

近看稳健增长，远期改革红利

——军工行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆2018 年回顾：“反常”表现

军工板块涨跌历来与大盘保持高度一致，且弹性显著大于大盘，因行业估值较高，历史上熊市中跌幅往往远大于大盘指数。但 2018 年以来，军工板块涨跌幅全年基本与沪深 300 指数持平，排名所有行业第 9，呈现出显著的“抗跌”属性。此外，行业龙头及核心配套公司与壳公司、民参军公司呈现出显著分化，少数拥有核心军品的公司有显著相对收益甚至绝对收益，而壳公司、民参军与大量中小创民营企业一样股价大幅调整。以上两点是板块有史以来的“反常”表现。

◆近看增长，2019 年经济下行背景下军工望取得相对收益

军工是少数需求增速多年高于 GDP 增速的行业；需求方是超级“刚需”军方，确定性高；供给方以央企为主，几乎无“地雷”；宏观经济承压而军工增长相对较快且稳定，具备行业比较优势，以上是板块呈现防御属性的主要原因。远低于美俄的军费/GDP 比和贸易摩擦反应的外部不确定性是军费增长的远近期动力，而受经济增长制约的财政收支和特朗普呼吁美中联合缩减军费则是军费增长再提速的内外部压力。预计 2019 年军费仍将保持稳定增长，叠加经济下行背景，行业有望取得一定相对收益。

◆远期改革，期待总装改革释放下一轮红利

军工行业需求增长稳定，供给格局基本稳固，盈利提升更多依赖改革释放的制度红利，而非来自需求拉动或供给结构调整带来的集中度提升。行业投资路径，由“炒壳”（资产注入）到“炒概念”（民参军），开始向真正的投资基本面（核心军工资产）过渡。定价机制、军民融合、股权激励三管齐下将开启总装盈利提升之匙。参考国外总装近 10% 净利润率水平，A 股军工总装企业尚有数倍盈利改善空间。

◆投资建议：去伪存真，“真”军工才享有估值溢价

行业 2019 年的抗周期属性将进一步凸显，维持“增持”评级。去伪存真，核心军工资产和概念军工资产（壳、大量转型民参军）将进一步分化。长期看军工下一轮投资的主线将围绕两类核心资产展开，推荐拥有长期垄断地位的总装公司，如中航飞机、中航沈飞、中直股份、航发动力；另一类拥有核心军品技术且转民用潜力较大的公司亦值得关注，推荐景嘉微。

◆风险分析：改革进程的不确定性。研发量产进度低于预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000768	中航飞机	13.24	0.17	0.20	0.25	78	65	53	增持
600760	中航沈飞	27.71	0.50	0.60	0.71	55	46	39	增持
600038	中直股份	37.36	0.77	0.92	1.08	48	40	34	增持
600893	航发动力	21.72	0.43	0.55	0.66	51	39	33	增持
300474	景嘉微	36.16	0.39	0.50	0.61	92	72	62	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

增持（维持）

分析师

赵晨 (执业证书编号：S0930516100001)

0755-23994437

zhaoc@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

业绩仍然稳健，抗周期性带来显著相对收益——军工板块 2018 年三季度报分析

..... 2018-11-01

业绩稳健增长，抗周期性凸显——军工板块 2018 年中报分析

..... 2018-09-07

重估军工的三条主线——军工行业 2018 年下半年投资策略

..... 2018-06-07

从估值到业绩，从博弈到价值——军工行业 2018 年投资策略

..... 2017-12-22

目 录

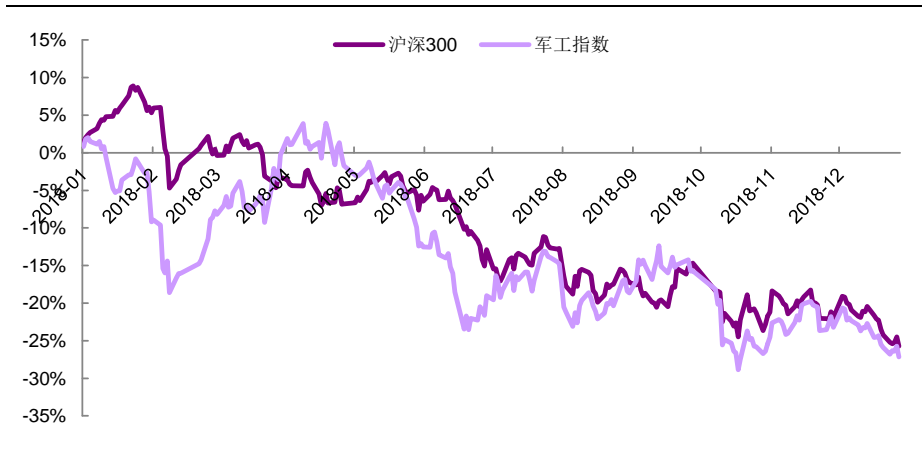
1、 2018 回顾：行业投资属性转变之年	3
1.1、 2018 年军工板块表现回顾	3
1.2、 2018 年军工板块的“反常”表现	4
2、 展望 2019，经济下行背景下军工望获相对收益	5
2.1、 强军仍是“刚需”，军费持续增长仍可期	5
2.2、 内外压力并存，抑制需求增速	6
2.3、 2019 经济下行背景下，军工有望取得相对收益	7
3、 远期改革，待总装改革释放下一轮红利	8
3.1、 军品定价机制改革启动，解放总装盈利限制	8
3.2、 军民融合战略推动上游充分竞争，降低总装成本	8
3.3、 股权激励，为总装盈利提升插上翅膀	10
4、 投资建议：去伪存真	12
4.1、 中航飞机	12
4.2、 中航沈飞	13
4.3、 中直股份	14
4.4、 航发动力	15
4.5、 景嘉微	16
5、 风险分析	18

1、2018 回顾：行业投资属性转变之年

1.1、2018 年军工板块表现回顾

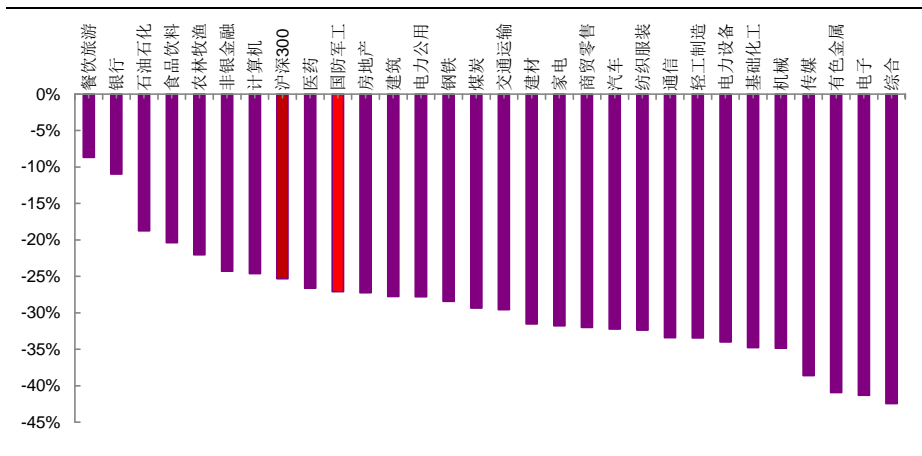
2018 年军工板块全年跌幅 27.09%，排名所有行业第 9 名，与沪深 300 表现接近，尤其三季度相对收益显著。

图 1：2018 年军工指数相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind

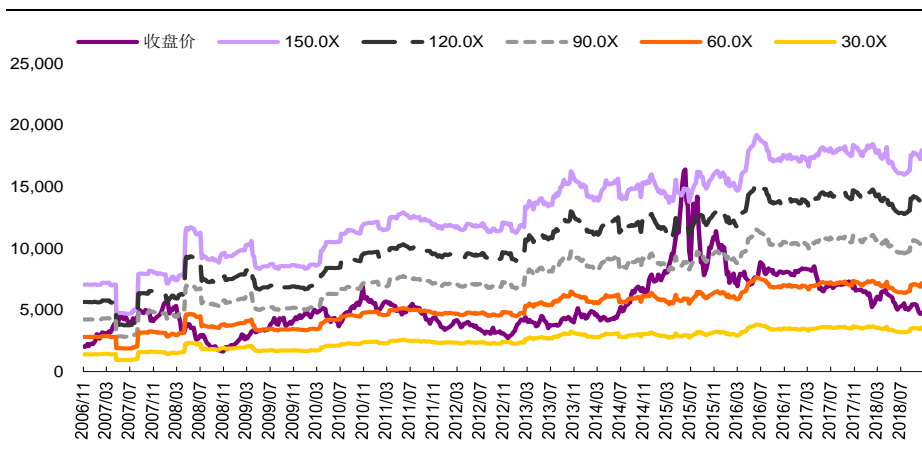
图 2：2018 年各板块涨跌幅，军工排第 9



资料来源：Wind

截止 2018 年 12 月末，军工行业 TTM 估值低于 40 倍，进一步逼近板块过去十几年的历史低位（约 30x），部分公司 2018 年动态 PE 估值低于 30 倍（如中航光电、航天发展、航天电器等），个别低于 20 倍（如新研股份）。

图 3：军工指数 PE-Band



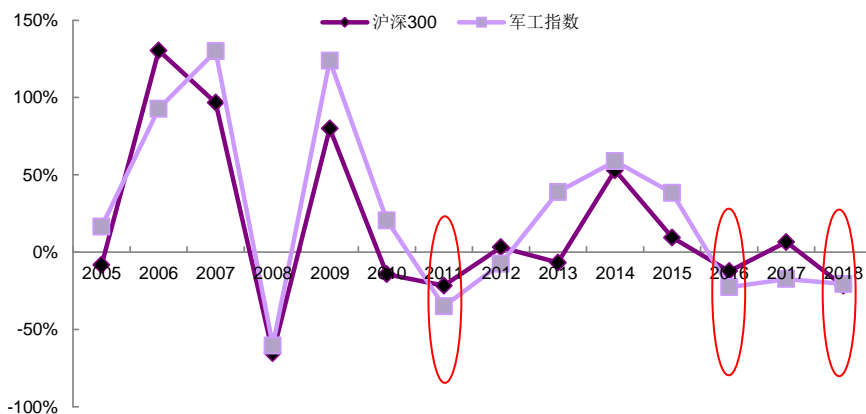
资料来源：Wind（左轴为中信军工指数）

1.2、2018 年军工板块的“反常”表现

2018 年板块呈现出两点不同于以往的“反常”表现。

一是相比以往熊市中跌的更多，2018 年在熊市中呈现相对收益。军工行业历来与大盘保持高度一致，且近 10 年来弹性显著大于大盘，因军工行业估值高，熊市时往往呈现较大的向下弹性。但 2018 年以来，行业指数表现与大盘持平，跑赢创业板指数，呈现出显著的“抗跌”属性，甚至阶段性成为避险板块。

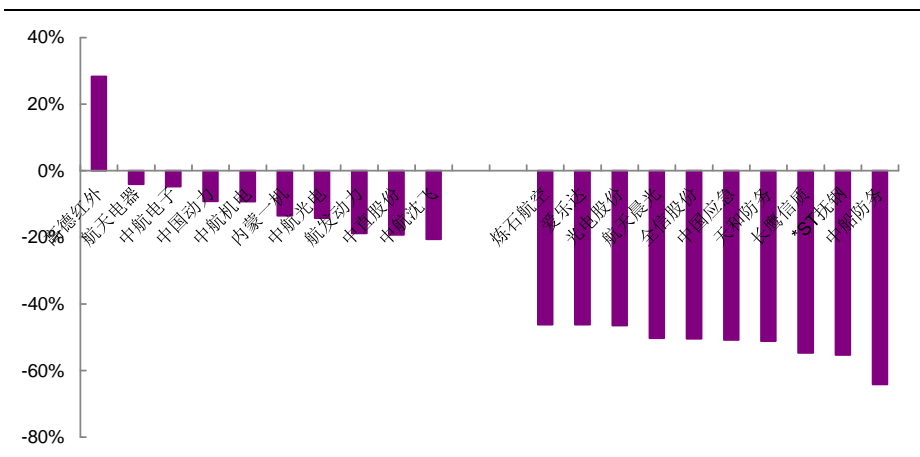
图 4：军工板块与沪深 300 历年涨跌幅，军工高弹性属性显著



资料来源：Wind

二是相比往年概念公司、壳公司享受高估值，2018 年总装龙头公司相对收益明显。板块内部，行业龙头及核心配套公司，与壳公司、民参军公司呈现出显著分化。少数拥有核心军品公司有显著相对收益甚至绝对收益，壳公司、民参军与大量中小创民营企业一同大幅调整。

图 5：军工行业拥有核心军品资产的公司和概念、壳公司 2018 年股价表现



资料来源：Wind

我们认为，行业 2018 年反常表现源于以下几点因素：军工行业是少数增速多年高于 GDP 增速行业；行业需求方是超级“刚需”军方和国家，确定性高；供给方以央企为主，几乎没有“地雷”；宏观经济承压，各行业增速下滑甚至负增长，而军工行业增长相对较快且稳定，具备比较优势，以上是板块开始呈现防御属性的核心原因。

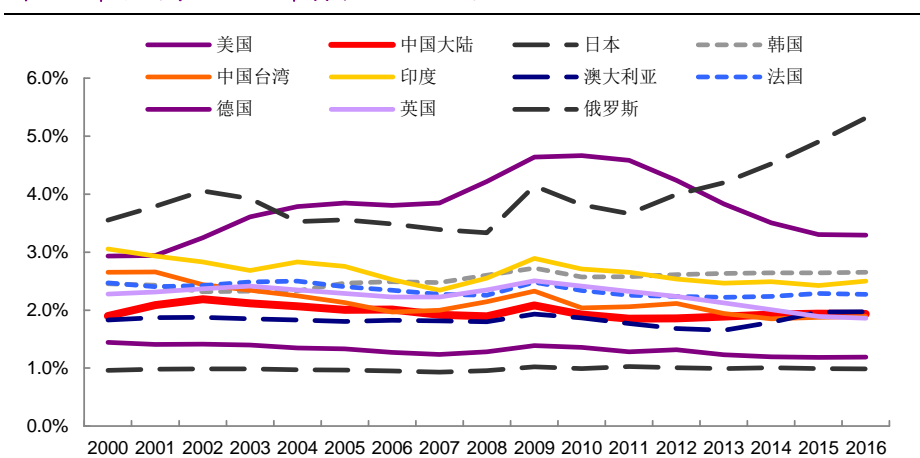
2、展望 2019, 经济下行背景下军工望获相对收益

远低于美俄的军费/GDP 占比和贸易摩擦反应的外部不确定性是中国军费增长的远近期动力，而受经济增长制约的财政收支和特朗普呼吁美中俄联合缩减军费则是中国军费增长再提速的内外部压力所在，预计 2019 年军费仍将保持稳定增长，叠加经济下行背景，行业望取得一定相对收益。

2.1、强军仍是“刚需”，军费持续增长仍可期

中国军费保持全球较高增速，但相对全球主要经济强国，占 GDP 比重仍较低，尤其远低于美国、俄罗斯等军事强国，长期看仍有较大的提升空间。

图 6：部分国家及地区军费占 GDP 比重



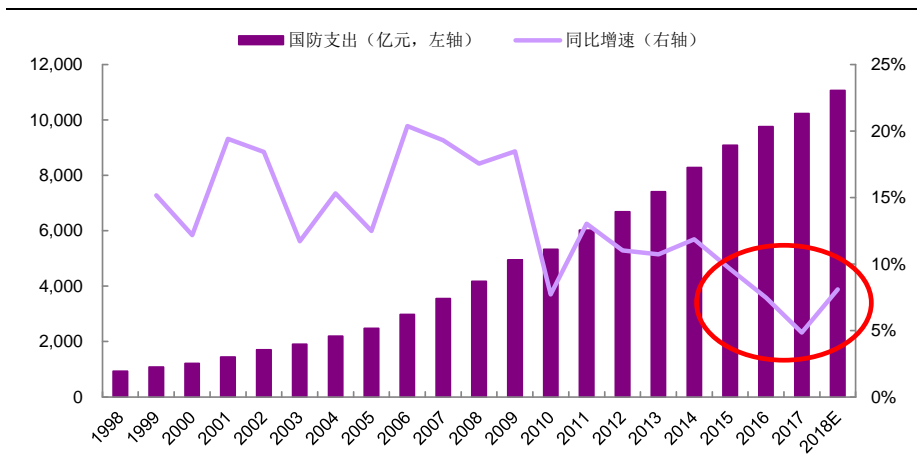
资料来源：SIPRI, Wind

2018 年美国在与中国乃至全球贸易摩擦中占据主动地位，一方面与其强大经济实力直接相关，另一方面亦因其拥有全球最强军力作为后盾，其 2017 年军费开支占全球军费支出超过 1/3，超过第二名中国 3 倍以上。我们认为贸易摩擦间接凸显强军的重要性和紧迫性。

十九大报告同时提出国防和军队建设近中远期三个目标，要适应世界新军事革命发展趋势和国家安全需求，确保到 2020 年基本实现机械化，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。

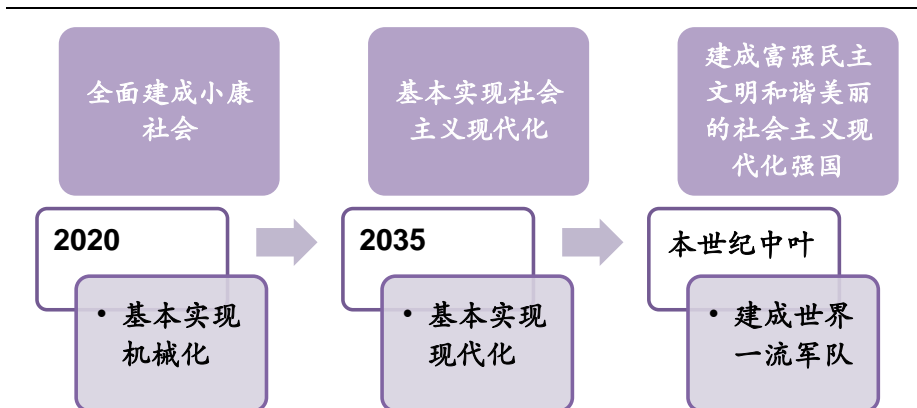
综上考虑，我们认为中国军费仍将保持较快增长速度。

图 7：1998-2018 中国军费



资料来源：Wind，财政部

图 8：十九大为民族复兴及国防和军队建设设定的目标



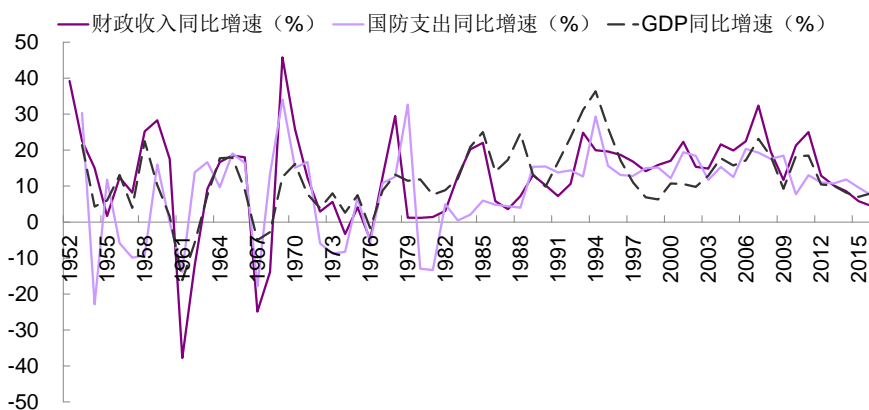
资料来源：人民日报

2.2、内外压力并存，抑制需求增速

但军费增长亦有来自两方面压力，决定需求增长是稳健而非爆发。

内部压力来源于财政，军费支出历来与财政支出高度相关，而财政收支又与 GDP 增速高度相关。在宏观经济增速持续下行背景下，来自财政收支的压力可能成为制约军费高增长的重要因素。

图 9：军费支出增速与 GDP、财政收入增速高度相关



资料来源：2015 国防白皮书《中国的军事战略》

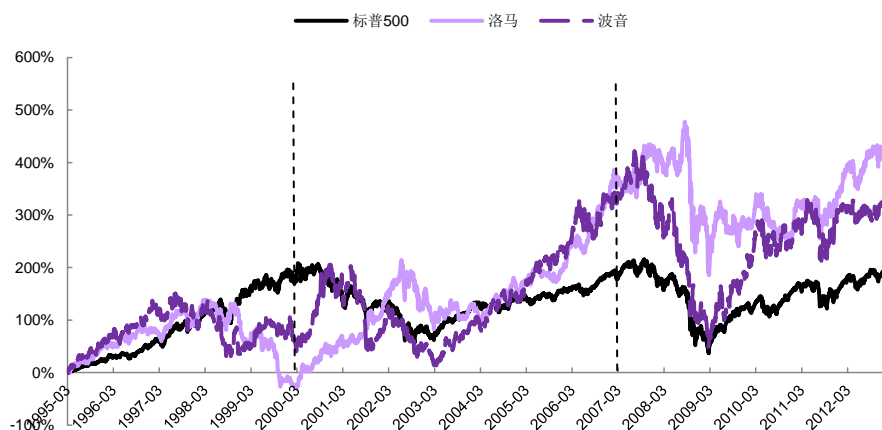
外部看，G20 后 2018 年 12 月初，特朗普呼吁美中俄联合缩减军费，则是中国军费增长再提速的外部压力所在。

2.3、2019 经济下行背景下，军工有望取得相对收益

与国内其它行业相比，军工是少数行业需求（以军费计）增速多年高于 GDP 增速的行业；需求方是超级“刚需”军方，确定性高；供给方以央企为主，几乎没有“地雷”；宏观经济承压，多数行业增速下行甚至负增长背景下，军工行业增长相对较快且稳定，具有明显的比较优势。

再参考美国军工股，美国 2001、2009 年两次经济低迷阶段，以洛克希德马丁（简称洛马）、波音为代表的军工股均取得明显相对收益。我们判断，若 2019 年经济若进一步下行，军工这一抗周期属性将比 2018 年更加凸显，将有望取得显著相对收益。

图 10：美国军工股在两次经济低迷时均有相对收益



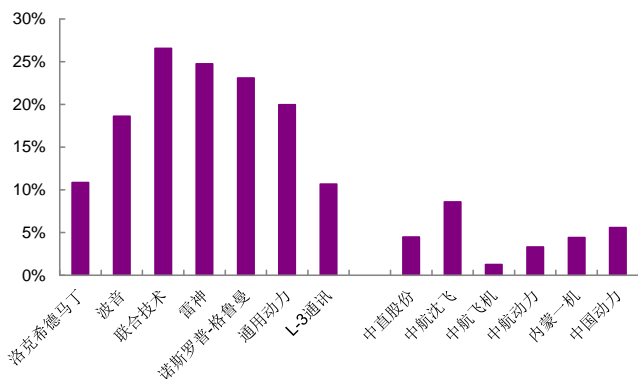
资料来源：Wind

3、远期改革，待总装改革释放下一轮红利

3.1、军品定价机制改革启动，解放总装盈利限制

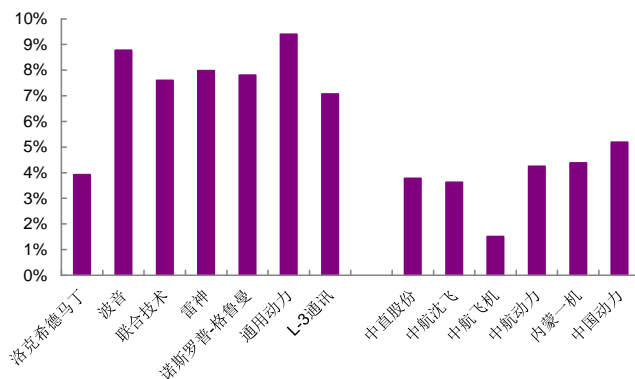
我国军工总装企业利润率远低于美国同行。统计我国与美国主要武器装备供应商 2017 年利润率水平，我们发现，我国军工总装企业毛利率仅 5% 左右，远低于美国军工约 20% 的毛利率；我国军工企业整体净利润 3.5% 左右，亦远低于美国平均约 8%。

图 11：美国、中国军工总装企业毛利率比较（2017 年）



资料来源：Wind

图 12：美国、中国军工总装企业净利率比较（2017 年）



资料来源：Wind

历史体制机制原因，我国军工总装企业利润微薄，存在巨大提升空间。军品作为实现国防现代化的最重要的物质基础，是增强国力、保卫国家安全所必需的特殊商品，因之我国多年来采用成本加成定价法，军品价格由军品定价成本和按军品定价成本 5% 的利润率计算的利润两部分组成。这种定价方法适应了过去我国军队发展的需要，促进了国防工业的发展，保护了军工企业，也易于管理。但是，在价格方面，这种管理体制导致成本高则利润就高，成本低则利润也低，不能鼓励企业去努力降低成本，反而对企业提高成本起了推波助澜的作用。

中央军民融合委员会已推动定价机制改革启动，总装盈利限制将逐步被解放。2013 年原总装备部综合计划部发布《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》，提出推行装备采购目标价格管理，并将军品价格由原来“定价成本(1+5%)”修改为“定价成本+5%目标价格+激励(约束)利润”。其中，购置目标价格论证是指在立项综合论证阶段，论证、审批装备研制定价设计指标的过程；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。2017 年 9 月召开的中央军民融合发展委员会第二次会议中，提出已在“深化论证军品定价议价规则、装备采购制度等改革方案”。2017 年 10 月张高丽在人民日报撰文谈军民融合发展时，提到积极推动武器装备采购、军品定价议价规则等改革。

3.2、军民融合战略推动上游充分竞争，降低总装成本

国家战略持续推进军民融合。2017 年 1 月，中央军民融合发展委员会成立，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责，是继中央财经工作领导小组之后，又一由国家最高级别领导人任职的

决策议事协调机构。此后，该委员会6月一次会议中提出将军民融合上升至国家战略，9月二次会议启动一系列军民融合相关改革。12月国务院印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，从最高行政机构层面开始着手推进军民融合落地。全年看，军民融合获党和国家高度重视，推进力度极大。

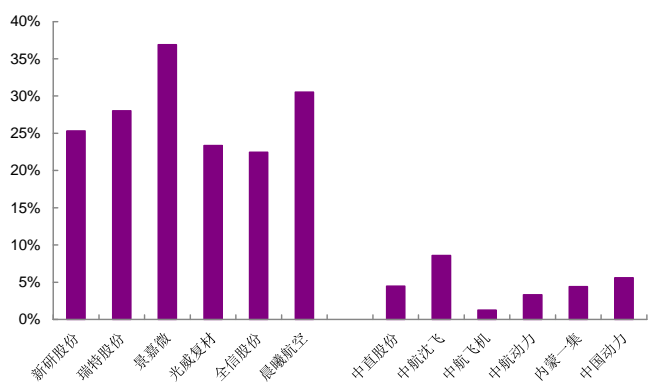
表 1: 2017 年以来军民融合重要事件

时间	重要事件	重点内容
2017 年 1 月	中央军民融合发展委员会成立	是中共中央政治局召开会议决定设立的组织机构，由习近平任主任，对中央政治局、中央政治局常务委员会负责。领导班子由国家最高领导人组成，主任中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平，副主任中共中央政治局常委李克强、中共中央政治局常委刘云山、中共中央政治局常委兼办公室主任张高丽。
2017 年 6 月	中央军民融合发展委员会召开一次会议	把军民融合发展上升为国家战略，根本出路在改革创新。 要以扩大开放、打破封闭为突破口，不断优化体制机制和政策制度体系。
2017 年 9 月	中央军民融合发展委员会召开二次会议	20 个省份出台军民融合发展规划。启动实施首批 41 家军工科研院所改革，深化论证空域管理体制、 军品定价议价规则、装备采购制度等改革方案 ，全面推开武器装备科研生产许可与装备承制单位联合审查工作机制。国防科技工业是军民融合发展的重点领域...促进供给侧结构性改革的迫切需要。
2017 年 12 月	国务院印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	进一步扩大军工开放 ，打破军工和民口界限，不分所有制性质，形成小核心、大协作、专业化、开放型武器装备科研生产体系。核心能力由国家主导；重要能力发挥国家主导和市场机制作用，促进竞争，择优扶强；一般能力完全放开，充分竞争。 将军工集团公司军品外部配套率、民口配套率纳入国防科技工业统计 。积极引入社会资本参与军工企业股份制改造。

资料来源：新华网、中国政府网

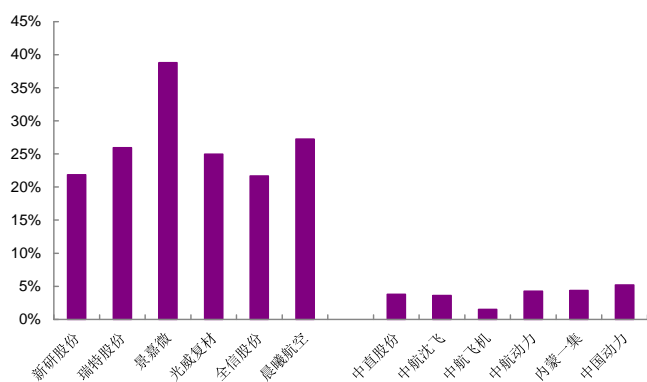
目前总装企业利润率大幅低于军品上游配套商。下游总装企业的成本即中上游企业收入，在成本加成定价机制下，下游企业倾向于做高成本，进而带来上游企业的高利润率。

图 13: 部分军工配套、总装企业毛利率比较 (2017 年)



资料来源：Wind

图 14: 部分军工配套、总装企业净利率比较 (2017 年)



资料来源：Wind

军工产业链中上游充分竞争、降低总装成本是大趋势。军民融合的国家战略重点表述如进一步扩大军工开放，打破军工和民口界限，不分所有制性质，促进竞争，择优扶强；一般能力完全放开，充分竞争等。大力鼓励民企

参军，将有利于在军工产业链中上游形成充分竞争，进而降低总装企业采购成本，为总装企业利润率提升创造条件。

总装企业降成本后，进而可能降低武器销售价格，对需求方即军方亦有利，我们认为这也是国家推动军民融合的重要初衷之一。于总装企业而言，如果成本降低幅度大于武器降价幅度，盈利空间则仍有可提升空间。

实质性改革措施有望落地。《中国证券报》12月21日报道，有关部门正在对武器装备科研生产许可目录进行调整，许可范围将缩小。

我国对列入《武器装备科研生产许可目录》的武器装备科研生产活动实行许可管理。从事武器装备科研生产许可目录所列的武器装备科研生产活动，应当依法申请取得武器装备科研生产许可，依据《财政部国家税务总局关于军品增值税政策的通知》和《国防科工局关于印发〈军品免征增值税实施办法〉的通知》，获得武器装备科研生产许可证后，从事许可目录所列的武器装备科研生产，取得军品免征增值税合同清单的条件下，可以享受免除16%军品增值税；未取得武器装备科研生产许可的，不得从事许可目录所列的武器装备科研生产活动。

许可目录调整的影响主要体现在两方面。一方面，由于许可目录和军工产品免税直接挂钩，该政策发布后将对现存已享受军品免税政策的中上游军工配套企业产生一定影响，使其失去部分免税资格。另一方面，对于新进军工产业链的企业，则是降低门槛、鼓励进入的举措。我们认为，此次武器装备科研生产许可目录调整是军民融合深度推进的重要措施，是军队武器装备的采购机制重塑的重要组成部分。

3.3、股权激励，为总装盈利提升插上翅膀

中航沈飞开军品总装公司股权激励先河，立军工混改标杆。中航沈飞公司2018年5月16日发布股权激励草案，拟推出有效期10年的股权激励计划。其中，第一期拟向公司董事、高管及核心管理技术骨干合计92人授予407.2741万股股票，授予价格为22.53元/股，有效期5年。

表2：近年来推出股权激励的军工央企，中航沈飞是首家总装企业

上市公司	主要业务	推出时间
中航机电	航空机电	2015年
中航光电	连接器	2016年
中国动力	舰船动力	2017年
中航沈飞	战斗机	2018年

资料来源：Wind

2018年1月，在沈飞战斗机资产完成对中航黑豹借壳上市后，国资委网站评价为“是航空工业对深化军民融合、混合经济所有制改革及核心军工资产证券化的一次积极探索”。此次股权激励，是国内第一次在总装企业层面进行股权激励，超出市场对最核心总装企业难以推行股权激励的认知预期，对整个军工行业示范意义重大，是军工混改的一标杆性事件。

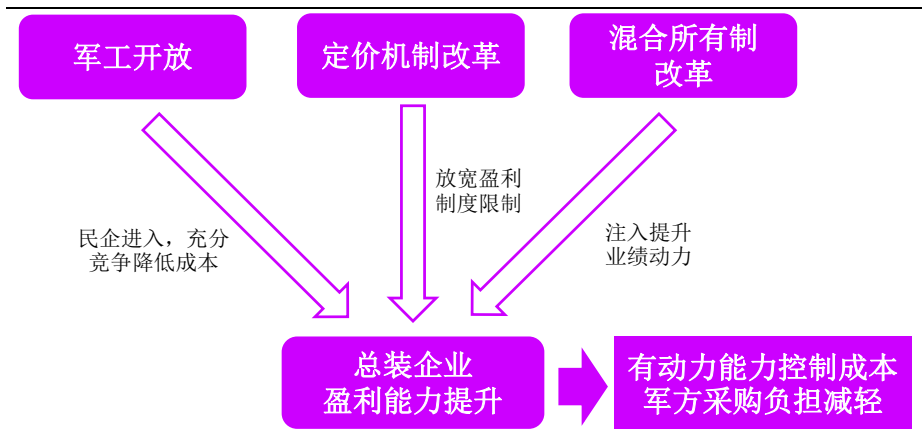
图 15: 国资委网站评价沈飞上市



资料来源: 国资委网站

我们认为总装企业利润率提升有三大条件: 1) 定价机制改革放宽对总装企业利润率制度限制, 提高其可盈利空间, 2) 在中上游大力鼓励民营军工进入充分竞争以降低成本, 3) 股权制度层面近年来持续推进的混合所有制改革充分激发动力。三管齐下推动总装企业控制成本, 生产出优质价美的武器装备, 降低军方采购成本。条件一、二过去几年已经在逐步推行, 条件三即股权激励首次落地, 未来有望由点及面, 逐步推开, 为行业更多总装企业打开盈利提升之匙。

图 16: 三管齐下促军工总装企业利润率提升

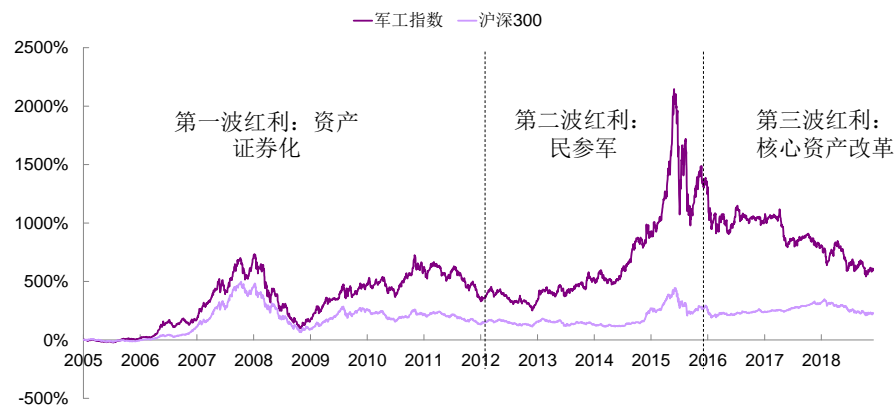


资料来源: 光大证券研究所

4、投资建议：去伪存真

军工行业需求增长稳定，供给格局基本稳固，盈利提升更多依赖改革释放的制度红利，而非来自需求拉动或供给结构调整带来的集中度提升。行业投资路径，由“炒壳”（资产注入）到“炒概念”（民参军），开始向真正的投资基本面（核心军工资产）过渡。定价机制、军民融合、股权激三管齐下将开启总装盈利提升之匙。参考国外总装近 10% 净利润率水平，A 股军工总装企业尚有数倍盈利改善空间。

图 17：军工股投资路径演变



资料来源：Wind，光大证券研究所

预计行业 2019 年的抗周期属性将进一步凸显，维持“增持”评级。去伪存真，核心军工资产和概念军工资产（壳、大量转型民参军）将进一步分化。长期看，军工下一轮投资的主线将围绕核心资产展开，推荐拥有长期战略地位和垄断地位的总装公司，如中航飞机、中航沈飞、中直股份、航发动力；另一类拥有核心军品技术且转民用潜力较大的标的亦值得关注，推荐景嘉微。

4.1、中航飞机

◆**中国大飞机旗舰。**公司是中航工业集团下大飞机平台，拥有军民融合的军机、民机两大产业体系。军品轰 6、歼轰 7、运 8 为我国空军目前主力机型，运 20 是未来我国战略投送核心力量；民品包括新舟飞机、ARJ21 主要机体、C919 机体结构等我国民机制造核心业务。公司 2017 年收入超过 310 亿元，是国内产值最大的飞机制造上市公司。

◆**战略空军呼唤，大运助推起飞。**空军是我国军力的相对短板，其中，作为主要战略投送力量的运输机，截止 2017 年我国保有量仅为美国 1/5 和俄罗斯 1/2，甚至少于印度，且以中型运输机为主，而美国则是大型运输机占 2/3。随我国空军战略逐步由国土防空向攻防兼备型转变，空军成为装备建设的重点投入方向，对运输机尤其大型运输机需求极大。据国防大学 2014 年《中国军民融合发展报告》，我国对运 20 有 400 架需求，我们估算总价值数千亿元。公司运 20 于 2016 年已开始列装部队，正逐步放量，成为公司成长的长期拉动力。

◆**深度参与国产大飞机，前途远大。**据波音公司 2018 年发布预测报告，未来 20 年全球民用飞机市场规模达到 6.3 万亿美元。目前全球民机市场主

要被波音和空客占据。我国将国产大飞机作为重大专项自 2008 年起实施，C919 于 2017 年首飞，预计 2021 年开始交付，截至 2018 年 2 月订单总数达 815 架。公司是 C919 主要的国内参与方，旗下沈飞民机、成飞民机、西飞是 C919 机体主供应商，包括机头、中机身、副翼、襟翼、外翼合段等，将长期受益中国民机产业大发展。

◆**总装企业按 PS 定价更合理，公司目前仍显著低估，维持“增持”评级。**公司 2018 年前三季度业绩营收同比增长 4.66%，归母净利润大幅增长 82.90%，因公司航空业务产品结构进一步优化。维持公司 2018-2020 年 EPS 0.20、0.25、0.29 元，SPS 12.87、14.76、16.94 元的盈利预测。国内总装企业因受成本加成定价机制影响，利润率普遍较低，相比 PE 估值，PS 估值更能体现其价值。公司目前 PS 显著低于国内总装中航沈飞、内蒙一机、中直股份等总装公司，甚至低于国外军机公司洛马、波音等，价值明显被低估。维持“增持”评级。

◆**风险提示：**军品订单大幅波动；民机研发进度不确定；PE 估值高。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	26,121.85	31,079.05	35,635.25	40,874.89	46,900.47
营业收入增长率	8.32%	18.98%	14.66%	14.70%	14.74%
净利润（百万元）	413.13	471.40	563.88	695.19	814.34
净利润增长率	3.27%	14.10%	19.62%	23.29%	17.14%
EPS（元）	0.15	0.17	0.20	0.25	0.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.69%	3.00%	3.51%	4.22%	4.79%
P/E	89	78	65	53	45
P/S	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

4.2、中航沈飞

◆**开总装股权激励先河，立军工混改标杆。**2018 年 1 月，在沈飞战斗机资产完成对中航黑豹借壳上市后，国资委网站评价为“是航空工业对深化军民融合、混合经济所有制改革及核心军工资产证券化的一次积极探索”。2018 年 11 月，公司完成第一期股权激励授予，是国内第一次在总装企业层面进行股权激励，对整个军工行业示范意义重大，树立起是军工行业混改标杆。

◆**启总装盈利大幅提升希望，公司未来盈利能力有望显著提升。**国内军工总装企业利润率水平远低于国际水准，也大幅落后于上游军工零部件配套公司。股权激励有利于充分激发军工企业管理层和核心人员动力，与军品定价机制改革（对 5% 净利润率限制进行调整）、军民融合（上游引入民企充分竞争降低总装采购成本）三管齐下，总装企业迎来真正盈利改善希望。若军工总装企业做出优秀业绩，进而做大市值，借助资本市场融资投入军品研发生产，则可减轻国家投资负担，增加军工投资总量。公司作为目前唯一推出股权激励的军工总装企业，有望率先获得盈利提升。

◆**核心机型高景气，业绩稳健增长。**受益我国空中力量建设，公司作为国内两家主要战斗机供应商充分受益。核心机型 J11、J15、J16 等是我国海空军目前已装备的主力机型或主要新采购机型，推动公司 2015-17 年收入复

合增长率达 15.6%，远高于同期军费每年个位数增速。在我国空军战略由国土防空向攻防兼备型转变、海军战略由近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变的背景下，我们预计公司未来 3-5 年收入端增速仍有望保持 10% 以上较快增长。

◆**投资建议：**作为国内战斗机龙头公司，受益我国空中力量建设高景气，公司处于快速发展通道，维持公司 2018-2020 年收入 222、253、289 亿元，归母净利润 8.47、9.99、11.97 亿元的盈利预测。若未来股权激励、定价机制改革、军民融合等政策持续推进落地，公司在收入稳健增长基础上，盈利能力（利润率）有进一步提升可能，超过我们这一盈利预期。考虑公司在我国空军领域的战略地位、在 A 股的稀缺性，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**军品订单大幅波动。交付结算的季节性波动。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,154.44	19,459.28	22,173.53	25,294.92	28,884.52
营业收入增长率	-31.96%	1585.60%	13.95%	14.08%	14.19%
净利润（百万元）	27.77	706.78	846.89	999.36	1,197.40
净利润增长率	-112.58%	2445.55%	19.83%	18.00%	19.82%
EPS（元）	0.02	0.50	0.60	0.71	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.32%	9.91%	10.61%	11.13%	11.76%
P/E	1,398	55	46	39	32
P/S	8.3	2.0	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

4.3、中直股份

◆**我国直升机领域龙头，几乎代表我国整个直升机行业。**公司拥有中航工业直升机板块除武装直升机总装外几乎所有资产，努力构建起较为完整的直升机谱系，核心产品包括直 8、9、11 系列（含 AC 系列）等型号直升机及零部件，以及 Y12 系列飞机，具备年产百余架能力。作为中航工业下直升机唯一上市平台，公司几乎代表我国整个直升机行业。

◆**我国军事战略逐步转型，军用直升机需求快速增长。**随着我国安全战略升级，陆军从区域防卫型转向全域机动型转变，对包括直升机在内的空中机动力需求快速增长。参考《飞行国际》数据，2016 年我国军用直升机保有量 801 架仅为美国 1/7，可提升空间巨大。假设未来 20 年我国军用直升机规模达到美国现有数量一半，将有 2000 架采购需求。尤其以直 20 为代表的中型多用途直升机潜在需求巨大而迫切，美国可比型号黑鹰 UH60 累计生产量超过 4500 架。

◆**民用直升机中长期潜力巨大。**相比军用直升机，民用直升机面临更为广阔市场需求。但受制于政策推进进度，我国低空领域尚未放开，直升机需求暂难爆发。但空域改革不断推进是大趋势，通用航空领域中长期空间巨大，相比美国超过 14000 架的保有量，我国民用直升机规模不超过 1000 架。公司作为产业龙头也将有巨大成长潜力。

◆**持续关注中航工业资产证券化进程。**中航直升机公司 2014 年营收 240.7 亿元，约为同期上市公司的 1.93 倍。中航工业资本运作走在各大军工

集团最前列，资产证券化在各大军工集团中最高，公司望继续受益集团资本运作持续推进。

◆**投资建议：**维持公司 2018-2020 年 EPS 为 0.92、1.08、1.28 元的盈利预测。考虑公司作为行业龙头的垄断性地位和证券化潜力，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**军品订单大幅波动；新产品研制、批产进度的不确定性；通航发展低于预期；改革进度不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2019E
营业收入（百万元）	12,521.51	12,048.11	13,436.58	15,375.19	17,671.44
营业收入增长率	-0.18%	-3.78%	11.52%	14.43%	14.93%
净利润（百万元）	439.16	455.38	543.81	638.66	755.93
净利润增长率	0.48%	3.69%	19.42%	17.44%	18.36%
EPS（元）（摊薄）	0.75	0.77	0.92	1.08	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.40%	6.31%	7.13%	7.88%	8.72%
P/E	50	48	40	34	29
P/S	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

4.4、航发动力

◆**航空发动机龙头。**公司历经两次重组，整合了航发集团核心航空发动机、燃气轮机制造资产。当前业务涵盖航空发动机及衍生品、外贸转包及非航民品，发动机种类实现了涡扇、涡喷、涡轴、涡桨及活塞的全品种覆盖。2017 年公司由中航工业集团划至新成立的央企中国航发集团，战略定位进一步提升，并完成近 100 亿元在融资，加码作为国家战略项目的航空发动机业务。

◆**聚焦主业交付提速，新老换代结构优化。**公司主营业务三大板块中，航空发动机及衍生产品 2018 上半年实现收入 68.20 亿元，同比增长 14.58%，贡献 83.25% 收入，毛利率 19.56%，同比下降 3.46 个百分点。其中，黎明、南方、黎阳公司收入分别增长 12%、35%、11%。收入增长较快但毛利率明显下滑，主要因产品结构变化，新机型交付占比提升，同时高毛利的维修业务下降导致。我们认为，随新老型号逐步换代，航空发动机及衍生产品收入望继续保持较快增长，同时毛利率水平亦将因新机型保有量提升带来的维修需求而重新回升。

◆**投资建议：**新型号发动机需求提速，同时自身费用率得到优化，公司业绩拐点已经来临，公司 2018 年前三季度业绩同比增长 78.25% 显著提速。维持公司 2018-20 年 0.55、0.66、0.83 元的盈利预测。公司在我国航空制造业领域重要战略地位长期为其带来估值溢价，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**重点新型号发动机研制进展不及预期，两机专项扶持力度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	22,217	22,555	24,146	26,626	29,479
营业收入增长率	-5.38%	1.52%	7.06%	10.27%	10.71%
净利润（百万元）	890.70	959.99	1,240.72	1,484.25	1,872.92
净利润增长率	-13.80%	7.78%	29.24%	19.63%	26.19%
EPS（元）	0.40	0.43	0.55	0.66	0.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.71%	3.72%	4.64%	5.33%	6.39%
P/E	55	51	39	33	26
P/S	1.9	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

4.5、景嘉微

◆源自军中清华，立足便捷感知世界。公司 2006 年由国防科技大学出身团队创立，成立之初即参加“神州八号”图形显控模块设计。后历经十余年发展，图形显控已成为公司极具优势的核心产品，我国新研制绝大多数军机均使用该模块，相当数量保有军机显控系统换代也使用该产品。公司于 2014 年成功研发 JM5400 芯片，填补军用 GPU 芯片领域空白，助力逐步摆脱对进口产品依赖。

◆定增 10.8 亿元加码 GPU 研发。2018 年 12 月 27 日，公司完成非公开发行股票，拟募集不超过 10.8 亿元，投入至包括高性能图形处理器芯片以及面向消费电子领域的通用型芯片（包括通用 MCU、低功耗蓝牙芯片和 Type-C&PD 接口控制芯片）等在内的集成电路研发设计领域，以强化公司在国内图形处理芯片研发领域的领先优势。华芯投资作为国家集成电路产业投资基金股份有限公司的唯一管理人，已与公司签订《非公开发行股票之认购意向协议》，亦显示对公司在国内 GPU 领域重要地位认可。

◆新一代 GPU JM7200 流片成功，与浪潮合作共同推进自主可控。公司系目前唯一依靠完全自主研发成功研制出 GPU 芯片并实现产业化的 A 股上市公司，JM5400 芯片打破了外国芯片在我国高性能 GPU 领域的垄断，率先实现军用 GPU 国产化并占有较高市场份额。目前国内民品市场还未出现完全自主可控的国产化 GPU 芯片产品，公司新一代支持通用编程体系架构的图形处理芯片的研发不断推进，正致力于实现从嵌入式 GPU 到高端嵌入式应用、桌面应用、通用计算等 GPU 及相关领域的不断延展与渗透，以抓住民品高性能 GPU 芯片国产化替代的良好机遇。公司新一代图形处理芯片 JM7200 于 2018 年 9 月完成流片、封装阶段工作，基本的功能测试结果符合设计要求。随后公司即与浪潮集团子公司山东超越数控电子签订《战略合作协议》，由超越数控牵头完成自主可控整机的研发工作，公司负责提供基于国产芯片的图形显示卡。

◆投资建议。公司军用显控业务受益我国空军建设高景气稳健增长，由于军用领域国产替代率提升后增速略有放缓，维持 2018-20 年 1.52、1.83、2.37 亿元的盈利预测，公司 12 月 27 日完成增发后，2018-20 年 EPS 摊薄为 0.50、0.61、0.79 元。考虑公司作为国内稀缺 GPU 标的在我国自主可控领域的重要地位和民用领域巨大成长潜力，维持“买入”评级。

◆风险提示：军品订单大幅波动；新产品研发进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	278.01	306.25	377.57	469.41	618.95
营业收入增长率	15.99%	10.16%	23.29%	24.32%	31.86%
净利润 (百万元)	105.29	118.83	151.63	183.05	237.85
净利润增长率	18.36%	12.86%	27.60%	20.72%	29.94%
EPS (元)	0.35	0.39	0.50	0.61	0.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.11%	11.91%	12.66%	13.78%	15.84%
P/E	104	92	72	60	46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

5、风险分析

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

军工企业改革进度不及预期。目前武器装备采购体系的形成有复杂的历史原因，改革是渐近过程难以一蹴而就。若相关改革进程低于预期，则总装企业盈利提升的进程亦可能因之低于预期。

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

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/S(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000768	中航飞机	13.24	0.17	0.20	0.25	78	65	53	1.2	1.0	0.9	维持	维持
600760	中航沈飞	27.71	0.50	0.60	0.71	55	46	39	2.0	1.8	1.5	增持	维持
600038	中直股份	37.36	0.77	0.92	1.08	48	40	34	1.8	1.6	1.4	增持	维持
600893	航发动力	21.72	0.43	0.55	0.66	51	39	33	2.2	2.0	1.8	增持	维持
300474	景嘉微	36.16	0.39	0.50	0.61	92	72	60	31.9	28.9	23.2	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781