

国防军工2018行业投资策略 ——站在军工高景气周期的起点

评级：强大于市

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



天风军工
联系人：邹润芳18616330507 /李鲁靖18601072930/经 纬13001044818/范伊歌13167531771/范想想13466389819

2018

军工行业投资策略 :站在国家战略与军工高景气周期的起点

1

板块总量与数量指标分析

2

2018板块投资框架

3

主线一：军工高景气周期机遇

4

主线二：军工国企国资改革

5

战略主线：
军民深度融合新业态机遇

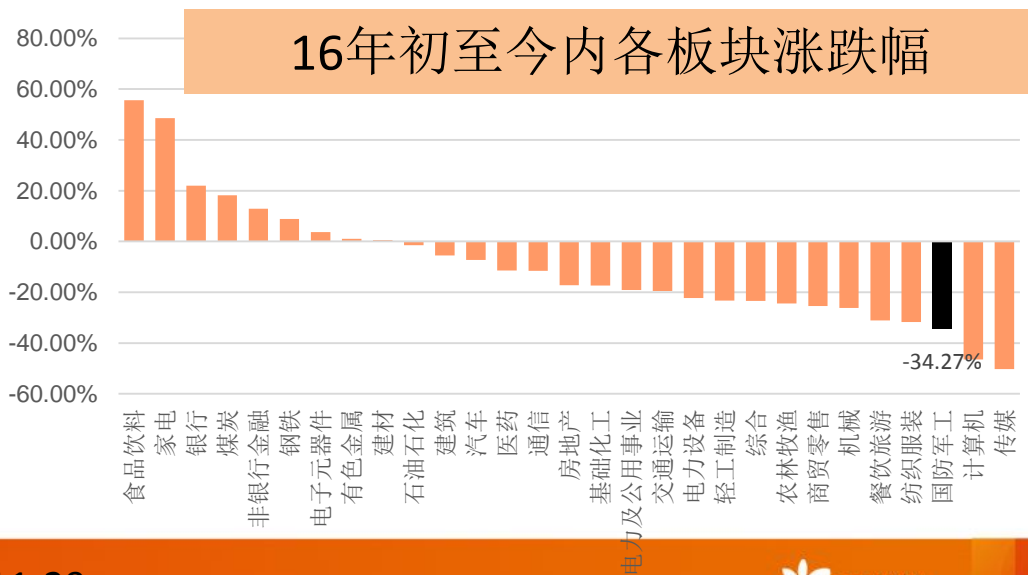
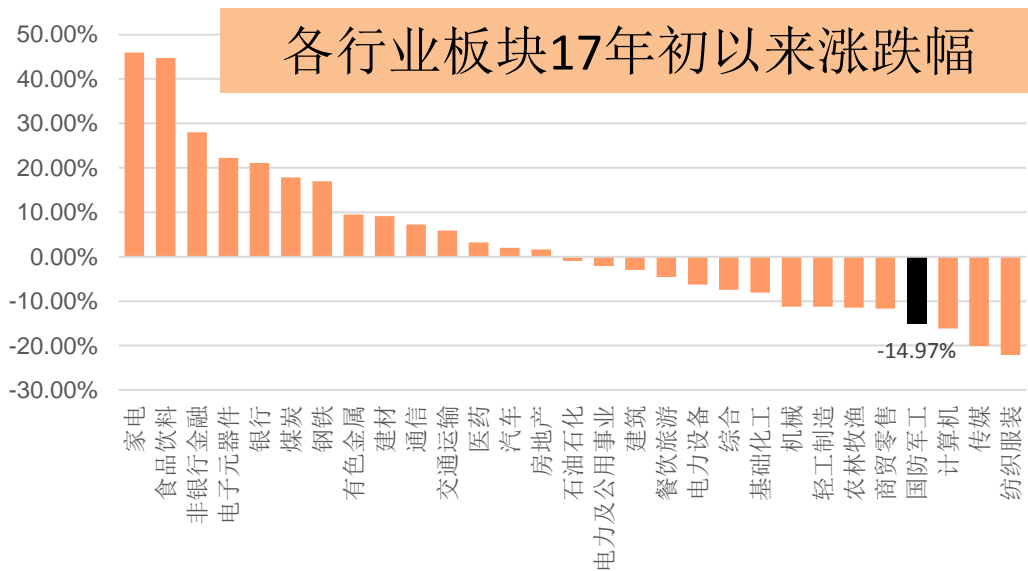
PART ①：板块表现回顾&原因分析

1

板块总量与数量指标分析

1.1 2017 板块表现回顾

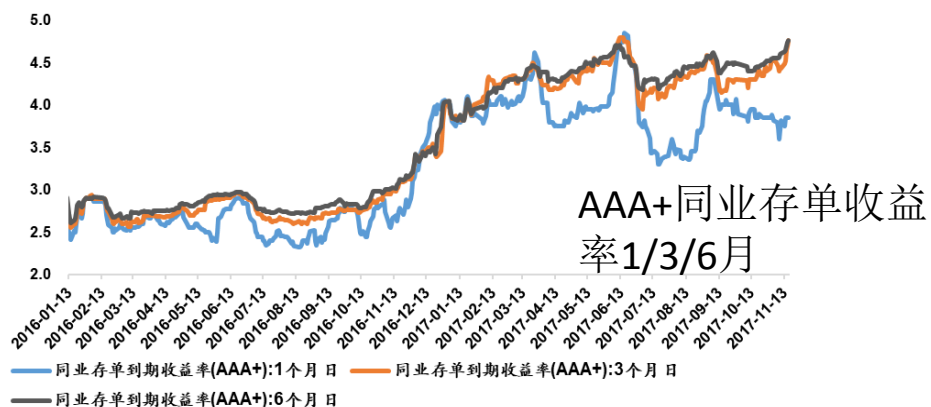
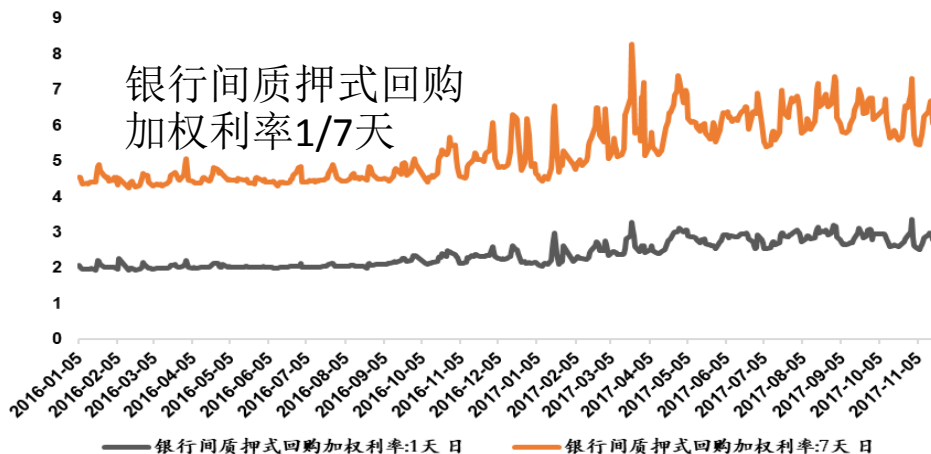
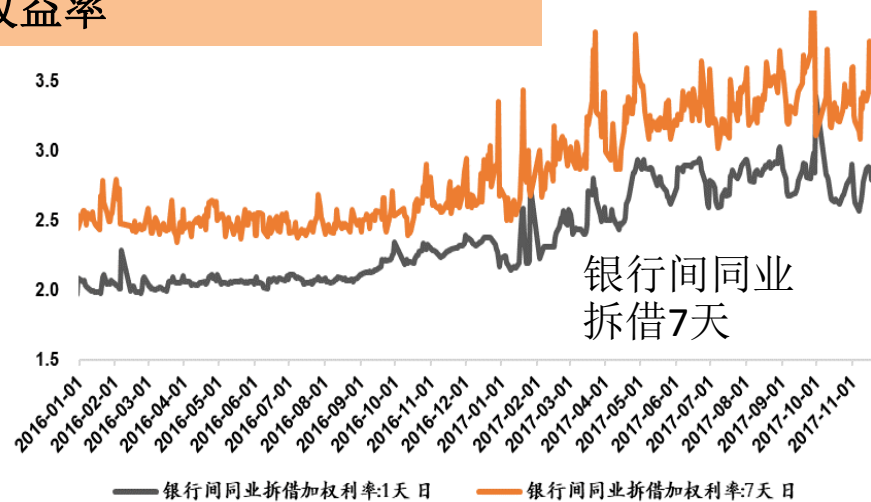
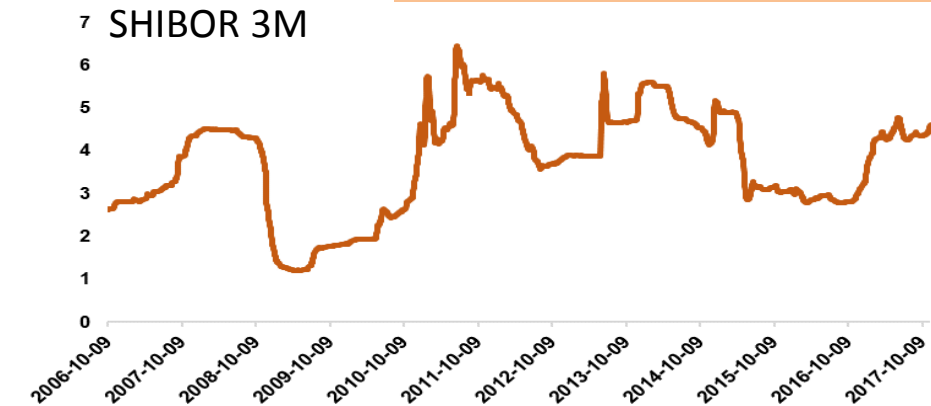
- 2017年年初至年中，涨跌幅为-14.97%，处于倒数第四位
- 2016年初至今，涨跌幅为-34.27%，处于倒数第三位



1.2 去杠杆下的风险偏好：高估值抑制

去杠杆持续进行，资金面缩紧，较高利率将延续

SHIBOR 3M\银行间工业拆借利率\质押回购利率\AAA+同业存单收益率

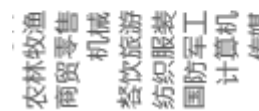
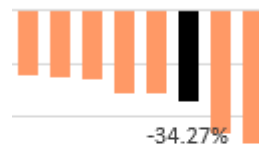
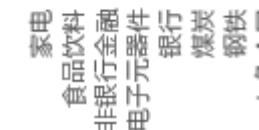
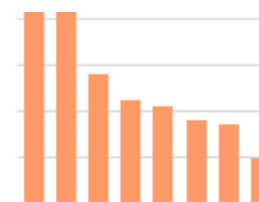
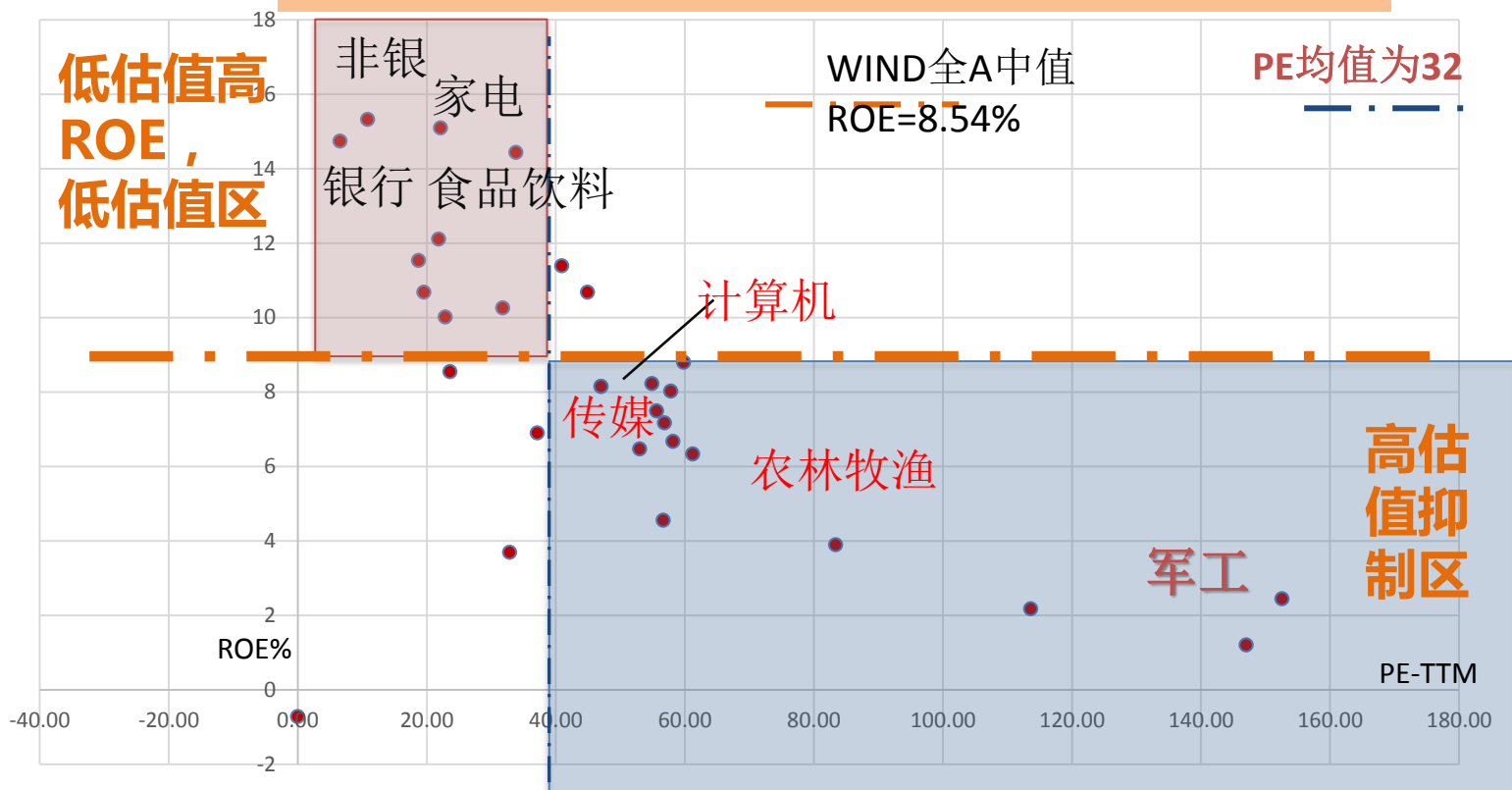


资料来源：WIND, 天风证券研究所

1.3 去杠杆下的风险偏好：高估值抑制

风险偏好下降高估值受到抑制

PE-ROE显示，PE较高且净资产盈利能力低于A股平均水平的板块在A股年内风格切换中影响较大



PART ②：行业业绩、估值与模型分析

1

板块总量与数量指标分析

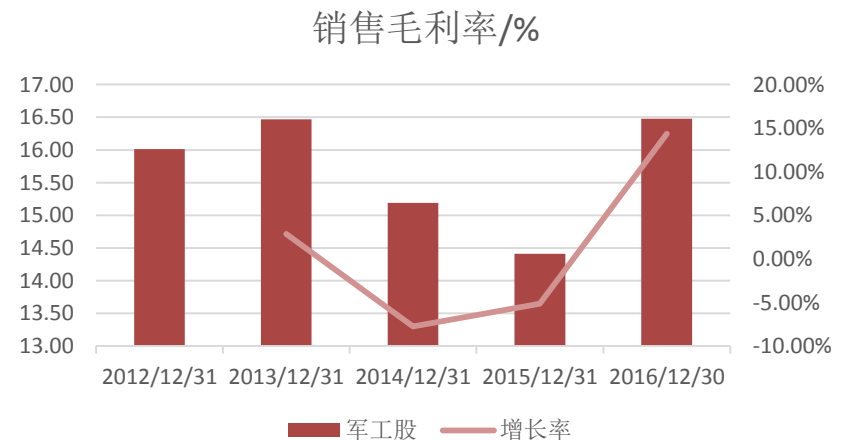
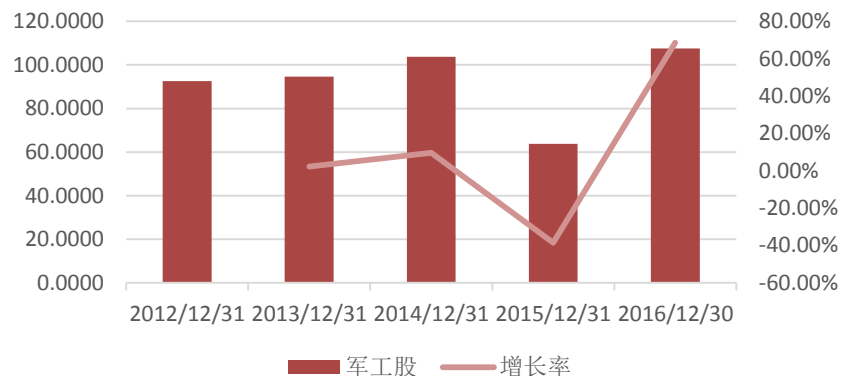
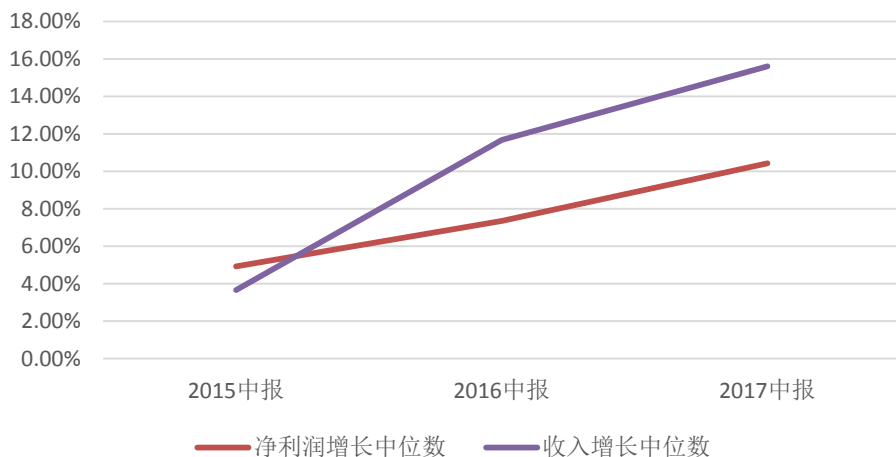
■ 1.4 军工行业基本面回暖进行中

16年板块业绩出现增长拐点（65%增长），延续回暖，17年平稳过渡“十八大/十九大”政绩跨越年：

2017中报：净利润平均增长18.7%，相对16年43.7%出现下降，中位数15.75%基本持平。

➤ 16年板块业绩大幅反弹三因素：

- (1) 15年由于中国重工等权重股业绩出现了大额亏损
- (2) 15、16年军工集团注入并表集中体现在16年业绩上
- (3) 十八大末尾政绩周期

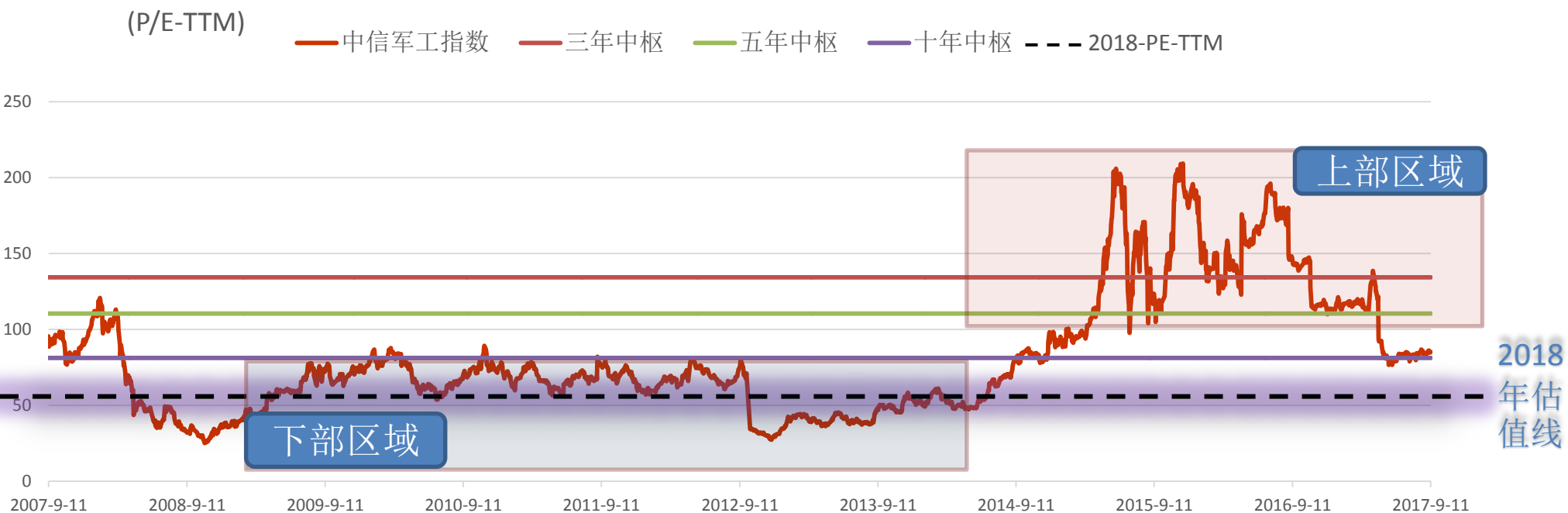


资料来源：WIND, 天风证券研究所

■ 1.5 板块估值：18年进入历史下部区域

18年估值已至配置合理区域：

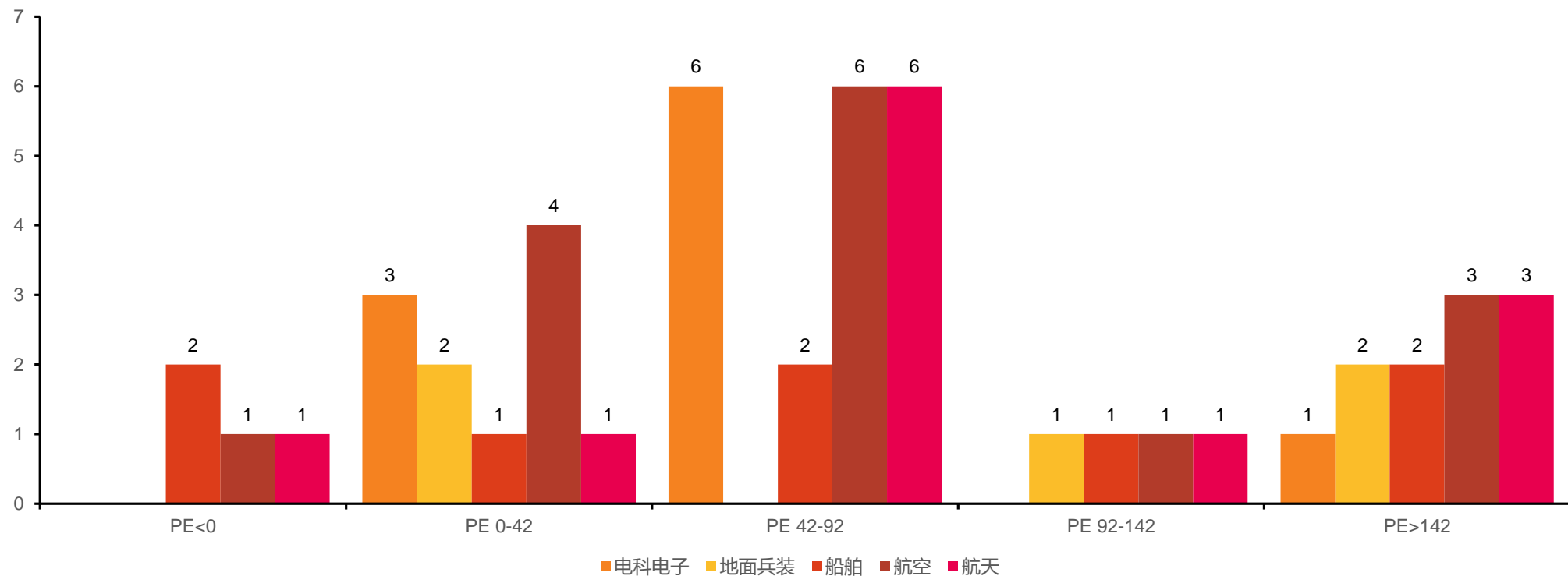
两年连续估值切换，17年业绩对应74X，**2018年业绩预计将**
至**57x**，低于（2007-2017）十年估值中枢81.3x



■ 1.5 板块估值：以军工国家队为样本，看估值分化情况

军工集团派系上市公司估值分化情况：估值存在较强分化

- 航空、航天估值偏高，分别有27%、33%的公司2017年P/E在92x以上；
- 电科电子估值明显偏低，仅有10%的公司2017年P/E在92x以上。其中电科电子和地面兵装在0-42x区间占比较大，分别占各自板块的30%和40%，航空和航天在42x-92x区间占比较大，分别占各自板块的40%和50%。

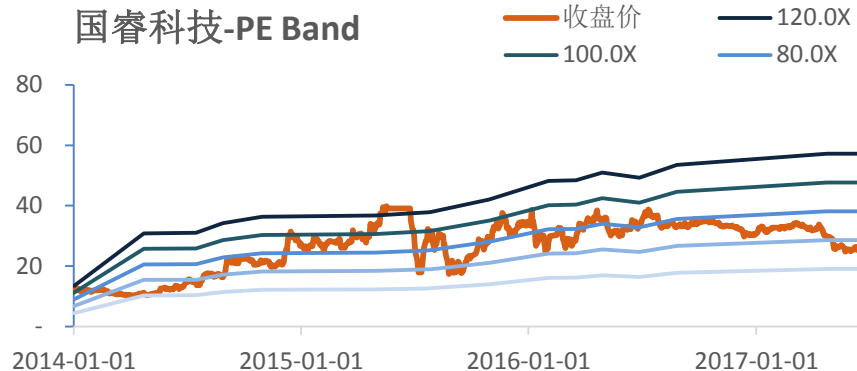


1.5 板块估值：进入历史下部区域，估值分化中存在低位机会

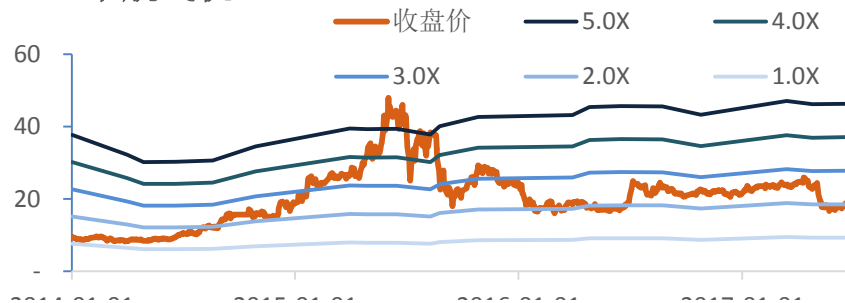
中国重工-PB Band



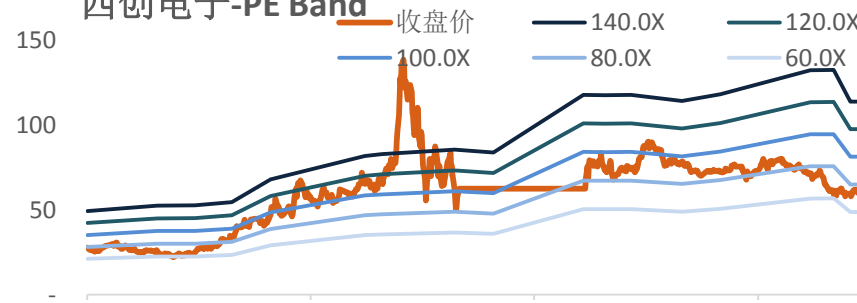
国睿科技-PE Band



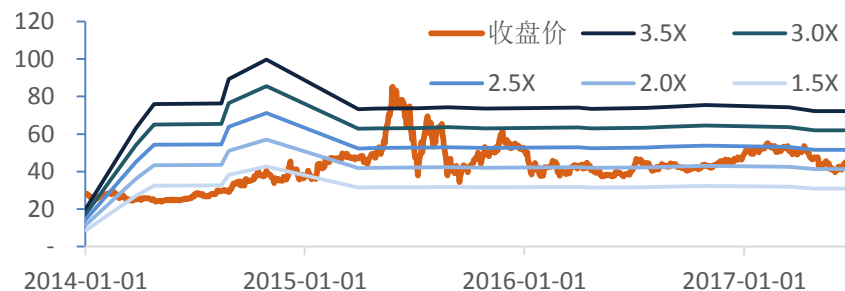
中航飞机-PS Band



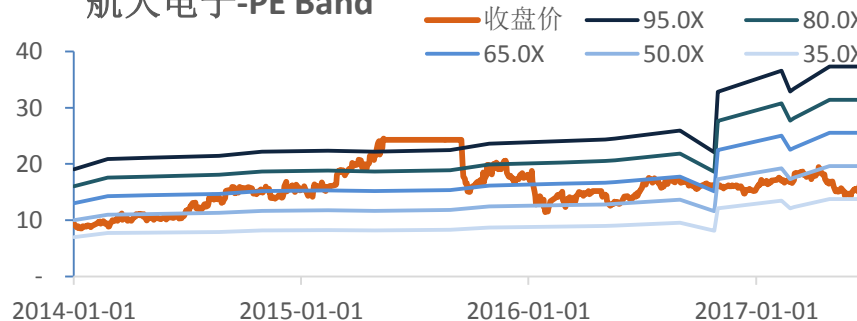
四创电子-PE Band



中直股份-PS Band



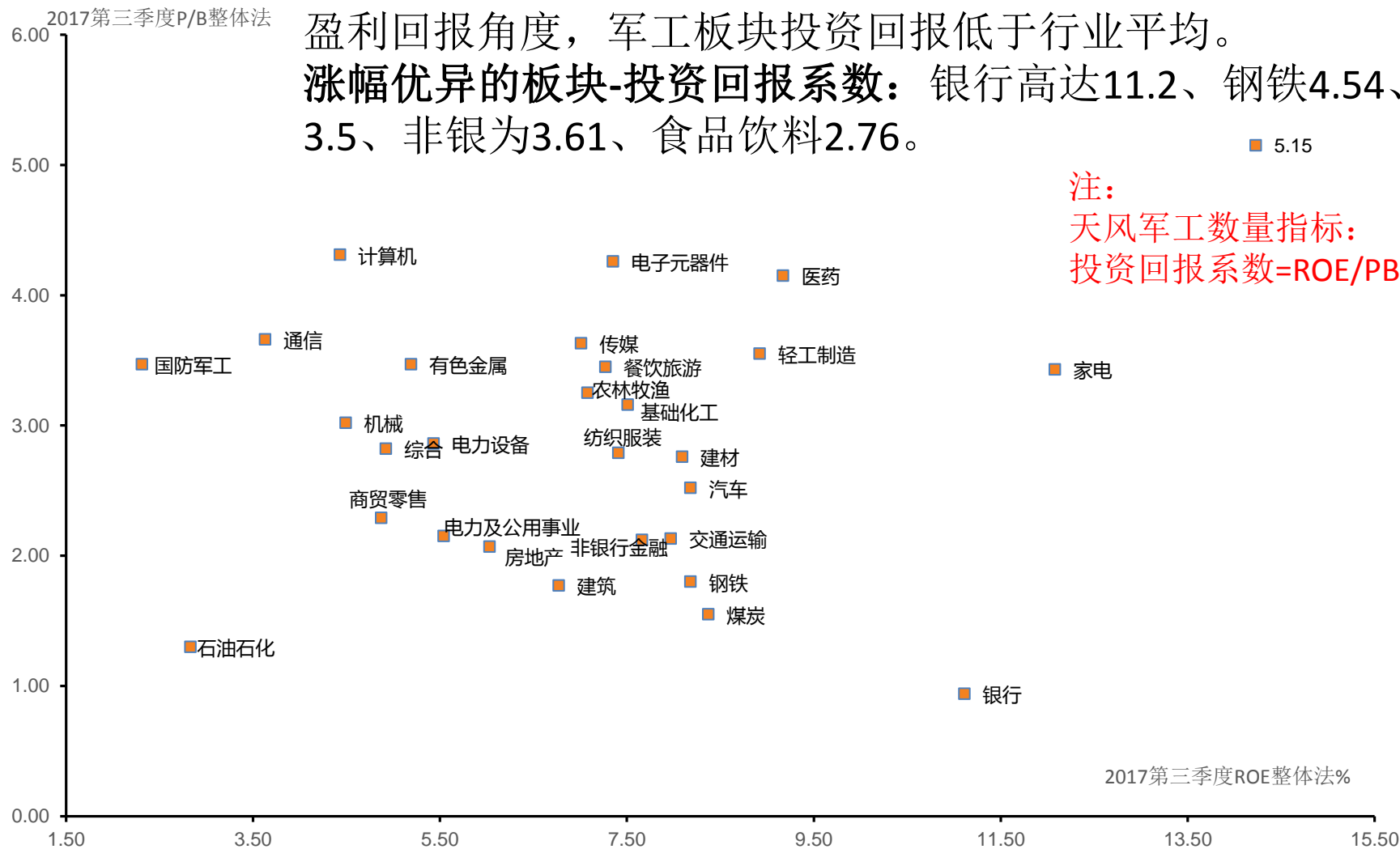
航天电子-PE Band



1.5 板块估值：军工板块PB-ROE模型对比全A

军工PB-ROE模型中投资回报系数为**0.57**，全行业中位数为**2.37**，盈利回报角度，军工板块投资回报低于行业平均。

涨幅优异的板块-投资回报系数：银行高达**11.2**、钢铁**4.54**、家电**3.5**、非银为**3.61**、食品饮料**2.76**。

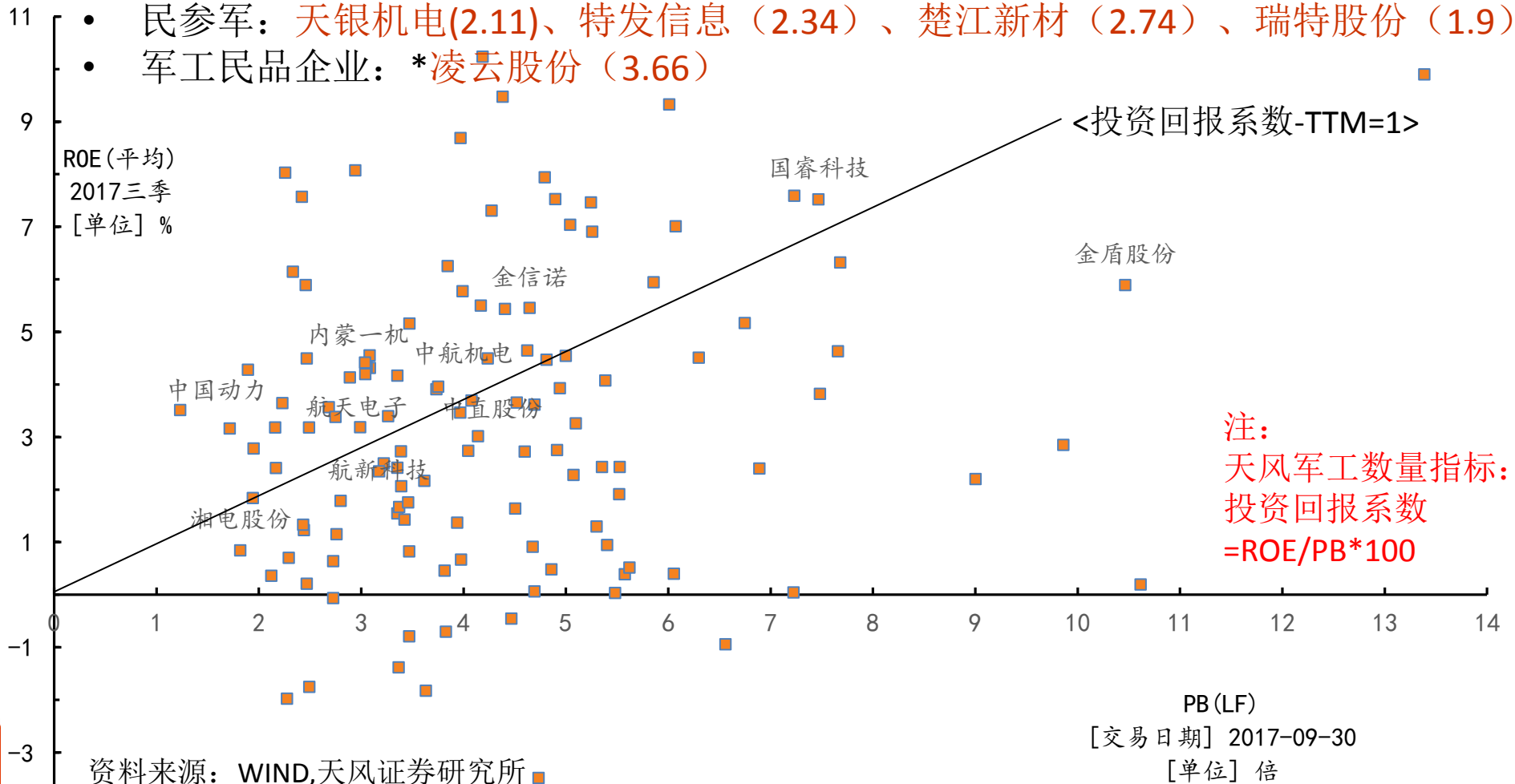


注：
天风军工数量指标：
投资回报系数=ROE/PB*100

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.5 板块估值：军工板块PB-ROE模型，从匹配系数看标的

- 全行业投资回报系数中位数为2.37
- 军工主机厂在盈利回报角度，**内蒙一机 (1.49)** 最佳
- 接近全A股平均水平的军工企业有（下列为接近平均值的全部样本，未经主观筛选）：
 - 国家队：**中航光电(2.17)**、**航天电器(2.26)**、**中国动力(1.84)**
 - 民参军：**天银机电(2.11)**、**特发信息 (2.34)**、**楚江新材 (2.74)**、**瑞特股份 (1.9)**
 - 军工民品企业：***凌云股份 (3.66)**



PART ③：机构持仓情况与机遇

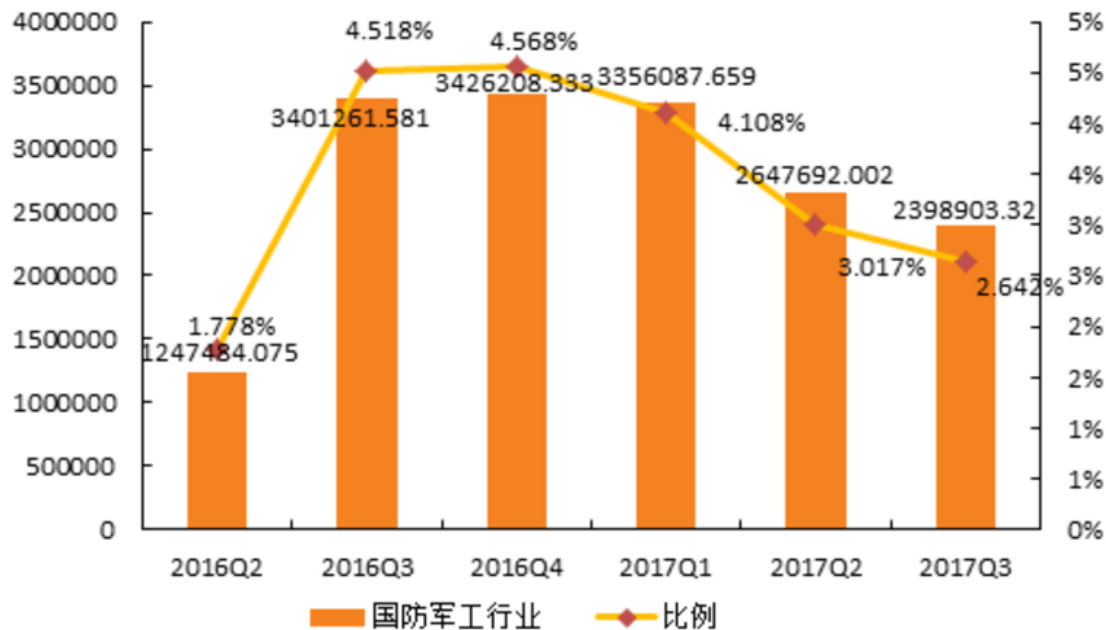
1

板块总量与数量指标分析

■ 1.6 机构持仓情况与机遇

- 军工目前持仓处于低位，降幅收窄——（全部基金产品口径）持仓市值占比2.64%，持仓占比2.98%，若仅考虑主动型持仓占比约1.4%（市值占A股约3.2%）
- 机构定价权影响力较低——10%以上机构流通股占比仅5家军工企业，5%以上仅15家军工企业（图：板块重仓军工股总市值（万元）及占整体比例（统计口径为全部基金产品）

基金持有市值虽延续下降，但Q3板块降幅已持续收窄，有望触底创造反弹机会



■ 1.6 机构持仓情况与机遇

基金持仓军工股占流通股比重继续下滑，维持在较低水平，定价权弱。

2017Q3，基金持股国防军工行业公司中持仓占流通股比重在10%以上的有2家（航天科技，四创电子），较2017年Q2减少了4家，维持了2016年Q4以来的下降趋势（2016Q2、2016Q3、2016Q4、2017Q1、2017Q2分别为2家、5家、6家、7家、6家）。

持仓占流通股比重在5%以上的有12家，较2017年Q2减少了3家，依旧维持了2016年Q4以来的下降走势（2016Q2、2016Q3、2016Q4、2017Q1、2017Q2分别为6家、15家、20家、17家、15家）。

机构定价能力持续下降，机构定价能力继续降低

■ 1.6 机构持仓情况与机遇

年度持仓排名总体维稳-白马权重继续称霸

- 基金持军工股市值前十大公司总体稳定变化不大。2017Q3截止国防军工行业基金持仓市值排名前十的公司分别为中国重工、航发动力、中航光电、中航飞机、中国卫星、海格通信、航天科技、航天电子、中直股份、北方导航。
- 机构偏好：白马与权重股。

表：基金持仓市值前十大公司

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动	持股占流通	持股总市值(万)
601989.SH	中国重工	48	56,055.92	783.67	3.05	362,876.19
600893.SH	航发动力	22	8,055.91	-422.05	4.14	251,908.33
002179.SZ	中航光电	50	6,521.95	1,457.31	8.34	242,616.40
000768.SZ	中航飞机	24	11,171.23	-1,210.40	4.03	214,822.67
600118.SH	中国卫星	20	4,816.03	-656.97	4.07	135,619.44
002465.SZ	海格通信	30	10,441.32	472.56	5.63	121,014.95
000901.SZ	航天科技	14	3,694.01	-471.72	11.41	104,838.08
600879.SH	航天电子	16	11,288.51	-6,210.70	7.07	99,338.91
600038.SH	中直股份	46	2,169.57	-1,658.95	3.68	94,831.69
600435.SH	北方导航	11	6,309.31	-493.10	4.24	92,052.86

■ 1.7 第一章：军工总量、量化指标分析建议

- **军工2018年板块机遇与市场风格匹配分析-延续产业逻辑、白马权重为王、辅以国家意志方向配置：**去杠杆持续，M2增速持续下降，投资活跃度维持较低水平，利率上行，资金面并不宽松，整体风格预计延续低风险偏好、价值型，以及偏好产业链大逻辑与国家意志方向（国企国资改革、高端制造等）。
- **板块估值与机会分析：**18年板块业绩对应57x，处于历史下部区域（处于09-12年估值区间），由于板块估值存在分化现象，部分白马权重股【中直股份、航天电子、中国动力、四创电子、中航飞机】估值将触及3年、5年底部区域，已出现配置布局机会。
- **价值模型下标的筛选：**利用投资回报系数（ $ROE/PB*100$ ）在PB-ROE价值分析模型下，关注市值、净资产、收益率三者匹配系数较高的资产，此类资产代表高盈利性，对应市值合理或低估，如筛选结果下接近全行业投资回报系数中位数（2.37）的军工标的，模型筛选后结果：
 - 国家队【内蒙一机（1.49）、航天电器（2.26）、中国动力（1.84）、中航光电（2.17）】
 - 军工民品【凌云股份（3.66）】
 - 民参军如【天银机电（2.11）、瑞特股份(1.9)、特发信息(2.34)、楚江新材（2.78）】

2018

军工行业投资策略：站在国家战略与国防工业高景气周期的起点

1

板块总量与数量指标分析

2

2018板块投资框架

3

主线一：军工高景气周期机遇

4

主线二：国家意志方向发展机遇
——国企国资改革与高端制造

5

战略主线：
军民深度融合新业态机遇

第二章：2018板块投资框架——18年双主线+战略方向

主线一：
装备高景气周期

订单放量、量
产扩张

新型号新装备

经费释放加速

高端制造、核
心资产

基本
面拐
点

主线二：
军工国企国资改革

- 混合所有制改革
- 资产证券化& 科研院所改制
- 央企兼并重组

战略主线：
军民深度融合

- 市场化、开放
化民参军机遇

大
背
景

- 十九大确立：一流军建目标，达到世界一流水平，2020年设立机械化实现目标
- 国际区域摩擦持续，全球处于不稳定安全环境
- GDP大国军事投入进入上升周期，全球进入装备更新期

■ 第二章：2018板块投资框架——18年双主线+战略方向

2017重大政策基调回顾：

十九大：大大提出“十九大”军工处在历史新起点的定义，长短目标任务繁重

(1) 长目标-国防战略目标：首次提出目标到2020年战略能力有大的提升，到21世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。(2) 短期目标-2020近期两任务：2020年前实现我军机械化建设、取得信息化建设重大进展

16部位联合推进《推进实施制造强国战略的指导意见》

持续推进高端制造、智能制造，发展一批专业化“小巨人”企业，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。

国务院印发《国防工业军民深度发展指导意见》

建立市场化、开放化国防工业参与体制，军民深度融合新业态鼓励非战略武器军工企业上市或注入，及其它混合所有制方式推动军工企业主导的高端制造领域，军转民与民生相融，互为支撑。

9月27日国务院常务会议-李克强总理讲话

深入推进央企优化结构、重组整合。稳妥推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域央企重组整合，提高资源配置效率，增强竞争力。严格落实化解过剩产能问题，供给侧改革落地执行。

7月7日国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》

加速推动科研院所改制任务

2018

国防军工投资策略

:站在国家战略与军工高景气周期的起点

1

板块总量与数量指标分析

2

2018板块投资框架

3

主线一：军工行业开启高景气周期

4

主线二：军工国企国资改革

5

战略主线：
军民深度融合新业态机遇

PART ①：国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期

3

主线一：军工行业开启高景气周期

■ 3.1 国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期

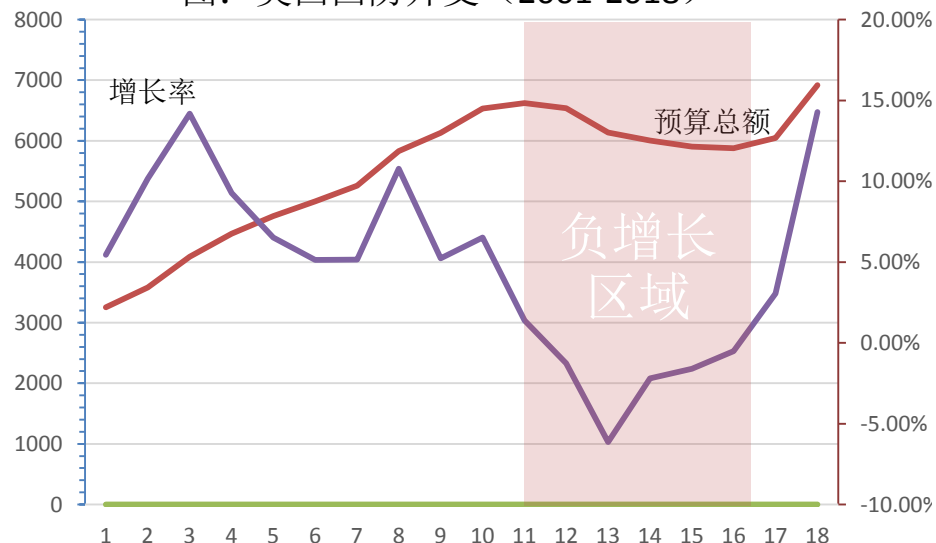
- 美国世纪最大军费增长出现，2018年14%:

2017年军费为6045亿美元，同比增长3.05%，结束自2011-2016年军费连续5年的负增长，众议院通过美国2018年军费为6920亿美元，大幅增长14.29%

- 北约结束连续7年下滑重回增长轨道:

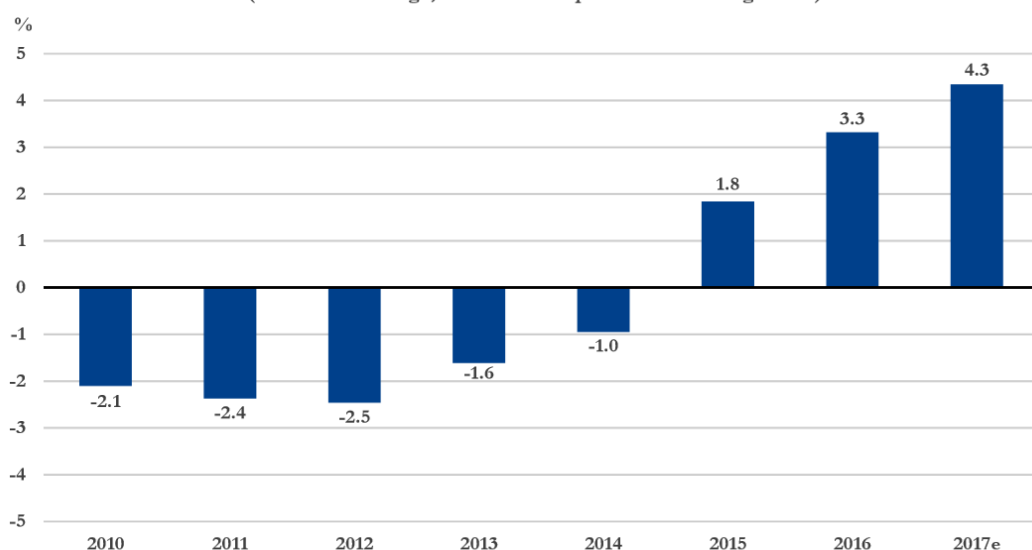
自2015年结束自2009年7年负增长，重回进入防务开支增长轨道

图：美国国防开支（2001-2018）



图：北约（剔除美国）防务开支增长率（2010-2017）

(annual real change, based on 2010 prices and exchange rates)



Cumulative spending increase for the period from 2015 to 2017, above 2014 level: +45.8 Bn USD

■ 3.1 国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期

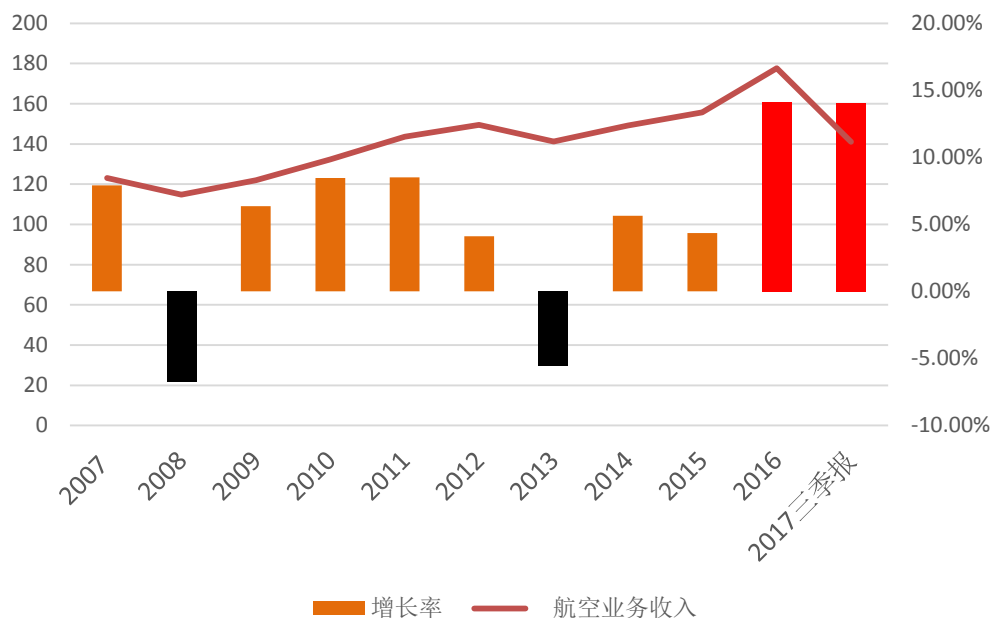
美军主承包商业绩进入新增长周期：战斗机主承包商、舰船主承包商均于**2016年**重启增长

- 航空主承包商-洛克希德马丁航空业务收入进入高增长窗口：2016年扭转2011年以来低增长的颓势，同比增长14.18%，2017年三季报延续趋势同比增长14.08%，均为10年内最大增长。
- 海军舰船最大承包商——诺格，自**2016年**停止业务下滑，进入增长窗口。

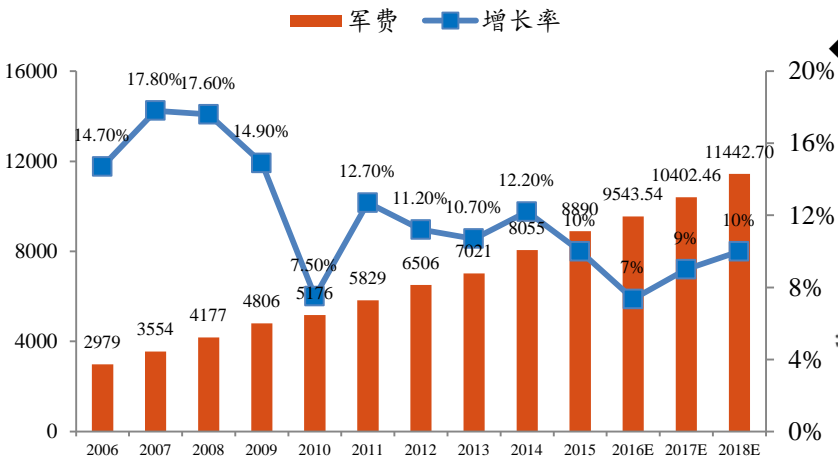
图：诺斯罗普格鲁曼收入曲线



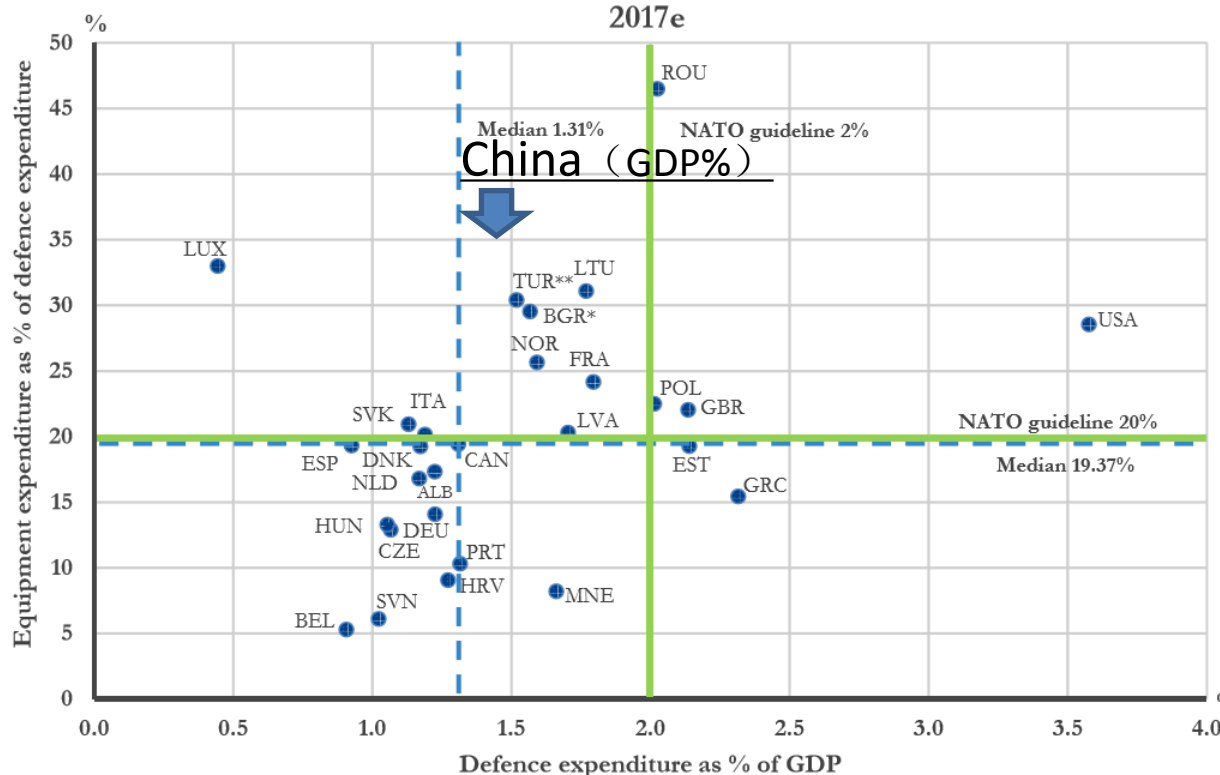
图：洛克希德马丁 航空业务收入曲线（亿美元）



3.1 国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期



◆ 2017年中国军费增幅在7%左右，占GDP的比重为1.3%，达到北约平均水平，距离美国3.5%的GDP占比存在较大差距。总额方面美国更是中国的4倍左右。我们判断我国国防军费仍有很大的增长潜能，未来10-20年仍将保持中高速增长。



图：中国国防预算（2006-2018E）

资料来源：NATO,天风证券研究所

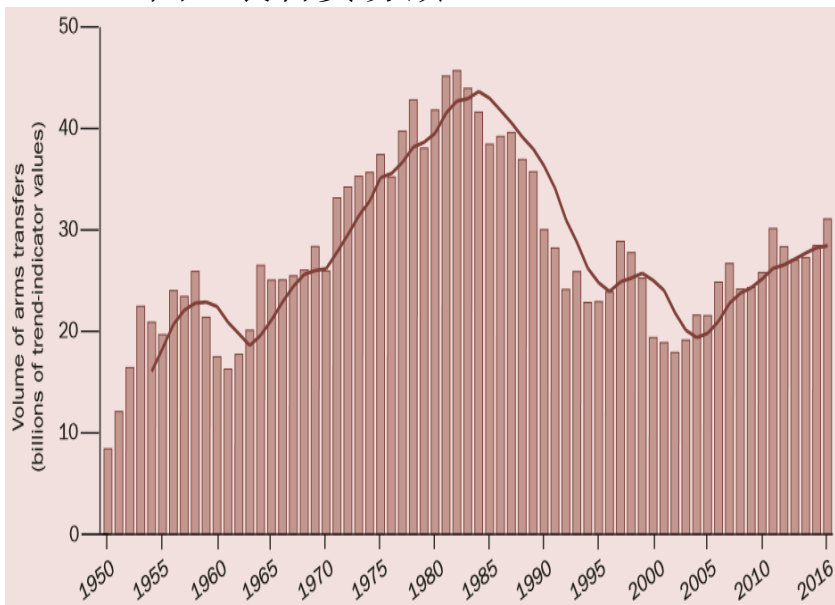
图：装备采购费用及国防预算GDP占比

■ 3.1 国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期：国际军贸机遇

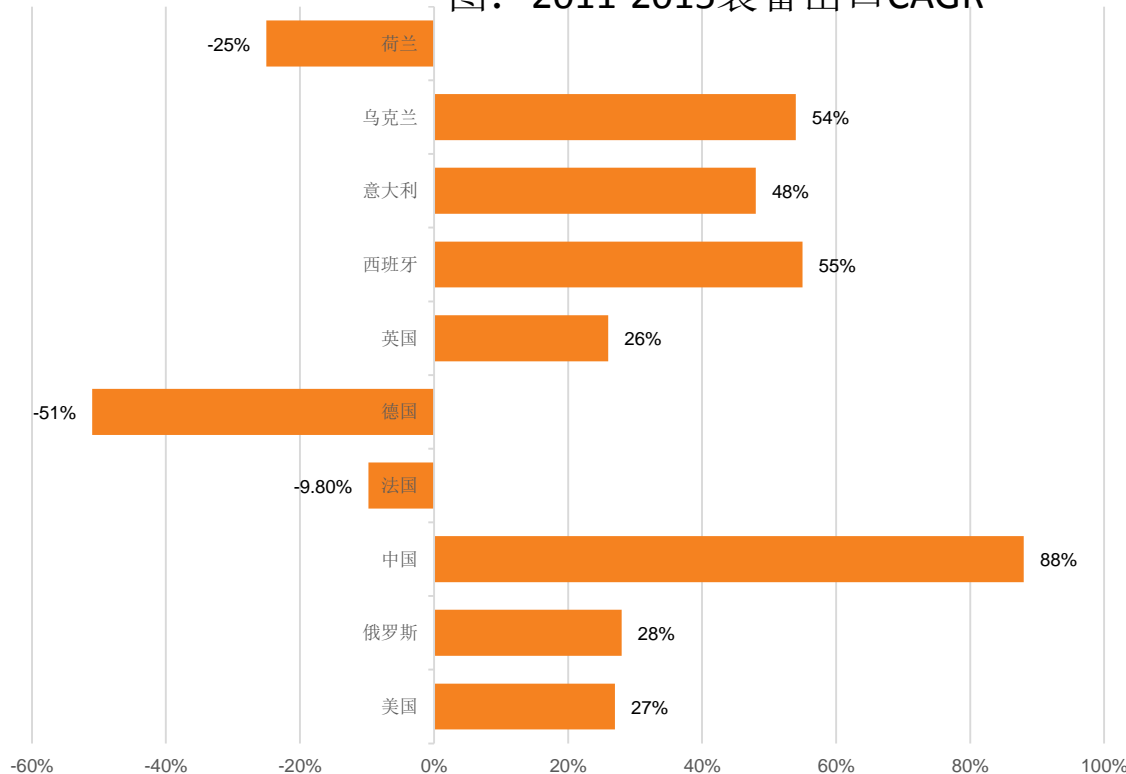
装备国际贸易机遇（军贸）：

军贸自2001年进入连续增长阶段：美国过去五年的军火销售量同比复合增速达27%；中国近5年复合增速88%。随着我国技术的突破，性能的差距已于美俄缩小，高性价比将持续推动我国军备出口。

图：装备贸易额1950-2016



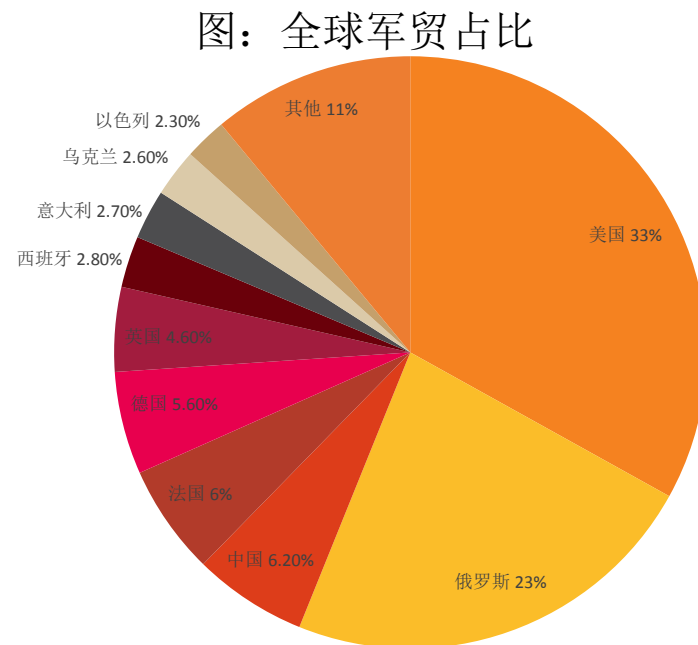
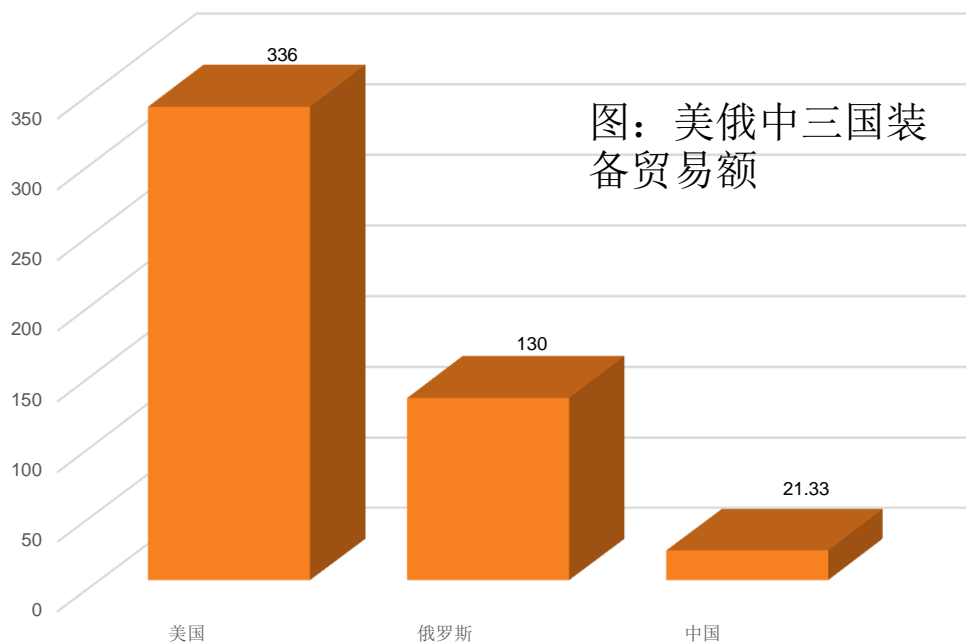
图：2011-2015装备出口CAGR



■ 3.1 国防投入全球范围上升，进入装备建设新周期：国际军贸机遇

- 国在全球军贸中排名第三，全球份额占比仅6.2%，其中美国、俄罗斯分别为33%、23%，我国与美俄存在巨大军贸体量差距
- 随着我国军贸结构的优化，新式装备的上量，我国有望缩小在军贸端的巨大市场份额差距。**我国目前距俄罗斯存在100亿美元规模的追赶距离，与美国存在310亿美元的差距，**

领域	投资标的
军贸与“一带一路”等国际贸易	内蒙一机、中航黑豹、中直股份、南洋科技



PART ②：我国进入装备建设高景气周期

3

主线一：军工行业开启高景气周期

■ 3.2 我国进入装备建设高景气周期： 军品五年周期进入后半程，进入行业高景气密集释放期

军改3年回顾：

2015年年底：军改方案正式推出

2016年：战区调整，军队运行结构调整，我们认为结构和人员的变化一定程度会对行业的运行造成影响。

2017年：随“十九大”进行，中国人民解放军公布的高层人员逐步开始落地，截止年底，党政、装备、指挥作战等关键部门均完成履新，我们认为年内依然处于军工影响期，但本次顶层人员落地结束后，新的体制运行将正式开启。

订单放量、量
产扩张

新型号新装备

经费释放加速

五年周期后半程+
军改积压+十九大
短期长期军建任
务=军工高景气
周期

军改影响阶段I：
冰点期

军改影响阶段II：
阵痛的尾声

十九大任务：

- 我军机械化建设完成冲刺期
- 信息化建设加速期

2015

2016

2017

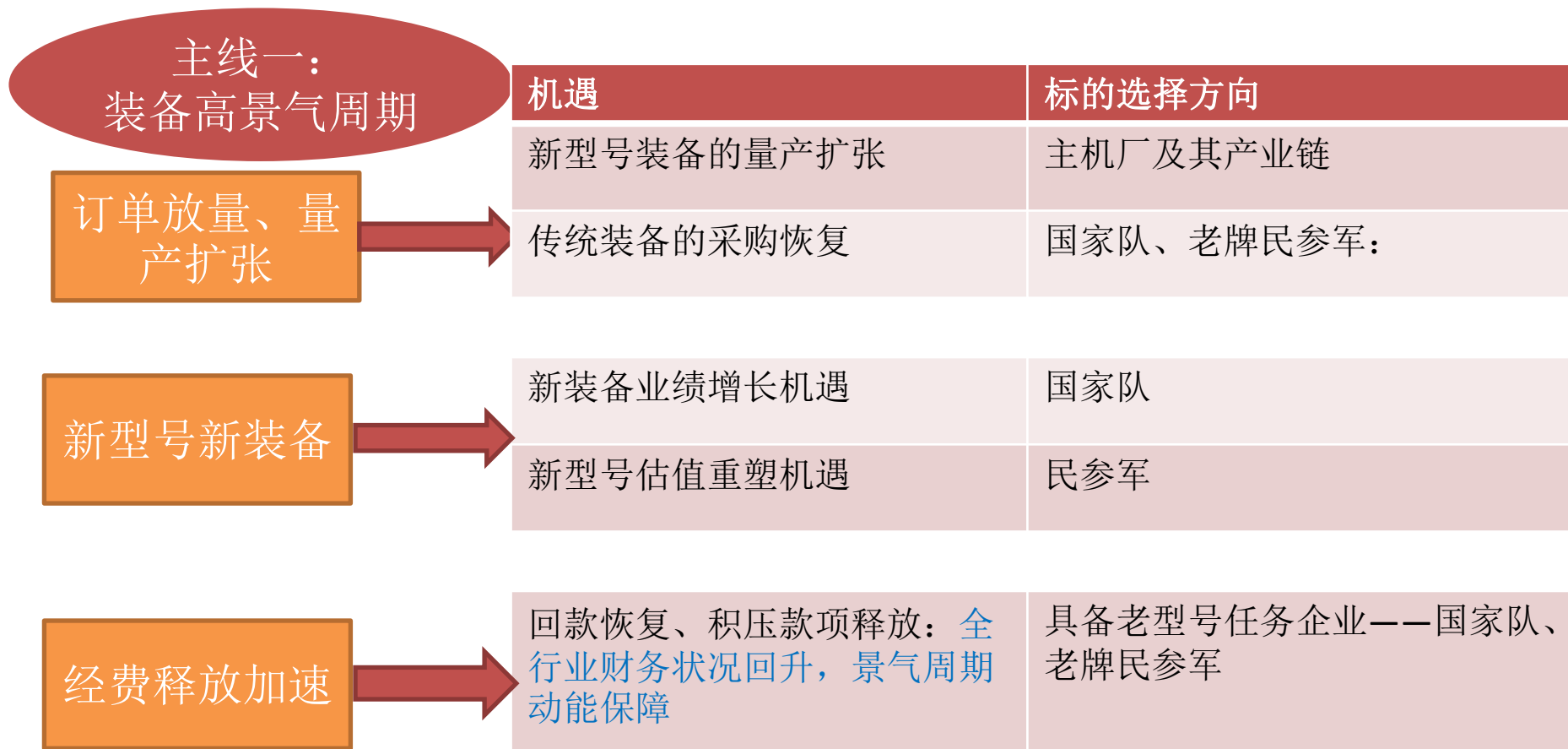
2018

2019

2020

实现
机械
化、
信息
化取
得进
展

■ 3.2.1 我国进入装备建设高景气周期：高景气周期投资机遇解析



2018

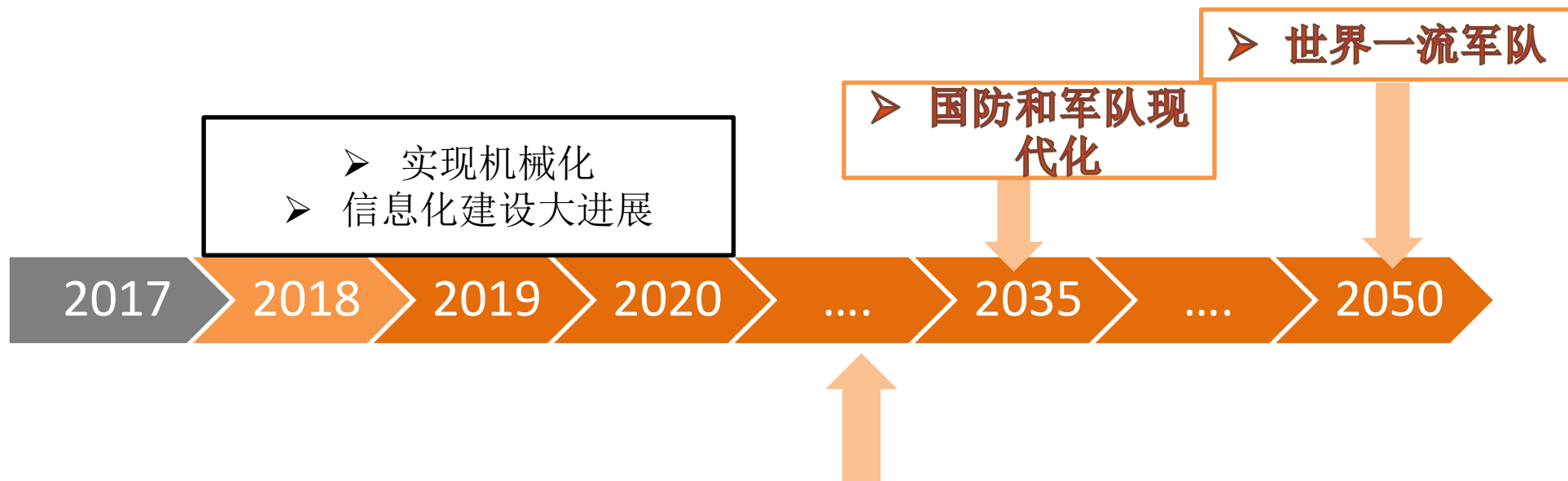
2019

2020....

■ 3.2.2 高景气周期建设方向：机械化完成、信息化大进展

“十九大”：大大提出“十九大”军工处在历史新起点的定义，长短目标任务繁重

(1) 长目标-国防战略目标：首次提出目标到2020年战略能力有大的提升，到21世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。(2) 短期目标-2020近期两任务：2020年前实现我军机械化建设、取得信息化建设重大进展



“十九大”军建计划:

2020年小周期, 2050大周期

- 2020年战略能力大提升（联合作战能力、战略纵深能力）
- 实现机械化（介于美军海湾与伊拉克至今）
- 信息化取得阶段性成果（半信息化，接近伊拉克时期美军）

■ 3.2.2 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化

机械化建设实现的标志——主战装备数量和代次完成列装和换装：

第三代歼击机完全换装、轰炸机/特种飞机匹配比例、第四代直升机列装、战后第三代地面装备完成换装、舰船吨位数升级及品类补充 **【海陆空主战装备产业链】**

信息化大进展：联合作战系统初步形成，信息化武器得到初步普及，具体突破方向——精确制导导弹、电子战、单兵、信息网络攻击、GPS知道巡航导弹、C4ISR联合作战系统

**【精确打击、
联合作战细
分】**

时间	战争	军建代次	代表性武器装备/作战体系
1939-1945	二战	机械化、半机械化	雷达、VT引信
1955-1975	越南战争	机械化	激光制导导弹、雷达
1991	海湾战争	机械化、信息化初期部队	<ul style="list-style-type: none"> 信息化武器：精确制导导弹、电子战、C4I作战指挥、夜视器材 主战装备：全三代机、三代坦克、四代直升机
1999	科索沃战争	机械化，信息化部队	信息网络攻击、GPS知道巡航导弹、C4ISR系统
2001	阿富汗战争	信息化成熟期	侦查攻击型无人机、C4ISR、全球一体化作战系统
2003-2010	伊拉克战争	信息化进化初始；	网络中心战

我军2020年
军建目标



资料来源：
GLOBAL
FIREPOWER, FLIGHT
GLOBAL, 天风证券
研究所

图：
历史
战役
对应
军建
代次

- 我军机械化建设完成冲刺期
- 信息化建设加速期

2017

2018

2019

2020

2021

....

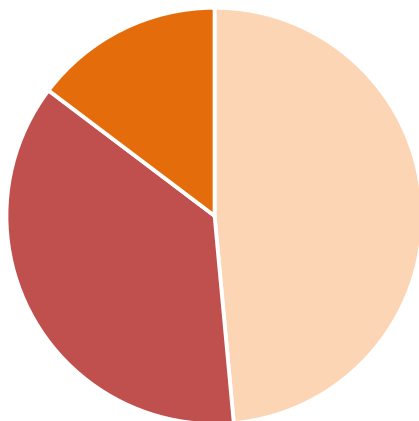
2050

■ 3.2.3 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（地面装

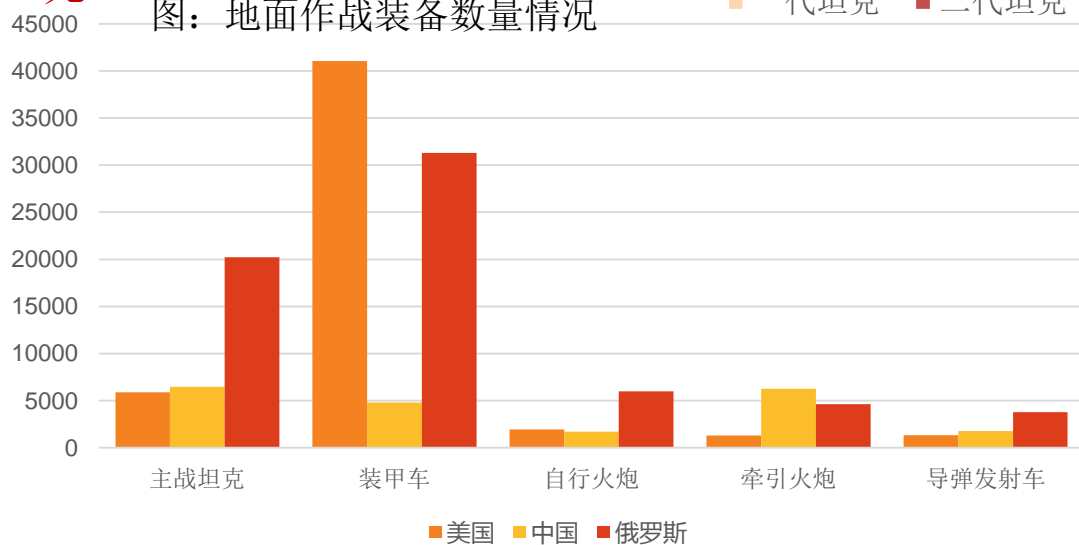
1、陆军机械化装备：

根据数据，我国主战坦克在数量上仅为俄罗斯的1/4，装甲车方面美国俄罗斯约为中国6倍，在总数上存在差异、考虑到中国陆军的数量，人均装备数量差异更大。且代次上存在较大差距，预计我国主要地面装备**未来十年**存在**3000辆坦克、20000辆装甲车辆**空间，总额约为**2000亿元**。

图：地面作战装备代次情况



图：地面作战装备数量情况



陆军机械化投资标的：
内蒙一机、北方股份

表：我国主要主战地面装备生产厂家

型号	生产厂家
59系列主战坦克	内蒙一机
88A主战坦克	内蒙一机
99A2主战坦克	内蒙一机
96B主战坦克	内蒙一机
04A履带式步兵战车	北方车辆
ZBD-05两栖步兵战车	湖南江麓机械集团
ZTD-05两栖突击车	湖南江麓机械集团
ZTL-11轮式装甲突击车	
ZBL-08轮式步兵战车	内蒙一机
PLZ-09轮式自行榴弹炮	
ZSL-10式轮式装甲运输车	

■ 3.2.4 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（航空装备）

2、航空机械化装备：

对比美军军机总数13764架，我国军机数量仅为美国的21.4%，各类飞机数量均处于劣势。

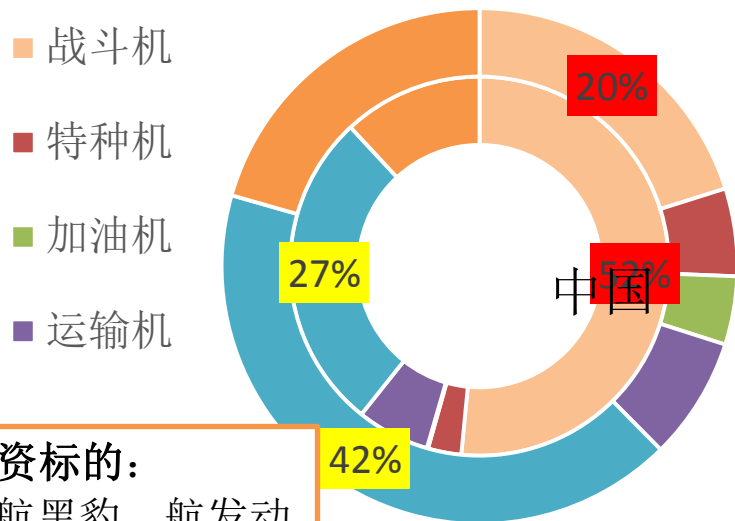
其中数量差距相对占比最为巨大：

- 直升机
- 加油机/特种飞机
- 运输机
- 战斗机

中、美各类型军机比较

	美国		中国	
	数量	占比	数量	占比
战斗机	2771	20.1%	1523	51.5%
特种机	757	5.5%	84	2.8%
加油机	590	4.3%	3	0.1%
运输机	1058	7.7%	184	6.2%
直升机	5757	41.8%	809	27.4%
教练机	2831	20.6%	352	11.9%
合计	13764	100%	2955	100%

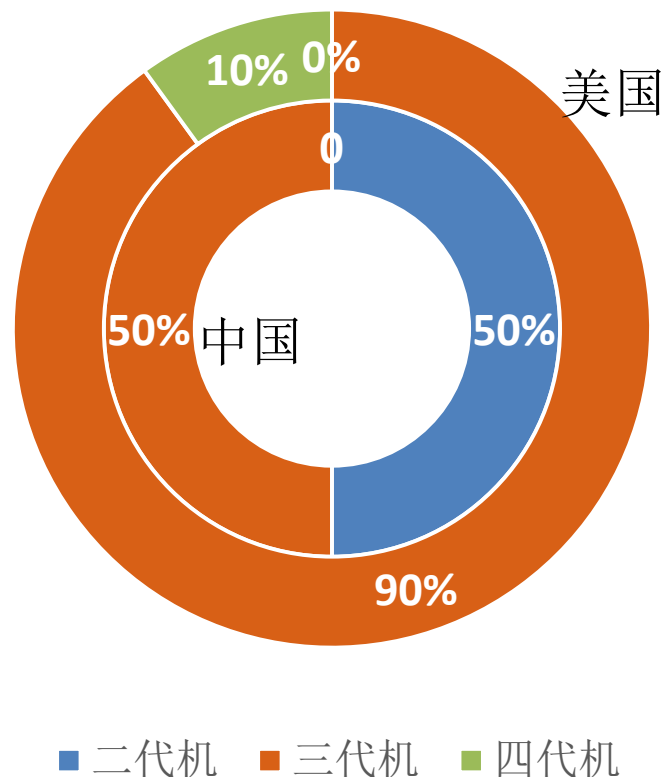
航空机械化投资标的：
中直股份、中航黑豹、航发动力



美国

■ 3.2.4 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（航空装备）

中美战斗机，代次差距较大。未来5年中国二代机替换将成为后期主要任务，同时四代机占比预计也将初步形成。



图：中、美战斗机比较分析

类型	美国		中国	
	机型	数量	机型	数量
歼击机	F-16 (三代机)	795	J-7 (二代机)	418
	F/A-18 (三代)	745	J-8 (二代机)	143
	F-15 (三代机)	431	J-11 (三代机)	272
	F-22 (四代机)	178	J-10 (三代机)	262
	F-35 (四代机)	39	J-15 (三代机)	26
强击机	A-10C	289	Q-5	148
	AV-8B	108		
	AC-130	30		
轰炸机	B-52	75	H-6	150
	B-1	60	JH-7	104
	B-2	20		
合计		2770		1523

■ 3.2.4 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（航空装备）

- 空军、海军目前都有大量装备F-35系列战机的需求。未来美军四代机占战斗机比例将从现在的10%逐步提升，预计在2027年将达到40%-50%
- 加油机替换仍有空间，S-70等重型武装直升机将大量装备。
- 预计未来十年，美军机数将保持1%的增长率，至2027年军机保有量约为15829架。

美军目前主要军机订单				
军种		机型	确定订单	意向订单
空军	战斗机	F-35A	34	1633
	加油机	767 (KC-46A)	19	156
	武装直升机	S-70/HH-60G		112
陆军	武装直升机	S-70/HH-60G	98	184
	教练机	H145 (UH-72A)	35	19
海军陆战队	战斗机	F-35B/C	10	358
		AH-1Z	89	73
	武装直升机	CH-53K	2	198
海军		MV-22	58	36
	战斗机	F-35C	5	231
	武直	MV-22	7	41
		S-70//UH-60	49	41

■ 3.2.4 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化

□ 航空装备

军机产业未来市场空间预测

- 战斗机方面，我国将用三代机为主、少量四代取代现有二代机，且预计十年后四代机将占我国战斗机群5%左右，10年增量**105架**。
- 武装直升机方面，以直-20为代表的新一代国产武装直升机将改善我国武装直升机数量少、机型落后的现状
- 未来10年，我国军机增量需求和换代需求将叠加，预计2027年我军在役军机**6023架**，增量市场空间**14392亿**。

航空机械化投资标的：

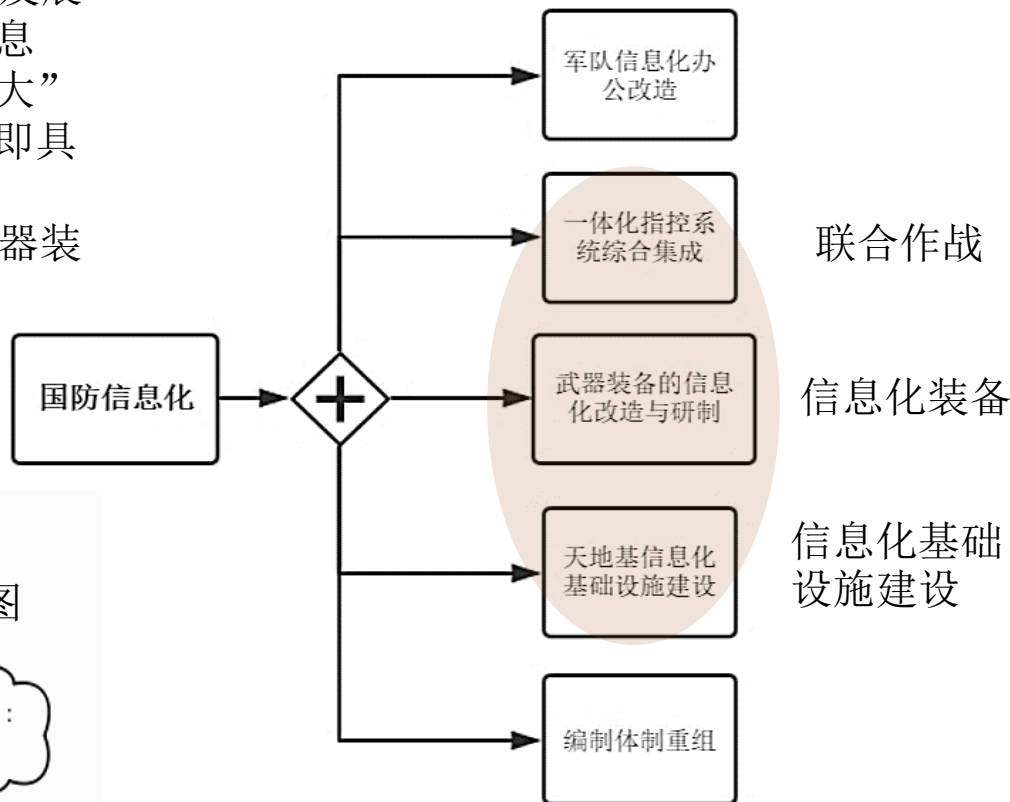
中直股份、中航黑豹、航发动力

年份	2017			2027			市场空间（亿）
	美国占比	中国数量	中国占比	数量	占比	增量	
战斗机	20.1%	1523	51.5%	2655	44.1%	1132	9492
特种机	5.5%	84	2.8%	158	2.6%	74	320
加油机	4.3%	3	0.1%	30	0.5%	27	180
运输机	7.7%	184	6.2%	284	4.7%	100	800
武装直升机	41.8%	809	27.4%	2105	34.9%	1296	2600
教练机	20.6%	352	11.9%	791	13.1%	439	1000
合计	100%	2955	100%	6023	100%	3068	14392

■ 3.2.4 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（信息化）

- 目前我国信息化建设处于初级阶段：在信息化作战发展级别来看，接近海湾战争时期，即初步运用天地信息网、多层次指挥模式、初步实现联合作战。“十九大”目标达到或接近科索沃战争时期美军信息化建设，即具备完善的联合作战能力，注重制信息权。
- 信息化产业红利机遇三方向：联合作战、信息化武器装备升级换代、信息化基础设施建设。

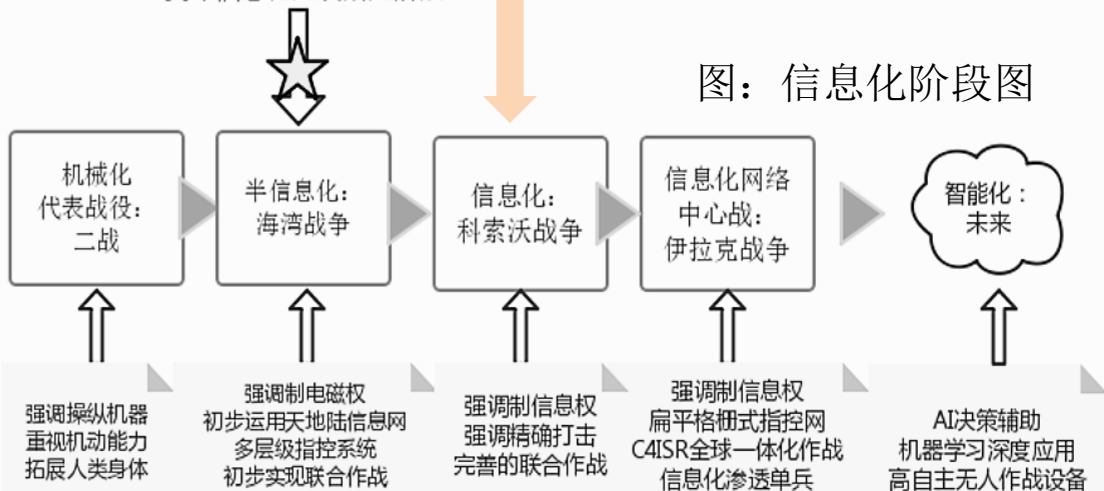
图：国防信息化的参与机会



“十九大”2020目标：
信息化作战取得大进展

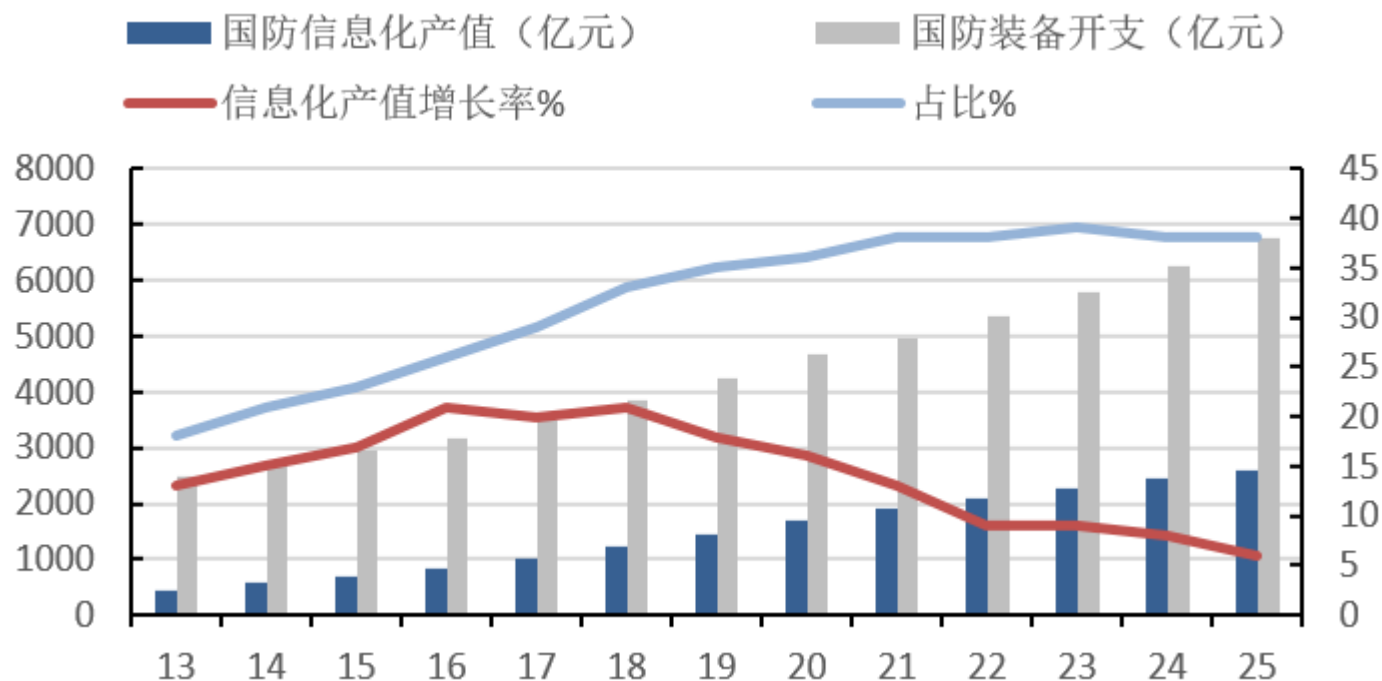
我军信息化建设所处阶段

图：信息化阶段图



■ 3.2.5 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（信息化）

- 我国国防信息化市场正处于爆发阶段，十年市场空间1.7万亿。
- 在“十二五”期间的2013，我国信息化产值约为450亿人民币。对标美国1997-1999年的C4ISR“网络中心战”建设时期资金年投入增量可达20%以上，因此我们预计我国也将在信息化全面建设期间的三到四年中，每年带到20%左右的产值增长，并保持一个10年快速增长态势。
- 预计将在2016-2019年间保持接近20%的高速增长。16-25十年期国防信息化产值可累计达到1.7万亿。



■ 3.2.2 高景气周期建设投资方向：机械化、信息化（信息化）

图：国防信息化六投资方向

国防信息化发展从上游到整机设备、再到公共设施建设，可分为6大方向：

- 联合作战
- 一体化杀伤链
- 信息系统基建
- 信息战
- 航天技术
- 军用软件/硬件基础设施开发

信息化发展重点	产品/技术支持需求	标的
电器器件	自主化电子器件、模组、部件	航天电器、中航光电、火炬电子
一体化杀伤链	精确打击武器、现代化主战装备、信息化上游	南洋科技、高德红外
信息系统基建	自组网、数通、光纤光缆、卫星基础设施	中航光电、凯乐科技
信息战	电子对抗设备、信息安全产品	航天发展
空间技术	航天发射服务、卫星导航、卫星通信、天基遥感、卫星制造	航天电子、天银机电
军用软件/软硬计算机基础设施开发	信息基础设施、系统集成及服务、中间件、军用人工智能	特发信息

■ 主线一：军工高景气周期：投资标的选择总结

五年周期后半程+军改积压+十九大短期长期军建任务=军工高景气周期

订单放量、量
产扩张

主机厂量产扩张、2020实现机械化：

【内蒙一机、中直股份、中航飞机、中航黑豹】

新型号新装备

新型号业绩增长点——老牌国家队：【航天电子、中航光电、中国动力】

新型号新估值塑造——老牌民参军：【航新科技】

国防信息化建设——航天发展、天银机电、凯乐科技、瑞特股份等

行业支撑背景：经费释放加速

2018

2019

2020

实现
机械
化、
信息
化取
得进
展

■ 主线一：装备制造高景气周期： ■ 高端制造时代

- 军工企业承担重大民生战略任务

军工企业承担情况：2020 国家重大专项，主牵头承担4/10，联合承担2/10，参与度60%

载人航天与探月工程专项



器交会对接等...

突破航天员出舱活动以及空间飞行器

高分辨率对地观测系统专项



飞艇的高分辨...

重点发展基于卫星、飞机和平流层

核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品专项



在芯片、软件和电子器件领域，追

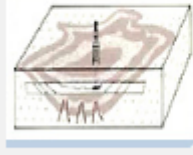
新一代宽带无线移动通信网专项



SCDMA) 后续演进为主...

以时分同步码分多址(TD-

大型油气田及煤层气开发专项



造具有国际竞争...

以寻找大油气田、提高采收率、打

水体污染控制与治理专项



域，重点攻克...

围绕“三河三湖一江一库”重点流

极大规模集成电路制造装备及成套工艺专项



重点进行45-22纳米关键制造装备攻

高档数控机床与基础制造装备专项



心关键技术，...

重点攻克数控系统、功能部件的核

大型先进压水堆及高温气冷堆核电站专项



术，完善标准体...

突破先进压水堆和高温气冷堆技

大型飞机专项



引，开展关键...

以当代大型飞机关键技术需求为牵

■ 主线一：装备制造高景气周期：

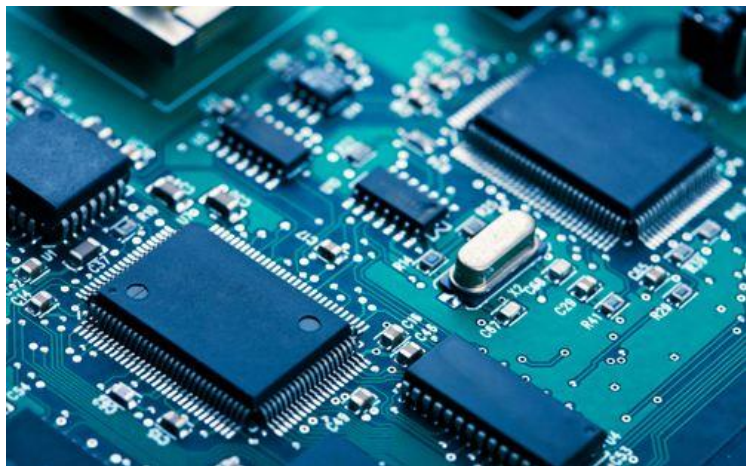
■ 高端制造时代

军工企业参与以及主导的的民生战略
高端制造，前景广阔。

早期军工企业孕育的造船业为先例，
巅峰时期年均产值接近1万亿元。

下一个万亿高端制造产业正在酝酿
中！

¥ 1万亿



数据来源：中国制造2025绿皮书



¥ 3万亿

数字来源：波音、中航工业



¥ 1万亿

数据来源：十三五核电建设规划



¥ 5000亿

数据来源：美国卫星行业协会

■ 主线一：装备制造高景气周期：

■ 高端制造时代

- 军工企业在制造强国战略中担任着重中之重的作用，承担着突破国家战略方向的重任，具备未来战略性、国家安全、技术尖端三大特点，主要承担任务：
- 1、在国家目前执行的“十四项”《国家科技重大专项》中，独立属于军工方向的有五项，分别是航空发动机与燃气轮机专项、高分对地观测系统、载人航天、大飞机、先进核技术，与民用市场企业和机构共同承担项目有核高基、极大规模集成电路制造装备两项专项，**国家重大专项承担比例高达50%**。
- 2、在《中国制造2025》中的十大方向，**军工企业主要承担着航空航天装备、海工及船舶装备的突破任务**，联合承担如半导体、新材料、先进制造等的突破。

专项及方向	高端装备核心资产	行业地位描述
重大专项/中国制造 燃气轮机与航空发动机	中国动力、航发动力	分别是燃气轮机和航空发动机全国唯一国家队龙头，无竞争对手
重大专项/中国制造： 大飞机	中航飞机、航发动力	自主飞机最大机段、机翼制造企业、航空发动机龙头
重大专项/中国制造： 对地观测、载人航天	航天电子	运载火箭90%电子设备供应商
中国制造： 海工船舶装备突破	中国船舶、中国重工	

2018

军工行业投资策略 :站在国家战略与军工高景气周期的起点

1

板块总量与数量指标分析

2

2018板块投资框架

3

主线一：军工高景气周期机遇

4

主线二：军工国企改革

5

战略主线：
军民深度融合新业态机遇

■ 主线二：军工国企国资改革

军工领域国家意志方向为三部分：

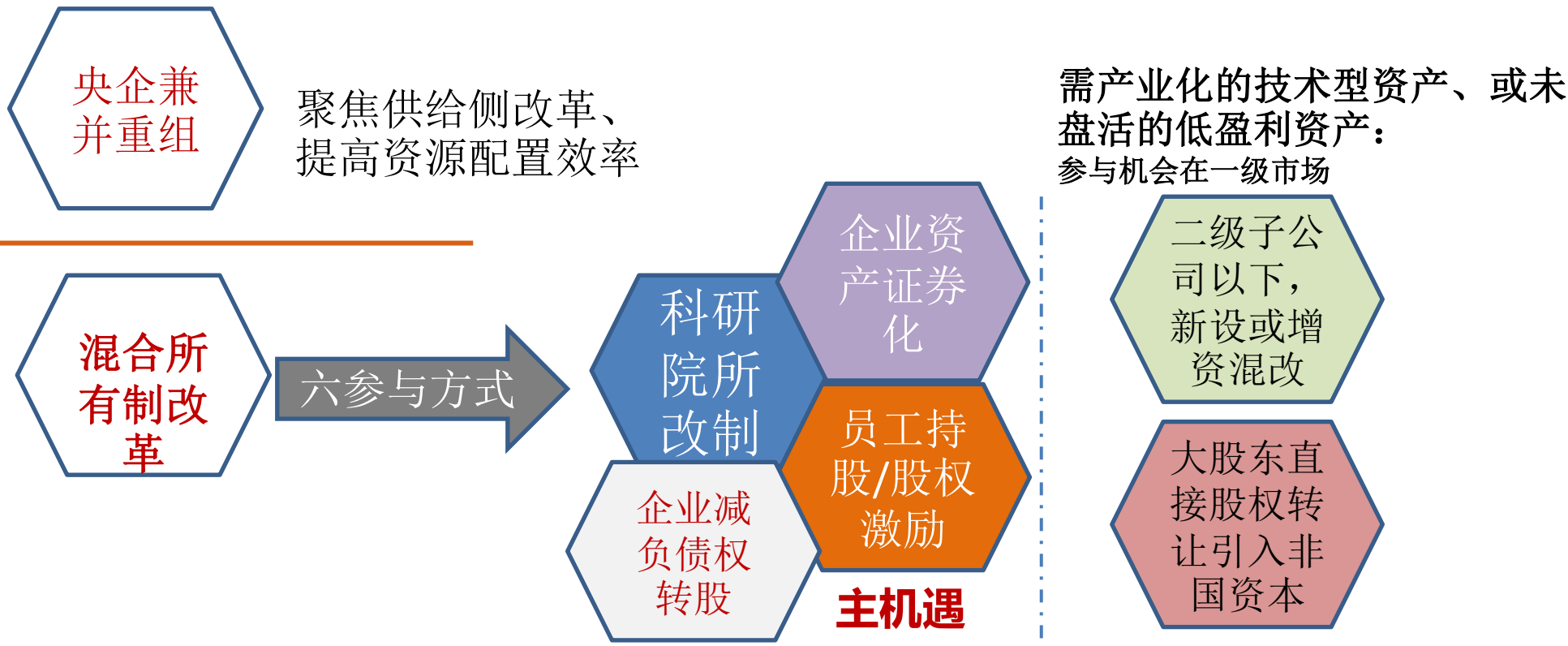
1. 保军（第三章内已介绍）与军民融合（此为展略改革方向）
 2. 国企国资改革：混合所有制改革（包含院所改制、证券化）、央企兼并重组优化结构解决过剩是两大国家政策方向，
- 我们认为国家意志方向的不断兑现和推进，将是我国十三五后半程全社会的任务，其中军工行业更是肩负重大使命，也是重大机遇

主线二：军工国企国资改革

- 混合所有制改革
- 资产证券化&科研院所改制
- 央企兼并重组

- 国务院印发《国防工业军民深度发展指导意见》：鼓励非战略武器军工企业上市或注入
- 7月7日国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》：加速推动科研院所改制任务
- 9月27日国务院常务会议-李克强总理讲话：深入推进央企优化结构、重组整合。稳妥推进装备制造等领域央企重组整合，提高资源配置效率，增强竞争力。严格落实化解过剩产能问题，供给侧改革落地执行

■ 4 国家意志推进机遇之一：国企国资改革



国企国资改革是贯穿整个“十三五”的代表方向：主要由广义的混合所有制改革以及央企兼并重组组成。

对于军工领域两大方向均存在机遇，**主机遇**为混合所有制改革方面，聚焦院所改制、企业资产证券化、股权激励、企业减负债券转化；**副机遇**可关注过剩产能下的央企兼并重组

4.1 国企国资改革：混合所有制改革

军工集团资产证券化

科研院所改制

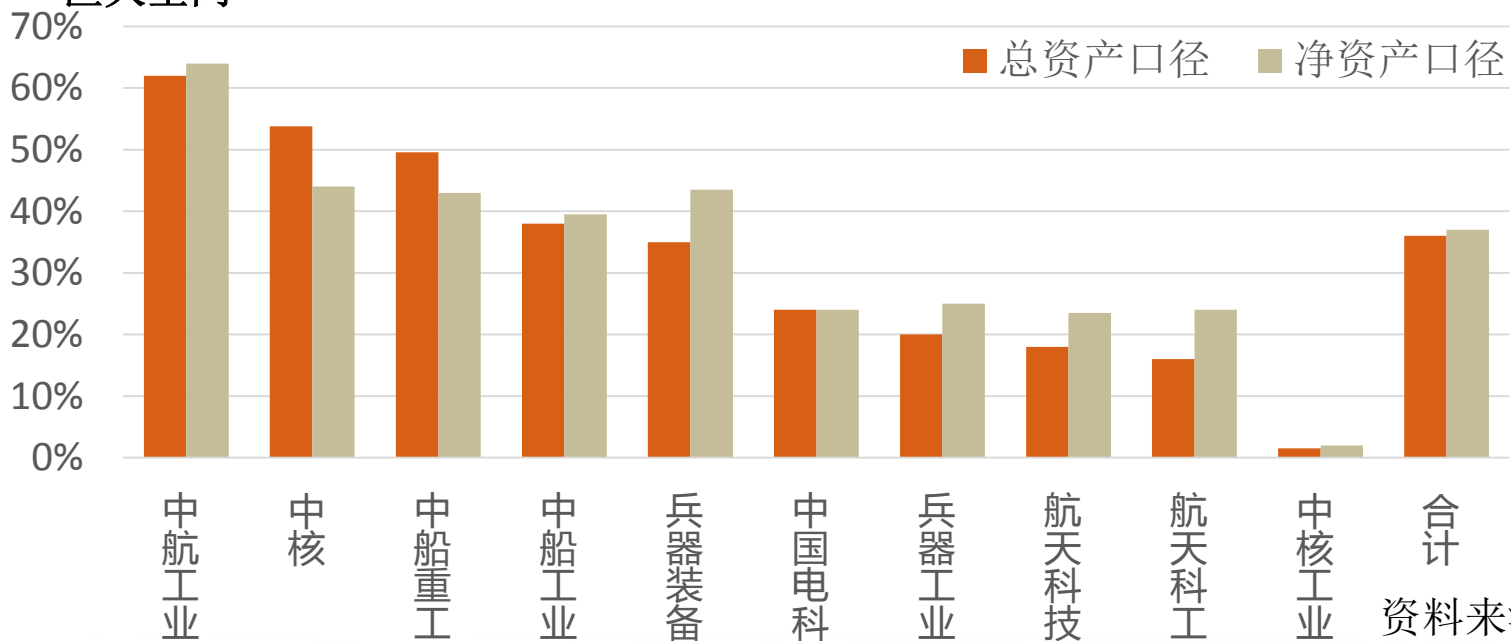
企业资产证券化

员工持股/股权激励

目前不计航发（未公布具体证券化目标），十大军工集团总资产证券化比率仅为37%（总资产口径）

以研究所为资产主要组成的，航天两集团+电科潜力最大

企业资产：航空、船舶、兵器核心非战略武器军品资产注入仍有巨大空间



资料来源：公告，天风证券研究所

4.1.1 混合所有制改革：军工企业资产证券化

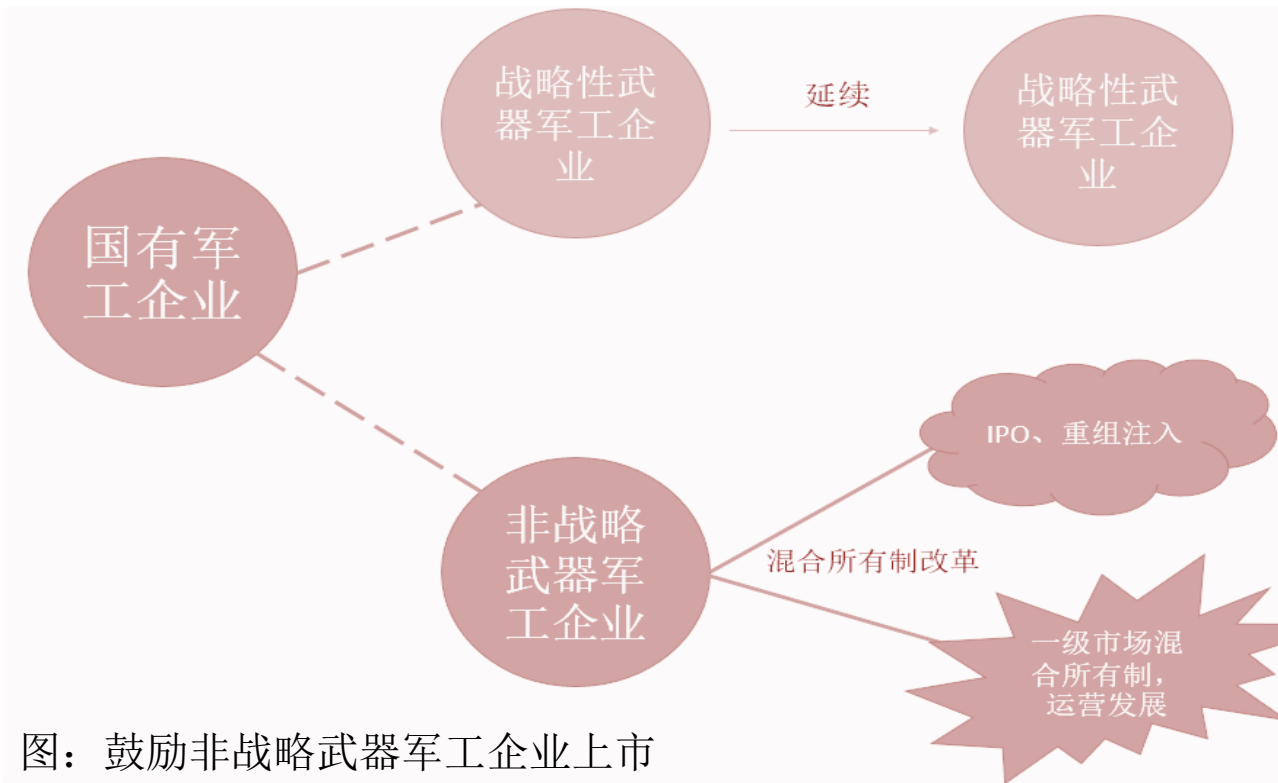
12月4日，国务院《国防工业军民深度融合指导意见》中，对军工企业上市，做出了指导意见定下基调，鼓励非战略武器军改企业上市、重组注入现有上市公司。

看点：核心军品企业上市

军工企业资产具备执行条件的核心度上限为：主机厂、非战略武器总装

—待证券化，及推荐标的：

- **中航工业：**
成飞、贵飞、武装直升机、通飞
【中直股份、中航地产】
- **兵器工业：**
包头二机、晋西集团、江南集团等
【北方股份、晋西车轴、凌云股份】
- **船舶：**
江南、沪东船厂
【中国船舶、中船防务】



图：鼓励非战略武器军工企业上市

■ 4.1.2 混合所有制改革：科研院所改制

科研院所改制



4.1.2 混合所有制改革：科研院所改制

科研院所改制投资要点

风险提示

院所改制目前多数平台类企业价格已包含部分预期，选择标的需更精准：

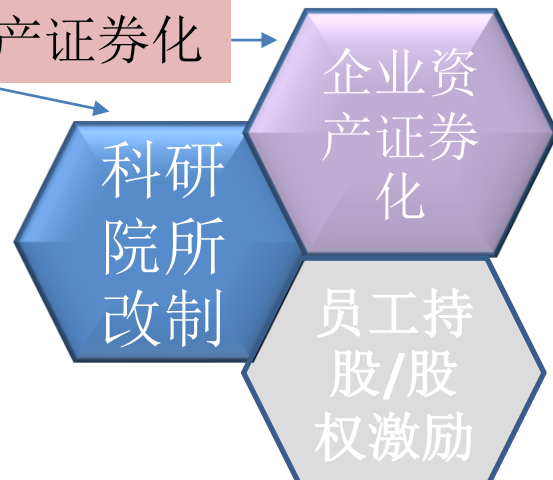
- ✓ 核心军品资产具备股价带动性，普通类资产对股价带动性已大幅下降，**15年至今13家非主机厂资产注入**，考察停复牌前后股价，除四创电子外，均进行了复牌补跌。

投资思路：

➤ 筛选思路：

- 1、优质资产较多的科研院所改制对应平台，且价格并不完全包含预期
- 2、41家确定性院所中的白马标的，低位布局
- 3、资产对应度高，集团思路明确，股权结构人员历史问题清晰
- 4、民品业务发展较弱，大股东保军任务完成情况良好的

军工集团资产证券化



集团	院所改制及证券化：投资方向及标的
电科	院所改制、事业部整合方向： 国睿科技、四创电子、华东电脑、凤凰光学
航天系	院所改制： 航天电子、航天晨光
中航	院所改制；中航机电、中航电子
兵器工业	员工持股、证券化： 光电股份
船舶	主机厂资产、科研院所改制： 中电广通、久之洋

■ 4.1.2 混合所有制改革：股权激励、债转股

✓ 聚焦两类：

① 已公布混改试点单位：内蒙一机、航天电子

② 股权激励政策完善，先例众多的集团且民品较多、非总装类企业

□ 中航工业集团：股权激励指导方案已出台，激励报批、制定已完全清晰化

□ 兵器工业集团：首批混改试点申报集团，《无禁区改革》《深化改革》等推进政策已出台推动

□ 船舶重工集团：旗下龙头中国动力已完成一期股权激励

注意风险：

股权激励并不直接创造收益，推荐选择主业经营较好的企业。

集团/试点	标的
试点	内蒙一机、航天电子
中航工业	中航电测、中航电子、中航机电
兵器工业	凌云股份、北化股份、晋西车轴
船舶重工	华舟应急、中电广通

2018

国防军工投资策略

:站在国家战略与军工高景气周期的起点

1

板块总量与数量指标分析

2

2018板块投资框架

3

主线一：军工行业开启高景气周期

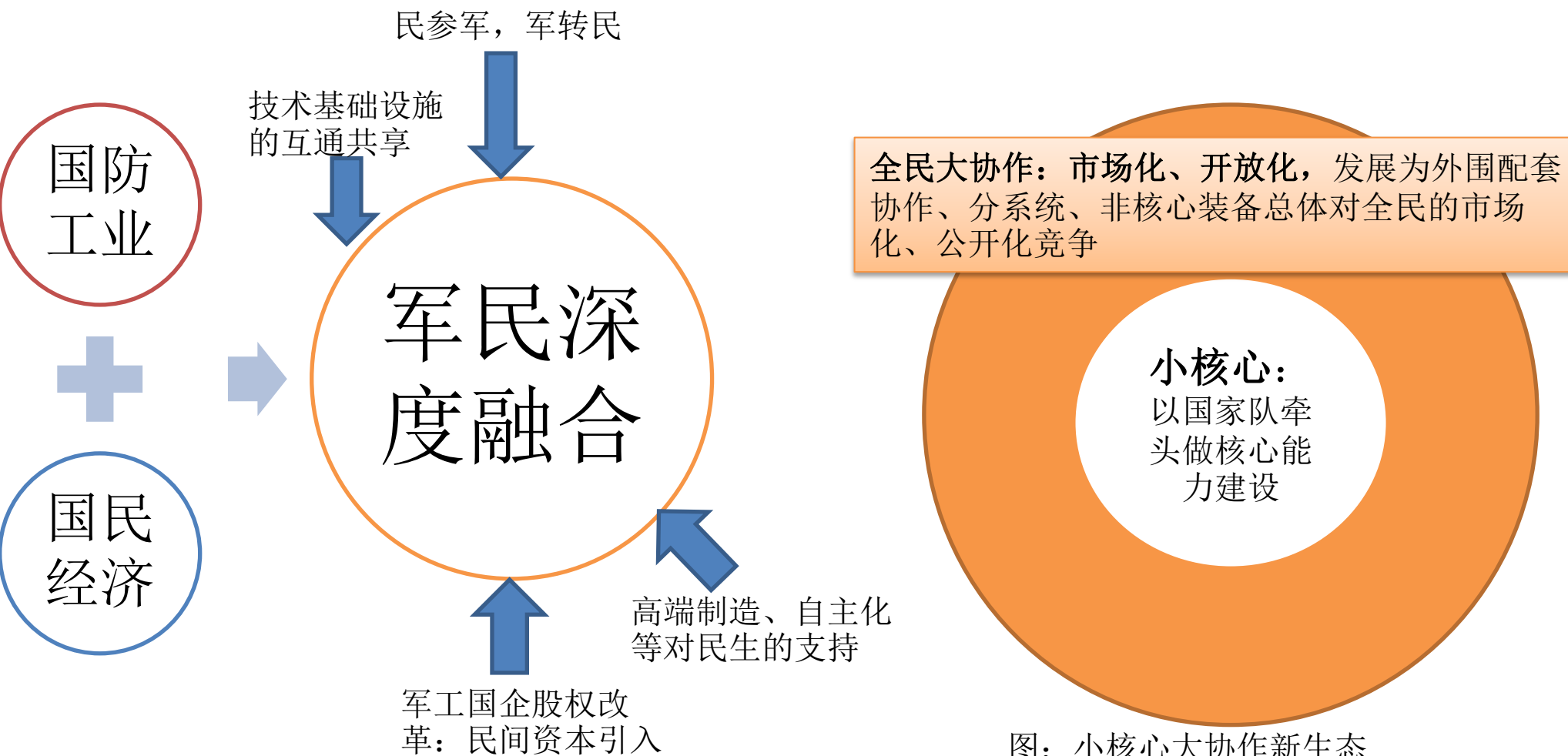
4

主线二：军工国企国资改革

5

战略主线：
军民深度融合新业态机遇

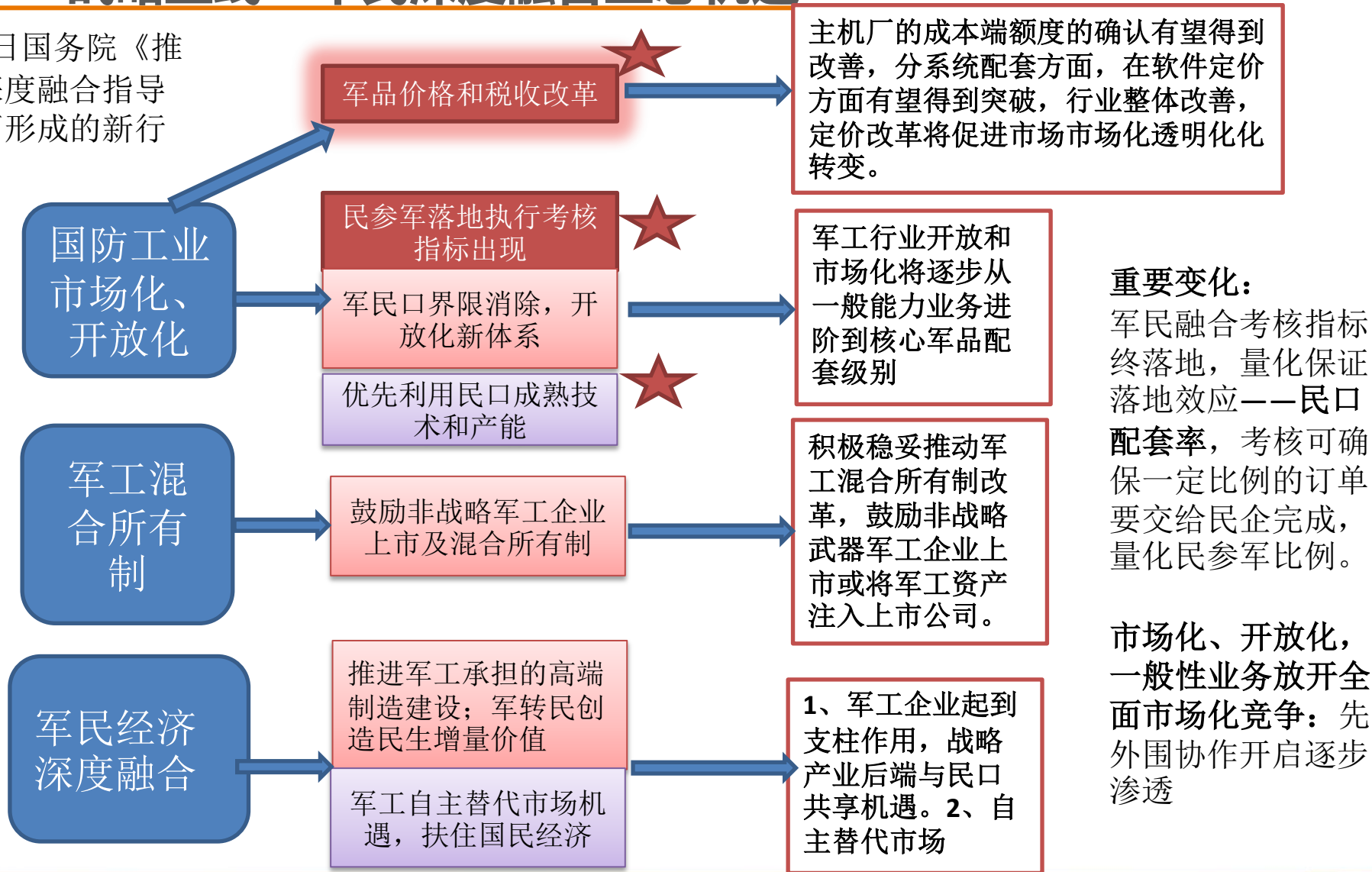
- 4.1 战略主线：军民深度融合业态机遇
- ——市场化、开放化小核心大协作未来方向



图：小核心大协作新生态

■ 4.2 战略主线：军民深度融合业态机遇

从12月4日国务院《推进军民深度融合指导意见》下形成的新行业基调

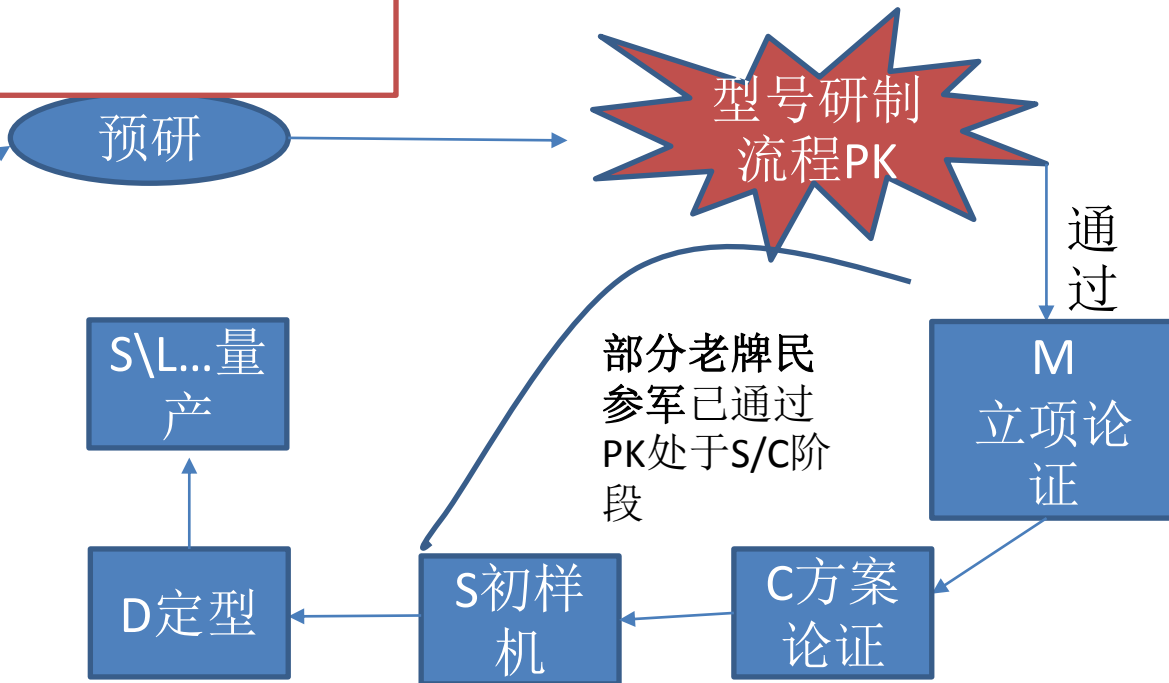


■ 4.2 战略主线：军民深度融合业态机遇

- 军民融合**2018机遇**：看新立项型号释放后的参与结果，老牌民参军看将定型型号中标情况
- 存在拐点机会

预研型号在军改影响阶段
(2015-2017)
数量出现快速攀升

年份	预研项目数量
2017年（截止8月29日）	821
2016年	265
2015年	40



图：国军标中对军品研制过程的表述

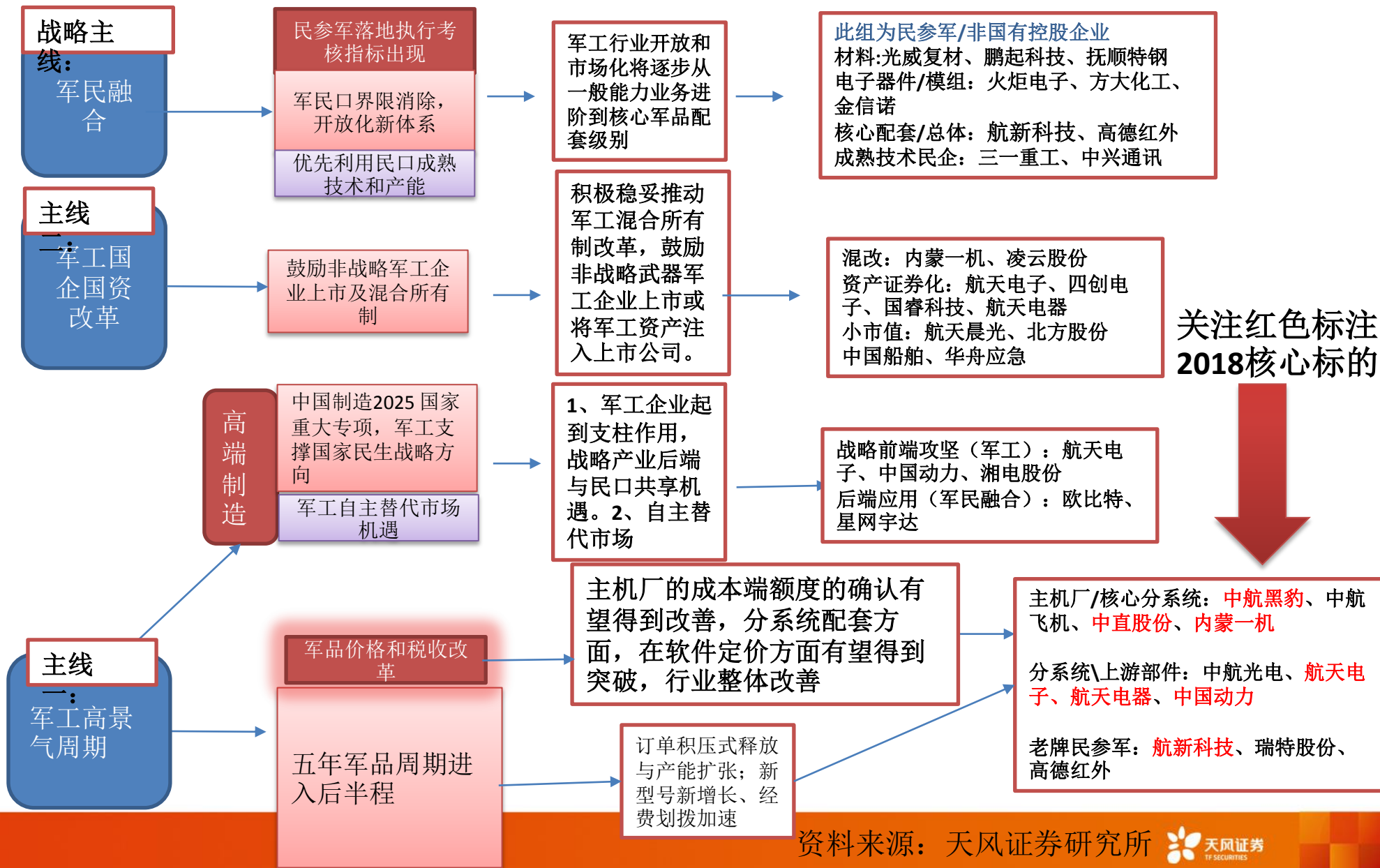


风险提示:

军工行业改革低于预期、装备建设进度低于预期、军民融合开放程度低于预期、资产证券化时间低于预期的风险

下面：进入年度投资导航总表

■ 总结：2018投资导航（具体主线机会请见原文）



免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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