

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

李勇鹏 军工行业分析师

执业编号: S1500517110001

联系电话: +86 10 83326846

邮箱: liyongpeng@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

军工行业：中航飞机、四创电子

2018 年 09 月 17 日

➤ 本周行业观点：中报后业绩真空期，不高于行业整体估值的军工央企将有更明显相对收益

我们对今年余下 4 个月不到军工行情整体判断如下：由中报向好带来的中报行情将告一段落，在三季报披露前，由于高频数据验证的缺乏，军工行业整体将步入一段震荡期，但由于市场对军工业绩兑现情况关注仍存、相较其他行业具有逆周期的确定性，军工行业仍然有投资机会。三季度投资机会主要来自于不高于行业整体估值水平的军工央企的相对收益，军工行业更大的表现将在三季报披露之后，彼时随着三季报对基本面改善的再次确认，主机厂将再度带领军工板块走强。

军工演绎中报行情，与创业板联动效应开始脱钩。中报后军工反弹强劲，同时一贯影响军工表现的创业板期间跌幅明显，军工板块开始呈现与创业板联动脱钩迹象，军工走出一波中报行情。我们认为军工这段时间超越市场原因主要是：1) 中报延续 1 季报高景气趋势，部分子行业增长甚至达 50% 以上，初步验证基本面拐点出现；2) 国内经济温和下行背景下，市场对各行业盈利预期不乐观，担忧从“杀估值”到“杀业绩”，但军工企业受宏观形势影响有限，更依赖于军品采购周期，在宏观下行背景下，逐步验证的军工业绩释放周期较其他行业有更强确定性。

军工行业中报行情演绎至今，以主机厂领衔的上涨行情或许告一段落，但后续仍有确定投资机会。主要原因是：1) 部分企业绝对估值仍然看起来很高；2) 步入信息真空期，军工行业难有高频数据验证景气度。但军工行业后续仍有投资机会，原因在于：1) 由中报高景气所引起市场关注及预期改变仍然存在，长期盈利无法兑现的军工行业这次是否能够出现逆袭，是目前市场仍然关心甚至可能是刚刚开始关心的问题。2) 同时由于其他行业在宏观压力下难言预期确定性，军工行业在采购周期上行背景下，军费支出较为刚性，相较其他行业反而具有逆周期的确定性。

在三季度投资节奏及标的选择上，我们更建议关注央企军工集团中估值不高于行业整体水平的企业。本轮军工行业反弹是中报业绩超预期、和其他行业相比景气度更高两方面原因，尤其以央企主机厂为代表，超越平均水平上涨表明市场对军工中报基本面变化的关注及认可。我们认为军工行业景气度仍存、市场关注度逐渐提高，三季度交易性机会仍然存在，集中于估值不高于军工行业整体水平的央企背景军工企业，主要因为在行业整体等待业绩信号过程中，相对较低的估值具有较高上行空间。

军工行业具有明显的逆周期确定性，不会出现由“杀估值”到“杀业绩”的情况。我们认为军工基本面大周

期是向上的，这主要是基于装备研制列装周期成熟带来的采购量提升、国防开支上行做出的判断，在国内经济温和下行背景下，市场目前对各行业后续盈利预期不乐观，担忧在经济下行背景下企业盈利出现下滑，但相较来说军工企业整体收入和盈利水平受军品采购周期影响更大，与宏观经济运行相比具有较明显的逆周期特性，因此我们认为后续军工企业在宏观经济整体承压背景下，盈利将具有较高的韧性及景气度，在机构低配、估值处于历史相对估值低位、盈利保持大幅度改善趋势情况下，军工行业有望脱离与创业板的联动效应，形成独立行情。

投资机会聚焦军工央企，三季度建议关注不高于行业整体估值水平的军工央企标的。

风险因素：装备批量列装进度低于预期，军工体制改革进度低于预期，军费投入低于预期。

➤ **本期【卓越推】：**中航飞机（000768.SZ）、四创电子（600990.SH）

中航飞机（000768.SZ） （2018-09-14 收盘价 15.90 元）

➤ **核心推荐理由：**

1. **市场确定、行业回暖、公司龙头地位的凸显，是我们在这个阶段推荐中航飞机的三个核心逻辑。**我们认为公司面临的军民大中型飞机市场需求确定且长期来看空间广阔。在军改落地、国防预算支出增速提高、新一代主战装备陆续列装，主战装备的采购列装周期也许已经开启并且将持续很长一段时间，军工主战装备主机厂的景气周期起点已经来临。中航飞机作为我国大中型军用飞机制造企业、我国干支线民用客机核心配套企业，汇聚了我国大中型飞机设计、制造生产的优势资源，且在运输机领域没有其他竞争对手，行业龙头地位无可比拟，将受益于未来巨大的军机及民用客机采购需求，具有突出的长期投资价值。
2. **中航飞机面对的大中型军用飞机、民用客机市场是一个需求确定、空间广阔的市场。**大中型军用飞机方面，空军战略转型需要空降作战和综合保障能力作为支撑，对大中型军用运输机提出了迫切需求。国防大学在《中国军民融合发展报告 2014》中预测，中国未来需要十个以上的运输机团，400 架以上的运-20 系列飞机，才能满足在亚洲地区执行任务的需求。此外还有飞豹、轰-6 等机型的需求，公司在军用运输机等方面面临的是超 6000 亿的市场，市场空间十分广阔。
3. **行业基本面改善迹象出现，公司本身军机业务向好的信号也已经出现。**2018 年我国国防预算开支超预期，使用侧重于武器装备更新。主战装备研制成熟及列装，为装备升级换代带来的大规模采购奠定良好基础。未来两年我国装备将进入集中采购期，主机厂将充分受益。上市公司业绩改善明显，显示行业基本面出现好转。公司 2018 年上半年营业收入延续一季度快速增长势头，同比增速创近 5 年同期新高；

利润增速较去年同期显著增长，增速达 113.64%，归母净利润增速达 77.33%，公司中期经营业绩显著向好，中航飞机母公司业务变化趋势较合并报表更为积极，占合并报表比例进一步提高，反映军机业务表现更为突出。销售费用的增加，尤其是销售费用中销售服务费的大幅增加，反应了军机整机交付速度提高。

4. 公司核心的优势在于业务清晰、资源集中、实力雄厚的垄断大中型军用飞机制造平台价值，此为公司更为长期的投资价值所在。经过历次资产注入整合，公司目前拥有了中航工业旗下核心制造资源，公司整合路径虽然漫长，但是方向明确，即成为我国中大型军用飞机研制和生产基地，目前公司拥有的运-8、歼轰-7、轰-6 等型号制造资源，都仍为我国航空主战装备。在此基础上，公司作为我国中大型军用飞机制造平台，后续还将充分受益我国大型运输机运-20、中型运输机运-9 以及后续中大型军用运输机的改型、平台升级。与成飞、沈飞在战斗机研制生产方向分工有所不同，中航飞机在中大型军用飞机制造平台的发展路径上，具有垄断地位，国内并无其他研究所及生产单位能够挑战公司的行业地位，作为平台的价值将是公司的长期投资价值所在。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2018-2020 年将实现 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.32 元，基于中航飞机在军用大中型飞机市场的龙头地位，以及未来主战装备列装带来的广阔市场空间，给予“增持”评级。
 - **风险因素：**军品装备采购不及预期；公司相关军品型号交付进度不及预期；国产民用客机研发生产进度、市场开拓不及预期。
 - **相关研究：**《20180725【信达军工】中航飞机首次覆盖报告：我国唯一大中型军用飞机平台，龙头地位具备长期投资价值》、《20180828【信达军工】中航飞机中报点评：收入利润高增长，大中型军用飞机龙头业绩持续向好》。

四创电子 (600990.SH)

(2018-09-14 收盘价 43.70 元)

➤ 核心推荐理由：

1、上半年经营情况向好，公司 2018 年上半年营业收入较去年同期显著增长，军民品雷达业务均有突出表现，公共安全业务受益于机动保障车收入大幅增长，经营结构逐步呈现多头并进趋势。1) 公司营业收入增长主要受益于雷达业务及机动保障车业务收入大幅增长。在雷达业务方面，母公司雷达业务 18 年半年报较去年同期增长 67.8%。博微长安雷达及雷达配套业务实现收入 0.977 亿元，去年同期收入为 0.056 亿元，业务增长强劲。2) 公共安全产品收入整体增长 25.3%，主要受益于机动保障车收入的大幅增长。公司平安城市业务有所收缩，母公司公共安全产品收入下滑 20.7%；机动保障业务增长明显，通过拆分合并报表及母公

司报表，我们认为 18 年上半年机动保障车业务收入达 1.43 亿元左右，较去年同期（0.052 亿元）大幅增长，在平安城市业务有所放缓的情况下，机动保障车业务成为公司公共安全产品板块新增长点。3）粮食仓储信息化改造业务收入也取得较大突破，2018 年上半年实现收入 0.448 亿元，较去年同期增长 94.8%。4）我们认为从收入增长及收入结构性变化，反映出公司在公共安全、军民雷达、能源系统等方面业务发展趋势向好，报告期内公司平安城市业务有所收缩，我们认为可能是受信用收紧、市场竞争激烈等因素所致，也可能是公司主动调整收入结构，有助于公司提高资金使用效率。同时公司机动保障业务和军民品雷达业务呈现高增长态势，收入结构更为优化。

2018 年上半年毛利率有所下降，有部分季节性因素，但主要原因为雷达及雷达配套业务、机动保障装备业务毛利率下滑较为明显，我们认为并不反映长期趋势，一方面是本期部分雷达产品主要集中于毛利较低的配套产品部分，另一方面也有机动保障装备等新业务成本尚未充分摊销因素，随着雷达产品结构的调整和机动保障装备收入的增长，毛利率未来将会回升。公司上半年整体毛利率 13.78%，较去年同期下降 1.76 个百分点，毛利率下降主要受到雷达业务和机动保障业务毛利率下降的影响。1）18 年上半年公司雷达及雷达配套毛利率 14.4%，较去年同期 25.9% 下滑明显，分拆来看母公司雷达业务 18H1 毛利率 16.7%（去年上半年 24.4%，全年 16.7%），18H1 博微长安雷达及雷达配套业务毛利率 6.9%（去年全年 33.1%），我们认为雷达业务毛利率下降主要是由于交付客户产品中毛利较低的雷达配套占比较高，同时博微长安今年上半年收入及成本较去年增长明显，固定成本摊销不够充分。2）公共安全产品 2018H1 毛利率 10.5%（去年上半年 13.4%），拆分来看，母公司公共产品毛利率 14.9%，较去年上半年增长 1.7 个百分点，在收入有所收缩的情况下，平安城市业务毛利率有所提升，我们认为公司这一调整可能是有意为之，对于平安城市业务的开展考虑到了项目的回报、对现金流的影响，开始有意选择相对优质的项目实施，对于资金占用体量较大的平安城市业务属于好现象。3）机动保障装备 2018H1 毛利率 3.1%（去年上半年 23.1%，全年 4.8%），机动保障业务毛利尚低，我们认为主要原因是公司机动保障业务属于较新的业务，在收入未达到一定规模前，固定成本的摊销占比较高导致毛利率较低，后续随着机动保障业务收入增长，毛利率有望稳步提高。4）公司电源产品毛利率较去年同期提升 2.1 个百分点，粮食仓储信息化改造业务毛利率提升 16.1 个百分点。

2、国内雷达行业龙头企业，军民品雷达全覆盖，持续受益新一代天气雷达建设、空管设备国产化及警戒雷达需求提升。公司军民融合雷达业务方面，随着我国高质量气象服务需求多样化，我国将全面推进气象现代化，公司在气象雷达方面增速将保持较为平稳增长；随着十三五期间我国民航空管装备国产化的推进，新建、改扩建机场同步建设空管工程，雷达、导航等其他空管设备也将陆续推动国产设备的使用，国内军用航空也将大力推进空管系统建设；在低空警戒雷达方面，公司由单一装备向多品种装备升级，从装备生产到装备全寿命周期保障，积极承接装备升级任务，大力拓展装备大修新市场。

3、公司公共安全产品业务受益“雪亮工程”，迎爆发式增长。公共安全产品方面，我国平安城市正从传统安防向平安城市的大安防体系、数字城市、智慧城市方向发展。2017年我国安防(政府需求类视频监控)与雪亮工程千万级项目市场规模约为423.65亿，项目数705个，千万项目平均投资约为6008.31万。与2016年相比，我国安防与雪亮工程千万项目市场规模增长了约240亿，增长率为136.86%。公司公共安全产品将从硬件提供商向运营服务商发展，公司公共安全产品将受益于城市化及现代城市治理水平提高带来的安防需求，从“区域拓展”以及“业务转型”两方面畅想行业增长红利。

4、资本运作平台地位凸显。博微子集团作为中国电科二级成员单位，统一管理8所、16所、38所以及43所。这些研究所分别拥有国内顶级的光传感技术、低温电子技术、国防高科技电子装备和微电子技术。四创电子作为博微子集团的唯一上市平台，在军工资产证券化的背景下，公司在中电博微子集团资本运作平台地位或日趋明显。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2018-2020年将实现EPS分别为1.56元、2.04元、2.47元，继续维持“买入”评级。
- **风险因素：**军品装备采购不及预期；空管设备国产化进度不及预期；公共安全产品规模扩张及转型不及预期。
- **相关研究：**《20180420【信达军工】四创电子深度报告：强者恒强，国内雷达龙头军民业务齐发力》，《20180507【信达军工】四创电子一季报点评：业绩符合预期，子公司业绩增长强劲》，《20180828【信达军工】四创电子中报点评：雷达回暖机动保障装备增长加速，毛利率下滑属短期因素》。

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士，加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

李勇鹏，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015年9月至2017年8月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017年9月加入信达证券从事军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。