

## 关注航空工业国有资本投资公司试点方案出台，及对军工集团的示范意义

■新一轮国企改革要实现从“管人管事管企业”向“管资本”转变，航空工业作为首家军工集团入选第三批试点。

本次航空工业集团作为首家军工集团入选试点，我们认为主要有两方面原因：1) 前两批入围国有资本投资公司试点的企业，以处于充分竞争领域的商业一类企业为主。此次航空工业集团入围第三批试点，是国资委有意推动更多的国有资本，投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域。2) 航空工业作为国家战略性新兴产业，产业广度和辐射面广，是军民融合发展的重要领域，且航空工业集团是军工集团资本运作的排头兵，资产证券化率等处于同行业前列，选择航空工业集团试点形成的经验有利于更好为同行业建立标杆和示范推广。

■预计授权放权力度将进一步加大，航空工业有望得到更充分自主权。

1) 国有资本投资公司并不是对现有企业集团的简单改组或者变更，目前可借鉴的改组和新设方式主要有三种，我们预计航空工业集团或更倾向于上海模式。航空工业集团在资本市场建树颇多，目前集团下辖28家上市公司，资产证券化率超过66%，到2020年要实现军民融合收入比重70%、社会配套率70%、资产证券化率70%的“三个70%目标”。航空工业集团或借助试点积极推进集团内下属企业整体上市，并划转整体上市企业部分股权由平台公司进行运作和价值管理的方式，继续提高资产证券化水平。

2) 航空工业有望争取到更多自主权和支持政策。航空工业副总经理在中国航空报文章中提到，此次国有资本投资公司试点一定会给比以往更多的政策，试点不是狭义的为推进资本运作而进行的改革，是全面的、深化的改革。以实现高质量发展为目标，航空工业将在“组织架构、运营模式、经营机制”等方面进行改革。我们认为：航空工业集团是首家入选试点的军工企业集团，在目前军工行业内还没有可参考借鉴的改革方案，预计国资委为充分考虑首家的示范作用，可给予更多的授权放权，在混改、股权激励、员工持股、资产证券化等方面给予航空工业集团更多自主权。

■关注航空工业试点方案出台，及对军工集团的示范推广意义。

混改仍是推进军工集团国企改革的重要突破口，军工混改分类分层推进必不可少，民品和二级以下企业先行混改。具体推进方式多元化：

1) 资产证券化：18年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客观条件已经具备，19年有望重新活跃。我们从2016年就一直强调，军工资产证券化不一定带来

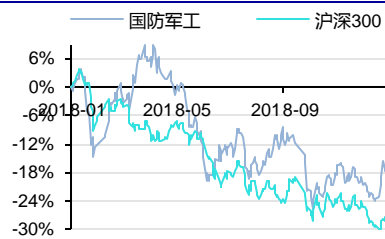
投资评级 **领先大市-A**

**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	-2.86	-13.66	3.81	
绝对收益	-5.96	-15.54	-23.59	

冯福章

分析师

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

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

### 相关报告

军工：民参军是19年军工弹性所在  
2019-01-09

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

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) 科研院所改革：军工科研院所改革与资产证券化没有必然的先后关系，科研院所改革迈入实施阶段，预计 19 年将进一步推进。**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。

**3) 股权激励与员工持股：股权激励有进一步推开的迹象，重视其正向激励作用。**1 月 11 日国资委选定包括航天科技、航空工业两大军工集团等共 10 家单位作为创建世界一流示范企业，在混改、员工持股、股权激励等方面进一步放权授权，力争 3 年左右时间取得显著成效。我们认为：1) 入围示范企业后军工集团具备自主决策下属企业混改、职工持股事项和自主审批子公司股权激励方案的授权，预计两大军工集团内股权激励、员工持股方案或增多；2) 此前军工集团管理层、科研人员等受工资总额限制，薪资水平存在与市场脱节等现状，此次工资预算备案制和超额利润提成等政策，有利于企业管理层提高管理效率和加强成本控制的动力，激发员工活力和工作效率。总体看，无论股权激励还是工资总额放开，均有利于行业成本费用率的下降和推动行业利润率水平提高。

**■投资主线：预计 2019 年更多是自下而上的投资机会。**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，航空领域关注中直股份、中航沈飞（稳健增长）；船舶领域关注\*ST 船舶、中国重工（前期超跌，军船订单较高增长确定性大，民船底部逐步回暖）；
- 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。

**■风险提示：混改进展低于预期、科研院所改制低于预期、试点改革低于预期**

## 1. 新一轮国企改革要实现从“管人管事管企业”向“管资本”转变，航空工业作为首家军工集团入选第三批试点

以管资本为主改革国有资本授权经营体制，是新一轮国有企业改革的主要内容之一，就是以管资本为主改革国有资本授权经营体制，从而达到减少行政化管理手段、突出市场化运营的目标。国资委要实现从“管人管事管企业”向“管资本”转变，其中重要突破口和创新在于国有资本投资运营平台公司。目前国资委监管的央企中，已有约 1/5 的央企转变为国有资本投资公司。

表 1：从“管人管事管企业”向“管资本”转变

时间	重要要求
2013 年 11 月	十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。
2014 年以来	国资委选择了 10 家中央企业开展国有资本投资、运营公司改革试点，其中 8 家是国有资本投资公司，2 家是国有资本运营公司。试点按照试体制、试机制、试模式的思路平稳起步，梯次铺开，取得了一定的成效。
2015 年	印发了《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等相关文件，对改组组建国有资本投资运营公司提出了要求。
2018 年	出台《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，国资委确定了航空工业集团、国家电投、国机集团、中铝集团、中国远洋海运、通用技术集团、华润集团、中国建材、新兴际华集团、中广核、南光集团等 11 家央企为国有资本投资公司试点企业，其中航空工业集团作为首家军工集团入选试点。

资料来源：安信证券研究中心

本次航空工业集团作为首家军工集团入选试点，我们认为主要有两方面原因：1) 前两批入围国有资本投资公司试点的企业，以处于充分竞争领域的商业一类企业为主。此次航空工业集团入围第三批试点，是国资委有意推动更多的国有资本，投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域。2) 航空工业作为国家战略性新兴产业，产业广度大、辐射面广，是军民融合发展的重要领域，且航空工业集团是军工集团资本运作的排头兵，资产证券化率等处于同行业前列，选择航空工业集团试点形成的经验有利于更好为同行业建立标杆和示范推广。

## 2. 预计授权放权力度将进一步加大，航空工业有望得到更充分自主权

### 2.1. 国有资本投资公司并不是对现有企业集团的简单改组或者变更

意在建立一批中国“淡马锡”。国有资本投资、运营公司和现有企业集团并不是就是对现有企业集团的简单改组或者变更，两者在公司属性、涉及领域、管理方式、治理结构上均有不同。国有资本投资、运营公司是管资本，所持股企业既可以涉及一个集团的企业，也可以涉及多个集团的企业；国有资本投资、运营公司可以对已有的企业集团改组组建，也可以新设组建。即使在现有企业集团基础上改组组建，也要按照国有资本投资、运营公司的功能定位和属性要求进行。

表 2：国有资本投资运营公司与企业集团不同

	国有资本投资运营公司	企业集团
公司属性	国有资本市场化运作的专业平台，本身不从事具体的生产经营活动。对所持股企业行使股东职责，维护股东合法权益，按照责权对应原则，切实承担优化国有资本布局，提升国有资本运营效率，实现国有资产保值增值等责任	主要是产业集团，本身是从从事生产经营活动，同时对集团所属企业的生产经营活动实施有效管理
涉及领域	所持股企业既可以涉及一个集团的企业，也可以涉及多个集团的企业	围绕国有资产监管机构确定的主页，在主业范围内从事生产经营和管理
管理方式	以资本为纽带，以产权为基础，开展国有资本的市场化运作，对所持股企业按照规范的法人治理结构管理	以产业为纽带，对所属企业实施管理
治理结构	国有资本投资，运营公司可以对已有的企业集团改组组建，也可以新设组建。即使在现有企业集团基础上改组组建，也要按照国有资本投资、运营公司的功能定位和属性要求进行	属于一般性国有企业

资料来源：安信证券研究中心

国有资本投资、运营公司可采取改组和新设两种方式设立，目前可借鉴的方式主要有三种，我们预计航空工业集团或更倾向于上海模式。航空工业集团在资本市场建树颇多，目前集团下辖 28 家上市公司，资产证券化率约 66%，到 2020 年要实现军民融合收入比重 70%、社会配套率 70%、资产证券化率 70%的“三个 70%目标”。航空工业集团或借助试点积极推进集团内下属企业整体上市，并划转整体上市企业部分股权由平台公司进行运作和价值管理的方式，继续提高资产证券化水平。

**表 3：现有的三种可借鉴的组建方式**

模式	具体情况
重庆模式	将现有国企按照行业类别，将其股权分别划入不同的投资公司和运营公司。目标是将 80% 以上的企业国有资产集中到支柱。
上海模式	在分类管理基础上，积极推进竞争类企业整体上市，并划转整体上市企业部分股权由平台公司进行运作和价值管理，以提高国企资产证券化水平。
山东模式	将现有的大部分国有企业，就地改组或改建为投资运营公司，对不能改造为投资运营公司的，则划入两类公司进行分类整合。

资料来源：安信证券研究中心

## 2.2. 航空工业集团有望争取更多支持政策，赋予更充分的自主权

此次试点明确了配套政策，有望进一步加大授权放权力度。按照“一企一策”原则，根据各国国有资本投资、运营公司的发展定位和工作实际，在战略规划、业务管理、工资总额、选人用人、股权激励、产权管理、重大财务事项等方面赋予更充分的自主权。

**表 4：明确配套政策，有望进一步加大授权放权力度**

配套	具体政策
推进简政放权	围绕落实出资人职责的定位，有序推进对国有资本投资、运营公司的放权。将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资、运营公司，相关管理要求和运行规则通过公司组建方案和公司章程予以明确。
综合改革试点	国有资本投资、运营公司所持股国有控股企业中，符合条件的可优先支持同时开展混合所有制改革、混合所有制企业职工持股、推行职业经理人制度、薪酬分配差异化改革等其他改革试点，充分发挥各项改革工作的综合效应。
完善支持政策	严格落实国有企业重组整合涉及的资产评估增值、土地变更登记和国有资产无偿划转等方面税收优惠政策。简化工商税务登记、变更程序。鼓励国有资本投资、运营公司妥善解决历史遗留问题、处置低效无效资产。制定国有资本投资、运营公司的国有资本经营预算收支管理政策。

资料来源：安信证券研究中心

航空工业有望争取到更多自主权和支持政策。航空工业副总经理在中国航空报文章中提到，此次国有资本投资公司试点一定会给比以往更多的政策，按照“试点通知”要求，航空工业集团需要重新梳理集团与国务院国资委的“权责边界，提出需国资委进一步授权放权事项”。国有资本投资公司试点不是狭义的为推进资本运作而进行的改革，是全面的、深化的改革。以实现高质量发展为目标，航空工业将在“组织架构、运营模式、经营机制”等方面进行改革。我们认为：航空工业集团是首家入选试点的军工企业集团，在目前军工行业内还没有可参考借鉴的改革方案，预计国资委为充分考虑首家的示范作用，可给予更多的授权放权，在混改、股权激励、员工持股、资产证券化等方面给予航空工业集团更多自主权。

## 3. 关注航空工业试点方案出台，及对军工集团的示范推广意义

### 3.1. 混改仍是推进军工集团国企改革的重要突破口

军工混改分类分层推进必不可少。2015 年 9 月国务院印发的《关于国有企业发展混合所有

制经济的意见》明确将军工作为开展不同领域混合所有制改革试点示范的七大领域之一，而中国核建和中国船舶作为第一批试点，体现中央对军工领域的混合所有制改革给予厚望。国务院明确提出“国防军工等特殊产业从事战略武器装备科研生产、关系国家战略安全和涉及国家核心机密的核心军工能力领域，实行国有独资或绝对控股。其他军工领域，分类逐步放宽市场准入，建立竞争性采购体制机制，支持非国有企业参与武器装备科研生产、维修服务和竞争性采购”。因此，军工集团对适宜引入各类资本推进混合所有制的企业，应该坚持分类分层有序推进的原则，因地制宜、一企一策。

**民品和二级以下企业先行混改。**从业务范围来看，军工混改当前主要集中在纯民品和竞争性强的领域，非核心军品领域也将有望逐步引入混改但仍需时间，核心军品领域是否引入混改尚需观察；从改革层面来看，主要为集团旗下的二级及以下企业，集团层面混改可能还不太现实。而最终在各层级的最终的股权架构层面，我们认为：

- 1) 各集团层面国家将保持绝对控股；
- 2) 二级及以下军工企业将有序推进，保持所在集团的绝对或相对控股；
- 3) 新设立的二级及以下民品子企业，原则上可能都要建立混合所有制企业，集团保持绝对或相对控股；
- 4) 鼓励三级及以下民品子企业择优引入各类资本，集团保持相对控股就行；
- 5) 对不符合集团主业方向的民品子企业积极引入各类资本，集团可参股或完全退出；
- 6) 鼓励和支持二级及以下子企业通过投资入股、并购重组等方式对符合主业发展方向、市场潜力大、成长性强的非国有企业战略投资，保持绝对控股或相对控股。

**表 5：军工集团上市公司主营业务、大股东持股比例**

主营业务	大股东及关联方最新持股比例	
中航飞机	H-6、JH-7、Y-8、Y-20、新舟系列、ARJ-21、C-919 大部件、转包生产	中航工业持股 38.18%，中航投资持股 7.59%，西飞工业持股 7.07%，陕飞工业持股 2.69%，西安航发制动持股 1.20%
中航直股份	直 8、直 9、直 10、直 11(含 AC 系列) 等型号直升机及零部件	哈尔滨航空工业持股 28.21%，中航直升机持股 18.78%，哈飞工业持股 6.25%，中航科技工业持股 6.56%
航发动力	航空发动机整机	西安航发持股 26.52%，中航工业持股 11.96%，中航发动机持股 15.59%，贵州黎阳持股 1.74%
内蒙一机	铁路车辆，一机集团坦克等核心装甲车辆资产	内蒙古一机持股 51.68%，北方机械持股 2.59%，中兵投资持股 1.72%
中兵红箭	超硬材料、内燃机配件、智能弹药	豫西工业持股 23.3%，中兵投资持股 14.96%，江北机械持股 4.90%，山东特工持股 4.41%，江南工业持股 1.97%
中国重工	船舶制造及配套、海洋工程等	中船重工持股 35.38%，大连船舶投资持股 7.92%，渤海造船厂持股 2.24%
中国卫星	小卫星制造及应用	中国空间技术研究院持股 51.46%
中航电子	飞机参数采集系统、传感器、告警系统等	中航科技工业持股 43.22%，中航航电公司持股 17.99%，中航工业集团持股 8.09%，汉航工业持股 6.23%
航天晨光	贸易、波纹管、环卫设备、特种设备、压力容器等	航天科工集团持股 25.20%，南京晨光集团 21.28%
长春一东	汽车离合器、翻转机构	吉林东光集团持股 32.07% (此外，一汽集团持股 23.51%)
北方股份	TEREX 非公路自卸车，零配件等	北方重工持股比例 32.26% (此外，特沃(上海)管理咨询公司持股 25.16%)
湖南天雁	废气涡轮增压器、发动机气门等	长安汽车持股 31.43%
中航三鑫	建筑幕墙工程及门窗、特玻材料等	贵航实业持股 13.74%，贵航工业持股 13.42%，中航通飞持股 2.36%
贵航股份	密封条、散热器等汽车零部件	中航汽车系统公司持股 37.01%，贵州航空工业持股 9.28%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.2. 核心是引进各种资本，具体推进方式多元化

军工混改因其行业属性、历史发展等原因，推进方式更加多元化，对集团、上市公司和其他子公司而言，主要包含以下几个方面：

- 1) **资产证券化**：IPO 和资产注入；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客观条件已经具备，19 年有望重新活跃。

**2) 科研院所改革：**军工科研院所改革与资产证券化没有必然的先后关系，科研院所改革迈入实施阶段，预计 19 年将进一步推进，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。

**3) 股权激励与员工持股：**股权激励有进一步推开的迹象，重视其正向激励作用。

**4) 大股东转让股权给其他资本：**如 2016 年 3 月，兵器装备集团拟通过协议转让中国嘉陵 22.34% 的股份，通过公开征集确定受让方；2016 年 7 月，中国电子将持有中电广通 53.47% 的股权以 35.95 亿元转让给中船重工，国资委仍为实际控制人。

**5) 定向增发引入其他资本。**

**6) 子公司层面进行混改：**①与其他资本联合新设子企业，如兵器工业集团和阿里巴巴合资成立千寻位置网络有限公司，注册资本 20 亿元，各占 50% 股权，以“互联网+位置（北斗）”为理念；②子企业择优引入各类资本，如中航光电子公司富士达通过员工持股进行混改；③参股或完全退出不符合主业方向的民品子企业，如 2016 年 10 月，中航地产通过协议转让向保利地产出售房地产开发业务相关的资产与负债，涉及 10 家房地产项目公司股权及 1 个房地产项目在建工程；④投资入股或收购其他非国有企业，如凌云股份本次资产重组收购的东方联星，原为民营企业，2012 年 12 月通过增资引入北方通用电子集团、兵科院、信息集团、兵器三院等，通过多次股权转让和增资，资产注入前兵器工业集团合计控制东方联星 50.95% 的股权，为公司实际控制人。

**表 6：军工上市公司混合所有制改革主要方式**

方式	推进节奏	已有案例
资产证券化	未明显加速，“成熟一个、发展一个”，采取形式包括整体上市、分版块整合、IPO。	中航黑豹、南洋科技、中电广通、中国动力、北方创业、天奥电子等
科研院所改革	迈入实施阶段，预计 19 年将进一步推进。	航天电子、杰赛科技、中国动力等
员工持股	严格试点推进。	中航机电、中航资本 (政策窗口期案例，不具备推广性)
股权激励	政策是可行的，但现实中较难操作。	长安汽车、中航光电 中国动力、凌云股份
大股东转让股权给其他资本		中国嘉陵、中电广通
定向增发引入其他资本		四创电子、中兵红箭等
子公司层面混改	①与其他资本联合新设子企业； ②子企业择优引入各类资本； ③参股或完全退出不符合主业方向的民品子企业； ④投资入股或收购其他非国有企业。	千寻位置公司、中航富士达、中航地产、凌云股份（东方联星）等

资料来源：安信证券研究中心

### 3.3. 资产证券化：并购重组政策转向，军工资产证券化进一步深化

混合所有制改革核心是指引入其他国有资本和非国有资本实现股权多元化，而资产证券化的过程本身就是引入其他资本的过程，资产证券化是混合所有制改革的重要手段。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 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 7：2018 年并购重组鼓励政策概览**

并购重组鼓励政策

政策解读

## 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。 <b>军工并购重组审核效率有望提速。</b>
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。 <b>并购重组审核效率有望提高。</b>
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。 <b>IPO 被否企业借壳上市间隔期缩短，或激活“壳”价值。</b>
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。

### 3.4. 股权激励：进一步铺开的迹象，重视其正向激励作用。

1 月 11 日国资委选定包括航天科技、航空工业两大军工集团等共 10 家单位作为创建世界一流示范企业，在混改、员工持股、股权激励等方面进一步放权授权，力争 3 年左右时间取得显著成效。我们认为：1) 入围示范企业后军工集团具备自主决策下属企业混改、职工持股事项和自主审批子公司股权激励方案的授权，预计两大军工集团内股权激励、员工持股方案或增多；2) 此前军工集团管理层、科研人员等受工资总额限制，薪资水平存在与市场脱节等现状，此次工资预算备案制和超额利润提成等政策，有利于企业管理层提高管理效率和加强成本控制的动力，激发员工活力和工作效率。总体看，无论股权激励还是工资总额放开，均有利于行业成本费用率的下降和推动行业利润率水平提高。

## 4. 投资主线：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，估值切换或可以获得确定性正收益。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。

综上所述，我们认为 2019 年可按照如下思路选择标的（详细内容请参见 2019 年度策略报告《阳和启蛰》）：

- 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，航空领域关注中直股份、中航沈飞（稳健增长）；船舶领域关注\*ST 船舶、中国重工（前期超跌，军船订单较高增长确定性大，民船底部逐步回暖）；
- 3) 优选信息化标的，业绩具备弹性，建议关注航天发展；
- 4) 民参军，组合配置跌幅较大、基本面较优的技术型公司。



## ■ 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
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	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