

2019年军工投资策略：阳和启蛰

■2019年军工行业增长较为确定

展望19年，军工行业的投资逻辑在于：一是在中美关系不确定性增加及武器装备建设大背景下，预计19年（建国70周年）军费增速7-8%，军改补偿性订单增加以及军工五年周期决定全年交付较多，将从18年资产负债表的变化兑现至19年利润表；二是股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。三是军工体制改革的推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。

19年军工行业基本面持续向好。军工行业基本面稳健增长（非高速增长），在市场普遍预期2019年宏观经济压力、贸易摩擦持续升温的情况下，**军工行业相对其它行业或具有较为明显的比较优势。**尤其随着18年年报、19年一季报军工行业利润表的兑现，其稳健增长属性将进一步确认。其中航空装备在提质和补量过程中，稳健增长确定性较强，均衡生产后19年季度数据更能反映行业增长；军舰订单19年较高增长的确定性大，民船处在长周期底部并逐渐回暖；信息化叠加更新换代和国产化，19年存在较大业绩弹性；航天高强密度发射呈常态，实战化训练拉动导弹等防务装备需求增多；陆军装备关注以直升机和装甲车辆为代表的机械化进展。

19年军工体制改革继续深化。关注军品定价机制改革正式落地；科研院所改革试点不断推进；资产证券化进一步深化等。此外**军品定价机制改革、五清专项、军委审计署审计等事项可能冲击现有价格体系，对成本虚高的产品、转嫁价格压力能力弱的公司有较大压力，对软件、著作权等过去没有充分计价的产品以及有动力降低成本和费用的公司较为有利，对贴近市场化定价、竞争充分的零部件产品影响反而较小。**预计军品定价改革后，主机产品价格变化可能主要通过严格审价来实现，零部件产品价格比较市场化，其价格变化还是通过竞争来实现。

军工板块估值水平或将基本稳健。目前中证军工成分板块动态估值41倍，虽较其它板块仍较高，但处于历史估值中枢中下部的的位置。综合考虑军工行业基本面持续向好、军工体制改革推进叠加事件催化、政策对军工行业价格体系的冲击等因素，**19年军工板块估值水平可能保持基本稳定，长期看行业正逐步走向估值回归。**

■预计2019年更多是自下而上的投资机会

我们预计19年主机厂更多是因行业上涨而上涨。主机厂19年增长仍较平稳，预计18、19年增速总体相差不大。有别于市场预期，我们认为，军品定价机制改革落地不必然带来主机产品价格提升，以中航沈飞为代表的股权激励的进一步铺开长期有利于降低成本费用，提升主机厂的盈利水平。

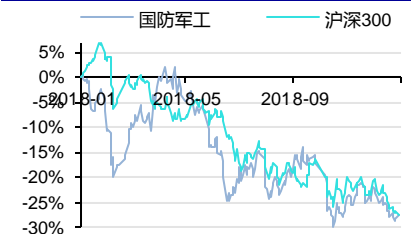
国企零部件公司估值较低，估值切换或可以确保获得小幅确定性正收益。对于风险偏好下降的市场环境，确定性机会值得享受一定溢价，所以稳健增长、估值较低的部分国有企业零部件类公司依然是重点配置方向之一。建议关注挑选估值能够匹配业绩增长即增速20-30%，对应19年估值20-30倍的公司。

民参军标的过去两年因市场风格和风险偏好等变化，股价调整幅度较大。目前部分标的动态估值在20倍以下，随着军改负面影响削弱，以配套为主的民参军标

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级	
002179	中航光电	48.00	买入-A
000547	航天发展	11.00	买入-A
600038	中直股份	45.00	买入-A
600150	*ST船舶	15.00	买入-B
002013	中航机电	9.00	买入-A
002025	航天电器	30.00	买入-A
600760	中航沈飞	45.00	买入-A
02357	中航科工	5.50	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.07	-10.85	5.03
绝对收益	-11.00	-24.50	-22.74

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002
yuping1@essence.com.cn

张超

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080003
zhangchao@essence.com.cn

邹承原

报告联系人

zoucy1@essence.com.cn

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

相关报告

的订单和回款或面临较大改善；且民企面临较为友好的政策环境，股权质押、融资难、不公平待遇等问题缓解。19 年竞争性采购可能促进部分产品价格继续有所下调，建议采用排除法挑选少量被错杀的技术型而非渠道型公司，对订单陆续释放、业绩稳步增长、估值较低（大部分民参军公司如此）、且没有股权质押、商誉占比高等问题的标的，19 年投资机会较大，是军工行业的投资弹性所在，可进行组合配置。

军工资产证券化不断推进，部分壳价值有所显现。19 年或较 18 年进一步深化，重点关注注入后的估值水平。业绩较差的央企集团下上市公司和业绩较差但在手现金充裕（或符合发股并购条件）的其它公司，可能会有资产重组的机会。

■ 重点关注：

- 1、价值类，关注中航光电、中航机电、航天电器、中航科工；
- 2、主机厂，关注中直股份、*ST 船舶、中航沈飞；
- 3、信息化，关注航天发展；
- 4、民参军，组合配置跌幅较大、基本面较优的技术型公司，如瑞特股份等。

■ 风险因素：

政策对现有价格体系的冲击；军队体制改革进展低于预期；军工体制改革进展稳步推进，不如二级市场预期的那么快；估值相对其它板块依然高企

内容目录

1. 武器装备建设：19 年军工行业增长较为确定，具有比较优势	5
1.1. 预计 19 年军工行业增长较为确定.....	5
1.2. 19 年基本面变化或体现在利润表，军工行业增速具有比较优势.....	7
1.3. 空军、海军、信息化装备的进展.....	9
1.3.1. 空军：提质+补量，航空装备依然稳健.....	9
1.3.2. 船舶：军船订单 19 年高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖.....	10
1.3.3. 信息化：叠加国产化、更新换代，19 年存在较大业绩弹性.....	12
1.3.4. 航天：航天高强密度发射呈常态化，实战化训练拉动导弹等消耗增多.....	14
1.3.5. 陆军：关注以直升机和装甲车辆为代表的机械化进展.....	15
2. 军工体制改革：改革持续推进，关注价格体系的变化	17
2.1. 军品定价机制改革不必然带来价格提升，盈利能力提升关键或在股权激励.....	17
2.2. 科研院所改革进入实施阶段，首批试点将逐步落地.....	19
2.3. 并购重组政策转向，军工资产证券化进一步深化.....	20
2.4. 军民融合政策深化，军转民关注机制理顺，民参军在于估值修复.....	20
3. 投资主线：军工板块估值基本稳定，自下而上优选标的	23
3.1. 预计 19 年军工板块估值可能保持基本稳定，行业正逐步走向估值回归.....	23
3.2. 重点关注较为稳健的国企零部件及主机厂.....	24
3.3. 民参军标的处于业绩、估值拐点，是 19 年军工行业投资弹性所在.....	25
4. 重点标的：	27
4.1. 中航光电：军工防务及高端制造领域连接龙头，增长稳健.....	27
4.2. 航天发展：内生外延并重、被低估的纯正国防信息化标的.....	28
4.3. 中直股份：直升机龙头蓄势腾飞，军民共进前景广阔.....	29
4.4. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期.....	30
4.5. 中航机电：机电系统龙头增长稳健、平台地位唯一运作有序.....	31
4.6. 航天电器：航天连接器单项冠军，智能制造有望再上新台阶.....	32
4.7. 中航沈飞：歼击机总装唯一上市平台，海空需求带动业绩稳定增长.....	33
4.8. 中航科工：唯一的航空高科技海外上市平台，有望做实做大做强.....	34

图表目录

图 1：美国、亚太地区（中国以外）军费及增速（单位：十亿美元，%）.....	5
图 2：2003-2018 年我国国防预算及增速.....	6
图 3：国防预算占 GDP 和全国公共财政支出的比例.....	6
图 4：军兵种的调整.....	7
图 5：军工行业前三季度收入增速（百万元）.....	8
图 6：毛利率水平略有下降、净利率水平稳步提升.....	8
图 7：沈飞集团和中航飞机营收（亿元）及增长率.....	10
图 8：中航工业集团各公司向集团销售关联交易统计（亿元）.....	10
图 9：瑞特股份历年营收情况.....	11
图 10：常康环保历年营收情况.....	11
图 11：民船处在长周期市场底部位置.....	11
图 12：中国新造船订单向优势船厂集中趋势明显.....	11
图 13：Clarksons 新造船价格指数与造船订单量.....	12
图 14：Clarksons 新造船价格指数与造船板价格.....	12

图 15: 国防信息化的市场空间和增速.....	13
图 16: 典型数字相控阵雷达的组成.....	13
图 17: 上市公司北斗导航国防业务收入及增速.....	13
图 18: 海格通信 14 年以来与特殊用户签订重大合同情况.....	13
图 19: 长征系列火箭高强密度发射呈常态化.....	14
图 20: 我国航天发射次数情况统计.....	14
图 21: 截至 2017 我国坦克数量统计.....	16
图 22: 2016 年世界军用直升机数量统计 (架)	16
图 23: 我国 2011-2020 年在役军用直升机数量 (架)	16
图 24: 中航光电和航天电器 PE-TTM.....	23
图 25: 中直股份 PE-TTM.....	23
图 26: 18 年主机厂表现.....	24
图 27: 18 年主要国企零部件表现.....	24
表 1: 全球主要国家未来国防预算情况.....	5
表 2: 中美关系的重大事件.....	5
表 3: 各军工板块业绩以 5 年装备费用期进行分析.....	7
表 4: 18 年三季度预收账款 (含合同负债) 情况 (单位: 百万元)	8
表 5: 18 年三季度存货情况 (单位: 百万元)	8
表 6: 18 年三季度应付票据及应付账款情况 (单位: 百万元)	9
表 7: 航空装备发展方向.....	9
表 8: 航空装备的现状与看点.....	9
表 9: 航空工业集团均衡生产情况.....	10
表 10: 我国近几年大型水面舰艇下水及交付情况.....	11
表 11: 关于信息化的表述.....	12
表 12: 海格通信母公司、七一二财务指标比较.....	13
表 13: 国内发布的小卫星星座计划.....	错误!未定义书签。
表 14: 推进实战化训练重要政策及事件.....	15
表 15: 军品定价机制改革前后对比.....	17
表 16: 《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》的部分主要规定....	18
表 17: 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》要点及具体要求.....	18
表 18: 部分军工集团上市公司股权激励案例.....	18
表 19: 2017 年以来科研院所改革相关进程.....	19
表 20: 科研院所与上市公司 2016 年财务数据比较.....	19
表 21: 2018 年并购重组鼓励政策概览.....	20
表 22: 军民融合重大事件时间节点.....	21
表 23: 部分民营企业质押比例及商誉占净资产比重较高.....	21
表 24: 研究开发费用加计扣除相关政策及变化趋势.....	22
表 25: 军工行业研发费用税前加计扣除新政影响 (单位: 百万元)	23
表 26: 政策变化对军工定价体系的影响.....	24
表 27: 典型军工主机厂当前的估值水平.....	25
表 28: 典型标的过去十年的主要财务数据.....	25
表 29: 典型军工零部件标的当前的估值水平.....	25

1. 武器装备建设：19 年军工行业增长较为确定，具有比较优势

1.1. 预计 19 年军工行业增长较为确定

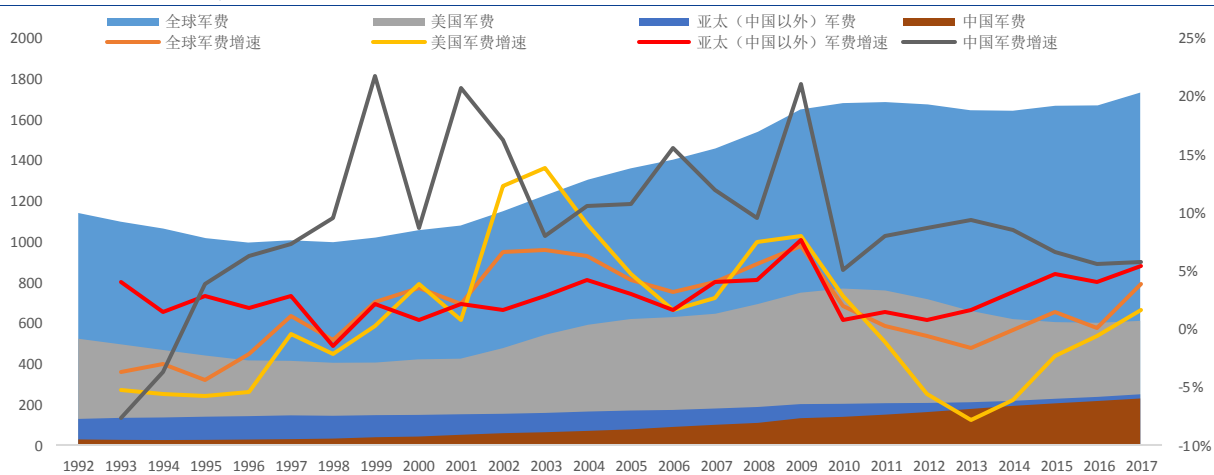
我们在 2018 年年度策略《发轫之始》和中期策略《发轫之力》中明确提出，由于军费增速呈现向上的拐点、军改负面影响削弱、军队付款节奏出现拐点、行业订单出现好转等因素，18 年将是基本面变化的一年，关注资产负债表的变化；军工板块利润表呈现逐季好转态势，全行业全年收入可比口径的增幅在 16-17% 左右，且 19-20 年行业增长仍相对确定。

展望 2019 年，我们认为军工行业的主逻辑并没有发生变化，在国内经济增速放缓，全球安全局势趋紧的情况下，考虑到军费保持增长、军工补偿性订单增加以及军工 5 年周期决定全年交付较多等因素，预计 19 年军工行业仍将继续稳健增长。具体如下：

预计 19 年国防预算增速大约在 7-8%：

- 1) 全球军费开支上升势头明显，美、日、北约等国家地区 2019 年军费预算均大幅上涨，或将对我国军费预算形成刺激。

图 1：美国、亚太地区（中国以外）军费及增速（单位：十亿美元，%）



资料来源：SIPRI，安信证券研究中心

表 1：全球主要国家未来国防预算情况

美国	2019 财年国防授权法案国防预算增加至 7163 亿美元，2020 财年计划上升至 7500 亿美元
日本	2019 年度国防预算 5.29 万亿日元，创历史新高，并出台新《防卫计划大纲》，未来 5 年国防预算总额将增至破纪录的 2540 亿美元，较上一个 5 年防卫计划同比增长 11%
北约	北约盟国 7 月在北约峰会上明确表态提高军费开支占比，19 年将有 8 个北约国家达到军费开支占 GDP 2% 的目标，大部分成员国计划在 2024 年前军费达标。

资料来源：安信证券研究中心

- 2) 中美关系不确定性加大，周边局势紧张呈常态，或将会刺激我国加大相关的国防预算，以应对潜在的可能变化和冲突。美国推动“印太战略”、与台湾地区领导人通话、签署《与台湾交往法》、二次对台军售等，利用台湾、南海等地缘问题制衡中国意图明显；地缘政治紧张将呈常态，叠加大国之间的政治博弈，或刺激我国军费增长。

表 2：中美关系的重大事件

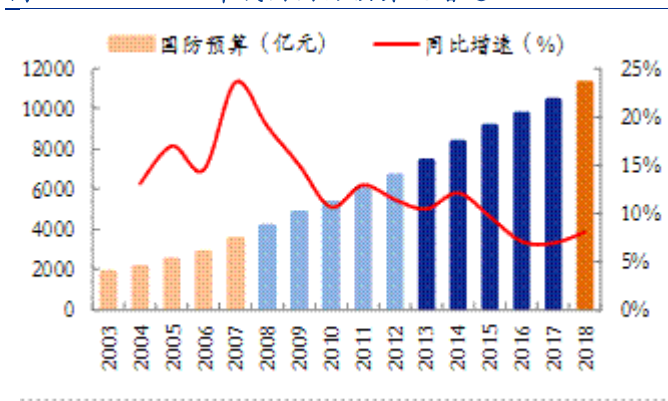
日期	事件
2018-01-17	美国海军“霍珀”号导弹驱逐舰擅自进入中国黄岩岛邻近海域，中国海军“黄山”号导弹护卫舰当即行动，对美舰进行识别查证，并予以警告驱离。
2018-01-19	美国国防部公布《2018 美国国防战略报告》摘要，多次提及中国。
2018-03-16	美方签署“与台湾交往法案” 美国取消邀请中方参加“环太—2018”联合军演
2018-04-16	美国商务部发布公告称，美国政府在未来 7 年内禁止中兴通讯向美国企业购买敏感产品

2018-08-01	美国商务部新增对中国 44 家军工企事业实施出口管制
2018-08-24	特朗普签署 2019 财年美国国防授权法案
2018-09-20	美国国务院宣布对中国中央军委装备发展部及该部负责人实施制裁，理由是中国购买俄罗斯苏-35 先进战机和 S-400 防空导弹
2018-09-30	美国海军“迪凯特”号导弹驱逐舰擅自进入中国南海有关岛礁邻近海域。中国海军 170 舰迅即行动，依法依规对美舰进行识别查证，并予以警告驱离。
2018-09-24	美国同意向台当局提供价值 3.3 亿美元的军售
2018-10-04	美国副总统彭斯发表关于中国针对性性明显的演讲
2018-10-20	美国总统特朗普宣布准备退出《中导条约》
2018-11-19	美国商务部工业和安全局 (BIS) 出台一份针对关键技术和相关产品的出口管制框架方案，并将面向公众进行为期一个月的意见征询，其列出了 14 个考虑进行管制的领域，涉及定位导航、微处理器技术、高超音速空气动力学、先进材料等在内的前沿技术。
2018-12-2	中美领导人在 G20 峰会举行会谈，双方决定，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。

资料来源：新华社、美国商务部、安信证券研究中心

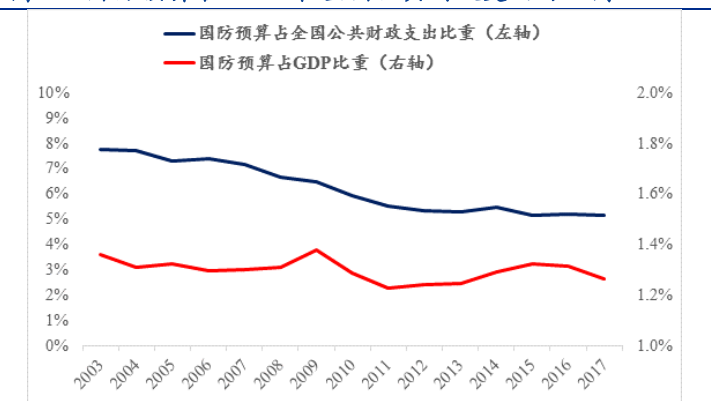
- 3) 我国武器装备进入跨代建设时期、推进军事实战化训练、人员开支等均需要庞大的军费支撑。①装备建设：空军装备到 2020 年构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系，运 20、歼 20 等新型战机预计进入批量列装期；②军事训练：2018 年新作训大纲正式颁布，2019 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；③人员开支：军队人员工资增长等均需加大军费的投入。
- 4) 以上因素决定我国 2019 年国防预算维持增长，但国防预算与宏观经济正相关，受 GDP 和财政增速的影响，预计 2019 年国防预算增速在 7-8%。国防支出作为政府财政支出的重要部分，与国家宏观经济状况密切相关，近 5 年来我国的军费占 GDP 比重始终在 1.24%-1.32%之间，比例相对稳定，因此我国国防预算的走势将直接反映我国 GDP 的变化趋势，呈现绝对额增加，增速逐渐降低的态势。另一方面，我国财政支出在各领域拨款比例固定在一定范围内，教育、医疗等领域预算大幅缩减的可能性极小，国防支出难以挤占其它领域份额。

图 2：2003-2018 年我国国防预算及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

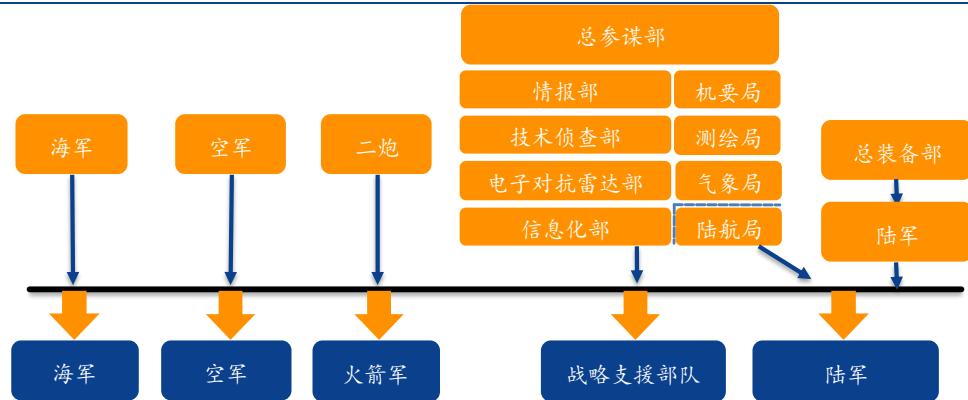
图 3：国防预算占 GDP 和全国公共财政支出的比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

19 年是军改第四年，对武器装备采购的负面影响将逐步弱化。2015 年 11 月，中央军委发出深化国防和军队改革的行动号令，史上最大军改拉开序幕。军委部门的划分调整、规模结构和力量编成改革等长期有利于理顺现有的军队指挥和管理体制，打造精干高效的现代化常备军，但短中期影响上市公司军品订单和回款的执行节奏。随着 17 年 10 月十九大召开后军方高层的逐步到位，加速推进装备采购机关及相关部门人事调整落地，18 年军改对装备采购的影响已逐步削弱，相关公司不仅应收账款回款加速，且订单已陆续释放，19 年负面影响或进一步弱化。但也需重点关注各个军兵种的差异，比如，过去两年因海军反腐等原因导致海军产业链相关公司订单受到较大影响，目前已告一段落；19 年其它军兵种是否会受到影响仍有待观察。

图 4：军兵种的调整



资料来源：国防部，百度百科，安信证券研究中心

军品 5 年交付周期前松后紧，十三五后两年或将面临交付高峰期。我国武器装备采购仍遵循计划经济体制下的指令计划方式，国防装备费花费大抵遵循 5 年计划期“前 3 年一半、后 2 年一半”，即前松后紧、逐年增长的规律。受军改影响，十三五期间 16、17 年装备费花费不及计划水平；而装备建设需求未发生变化、装备经费总体规模未缩减，19-20 年则要相应进入装备建设的补偿期。

表 3：各军工板块业绩以 5 年装备费用期进行分析

证券代码	证券简称	十一五后 2 年营收占比	十二五后 2 年营收占比
600038.SH	中直股份	40.69%	60.30%
000768.SZ	中航飞机	58.22%	52.05%
600316.SH	洪都航空	42.14%	47.53%
600893.SH	航发动力	62.65%	69.70%
002013.SZ	中航机电	53.32%	51.53%
601989.SH	中国重工	52.41%	41.85%
000738.SZ	航发控制	75.85%	43.31%
002179.SZ	中航光电	55.21%	55.19%
600372.SH	中航电子	27.61%	49.00%
均值	--	52.01%	52.27%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

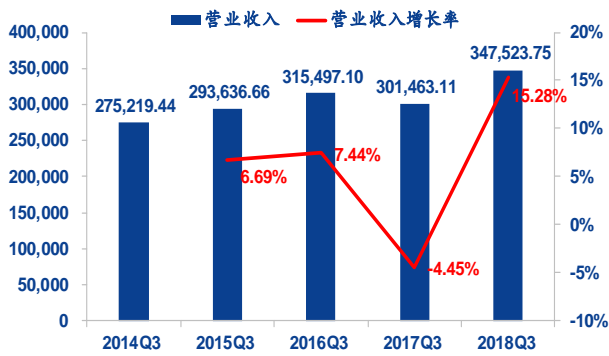
1.2. 19 年基本面变化或体现在利润表，军工行业增速具有比较优势

我们预计，军工行业基本面的变化或将从 18 年资产负债表兑现至 19 年利润表上，19 年军工行业增速或和 18 年（16-17%）基本持平或略有提升。主要源于：第一，军工领域投资包括中央基本预算、地方预算以及军民融合基金等，资金的来源和用途较为清晰，继续保持稳健增长。第二，军工装备的用户为 200 万人的军队，而作为高端装备制造制造业，军工行业发展和下游客户需求紧密相关，受限于需求和产能的制约。此外，军工毛利率和费用率的变化处于变动较大的时期，预计毛利率或略有下滑，而费用率也下降较多，所以净利率反而出现了向好的变化。

宏观经济压力或将凸显军工行业的比较优势。军工行业增长或较为稳健（非高速增长），但在市场普遍预期 19 年宏观经济压力、贸易摩擦持续升温的情况下，或将使得军工行业增速更为突出，相对其它行业具有较为明显的比较优势。

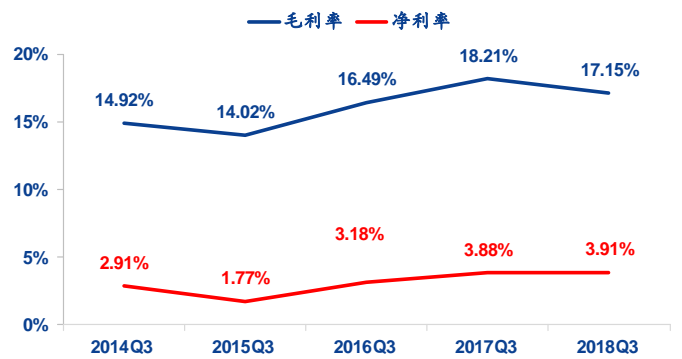
18 年前三季度军工行业利润表继续保持稳健增长态势。2018 年前三季度受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业整体业绩稳健增长，2018 年三季度报在营收端及利润端均创下新高。军工板块 121 家企业合计实现营收同比增长 15.28%、归母净利润同比增长 27.61%，延续中报增长态势；毛利率下降至 17.15%，净利率上升至 3.91%，主要因为军工上市公司“降本增效”效果显著，“三费”费率均出现不同程度下降。

图 5: 军工行业前三季度收入增速 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 毛利率水平略有下降、净利率水平稳步提升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

18 年三季报资产负债表再度验证订单数据好转、行业基本面的改善,数据呈现逐季好转态势。我们多次强调 18 年将是基本面变化的一年,应重点关注军工板块资产负债表科目预收账款 (体现在手订单情况)、存货 (反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况,其中在产品多为 1-2 个季度内交付,原材料对未来更长一段时间的交付,但季报并未披露,重点关注年报的变化)、应付账款 (反映为满足订单生产的采购情况) 等科目的变化。详见我们发布的三季报综述《资产负债表端逐季好转,再次验证行业基本面改善》,主要数据如下:

1) 预收账款同比增长 38.37%,高于中报的 33.56%,兵器、信息化、船舶、航空增长较快;

表 4: 18 年三季报预收账款 (含合同负债) 情况 (单位: 百万元)

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季报同比
军工	37666.47	38903.36	38992.96	50308.55	33.56%	53831.47	38.37%
航空	7946.79	7769.64	10346.29	9974.25	25.51%	9954.37	28.12%
船舶	21716.49	22430.90	16657.30	26144.50	20.39%	28502.96	27.07%
兵器	934.36	1307.09	4246.31	6459.48	591.33%	6407.62	390.22%
航天	3770.92	3688.56	4023.22	3798.60	0.73%	3986.36	8.07%
信息化	2855.40	3288.00	3233.96	3396.05	18.93%	4415.78	34.30%
其它	442.52	419.16	485.87	535.67	21.05%	564.38	34.65%
国企	34884.67	35742.96	35810.70	47130.49	35.10%	50261.74	40.62%
民企	2781.80	3160.40	3182.26	3178.07	14.24%	3569.72	12.95%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心。注: 因追溯调整等原因不含中航沈飞、杰赛科技。

2) 应付票据及应付账款同比增长 16.19%,较中报 10.02%提升较多,其中信息化与航空分别增长分别为 21.47%、13.67%,船舶领域增长提升较快;

表 5: 18 年三季报存货情况 (单位: 百万元)

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季报同比
军工	206604.47	215796.64	188265.53	202974.63	-1.76%	216130.63	0.15%
航空	69175.91	73329.75	65333.00	74343.39	7.47%	79286.41	8.12%
船舶	84929.46	86286.23	72575.61	69450.50	-18.23%	72570.12	-15.90%
兵器	10500.08	11492.34	9661.14	11842.83	12.79%	13758.34	19.72%
航天	17042.66	17629.01	15452.91	18314.92	7.47%	19621.97	11.31%
信息化	19296.26	20998.33	19283.95	22778.55	18.05%	24211.55	15.30%
其它	6457.44	6879.88	6983.11	7558.73	17.05%	8121.24	18.04%
国企	186467.42	193836.76	166576.41	178319.62	-4.37%	191272.80	-1.32%
民企	20137.05	21959.88	21689.12	24655.01	22.44%	24857.83	13.20%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心。注: 因追溯调整等原因不含中航沈飞、杰赛科技。

3) 存货因船舶拖累仅同比增长 0.15%,较中报-1.76%有所提升,其中兵器、航天较中报增速分别提升至 19.72%、11.31%,信息化下降至 12.85%。

表 6：18 年三季报应付票据及应付账款情况（单位：百万元）

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季报同比
军工	195,656.91	198,760.90	201,135.83	215,269.12	10.02%	230,942.28	16.19%
航空	66,024.52	72,435.58	68,420.53	77,009.09	16.64%	82,334.92	13.67%
船舶	68,619.58	63,378.17	64,593.94	69,660.45	1.52%	77,520.76	22.31%
兵器	16,797.41	16,496.16	19,334.66	16,694.55	-0.61%	17,310.47	4.94%
航天	21,631.16	21,688.51	22,511.66	23,876.35	10.38%	23,634.85	8.97%
信息化	18,913.89	21,203.67	22,637.84	23,953.50	26.65%	25,755.43	21.47%
其它	3,670.35	3,558.82	3,637.19	4,075.17	11.03%	4,385.85	23.24%
国企	179,566.53	180,690.89	179,760.90	193,063.44	7.52%	206,786.44	14.44%
民企	16,090.38	18,070.01	21,374.92	22,205.68	38.01%	24,155.84	33.68%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。注：因追溯调整等原因不含中航沈飞、杰赛科技。

我们预计 18 年军工行业增长或在 16-17%左右，19-20 年行业增长相对确定，资产负债表相关科目变化或将持续体现，并将从 18 年资产负债表逐步兑现至 19 年的利润表。

产业链上下游的公司资产负债表科目表现有所不同。部队通常先向主机厂支付预付款，再由主机厂向上游供应商结算。零部件企业的存货等科目体现更为明显，尤其原材料等明细变化表明了相关企业为满足订单生产的投入备产情况。此外，军工集团愈加强控制两金（应收和存货），主机厂等作为总装单位针对上游配套厂商具备议价能力，倾向于挤压上游，上游存货及应收账款回款节奏因此会受到一定影响。

1.3. 空军、海军、信息化装备的进展

1.3.1. 空军：提质+补量，航空装备依然稳健

预计空军未来 2-3 年的发展形势仍为主战装备跨代和基于网络信息系统的体系建设。我国空军正从传统意义的国土防空、支援海陆作战，向“空天一体，攻防兼备”的战略目标迈进，这一战略转变成为了新装备加速发展和列装的主要驱动力。在新时期战略空军建设目标下，由“防”转“攻”，将信息化作为发展方向和战略重点，大力发展先进战斗机、战略运输机/轰炸机，提高纵深攻击能力、远程投送/打击能力和立体攻防能力，弥补代际差，尽快实现代际换装，提高信息化、自动化程度。由此航空装备相关投资机会来自于“提质”和“补量”两个方面。

表 7：航空装备发展方向

发展方向	航空装备发展的细分方向
提质	①调整机种结构，适应由“防”转“攻”战略要求，大力发展先进战斗机、战略运输机/轰炸机，提高纵深攻击能力、提升远程投送/打击能力和立体攻防能力；
	②弥补代际差，尽快实现代际换装；
	③提高信息化、自动化程度，如采用先进航电系统、发展察打一体化无人机等；
	④提高军机自主化程度，尤其是核心系统、部件，如发动机、航电系统。
补量	同美国相比，我国军机总量偏少，其中直升机、运输机、轰炸机数量不足且比例明显偏低。

资料来源：安信证券研究中心

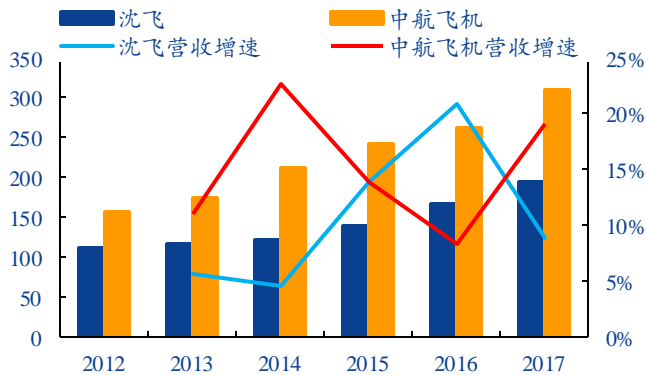
表 8：航空装备的现状与看点

种类	现状	最新进展	看点
战斗机	代际差距严重	18 年 2 月 9 日，J-20 开始列装部队 18 年 4 月 12 日，南海海上阅兵，习近平视察了观看了辽宁舰歼-15 飞机起飞训练情况	J-20 等四代机列装提速
轰炸机	远程轰炸机薄弱	央视《永远的军魂》纪录片第三集中提到，新型远程战略轰炸机轰-20 研发取得重大进展。	加大远轰研发力度
运输机	战略运输机产能受限	18 年 5 月 8 日，运-20 首次与空降兵部队联合开展空降空投训练，这是中国空军战略投送能力、远程空降作战能力建设的又一次跃升	Y-20 列装提速
直升机	规模尚小		10 吨级通用直升机定型列装
无人机	国内国外需求两旺	埃及购买 32 架翼龙-1D 查打一体无人机，珠海航展彩虹-7 亮相，北航无人机 BZK-005C 多种导弹实弹演习大获成功。	国内快速部署，外贸不断放量

资料来源：央视、国防部等，安信证券研究中心

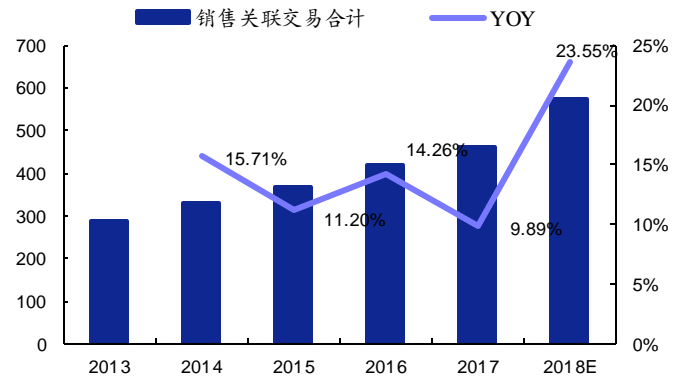
航空装备在提质、补量过程中，增长确定性较强。航空系资产证券率较高，核心资产基本在上市公司，产业链完备，能真实反映行业内生增长的变化。从沈飞集团和中航飞机数据可以看出，航空装备建设正处于快速发展期，而且随着换装列装不断提速，军机及相关产业链将继续保持较高景气度。统计中直股份、中航飞机、中航机电、中航电子、中航光电与中航工业集团销售关联交易，可基本反映军机产业链产品每年的交付情况和景气度。

图 7：沈飞集团和中航飞机营收（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：中航工业集团各公司向集团销售关联交易统计(亿元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

航空工业推进均衡生产，18 年季度数据同比有所失真。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，积极开展“减户数”“减亏损”“控两金”“降负债”等，大力控成本、降费用、压支出等工作取得了较为明显的效果。18 年以来，中航工业集团推进均衡生产，以中航沈飞等主机厂为代表按照 1225 均衡生产的目标，各个季度数据更加平稳，也导致前三季度与往年同期相比出现大幅变化，有所失真，但预计全年仍将保持稳健增长，预计 19-20 年的季度数据将更能反映行业的增长，全年基本维持稳健增长的态势。

表 9：航空工业集团均衡生产情况

主要内容
沈飞 12 月 16 日沈飞提前 15 天完成全年批生产试飞任务。进入 2018 年以来，沈飞对标主进度计划，聚焦整体科研生产进度，强化计划管理，着力发挥生产管控平台作用，零件生产的持续稳步推进为部装站位奠定良好基础。各单位积极行动，使均衡生产在公司科研生产经营中稳步推进。
西飞 12 月 18 日，全年生产科研试飞任务完成。全年飞机零件生产总量较 2017 年增长 41%；部装生产周期平均缩短 23%，实现了“1225”均衡生产目标。
陕飞 12 月 27 日陕飞全年飞机交付“1225”均衡生产目标提前 5 天全面实现，总装、部装、铅封、转场数量均创历史新高，其中总装交付增长达到 29%，实现了企业快速健康发展。
成飞 12 月 26 日成飞全面完成了 2018 年科研生产任务；2018 年，成飞总体任务量大幅攀升；贯彻落实军民融合战略，承接外包转采购任务要求，零部件外包转采购正式实施。2018 年完成全部铸件、橡塑件和部分机加零件外包转采购，提高了零部件工业合作效能，缩短了交付周期。
洪都 18 年按照“1225”初级均衡生产和“2233”高级均衡生产目标要求，实现了多架份高教机、初教六转场交付
昌飞 12 月 28 日昌飞圆满完成 2018 年生产任务，2018 年，昌飞开展以产品为主线的品质提升工作，科研、生产、质量、供应、客服、技改各业务域整体运营情况较 2017 年均实现稳步提升。
哈飞 12 月 25 日哈飞圆满完成全年科研生产经营任务，2018 年哈飞积极发挥主机牵头作用，强化计划管理，推进均衡生产，使零件生产、铆接基本实现均衡生产，总装效率大幅提升，质量损失率、产品超差率大幅下降，质量水平不断提高。

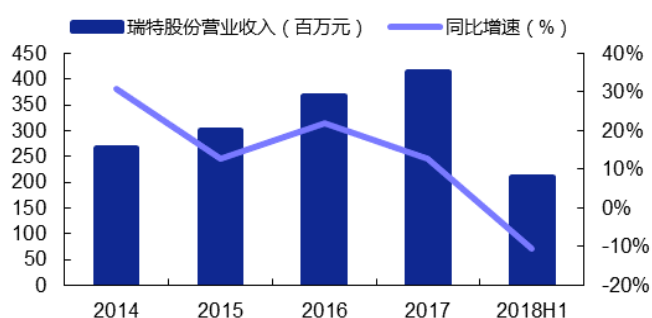
资料来源：航空工业集团官网，安信证券研究中心

1.3.2. 船舶：军船订单 19 年高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖

军民船行业迎来双拐点：军船订单 19 年较高增长确定性大，民船处在中周期底部复苏拐点，船舶装备产业链值得关注。以下我们将对军船、民船/海工、船配分别进行分析：

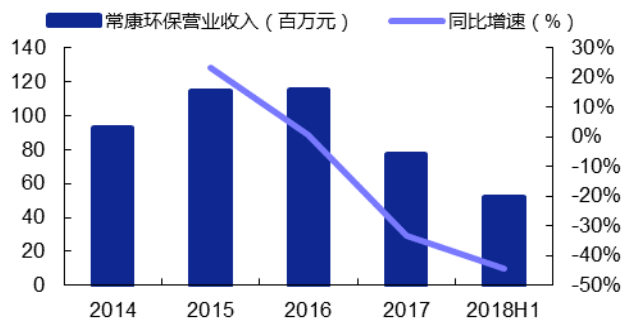
军船：短期看，海军军改调整或于 18 年底接近尾声，海军装备订单有望于 19 年迎来补偿性增长，军船产业链高增长确定性较大。我们选取军船业务占比较高的海军装备配套标的——瑞特股份、常康环保（全信股份子公司）进行分析，两者 2018H1 营收分别同比下滑-10.48%、-44.34%；我们认为主要原因是 2018 年海军仍处军改调整阶段，军船订单依旧受到压制。我们预计海军军改将在 2019 年初调整到位，对海军装备采购的影响将大幅削弱；再结合海军装备强烈的列装需求，2019 年海军装备订单将呈现补偿性增长，较高增长确定性大。

图 9：瑞特股份历年营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：常康环保历年营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰艇装备补短板需求强劲，未来一段时间内仍将建设高峰期。但是也要考虑到海军军费占比已经第一且舰艇装备已处在建造高峰期，长期来看舰艇装备将呈现数量增长有限、市场规模增速平稳的发展态势。

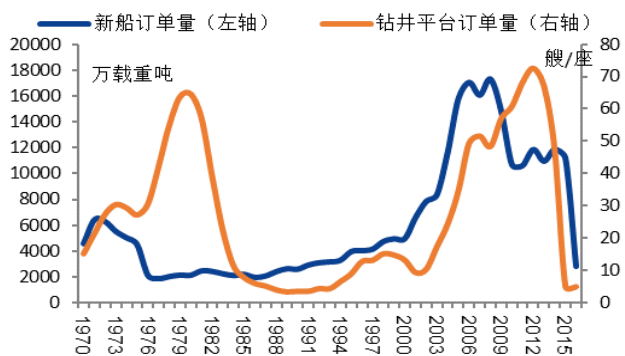
表 10：我国近几年大型水面舰艇下水及交付情况

型号	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 (1-11 月)	
	下水	交付	下水	交付	下水	交付	下水	交付	下水	交付
国产航母	---	---	---	---	---	---	1	---	---	---
055 大型驱逐舰	---	---	---	---	---	---	1	---	3	---
052D 导弹驱逐舰	3	1	3	2	3	1	1	2	1	4
054A 导弹护卫舰	1	-	3	4	2	3	2	2	1	3
056 轻型护卫舰	5+4	10	8	5+3	6	7+1	---	8	---	3
072 型两栖登陆舰	2	---	3	2	---	4	---	---	---	---
071 型船坞登陆舰	---	---	1	---	---	1	1	---	1	---
903A 型补给舰	2	---	2	1	---	3	---	---	---	---
合计数量	17	11	20	17	11	20	6	12	6	10

资料来源：Wikipedia，安信证券研究中心

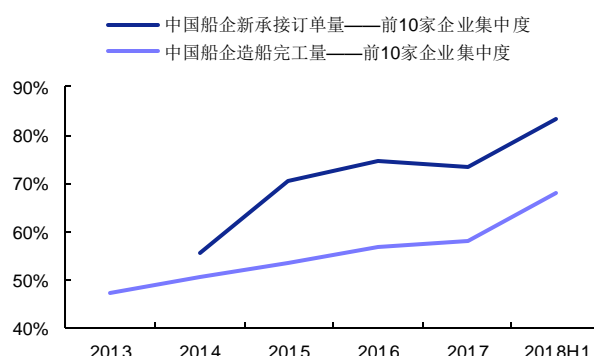
民船：3 大趋势下民船景气度总体表现为底部向上。1) 民船市场位于长周期底部位置，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。2018H1，全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 83.3%，比 2017 年底提高 9.9 个百分点，造船产业集中度提升趋势明显。3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌，船厂盈利水平有望提升。以 18 万 DWT Capesize 为例，其用钢量约 2.7 万吨，该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2018.11 的 32.48%。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来，并将得到逐季改善。此外，由于海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单或成为造船企业重大包袱，投资船舶行业标的时应重点考虑其是否存在海工资产减值损失的风险。

图 11：民船处在长周期市场底部位置



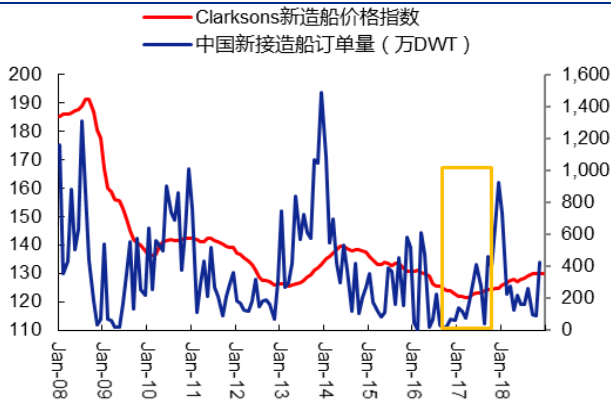
资料来源：中国船舶工业经济研究中心

图 12：中国新造船订单向优势船厂集中趋势明显



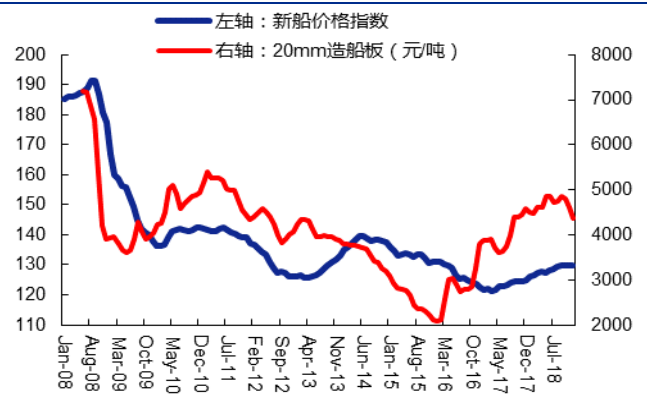
资料来源：中国船舶工业协会

图 13: Clarksons 新造船价格指数与造船订单量



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

图 14: Clarksons 新造船价格指数与造船板价格



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

船配: 1) 军品: “大型化、隐身化、信息化”三大趋势致使船配行业呈现结构性变化, 对于船配厂商重点关注技术发展是否符合舰船信息化、隐身化方向, 以及是否有新产品的列装。2) 民品: 当前处在民船周期底部致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰, 船配产业集中度提升是必然趋势。按此思路可选择军品占比高、当前可大力拓展民品市场的标的。

1.3.3. 信息化: 叠加国产化、更新换代, 19 年存在较大业绩弹性

国防信息化企业受益于信息化建设、武器装备更新换代和国产化进程。电子信息装备是军事作战效能的“倍增器”, 新一代武器装备不断定型列装, 信息化占比与国产化率不断提高, 且考虑到信息化系统更新换代速度较快(一代飞机, 三代航电), 势必带动相关信息化公司业绩持续释放。中长期来看, 战区互联互通体系的建立或是信息化建设重中之重, 将加大投入对指挥信息系统进行升级改造, 打通联合作战计划、战场预警、态势感知、数据资源、领航引导、电子对抗等数十条链路, 实现“一网连三军”。

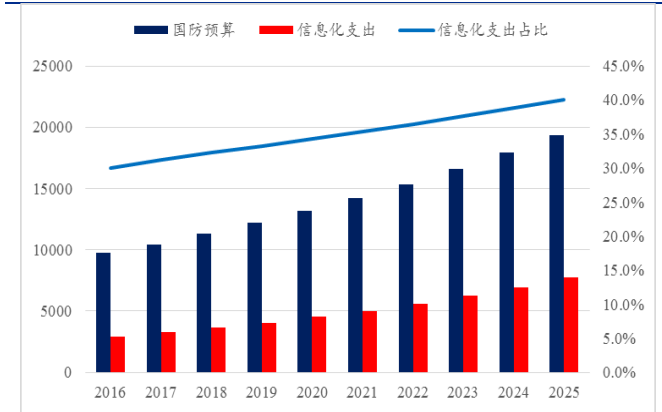
表 11: 关于信息化的表述

2015 年 11 月	军改提出在健全联合作战指挥体制上, 主要是适应打赢信息化战争、有效履行使命任务的要求, 组建战区联合作战指挥机构, 健全军委联合作战指挥机构, 构建完善精干高效的战略战役指挥体系
2017 年 10 月	习近平在十九大报告提出, “加快军事智能化发展, 提高基于网络信息体系的联合作战能力、全域作战能力”
2018 年 4 月	全国网络安全和信息化工作会议指出“核心技术是国之重器, 加速推动信息领域核心技术突破”、“加强网信领域军民融合, 网信军民融合是军民融合军民融合的重点领域和前沿领域, 也是军民融合最具活力和潜力的领域”。

资料来源: 国防部, 安信证券研究中心

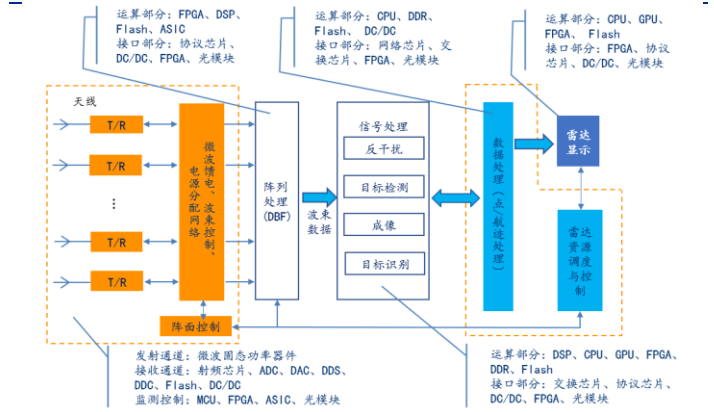
美国出口管制愈加凸显自主可控重要性。虽然国内较早推行自主可控与国产化要求, 军工芯片等基本可以自给自足, 但少数高端元器件和材料仍未摆脱部分受制于人的局面。目前美国对中国技术封锁愈加严苛, 中期平台型产品可能受到小幅度波及, 以导弹整弹、雷达整机等为代表的雷达、通讯等系统的部分器件或来自海外国家, 以前可通过军民两用渠道获得, 但技术封锁可能导致关键元器件缺失或备货不足, 从而影响武器装备的交付进程。长期来看, 中国正有意识的培养扶持国内企业, 已实现自主可控和国产化的相关标的, 或面临较好的发展机遇, 一方面国外产品禁运或提高国内厂商的市场份额, 另一方面将愈加坚定国家继续发展自主可控的决心, 高端产品的自主可控仍有赖于相关企业通过加大投入、产业升级来实现技术、产品不断的迭代。

图 15: 国防信息化的市场空间和增速 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部, 安信证券研究中心, 预计国防信息化支出的年均复合增速达到 11.4%

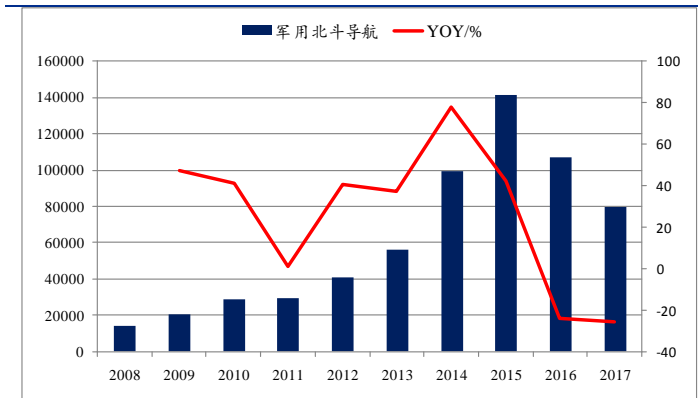
图 16: 典型数字相控阵雷达的组成



资料来源: 集成电路产业全书, 安信证券研究中心

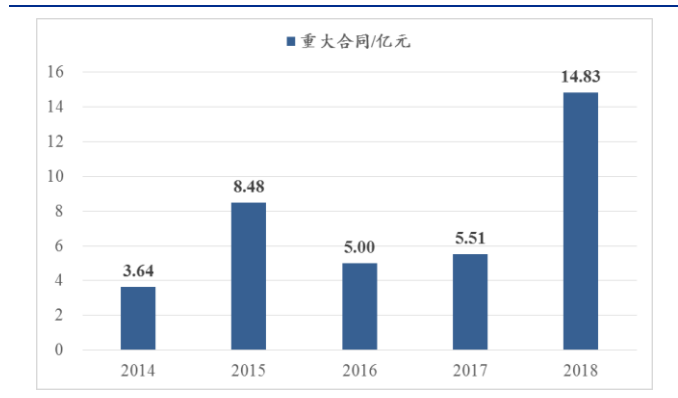
信息化企业过去两年受军改影响较大, 19 年存在较大业绩弹性。信息化贯穿在各军兵种的建设与武器装备更新换代全过程, 因此各军兵种受反腐、编制到位、建设探索及最终战斗力的形成等影响存在结构性差异, 整体而言过去两年军工企业尤其是以信息化为代表的配套企业受军改影响较大, 军改编制变化首先催生核心主战装备的需求变化, 其后或将是打造联合作战指挥体系, 实现战区互联互通等, 信息化需求必不可少, 或将面临恢复性增长, 18 年中报亚光电子、华清瑞达、杰赛科技 PCB 板等军用业务订单均面临三位数的增长。

图 17: 上市公司北斗国防业务收入及增速 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 海格通信 14 年以来与特殊用户签订重大合同情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 12: 海格通信母公司、七一二财务指标比较 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017Q1	2017H1	2017Q3	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3	同比
海格通信母公司											
收入	13.94	18.76	19.53	2.35	5.26	6.12	9.04	2.40	5.79	7.87	28.6%
应收	9.90	11.65	16.54	18.07	17.98	18.19	16.42	15.86	15.36	15.42	-15.2%
存货	8.27	9.59	9.48	9.46	9.68	10.43	9.77	9.08	8.57	9.13	-12.4%
预收	0.96	2.60	0.36	0.22	0.27	0.31	0.22	0.21	0.47	0.26	-18.0%
应付	4.39	5.40	5.69	6.20	5.28	5.81	5.42	5.56	4.56	5.14	-11.5%
七一二											
收入	13.79	15.16	13.90	1.89	6.06	9.16	14.85	2.12	6.15	9.50	3.6%
应收	5.59	6.63	9.07	0.00	9.59	10.57	11.82	11.11	12.32	12.49	18.2%
存货	9.62	12.46	14.47	0.00	14.61	14.98	13.90	14.07	14.54	16.90	12.9%
预收	1.25	2.40	3.40	0.00	2.53	3.11	3.76	5.00	4.86	4.83	55.1%
应付	4.02	4.99	6.46	0.00	6.90	7.48	6.57	5.92	6.93	9.68	29.5%

资料来源: 安信证券研究中心

信息化细分方向较多, 涵盖雷达、北斗导航、半导体、通信等细分方向, 应自下而上选择标的。其中:

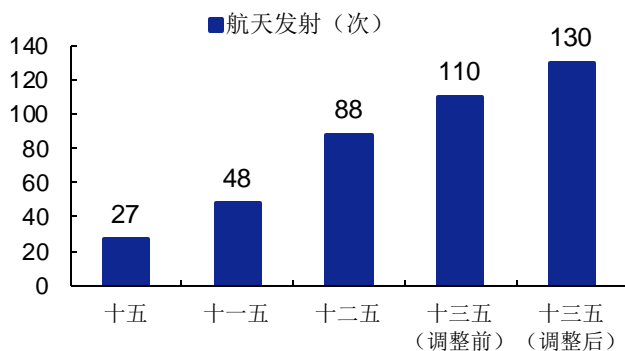
- 1) 军用雷达市场面临高速增长,预测国际预计 2011-2020 年中国雷达市场增速在 14-16%,我国已从雷达制造大国迈入雷达研发强国,有源相控阵雷达已成为主流体制。但核心雷达资产仍主要集中在院所体内,上市标的以 TR 组件及配套的民企为主,且多为双主业。
- 2) 18 年 12 月北斗三号系统基本建成开始提供全球服务,而 18 年军用北斗终端业务因军改影响尚未恢复,19 年重点关注国防市场回暖,或面临较大业绩弹性,但恢复节奏易低于预期。关注振芯科技、海格通信、华力创通等。
- 3) 军工半导体方面,核心高端元器件仍受制于人,美国出口管制或促进国产化进程,军工科研院所因先天优势积累了不少核心关键技术,但资产注入存在不确定性,民企依托灵活的机制、通过转型并购或引入核心技术团队在某些网信细分领域具备核心技术优势,比如 DDS (振芯科技)、MEMS (耐威科技)、GPU (景嘉微)、GaN (海特高新)、红外探测器 (高德红外) 等,但整体估值较高。

1.3.4. 航天：航天高强密度发射呈常态化，实战化训练拉动导弹等消耗增多

党的十九大明确提出建设航天强国的奋斗目标，叠加“十三五”期间，我国要构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位三大系统，基本建成国家民用空间基础设施体系，宇航产业链有望保持较高景气度；同时，关注实战化训练带来的以航天军工集团为主的防务领域武器装备需求的增长。

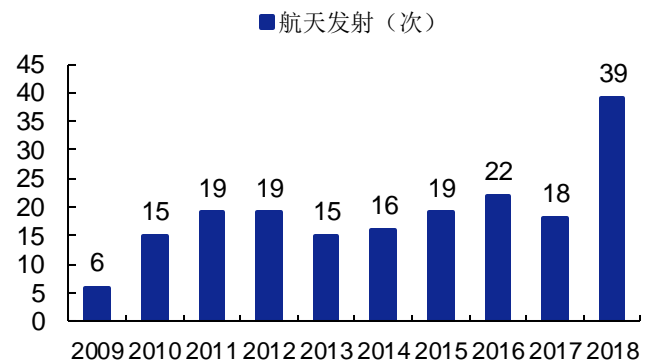
航天高强密度发射呈现常态化，宇航产业链有望保持较高景气度。根据 2018 年 8 月 30 日航天科技集团提出分两个阶段推动航天强国建设，调高了十三五型号任务，运载火箭发射次数从 110 次调增到 130 次以上，航天器出厂数量从 150 颗调增到 170 颗。2018 年，我国共进行了 39 次航天发射，将 103 个航天器送入太空，创历史新高。预计 2019 年我国航天发射次数有望维持在 35 次以上，航天发射任务饱满，保持较高景气度。同时也要关注到航天发射是高风险事件，发射失利等事件或影响宇航产业链配套企业的产品交付进度，过去在 17 年长征五号发射失利后，后续的发射任务就因质量复查等进度有所延期。

图 19：长征系列火箭高强密度发射呈常态化



资料来源：航天科技集团，安信证券研究中心

图 20：我国航天发射次数情况统计



资料来源：航天航空港，安信证券研究中心

细分领域上，北斗三号 18 年完成 10 箭 19 星发射，开始提供全球服务，重点关注国防市场回暖与行业市场垂直整合；天基互联网实现突破，两大航天军工集团均各自出台了天基互联网计划（“鸿雁”和“虹云”计划），并且在 18 年 12 月，双双发射了第一颗技术验证卫星。其中，“虹云计划”最终将发射 156 颗低轨卫星，“鸿雁计划”将发射超过 300 颗低轨卫星，建议关注卫星的配套上游公司，比如航天电子、中国卫星等。

表 13：国内发布的小卫星星座计划

序号	国内公司	星座计划	数量 (颗)	用途
1	航天科技集团	鸿雁	300	通讯
2	航天科工集团	虹云	156	互联网
3	欧比特	珠海一号	34	遥感

4	长光卫星	吉林一号	138	遥感
5	华讯方舟	灵鹊	108	遥感
6	九天微星	太空网络计划	860	物联网、互联网
7	天仪研究院	天格	24	科研
8	信威公司	灵巧	32	通讯
9	和德宇航	天行者星座	48	通讯
10	中科遥感	深圳一号	8	遥感
11	浙江利雅	丽水一号	80	遥感
合计			1788	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

实战化训练强度加强、程度加严背景下，武器装备使用频次及弹药消耗明显增多。2018 年我军颁布新训练条例和大纲，突出针对性对抗性训练，召开重难点问题推进会议，推动实战化军事训练关键问题的解决，各军兵种以实战化为准绳多频次多层次开展军事训练，例如火箭军“天剑”系列演训、空军“红剑”体系对抗演习、空军“蓝盾”多军兵种地面联合防空演习、多军兵种联合防空对抗演练等。

我们预计，2019 年我军实战化军事训练仍将维持从难从严的常态化；实战化训练频率和强度提高，将导致武器装备检测维修频率加大、导弹等消耗品等需求增加以及对模拟仿真等体系对抗设备的需求。航天科技、航天科工两大军工集团承担了我国大部分对地、对空等战略或战术导弹武器装备，但目前航天系导弹相关的总装等核心资产在上市公司体内的较少，建议关注导弹、体系对抗等配套的产业链上游公司，比如航天电器、航天发展等标的。

表 14：推进实战化训练重要政策及事件

时间	重大事件	具体描述
2018 年 1 月	中央军委举行 2018 年开训动员大会，习近平发布训令	要求全军提高军事训练实战化水平，牢牢掌握能打仗、打胜仗的过硬本领。我们必须跨越‘训’与‘战’之间的高度差。
2018 年 1 月	习近平视察中部战区	再次强调要强化练兵备战，全部心思向打仗聚焦，加强数字化部队作战研究，大抓实战化军事训练等。
2018 年 3 月	中央军委印发《关于提高军事训练实战化水平的意见》	《意见》紧紧围绕实现党在新形势下的强军目标、不断提高部队能打仗打胜仗能力，系统提出当前和今后一个时期提高军事训练实战化水平的指导思想、总体思路、主要任务和措施要求，为全军和武警部队从实战需要出发从难从严训练提供重要依据。
2018 年 4 月	习近平在南海海域海上阅兵	全面落实战斗力标准，大抓实战化军事训练，保持高度戒备状态，时刻听从党和人民召唤，坚决捍卫国家权益，努力为维护世界和地区和平稳定作出新的更大的贡献。
2018 年 6 月	习近平视察北部战区海军	要认真落实新一代军事训练条例和军事训练大纲，加大训练强度，创新训练模式，严格训练监察。要开展新时代群众性练兵比武，加强针对性训练、实案化训练、指挥员训练，加强军事斗争一线练兵。
2018 年 7 月	军委训练管理部组织召开全军实战化军事训练难题破解推进会	会议研究形成了破除军事训练领域和平积弊和全军训练基地场地建设等一批指导性文件。
2018 年 9 月	习近平视察 79 集团军	要求全军“坚决克服背离实战的思想和行为，把实战要求落实到练兵备战各方面和全过程”。
2018 年 10 月	习近平到南部战区视察调研	要大抓实战化军事训练，加强指挥训练和联合训练，加强检验性、对抗性训练，提高练兵备战质量和水平。

资料来源：中国军网，解放军报，国防部，安信证券研究中心

1.3.5. 陆军：关注以直升机和装甲车辆为代表的机械化进展

在当前“全域机动、全域部署”、“机动作战、立体攻防”的战略要求下，我国陆军正由“数量规模型、区域防卫型、平面作战型”向“质量效能型、全域机动型、立体攻防型”转变，构建适合联合作战要求、适应不同任务需要的作战力量体系，努力实现习主席十九大报告中提到的要求“确保 2020 年基本实现机械化、信息化建设取得重大进展”。

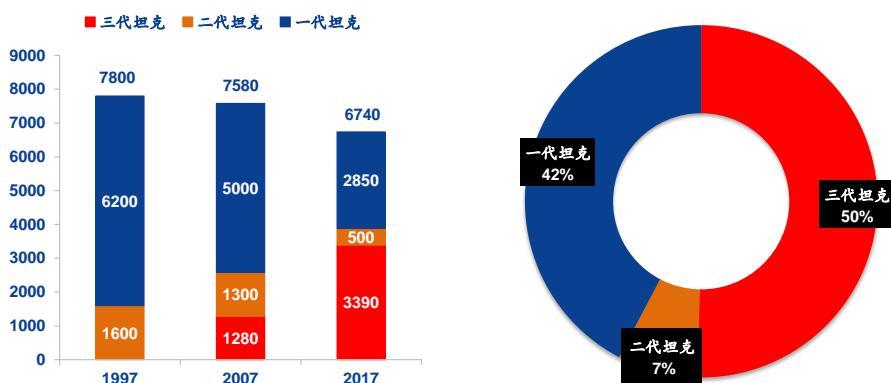
目前，陆军已经形成了以直升机、装甲突击车辆、防空和压制武器为骨干的陆上作战装备体系。迈入“十三五”战略冲刺期，陆军将加速列装及换装。机械化核心是兵力投送速度、战场机动速度大大加快。信息化的核心是“先进武器装备”占比的提升与“各武器系统信息交互”的增强。同时，军品采购机制改革后，陆军装备预算相比之前更有保障，叠加军品定价

议价机制改革的积极影响，陆军换装效率或将提升。

“全域机动、全域部署”对应关注地面装甲、“立体攻防”对应关注陆航直升机发展。

第一、地面装甲：坦克去总量、提升先进武器占比、稳步换装。装甲车辆补齐结构缺口，加速列装。我国坦克存量较大，大多为老旧型号，三代坦克排名第一的美国几乎是我们的两倍，尽管各国坦克总数下降，我国坦克总量也将大幅缩减，但主战坦克数量结构亟待优化调整，鉴于新轻坦刚刚开始量产而 99 式、96 式系列坦克已列装数年，因此预计多种型号坦克将错峰配置，每年产量维持在 175 辆左右。8×8 轮式装甲车结构性缺口亟待补齐，预计 17-20 年陆军中型旅主要型号（装甲突击、装甲步战、装甲输送）8×8 车辆的需求为 5388 辆左右，有望在十三五期间配置完成以实现“2020 年基本实现机械化”的既定目标。详见内蒙一机深度报告《万山磅礴必有主峰，龙滚九章但攀一领》。

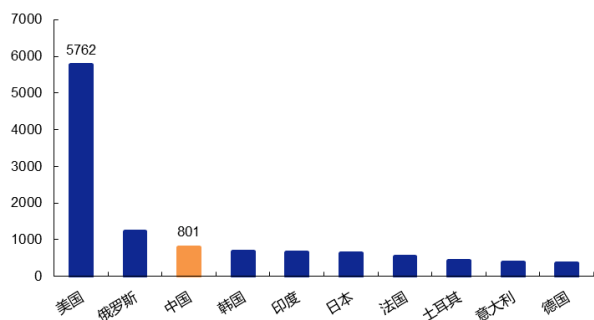
图 21：截至 2017 我国坦克数量统计



资料来源：《参考消息》，美国《外交学者》网站，安信证券研究中心搜集整理

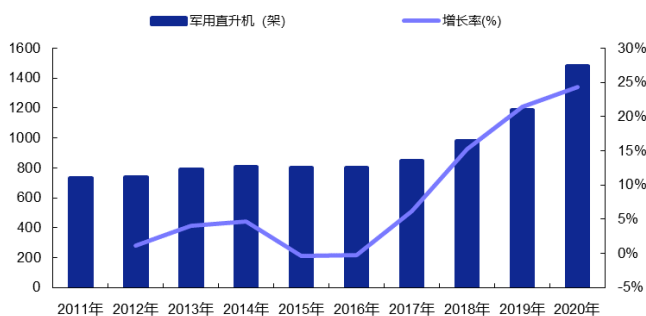
第二，陆航直升机：短中期关注 10 吨级通用直升列装，中长期关注重型直升机补齐结构缺口。陆军转型“立体攻防”战略提升军用直升机需求量，在研 10 吨级通用直升机为未来主要看点，未来空中打击力量将是陆军主要配置的重要战斗力。根据 Flight Global 数据统计显示，2016 年我国拥有在役军用直升机共 801 架，仅为美国的 1/7。根据美国詹姆斯敦基金会发称我国陆航部队有 11 个陆航旅和 1 个陆航团，我们预计到 2020 年将拓展到至少 15 个陆航旅，我国军用直升机将至少有 1000 架的需求缺口，在役军用直升机量年均增速 20%。哈飞自主研制的 10 吨级通用直升机备受关注，有望比照“黑鹰”拥有强大拓展能力，我们预计列装后将成为我军直升机的主力机型。详见中直股份深度报告《直升机龙头蓄势腾飞，军民共进前景广阔》。

图 22：2016 年世界军用直升机数量统计（架）



资料来源：Flight Global，安信证券研究中心

图 23：我国 2011-2020 年在役军用直升机数量（架）



资料来源：Flight Global，安信证券研究中心

风险提示：陆战领域需重点关注装备列装速度低于预期、业绩释放不及预期、部分零部件备件进度影响整体交付、新型号进展不及预期等风险。

2. 军工体制改革：改革持续推进，关注价格体系的变化

军工行业与其它行业相比较为封闭，且计划性较强，相应存在投入产出不成正比、竞争不足、效率低下等问题。如果要建立现代化的企业制度，需要进行相应的一些改革，军工体制改革有助于推动行业效率的提升，但市场对改革节奏、改革影响等预期往往过高，兑现程度较低。19 年建议关注军品定价机制改革、股权激励、资产证券化、科研院所改革、军民融合等进展，或将逐步改善行业经营生态。

2.1. 军品定价机制改革不必然带来价格提升，盈利能力提升关键或在股权激励

军品定价机制改革核心变化是形成多元化的定价模式。对于单一来源采购方式，由成本加成的定价模式转变为激励约束定价模式；对于竞争性谈判、公开招标、邀请招标等采购方式，采用竞争议价模式；对于征询采购方式，采用征询议价模式。此次军品定价机制改革有利于深化装备采购制度改革，使军品价格工作满足不同采购方式的需要。

表 15：军品定价机制改革前后对比

项目	改革前	改革后
定价方式	国家对军品价格实行统一管理、国家定价	国库收储的军工专用材料价格由财政部组织定价，其他军品价格由订货方和承制单位协商议价。
定价原则	实行军品定价成本制度，定价利润按定价成本利润率计算，保本微利	大力推行竞争议价 ，单一来源采购的军品实行成本激励约束制度。竞争议价主要适用于竞争性谈判、公开招标、邀请招标；征询议价主要适用于征询采购方式。
期间费用	订货方对供货方的实际发生情况进行审核后确定	根据供货方前三年整体期间费用与制造成本的比例，结合供货方所在行业、地区企业期间费用的平均水平，由订货方与供货方协商确定。
价格组成	定价成本+定价成本×5%利润	完全成本定价向目标价格管理转变 。军品价格=定价成本+5%×目标成本+激励（约束）利润。
利润组成	定价成本×5%利润	按目标成本 5%的利润率计算的利润加上激励约束利润。

资料来源：《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》等，安信证券研究中心

我们预计新的军品定价议价规则将于 2019 年上半年出台，形成实际影响时间仍很长，可暂不考虑其影响。考虑到军品定价议价配套的相关细则（如期间费用调整细则）仍需要很长一段时间才能落地，且在具体操作过程中还需要时间进行调整；再结合目标价格管理仅适用于新论证的装备，且服从“新装备新办法、老装备老办法”；因此，我们预计军品定价机制改革形成实际影响的时间仍很长，短期可以不用考虑其影响。

有别于市场的观点：军品价改不必然带来军品采购价格的提升，军品采购或最终表现为量升价降。市场部分人认为我国军工主机厂净利率水平明显低于美国军工企业，主要是受到原来完全成本加成定价的限制；且认为军品价改后能够实质提升我国军工企业净利率水平。我们认为，军品价改不必然带来军品采购价格的提升，此次价改由军方推动，旨在“花更少的钱，买到更多更好的装备”，装备采购价总体将呈现下降趋势，最终或表现为量升价降。装备采购价格下降可以从全军武器装备采购信息网的采购金额得到验证，截至 2017 年 12 月，军方通过装采网累计发布需求信息 9300 余条，涉及项目总金额约 600 余亿元，较计划预算平均降幅超过 20%。

我们认为，军品价改对军工企业的实质影响主要是 4 个方面：1) 对成本虚高的产品价格负面影响较大，成本较为真实的产品价格影响较小；2) 对价格转嫁能力弱的公司压力大，价格转嫁能力强的公司压力小；3) 零部件厂商因为军民融合推进，部分产品竞争已经相当充分，贴近市场化定价，市场化的产品受影响反而较小；4) 对软件、著作权等过去没有充分计价的产品有利。价格改革后，主机厂价格变化可能主要通过严格审价来实现，零部件价格变化还是通过竞争来实现。

至于军工企业盈利能力是否能够提升关键看军工企业降成本、控费用的能力与动力，我们认为有股权激励或类似激励措施的军工企业，进行降成本/费用的逻辑较为通顺，其军品毛利率和净利率反而有可能提升。相对于员工持股的严格试点推进以及要求充分竞争性行业、营业收入和利润 90%以上来自所在企业集团外部市场等较为苛刻的要求，股权激励具有较高的可行性，其主管部门为国资委并同时抄送财政部。主要观点详见我们此前发布的深度报告《军

工混改：实质性进展和阶段性行情》。

表 16: 《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》的部分主要规定

主要方面	主要内容
业绩考核	反映股东回报和公司价值创造等综合性指标，如净资产收益率（ROE）、经济增加值（EVA）、每股收益等； 反映公司赢利能力及市场价值等成长性指标，如净利润增长率、主营业务收入增长率、公司总市值增长率等； 反映企业收益质量的指标，如主营业务利润占利润总额比重、现金营运指数等。上述三类绩效考核指标原则上至少各选一个。 1.授予激励对象股权时的业绩目标水平，应不低于公司近 3 年平均业绩水平及同行业平均业绩（或对标企业 50 分位值）水平。 2.激励对象行使权利时的业绩目标水平，应结合其所处行业特点和自身战略发展定位，在授予时业绩水平的基础上有所提高，并不得低于公司同行业平均业绩（或对标企业 75 分位值）水平。凡低于同行业平均业绩（或对标企业 75 分位值）水平以下不得行使。 授予限制性股票时的业绩目标应不低于下列业绩水平的高者：公司前 3 年平均业绩水平；公司上一年度实际业绩水平；公司同行业平均业绩（或对标企业 50 分位值）水平。
股权激励收益水平	在行权有效期内，激励对象股权激励收益占本期股票期权（或股票增值权）授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重，境内上市公司及境外 H 股公司原则上不得超过 40%。

资料来源：财政部网站，国资委网站，安信证券研究中心

表 17: 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》要点及具体要求

要点	具体要求
试点原则	主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股，并保证国有资本处于控股地位。 严格试点条件，限制试点数量，防止“一哄而起”。
试点企业条件	(一)主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业。 (二)股权结构合理，非公有资本股东所持股份应达到一定比例，公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事。(三)公司治理结构健全，建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系，形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制。(四) 营业收入和利润 90%以上来源于所在企业集团外部市场。 优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业(科技型企业)开展员工持股试点。 中央企业二级(含)以上企业以及各省级所属一级企业原则上暂不开展员工持股试点。
持股比例	总量原则上不高于公司总股本的 30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的 1%。
股权流转	实施员工持股，应设定不少于 36 个月的锁定期。 锁定期满后，公司董事、高级管理人员每年可转让股份不得高于所持股份总数的 25%。 持股员工因辞职、调离、退休、死亡或被解雇等原因离开本公司，应在 12 个月内进行内部转让。

资料来源：国资委网站，财政部网站，安信证券研究中心

目前股权激励有进一步推开的迹象。18 年 5 月 16 日，研制战斗机的主机厂中航沈飞发布股权激励计划，具有标志性意义，标志着股权激励开始从此前的少数零部件企业和民品公司迈入主机厂及核心零部件公司。首先，股权激励方案增多，通过绑定管理层和核心技术人员，将对行业成本费用率下降及利润率水平的提高产生推动作用，虽然受限于相关政策的规定，主要激励对象获授份额并不大，但相较过去在激励上也迈出了一大步，并为后续方案留下空间；再次，股权激励计划每期计划有效期多为 5 年，期间较长，受激励对象将会更聚焦于公司长远发展；最后，股权激励授予和解锁条件一般较低，为股权激励方案的实施留下安全边际，但我们认为实际经营成果预计较好。

表 18: 部分军工集团上市公司股权激励案例

案例	具体内容
【中航光电】 2016/10/28	1) 方式：限制性股票的股权激励； 2) 数量：602.50 万股股票，约占公司总股本的 1.00%，股票来源为公司向激励对象定向发行新股； 3) 对象：共 265 人，包括公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员、核心骨干； 4) 有效期：有效期为 10 年，自股东大会通过之日起。本长期激励计划共 2 期，每期激励计划的有效期为 5 年，每期激励计划实施的间隔期为 3 年； 5) 行权条件：前一财务年度扣非净资产收益率不低于 12.50%，营收增长率不低于 26.00%，营业利润率不低于 12.00%，且均不低于同行业平均水平。
【中国动力】 2016/12/06	1) 方式：股票期权激励； 2) 数量：1739 万股，约占公司总股本的 1.0%，股票来源为公司向激励对象定向发行新股； 3) 对象：共计 860 人，包括公司的部分董事、高级管理人员、中层管理人员以及公司认为应当激励的核心技术、业务骨干，不包括监事、独立董事以及外部董事； 4) 有效期：有效期 5 年，自限制性股票授予日起计算； 5) 行权条件：2015 年度净资产收益率不低于 3.25%，且不低于 2015 年对标企业 50 分位值水平；2015 年度净利润不低于 8.1 亿元。
【中航电测】 2018/01/13	1) 方式：限制性股票的股权激励； 2) 数量：1602 万股，来源为公司向激励对象定向发行新股； 3) 对象：总人数为 202 人，激励对象包括公司部分董事、高级管理人员；公司中层管理人员及子公司高管；经公司董事会认定的对

- 公司经营业绩和未来发展有直接影响的技术、管理、营销和技能核心骨干；
- 4) 有效期：有效期为 6 年，自限制性股票授予日起计算；
- 5) 行权条件：前一会计年度扣非净资产收益率不低于 8.40%、营收增长率不低于 12.50%、EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于 0，前两个指标值不低于对标企业 50 分位值。
-
- 1) 方式：限制性股票的股权激励；
- 2) 数量：407.2741 万股，占发行前总股本的 0.2915%，来源为公司向激励对象定向发行新股；
- 3) 对象：总人数为 92 人，激励对象原则上限于上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干；
- 4) 有效期：有效期为 5 年，自限制性股票授予日起计算；
- 5) 行权条件：授予时前一个会计年度净资产收益率不低于 6.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；授予时前一个会计年度净利润同比增长率不低于 8.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；公司授予时前一个会计年度 EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于 0。

【中航沈飞】
2018/5/16

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 科研院所改革进入实施阶段，首批试点将逐步落地

军工科研院所改革与资产证券化没有必然的先后关系。科研院所代表我国军工科研体系的技术最高水平，资产优质，但作为事业单位体制，主要依靠国家财政拨款。科研院所改革将有助于促进军工产业市场化、军工资产资本化、军用技术民用化，推动军民融合发展，并提高科技投入的资金使用效率。市场关注科研院所改革主要是期待院所优质资产的证券化，但科研院所改革进程和资产证券化没有必然的先后关系。比如 18 年 11 月国睿科技发布预案，拟注入雷达资产，其采取类似于 09 年注入 14 所经营性资产和负债的形式，电科 14 所的资产证券化迈出重要一步。

科研院所改革迈入实施阶段，预计 19 年将进一步推进。科研院所改革并不是一蹴而就的，涉及分类、资产、人员等问题，要经历分类、挂牌、引资扩股、建立现代企业制度，最终根据实际情况走向资产证券化等过程。18 年 5 月，国防科工局等 8 部门联合批复首家生产经营类军工科研院所改制为企业，58 所作为军工首批科研院所改革试点和混合所有制改革首批试点，代表首批科研院所改革试点开始迈入实施阶段。根据首批 41 家院所改革试点进展，预计 19 年首批试点方案或将逐步落地，其它军工产品较为核心、保密程度较高的院所改革也会加快推进，后续或将逐步启动，预计届时将与上市公司相关度提高。

表 19：2017 年以来科研院所改革相关进程

时间	进程
2017 年 7 月	国防科工局组织召开军工科研院所改制工作推进会，解读了《关于军工科研院所改制为企业的实施意见》，宣布启动首批 41 家军工科研院所改制工作
2018 年 3 月	中国电科召开了 26 所、40 所、44 所、52 所等四家首批军工科研院所改制方案现场汇报及审核会
2018 年 4 月	自动化研究所刘勇所长一行分别到国家国资委、发改委、国防科工局汇报了混合所有制试点改革、事业单位改制以及员工持股方案等工作
2018 年 5 月	国防科工局等 8 部门联合批复首家生产经营类军工科研院所改制为企业

资料来源：国防科工局、中国电科主页、58 所主页等，安信证券研究中心

核心科研院所改革进展将带动市场预期，建议重点关注电科、航天系相关公司。我们认为可通过以下标准筛选科研院所改革标的，即上市公司收入利润占对应科研院所比重小；集团改革意愿较强或科研院所改革确定性较高的标的，建议关注电科、航天系上市公司。中国电科 18 年年度工作会议提出要做好三项重点任务，第一即抓好深化改革任务，要加快子集团实体化经营，稳妥推进军工科研院所改制，探索推进混合所有制改革，此外提出要打造及运作优质板块业务上市平台，要探索军工资产资本化证券化；且考虑到中国电科市场化程度较高、资产涉密程度相对较低、融资需求较大，从政策和操作层面来看，电科系公司进展或较快。详见我们此前发布的深度报告《院所改制发令枪响，电科航天弹性最大》。

表 20：科研院所与上市公司 2016 年财务数据比较（单位：亿元）

上市公司	对应院所	资产总额	倍数	净资产	倍数	营业收入	倍数	净利润	倍数
四创电子	38 所	147.28	4.02	56.78	4.91	123.2	4.04	6.27	4.84
国睿科技	14 所	241.45	9.87	112.80	6.68	174.5	13.87	12.33	5.40

杰赛科技	54 所	86.76	2.28	49.77	3.76	113.28	4.20	6.26	5.88
	50 所	18.93	0.50	13.41	1.01	16.7	0.62	1.48	1.39
中国卫星	航天五院	557.80	5.14	287.02	4.99	385	6.08	26.9	6.76
航天动力	航天六院	274.02	6.29	148.05	5.58	150	8.32	9.6	32.37
航天机电	航天八院	522.19	3.78	222.30	3.55	419.07	7.69	26.64	13.18
航天电子	航天时代电子					189.8	1.64	11.9	2.49
航天长峰	航天科工二院					339.9	29.99	21.1	36.54
航天科技	航天科工三院	468.52	8.18	263.74	7.10	43.61	0.80	29.02	28.27
航天电器	航天科工十院					120	5.32	9	3.45

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 并购重组政策转向，军工资产证券化进一步深化

我们认为，并购重组政策转为积极，当前股价低位有利于重组各方达成协议，军工行业并购重组主观客观条件已经具备，19 年有望重新活跃。2018 年 10 月至今，证监会密集出台并购重组鼓励政策，持续创造条件支持上市公司并购重组，以激活 A 股市场；此外，军工板块经历 3 年的下跌，军工企业股价处于低位，更有利于重组各方达成协议。军工行业并购重组 17 年基本停滞，18 年已经重启；随着政策面受到积极鼓励与公司面主观意愿增强，19 年相较于 18 年会得到进一步深化。我们认为，资产注入预期的提升有利于提升市场情绪和板块估值，比如美国 90 年代并购重组大潮以及 A 股 2012-2013 年军工板块的表现。

表 21：2018 年并购重组鼓励政策概览

并购重组鼓励政策	政策解读
新增分道制审核“豁免/快速通道”产业政策	航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶被列为新增产业。军工并购重组审核效率有望提速。
推出小额快速审核机制	适用于小额快速的发行股份购买资产的项目，证监会在受理后直接将提交并购重组委审议，意味着常规审核流程中的“预审-反馈-沟通”环节全部取消。并购重组审核效率有望提高。
试点定向可转债作为支付工具	定向可转债支付的优势：传统并购重组多是现金或者股份支付，股份支付容易稀释大股东持股比例，现金支付对上市公司现金压力大，而可转债有助于缓解这两方面的压力。
IPO 被否重组上市间隔由 3 年缩短为 6 个月	自从 2016 年修订《上市公司重组管理办法》后，借壳上市被严控，借壳上市的企业数量也锐减。我们认为，此次 IPO 被否企业借壳上市间隔期缩短，有助于降低 IPO 被否企业借力资本市场融资的制度成本和上市时间成本。IPO 被否企业借壳上市间隔期缩短，或激活“壳”价值。
放松发行股份购买资产募集配套资金用途管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务。	2016 年 6 月，证监会发文对发行股份购买资产募集配套资金进行限制，所募资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。2018 年 10 月，证监会放松管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务，以满足企业后续产能整合、优化资本结构等切实诉求。

资料来源：wind，安信证券研究中心

我们从 2016 年就一直强调，军工资产证券化不一定带来投资机会，主要是当时估值太贵，注入和收购资产后不一定带来估值体系的有效下降。而现在股价已有很大跌幅，对于重组后确实能够有效改善盈利、带来估值下降（尤其是 30 倍以下）的资本运作，可以带来二级市场投资机会。如果重组后估值仍然虚高（甚至 50 倍以上），则依旧不会带来投资机会。当然，重组时标的资产的增值率、锁定的股价高低、配套融资比率、标的资产的持续增长水平都极大影响注入后的估值水平，且都难以事先准确估算，所以往往事先只能初步测算。因此，发布方案前可采用量化分析的方法，对于业绩较差的央企集团下上市公司和业绩较差但在手现金充裕（或符合发股并购条件）的公司，可进行组合筛选配置，不建议赌单一个股重组。发布预案后则重点关注注入资产的质量以及注入后的估值。

2.4. 军民融合政策深化，军转民关注机制理顺，民参军在于估值修复

军民融合重点关注军转民和民参军。回顾 17 年 1 月中央军民融合发展委员会成立以来，习主席已先后召开四次军民融合会议，政策逐步深化，但仍主要为顶层设计层面，此前市场已有预期，对股票价格影响或不大。军民融合内涵非常广泛，18 年 3 月第三次军民融合会议强调“真抓实干坚定实施军民融合发展战略”，并提出“要实现关键性改革突破，加快国防科技工业体制、装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革，加快破除‘民参军’、‘军转民’壁垒”。

18年4月，全国网络安全和信息化工作会议提出“**网信军民融合是军民融合军民融合的重点领域和前沿领域，也是军民融合最具活力和潜力的领域**”。主要观点详见我们此前发布的系列深度报告《军民融合大风起，万亿资本竞春潮》、《政策推进，重点看好民参军》、《军民融合：“逐步构建军民一体化的国家战略体系和能力”》等。

表 22：军民融合重大事件时间节点

时间	重大事件
2015/3/12	习近平出席十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议时提出，把 军民融合发展上升为国家战略 。
2016/7/21	中共中央、国务院、中央军委印发了《 关于经济建设和国防建设融合发展的意见 》
2017/1/22	决定 设立中央军民融合发展委员会 ，由习近平任主任，李克强、刘云山、张高丽任副主任。
2017/6/20	军民融合委员会第一次全体会议召开，强调“ 加强集中统一领导，加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局 ”。
2017/9/22	军民融合委员会第二次全体会议召开，强调“ 向军民融合发展重点领域聚焦用力，以点带面推动整体水平提升 ”。
2017/12/4	国务院发布 关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见 （国办发〔2017〕91号文），提出进一步扩大对外开放，加强军民资源共享和系统创新，支撑重点领域建设，促进军民技术相互支撑、有效转化，推动军工服务国民经济发展，完善法规政策体系等。
2018/3/2	习近平主持召开十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议强调，“ 真抓实干坚定实施军民融合发展战略，开创新时代军民融合深度发展新局面 ”。
2018/4/20	全国网络安全和信息化工作会议召开，习近平出席并发表重要讲话，指出“ 核心技术是国之重器，加速推动信息领域核心技术突破 ”、“ 加强网信领域军民融合，网信军民融合是军民融合军民融合的重点领域和前沿领域，也是军民融合最具活力和潜力的领域 ”等
2018/10/15	习近平主持召开十九届中央军民融合发展委员会第二次会议强调，“ 强化责任担当狠抓贯彻落实，加快推动军民融合深度发展 ”，强调“ 要着力突破关键核心技术 ”、“ 要扩大国产技术和产品规模化应用 ”。

资料来源：安信证券研究中心

军转民标的要优选行业，并关注机制是否理顺。军工集团在维护国家网络安全信息等方面具有先天优势，经过多年国家政策、资金扶持，以科研院所为代表在推进国产自主可控替代积累了不少关键核心技术，关注国产技术和产品规模化应用。军转民主要集中在卫星及应用、北斗信息化、民用飞机、高技术船舶和海洋工程、网络安全等成长性好，市场空间较大的方向，但目前有核心技术、能与民企竞争、有业绩的军转民标的较少，且军转民标的应重在关注机制的理顺。

民参军核心是引导优势民营企业、优质社会资源进入军品科研生产等的各个领域，推动军工产业升级，而不是完全放开军工市场。鼓励和引导民间资本参与国防科技工业，1) 有助于“小核心、大协作”的国防科技工业体系建设；2) 有利于充分发挥民企在新兴领域的技术优势，民企在信息技术、智能装备、新材料等新兴领域经常扮演着领先潮流、甚至是填补国内空白的角色；3) 民间资本参与范围的不断扩大势必会对武器装备科研生产与采购的公平性和竞争性提出更高的要求，有望对军工体制改革如武器装备采购、定价、科研体系等形成倒逼的力量，同时将对军工企业的管理效率提升产生正面刺激。

民参军企业具有较大业绩弹性，但估值有待修复。民营企业能够依托灵活的机制、通过转型并购或引入核心技术团队等实现快速发展，并在某些网信细分领域具备核心技术优势。过去两年，由于市场风格和风险偏好等变化以及民营军工企业暴露出一系列经营问题，如**订单不及预期、毛利率虚高、三年业绩承诺期满后不能持续性增长、股权质押比例较高、管理层不和、商誉占比高等**，民参军标的股价调整幅度较大。目前民营企业的政策环境更为友好，习近平18年11月主持召开民营企业座谈会并发表重要讲话，此后地方政府、监管层等先后出手，积极协助解决上市公司流动性问题。展望2019年，我们认为：

表 23：部分民营企业质押比例及商誉占净资产比重较高

公司简称	总市值	PE-TTM	商誉占净资产比重	第一大股东尚未解押的累计质押数量占比	质押比例
公司 1	84.96	245.70	186.74%	98.37	21.26
公司 2	56.78	42.11	74.73%	100.00	29.47
公司 3	43.84	51.06	57.38%	93.95	38.60
公司 4	48.98	29.33	54.66%	84.22	26.96

公司 5	39.42	43.00	52.72%	66.20	63.81
公司 6	39.00	14.75	49.27%	75.97	38.49
公司 7	57.45	24.37	44.91%	100.00	42.74
公司 8	59.84	43.42	43.82%	0.00	22.58
公司 9	72.73	19.67	43.68%	96.27	35.44
公司 10	103.26	128.80	43.30%	28.04	13.43
公司 11	108.94	35.96	36.49%	78.92	39.04
公司 12	26.30	-2.44	35.65%	99.85	29.44
公司 13	65.21	13.80	31.19%	100.00	32.75
公司 14	57.68	19.59	17.71%	100.00	27.42
公司 15	23.35	-78.11	8.40%	97.94	50.66
公司 16	52.02	-14.78	0.01%	95.02	32.73
公司 17	52.93	22.52	0.07%	91.49	34.64
公司 18	88.97	23.96	28.77%	91.00	37.34
公司 19	88.70	12.69	0.00%	90.27	43.14
公司 20	60.96	62.75	34.88%	86.12	47.26
公司 21	25.82	72.29	0.00%	82.12	24.95
公司 22	74.92	182.57	2.77%	79.99	15.11
公司 23	32.18	23.66	17.62%	79.52	43.08
公司 24	126.73	12.29	16.55%	77.64	28.59
公司 25	43.25	23.13	33.51%	74.35	24.70
公司 26	31.24	32.85	17.99%	73.20	30.63
公司 27	61.13	43.49	9.58%	72.16	41.39

资料来源：安信证券研究中心；注1：质押比例=质押股份合计/A股合计*100%，中国证券登记结算公司官网披露的周频率数据；注2：大股东累计质押数占持股数比例，为截至指定公告日上市公司第一大股东尚未解押的累计质押股份数占持股数比例

- 1) **民参军企业存在较大的业绩弹性。**由于民参军企业多为配套企业，军改对于非核心军品负面影响较大，多数转型公司军品业务发展不及预期。随着军改负面影响的削弱，以配套为主的民营企业订单恢复速度较快，存在较大的业绩弹性。仍重点关注内生增长较为确定、估值业绩匹配的公司。
- 2) **技术型的民参军企业或将走出，抛弃纯粹渠道型公司。**军民融合一系列举措将营造公平竞争的环境，进一步推动军工体系的对外开放，分系统和配套产品的竞争性采购可能导致 19 年部分产品价格继续有所下降，引发市场对民参军企业毛利率下滑的担忧。官方数据显示截至 17 年底，军方通过装采网累计发布需求信息 9300 余条，涉及项目总金额约 600 余亿元，较计划预算平均降幅超过 20%。

因此我们也愈加强调优要选民参军标的，重点关注民营企业是否具有核心技术，或民企能做国企做不了，或民企来做性价比较高，从而保证公司能够获得持续稳定的军品订单，保证毛利率水平能够维持在合理水平。此外，研发费用加计扣除新政对以信息化为代表的高研发投入的军工企业形成实质利好。

表 24：研究开发费用加计扣除相关政策及变化趋势

颁布时间	政策名称	政策实施时间	政策内容	变化
2015.11	《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》	2016.01.01 起	计入当期损益的，按照实际发生额的 50%在税前加计扣除； 形成无形资产的，按照无形资产成本的 150%在税前摊销。	——
2017.05	《关于提高科技型中小企业研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	2017.01.01-2019.12.31	计入当期损益的，按照实际发生额的 75%在税前加计扣除； 形成无形资产的，按照无形资产成本的 175%在税前摊销。	费用化与资本化研究开发费用加计扣除比例均增长 25 个百分点。
2018.09	《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	2018.01.01-2020.12.31	计入当期损益的，按照实际发生额的 75%在税前加计扣除； 形成无形资产的，按照无形资产成本的 175%在税前摊销。	由科技型中小企业扩大至全部企业。

资料来源：安信证券研究中心

表 25: 军工行业研发费用税前加计扣除新政影响 (单位: 百万元)

公司	研发费用	营业收入	研发费用收入占比	净利润	费用化研发支出	资本化开发支出	加计扣除增加值	所得税税率	节省所得税	节省所得税占净利润比
高德红外	247.90	1,016.46	24.39%	58.44	184.00	63.90	48.28	15.00%	7.24	12.39%
海特高新	248.19	426.08	58.25%	18.49	23.24	224.95	13.84	15.00%	2.08	11.23%
华讯方舟	147.69	1,760.03	8.39%	126.09	147.69	0.00	36.92	25.00%	9.23	7.32%
振华科技	236.21	8,017.83	2.95%	207.67	236.21	0.00	59.05	25.00%	14.76	7.11%
七一二	355.62	1,485.21	23.94%	194.23	355.62	0.00	88.91	15.00%	13.34	6.87%
烽火电子	152.86	1,216.72	12.56%	88.91	152.86	0.00	38.21	15.00%	5.73	6.45%
中直股份	408.96	12,048.11	3.39%	455.38	408.96	0.00	102.24	25.00%	25.56	5.61%
航天发展	279.08	2,349.93	11.88%	308.89	263.41	15.66	66.41	25.00%	16.60	5.38%
久之洋	59.91	311.15	19.25%	44.54	59.91	0.00	14.98	15.00%	2.25	5.04%
海格通信	646.19	3,352.07	19.28%	341.08	632.85	13.34	158.69	10.00%	15.87	4.65%
振芯科技	65.71	441.19	14.89%	41.96	49.22	16.49	12.89	15.00%	1.93	4.61%

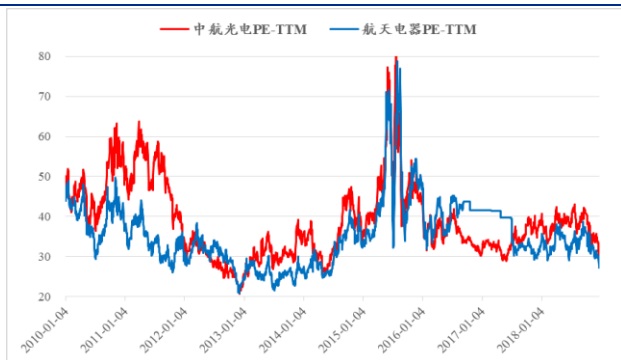
资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 资本化开发支出按 7 年摊销

3. 投资主线: 军工板块估值基本稳定, 自下而上优选标的

3.1. 预计 19 年军工板块估值可能保持基本稳定, 行业正逐步走向估值回归

目前中证军工成份对应 18 年的动态估值为 41 倍, 处于历史估值区间的中下部位置, 我们可以中航光电、中直股份等典型标的代表板块估值, 如下图所示。军工板块估值分化较为严重, 主机厂、国企零部件及民参军企业呈现出不同的估值中枢。展望 2019 年, 我们认为:

图 24: 中航光电和航天电器 PE-TTM



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 25: 中直股份 PE-TTM



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

- 1) 军工行业的基本面仍较为稳健。在市场预期宏观经济下行压力的背景下, 尤其随着 18 年年年报及 19 年一季报军工行业利润表的兑现, 增速或较为突出, EPS 提升后估值有所消化, 且其稳健增长的属性将进一步确认。
- 2) 军工体制改革不断推进叠加事件催化。19 年军工板块可关注的事件较多, 建议接下来重点关注: ①美国针对关键技术和相关产品的出口管制框架方案即将出台; ②军品定价机制改革落地在即; ③习近平 19 年 1 月 2 日在《告台湾同胞书》发表 40 周年纪念会上讲话提到“祖国必须统一, 也必然统一”, 蔡英文表示台湾“始终未接受九二共识, 也绝不会接受一国两制”; ④科研院所改革持续推进, 关注首批试点的落地及之后试点的推进; ⑤资产证券化进一步深化; ⑥部分军工企业上市科创板或对板块有带动作用, 上海市委书记李强在调研中指出: “要瞄准集成电路、人工智能、生物医药、航空航天、新能源汽车等关键重点领域, 让那些具有新技术、新模式、新业态的企业真正脱颖而出”。
- 3) 关注政策变化对军工行业价格体系的冲击。军品定价机制改革、五清专项、军委审

计署审计等改革或对现有价格体系或造成一定影响，对成本虚高、转嫁价格压力能力弱的公司有较大压力，对软件、著作权等过去没有充分计价的产品以及有动力降低成本和费用的公司较为有利，对贴近市场化定价、竞争充分的零部件产品影响反而较小。预计军品定价改革后，主机产品价格变化可能主要通过严格审价来实现，零部件产品价格比较市场化，其价格变化还是通过竞争来实现。

表 26：政策变化对军工定价体系的影响

时间	政策	影响
18-12-6	全军装备系统专项整肃治理任务部署会议召开，拟用 7 个月在全军装备系统开展“清计划、清合同、清资质、清经费、清价格”任务（五清专项），主要是“查找纠治装备系统矛盾问题，研究制定对策措施，健全完善制度机制”	此举将起到深化反腐、完善机制、提高科研生产效率的效果，预计部分已纳入采购计划、签订采购合同的装备或将受到清理，但整体上不会拖慢既定的阶段性强军目标。
18-12-27	国防科工局和装发部联合印发 2018 年版武器装备科研生产许可目录，在 2015 年版目录基础上减少 62%，大幅度缩减了武器装备科研生产许可的管理范围。	此次调整对零部件类企业影响较大，短期而相对次要（可通过其它措施一定程度消化）影响增值税，长期且主要在于引入竞争，促进市场化，才能从根本上降低采购成本，影响长远而深刻。

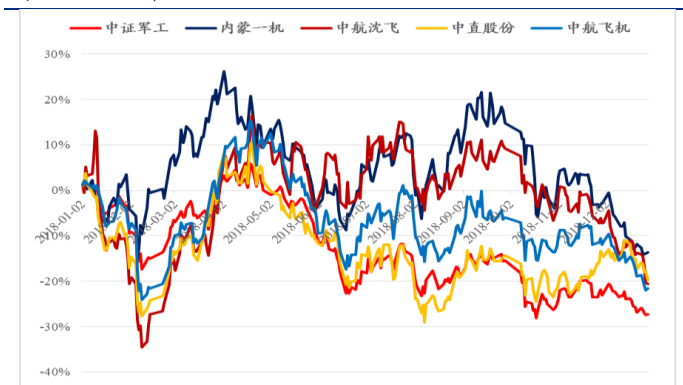
资料来源：安信证券研究中心

综合考虑军工行业基本面稳健增长、军工体制改革推进叠加事件催化以及军工行业价格体系的潜在变化等因素，我们预计 19 年高估值标的有进一步估值下降的可能，低估值且基本面稳健的标的估值可能稳健甚至进一步提升，总体上看军工板块估值水平或基本稳定，逐步估值回归。

3.2. 重点关注较为的稳健的国企零部件及主机厂

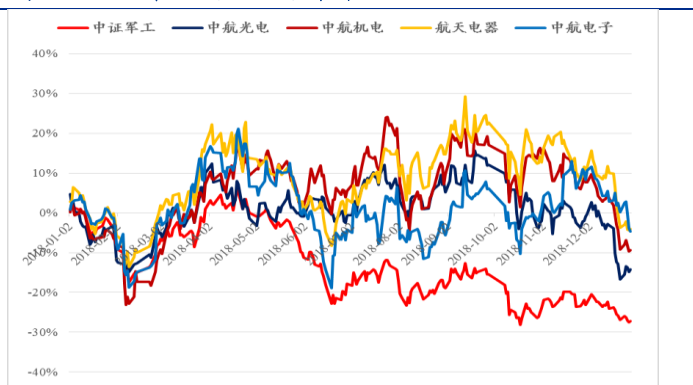
2018 年航天电器、中航电子、中航机电、内蒙一机、中航光电等标的一度大幅跑赢中证军工指数并取得正收益，符合我们年度策略报告《发轫之始》提出的投资主线，即重点方向是航空装备产业链以及订单变化、业绩改善明显的公司。展望 19 年，预计军工板块更多是自下而上的投资机会，收益主要来自于 EPS 提升而非估值提升，我们建议优选确定性高或业绩估值匹配的的国企零部件及平稳增长的主机厂，并组合配置被错杀的民参军弹性标的。

图 26：18 年主机厂表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：18 年主要国企零部件表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

- 对于主机厂，19 年增长较为平稳，18、19 年增速总体相差不大，且 1225 的均衡生产导致 18 年的季度数据同比较为失真，预计 19 年季度数据更能反映真实情况。过去以主机厂为代表的上市公司利润率偏低，长期受市场诟病，真实原因并不在于军品定价低，而在于这些企业并无降低成本费用、释放业绩的动力，中航沈飞 18 年 5 月股权激励预示着政策障碍已经消除。军品定价机制改革 19 年或落地，原则上不必然带来军品采购价格的提升，但或带动市场情绪。我们认为，经过 18 年的上涨市场对主机厂的预期已较为充分，19 年更多是行业上涨而上涨，类似 18 年跑赢行业的可能性较低。重点关注中直股份、*ST 船舶、中航沈飞等。

表 27: 典型军工主机厂当前的估值水平

公司简称	当前股价 元/股	总市值 /亿元	净利润		EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中直股份	37.36	220.23	5.22	6.27	0.88	1.06	44.53	37.22
*ST 船舶	13.13	180.95	4.36	5.19	0.32	0.38	41.50	34.86
中航沈飞	27.71	388.05	7.87	9.27	0.56	0.66	49.28	41.88
内蒙一机	10.40	175.72	6.30	7.44	0.37	0.44	27.89	23.61

资料来源: wind, 安信证券研究中心, 截止 12 月 31 日

- 2) 对于国企零部件公司, 估值较低, 估值切换或可以确保获得小幅确定性正收益。对于风险偏好下降的市场环境, 确定性机会值得享受一定溢价。所以稳健增长、估值较低的部分国有企业零部件类公司依然是重点方向之一。统计过去 10 年, A 股上市公司中能够保持连续 10 年收入增速在 10% 以上、且净利润增速维持正增长的企业共 24 家, 军工公司中航天电器位列其中, 还包括海康威视、大华股份、机器人、爱尔眼科、恒瑞医药等, 此外中航光电仅 17 年收入增速因军改等行业影响没有满足 10% 的收入增长要求。

表 28: 典型标的过去十年的主要财务数据

	PE-TTM	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入增速/%											
海康威视	23.3	47.10	20.61	71.57	45.10	37.89	48.96	60.37	46.64	26.32	31.22
航天电器	26.2	43.89	20.01	15.93	26.96	27.20	25.29	17.03	16.77	20.44	15.77
中航光电	29.8	29.48	12.06	26.08	22.69	18.06	18.08	34.19	35.34	23.91	8.66
立讯精密	25.5	79.52	-7.23	72.83	152.89	23.15	45.90	58.90	38.97	35.73	65.86
净利润增速/%											
海康威视	23.3	50.57	28.56	49.07	40.81	44.28	43.51	52.13	25.80	26.46	26.77
航天电器	26.2	11.52	5.17	13.92	15.97	12.73	14.37	15.80	14.70	11.90	19.28
中航光电	29.8	12.78	6.13	34.00	24.44	2.39	20.54	38.93	67.36	29.10	12.48
立讯精密	25.5	83.25	25.91	56.20	122.13	2.30	29.15	85.43	71.18	7.23	46.18
ROE/%											
海康威视	23.3	72.49%	57.20%	29.46%	23.78%	27.60%	30.86%	35.77%	34.35%	33.90%	34.16%
航天电器	26.2	7.45%	7.20%	7.68%	8.33%	8.74%	9.23%	9.88%	10.45%	10.61%	11.50%
中航光电	29.8	11.40%	10.35%	12.34%	13.52%	12.35%	10.56%	10.98%	15.92%	17.33%	16.44%
立讯精密	25.5	25.29%	23.23%	11.08%	13.16%	11.09%	11.96%	15.55%	19.89%	12.84%	12.98%

资料来源: wind, 安信证券研究中心, 截止 12 月 31 日

对核心系统与零部件, 19 年更多是自下而上的投资机会, 挑选估值能够匹配业绩增长, 即增速 20-30%, 对应 19 年估值 20-30 倍的公司。重点关注: 中航机电、中航光电、航天发展、航天电器等。

表 29: 典型军工零部件标的当前的估值水平

公司简称	当前股价 元/股	总市值 /亿元	净利润		增速		EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
航天发展	7.56	118.33	5.25	6.57	40.7%	25.2%	0.34	0.42	22.5	18.0
航天电器	21.43	91.93	3.75	4.79	20.3%	27.8%	0.87	1.12	24.5	19.2
中航机电	6.51	234.92	9.08	11.35	56.8%	25.0%	0.25	0.31	25.9	20.7
中航光电	33.68	266.39	9.36	11.68	13.4%	24.8%	1.18	1.48	28.5	22.8

资料来源: wind, 安信证券研究中心, 截止 12 月 31 日, 注: 航天发展为考虑收购锐安科技等三家标的, 但并未考虑募集配套资金

3.3. 民参军标的处于业绩、估值拐点, 是 19 年军工行业投资弹性所在

民参军企业将受益于政策深化, 或处于业绩和估值拐点。经过近 2 年时间的调整, 部分军民融合标的动态估值已达到 20 倍以下, 估值具备向上空间。过去两年因军改等影响, 部分民企军品发展不及预期, 18 年以来高德红外、亚光科技等为代表的部分公司订单和回款已大幅

改善，考虑到 19-20 年行业增长较为确定，我们预计民参军企业尤其是信息化公司或面临一定的业绩弹性。目前民营企业面临较为友好的政策环境，股权质押、融资难、不公平待遇等问题或将有所缓解，估值压制因素有所松动但仍有待修复。

被错杀的优质技术型民参军标的 19 年投资机会较大。目前民参军公司 70 多家，质地良莠不齐，我们认为可以选取排除法，剔除其中商誉占净资产比重较高、股权质押比例过高、军品业务占比较小、高比例股权解禁、业绩增长消化不了估值的公司，且 19 年竞争性采购可能促进部分产品价格继续有所下调，应精挑细选少量被错杀的技术型而非渠道型公司。**对于订单陆续释放、业绩稳步增长、估值较低（大部分民参军公司如此）、且没有股权质押、商誉占比高等前述问题的标的，如瑞特股份等，19 年投资机会较大，是军工行业的投资弹性所在，可进行组合配置。**

综上所述，我们认为 2019 年可按照如下思路选择标的：

- 1) 首选价值类标的，订单驱动 EPS 增长，并将享有稳健增长的确定性估值溢价提升，建议关注中航光电、中航机电、航天电器、中航科工；
- 2) 关注主机厂，预计 19 年行业增速或与 18 年持平，更多是跟随行业上涨而上涨，建议关注中直股份、*ST 船舶、中航沈飞；
- 3) 优选信息化标的，业绩具备弹性，建议关注航天发展；
- 4) 组合配置跌幅较大、基本面较优的技术型公司。

4. 重点标的：

4.1. 中航光电：军工防务及高端制造领域连接龙头，增长稳健

我国高端连接器的领军企业，将受益于行业集中度提升及国际化拓展。目前全球连接器市场集中度不断提升，行业巨头增长势头不减，并购整合趋势强劲，前十大企业市场份额从上世纪 80 年代 38% 提升至今 60%。我国已经是全球增速最快、市场规模最大的连接器市场，但前十大企业市场份额不足 20%，具有较大提升空间，未来或将诞生类似安费诺、泰科等巨头型公司。公司专注于中高端连接器，已是国内规模最大的军工防务及高端制造领域互连技术解决方案提供商，下游涉及军工、新能源汽车、通信、轨交等领域，已占据先发优势，并逐步与国际接轨，有望成为世界级的互联技术解决方案提供商。

虽是军工体制内企业，但具备很强的市场化基因。经过近半个世纪的积淀，公司已建立了市场化的薪酬制度、完善的激励体系等，并形成了以客户为中心、问题为导向的快速响应机制，市场化基因构筑了公司的强大竞争力。公司通过不断聚焦主业、提质增效，确立了“集团化、多元化、国际化”的发展路径，以洛阳本部为核心，先后收购或成立沈阳兴华、富士达、翔通光电、中航海信、泰兴航空等，不断吸纳技术，完善产品体系如液冷产品、特种光模块产品等，并从连接器向线缆组件、系统产品延伸，价值量不断提升，将进一步打开市场空间。

内生增长确定性高，18 年将是开启新一轮增长的拐点。公司上市后最主要的问题是产能问题，07 年 IPO 以来公司每隔 3 年就会进行一批新产品产业化项目。公司 18 年已发行可转债募集资金 13 亿元，主要用于新技术产业基地（预计 19 年建成投产）、光电技术产业基地二期项目等，预计将分别为公司新增收入 13.75、10.03 亿元，将满足新一轮增长的产能需求。

- 1) **公司以军为基，军品收入占比 55-60%，利润占比更高，仍是目前最重要的业绩增长点。**
 公司军品涉及航空、航天、船舶、电子、通信指挥、兵器等几乎所有军工领域，在我国武器装备更新换代需求加速释放的背景下，信息化程度提高将带动连接器系统需求增长，军改负面影响削弱叠加十三五后期武器装备发展迅速，公司军品将重回快车道，订单呈现逐季好转态势，预计 18 年增速将达到 17% 左右，明后两年增长更为确定，或在 20-30% 之间。随着公司液冷等新产品的产业化并不断拓展配套领域，综合设备柜等集成化产品逐步推广，集中度及产品价值量将进一步提升，为公司长远发展打开了更大的成长空间。此外参考航天电器连接器业务的毛利率水平，基本维持在 40% 左右。
- 2) **通信领域海外客户收入迅速增长，关注 5G 进展。** 公司的主要客户包括不仅包括华为、中兴，并且通过积极拓展海外市场，打开了美国数据中心市场并进入国际通信巨头供应链三星、诺基亚、爱立信等。目前 5G 建设蓄势待发，5G 基站覆盖密度有望至少达到 4G 的 1.5 倍，将带动公司通信业务开启新一轮增长。
- 3) **国内新能源车连接器龙头，并向合资车企、外资车企拓展。** 公司是我国最大的新能源汽车连接器供应商，也是国内最早介入新能源汽车产业的连接器企业，公司不仅在连接器而且在线缆组件、集成化产品上具有优势。目前公司已与比亚迪、北汽、东风、宇通、中通等自主品牌车企长期深度合作，将受益于国内补贴退坡下新能源汽车销量回归理性的确定性增长。此外公司逐步拓展合资、外资车企，在德国设立分公司，与特斯拉建立合作关系，一旦成功切入或将形成示范效应，有望进入世界主流新能源车企。

投资建议：中航光电是军工板块中稳健增长、低估值的稀缺标的，上市以来收入和净利润复合增速分别为 26.34%、23.83%。预计随着军改影响削弱、新能源汽车回归理性增长、5G 建设蓄势待发及产能释放，公司或将重回快速增长通道，考虑到公司未来确定性增长是大概率事件，应享有一定确定性增长的估值溢价。与安费诺等国际连接器公司比较，中航光电体量规模仍较小，但增长势头强劲。我们预计 2018-2019 年净利润分别为 9.36、11.68 亿元，EPS 分别为 1.18、1.48 元，对应当前股价的 PE 分别为 29、23 倍，维持“买入-A”评级。

风险因素：军品免税政策影响；军品业务继续受军改影响；新能源汽车和 5G 等民品业务拓展不及预期。

4.2. 航天发展：内生外延并重、被低估的纯正国防信息化标的

集团新产业新技术发展平台，也是被低估的纯正国防信息化标的

公司是央企控股的混合所有制典型标的，也是集团新产业新技术的发展平台和资产证券化的运作平台。公司资产重组后考虑配套融资，集团、关联方及一致行动人持股比例仅为 28.48%，比例较低，后续或承接集团相关资产。

公司军品占比 75%以上，是航天科工集团旗下军工业占比最高的公司，以电子信息为核心，内生与外延并重，加快在新产业、新领域的布局的同时，积极开展低效资产处置及非核心业务剥离工作。目前已形成电磁科技工程与指控通信两大存量业务，并拟通过收购锐安等三家标的及设立微系统研究院着力打造信息安全、微系统两大增量业务。

内生：电磁科技高速发展，通信指控静待恢复

公司是电磁科技工程的稀缺标的，南京长峰、欧地安与航天仿真业务高度协同，将充分受益于国防信息化建设进程。其中南京长峰是电子蓝军绝对龙头，并通过收购江苏大洋成为高速水上目标系统总体单位，18H1 实现收入（4.98 亿元，+93%），净利润（1.56 亿元，+117%），增长主要源自各院所内场射频仿真试验系统集成化程度提高、不断更新换代以及实战化训练带来的外场靶船消耗等；航天仿真联合作战模拟推演系统等业务稳步增长，18-20 年业绩承诺 3697、4542、5444 万元；欧地安聚焦军品，实现军品产业链向上游供应商延伸，具备一体化方案解决能力，18 H1 收入和盈利能力已触底回升。此外，重庆金美指控通信业务过去两年因军改影响较大，预计将逐步恢复稳定增长，存在一定业绩弹性。

外延：着力打造网络安全国家队及微系统研究院

公司拟以 10.69 元/股发行 1.36 亿股作价 14.60 亿元购买锐安科技 43.34%股权、壹进制 100%股权、航天开元 100%股权，并募集配套资金 8 亿元，目前已通过证监会并购重组委无条件通过。公司以锐安科技云计算和安全大数据平台的主体架构为基础，融合壹进制和航天开元在数据安全、应用安全层面的技术优势，依托航天科工和公安部三所打造网络信息安全国家队，根据 3 家标的业绩承诺，18-20 年公司信息安全业务将新增净利润分别为 1.20、1.44、1.68 亿元。此外，公安部三所持有锐安科技 54%的股权，公司也将推动尽快取得锐安科技的控制权。

美国出口管制凸显自主可控重要性。公司联合集团相关单位共同设立微系统研究院，注册资本 10 亿元，已完成工商登记，将成为集团微系统领域的支撑单位，围绕航天科工市场，着力推进雷达和弹载系统的微小型化、芯片化及综合化，实现核心部件的自主可控，目前江苏博普收购仍在推进中，或通过收并购能快速形成核心竞争力。

投资建议：公司内生与外延并重，是被低估的纯正国防信息化标的，也是集团新技术新产业的发展平台。公司以电子信息为核心，其中电磁科技业务较为稀缺，高速发展；并通过收购锐安科技等 3 家标的，依托航天科工集团和公安部三所打造网络信息安全国家队，贡献业绩增量；成立微系统研究院，实现核心部件自主可控，发展可期。

公司目前市值 118 亿元，考虑配套融资 8 个亿，则相应市值 126 亿元，预计 18、19 年公司备考净利润分别为 5.25、6.57 亿元，EPS 分别为 0.32、0.40 元，对应 PE 分别为 24、19 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：业务发展低于预期；收并购等资产整合进程不及预期

4.3. 中直股份：直升机龙头蓄势腾飞，军民共进前景广阔

我国军用直升机未来3年需求缺口预计500架，将新增700多亿元的市场空间。作为中国航空工业集团直升机板块唯一的上市平台，中直股份将充分受益我国军用直升机的发展。

陆航部队扩编+海军舰艇配属，将催生我国军用直升机巨大需求。

1) 陆军：陆航部队是我军建设“立体攻防”的重要兵种。我军陆航部队在2015年底启动的军改中得到大幅扩编，目前我军13个陆航旅+2个空突旅已全部改革完成。未来我国陆军将配置发展15个陆航旅（13个集团军+西藏/新疆2大军区）和5个空突旅（5大战区），单个陆航旅、空突旅所需直升机数量分别为100架、72架，则未来我国陆军一共需要约1860架军用直升机。

未来3年，仅考虑新增的3个陆航旅每个旅配置70架直升机（考虑组建过程中，不达满编状态），现有的13个陆航旅和2个空突旅每个旅更新换代20架直升机计算，到2020年我国仅陆军用直升机需求缺口预计达到500架。

2) 海军：海军陆战队扩编叠加075直升机航母列装，提升直升机需求量。我国海军陆战队经军改大幅扩编至7个旅、人数超过2万，预计带来180架直升机的需求量。此外，我国海军正在建造直升机航母—075型两栖攻击舰，预计首舰于2020年交付，单舰达到42架直升机的需求量。我们预计，未来3年我国将交付055大驱等16艘大型水面舰艇，海军舰艇配属直升机需求量约76架，叠加海军陆战队直升机需求量20~30架，则我国海军直升机需求增量约100架。

总体上，扣除我国每年从俄罗斯进口的30~50架直升机，我们预计，未来3年我国军用直升机需求缺口至少达到500架。

新型10吨级通用型直升机有望于2019年上半年定型，未来将是重要业绩增长点。

10吨级通用直升机有望比照“黑鹰”拥有强大拓展能力。我们预计，10吨级通用直升机有望2019年上半年定型，将成为我军直升机的主力机型，未来总量有望达到600架以上，成为公司未来主要业绩增长点。

民用直升机潜力巨大，但受低空管制限制且不会突然开放。通航产业空间广阔只待低空开，国家应急管理部成立将提升救援直升机需求量。我们预计未来3年民用直升机市场空间或达300亿元。我们预计低空管制政策或稳步放开，逐步扩大试点；且放开后也需考虑到中外直升机品牌性能、价格等方面的竞争，国产直升机或占据一部分市场份额，不宜预期过高。中直股份拥有丰富的民用直升机产品谱系，在国产直升机行业中占据绝对统治地位。中直股份计划到2020年，新增民机市场占有率15%以上，进入全球直升机行业前四名。

投资建议：陆航部队及海军陆战队扩编，叠加075直升机航母列装，将显著提升我国军用直升机需求；此外，我国新一代10吨级通用直升机或于18年上半年生产定型。我们认为2018年将为公司业绩拐点，预计2018-2020年净利润分别至5.22亿、6.27亿、7.50亿元，EPS分别为0.88、1.06、1.27元，对应当前股价的PE分别为42、35、30倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：关键零部件短缺影响交付进度和采购规模；10吨级通用型直升机定型或不达市场预期；陆航旅建设速度不达预期。

4.4. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期

行业层面：民船处于长周期底部，目前正缓慢回升。

1) **造船市场：2016 年是民船海工双重周期底部，目前逐步复苏趋势确立；全球造船产业重心向中国转移趋势未变，2018 年 1-9 月国内新接造船订单同比大幅增长 33.2%，延续 2017 年以来回升势头。**据中国船舶工业协会数据，2017 年国内新接造船订单同比增长 164.4%，2018 年 1-9 月仍实现同比增长 33.2%，呈逐步回暖趋势。此外，从造船业发展规律来看，技术和劳动力成本是决定世界造船业格局的两大基本因素。因此，全球造船产业重心向中国转移趋势未变，我国已完成低技术含量常规船的建造的转移，2017 年我国三大造船指标均超越日韩，成为全球最大造船国。中国船舶作为国内民船龙头企业，将受益于民船逐步回暖。

2) **国内民船供给侧改革持续推进：落后造船产能加速出清、高技术高附加值船舶比重提升，央企民船龙头将充分受益。**造船产能方面：从全球范围来看，落后造船产能正在加速出清：据 Clarksons，截止到 2018 年 8 月全球规模以上活跃船厂数量 357 家，比 2009 年高峰期减少 579 家，减少幅度达到 62%。国内范围来看，我国过剩造船产能进一步压减，中船集团和中船重工集团通过推动老厂区搬迁、优化存量产能、兼并重组等方式继续压减过剩产能。高技术高附加值船舶方面：目前，高技术高附加值船舶制造向中国转移的趋势正在形成，我国船企造船产品结构持续高端优化，如外高桥造船批量承接矿砂船（VLOC）订单，同时在 20 万吨以上超大型油轮（VLCC）、豪华邮轮等高端船型市场以及沥青船和化学品船等特种船舶也不断取得新的研发进展。

3) **2019 年船钢板价或呈下降趋势，且伴随新造船价格逐步抬升，造船企业盈利水平有望提升。**根据中船工业集团数据，18 万吨散货船于 2018.06、2018.11 船价分别为 31008 万元、36000 万元，新造船价格逐步抬升；当前国内 20mm 船板（上海地区）报价 4650 元/吨，与上月同期相比下降 210 元/吨，跌幅达 4.32%。18 万吨散货船用钢量约 2.7 万吨，该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2018.11 的 34.88%。我们认为，船钢板价或于 2019 年继续呈下跌态势，造船企业盈利水平有望得到逐步提升。

公司层面：主业经营向好，资产减值损失计提充分并置出亏损企业，轻装上阵利于业绩改善。

1) **外高桥造船是国内第一民船龙头，经营接单稳中有升。**子公司外高桥造船营收利润体量较大，是上市公司经营业绩的最大影响因素（2017 年亏损 25.1 亿元）。据 Clarksons 数据，2018 年外高桥造船新承接订单 34 艘，合同总价约 183 亿元；截止当前，公司手持造船订单 46 艘/896.18 万 DWT。从新接和在造船层面，外高桥造船经营接单稳中有升，品牌影响力持续提升。

2) **资产减值损失已计提充分，承接订单再出现大额资产减值损失的风险较小。**2018Q3 公司资产减值损失为 0.26 亿元，环比减少 90.58%。我们认为，公司过去 2 年对船舶、海工产品的资产减值损失进行了充分计提（共计提 63.5 亿元），叠加新船价格自 2016 年底部以来逐步上升、人民币持续贬值、船钢板价格稳定等因素，在产船舶产品继续计提大额减值损失的可能性较低。此外，公司已陆续置出江南长兴重工、中船圣汇等亏损企业，并转让邮轮科技亏损资产，轻装上阵有助于业绩改善。

3) **置出长兴重工和中船圣汇两大亏损资产，并转让中船邮轮科技股权，轻装上阵助力业绩改善。**公司已置出长兴重工和中船圣汇两大亏损点，并转让中船邮轮科技部分股权，轻装上阵可以助力公司改善经营业绩。

重申观点：ST 仅代表过去，民船龙头或将扭亏为盈。我们认为，民船处在长周期底部，现呈逐步回暖趋势。公司作为我国民船龙头企业，将受益于民船逐步回暖及造船业供给侧改革。公司当前 PB=1.11，向下有安全边际；新造船价格抬升与船钢板价格下跌有望提升公司盈利水平。我们预计 2018、2019 年公司将扭亏为盈，实现净利润 4.36、5.19 亿元，对应当前股价的 PE 为 42、35 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：1) 造船市场继续低迷；2) 船钢板等原材料价格高企；3) 中美贸易存在不确定性走势；4) 汇率波动；5) 国际原油价格波动。

4.5. 中航机电：机电系统龙头增长稳健、平台地位唯一运作有序

公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，是我国军用和民用航空机电系统领域国家队，在我国航空机电产业中具有绝对龙头地位。公司的发展历经三次重大资产重组，相继装入了机电系统资产，也是我国机电系统从“小、散、弱”到“大机电”转变的发展历程。目前控股 12 家、托管 8 家机电系统公司等核心机电系统资产，形成了以军用航空业务为核心，兼顾民用领域协同发展，涵盖机电系统全产业链的格局。

公司作为我国机电系统的绝对龙头，航空主业突出，航空产品贡献 70%以上毛利，内生增长稳健，将核心受益我国军民两大机电产业的发展：

1) 军用飞机机电系统仍将是公司未来两到三年内生增长的核心驱动因素，主要受益两个核心逻辑：一方面，未来几年我国军机新型号换装列装处于加速态势，保持较高景气度，我们预计军机机电系统市场规模达 700 亿，年复合增速有望维持在 20%以上；空军建设路线图，到 2020 年我国空军要构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的装备体系。根据目前我国空军军机的装备数量和结构看，我们预计我国军机新型号未来十年的换装列装规模达 4000 亿元，对应机电系统市场规模达 700 亿，年复合增速有望维持在 20%以上。公司在国内军机机电系统占有绝对龙头地位，是中航工业旗下唯一的机电系统平台，产品已涵盖各机电子系统，基本垄断国内军机市场。另一方面，机电系统综合化、多电化技术趋势决定了新机型中机电系统的单架价值量占比有提升，公司产品毛利率有望稳中有升。

2) 以 C919 为代表的国产民机上量及机电系统国产化趋势将是拉动我国民机机电系统快速增长的主要力量。长期看，我国民用飞机机电系统总规模达 3000 亿美元；中期看，至 2020 年机电系统在国产民用飞机中市场规模可达 200 亿元；这其中，民机机电系统的国产化率也有望进一步提升。公司依托军用飞机的核心技术优势正大力拓展民用航空机电产品，已实现从国内机型配套向全球民机市场配套发展，民机产品配套从初级向中高级产品发展，从单个产品向系统级产品的发展。机电系统产品在 C919 项目中有 5 个系统先后与国外知名企业开展合作。根据最新新闻，第三架 C919 已成功试飞，按照计划商飞公司计划在 19 年再投入 3 架，共投入 6 架试飞机进行试验试飞。综合看，公司民机机电系统业务有望伴随我国以 C919 国产大飞机为代表的民机产业，未来体量上升一个大的台阶。

公司是唯一的航空机电全科目平台，体外优质资产注入仍有望有序推进。公司自 2013 年已陆续收购了托管公司中的 4 家，目前仍托管包括两个优质研究所：南京机电液压中心（609 所）（2018 年 6 月新增）、航空救生研究所（610 所）等在内的 8 家公司。我们认为：在飞机综合化、多电化的发展趋势下，机电系统只能通过整合来建立航空系统供应高级的能力，中航机电作为唯一平台，资产注入仍有望继续，核心优质资产注入将带动中航机电在系统级供应能力上再上升一级，协同效应有望进一步凸显。中航工业整合组建机载公司有利于更好地承担国家机载重大专项，是顺应全球航空机载产业机、电一体化发展趋势的需要。根据证券时报报道，公司有望直接受益资金投入在 160 亿元左右机载专项落地。

投资建议：中航机电作为我国机载机电系统绝对龙头，航空主业突出，内生增长稳健，将核心受益我国军机新型号换装列装加速以及新机型机电系统价值量占比逐渐提升两个主要增长逻辑，同时民机机电系统在以国产大飞机等为代表的民机中市场占有率逐渐提升，国产替代空间巨大。公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，平台地位唯一，前期资本运作有序开展，后续托管优质资产有望持续注入，大机电产业协同效应逐渐凸显，公司盈利能力持续改善。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9.08、11.35、13.64 亿，对应 EPS 分别为 0.25、0.31、0.38 元，对应 PE 分别为 26、21、17 倍。

风险提示：武器装备列装换装不达预期；民用航空机电产品订单及国产替代不达预期；院所改制及资产注入进度不及预期。

4.6. 航天电器：航天连接器单项冠军，智能制造有望再上新台阶

公司是我国军用连接器细分龙头，尤其在航天连接器领域处于单项冠军地位：

长期看，军费增速结束下降趋势触底回升，重回 8% 以上；军改对军工行业负面影响逐步削弱，叠加“十三五”后期武器装备列装加速以及武器装备信息化、智能化程度提高等多重行业利好，军用连接器需求有望快速增长。2020 年，我国军用连接器市场规模有望达 125 亿，年均增长率维持较高增长态势。

中期看，2018 年我国航天发射任务全年达 39 次，创历史之最。2018 年 8 月 31 日，航天科技集团七次会公布未来三年火箭发射次数从 110 次调增到 130 次以上，航天器出厂数量从 150 颗调增到 170 颗。伴随航天任务上调及商业航天快速发展，航天领域发展有加速趋势，公司有望核心受益这一进程。另外，军改后武器装备列装加速及实战化训练时间延长、难度加大、强度加强背景下导弹需求持续增长，公司是弹载领域老牌连接器厂，有望受益这一进程。

微特电机依托航天技术，有望打开民用高端市场。国内已是全球微特电机第一大生产国，在工业现代化、装备现代化的推动下，预计 2020 年中国微特电机的产量接近 170 亿台，5 年年复合增长率在 6.5% 左右。公司微特电机业务主要在旗下贵州林泉，贵州林泉 17 年实现营收（6.12 亿，同比增长 16.7%），净利润（3847 万，同比增长 26.6%）；贵州林泉军品占比高达 94%，主要为十大军工集团配套，覆盖航天几乎所有型号，在产品性能、可靠性等方面具有高端技术优势。随着航天发射任务饱满、武器装备列装提速以及实战化训练加强下弹载消耗增多，增速有望提升。公司通过贵州林泉吸收合并苏州林泉，进一步优化了公司的电机业务产业布局，依托航天产品的高端技术优势，民品电机业务市占率有望逐年提高。

继电器以军用为主，有望实现量价齐升。继电器行业未来有望保持 7% 的行业增速，公司的继电器产品立足高端，以航天军用业务为主，为各军工集团配套。从公司销售数据看，公司 17 年继电器出货量增速 7.85%，收入增速 19.8%，主要因为公司继电器高端产品占比提升，单价上升幅度较大，整体毛利率有所提升。我们认为，公司业务聚焦航天军用高端领域，随着航天级继电器需求增多、武器装备信息化水平提高，对继电器产品需求量将有所提升，且军工对继电器产品的功能性能要求更高，价格有望继续提升，毛利率有望继续提高，有望实现量价齐升。

光模块以工业级为主，具有差异化优势，军品线建成后有望快速增长。江苏奥雷主要研制对环境、可靠性要求高的工业级光模块，产品有差异化的竞争优势。并入航天电器后，江苏奥雷和总公司在军品有合作，随着公司军品线的建成，有望受益军工信息化水平提高对光器件的大量需求。目前江苏奥雷的体量规模仍较小，17 年贡献营收（1.02 亿，同比增长 64.75%），我们预计 2018-2020 年，复合增长率可达 40%。

智能制造提升运营效率，样板工程有望大面积推广。公司“精密电子元器件智能制造试点示范”项目成功入围工信部《2018 年智能制造试点示范项目》，项目建成后，预计企业生产效率可提高 20%，运营成本降低 20%，产品研制周期缩短 30%，产品不良品率降低 20%，能源利用率提高 10%，将实现生产的提质增效，产能有望持续提升。公司连接器智能制造样板间是航天科工集团样板工程，随着产线全线打通，生产效率不仅大幅提升，还有望对外大面积推广。

投资建议：航天电器军品占比高，在航天领域优势突出，核心产品均核心受益航天任务加速、军改后武器装备列装提速以及实战化训练加强下弹载消耗增多等多重行业利好。公司推进智能制造，供应链整合等举措，成本控制、生产效率提高效果显著，ROE 有望持续走高。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 3.74、4.79、6.0 亿元，EPS 分别为 0.87、1.12、1.40 元，对应 PE 分别为 25、19、15 倍，给予“买入-A”评级。

风险提示：武器装备列装进度不及预期、航天发射任务失利或延后影响公司军品业务。

4.7. 中航沈飞：歼击机总装唯一上市平台，海空需求带动业绩稳定增长

中航沈飞隶属中航工业集团，于 2017 年底完成重大资产重组实现整体上市，成为 A 股歼击机唯一上市平台。公司截至 2018 年 9 月 30 日：实现营收(115.93 亿元，同比增长 301.42%)、实现归母净利润(3.13 亿，扭亏为盈)。营收端超额完成“1225”均衡生产节点任务且三季度单季完成任务总量的 27.22%、加速明显，全年业绩可期。

沈飞与成飞在歼击机细分领域形成双边垄断，在型号生产上各司其职。我国战斗机整机的研制生产主要集中在中航工业集团，沈飞与成飞共同生产歼击机：沈飞主要生产歼-11/15/16，成飞主要生产歼-10/20。两家整机厂产品各有特色、平行发展，不同时生产同一机型、不存在同型号直接竞争。此外，沈飞还负责生产强击机、航母舰载机与“暗剑”无人机等军品。

军改助推武器装备升级换代，军机制造迎发展机遇。空军装备作为现代战争中的主战装备定会放在较为突出的位置。同时我们通过财务分析验证：中航沈飞军品科研生产及技改投入持续加大、在建工程新增投入较大但在结转固定资产比率仍然较低，表明存在中长期业绩增长基础。

主力机型歼-11/歼-15/歼-16 量价齐升。我们总结四点发展趋势：在需求端：①换装及军备需求拉动整体空间。我们预计：空军战略转型，对先进战机存在巨大需求，沈飞及成飞未来几年订单总量空间较大；为实现“攻防兼备”的国防政策，歼击机与强击机两者缺一不可。同时我们根据生产端水电费用增加幅度大致推断：2017 年中航沈飞产能利用率提升 25%左右；②技术成熟推动列装加速。我们判断作战飞机个别领域或个别技术的突破将为我军构建天空“非对等相互确保打击”机制提供有利支撑；③平台化发展降本增效、新机型带动单品附加值提升。我们认为：军品定价机制改革有望继续深入，沈飞在产主力机型均为高科技产品，技术更新换代及平台化发展将加速新型号的产生，有望受益于军品定价机制改革。生产端：④“均衡生产”有助于阶段性业绩兑现并且使产业链整体效率提升，进而拉动订单增长形成供需双向良性循环。截至 2018 年 9 月 30 日，中航沈飞实现“销售额大于现金收入大于现金支出”；而截至 2017 年 9 月 30 日，相应情况为“现金支出大于现金收入大于销售额”，我们由此判断：随着均衡生产的推进，中航沈飞经营性现金流的结构趋于合理、加强了对收付款节奏的掌控。

在研新产品提供业绩弹性，旗下“鹞鹰”FC-31 未来发展值得关注。我们预计：第一，由于出色的性能和较高性价比，未来可能与歼-20 形成高低搭配列装部队(类似美军 F-22 与 F-35 高低搭配)；第二，符合国际市场需求，未来存在出口的可能；第三，其属于中型隐身战机，人民网 2018 年 3 月 14 日转引中国青年报称，FC-31 有望成为第四代隐身舰载战斗机。待“鹞鹰”FC-31 最终定型并取得订单，将为沈飞带来新的业绩增长点，因此未来发展值得关注。

我们认为，目前我国军工制造业正处于大的发展机遇期，现代战争模式的转变、我军战略转型的需要及周边局势的变化使海、空军对于先进战斗机的需求加大、加速。沈飞在产主力机型 J-11/15/16 技术已趋成熟，我们预计能够形成稳中有增的产出。综合考虑到中航沈飞①订单需求确定性较大；②积极推进均衡生产，阶段性业绩兑现的确定性较高；③募投项目逐步投产，产能有望继续扩大。我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 7.87、9.27、10.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.66、0.78 元，对应 PE 分别为 49、42、36 倍，维持买入-A 的投资评级。

风险因素：装备短板补齐不会一蹴而就、业绩释放不及预期、均衡生产受挫、新机型进展不及预期、市场波动风险。

4.8. 中航科工：唯一的航空高科技海外上市平台，有望做实做大做强

我国唯一的航空高科技海外上市平台，具有稀缺性。控股中直股份（34.77%）、洪都航空（43.77%）、中航光电（41.57%）、中航电子（43.22%）四家 A 股上市公司及拥有天津航空、中航规划等全资子公司。

聚焦航空主业，三大业务板块均受益航空装备的快速发展。空军转型攻防兼备驱动航空装备建设快速发展，随着换装列装提速，军机及相关航空产业链将继续保持较高景气度。公司产品覆盖航空全产业链，军品收入仍然是公司未来增长的主要动能：

1) 航空整机业务主要受益军用直升机的巨大需求及列装加速，重点关注 10 吨级通用直升机的列装进展。无论从总量、结构还是性能上，军用直升机仍是我国航空装备的短板，数量上需迅速弥补、质量上需快速更新，实现国产化以及更新换代的需求十分迫切。我们预计未来 3 年，我国将需要制造约 500 架直升机。中直股份是航空工业唯一的直升机上市平台，已形成“一机多型、系列发展”的军用直升机发展格局，将直接受益我军直升机的列装加速。重点关注 10 吨级通用直升机的列装进度，将显著增加公司业绩。

2) 航电系统单机价值量随信息化水平提高而提升，将受益军民两用广阔市场。三代机向四代机过渡，单机航电价值量有望由 35%提高至 50%。民用则以使用国产航空系统的 C919 大客为代表，将成为国产航电系统快速增长的主要力量。截止到目前，C919 大客累计订单总数已达 815 架，ARJ21 新支线飞机累计订单总数达 453 架，市场需求迫切。中航电子在我国军机航电系统领域处于龙头地位，是航电系统最大供应商，明显受益军机列装加速和航电系统单机价值量提升两个主要逻辑。

3) 连接器业务有望开启新一轮高增长。中航光电是军用连接器龙头，军品占比 55-60%，仍是目前最重要的业绩增长点，军用连接器领域毛利率高约 40%，仍是最重要的利润增长点。在我国武器装备更新换代需求加速释放的背景下，信息化程度提高将带动连接器系统需求增长，军改负面影响削弱叠加十三五后期武器装备发展迅速，公司军品将重回快车道。民用连接器领域，随着 5G 建设蓄势待发，新产品拓展顺利及产能释放，新能源汽车回归理性增长，并向合资外资车企拓展，也有望重回增长快车道。

4) 航空工程服务板块，受益通航放开下机场建设加速。到 2020 年我国要建成民航强国，需新建民用运输机场 50 个，通用机场 190 个，预估十三五期间我国航空机场建设仅民用机场市场规模达 940~1380 亿，平均年市场规模约 230 亿。中航规划在航空工业相关工程综合规划设计等方面处于国内领先地位，在通航机场领域技术水平高且资质齐全具有保密资质，公司有望承接更多份额军用航空项目和通航机场建设项目，业绩稳定增长。

旗舰平台定位加强且估值有优势，全流通后 AH 市值价差有望修复。公司作为航空工业集团的三大旗舰（产业发展旗舰、国际并购旗舰、股权经营旗舰）平台的战略定位不断加强，公司目前估值处于历史估值中枢下方，ROE 近年来不断提高，未来仍可延续；全流通后，公司 H 股市值与所持四家 A 股市值溢价空间与恒生沪港通 AH 股溢价指数（HSAHP）相比仍有约 20%的空间，有望快速修复。

投资建议：中航科工作为航空工业唯一的航空高科技海外上市平台，直接受益航空装备的列装加速，作为航空工业集团的三大旗舰平台的战略定位不断加强，且目前全流通后存在的 AH 市值价差有望快速修复，具备投资价值。我们预计公司 2018-2020 年的净利润分别为 14.0、16.7、20.3 亿元，EPS 分别为 0.24、0.28、0.34 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 5.5 元，对应 2018-2020 年 PE 值 23、20、16 倍。

风险提示：武器装备列装不及预期、通航机场建设不达预期、新能源与 5G 通信业务拓展不达预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲、余平、张超声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034