

2019年01月09日

国防军工

军工：民参军是19年军工弹性所在

■ 军民融合内涵非常广泛，在军工领域的主要含义是引入竞争，是军民技术相互促进，并能解决军工产能问题。我们在此前策略报告《发轫之始》中指出：军民融合一方面能够发挥国防工业对社会经济尤其是高科技产业的带动作用；另一方面能发挥市场在配置资源和创新科研上的优势，以经济体系支撑国防现代化建设；

民参军的目的在于推动军工产业升级。我们在2019年策略报告《阳和启蛰》中指出：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。

■ 军民融合的准确内涵阐述可参考中央军委军民融合发展委员会副主任的人民日报撰文以及国办发91号文两个文件。目前军民融合战略已经在军工领域获得巨大成就：十八大以来获得装备承制单位资格的民营企业由500余家增至2300余家，增长360%；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%。

■ 民参军企业在过去三年暴露出一系列经营问题导致股价调整较大。过去三年，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、并购扩张引起商誉较高、部分公司是渠道型公司缺乏核心技术等，民参军标的的股价调整幅度较大。

■ 部分军民融合标的的动态估值已经达到20倍以下，估值具备向上空间。经过近三年时间的调整，部分军民融合标的的动态估值已达到20倍以下，估值具备向上空间。我们认为，公司股价及估值下调，既是对民参军企业此前经营问题的客观反映，但或也存在反应过度的情况。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。

■ 军民融合战略将带来军工领域的深刻变革，建议重点关注三种公司的民企投资机会，这将是军工领域2019年的弹性所在：

第一，没有股权质押、商誉等历史问题，业绩稳健增长、甚至出现加速增长趋势，而估值仅为十几倍或二十几倍的公司；

第二，此前因股权质押等大股东层面的问题，引起控制权不稳，但已经爆仓或转让控制权，而主业增长稳健且未受影响、估值较低的公司；

行业深度分析

证券研究报告

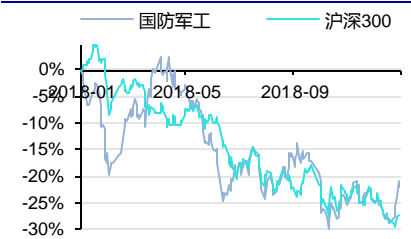
投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.51	-11.24	3.85
绝对收益	-5.72	-18.63	-23.40

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

张超

分析师

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

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002
yuping1@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

船舶行业深度：军船订单19年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖 2019-01-08

国防军工行业深度分析 2019-01-03

《全军装备系统专项整肃治理实施方案》点评：完善机制、提高效率 2018-12-12

2018年三季度报综述：资产负债表端逐季好转，再次验证行业基本面改善 2018-11-05

2018Q3 公募基金持仓分析：持股比例略有回升，高度集中于航空产业链和主机厂 2018-10-29

第三，技术含量较高但业绩尚未体现，或者当前定价不充分、未来可能获得定价优势的公司（主要是信息化和高科技公司）；

综合考虑到民参军标的普遍具有弹性高、市值小的特点，我们建议进行组合配置。详见我们的深度报告《2019年军工行业投资策略：阳和启蛰》。

- **重点关注：**瑞特股份、火炬电子、航锦科技、振芯科技、耐威科技、长鹰信质、航新科技等民参军标的。
- **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. 军民融合政策深化引领，民营企业参与度扩大.....	4
2. 民参军企业估值有待恢复，存在业绩弹性.....	6
3. 民参军投资逻辑：刨除有瑕疵的公司，寻找少量错杀标的.....	9
4. 重点标的.....	10
4.1. 瑞特股份：军品占比超 70%的技术型民参军，19 年或迎快速成长拐点.....	10
4.2. 火炬电子：军用元器件保障业绩稳增长，军工新材料开启新成长.....	11
4.3. 航锦科技：民品占比较高，市场预期充分，估值基本合理.....	12
4.4. 振芯科技：北斗终端仍未恢复，股权问题有待最终落地.....	13
4.5. 耐威科技：上半年业绩增长 135%，主要来自 MEMS 业务.....	14
4.6. 长鹰信质：关注无人机业绩和估值提升.....	16
4.7. 航新科技：深耕航空测试和维修，系统级民参军稀缺标的.....	17

图表目录

图 1：瑞特股份技术发展路径.....	10
表 1：军民融合重大事件时间节点.....	4
表 2：张高丽人民日报撰文及国办发 91 号文重要内容汇总.....	5
表 3：部分民营企业质押比例及商誉占净资产比重较高.....	6
表 4：研究开发费用加计扣除相关政策及变化趋势.....	7
表 5：军工行业研发费用税前加计扣除新政影响（单位：百万元）.....	7
表 6：近期民营企业的支持政策.....	8

1. 军民融合政策深化引领，民营企业参与度扩大

军民融合内涵非常广泛，在军工领域的主要含义是引入竞争，是军民技术相互促进，并能解决军工产能问题。我们在此前策略报告《发轫之始》中指出：习主席强调，军民融合是国家战略，关乎国家安全和全局，既是兴国之举，又是强军之策。军民融合，一方面能够发挥国防工业对社会经济尤其是高科技产业的带动作用；另一方面能发挥市场在配置资源和创新科研上的优势，以经济体系支撑国防现代化建设。

我们在 2019 年策略报告《阳和启蛰》中指出：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。

表 1：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

军民融合的准确内涵阐述可参考中央军民融合发展委员会副主任的人民日报撰文以及国办发 91 号文两个文件。中央军民融合发展委员会办公室主任张高丽在人民日报撰文，“加快形成军民融合深度发展新格局”，提出顶层设计、重大改革、重点领域、试点示范、组织管理等 5 个方面重点任务。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、支撑重点领域建设、推动军工服务国民经济发展等 7 个方面内容推进军民融合深度发展，军民融合政策越来越细化。

表 2: 张高丽人民日报撰文及国办发 91 号文重要内容汇总

	张高丽人民日报撰文	国办发 91 号文
准入退出	推动国防科研究生产领域改革, 完善军品市场准入制度, 推广武器装备科研究生产许可和武器装备承制资格联合审查机制。	完善武器装备科研究生产准入退出机制。精简优化许可管理范围, 减少许可项目数量, 实行武器装备科研究生产许可与武器装备承制单位资格两证联合审查, 推进多证融合。规范武器装备科研究生产定密和招投标工作。
军工体制	深入推进军工科研院所改革, 完善配套政策, 激发创新活力	1、对全社会军品科研究生产能力进行分类管理。 2、积极引入社会资本参与军工企业股份制改造。修订军工企业股份制改造分类指导目录; 积极稳妥推动军工企业混合所有制改革, 鼓励军工企业上市或将军工资产注入上市公司。 3、扩大军工单位外部协作。将军工集团公司军品外部配套率、民口配套率纳入国防科技工业统计。在保障国家战略、国防安全和完成重大专项任务的前提下, 进一步推进民品开发和军工科技成果转化。
军品定价	积极推动武器装备采购、军品定价议价规则等改革, 营造公平竞争的环境	推进武器装备科研究生产竞争。适应竞争性装备采购要求, 推进分系统及配套产品竞争, 改进完善军品价格和税收政策, 营造公平竞争环境
重点领域	基础设施建设和国防科技工业、武器装备采购、军队保障社会化等领域军民融合潜力巨大。 海洋、太空、网络空间、生物、新能源、人工智能等领域军民共用性强; 抓紧解决好卫星资源共建共用、数据信息开放共享、网络安全防护等方面的突出问题。	1、加强太空领域统筹, 如遥感卫星、航天测控系统等。 2、推进网络空间领域建设, 如通信基础设施、网络安全、电磁频谱资源管理等。 3、支撑海洋领域建设, 如深远海试验场建设、水下探测、信息传输与安全、深海空间站、核动力海上浮动平台和深海大洋监测装备等。 4、发展典型军民融合产业, 如核技术应用、卫星及其应用产业、民用飞机、高技术船舶和海洋工程、信息安全与网络安全技术产业等。 5、以军工能力自主化带动相关产业发展。制定并组织实施军工高端制造装备创新工程专项行动计划, 提高军工能力建设所需的高端加工制造设备、测试仪器、科研究生产软件等国产化率和自主可控水平。
政策法规	研究制定实施军民融合发展重点领域指导意见、发展规划, 建立健全系统完备、衔接配套、有效激励的政策制度体系。	1、修订《国防科技工业社会投资核准和备案管理暂行办法》和《国防科技工业社会投资领域指导目录》, 减少和下放政府对国防科技工业领域社会投资的审核, 鼓励各类符合条件的投资主体进入国防科技工业领域。 2、对承担军品重点任务、符合政府投资政策的民营企业, 采取投资入股、补助、贷款贴息、租赁、借用等多种方式给予支持。 3、设立国家国防科技工业军民融合产业投资基金, 鼓励支持地方政府、符合条件的机构根据自身发展实际设立相关产业投资基金。 4、研究企事业单位参与军品科研究生产任务的风险补偿和扶持机制。
空域改革	加快推动空域管理体制改革的, 完善改革总体方案, 深化空域精细化管理、低空空域管理改革试点。	——

资料来源: 人民网, 安信证券研究中心

目前军民融合战略已经在军工领域获得巨大成就。自十八大以来, 我国军民融合成果显著, 参与武器装备承制的民营数量企业大幅增加、军方装备采购成本明得到明显控制。人民日报题为《军民融合发展取得创新性成果》指出“十八大以来, 获得装备承制单位资格的民营企业由 500 余家增至 2300 余家, 增长 360%。我国正通过着力打造军民融合“国家品牌”, 引领推动战略基础领域自主可控建设和军民融合创新发展。同时, 根据对装采网数据统计显示: 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%。

2. 民参军企业估值有待恢复，存在业绩弹性

民参军是军民融合发展的重要组成部分。中央军民融合发展委员会成立以来，先后召开四次军民融合会议，政策逐步深化。18年3月第三次军民融合会议提出“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”。

过去三年，民参军企业暴露出一系列经营问题导致股价调整幅度较大。过去三年，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、并购扩张引起商誉较高、部分公司是渠道型公司缺乏核心技术等，民参军标的股价调整幅度较大。

我们在此强调：部分民参军公司商誉占净资产比重较大，且存在较大减值可能性，则应当予以规避。根据18年11月证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，商誉减值测试将从严。我们预计，商誉的会计处理即使发生变化，也不会只摊销不减值，较大的可能性是像既有减值又有摊销。对于并购失败的公司，准则是否变化影响不大，该减值时都要减值；对于并购成功的公司，准则变化影响可能较大。如果新准则要求每年摊销，则会影响公司业绩。我们由此进一步判断，需警惕并避免商誉减值风险，主要因为：第一，商誉减值依靠管理层判断，商誉占净资产比重高的公司主管操纵风险较大；第二，商誉减值对企造成冲击较大。一旦发生减值，通常会导致减值当期业绩大幅下滑，甚至亏损；第三，商誉减值易于被用于盈余管理，即上市公司可以在某一年全额计提商誉价值，将利空消息集中在一年释放。

表 3：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-TIM	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

展望 2019 年，我们认为部分民参军企业的估值或有待修复，主要因为：

第一，机制灵活、技术领先，存在估值修复的基础。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；

第二，因市场风格变化以及自身经营波动等原因，导致股价调整较大，当前价格存在估值修复的空间。由于市场风格和风险偏好等变化以及民营军工企业在订单、毛利率、股权质押等生产经营方面暴露出一系列经营问题，民参军标的股价在过去三年调整幅度较大；

第三，军改影响逐步消除牵引参与军品配套的民营企业订单快速恢复，存在估值修复的机遇。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。

第四，军民融合政策营造公平竞争的环境，破除“民参军”壁垒，存在估值修复的经营环境。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，引发毛利率下滑的担忧。我们认为：技术型的民参军企业或将走出，抛弃纯粹渠道型公司。我们强调应愈加强调优选民参军标的，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 4：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 5：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

第五，民营企业的扶持力度加大，股权质押等问题或得以缓解，存在估值修复的政治环境。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，要不断为民营经济营造更好发展环境，帮助民营经济解决发展中的困难。此前由于市场波动，大股东质押的部分股票或面

临一定被平仓的风险压力，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，对军工民营企业股权质押比较高的领域形成利好。

表 6：近期民营企业的支持政策

时间	重要政策
18-10-13	据上海证券报消息，深圳市政府日前设立专项工作小组，安排数百亿专项资金，帮助深圳 A 股上市公司降低股票质押风险。
18-10-18	据中国证券报最新报道，在北京海淀发起设立规模达百亿纾困基金的基础上，北京市政府有意向在配置 1-2 倍的资金给予支持，不仅如此，北京其他辖区有望复刻海淀模式，在化解上市公司控股股东股票质押风险上给予支持。
18-10-22	证券业协会发布公告称，将组织部分证券公司共商市场化方式化解股权质押风险。这是首次由 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模的资管计划。
18-11-01	习近平主持召开民营企业座谈会并发表重要讲话，提出当前要抓好 6 个方面政策举措落实：①减轻企业税费负担；②解决民营企业融资难、融资贵问题；③在市场准入、审批许可、经营运行、招投标、军民融合等方面营造公平竞争环境；④完善政策执行方式；⑤构建亲清新型政商关系；⑥保护企业家人身和财产安全等。
18-11-08	银保监会主席郭树清在接受媒体采访时表示，对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。

资料来源：安信证券研究中心

3. 民参军投资逻辑：剔除有瑕疵的公司，寻找少量错杀标的

民参军企业将受益于政策深化，或处于业绩和估值拐点。经过近三年时间的调整，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。我们认为，公司股价及估值下调，既是对民参军企业此前经营问题的客观反映，但也存在反应过度的情况。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。

军民融合战略将带来军工领域的深刻变革，建议重点关注三种公司的民企投资机会，这将是军工领域 2019 年的弹性所在：

第一，没有股权质押、商誉等历史问题，业绩稳健增长、甚至出现加速增长趋势，而估值仅为十几倍或二十几倍的公司；

第二，此前因股权质押等大股东层面的问题，引起控制权不稳，但已经爆仓或转让控制权，而主业增长稳健且未受影响、估值较低的公司；

第三，技术含量较高但业绩尚未体现，或者当前定价不充分、未来可能获得定价优势的公司（主要是信息化和高科技公司）。

综合考虑到民参军标的普遍具有弹性高、市值小的特点，我们建议进行组合配置。

重点关注瑞特股份、火炬电子、航锦科技、振芯科技、耐威科技、长鹰信质、航新科技等民参军标的。

详见我们的深度报告《2019 年军工行业投资策略：阳和启蛰》

4. 重点标的

4.1. 瑞特股份：军品占比超 70%的技术型民参军，19 年或迎快速成长拐点

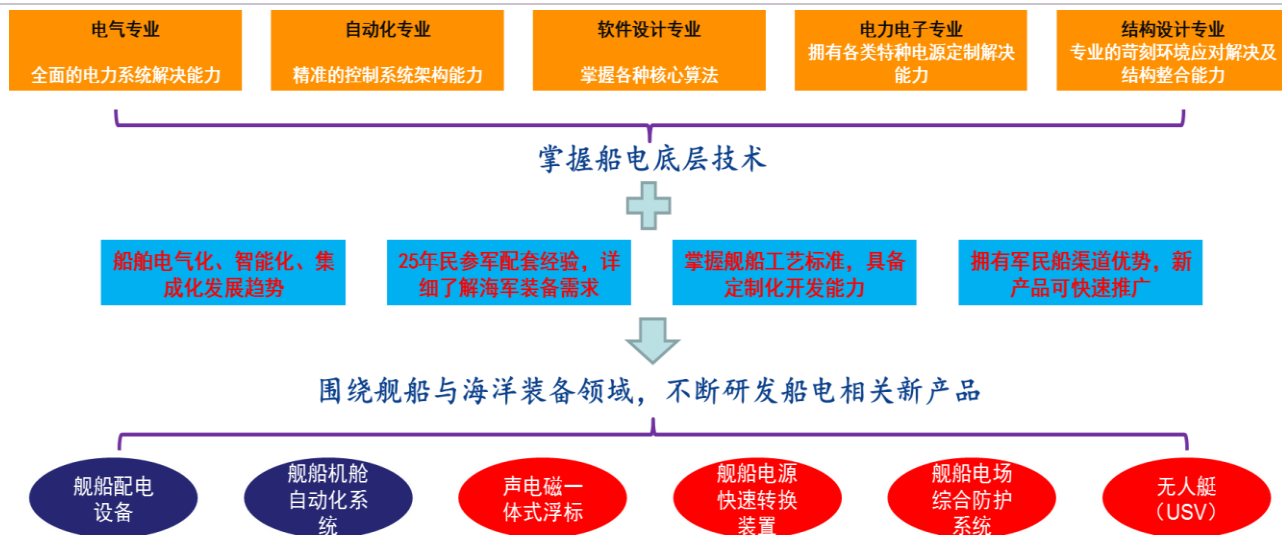
舰船配套与海洋科技装备领域的技术型民参军；超 70%军品占比的海军装备核心标的，产品应用于所有军船型号。公司是专门从事舰船电气及自动化系统研制的高新技术企业，主营产品包括舰船电气化设备与海洋科技智能装备。公司以军民融合模式发展 25 年，目前已成为海军、国家海洋局、海事局、渔政、航道局等部门的主要供应商之一。

1) 军品：海军装备订单 18 年受军改影响有所减少，19 年迎较高增长确定性大。海军军改调整有望 18 年年底结束，19 年军船订单将迎补偿性增长；军船需求空间大，未来一段时间内仍将处建设高峰期。此外，军改调整、军品定价机制改革均将导致渠道型企业面临订单缩减甚至淘汰的局面，作为技术型民参军的瑞特股份有望获得更多的军品订单。

2) 民品：船配产业集中度较低，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，船配产业集中度有望得到提升。我国船舶配电与机舱自动化系统的供应商有上百家，规模普遍较小，产业集中度较低。公司拥有军品业绩保障，目前在民船周期底部可大力拓展民船配套市场份额。作为舰船配电与机舱自动化系统领域的唯一上市公司，公司有望发展成为民船配套龙头单位。

3) 新产品：立足船电底层技术，研发储备的多款新产品具备放量列装潜力。我们提炼出公司的技术发展路径：掌握船电底层技术，拥有舰船电气与自动化领域的人才队伍与核心技术；在船舶电气化、智能化、集成化的发展趋势下，“船机电”向“电机船”转换已是必然，因此舰船电气化、智能化等产品需求层出不穷；基于 25 年的参军配套经验，公司具备详细了解海军装备需求及需求分析的能力；掌握舰船工艺标准，具备定制化开发能力；通过军民船的现成渠道优势，推出的舰船配套与海洋科技智能装备新产品能够得到快速推广与落地。目前，公司围绕舰船与海洋科技装备领域，已研发出系列化船配新产品，诸如：声电磁一体式浮标、舰船电源快速转换装置、舰船电场综合防护系统、无人艇、舰船隐身材料等。多款新产品具备批量化列装的潜力。

图 1：瑞特股份技术发展路径



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

投资建议：技术型民参军军民融合式发展潜力巨大：军品受益于军船订单 19 年补偿式增长以及中长期持续建造；民品受益于民船配套产业集中度提升。立足船电技术陆续推出新产品保障中长期快速成长，2019 年将为公司快速成长拐点。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 1.06、1.30、1.72 亿元，2019-2020 年的净利润增速分别为：22.6%、32.3%，对应当前股价的 PE 分别为 23X、17X，维持“买入-A”评级。

风险提示：军民品下游需求波动风险；市场竞争风险。

4.2. 火炬电子：军用元器件保障业绩稳增长，军工新材料开启新成长

公司自产元器件、新材料、贸易代理三大业务战略布局清晰。

1) 新材料：打造国防高科技重要战略材料。公司的军工特种陶瓷材料，作为增强纤维特别适用于制备陶瓷基复合材料 (CMC)，CMC 被视为取代航空发动机高温合金、实现减重增效“升级换代材料”之首选。三大航发制造商之一 GE 已明确将 CMC 作为未来发展的核心技术，并且一直在加大 CMC 投产力度。据 GE 公司官方预测，未来 10 年仅航发市场对 CMC 的需求将递增 10 倍。该特种陶瓷材料国内供应商十分稀缺，仅有火炬电子、苏州赛菲及宁波众兴新材等 3 家。火炬电子供应的特种陶瓷材料填补国内空白，将充分受益新兴行业的快速成长。

2019 年亮点：第一、积极推进立亚新材陶瓷材料项目，实现 3 条线 15 吨产能达到投产状态；第二、立亚化学 80 吨 PCS 产能实现投产，解决原材料供给瓶颈问题并尽快投放市场，有望形成新的利润增长点；第三、充分利用现有产能，加快市场培育进程，为公司在军工新材料领域实现良好收益奠定坚实的基础。我们认为，随着军工特种陶瓷材料的逐步放量，预计 19 年实现扭亏为盈。

2) 自产元器件：逐年研发、布局新产品；同时通过外延并购实现品类拓展。加上现有的军、民品销售渠道，未来将在电子元器件领域以点连线，打造更多的业绩增长点。2018 年上半年，公司收购天极电子，且已经开始整合福建毫米和广州天极公司资源，借助上市公司已建立的成熟营销网络和品牌效应，以 SLC 产品为核心进行扩展，致力于打造军工电子元器件和 5G 微波元件的供应商。

2019 年亮点：第一、受军品交付 5 年周期前松后紧影响，军用 MLCC 订单维持高增长；第二、钽电容通过前期市场铺垫并逐步获得市场认可，军用钽电容业务有望实现快速成长。市场担心民用 MLCC 降价对公司业绩造成冲击，我们认为，火炬电子自产民用 MLCC 占营收及利润比较小，且公司自产民用 MLCC 进入的是小众市场，均是小批量订货，预计受到降价影响较小。自产军民用 MLCC、钽电容、SLC 业务是公司稳健增长的动力来源。

3) 元器件贸易代理业务：不断扩充产品线与产品应用领域，未来将布局整体解决方案设计，打造一站式解决方案服务。元器件贸易代理业务意义在于：创造效益、与自产业务产生协同效应、反馈全球电子元器件前沿技术与应用需求等。未来公司会在现有代理线的基础上，增加传感器、连接器、汽车电子等拥有更大目标市场的元器件业务，并向汽车电子、物联网、5G 光通信等领域逐步深入。

2018 年因为民用 MLCC 涨价造成公司贸易板块利润大幅增长，市场担心 MLCC 降价会对该板块盈利形成冲击。我们认为，2018 年 MLCC 市场缺货造成公司贸易业务量跌价涨，2019 年有望通过价跌量涨来保障业绩，预计贸易业务板块利润受 MLCC 降价小幅下滑。

我们预计，公司 2018-2019 年净利润分别为 3.5 亿元、4.30 亿元，同比增速分别为 47.7%、23.0%；对应当前股价的 PE 分别为 22X、18X。

风险提示：民用 MLCC 价格下跌超预期；特种陶瓷材料放量低于预期。

4.3. 航锦科技：民品占比较高，市场预期充分，估值基本合理

内生+外延发展军工业务，培育业绩增长点。17年10月完成现金收购长沙韶光70%股权，威科电子100%股权；目前公司正以3.73亿元收购长沙韶光剩余30%股权，将进一步提升公司利润水平。

长沙韶光具备较强的军用集成电路研发设计以及封装测试能力，总线接口电路、现场可编程逻辑器件、掉电不丢数据的存储器等产品独家供应，并向系统级封装、图像处理器和电子开关等方向发力。公司自主研发的高性能图形处理芯片于18年2月初一次MPW流片成功，并于9月获国家知识产权局的集成电路布图设计登记证书，预计年底完成优化流片，明年实现产品量产推广，目前已列入国产某型号军用加固计算机元器件清单，未来将进一步拓展武器装备配套应用、民用GPU等方面的市场。9月公司对九强讯盾实施增资扩股持有51%股权，共同致力于武器装备配套急需的自主可控加固计算机业务，进一步外延扩张。除此以外亦有两款核心产品18年进入批量供货。17年长沙韶光实现收入2.55亿元，净利润7122万元，净利率28%；18、19年承诺实现扣非后归母净利润分别不低于8280、9936万元。

威科电子主要从事厚膜集成电路产品，其高端产品多芯片组件已广泛应用于机载雷达、卫星通讯电子对抗雷达及末端制导、灵巧武器等高端领域，并沿着沿微波组件基板、新一代通讯天线及功能模块等方向发展。威科电子实现收入1.07亿元，净利润3516万元，净利率30%，18、19年承诺实现分别不低于4320、5184万元。18年6月威科电子和上海琢鼎分别受让中电华星51%、49%的股权，中电华星主营产品包括模块电源、定制电源、大功率电源及系统，服务于铁路、军工、电力和通讯等行业，电源产品需采用基于厚膜基板和印制电路板的电子装配工艺和封装工艺，与威科电子协同效应明显。

控股股东通过股权调整已引入张亚。18年5月公司控股股东新余昊月将通过股权调整注册资本变为10.34亿元，火炬树和新余环亚将分别持有70.987%、29.013%的股权。此次调整后，张亚夫妻将通过分别持有新余环亚10%和90%的股权间接持有上市公司8.33%的股权，加上张亚直接持有1.07%的股权，则合计持有9.4%的股权。

化工主业预计维持景气度。受益于供给侧改革以及供给端在环保督查高压下持续收缩，公司三大主要产品烧碱、环氧丙烷、聚醚需求稳定，销售价格保持高位运行，再加上管理层积极提质增效，实施薪酬结构优化、采购渠道多元化及精细化管理等措施，上半年管理费用率仅为4.32%，较17同期下降了5.73个百分点，化工业务平均毛利率24.88%，同比增加5.2%。我们预计全年仍将维持当前景气度，考虑到公司已有产能，预计全年化工业务净利润有望达到4个多亿，明年或基本稳定。

股权激励保障业绩增长。公司发布股权激励方案，以6.20元/股一次性授予348人限制性股票1800万股，授予日8月21日，股票来源为回购，限售期1年，有效期4年，解除比例为442，业绩考核目标为18年扣非净利润不低于4.037亿元，18-19年累计不低于9.294亿元，18-20年累计不低于16.106亿元，摊销成本18-21年分别为2228、5347、2005、446万元计入管理费用。

公司化工业务仍是主要的收入和利润来源，假设7倍估值，18年净利润4亿元，对应市值28亿元；军工业务假设长沙韶光完全并表，18年净利润1.26亿元，假设30倍估值，对应38亿市值。公司目前市值61亿元，市场预期较为充分，当前位置基本合理。

风险提示：化工业务价格波动、军工电子业务拓展低于预期

4.4. 振芯科技：北斗终端仍未恢复，股权问题有待最终落地

北斗终端业务仍是公司最主要的利润来源，19年或恢复。从半年报及调研情况可知，公司北斗终端业务招投标进展低于预期，全年预计不到1.5亿，17年为2.4亿，主要是行业原因。可比公司海格通信北斗终端业务半年报实现收入（4670.27万元，-31.51%），主要由于北斗产品尚未达到交付节点、暂未交付用户。统计4家涉足军用北斗上市公司的北斗终端业务收入从15年峰值的14.13亿元已下降至17年的8.00亿元，预计18年继续下滑。公司作为军用北斗终端主要供应商之一，在北斗二代终端占据较大市场份额，并成功研制北斗三号RNSS验证终端和MEO通信收发设备，多次参加系统联调。军改后北斗由原来的总参集中采购转变为各军兵种各自采购，产品形态也逐步演变成嵌入式模块或者综合应用终端，嵌入式主要用于弹载，将是重要的业绩增量。北斗三号今年亚太地区组网，关注北斗三号终端和芯片进展，决定未来的订单，目前比测为第一名。一旦明年招投标和采购正常化，公司业绩后续也将大概率回暖，存在一定弹性。

高性能集成电路是未来主要业绩增长点，持续关注DDS和ADDA进展。中美贸易战、美国出口管制为国内半导体发展提供了良好氛围，凸显强军强国、自主可控重要性，军方已开始梳理国产化替代目录。公司主要集成电路产品有北斗芯片、DDS芯片和ADDA芯片。其中DDS芯片是实现数字阵列雷达的核心，DDS是数字雷达TR组件的重要组成部分，单价2000-3000元，预计国内特种行业对DDS芯片的需求将达到数十亿元，公司是国内DDS研制水平最高的单位，目前公司DDS已初步实现批量销售，预计将会起量较快；ADDA芯片主要是高速领域，已能做到2.5G，主要用于雷达组件，目前已有10所北斗测控雷达的订单，关注后续应用进展，根据此前成都华微、海威华芯的调研，认可振芯ADDA产品，装发部部长李尚福此前调研成都就去了成都华微、海威华芯、振芯等单位。公司不断突破高速信号处理、频率合成器等关键技术，保持了稳定的一次流片成功率，通过市场开拓为公司后续进入大的系统级项目奠定了良好基础。在民用上，此前与中兴有接触，但目前中兴被美国盯上，公司也在积极和华为寻求合作，在民用拓展仍需时间。

股权问题是否最终落地直接影响上市公司诉求，目前何燕已上诉。18年9月14日，成都高新区人民法院法院判决准许解散国腾电子集团；10月9日，何燕已向成都中级人民法院提起上诉，预计10月底二审一次开庭，明年初能够落地。目前公司重心在于股权问题，预计国腾电子集团解散是大概率事件，但股权问题未最终落地，直接影响公司诉求。

公司目前市值60亿，18年前三季度净利润仅为2658万元，股权激励条件为以2017年净利润为基数，2018-2019年未摊销股权激励费用的归母净利润分别增长45%、90%、150%，并不高。考虑到北斗终端业务仍未恢复；集成电路体量规模仍较小，尚未爆发；公司股权问题未最终落地，诉求不强，对应18年估值较高，19年业绩具有弹性，需持续跟踪进展。

风险因素：诉讼进展及结果低于预期；业务发展不达预期。

4.5. 耐威科技：上半年业绩增长 135%，主要来自 MEMS 业务

收购国际领先的纯 MEMS 代工龙头瑞典 **Silex**。公司 16 年公司收购全球领先的纯 MEMS 代工企业瑞典 **Silex**，主要提供工艺开发和制造，侧重工业级客户，如全球光刻机巨头、全球网络通信和应用巨头、全球红外热成像技术巨头、全球 DNA/RNA 测序仪巨头、全球网络搜索引擎巨头、全球工业巨头等。根据 Yole Development 的报告，2017 年全球 MEMS 代工厂营收排名中，**Silex** 已超越 TSMC、SONY，从 2012-2016 年排名第五名前进至第三名，紧随 STMicroelectronics、TELEDYNE DALSA 之后。MEMS 产品多样化特征决定其适合 Fabless 模式，目前纯代工厂在 MEMS 制造领域的份额不断扩大，已占整个代工市场约 50%。**Silex** 在瑞典当地具有 6 寸和 8 寸生产线各一条，今年 6 寸线将改造成 8 寸线，新增产能预计 2018 年底实现，产能提升约 20%-50%，解决当前产能瓶颈。且公司产能利用率不断提升，从 17 年的 86.95% 提高至 98.52%，产能利用率接近满产。17 年 **Silex** 实现收入 3.19 亿元，净利润 3509 万元；18 年上半年实现已实现净利润 4299 万元，预计 18 年仍将维持高速发展态势。

依托 **Silex** 建设北京 8 英寸 MEMS 国际代工线。**Silex** 与纳微矽磊同为公司全资子公司瑞通芯源的子公司，瑞通芯源和国家集成电路基金分别持有其 70% 和 30% 的股权，并已累计投入超过 10 亿元在北京亦庄全面推进 8 英寸 MEMS 国际代工线的建设。首期将做到 1 万片/月，将完全复制瑞典 8 英寸产线，并依托 **Silex** 的技术、工艺、流程、订单等方面的优势逐步实现技术积淀及本土化。目前北京产线基础工程建设已部分封顶，预计今年能够全面封顶，设备采购、技术转移、人员招聘及培训等工作也正在进行中，预计 19 年三季度调试生产，产能和良率爬坡周期大约为 6-12 个月，若订单充足将在 20 年底或 21 年初达到满产状态。待北京产线建成后，公司实现大批量生产成为可能，并将拓展布局消费电子 MEMS 应用领域，提升客户承接能力和服务范围，公司将成为国际 MEMS 龙头企业。

向上游拓展布局第三代半导体材料，处于起步投入阶段。公司以传感为核心全面布局“材料-芯片-器件-系统-应用”，致力于成为全球传感龙头企业。控股子公司聚能晶源落地青岛市即墨区，总投资不少于 2 亿元。聚晶能源团队掌握国内领先的第三代半导体氮化镓从材料生长到器件设计、制造的完整高端工艺和丰富经验，主要产品有面向功率器件应用以及面向微波器件应用的 GaN 外延片等，致力于面向新一代功率与微波系统应用，成为面对低成本，高频大功率应用的 8 寸硅基氮化镓晶圆材料供应商。公司将加快公司发展第三代半导体材料尤其是氮化镓外延材料，有利于公司把握第三代半导体材料产业发展机遇。

军工电子业务盈利水平提升，发展潜力逐步释放。公司具备惯性+卫星+组合全覆盖的全产业链自主研发生产能力，上半年导航业务平稳发展，实现收入（8485 万元，+3.00%），其中惯性导航业务收入（5642 万元，+22.57%）；系统级产品销售占比显著回升提升毛利率，同比增加了 15.1 个百分点。过去两年公司不断推进相关惯性/组合导航产品的型号项目推广，预计随着军队体制编制改革的逐步结束、特种项目进度的逐步恢复，军用导航业务发展潜力将逐步释放，或将实现高速增长，并积极向民用领域拓展，公司是百度 Apollo 计划硬件开发平台合作伙伴。航空电子业务稳步发展，其多为定制化产品，上半年实现收入（4452 万元，+7.9%），毛利率水平高达 69%，维持在较高区间波动。航电业务与导航业务协同效应明显，公司通过挖掘并拓展客户新需求，不断提高在单架飞机上的价值占比。

非公开发行尚不能募满，股权激励保证业绩增长。8 月 17 日公司增发获得证监会核准批复，拟发行不超过 5555.61 万股募资不超过 16 亿元，其中大基金和董事长杨云春分别认购 14 亿和 2 亿元，锁定期 3 年，其中 14 亿元用于 8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目。考虑非公开发行股本的要求，按照当前股价水平尚不能完全募满 16 亿。根据公司 17 年发布股权激励计划，以除权除息后 17.05 元/股授予 42 人限制性股票 397.5 万股，根据考核目标以 16 年

营业收入和净利润为基数，18-19 年收入增长率分别不低于 100%、150%，即不低于 6.74、8.42 亿元；18-19 年净利润增长率不低于 50%、100%，即不低于 8859、11812 万元。

公司紧密围绕军工电子、物联网两大产业链，大力发展导航、航空电子、MEMS 三大核心业务。我们认为，Selix 的 MEMS 业务稳步高速增长，而随着纳微矽磊的北京 MEMS 产线建设完成，公司或将成为国际 MEMS 龙头企业；军工电子业务不断拓展，发展潜力将逐步释放。假设增发 5555.61 万股，公司总股本将达到 3.38 亿股，总市值为 70.75 亿元，我们预计公司 18、19 年净利润分别为 1.26、1.50 亿元，EPS 分别为 0.37、0.45 元，PE 分别为 56、47 倍。

风险提示：MEMS 和军工电子业务发展低于预期、北京 MEMS 产线建设不及预期等

4.6. 长鹰信质：关注无人机业绩和估值提升

公司为国内外众多大型电机电器厂商提供专业配套服务，系全球最大的汽车发电机定子铁芯供应商，同时并开始着力拓展新能源汽车业。主要从事各类电机及其核心零部件的研发、生产和销售，主要产品为汽车发电机定子及总成、微特电机转子、电动自行车定子及总成、电梯曳引机定子、电动工具电机转子、VVT(汽车可变气门正时系统)、家电电机转子等，主要客户有法雷奥(Valeo)、博世(Bosch)、电装(Denso)等。

深耕电机零部件主业，新能源业务有望提供新增长点。公司大部分的销售收入来自汽车零部件，汽车市场的发展深刻影响着公司业绩。公司技术领先、客户稳定，从近 5 年业绩来看，除了 2015 年由于我国汽车、电动自行车市场增速放缓导致营收增速为负，其余年份公司的营业收入均保持 15%以上的增速。归母净利润虽然近年增速略放缓，但受益于积极的成本管理，保持稳定增长。同时公司也在积极布局和拓展新能源汽车业务。公司与德国 ES 共同研发生产线，生产合格的扁线发电机定子总成和扁线驱动电机定子总成。根据公司规划，未来预计总计将投放 40 条扁线电机产品生产线的。公司与德国 ES 共同研发的扁线定子总成技术与现有的定子总成技术相比，具有能量密度更高，电机效率更高的特点，符合未来新能源汽车电机和工业电机技术发展趋势，有望进一步提升公司行业竞争力，为公司提供新增长点。

军用无人机稳健增长，借助军贸和民用无人机有望迎来高增长。天宇长鹰无人机是国内海军最早装备的无人侦察机产品，在研型号也是国内和国际军方强需求产品。目前，天宇长鹰产品分为军品和外贸两部分，其中军用无人机主要为 005 系列，主要用于部队中远程侦察任务，目前，产品已经列装海军、空军、战略支援部队多年，有效满足了部队作战训练需要，在 2015 年“九三阅兵”上还接受了检阅。民用无人机主要有天鹰系列，可广泛用于中高空勘测、电力巡线、环境监测、防灾植保等方面，目前正在逐步拓展外贸市场；天宇长鹰的核心研发团队承接了原北航无人机所的原有研发人员，掌握导航、飞控、气动、结构、电器、火控等关键设计，天宇长鹰技术具备较高的稳定性、可靠性，平台成熟度较高，同时也在探索军贸、物流、测绘等民用市场机会。天宇长鹰业绩预测 2018 年、2019 年实现净利润分别不低于 5669 万、6529 万。

前期因股权质押风险大幅下跌，大股东与唐山金控签署意向协议有望解除质押风险。根据公司 18 年 12 月 22 日公告，公司第一大股东长鹰天启与唐山金控签署《股权转让意向协议》，长鹰天启拟将其持有的公司部分股权转让给唐山金控。唐山金控在意向协助长鹰天启纾困解决面临的股权质押债务问题后，为上市公司带来产业资源和资金优势。

投资建议：

公司是传统电机业务全球龙头，18 年受汽车销量大幅下滑、原材料涨价等影响，收入增速有所下滑，毛利率有所降低；随钢架下跌、扁线电机投产后，将为公司拓展新能源汽车领域，公司传统主业有望恢复增长；公司无人机产品在同类中具有优势，军品业务稳健，军贸及民用业务有望贡献高增长。此外，公司前期股权质押跌幅较深，根据最新公告大股东与唐山金控签署意向，有望化解质押比例高的风险。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 2.6、3.0、3.6 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 19X、16X、14X。

风险提示：股权质押比例过高风险、无人机军民品订单不达预期、新能源汽车产品不达预期。

4.7. 航新科技：深耕航空测试和维修，系统级民参军稀缺标的

航新科技是集航空设备研制及保障和航空维修及服务为一体的机载设备综合运营保障服务商，是具有二级保密资质的军用机载设备供应商，也是国内首批获得中国民航总局维修许可证的民营第三方维修企业。公司主营业务分成设备研制及保障、航空维修及服务两大板块：第一，设备研制及保障板块包括机载设备研制、检测设备研制、飞机加改装业务；第二，航空维修及服务板块包括飞机部附件维修和航空服务业务。2017年，营收(4.73亿,+11.51%)，归母净利润(0.67亿,+11.42%)。2018Q3，营收(4.95亿,+62.91%)，归母净利润(0.44亿,+7.63%)。

公司产品主要为：第一，机载设备主要产品：飞行参数及语音记录系统、综合数据采集与信息处理系统、振动监测系统和飞行数据打印机；第二，检测设备主要产品：专用测试设备、综合测试设备、自动测试设备、原位检测设备、通用检查设备及测试程序集，测试范围涵盖20余种机型，2000多项机载设备，已实现跨机型、多专业的通用化平台设计。

航空测试领域积淀深厚，军机 ATE 蓝海初现。航新科技在机载设备领域主攻飞行参数记录系统的研发，凭借表现突出的适用于多种型号直升机、定翼机的某型飞行参数记录系统，航新成为通用型飞行参数记录系统总师单位。我军军机检测手段相对落后，集成度较低，随着军机机载设备的综合化、智能化和网络化程度不断提高，机载设备维修业所面临的维修复杂度、维修技术难度越来越高，所需检测设备也越来越精密、高端，而且军事训练实战化也对检修装备的响应速度、维修周期和质量提出了更高的要求，因此高度集成化的 ATE 是大势所趋。

在 ATE 方面公司布局较早，对行业理解深刻，技术已达国际领先水平，已成为国内少数具有机载设备 ATE 研发、规模化生产能力的企业之一，2017 年报显示，公司在机载产品研制上获得多项突破，如某型号的小型化飞行参数及语音记录系统和综合数据采集器已研制成功并装机试用、多型号的直升机振动监控与健康诊断系统已通过鉴定并装机试用、飞训系统已完成研制等，并已经开始启动 PHM (飞机故障预测与健康)、CMS (飞机中央维修系统)、舰船健康监控诊断系统等预研。随着我国军用 ATE 市场逐步成熟，公司将以深厚技术积淀率先受益。

深度维修能力出色，率先布局飞机拆解业务。公司机载设备维修，目前主要集中在机载电子设备和机载机械设备的维修，暂不涉及飞机机体、起落架及发动机的维修。

第一，民航维修：公司凭借雄厚技术实力和完善服务赢得了世界范围的认可和信赖，拥有包括中国 CAAC、FAA、EASA 等多项全球主要适航体系认证，成为波音公司在华首批授权维修服务商，是国内首批开辟海外市场的第三方维修企业之一。

第二，通航维修：公司在通航飞机维修领域有十多年的维修经验，现有能力涉及国内所有型号的直升机和所有通航机型，成为米-26 直升机在国内唯一具备维修能力且符合中国民航总局适航要求的企业。

第三，飞机拆解：公司和广东空港城合作投资设立天弘工程，和青岛航空合作投资设立新龙工程，布局飞机拆解与航材贸易业务，受可拆解机源有限、二手可用航材接受程度较低、行业政策与监管机制严格等因素影响，我国飞机拆解行业仍处于发展初期，未来随着老一代飞机退役数量的稳步增加以及国际竞争者进入我国市场，我国飞机拆解行业有望取得快速发展。并购 MMRO，全球布局航空维修。2018 年公司现金收购 MMRO 100% 股权完成过户，并以 MMRO 公司股份期权对其核心管理人员进行股份期权激励。MMRO 是欧洲一家全方位飞机技术支持解决方案提供商，主营业务为航空维修业务 (MRO) 和航空资产管理业务，MRO 业务主要包括基地维修、航线维修、工程服务和飞机内部装饰业务、飞机涂装等；航空资产管理业务包括了飞机拆解以及飞机机体、发动机、备件的贸易等。MMRO 总部位于爱沙尼亚首都塔林，航线维修服务站点分布在欧洲波罗的海地区，包括爱沙尼亚、立陶宛、瑞典、丹

麦、波兰、克罗地亚等国家，可提供 A320、B737 等机型的航线维修服务。MMRO 基地维修业务位于爱沙尼亚，目前拥有 4 条维修服务线和 1 条飞机涂装服务线，可同时满足 5 架窄体飞机的基地维修需求。2017 年，MMRO 营收 9088.73 万欧元，净利润 396.94 万欧元。根据奥纬咨询预测，2017 年全球 MRO 市场规模约 756 亿美元，预测未来 10 年全球 MRO 市场年均复合增长率为 3.8%，2027 年将达到 1092 亿美元，我国 MRO 市场规模将从 2017 年的 75 亿美元增长至 2027 年的 197 亿美元，年均复合增长率为 10.1%。公司以横向并购的方式快速切入欧洲飞机基地维修、航空资产管理相关细分领域，实现全面布局航空保障业务环节的战略目标，进入国际市场，为航新科技增添了有力的新的增长点。

股权激励，引入战投。2017 年 7 月，向 43 名管理人员及技术骨干授予 46.3 万股作为股权激励，占总股本的 0.35%，授予价格 26.78 元/股。2018 年 7 月，公司实际控制人、控股股东卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生及卜范胜先生的配偶孙丽香女士，拟以协议转让的方式引入开元国创恒誉（开元国创资本管理有限公司发起，股东背景为国家开发银行）作为公司的长期战略投资者，具体方式为将其持有 1200 万股（占公司总股数 5.00%）转让给开元国创恒誉，每股转让价格 20.11 元。受让方承诺自完成受让的股份过户登记之日起十八个月内不转让本次受让的股份，并且不排除未来十二个月内继续通过包括但不限于协议转让、二级市场竞价买入、大宗交易受让等方式继续增持公司股份。

风险提示：军品采购不及预期、ATE 设备交付进度不及预期。

■ 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、张超、余平声明, 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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 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