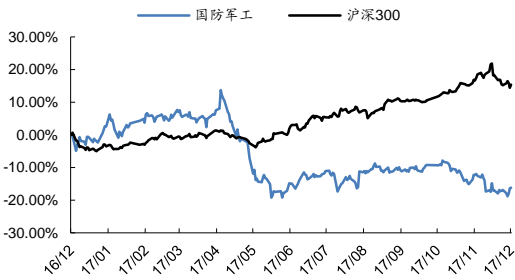


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人: 苏立赞
sulz@ghzq.com.cn
联系人: 邹刚
zoug@ghzq.com.cn

边际变化向上, 板块回升有望

——国防军工行业 2018 年投资策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
国防军工	-4.4	-6.0	-17.5
沪深300	-1.3	4.5	15.2

相关报告

《国防军工行业周报: 朝鲜发射洲际弹道导弹, 俄交付中国第三批 5 架苏 35 战机》——2017-12-03

《国防军工行业周报: 航天科工完成公司制改制, AC312E 直升机高原试飞成功》——2017-11-26

《国防军工行业周报: 中国船舶中船防务降杠杆, 中航工业迪拜航展显风采》——2017-11-19

《国防军工行业周报: 中电博微组建, 歼 20 运 20 已开展编队训练》——2017-11-12

《国防军工行业周报: 三季度船舶板块影响整体营收, 看好军工板块未来发展》——2017-11-06

投资要点:

- **国防军工指数及行业估值处于近三年低位。**指数方面, 由年初至 2017 年 11 月 24 日, 沪深 300 指数上涨 23.99%; 申万国防军工指数下跌 14.96%, 跑输沪深 300 指数 38.95%。相较于 2016 年初申万国防军工指数跌幅达到 26%, 处于近三年来的底部位置。估值方面, 2017 年 11 月 24 日, 申万国防军工板块动态 PE (剔除负值) 为 58 倍, 相较于 2016 年初的 132 倍动态 PE 和 2017 年初的 86 倍动态 PE, 分别下降 56.06% 和 32.56%, 降幅明显。分板块来看, 航天装备动态 PE 84 倍、航空装备动态 PE 67 倍、地面兵装动态 PE 63 倍、船舶制造动态 PE 39 倍, 均处于近三年的底部位置。
- **行业基本面不断改善。**军费投入方面, 受国家经济稳定发展、周边局势不稳定因素增多、美国国防预算增幅创十年新高等因素影响, 2018 年国防预算增速有望超过 7%。军改方面, 军改逐渐步入尾声, 不利影响逐渐消除, 军品采购有望重回正轨; 降本增效方面, 三合一降一补决策部署不断落实, 企业财务负担减轻, 盈利能力增强; 军援军贸方面, 我国武器装备国际竞争力提升, 出口规模不断扩大。
- **政策重点支持, 改革不断深化。**十九大提出强军新目标; 高端制造军工领衔; 军民融合最高领导机构成立, 政策制度不断完善, 融合持续深化; 军品定价机制改革持续推进, 总装和核心分系统企业利润空间逐渐打开; 国企改革继续深化, 混改、资产证券化、资产整合, 国防军工有望多方面受益。
- **我们看好军工行业, 给予推荐评级,**主要基于以下理由: 1) 国防军工板块估值处于近三年的低位, 已具备一定的合理性。2) 军工行业基本面好转, 主要得益于我国军用装备更新换代速度加快, 军改不利影响逐渐消除、国企降本增效盈利能力提升。3) 政策方面, 看好国企改革、军民融合、科研院所改制、资产证券化等政策对国防军工行业发展的推动。4) 周边安全形势变化将进一步提振市场对于军工板块的关注度, 成为板块上升的催化剂。
- **投资策略及重点推荐个股:** 1) 当前阶段重点发展以及装备需求确定性高的海空军装备领域的总装龙头企业, 重点推荐中直股份 (600038)、中航飞机 (000768)、中航黑豹 (600760)、中国动力

(600482)。2) 重点推荐装备发展亟待突破、国家政策大力扶持的航空发动机、机载设备领域标的, 推荐航发动力(600893)、中航机电(002013)、中航电子(600372)。3) 看好具备一定行业壁垒、拥有核心技术优势、产品市场空间广阔的优质军民融合标的, 重点推荐中航光电(002179)、中航高科(600862)、瑞特股份(300600)、菲利华(300395)、火炬电子(603678)、航新科技(300424)。4) 看好集团资产证券化思路和目标明确、体外资产质优量大、上市平台地位确定的标的, 重点推荐国睿科技(600562)、四创电子(600990)。

- **风险提示:** 1) 装备列装进度不及预期; 2) 行业估值下行风险; 3) 军费投入及军改进展不及预期; 4) 国企改革及军民融合进度不及预期; 5) 相关推荐公司业绩不达预期; 6) 相关公司资产注入的不确定性; 7) 系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2017-12-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
000768.SZ	中航飞机	17.49	0.15	0.17	0.23	116.6	102.88	76.04	增持
002013.SZ	中航机电	11.27	0.36	0.33	0.38	31.31	34.15	29.66	买入
002179.SZ	中航光电	37.16	1.22	1.07	1.31	30.46	34.73	28.37	增持
300395.SZ	菲利华	16.12	0.55	0.65	0.78	29.31	24.8	20.67	增持
300424.SZ	航新科技	22.97	0.45	0.51	0.57	51.04	45.04	40.3	中性
300600.SZ	瑞特股份	43.8	1.36	1.3	1.66	32.21	33.69	26.39	买入
600038.SH	中直股份	46.2	0.75	0.91	1.09	61.6	50.77	42.39	增持
600372.SH	中航电子	14.18	0.26	0.31	0.37	54.18	45.09	38.27	未评级
600482.SH	中国动力	26.07	0.62	0.77	0.97	42.05	33.86	26.88	增持
600562.SH	国睿科技	25.19	0.48	0.57	0.71	52.81	44.01	35.27	未评级
600760.SH	中航黑豹	30.98	0.1	0.38	0.47	295.89	80.99	65.77	未评级
600862.SH	中航高科	10.47	0.05	0.22	0.24	209.4	47.59	43.63	增持
600893.SH	航发动力	28.4	0.46	0.49	0.61	62.13	58.33	46.28	未评级
600990.SH	四创电子	63.08	0.95	1.56	1.81	66.4	40.44	34.85	增持
603678.SH	火炬电子	26.19	1.18	1.52	1.9	22.19	17.23	13.78	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

内容目录

1、 行情回顾	5
1.1、 国防军工指数及行业估值处于近三年低位	5
1.2、 一级市场军民融合如火如荼，有望为二级市场输入更多新鲜血液	7
2、 行业基本面不断改善	8
2.1、 国防军费持续投入，2018 预计稳中有增	8
2.2、 军队转型发展关键时期，装备需求确定性高	10
2.3、 军改步入尾声，不利影响有望逐渐消除	13
2.4、 落实“三去一降一补”，降本增效成果显著	14
2.5、 国防工业实力提升，军援军贸快速增长	14
3、 政策重点支持，改革继续深化	15
3.1、 建设世界一流军队，十九大提出强军新目标	15
3.2、 高端制造，军工领衔	16
3.3、 最高领导机构成立，军民融合国家战略持续推进	18
3.4、 军品定价机制改革，总装和核心分系统企业利润空间打开	19
3.5、 国企改革持续深化，军工领域多方面受益	20
4、 行业评级及投资策略	21
4.1、 行业评级	21
4.2、 投资策略	22
5、 重点推荐标的	24
6、 风险提示	30

图表目录

图 1: 沪深 300 和申万国防军工涨跌幅.....	5
图 2: 2017 年申万各子板块涨跌幅 (截至 11 月 24 日)	6
图 3: 国防军工各子版块涨跌幅	6
图 4: 国防军工板块成交额及占比	6
图 5: 申万国防军工指数.....	7
图 6: PE-TTM (整体法、剔除负值)	7
图 7: 国防军工各子版块 PE-TTM (整体法、剔除负值)	7
图 8: 我国历年国防军费预算及增幅.....	9
图 9: 国防预算占 GDP 比例.....	9
图 10: 中印争端	9
图 11: 朝鲜核试验	9
图 12: 中美海军舰船数量对比.....	10
图 13: 中美舰船排水量对比	10
图 14: 中美全部军机数量对比.....	10
图 15: 中美空军战斗机结构	10
图 16: 国产航母	12
图 17: 055 万吨级大型驱逐舰下水.....	12
图 18: J-20 战斗机	12
图 19: Y-20 大型运输机.....	12
图 20: Z-20	13
图 21: 军队结构规模和力量编成改革.....	14
图 22: 主要武器出口大国武器出口金额 (百万美元)	15
图 23: 我国武器装备进出口额 (百万美元)	15
图 24: 我国主要出口武器装备种类及金额 (百万美元)	15
图 25: 军队建设目标	16
图 26: 中国制造 2025	17
图 27: 2017 军民融合大事件.....	19
图 29: 各军工集团资产证券化率 (按资产口径计算, 2016 年末)	21
图 30: 美股军工股与标普 500 指数走势对比	22
图 31: Lockheed Martin 洛克希德马丁股价走势	23
图 32: ELBIT SYSTEMS 股价走势	23
图 33: Curtiss Wright 寇蒂斯莱特股价走势.....	23
图 34: Honeywell 霍尼韦尔股价走势	23
表 1: 国家级军民结合产业基地.....	8
表 2: 各军兵种建设目标变化.....	11
表 3: 中国制造 2025 重点突破领域.....	17
表 4: 军品采购方式	20

1、行情回顾

1.1、国防军工指数及行业估值处于近三年低位

指数方面，由年初至 2017 年 11 月 24 日，沪深 300 指数上涨 23.99%；申万国防军工指数下跌 14.96%，跑输沪深 300 指数 38.95%。从各子版块来看，申万航天装备板块跌幅为 12.98%；申万航空装备板块跌幅为 21.37%；申万地面兵装板块跌幅为 0.89%；申万船舶制造板块跌幅为 11.64%；申万航空装备板块跌幅最大、申万地面兵装跌幅最小。

成交量方面，申万军工板块一季度成交额为 7309 亿元，占全部 A 股成交额的比例为 2.85%；申万军工板块二季度成交额为 5543 亿元，占全部 A 股成交额的比例为 2.04%；申万军工板块三季度成交额为 5730 亿元，占全部 A 股成交额的比例为 1.76%。申万军工板块成交额占比逐渐下滑，军工板块活跃度相对下降。

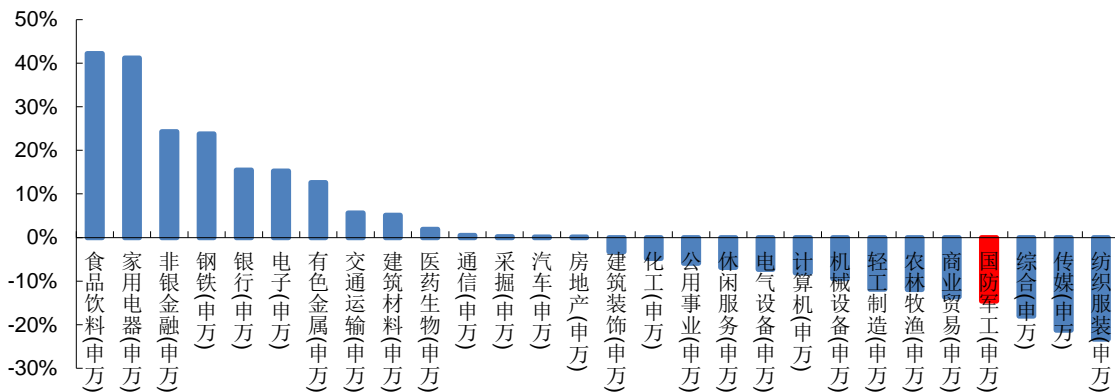
国防军工作为高估值行业，其行情与市场风险偏好有较高的相关性。二季度国防军工指数大幅下挫主要是受到市场风险偏好下降的影响。其次，国企改革、资产注入、军工科研院所改制等市场关注度较高的事情发展不及预期，也是国防军工板块估值下行的重要因素；再次，受军改等因素影响，部分军工企业订单受到影响，业绩增速不及预期，进一步影响了部分军工企业的股价。最后，虽然地缘政治热点较多，但大多仅对国防军工板块构成短期刺激，难以形成持续性的行情。

图 1：沪深 300 和申万国防军工涨跌幅



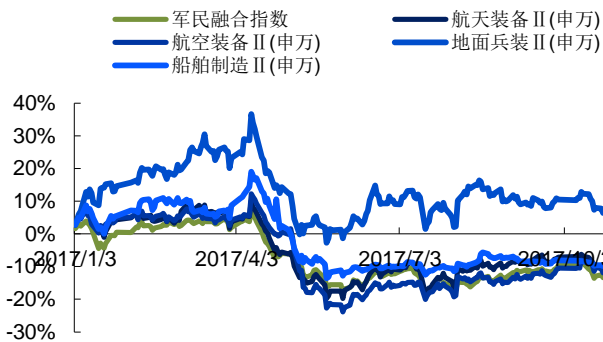
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：2017 年申万各子板块涨跌幅（截至 11 月 24 日）



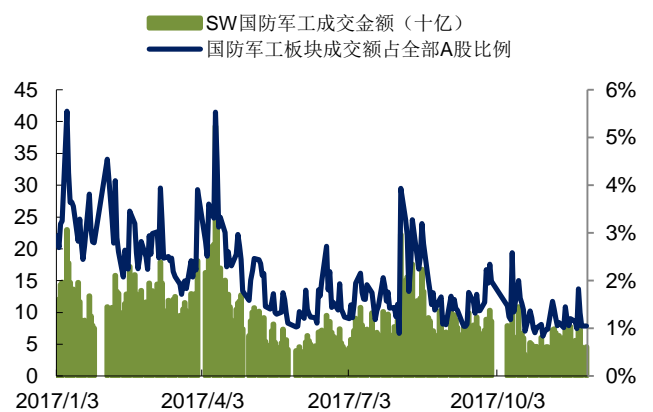
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：国防军工各子版块涨跌幅



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：国防军工板块成交额及占比



资料来源：Wind、国海证券研究所

从更大的时间范围上看，申万国防军工指数相较于 2016 年初跌幅达到 26%，处于近三年来的底部位置。估值方面，2017 年 11 月 24 日，申万国防军工板块动态 PE（剔除负值）为 58 倍，相较于 2016 年初的 132 倍动态 PE 和 2017 年初的 86 倍动态 PE，分别下降 56.06%和 32.56%，降幅明显。分板块来看，航天装备动态 PE 84 倍、航空装备动态 PE 67 倍、地面兵装动态 PE 63 倍、船舶制造动态 PE 39 倍，均处于近三年的底部位置。

图 5: 申万国防军工指数



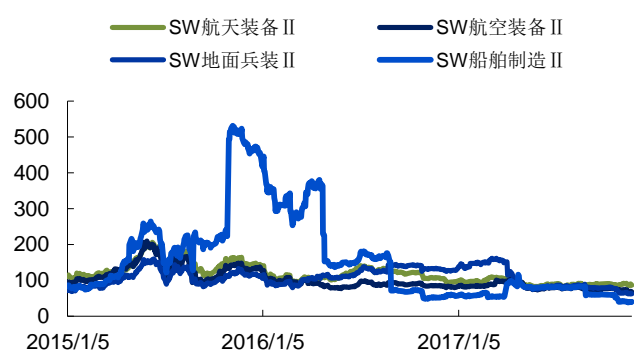
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: PE-TTM (整体法、剔除负值)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 国防军工各子版块 PE-TTM (整体法、剔除负值)



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、一级市场军民融合如火如荼，有望为二级市场输入更多新鲜血液

相较于二级市场军工领域投资的低迷，在一级市场军民融合领域的投资则如火如荼。在产业投资基金方面，航天科技集团公司、核工业集团、船舶工业集团、兵

器工业集团、机械工业集团等军工集团联合金融机构共同设立国华军民融合产业发展基金，首期募集规模 302 亿元，重点投资军工企事业单位改制、军工资产证券化、军民融合以及军工国企改革。中关村发展集团联合航天科工资产管理有限公司等设立规模为 10 亿元的航天科工军民融合科技成果转化创业投资基金；上海、河北、河南、山西、陕西、贵州等省份纷纷发起设立军民融合产业投资基金，规模多在百亿级别。在军民融合产业基地方面，在 22 个省市、分七个批次，建立了共 32 个国家级军民融合产业基地，军民融合技术的孵化和产业化有望加速发展。

一级市场军工领域高涨的投资的热度和各地军民融合产业基地对技术孵化及产业化的促进，将促进军工领域企业的上市和并购，进而为二级市场军工板块输送更多的新鲜血液。

表 1：国家级军民结合产业基地

批次	产业基地
第一批次	· 陕西西安市
第二批次	· 内蒙古包头青山区 · 四川绵阳科技城 · 四川广元 · 湖北襄阳樊城区 · 湖北孝感经济开发区 · 湖南株洲 · 贵阳经济技术开发区
第三批次	· 北京大兴区 · 河北邯郸经济开发区 · 哈尔滨经济开发区 · 上海闵行区 · 安徽芜湖高新技术产业开发区 · 宁波鄞州区 · 江西景德镇 · 湖南平江工业园区 · 兰州经济技术开发区 · 昆明经济技术开发区
第四批次	· 辽宁铁岭经济技术开发区 · 河南洛阳涧西区 · 湖南湘潭雨湖区 · 重庆璧山工业园 · 陕西汉中航空产业园
第五批次	· 遵义经济技术开发区 · 江苏丹阳
第六批次	· 西安兵器工业科技产业基地
第七批次	· 山西长治市城南工业园区 · 河北固安新兴产业示范区 · 大连登沙河产业区 · 重庆两江新区工业开发 区 · 广东湛江高新技术产业开发区 · 福建宁德

资料来源：国家军民融合公共服务平台、国海证券研究所

2、行业基本面不断改善

国防军工作为以国防装备建设为基础的行业，受到国防经费预算、武器装备发展规划、军队采购计划等因素影响。同时，国防军工行业以国有企业为主、民营企业为辅，又受到国企改革、军民融合等政策的影响。

2.1、国防军费持续投入，2018 预计稳中有增

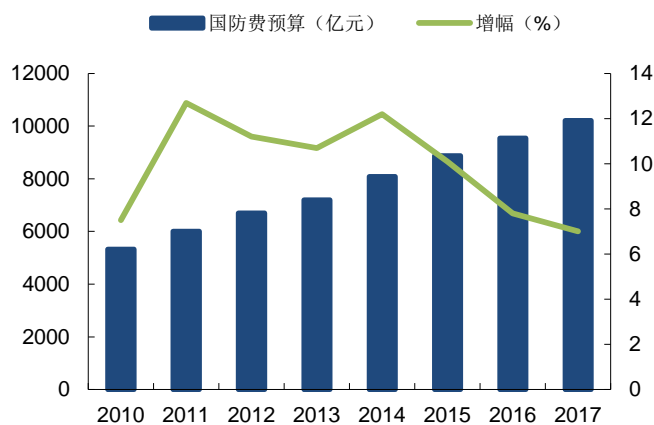
2017 年，我国国防预算增速为 7%，首次突破万亿大关，保持稳定增长。但与其他军事大国相比，我国国防预算 GDP 占比仍然偏低，位于 1%~2%之间，与俄罗斯和美国 3%以上的 GDP 占比还存在较大差距。

我国国防预算制定原则是与国防需求和经济发展相协调。国防需求方面，我国国土广袤，与 14 个国家接壤与 6 个国家隔海相望，周边环境复杂，不稳定因素较多。其中，朝鲜半岛多方博弈，局势持续紧张；印度规划在中印边界修路，小动

作不断；美国重返亚太，南海局势更加复杂；台湾、钓鱼岛悬而未决。**国家海外利益方面**，“一带一路”战略持续推进，今年前三季度我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 20.1%；“一带一路”贸易额占比已达 25%以上；海外交往活动的日益增多，使得我国海外利益的重要性愈发突出，迫切需要更加强大的军事实力维持和平稳定的发展环境。**经济发展方面**，2017 年我国经济发展继续稳中向好，前三季度国内生产总值 593288 亿元，经济增长 6.9%，同比增加 0.2%。

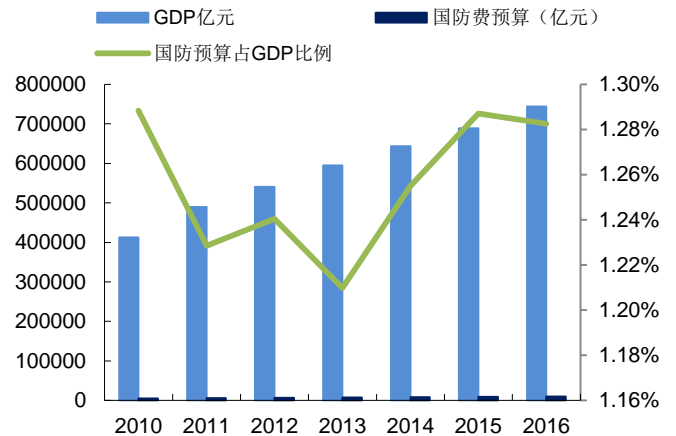
此外，美国国会通过总额为 7000 亿美元的国防支出法案，增幅创近十年新高，并用于购买更多的舰船和战斗机。在美国的刺激下，其他国家可能也相应增加国防军费预算，以维持自身话语权和国际地位。对我国而言，在国内经济发展稳中向好、周边安全形势复杂多变、国家海外利益愈发重要、美国军事实力进一步增强的情况下，我国国防预算增速有望提升，2018 年国防预算增速有望超过 7%。

图 8：我国历年国防军费预算及增幅



资料来源：前瞻数据库、国海证券研究所

图 9：国防预算占 GDP 比例



资料来源：前瞻数据库、国海证券研究所

图 10：中印争端



资料来源：外交部网站、国海证券研究所

图 11：朝鲜核试验



资料来源：中国地震台网、国海证券研究所

2.2、军队转型发展关键时期，装备需求确定性高

我国国防工业起步较晚，发展基础薄弱，造成我国军队装备与世界先进水平存在较大差距。

在海军装备方面，由于我国前期重陆轻海，奉行近海防御的战略，海军舰船以小型船为主，在舰船发展水平和数量方面与世界先进水平存在较大的差距。以美军装备为参考，通过从数量和排水量两个方面对我国海军装备发展水平进行分析。在舰船数量方面，我国拥有 1 艘航母，美国则拥有 11 艘；我国拥有 0 艘巡洋舰，美国则拥有 22 艘；我国拥有 35 艘驱逐舰，美国则拥有 63 艘驱逐舰。从排水量方面，我国航母排水量不到美国 1/16；我国驱逐舰排水量不到美国 1/3；我国潜艇排水量约为美国 1/3。我国海军装备与美国差距明显，仍需大力发展。

图 12：中美海军舰船数量对比

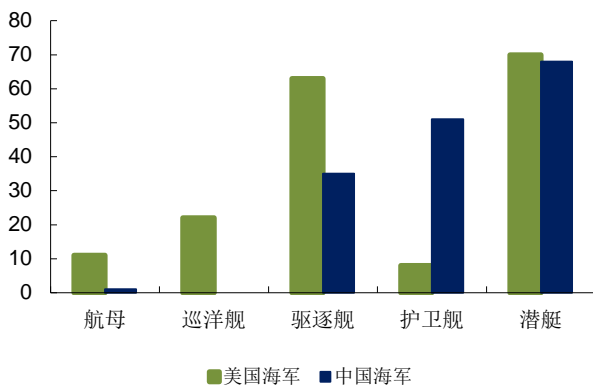
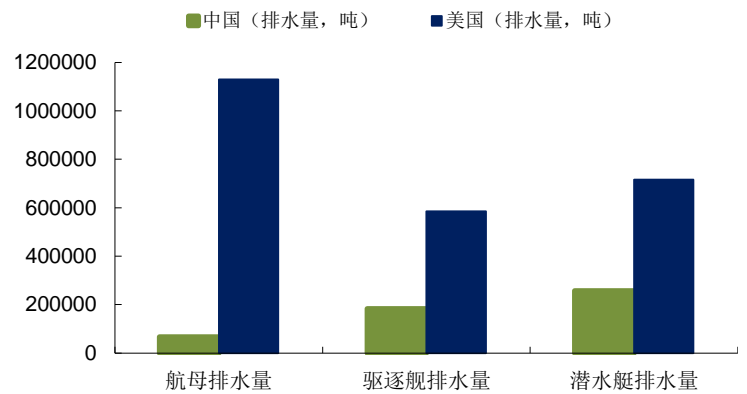


图 13：中美舰船排水量对比



资料来源：Global Firepower、国海证券研究所

资料来源：Global Firepower、维基百科、国海证券研究所

航空装备方面，由于发展起步相对较晚、装备技术壁垒高等因素影响，我国航空装备存在老旧机型占比偏大、先进机型短缺等问题。以美国为参考，我国全部军机数量约为其 1/4；运输机数量约为其 1/9；武装直升机数量不到其 1/10；教练机数量约为其 1/6；战斗机总量约为其 3/4，但其中含有超过 500 架二代战机。在数量和结构方面与美军差距明显。

图 14：中美全部军机数量对比

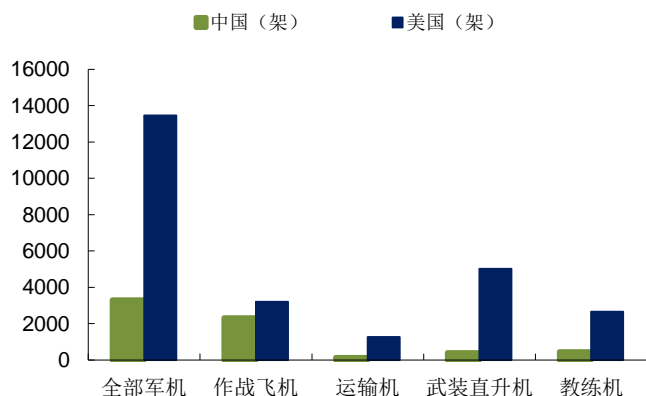
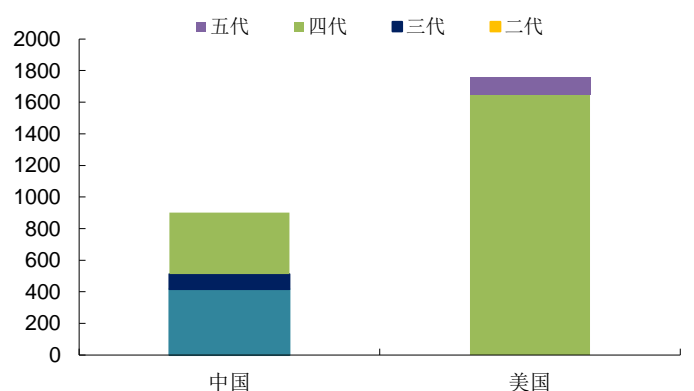


图 15：中美空军战斗机结构



资料来源：World air forces 2017、国海证券研究所

资料来源：World air forces 2017、维基百科、国海证券研究所

军队进入转型发展关键阶段，装备发展成为着力点。

当前我国军队处于战略转型的关键时期：海军由近海走向深蓝，实现近海防御与远海护卫相结合；空军则按照空天一体、攻防兼备的要求向着战略空军的建设目标进一步发展；陆军则进一步强调由区域防卫向全域机动转型。而武器装备作为国防战略和现代化战争最重要的载体，装备发展将成为新型军队建设的着力点。

表 2：各军兵种建设目标变化

军种	2010 年国防白皮书建设目标	2015 年国防白皮书建设目标
陆军	陆军按照机动作战、立体攻防的战略要求，加大改革创新和建设力度，推进部队整体转型。加强新型作战力量建设，优化部队编成结构，强化信息化条件下军事训练，加快主战装备数字化升级改造、新型武器平台成建制换装，远程机动与综合突击能力显著增强。	陆军按照机动作战、立体攻防的战略要求， 实现区域防卫型向全域机动型转变 ，加快小型化、多能化、模块化发展步伐，适应不同地区不同任务需要，组织作战力量分类建设，构建适应联合作战要求的作战力量体系， 提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力 。
海军	海军按照近海防御的战略要求，注重提高综合作战力量现代化水平，增强战略威慑与反击能力，发展远海合作与应对非传统安全威胁能力。	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 ，构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。
空军	空军按照攻防兼备的战略要求，有计划推进现代化转型建设。	空军按照 空天一体、攻防兼备 的战略要求，实现国土防空型向攻防兼备型转变，构建适应信息化作战需要的空天防御力量体系，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力。
火箭军	第二炮兵按照精干有效的原则，推进部队现代化建设，提高快速反应、有效突防、精确打击、综合毁伤和生存防护能力，战略威慑和防卫作战能力逐步提高。	按照 精干有效、核常兼备 的战略要求，加快推进 信息化转型 ，依靠科技进步推动武器装备自主创新，增强导弹武器的安全性、可靠性、有效性，完善核常兼备的力量体系，提高战略威慑与核反击和中远程精确打击能力。

资料来源：2010 和 2015 中国国防白皮书、国海证券研究所

新型装备密集亮相，老旧装备升级换代，国防装备发展处于黄金时期。

随着我国对国防领域的持续投入，国防科技水平不断突破，我国国防装备发展进入黄金时期。以航母、055 大型驱逐舰、J-20 第五代隐身战斗机，Y-20 大型运输机、Z-20 武装直升机为代表的新一代武器装备密集亮相。国产航母和大型驱逐舰下水、大型补给舰呼伦湖列装部队，舰船装备领域持续呈现高景气。Y-20、J-20 正式列装部队并开展编队训练、Z-20 亮相高原机场研制项目顺利推进，

航空装备有望快速放量。此外，老旧装备的升级换代也带来大量需求，在补短板
和调结构双重因素的驱动下，舰船和航空装备领域景气度有望进一步提升。

图 16: 国产航母



资料来源: 百度百科、国海证券研究所

图 17: 055 万吨级大型驱逐舰下水



资料来源: 网易军事、国海证券研究所

图 18: J-20 战斗机



资料来源: 百度百科、国海证券研究所

图 19: Y-20 大型运输机



资料来源: 网易军事、国海证券研究所

图 20: Z-20



资料来源：百度百科、国海证券研究所

2.3、军改步入尾声，不利影响有望逐渐消除

2015年11月24日，中央军委改革工作会议在北京举行，由此拉开本次军改大幕。我国国防体系开始了一场由上至下的大变革：四总部撤销，成为中央军委下属部门；原有七大军区调整为五大战区；新组建陆军、战略支援部队、火箭军；军委管总、战区主战、军种主建的新体制逐渐建立。

对国防军工行业而言，军改的影响则主要体现在军品采购和装备重点发展方向调整两个方面。在军品采购方面，受改革影响，部分订单受到压制。根据中央军委《关于深化国防和军队改革的意见》：**2015年**，重点组织实施领导管理体制、联合作战指挥体制改革；**2016年**，组织实施军队规模结构和作战力量体系、院校、武警部队改革，基本完成阶段性改革任务；**2017年至2020年**，对相关领域改革做进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。政策制度和军民融合深度发展改革，成熟一项推进一项。同时，中国军网报道指出，2017年是国防和军队改革的决胜之年。根据军改计划以及军网报道，可以判断随着阶段性改革任务的完成，2020年时间节点的临近，国防军队改革对军品订单的不利影响有望逐渐消除，装备采购逐渐恢复正常。此外，军改中受到压制的采购订单，有望获得补偿性采购。

在重点装备发展方面，本次改革提出“压缩陆军规模，适度增加海军、火箭军、战略支援部队规模，保持空军现有规模”、“大幅压缩传统兵种及老旧装备部队，充实和加强新型作战力量，增加新质战斗力比重”。由此判断新型作战力量以及新型装备将会成为发展的重点，装备采购也将向重点领域倾斜。

图 21：军队结构规模和力量编成改革



资料来源：百度百科、国海证券研究所

2.4、落实“三去一降一补”，降本增效成果显著

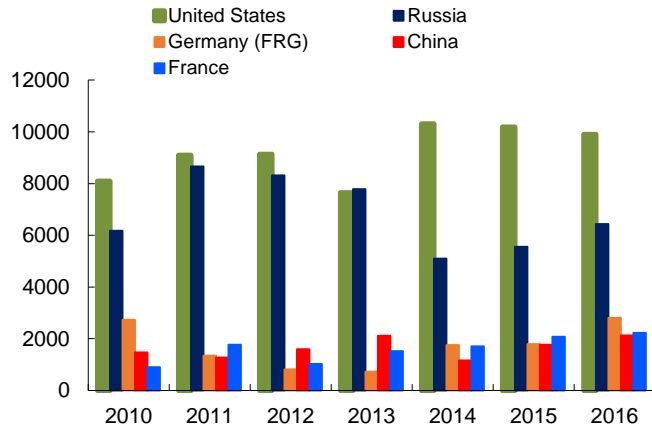
三去一降一补是习主席针对供给侧结构性改革做出的重大决策部署，国防军工领域，尤其是船舶领域，相关企业也存在资产负债率高、财务负担重等问题。

2017 年，航发动力、中国重工、中国船舶、中船防务相继采取措施落实中央三去一降一补决策部署。航发动力方面，公司近百亿规模的定增发行获得证监会审核通过，资金主要用于偿还金融机构贷款和补充流动资金。中国重工通过引入投资者对子公司大连重工和武船重工进行增资，涉及金额高达 218.68 亿元。中国船舶子公司上海外高桥造船通过转让 7 座自升式钻井平台及 4 艘平台供应船转，获得现金流入 74.836 亿元。此外，中国船舶和中船防务仍因重大资产重组处于停牌中，中船防务公告显示停牌与对子公司进行增资的事项相关。在利润率偏低的情况下，去杠杆带来的资本结构的改善、资产负债率的下降，将减轻公司财务负担，提升公司盈利能力，促进公司长期健康稳定的发展。

2.5、国防工业实力提升，军援军贸快速增长

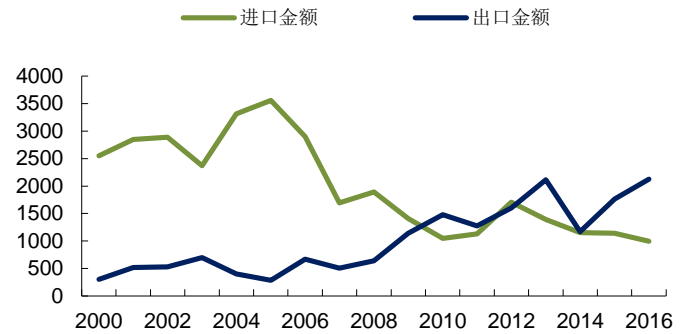
随着我国装备研发制造能力的提高，我国开始由武器进口大国逐渐转变为武器出口大国。进口方面，我国对国外的依赖逐渐减少，武器装备进口金额逐渐降低，2016 年进口金额为 9.93 亿美元，相较于 2000 年至 2007 年期间近 30 亿美元的规模大幅减少；出口方面，我国武器装备越来越受到外国的认可，2016 年武器装备出口金额高达 21.23 亿美元，位列世界第四。2000 年至 2016 年期间，我国前五大武器装备出口国分别为巴基斯坦、孟加拉国、缅甸、阿尔及利亚、伊朗。其中对巴基斯坦出口金额高达 6.73 亿美元。随着我国装备水平的不断提升以及国际影响力的进一步增强、一带一路战略的推进以及政策对武器装备出口的鼓励，舰船、军机、防空系统、导弹等装备出口额有望进一步增加，我国军援军贸业务有望进一步发展，成为军工企业新的营收增长点。

图 22: 主要武器出口大国武器出口金额 (百万美元)



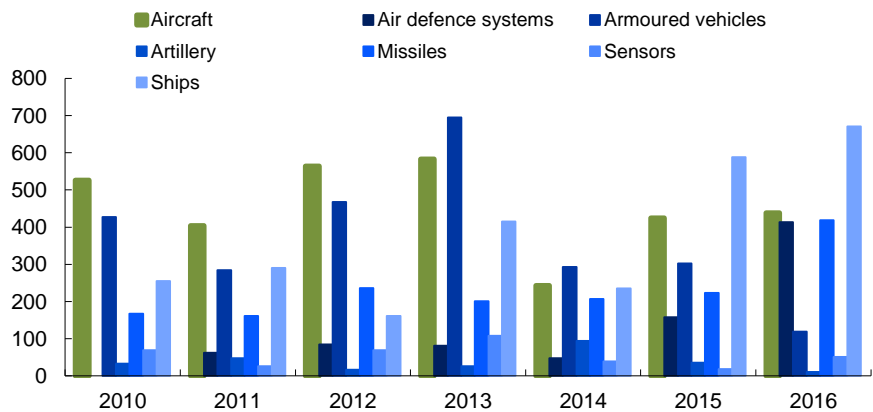
资料来源: 斯德哥尔摩国际和平研究所、国海证券研究所

图 23: 我国武器装备进出口额 (百万美元)



资料来源: 斯德哥尔摩国际和平研究所、国海证券研究所

图 24: 我国主要出口武器装备种类及金额 (百万美元)



资料来源: 斯德哥尔摩国际和平研究所、国海证券研究所

3、政策重点支持，改革继续深化

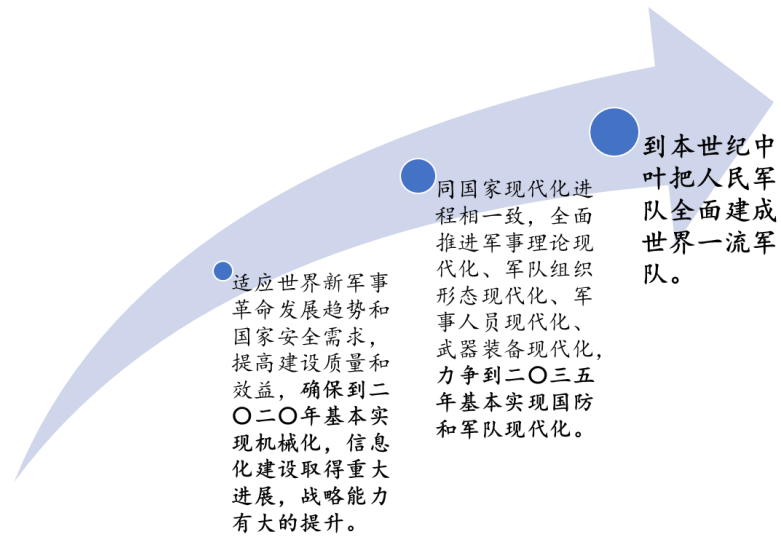
3.1、建设世界一流军队，十九大提出强军新目标

习主席在十九大报告中提出了军队的建设发展目标: 2020 年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展, 战略能力有大的提升; 2035 年力争实现国防和军队的现代化; 本世界中叶, 全面建成世界一流军队。

强军新目标的提出, 一方面为国防军队建设指明了目标和方向, 即加强机械化和

信息化建设，并以世界一流水平为发展目标；另一方面也明确了国防作为国家经济发展的重要保障，作为中国梦的重要支撑，将持续受到高度重视。

图 25: 军队建设目标



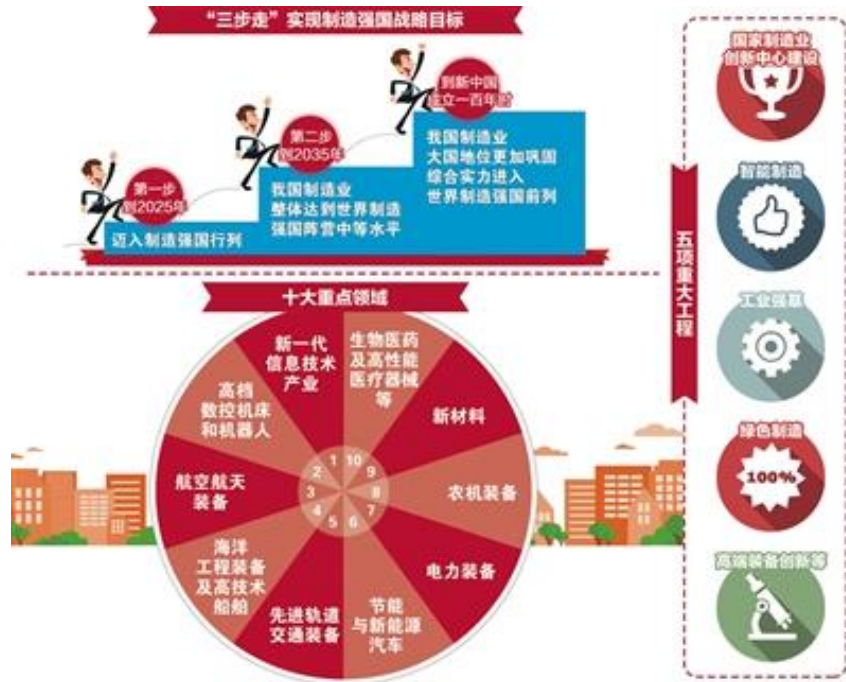
资料来源：中国军网、国海证券研究所

3.2、 高端制造， 军工领衔

制造业是国家经济发展的基础，当前我国正处于由制造大国向制造强国升级的关键时期。《中国制造 2025》作为我国制造强国战略的行动纲领，提出通过三个十年的努力，把我国建设成为能够引领世界制造业发展的制造强国。

国防军工行业以武器装备生产制造为核心，是制造业的重要组成部分。在《中国制造 2025》提出的重点突破十大领域中有高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶装备、新材料四个领域与军工相关，国防军工是高端制造国家投入的重点领域。其中，航空发动机及燃气轮机两机专项，有望推动解决制约我国军用航空装备发展的制肘，带动航空装备产业链的发展。“开发先进机载设备及系统，形成自主完整的航空产业链”的发展目标，有望促进机载设备及系统研发投入，加快研发制造水平提升，军工行业作为航空装备的主要应用领域，有望充分受益。

图 26: 中国制造 2025



资料来源：经济日报、国海证券研究所

表 3: 中国制造 2025 重点突破领域

重点突破领域	具体内容
高档数控机床和机器人	高档数控机床。开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床与基础制造装备及集成制造系统。加快高档数控机床、增材制造等前沿技术和装备的研发。以提升可靠性、精度保持性为重点，开发高档数控系统、伺服电机、轴承、光栅等主要功能部件及关键应用软件，加快实现产业化。加强用户工艺验证能力建设。机器人：围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人，以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求，积极研发新产品，促进机器人标准化、模块化发展，扩大市场应用。
航空航天装备	航空装备。加快大型飞机研制，适时启动宽体客机研制，鼓励国际合作研制重型直升机；推进干线飞机、直升机、无人机和通用飞机产业化。突破高推重比、先进涡扇（轴）发动机及大涵道比涡扇发动机技术，建立发动机自主发展工业体系。开发先进机载设备及系统，形成自主完整的航空产业链。航天装备。发展新一代运载火箭、重型运载器，提升进入空间能力。加快推进国家民用空间基础设施建设，发展新型卫星等空间平台与有效载荷、空天地宽带互联网系统，形成长期持续稳定的卫星遥感、通信、导航等空间信息服务能力。推动载人航天、月球探测工程，适度发展深空探测。推进航天技术转化与空间技术应用。

海洋工程装备及高技术船舶

大力发展深海探测、资源开发利用、海上作业保障装备及其关键系统和专用设备。推动深海空间站、大型浮式结构物的开发和工程化。形成海洋工程装备综合试验、检测与鉴定能力，提高海洋开发利用水平。突破豪华邮轮设计建造技术，全面提升液化天然气船等高技术船舶国际竞争力，掌握重点配套设备集成化、智能化、模块化设计制造核心技术。

新材料

以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点，加快研发先进熔炼、凝固成型、气相沉积、型材加工、高效合成等新材料制备关键技术和装备，加强基础研究和体系建设，突破产业化制备瓶颈。积极发展军民共用特种新材料，加快技术双向转移转化，促进新材料产业军民融合发展。高度关注颠覆性新材料对传统材料的影响，做好超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料等战略前沿材料提前布局和研制。加快基础材料升级换代。

资料来源：《中国制造 2025》、国海证券研究所

3.3、最高领导机构成立，军民融合国家战略持续推进

军民融合作为国家战略，是将国防建设与经济建设深度融合，实现富国和强军的统一，实现国防建设和经济建设的协调发展、平衡发展和兼容发展。《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》指出，到 2020 年，我国军民融合机制体制、政策法规更加完善，在基础领域资源共享体系、国防科技工业领域、军民科技协同创新领域、军事人才培养领域、军队保障社会化领域以及国防动员领域形成军民深度融合发展的体系。指导意见提出的目标，也是军民融合重点发展的方向。

2017 年，军民融合战略继续推进和深化。2017 年 1 月 22 日，中央军民融合发展委员会成立，军民融合最高领导机构建立。军民融合委员会第一次全体会议于 6 月 20 日召开，会议审议通过《中央军民融合发展委员会工作规则》等文件，主要内容在于完善军民融合委员会工作机制，并强调加快形成“全要素、多领域、高效益”的军民融合深度发展格局。军民融合委员会第二次全体会议于 9 月 22 日召开，审议通过了《“十三五”国防科技工业发展规划》等文件，军民融合顶层设计和规划进一步完善。12 月 4 日，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》，文件提出七个具体政策措施，包括扩大军工开放、加强军民资源共享和协同创新、促进军民技术相互支撑、支撑重点领域建设、推动军工服务国民经济发展、推进武器装备动员和核应急安全建设、完善法规政策体系。军民融合持续深化。

图 27: 2017 军民融合大事件



资料来源：国务院网站、国海证券研究所

国防科技工业体系是军民融合的重点领域，融合的要点在于打破行业封闭，发展协同创新、推进社会化大协作。2017年，国防科技工业体系军民融合进一步深化：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，并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。在军工科研院所改革方面，科研院所是军工集团最为优质的资产之一，军工科研院所改制的启动，将为后续资产证券化奠定基础。在时间进度方面，根据实施意见，首批生产经营类军工科研院所将于2018年完成改制，其他生产经营类军工科研院所将于2020年基本完成改制。2018年随着首批科研院所改制的完成以及后续批次范围的扩大，军工科研院所改制带来的资产注入预期增加。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的建立，结合“武器装备质量管理体系认证”与“装备承制单位资格审查”的两证合一、装备采购信息网的完善和第二批涉密查询点的建立，将明显减少资质审查和申请的工作量，降低军品准入门槛，进一步提高民企参加军品配套的积极性，军工领域活力有望进一步提升。

3.4、军品定价机制改革，总装和核心分系统企业利润空间打开

当前我国军品采购的方式主要有公开招标采购、邀请招标采购、竞争性谈判采购、单一来源采购、询价采购等。由于武器装备定制性较强、密级程度较高、企业集中，单一来源和竞争性谈判在武器装备采购中仍然占较大的比例，尤其是对于总装型企业和核心分系统企业。而与单一来源和竞争性谈判相对应的定价方式

是成本加成,即装备的生产制造成本加上相应的期间费用再加上5%比例的利润。成本加成的定价方式也是当前总装型企业和核心分系统企业利润率偏低的原因。

表 4: 军品采购方式

采购方式	适用条件
公开招标	采购金额达到规定的限额标准以上、通用性强、不需要保密的装备采购项目。
邀请招标方式	采购金额达到规定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目:(一)涉及国家和军队安全、有保密要求不适宜公开招标采购的;(二)采用公开招标方式所需时间无法满足需要的;(三)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。
竞争性谈判方式	采购金额达到规定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目:(一)招标后没有承制单位投标或者没有合格标的;(二)采用招标方式所需时间无法满足需要的;(三)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;(四)不能事先计算出价格总额的。
单一来源	符合下列情形之一的装备采购项目:(一)只能从唯一装备承制单位采购的;(二)在紧急情况下不能从其他装备承制单位采购的;(三)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。
采用询价方式采购	采购金额在规定的限额标准以下、不需要保密,且符合下列情形之一的装备采购项目(一)通用性强,规格、标准统一,货源充足的;(二)价格变化幅度较小的。

资料来源:全军武器装备采购信息网、国海证券研究所

2014年,装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南发布,从目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价三个方面进行了规范和细化。该指南更加强调了目标价格制定的合理性、对过程成本变化的监控以及对企业降低成本的激励。其中激励约束利润是指,根据设计定型后确定的定价成本,如果定价成本较目标成本节约,则节约部分的70%作为企业的激励利润。同样,若定价成本超过目标成本,则超过部分由企业承担70%。

在具有激励利润的定价模式下,在国防军工体系占主导地位的总装型企业和核心分系统企业的利润率有望由4.8%提升至9.7%。随着军品定价机制改革的推进,总装和核心分系统企业利润率有望得到提升,盈利能力进一步增强。

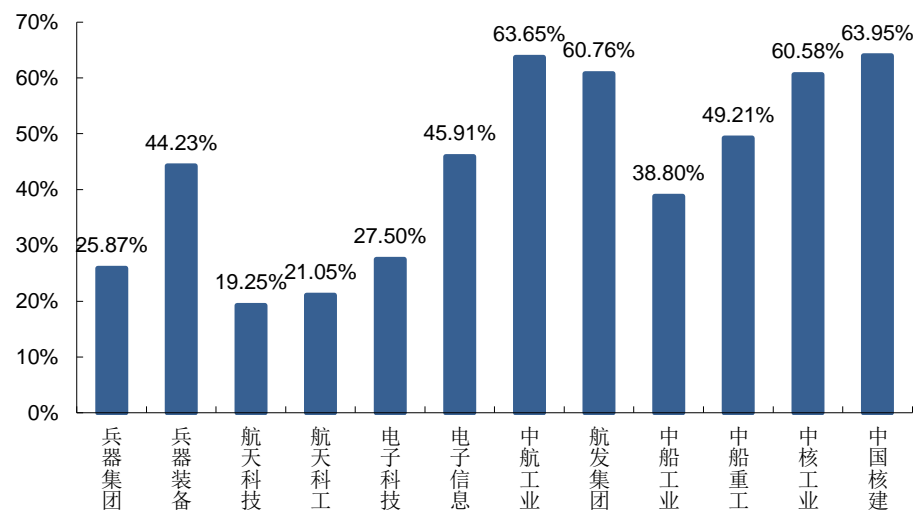
3.5、国企改革持续深化,军工领域多方面受益

央企混改第三批名单呼之欲出,混改速度加快范围扩大。混合所有制改革是国企改革的重要内容,主要是通过引入非公资本进入国企、国企上市、员工持股、债转股、国资入股民企等方式实现混合所有制。混改的目的在于建立完善的法人治理结构和市场化的经营管理机制,全面提高企业活力。军工作为混改重点的七大领域之一,中国船舶工业集团公司和中国核工业集团成功入选首批央企混改试点名单,而随着联通混改方案的实施,中船集团和核工业集团混改有望迈出实质

性步伐。此外，第三批混改试点名单呼之欲出，混改的进展和范围不断加大，军工作为混改的重点领域，有望充分受益。

资产证券化方向明确，上市平台有望受益资产注入。资产证券化是国企实施混改的重要方式，当前我国军工集团资产证券化率普遍偏低，各军工集团明确将资产证券化率提升作为十三五发展重点目标。电子信息产业集团提出资产证券化率由 55% 提高到 80%；兵器工业集团提出十三五资产证券化率目标为 50%；航天科技集团提出资产证券化率由 15% 提升至 45%；中船集团十三五资产证券化率由 30% 提升为 70%。中船重工十三五资产证券化率由 46% 提升至 70%。军工集团资产证券化方向的明确和资产证券化的加速，有望为平台型上市公司带来资产注入，上市公司盈利能力和综合实力有望进一步提升。

图 28：各军工集团资产证券化率（按资产口径计算，2016 年末）



资料来源：产业信息网、国海证券研究所

集团资产进一步整合，两船合并预期提升。军工集团业务繁多，涉及领域广泛，各集团之间，甚至集团内部，存在一定的互相竞争，资产整合有助于做大做强主业，提升集团整体实力。2017 年，军工集团内部整合继续。电子领域，中国电子科技集团以通信事业部为基础组建中电通信网络信息有限公司；以 18 所和力神股份组建电能源子集团；以 8 所、16 所、38 所和 43 所为基础组建中电博微。船舶领域，中船防务将全资子公司广船国际扬州 51% 股权转让给控股股东中船集团。此外，船舶行业持续低迷，造船业产能过剩、国际竞争力有待进一步提升。在两大造船集团本为一家以及中船重工集团董事长胡问鸣表示两船合并听从中央安排的情况下，两船合并预期再度提高。

4、行业评级及投资策略

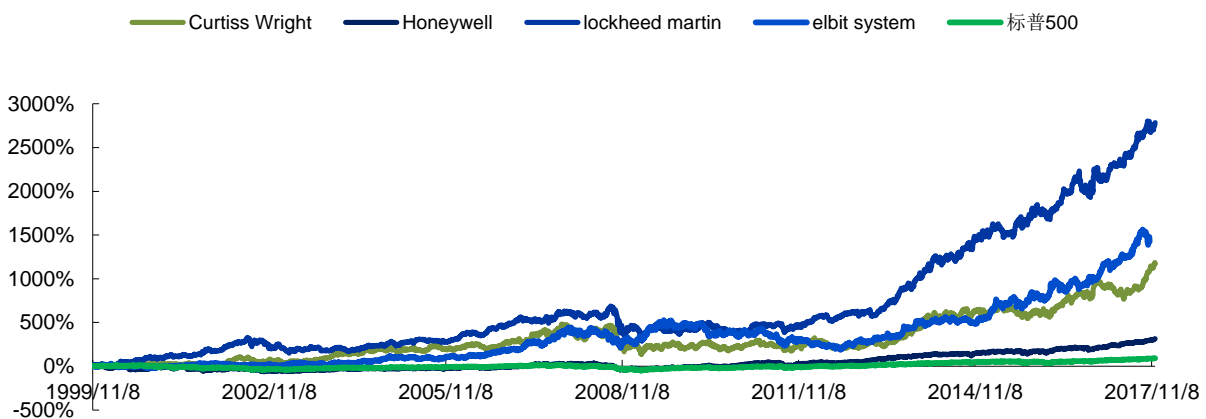
4.1、行业评级

我们看好军工行业，给予推荐评级，主要基于以下理由：1) 国防军工板块估值处于近三年的低位，已具备一定的合理性。2) 军工行业基本面好转，主要得益于我国军用装备更新换代速度加快，军改不利影响逐渐消除、国企降本增效盈利能力提升。3) 政策方面，看好国企改革、军民融合、科研院所改制、资产证券化等政策对国防军工行业发展的推动。4) 周边安全形势变化将进一步提振市场对于军工板块的关注度，成为板块上升的催化剂。

4.2、投资策略

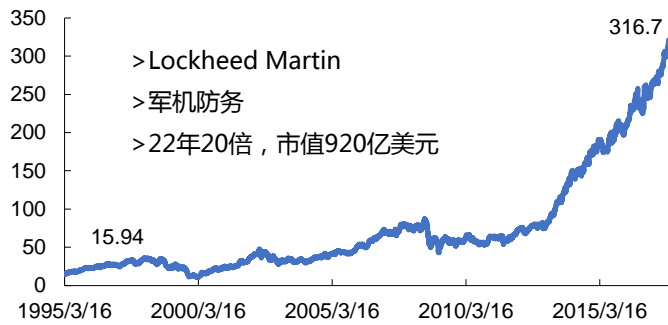
优质军工标的长期投资价值高。通过对比 Lockheed Martin、Elbit Systems、Curtiss Wright、Honeywell 涨跌幅与标普 500 涨跌幅，可以发现长期投资优质军工标的可以获得较高的收益。Lockheed Martin 是全世界最大的国防工业承包商，核心业务包括航空、电子、信息技术、航天系统和导弹等，其股价在从 1995 年开始的 22 年的时间里增长了约 20 倍。ELBIT SYSTEMS 是一家国际国防电子公司，产品广泛应用于航空航天，陆地和海军系统，指挥，控制，通信，计算机等领域，其股价在从 1999 年开始的 18 年时间里增长了约 15 倍。Curtiss Wright 主要业务包括流量控制、运动控制以及金属处理，产品应用于国防、发电等领域，其股价在从 1999 年开始的 18 年时间里增长了约 13 倍。Honeywell 业务涉及航空产品及服务、交通和动力系统等，其股价在从 1987 年开始的 30 年时间里增长了约 31 倍。

图 29：美股军工股与标普 500 指数走势对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 30: Lockheed Martin 洛克希德马丁股价走势



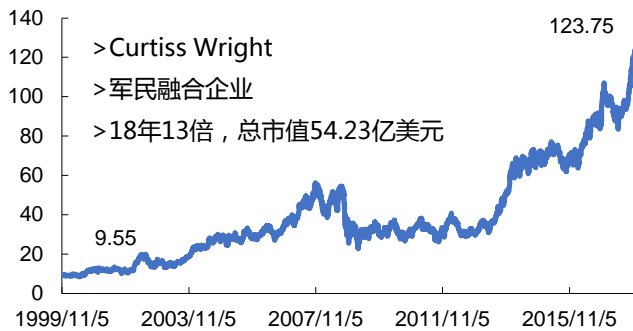
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 31: ELBIT SYSTEMS 股价走势



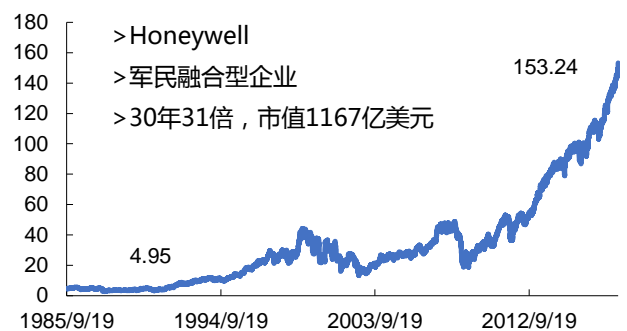
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 32: Curtiss Wright 寇蒂斯莱特股价走势



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 33: Honeywell 霍尼韦尔股价走势



资料来源: Wind、国海证券研究所

当前我国国防军事实力正处于赶超世界一流水平的关键阶段, 国产航母、055 大型驱逐舰、呼伦湖新型补给舰、J-20、Y-20、Z-20 等一大批先进装备先后亮相并列装部队, 航空发动机、燃气轮机核心技术不断突破, 装备发展制约逐渐破除, 国防建设处于快速发展的黄金时期。

国防和军队改革方面, 以世界一流人民军队为目标, 从体制、人员、结构等由上至下进行全面的改革, 大幅压缩传统兵种及老旧装备部队, 充实和加强新型作战力量强调军队聚焦打仗, 实战化训练全面加强。一支全新的人民军队呼之欲出。尽管受军改影响, 部分企业军品订单短期承压, 但随着 2017 年裁军的基本完成, 新编制体制运行进一步顺畅, 2018 年军品订单有望回复正轨, 压制订单有望得到补偿。

军工企业方面, 国企改革从顶层设计入手, 公司制改制、混合所有制改革、资产整合, 全方位促进国企经营效率和效益的提升。军品定价机制改革的深化, 将为盈利能力偏弱的总装型企业和核心分系统企业松绑, 企业盈利的动力和能力有望大幅提升。

军民融合方面，军民融合委员会成立，全体会议两次召开，相关文件配套政策逐渐细化和落地。武器装备科研许可目录大幅减少、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正逐步推广，民参军准入门槛大幅降低；全军武器装备采购网及时发布各项采购需求、军转民和民参军推荐目录每年发布，军民信息对接更加顺畅。

基于上述理解，我们的投资策略如下：

(1) 根据军队的发展方向、装备定型列装的节奏以及军品定价机制改革带来的企业盈利能力提升，我们重点看好舰船和航空装备领域的总装和核心分系统企业。

(2) 根据国家重点投入方向和国防装备发展补短板需求，重点看好航空发动机和机载设备等领域企业的核心技术突破带来的业绩提升。

(3) 根据军民融合战略推进带来的军转民政策支持、民参军准入门槛降低，我们重点看好具备一定行业壁垒、拥有核心技术优势、产品市场空间广阔的优质军民融合企业。

(4) 根据国企改革的方向和确定性，我们重点看好集团资产证券化思路和目标明确、体外资产质优量大、上市平台地位确定的企业。

5、重点推荐标的

海空军装备领域的总装企业和核心分系统企业，重点推荐中直股份（600038）、中航飞机（000768）、中航黑豹（600760）、中国动力（600482）。

- **中直股份（600038）：**公司是我国直升机龙头企业，核心产品包括多型直升机和轻型多用途飞机；军用直升机装备数量亟待提升、通用航空快速发展，产品需求旺盛；公司是直升机板块上市平台，存在资产注入预期。直升机市场需求旺盛，军用领域，直升机在海、陆、空等军兵种均存在广泛需求。根据 world air forces 2017 数据，我国军用直升机数量仅为美国 1/10，存在较大缺口，新型军队的建设将带来大量的需求。当前军用新型 10 吨级直升机项目稳步推进，业绩增量可期。民用方面，国务院相关文件指出，到 2020 年，通用航空器达到 5000 架以上，年飞行量 200 万小时以上，复合增速分别为 21.69%和 22.27%。通用航空的发展将拉动直升机需求快速增长。同时，公司体外还有占直升机板块近 40%的军机总装资产，公司作为直升机板块上市平台，资产注入可期。
- **中航飞机（000768）：**公司是航空工业旗下的飞机制造龙头，是我国唯一的军用运输机与轰炸机的整机平台；新型运输机列装、民机订单饱满，军民两个板块有望同步贡献业绩。当前，我国战略投送能力短缺，首款大型军用运输机 Y-20 的列装意义重大，军方对于 Y-20 的需求量或将达到数百架之多，后续批量生产将成为公司业绩的倍增器。除了国产大运，轰炸机也面临升级换代，尤其是具备隐身和远程能力的战略型号，公司作为国内轰炸机龙头，有望受益该类新型号推进。民机方面，公司为 ARJ21、C919 和 AG600 提

供机头、机身、机翼、起落架等核心零部件。截止 2016 年底,公司新舟 60/600 系列飞机共获得国内外 30 余家客户总订单 343 架,累计交付 108 架飞机,在海外市场具备较强竞争力。

- **中航黑豹 (600760): 重大资产重组获得批复, 战斗机龙头蓄势待发。**公司拟出售截至 2016 年 8 月 31 日除上航特 66.61% 股权外的全部资产及负债,并向航空工业、华融公司发行股份购买其持有的沈飞集团 100% 股权,公司主营业务将由专用车、微小卡和液压零部件业务转变为航空产品制造业务。沈飞集团是我国歼击机的重要生产基地,主要产品包括 J-15、J-11B 等机型。沈飞集团 2016 年实现营业收入 167 亿元,归母净利润 5.3 亿元,资产重组完成后中航黑豹业绩将明显提升。此外,考虑空军装备更新换代需求、航母建设对舰载机的需求、以及国内第二款隐身战斗机 FC-31 研制进度的加快,公司未来业绩有望进一步增长。
- **中国动力 (600482): 中船重工动力业务平台, 多个细分领域龙头, 海军装备建设持续高投入, 燃气轮机陆用和全电推进快速推广。**公司是高端动力装备研发、制造、系统集成、销售及服务的上市公司,产品广泛应用于海军舰船、民船、陆上工业以及汽车消费等领域。海军舰船方面,航母排水量不到美国 1/16、驱逐舰排水量不到美国 1/3、我国潜艇排水量约为美国 1/3,差距较为明显,海军装备建设有望维持高景气。燃气轮机在天然气长输管线、海上油田发电等领域应用广泛,公司产品已打破国外垄断,在西气东输管线实现应用,进口替代空间广阔。全电推进具有机动灵活、静音性好、节能环保等优点,在海军和民船领域应用前景广泛。

补短板方面,重点推荐装备发展亟待突破、国家政策大力扶持的航空发动机、机载设备领域相关标的,推荐航发动力 (600893)、中航机电 (002013)、中航电子 (600372)。

- **航发动力 (600893): 国家战略层面高度重视, 两机专项重点扶持, 解决航空装备心脏问题; 装备国产发动机的 J-20 研制顺利推进, 公司业绩有望快速增长。**公司是我国军用航空发动机的主要供应商,产品覆盖涡喷、涡扇、涡轴、涡桨等全种类军用航空发动机。战略空军、远洋海军以及全域机动陆军的建设均需航空装备的支撑,我国军机总量约为美国 25%,提升空间广阔。但对国外发动机的依赖严重制约了航空装备的发展。针对航空发动机心脏问题,国家层面高度重视:组建航空发动机集团,公司主体地位得到提升;两机专项重点扶持,资金投入规模达千亿。随着公司型号研制的不断推进,产品定型放量将为公司贡献可观的业绩增量。
- **中航机电 (002013): 公司是航空机电产业龙头, 受益军机型号装备放量和民机业务的快速增长; 托管母公司旗下多个优质单位, 资产注入预期较高。**军机方面,多个重点型号有望放量,部分型号研制顺利推进,同时随着飞机换代,对可靠性和先进性要求越来越高,机电系统产品价值占比有望提升,中航机电作为军机机电系统最主要供应商,有望持续受益。民机方面,公司通过融入全球航空产业链,为国外民机配套相关机电产品;国产大飞机进度稳步推进,凭本土优势将长期深度受益于国内强劲需求。同时,中航机电托管母公司旗下多个优质未上市成员单位,作为较明确上市平台,依照成熟一

批发展一批的节奏，有望持续获得资产注入。

- **中航电子（600372）**：公司主业为航电系统产品，同时立足航空，积极向非航空防务及民用市场拓展。在航电领域，公司拥有完整的系统级、设备级和器件级产品产业链研发制造体系，专业竞争优势明显。公司全面托管航电系统下属企事业单位，在国企改革不断深入、科研院所改制不断推进的背景下，公司有望获得资产注入。公司可转债发行获得证监会发审委员会审核通过，募集资金用于激光照明、电作动驱动及传动系统产业化、高性能惯性传感器及应用系统产业化、高精度航姿系统产业化等 11 项具有良好发展前景的项目，公司综合实力和业绩有望进一步提升。

军民融合领域，看好具备一定行业壁垒、拥有核心技术优势、产品市场空间广阔的优质军民融合标的，重点推荐中航光电（002179）、中航高科（600862）、瑞特股份（300600）、菲利华（300395）、火炬电子（603678）、航新科技（300424）。

- **中航光电（002179）**：连接器下游需求广泛；国防连接器龙头，军民业务协同发展；拟发行可转债助力新品产业化，业绩有望升级。连接器是光、电、流传输过程中不可或缺的部件，广泛应用于国防、轨道交通、汽车、计算机、医疗以及消费电子等领域。Bishop Associates 数据显示，2016 年中国市场规模约为 165 亿美元，并有望进一步增长。公司是国内国防和高端制造领域具备较大规模优势的互连技术解决方案提供商，技术实力雄厚，行业地位稳固。新品研制、市场拓展不断推进。公司拟公开发行人可转债募集资金，用于新技术和光电技术两个产业基地建设以及补充流动资金，基地建成后有望分别实现销售收入 10.03 亿元和 13.75 亿元，有望大幅提高公司业绩。
- **中航高科（600862）**：航空复材龙头，受益装备建设和国企改革。公司是中航工业旗下复合材料供应商，随着新型号军机放量和复材重量占比不断提升，公司将持续深度受益。非航方面，公司积极推进在通航飞机、无人机、高铁、汽车等领域的合作，为多种平台提供复材制品。随着各国对新能源汽车推广制定时间表，而减重对新能源汽车有重要意义，中国作为全球领先的汽车市场之一，将带动民用领域复材用量的显著提升。刹车盘副国产替代空间大，依托航空领域技术积累，公司积极探索产品在列车中的应用。骨科植入物虽然受两票制影响，产品市场渠道拓展暂时受到影响，但随着体制的逐渐开放，公司有望在当前渗透率极低的骨科植入市场占领相当份额。
- **瑞特股份（300600）**：公司是优质民参军企业，舰船电力和自动化系统优质供应商，海军舰船产业持续高景气、民船进口替代空间广阔。公司专注于船舶配套电气及自动化系统领域，与两大造船集团旗下船厂和设计院建立了长期稳定的合作关系。我国海军处于战略发展的关键时期，对装备需求也处于历史高位。公司作为海军指定供应商，产品广泛应用于包括“辽宁舰”在内的各型舰船上，并实现了从产品供应商向系统方案解决商的转变。民船领域，船舶配套本土化大势所趋，进口替代大有可为。我国是世界造船大国，但在船舶配套领域的全球市场份额只由 2004 年的 4% 上升至 2011 年的 14%，发展明显滞后。工信部《船舶配套产业能力提升行动计划（2016~2020 年）》中指出，到 2020 年，三大主流船型本土化船用设备平均装船率达到 80% 以上，高技术船舶平均装船率达到 60% 以上。在我国船舶制造行业的大体量

下，配套产业规模已超过千亿，市场空间广阔，发展前景可期。

- **菲利华 (300395):** 公司是国内石英材料龙头企业，下游航空航天、国防信息化、光通信、半导体景气度高，募投工厂投产，产能进一步扩大。公司是石英材料领域具备明显领先优势的企业，产品应用于航空航天、半导体、光通信以及光学等高端应用领域。公司新建工厂逐步投产，新增合成石英玻璃锭产能 200 吨/年和天然石英玻璃锭 2400 吨/年。在航空领域，公司产品主要用于制作透波增强材料等。战略空军建设对军机的需求大增。假设人均飞机数量达到美国水平，则我国空军军机需求有望超过 8000 架。在航天领域，公司产品主要用于制作隔热和耐高温材料，国家高度重视航天事业发展，公司产品需求有望稳步提升。在半导体领域，我国正由半导体需求大国向制造大国转变，石英材料作为半导体工艺耗材，需求持续旺盛。光通信领域，宽带中国、5G 建设带动光纤需求大增。公司作为国内石英材料龙头企业，技术壁垒高、产品需求旺盛、募投工厂投产进一步扩大产能，公司业绩有望继续保持快速增长。
- **火炬电子 (603678):** 优质民参军企业，特种陶瓷材料项目进展顺利，有望成为新的业绩增长点。公司是国内首批通过“宇航级”多层陶瓷电容器产品认证的企业，参与多项国标和军用标准以及行业规范的起草，承担 35 项军工科研任务，是优质的民参军企业。公司拥有电容器、新材料、贸易公司三大业务板块。电容器产品广泛应用于各军兵种国防装备领域和部分高端民用领域；新材料产品主要是高性能特种陶瓷材料，但目前仅有少数发达国家能够产业化生产，在电子、通信、航空航天、冶金、机械、汽车、石油化工、能源、生物和环保等国民经济领域存在广泛需求；新材料募投产能建设进展顺利并与中航工业复材、中国国际航发签署合作协议，高性能特种陶瓷材料有望顺利推广，成为公司新的业绩增长点。
- **航新科技 (300424):** 民航和军机发展驱动维修市场空间不断增长，自动检测设备有望快速放量。公司是国内领先的航空机载设备综合运营保障服务商，主营业务为设备研制及保障、航空维修及服务。民品业务方面，根据公司预测，2017 年我国航空维修市场规模有望达到 60 亿美元，受益于民航运输行业的发展，航空维修市场规模有望进一步扩大。军品业务方面，军民融合国家战略不断推进，公司有望从技术协同创新、扩大业务合作等方面受益。此外自动检测设备是机载电子设备维修的重要设备，公司某型号的小型化飞参和综合数据采集器以及多个型号的直升机振动监控健康诊断系统已通过鉴定并装机试用，并将承接多个机型测试设备的研制任务，公司自动监测产品有望快速放量，打开广阔的成长空间。

国企改革领域，看好集团资产证券化目标明确、体外资产优质、上市平台地位确定的标的，重点推荐国睿科技 (600562)、四创电子 (600990)。

- **国睿科技 (600562):** 雷达领军企业，军民融合发展，受益国防信息化和 5G 建设。公司背靠国内雷达龙头十四所，产品包括雷达产品、轨道交通信号系统、微波器件、特种电源等，广泛应用于军民领域。气象监测精度和密度需求提升、空管雷达进口替代，雷达需求有望稳中有升。微波器件前景看好。公司微波器件产品主要用于军品和民用通信领域，受益于国防信息化和

5G 建设加快推进，微波器件需求有望大幅增长。十三五期间城市轨道交通建成投运线路有望超过 3000 公里，相应投资规模将达到 1.7-2 万亿元，公司轨交信号系统业务有望成为新的增长点。

- **四创电子 (600990): 公共安全和雷达产业前景广阔，中电博微组建有望受益集团资产证券化。**公司主营业务包括军民两用的雷达产业、智慧产业和能源产业等。雷达产业方面，随着气象监测的重要性的密度要求提高，国内机场的进一步建设和雷达设备更新换代，公司气象雷达和空管雷达业务有望持续发展；在智慧产业方面，社会对公共安全的重视程度越来越高。未来 5 年，我国相应总投资规模有望达到数千亿元，公共安全业务前景广阔。中电科以新组建中电博微为平台，统一管理八所、十六所、三十八所和四十三所，并将四创电子作为版块上市平台。八所、十六所、三十八所、四十三所专业优势突出，产品竞争优势明显。在明确将四创电子作为中电博微资本运作上市平台以及集团资产证券化不断推进的背景下，公司有望获得中电博微相关优质资产的注入，企业规模和实力有望进一步提升。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2017-12-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
000768.SZ	中航飞机	17.49	0.15	0.17	0.23	116.6	102.88	76.04	增持
002013.SZ	中航机电	11.27	0.36	0.33	0.38	31.31	34.15	29.66	买入
002179.SZ	中航光电	37.16	1.22	1.07	1.31	30.46	34.73	28.37	增持
300395.SZ	菲利华	16.12	0.55	0.65	0.78	29.31	24.8	20.67	增持
300424.SZ	航新科技	22.97	0.45	0.51	0.57	51.04	45.04	40.3	中性
300600.SZ	瑞特股份	43.8	1.36	1.3	1.66	32.21	33.69	26.39	买入
600038.SH	中直股份	46.2	0.75	0.91	1.09	61.6	50.77	42.39	增持
600372.SH	中航电子	14.18	0.26	0.31	0.37	54.18	45.09	38.27	未评级
600482.SH	中国动力	26.07	0.62	0.77	0.97	42.05	33.86	26.88	增持
600562.SH	国睿科技	25.19	0.48	0.57	0.71	52.81	44.01	35.27	未评级
600760.SH	中航黑豹	30.98	0.1	0.38	0.47	295.89	80.99	65.77	未评级
600862.SH	中航高科	10.47	0.05	0.22	0.24	209.4	47.59	43.63	增持
600893.SH	航发动力	28.4	0.46	0.49	0.61	62.13	58.33	46.28	未评级
600990.SH	四创电子	63.08	0.95	1.56	1.81	66.4	40.44	34.85	增持
603678.SH	火炬电子	26.19	1.18	1.52	1.9	22.19	17.23	13.78	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

6、风险提示

1) 装备列装进度不及预期; 2) 行业估值下行风险; 3) 军费投入及军改进展不及预期; 4) 国企改革及军民融合进度不及预期; 5) 相关推荐公司业绩不达预期; 6) 相关公司资产注入的不确定性; 7) 系统性风险。

【军工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

苏立赞，负责军工行业上市公司研究。清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5 年军工领域从业经验，逾一年基金买方研究经历。

邹刚，负责军工行业上市公司研究。上海交通大学硕士，大连理工大学学士；三年军方装备研究所工作经验。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。