济和军事的协调；大国衰败，败于经济和军事的长期失调。一个大国要在激烈的国际竞争和剧烈的权力格局变动中赢得主动，关键是实现经济系统和军事系统相互融合、相互促进的良性互动，进而实现新质生产力和新质战斗力的双向跃升。

从经济发展的角度，军民融合将是我国新常态下经济转型升级的内生增长引擎。当前我国正处在由大向强的关键时期，经济总量位居全球第二，仅次于美国，但人均收入仍处在世界平均水平之下，2017 年我国人均收入 8866 美元，仅排第 69 名，这一基本国情决定了经济发展仍是我国由大向强过程中的第一要务。军民融合深度发展将最大限度地发挥国防建设在刺激经济增长、促进转型、增加就业和引导科技创新等方面的重要作用，内生增长动能强劲。

从国防安全的角度，军民融合深度发展方式是全面提升国防安全能力的世界大势。现阶段我国的军事力量仍难以与全球第二大经济体的大国地位相匹配，而我国在逐步走向世界舞台中央的过程中，面临的外部风险和挑战也正在不断增多，仅仅依靠国家的军费支持难以支撑庞大的国防安全体系。近年来，美、英、法、德、日等主要国家军事专用技术比重越来越低，目前已不到 15%，军民通用技术已超过 80%，世界各主要国家均更加注重利用国家资源和社会力量实现战斗力的整体跃升。

在中央高层的强力引领下，军民融合的国家战略已逐步从顶层规划设计进入到落地执行阶段。2018 年 10 月 15 日中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央军民融合发展委员会主任习近平主持召开十九届中央军民融合发展委员会第二次全体会议并发表重要讲话，这是中央军民融合发展委员会自 2017 年 1 月 22 日设立以来召开的第四次全体会议。仅短短的时间内，从成立到召开三次高规格的全体会议，去年 12 月国务院发布了《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，基本上每个季度中央高层对军民融合的持续推进和落实都予以了自上而下的最强力引导。

图 23：我国推进军民融合发展的重大事件


资料来源：新华社等，东兴证券研究所整理

从历次会议审议通过的文件来看，军民融合已从最初的“领导/工作机构设置”、各项“工作规则”等顶层规划设计逐步发展到了“发展战略纲要”、“年度工作要点”、“示范区实施方案及示范名单”等可堪落实执行的细化方案，**2018 年有望成为军民融合发展战略落地的重大拐点年。**

4. 投资主线及标的：“白马”为盾，“重组+民参军”为矛

4.1 优质主机厂及核心配套企业确定性较强

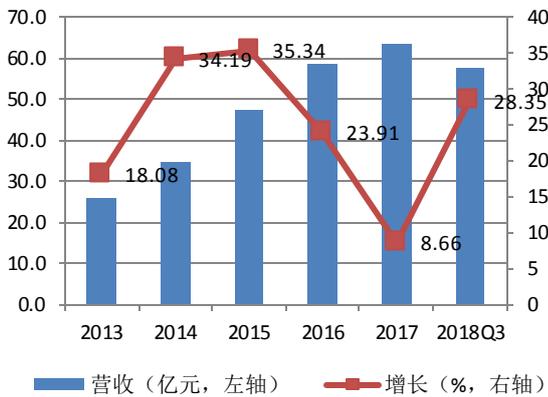
4.1.1 中航光电（002179）：盈利增速有望加快，存量资金博弈下首选白马

收入确认改善明显，四季度军品收入占比或提升：2018 年前三季度公司实现营收 57.75 亿元，同比增长 28.34%，实现归属于上市公司股东净利润 6.97 亿元，同比增长 10.75%。公司第三季度单季度实现营收 21.90 亿元，同比增长 49.31%，而三季度单季度实现归属于上市公司股东净利润 2.32 亿元，单季同比增长 23.42%。公司三季度单季度营收同比增长明显，显示下游客户收入确认加速，而前三季度整体净利润增速慢于营收增速，我们认为主要原因有二，第一，产品结构变化和研发的新产品在部分领域尚未批产。我们判断前三季度毛利率较低的民品业务收入增速快于军品，而收入增量大多数来自于民品贡献；第二，期间费用增加较快。其中，销售费用同比增长 51.69%，管理费用同比增长 23.32%，研发费用同比增长 41.32%。考虑到军品订单增长和收入确认一般下半年开始加速，我们认为公司四季度净利润和营业收入的匹配度将显著改善。公司同时在半年报中预计 **2018 年归属于上市公司股东净利润为 8.25 亿元（0.00%）至 9.49 亿元（+15%）。**

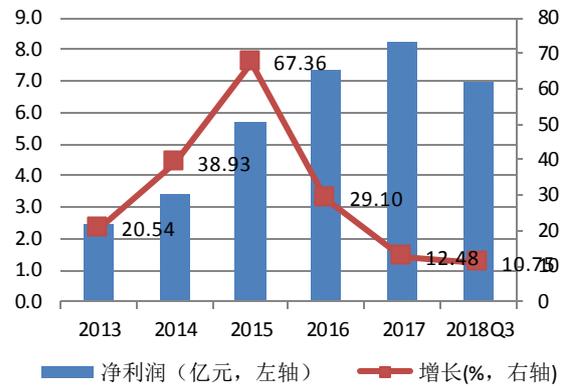
军品未来三年景气度有望抬升，新产品比例较高降价风险较小：我们认为，结合补偿性订单的落实和十三五后三年增量订单的放大，2018 年合同和收入仍有望保持平稳较快增速。据我们草根调研各军工企业，军改对于各子行业影响或不尽相同，主站装备受军改影响较小。我们看好 2018 年航空、舰船、兵器等子行业继续保持高增长，而电子子行业或存在数量较多的补偿性订单。同时，我们认为公司在军品方面创新基因较强，具备独家供货权的新产品（单品附加值和毛利率较高）占比较高，**未来下游产品放量毛利率仍有望保持高位。**

新能源汽车乘用车或取得较大增长，未来继续向集成化设备商转型：公司涉足新能源业务较早，自 2013 年起规模迅速扩展到超过 6 个亿，目前商用车单车价值量约为乘用车单车价值量的 2-3 倍，不过 2017 年从全行业来看，商用车数量萎缩较大，而乘用车增长较快。公司的主要优势在于除连接器以外的线缆组件和集成化产品占比较大，这些业务毛利率相对较高，占比或超过 70%。我们判断，公司未来在新能源汽车方面的战略是继续向集成化设备商转型，同时乘用车方面向主流厂商渗透，积极应对 2017 年新能源汽车补贴政策退坡的影响，在巩固和提升现有市场占有率的基础上，布局智能互联网汽车、物流车市场并取得重大突破。

通讯业务 18 年有望保持平稳增速，未来或将充分受益于 5G：公司深化与全球通讯龙头的业务合作，上半年公司光器件及光电设备产品营业收入同比增长 42.93%，主要为公司通讯领域光器件及光电设备产品中标份额增加所致。公司通讯业务 2014 年达到高峰，随后业务保持平稳增长状态，2018 年通讯领域仍处于 4G 向 5G 的过渡前期，预计 2018 年增速较为平稳。5G 方面，公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备，客户主要为中兴、华为等我国通讯基站的核心供应商。同时公司也是国内首家拥有 56Gbps 高速连接器的高速互联解决方案的供应商，并获得国家扶持基金 4620 万元，随着项目的落成，公司有望实现生产 56Gbps 高速连接器 1000 万套的能力。我们认为通讯技术的快速发展促使通讯设备的更新换代以及现有设备的保养和维护将为通讯连接器市场释放一定的存量需求，此外 5G 建设高峰有望为公司通讯业务的发展提供新的增长空间。

图 24:中航光电营业收入及增速（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 25:中航光电净利润及增速（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 10.74 亿元、14.38 亿元、19.40 亿元，EPS 分别为 1.36 元、1.82 元、2.45 元，对应 PE 分别为 28X、21X、15X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

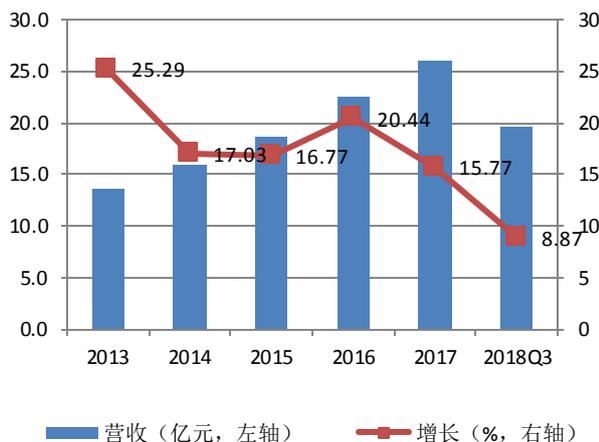
4.1.2 航天电器 (002025)：军用连接器领军者，各项业务稳步增长

军用连接器订单饱满，形成先进智能制造能力。公司军用连接器覆盖各个兵种，其中在航天领域的市占率最高。作为航天连接器的领军者，公司从去年 9 月份开始军品订单强势恢复。民用连接器主要应用在通信领域、新能源汽车领域以及石油能源领域，配套国内的华为、中兴公司，以及国际公司三星、爱立信、诺西等。公司 ERP 完成系统切换并正式上线，形成以柔性化、数字化、自动化为基础的先进智能制造能力。

军用电机空间大，未来保持较快增长。子公司贵州林泉在微特电机尤其在伺服电机领域，代表国内最高水平。公司微特电机基本上军品，而且覆盖航天所有型号，承担了大量各类导弹、火箭、卫星、飞船、飞机、等重点型号配套产品的研制任务。该业务去年增速达到 20%，今年有望继续保持快速增长。同时**继电器业务立足高端，保持高附加值。**公司 80%继电器业务服务于军工领域，少部分收入来自空调压缩机保护器。公司继电器业务则有望坚持传统优势，以平稳发展为主。

光通信业务有望回暖，积极布局军工/商用通信。2016年公司收购江苏奥雷光电，开始布局光通信领域。这是一家由旅美归国博士团队创建的高科技企业，拥有光模块、光通讯器件核心技术团队，全面掌握了光模块设计、封装、耦合、模块集成的核心技术和关键工艺。江苏奥雷承诺2018年实现净利润不低于1800万元，对应净利润增速要达到38%。受中兴事件影响，上半年光器件业务订单不足，市场需求萎缩导致竞争更加激烈，产品价格承压。目前中兴已经恢复生产，今年公司光通信业务有望回暖。

图 26:航天电器营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27:航天电器净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司2018-2020年归母净利润为3.67亿元、4.51亿元、5.43亿元，EPS分别为0.86元、1.05元、1.27元，对应PE分别为28X、23X、19X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

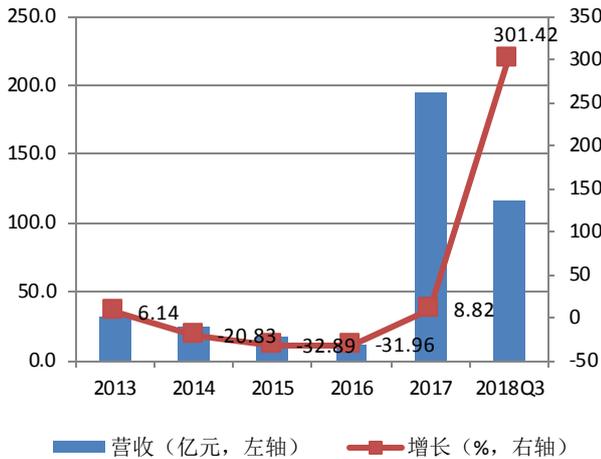
4.1.3 中航沈飞（600760.SH）：飞机中的战斗机，均衡生产效果显著

公司生产机型主要由歼-16和歼-11，未来看好歼-31研发。中国歼击机的摇篮中航沈飞全资子公司沈飞集团被誉为“中国歼击机的摇篮”，承担我国歼击机及防务装备的研发、生产任务。公司主力机型有歼-15和歼-11，目前已经批量列装的三代半战机歼16性能较强，是一种地对地海的高性能歼击轰炸机，在我国可全面碾压三代机制空能力的四代机歼20已进入服役的时代，歼16有望发挥差异化优势持续获得客观的需求订单，歼31则有望成为丝带舰载机，需求增长空间也值得期待。

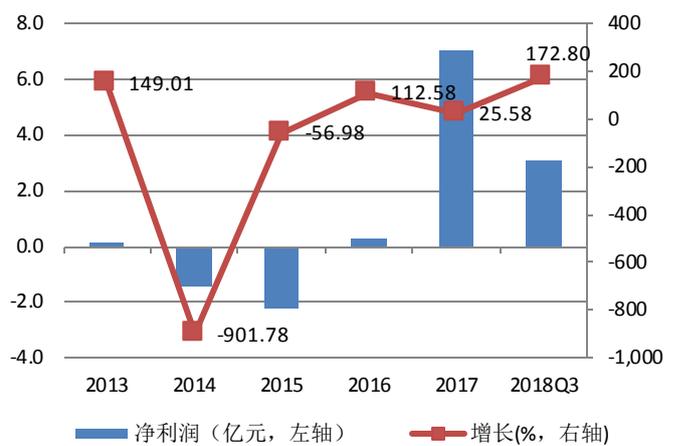
股权激励最终修订稿出炉，作为第一家总装类企业，为行业树立了标杆。10月18日公司公布股权激励草案修订稿，拟向激励对象授予317.1万股，每股价格22.53元。随着股权激励公告的发布，公司正式成为首家实施激励的核心军品总装企业，在军工行业中的示范标杆作用明显，同时也必将提升公司管理水平。

图 28:中航沈飞营业收入及增速（单位：亿元）

图 29:中航沈飞净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 18-20 年收入增速分别为 23%、29%和 35%，归母净利润分别为 8.2 亿元/10.5 亿元/13.5 亿元；EPS 分别为 0.58 元/0.72 元/0.87 元，对应当前股价 PE 分别为 55X/43X/33X，维持“强烈推荐”评级。

4.1.4 中航飞机 (000768)：中国大飞机梦想的承载者

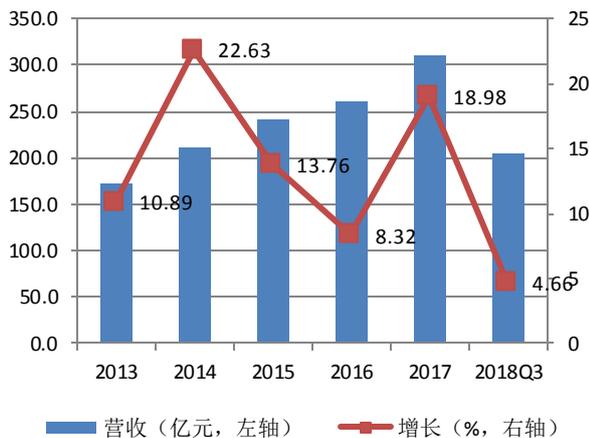
大运量产将显著改善公司的盈利能力：公司处于军用飞机产业链下游，业绩回暖对军工飞机板块有风向标意义。公司生产饱满，并实现均衡化生产，将促进整条军机配套产业链的业绩增长。军机方面，运-20 重型军用运输机和基于运-20 平台的各特种机型目前处于刚性需求阶段，公司目前加足产能生产。

民机市场够大直接受益：民机方面，ARJ21-700 已获得 21 家客户总共 453 架订单。中国商飞今年预计交付 15 架 ARJ-21 支线客机，中航飞机承担了 85%以上的零部件制造。两会上，C919 大型客机总设计师吴光辉透露，国产大飞机 C919 的第三架预计将在今年首飞，目前大飞机试飞进展顺利，已经有 815 架订单。中航飞机是目前民用整机的唯一标的，未来充分受益国内民机的蓝海市场。

远程轰炸机进展或提振公司预期：远程轰炸机是公司未来又一重要看点，按照中国空军装备目前的发展格局，公司将是未来中国远程轰炸机最具竞争力的潜在生产商。战略轰炸机是构建“三位一体”核力量重要的组成部分，也是战略空军重要标志之一，目前美俄均已装备本国生产的战略轰炸机，其中以美军 B-2 和俄军的图-160 为主要代表。战略轰炸机所需数量较少，但价格昂贵，据公开资料显示，美国诺格公司总共为美军生产了 21 架 B-2 战略隐身轰炸机，单架造价 24 亿美元，合计超过 500 亿美元，一旦远程轰炸机生产商地位得以确立，将进一步提振公司资本市场地位。

图 30: 中航飞机营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 31: 中航飞机净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 5.75 亿元、6.96 亿元、8.23 亿元，EPS 分别为 0.21 元、0.25 元、0.30 元，对应 PE 分别为 69X、58X、48X，维持“强烈推荐”投资评级。

4.1.5 中直股份 (600038)：通用型直升机量产在即

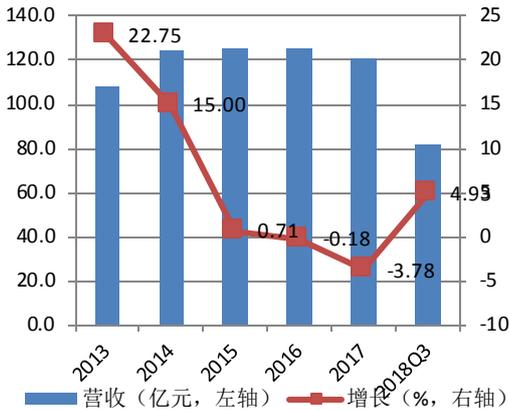
通用型直升机或已非常接近量产，未来有超过 900 亿元的需求空间：直-20 于 2010 年左右立项，直-20 在外形上虽然与设计于 20 世纪 70 年代的“黑鹰”相近，但绝非其简单复制，它集中了我国直升机工业的最新技术成果，填补了我国军用直升机 10 吨位级别的空白，有望成为一款“明星”机型。中直股份为军用直升机提供各种零部件，产品包括旋翼、桨毂、机身复合材料部件等，10 吨级通用机型直-20，预计需求超过 700 架，假设按照每架 1.4 亿元测算，仅此一种飞机就能带来超过 900 亿的市场空间，正式服役后将极大提升公司业绩。我们认为直-20 目前已经非常接近量产状态，公司未来也及或将显著受益于直-20 量产。

公司或直接受益于军品定价改革：我们此前报告分析过，定价改革将使总装类公司收益，公司 17 年毛利率达到 15.34%，净利率为 3.78%，公司是典型的单一来源合同订购总装类公司，新的定价机制将会激励总装类公司降低成本、提升质量，公司净利率水平有望显著提升。盈利能力明显提升，2018 年上半年销售毛利率为 12.64%，2017 年年中为 9.94%，2016 年为 9.69%，今年为半年报的历史较高水平。主要原因为高毛利产品交付占比在本年度明显提升，且批量生产营业成本降低了 2.08%。公司研发支出 4770 万元，同比猛增 71.75%，显示公司在新型号研制上加大投入。公司预收款与去年同期相比增长 58%，实现经营性现金流 6.07 亿元，同比增涨 39%，现金流改善明显。

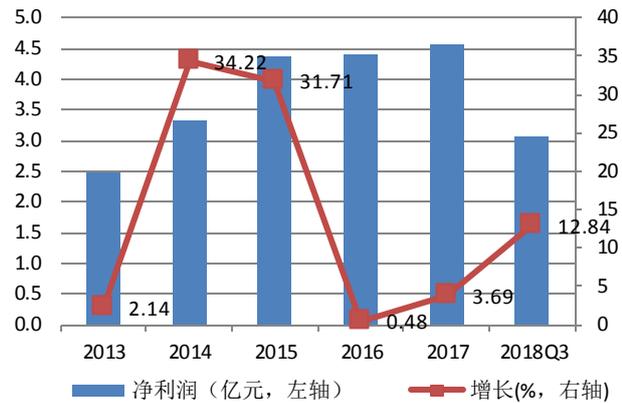
直升机领域龙头，平台优势显著：公司是直升机龙头，产品谱系完善，是中航工业直升机板块唯一上市平台，体外还有优质的军机总装资产，如哈飞公司和昌飞公司，以及直升机设计单位 602 所。在军工国企积极推进军工资产证券化的背景下，公司有望获得军工优质资产注入。

图 32: 中直股份营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 33: 中直股份净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 5.39 亿元、6.64 亿元、8.16 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.13 元、1.39 元，对应 PE 分别为 44X、36X、29X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

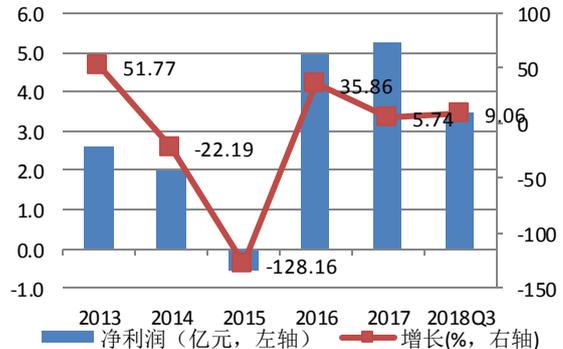
4.1.6 内蒙一机 (600967)：陆军装备的龙头企业，军民业务持续向好

军品订单饱满，高端装备产量增大：公司受益于国防机械化、信息化建设，到 2020 年前订单量饱满，并且由于我军装备升级换代需求，公司产品集中于新型主战坦克、新型步兵战车等高价值装备。由于公司装备综合性能达到世界先进水平，受到国际买家的青睐，未来军贸将贡献可观收益。

公转铁，港口运力提升，全国铁路货运回暖，铁路投资增加将直接拉动铁路货车需求增长。子公司北方创业今年已签订 1000 辆 C70E 型通用敞车和 1602 辆 C80B 型通用敞车，总价值超过 11 亿元。并且从订单合同上看，若所有产品均需在今年内交付，也就意味着今年铁路车辆确认收入至少在 11 亿元以上，再加上之前的存量订单，公司铁路车辆业务收入将保持稳定增长。

图 34: 内蒙一机营业收入及增速 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 35: 内蒙一机净利润及增速 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 6.37 亿元、7.89 亿元、9.84 亿元，EPS 分别为 0.38 元、0.47 元、0.58 元，对应 PE 分别为 29X、24X、19X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

4.1.7 中航机电（002013）：航空机电细分领域龙头，航空产品量价齐升

前三季度业绩接近预告区间上限，航空产品量价齐升：公司 2018 年前三季度实现营业收入 79.47 亿元(+8.91%)，实现归属于上市公司股东净利润 5.03 亿元(+28.95%)，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.08 亿元(+18.73%)，实现基本每股收益为 0.14 元(+27.27%)。公司业绩接近预告区间上限，公司三季度单季实现营收 23.72 亿元(-1.88%)，实现归属于上市公司股东净利润 2.14 亿元(+58.96%)。公司前三季度归属于上市公司股东净利润增速远快于营收增速，我们认为主要原因或为高毛利率的军品贡献所致。毛利率方面，公司前三季度毛利率约为 23.94%，较半年报的 22.74%有所提升，我们认为随着飞机升级换代，公司业绩将显著受益于飞机数量的提升和单机机电系统价值量的提升。公司同时预计 2018 年全年归属于上市公司股东的净利润变动区间为 7.45 亿元(+5%)至 9.58 亿元(+35%)（2017 年同期归属于上市公司股东的净利润追溯调整为 7.09 亿元）。

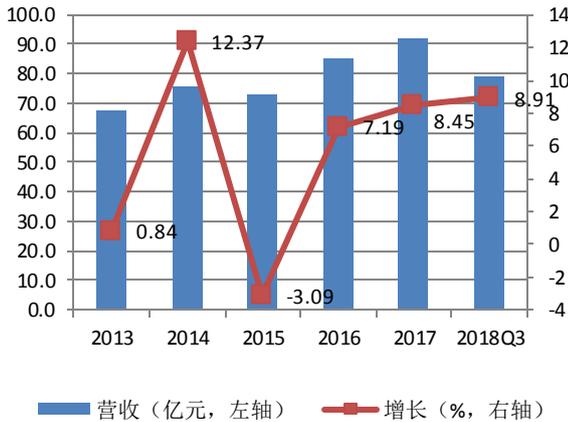
收购的两家子公司 18 年业绩有望继续保持较快增长。公司今年 4 月 4 日发布公告，拟公开发行可转换公司债券，以公开发行募集的部分资金收购中航机电系统有限公司持有的新航集团 100%股权以及宜宾三江机械 72.55%股权。两子公司新航集团和宜宾三江机械 2017 年分别实现净利润 1.47 亿元和 0.23 亿元（2016 年两家公司合计实现净利润不足 9000 万元），2018 年上半年新航集团和宜宾三江机械分别实现净利润 8796.71 万元和 1680.71 万元，考虑到军品的收入确认存在季节性因素，我们判断两家公司 2018 年净利润增速大概率超过 30%。

集团旗下航空机电系统业务的唯一专业化整合和产业化发展平台，军民品市场一家独享，公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化研发、实验、制造平台，多年来为国内外众多航空和汽车厂商提供核心零部件，形成了一批国内领先的生产制造能力。目前在我国军用航空机电产品方面的市场占有率接近 100%。预计未来 10 年在军机机电系统方面，每年增量和存量市场空间合计将超过 200 亿元人民币，**公司未来将直接受益于新机型的交付和现有机型的更新换代。**民机方面，根据波音和空客公司的报告，我们预测未来 20 年国内民航机电系统市场空间约为 1500 亿美元，平均每年约为 500 亿人民币。此外，C919 将成为我国切入民航商业市场的契机。预测未来 C919 机电系统市场空间为 58.88 亿美元。

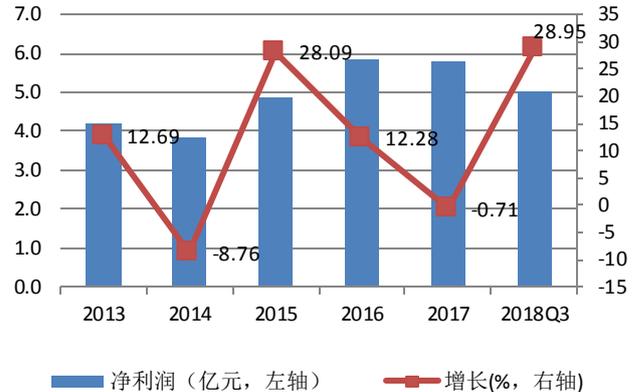
资本运作已正式启动，多家托管公司和院所类资产存在注入预期。近两年，公司资本运作节奏明显加快：2015 年 12 月公司非公开发行股票过会，拉开资产注入大幕；2016 年 12 月公司发布公告，以现金分别收购贵航集团持有的风雷公司和盖克机电持有的枫阳公司 100%股权；2017 年 8 月 1 日公司发布公告，拟通过公开发行可转换公司债券的方式，募集资金规模不超过 21 亿元，用于收购新航集团 100%股权、宜宾三江机械 100%股权以及投资于航空产业化项目及补充流动资金等项目。目前两家公司已经成为公司全资子公司，并纳入公司合并报表范围。目前，上市公司托管了大股东 18 家单位，大股东系统公司 2016 年航空产品营收约为上市公司 2016 年航空产品营收的 2.12 倍。我们认为，一部分被托管公司以及 2 家研究所未来存在资产注入预期。假设未来公司的资本运作分为三大阶段，经过测算，资本运作后公司 2017 年备考 EPS 增厚超过 50%。

图 36:中航机电营业收入及增速（单位：亿元）

图 37:中航机电净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 9.40 亿元、13.30 亿元、15.51 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.37 元和 0.43 元，对应 PE 分别为 29X、20X、17X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

4.1.8 卫士通 (002268)：布局网安领域全产业链，打造网安国家旗舰

公司是我国密码技术方面的龙头企业，在密码产品多样性和密码算法高性能实现方面一直保持国内领先水平，多项商密产品达到国内首创、国际领先的水平。公司目前具备渠道和商业模式两方面的优势，推出行业首创的一站式央企网络安全服务解决方案，具备形成了“安全咨询、安全评估、安全建设、安全运维”为主要内容的信息系统全生命周期安全集成与服务能力。

5G 安全业务明年有望达到 5 亿级别，打开公司估值空间，公司承担国家 03 通讯专项里面的 5G 专项，整体架构和标准的总体单位是卫士通；另外公司拿到了工信部 5G 高安全切片示范工程专项等，给党政军企业提供高安全的通讯专网；今年主要是科研经费几千万；明年有望开始放量，5 亿左右级别，未来两三年这块业务占比达有望到 20%。

与阿里打造“网安飞天云”云平台，预测明年爆发增长。公司控股股东中国网安与阿里云签署战略合作协议，基于国家科技重大专项核高基项目，打造国际先进、国内领先的“网安飞天”安全云平台品牌，构建国产自主可控安全云平台生态链。网安飞天云是针对党政军、国有企业、大型民营企业的高安全私有云，虽然正式标杆平台今年底推出，但前期已在某行业展开运行，估计国内政府、企业、军队等至少有 6000 多朵云，单个云按照 1 亿计算，市场空间巨大；未来党政军自主可控安全云平台中取得更大市场份额，成为公司未来成长支柱之一。

图 38:卫士通营业收入及增速 (单位: 亿元)
图 39:卫士通净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 1.60 亿元、5.47 亿元和 8.08 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.65 元、0.96 元，对应 PE 分别为 99X、29X、20X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

4.2 重组标的存在博弈机会

4.2.1 国睿科技 (600562)：重组整合优质资产，开启资本运营序幕

公司是军民用雷达领军企业，依托于中电科 14 所，拥有雄厚的技术实力，雷达产品毛利率持续提升，轨交信号和 5G 通信领域有望实现快速发展。

公司微波组件主要配套军用雷达，并积极布局民用通讯市场。其雷达整机及相关系统、轨道交通信号系统、微波器件、特种电源等产品广泛应用于军民领域。在民品业务上，主要为 4G 移动通信基站提供通讯微波器件，配套中兴、华为等通讯巨头。民用微波器件供不应求，产能已成为约束，18 年公司有计划扩大民用微波器件生产能力，最快今年形成产能，预计未来民品微波器件业务占比会逐渐提高。

今年 11 月，公司拟注入三家公司资产。国睿防务是今年 9 月份新成立的，从事以国际化经营为导向的雷达产品研制、生产、销售与服务。国睿信维主要从事工业管理软件、工程软件等工业软件的研发、销售及服务，提供自主软件产品及服务、咨询服务、代理软件产品销售及系统集成服务；国睿安泰信主要从事电子信息产品的测试与综合保障设备等产品的研制、生产、销售及服务。三家公司规模大，盈利能力优秀，未来能拓展公司雷达产业线，扩展智能制造解决方案能力。在科研院所改制刚刚破冰的窗口期内，国睿能够启动如此大规模的资产注入，体现了 14 所领导人的魄力和胆识。本次资产注入方案超出市场预期，规模和体量较大，体现了电科系资本运作的积极态度，预计开启公司资本运作序幕。

船

图 40: 国睿科技营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 41: 国睿科技净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

不考虑注入资产，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.46 亿元、1.96 亿、2.56 亿元，同比下降 13.9%、增长 34.4%、30.5%，EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.41 元，对应 PE 分别为 61X、45X、34X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

4.2.2 四创电子 (600990)：军民业务协同发展，平台地位日益凸显

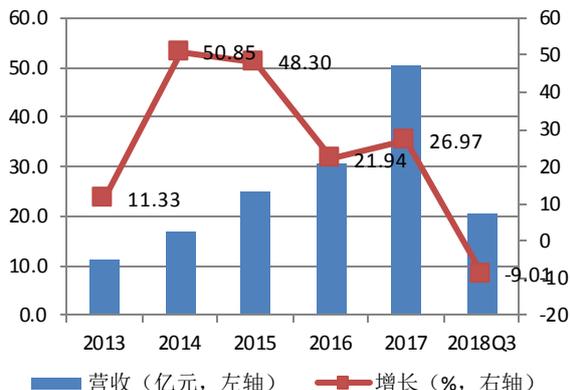
公司是国内第一家以雷达为主业的上市公司，被誉为“中国雷达第一股”。公司是雷达电子和安全电子领域的重要制造商，业务主要包括气象、航管雷达及相关雷达配套件、微波组件、平安城市、应急指挥通信系统、智能交通系统、电源等相关业务。目前主要有三大块业务，雷达业务、智慧业务和电源/能源业务。作为中电科博微子集团下属唯一上市公司平台，未来资本运作空间大。

随着博微子集团成立，公司明年或将腾出精力谋划资本运作和股权激励。截止今年 9 月，子集团在工商登记注册宣告子集团正式成立，领导班子也已组建完成，目前了解到子集团领导由各个成员院所领导兼职，职能部门由 38 所代行，子集团暂时还没有执行功能。未来随着子集团开展职能工作，四创电子作为唯一上市平台，资本运作是非常值得期待的。

保障类雷达的增长空间很大，竞争有限，未来增速将会保持稳定。公司本部雷达包括气象雷达和航管雷达，都有相当收入来自于军用产品。公司气象雷达技术全国领先，部分产品在我海军装备上使用，公司提供雷达整机、备件，以及维修服务。公司气象雷达近年来收入和毛利都保持稳定，公司一直积极拓展如测云雷达以及大修服务业务。公司在印制板再扩建厂房，在电源业务上重建产线，都在积极扩充产能，印制板军民通用，市场空间大，电源业务发展超预期，未来有望成为公司业绩增长点。

图 42:四创电子营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 43:四创电子净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 2.47 亿元、2.79 亿元、3.56 亿元，EPS 分别为 1.55 元、1.76 元、2.24 元，对应 PE 分别为 24X、21X、16X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

4.3 优质民参军标的业绩有望反转

4.3.1 高德红外 (002414)：民参军之典范，打造民营军工集团

公司具有红外芯片核心技术，在民参军企业中具有装备总体研制资质。公司军品订单逐渐兑现，新型武器系统定型在即，业绩将进入快速增长轨道。随着国防及军队改革措施落地后国内军品采购工作全面恢复，公司前期军品业务延期所受的影响正在逐步消除，公司军品项目研制提速，订单逐渐增加。

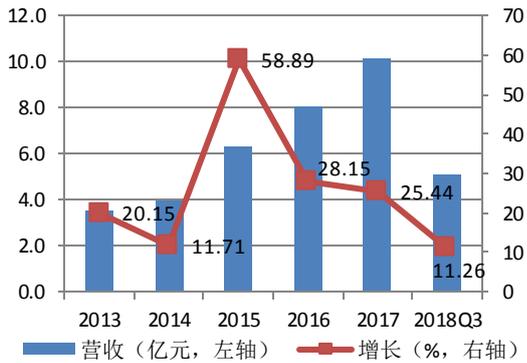
公司具备红外全产业链，红外技术国际一流。公司实现了红外夜视、侦查、制导、对抗等多层次的军事应用，具有从上游红外核心器件到雷达、发动机、战斗部、激光等武器分系统，再到完整的导弹武器系统总体的红外武器装备系统全产业链。公司已全面打造具备自主知识产权的“中国红外芯”，拥有的三条完全自主可控的红外焦平面探测器产线进入批产应用阶段。

公司具有完整导弹系统总体研制资质，通过外延收购形成导弹产业链。公司通过收购汉丹机电增添了传统非致命性弹药制造力，获得了火工区牌照。公司积极向产业链下游拓展，2017 年成立了高德导弹研究院，构建了完整的导弹科研生产体系与组织架构，民营军工集团雏形已现。公司高效完成了新型号武器系统的研制工作，相关定型流程已进入尾声，业绩贡献可期。

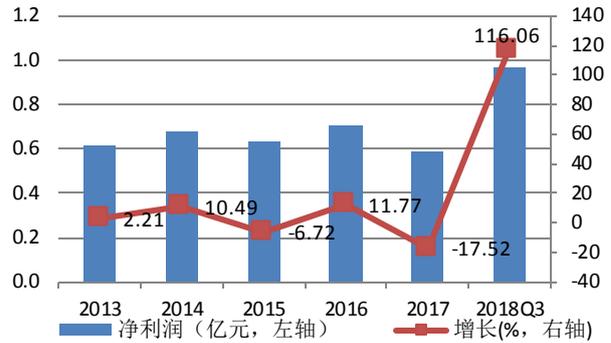
公司民营军工集团雏形初现，对标美国雷神公司。雷神公司是美国前五大国防承包商和工业公司之一，是世界上最大的制导导弹供应商。我国军工产业积极向美国军工产业借鉴，在当前军民融合的大趋势下，公司导弹战略布局凸显，是当下军民融合典型。

图 44: 高德红外营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 45: 高德红外净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



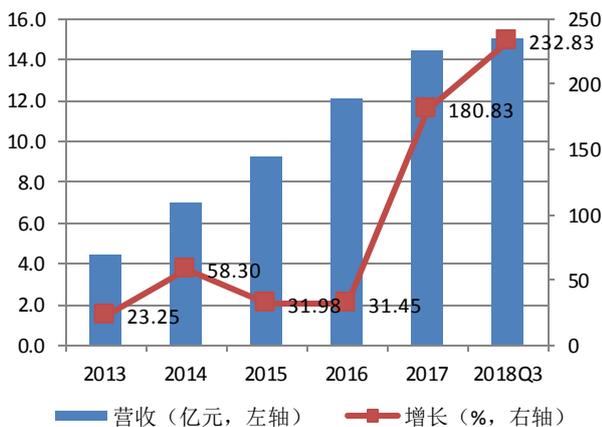
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 1.35 亿元、2.10 亿元、2.85 亿元，EPS 为 0.22 元、0.34 元、0.46 元，对应 PE 分别为 92X、60X、44X，上调公司评级为“强烈推荐”。

4.3.2 航天彩虹 (002389)：军用无人机龙头，未来市场空间广阔

公司是我国电容器专用电子薄膜制造企业，是中国高端电容器薄膜主导供应商和中国产品系列最全的电容器薄膜生产商。2017 年，公司通过反向收购，取得彩虹公司 100% 股权和神飞公司 84% 的股权，正式进军无人机行业。

公司瞄准察打一体无人机领域，在无人机市场起步期提前谋划了无人机与任务载荷、机载武器发展步骤相匹配的技术路线，结合整机研发同步研制 AR 系列空地导弹配装无人机，形成彩虹系列察打产品，成为各国用户和国内外媒体追捧的热点。彩虹系列无人机具有自主知识产权，是我国型谱齐全、量产出口的知名无人机品牌。公司目前已在高精度目标侦查定位、察打一体系统实战应用、多任务载荷数据融合等多个领域优势明显，尚无国内同行具备同等体系和潜力，具有较为广阔的发展前景。

图 46: 航天彩虹营业收入及增速 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 47: 航天彩虹净利润及增速 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 3.94 亿元、4.82 亿元、5.58 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.51 元和 0.59 元，对应 PE 分别为 30X、25X 和 21X，给予公司“强烈推荐”投资评级。

5. 风险提示

武器装备交付进度、军品定价机制改革、科研院所改制不及预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。