

# 国防军工

证券研究报告  
2019年01月20日

## 国资委权力下放薪资\激励\投资多权限，两大军工央企入选“一流”

- **大盘回顾：**本周中信军工-1.78%，沪深300+2.37%，创业板+0.63%
- **周重点：**国资委下放薪资\激励\投资等多种权限，航天科工\中航工业入选创建世界一流示范企业

据财联社消息，国资委选定中航工业、航天科技、中广核、中车、中移动等10家单位，作为创建世界一流示范企业。同时，据经济参考报消息，日前征求意见的《关于中央企业创建世界一流示范企业有关事项的通知》显示，国资委将进一步放权授权，示范企业可以：

- ✓ 自主运用混改、员工持股、股权激励
- ✓ 自主决定发展规划和年度投资计划
- ✓ 实行工资预算备案制，自主编制年度工资预算：探索超额利润提成可在工资总额中单列管理；战略新兴产业子企业、特殊高端人才可实行市场化薪酬和专项奖励，不纳入集团工资总额；年度工资总额在增幅不高于利润增幅的范围内可由集团自主决策，事后向国资委备案即可。

我们认为：本次国资委权力的下放，将以往央企运营的桎梏，如投资流程过于复杂、薪资帽死不能自主决策、激励制度难以获批执行等问题，得到解决，我们认为两大试点军工央企集团上市公司的证券化改制、激励、内生增长都将迎来新的上升期。

### 央企建议关注两大试点集团：

中航光电、中航机电、中航电子、中航科工HK、航天电子等。

- 2019 将改变权重股单边配置行情，小市值具备最大弹性

民参军企业经过 2017、2018 年连续两年的估值调整，36.8%民参军企业 2019E PE 在 20x 以下、63.2%在 30x 以下，整体进入低估值区域。而基本面方面，截止 Q3，民参军企业经营性净现金流大幅回暖、资产负债表前瞻指标明显放量，其中预付款项、收入与存货均稳健增长，预计将实现归母净利润放量。从民参军企业来看，其各项指标均实现稳中有增的增长，其中经营性现金流同比+61.72%大幅回暖，预付款项/存货/收入分别增长 23.02%/20.85%/20.57%，我们判断，伴随经营性净现金流的大幅回暖和这些前瞻指标的稳健放量，民参军企业的归母净利润有望在 2019 年出现放量拐点，并伴随产业进入上升轨道。

关注低估值民参军：金信诺、航锦科技、火炬电子、和而泰、雷科防务

关注小市值：四川九州、四创电子、振华科技、改制主题小市值企业

- 2019 投资策略回顾：

行业配置策略上，板块具备受倾斜基础，看好板块从低配到标配。

机构标的配置方面：小市值（包含民参军）企业经历连续两年估值下杀后，整体进入低估值区域、有望成为 2019 年主要弹性，预计机构持仓已较密集的白马\权重集中情况将持续，变化预计为从主机厂向低基数的配套企业倾斜。因此看好配套国企和小市值企业。

2019 配置优先度：白马\权重 = 拐点民参军 = 资产证券化

2018 单边配置行情：白马\权重 >>>> 资产证券化 > 民参军

2019 年预计的主要亮点：定价机制改革、板块基本面表现逆周期、建国 70 周年主题催化、“十三五”期间新式装备放量元年、“十三五”进入末段资产证券化落地期。

风险提示：政策调整风险，军工央企改革进度低于预期，回款不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业研究周报:装备目录调整带来行业预期变化,关注市场预期差带来的投资机会》 2019-01-13
- 2 《国防军工-行业投资策略:经济下行压力的对冲品,2019 从产业拐点到业绩拐点》 2019-01-01
- 3 《国防军工-行业研究周报:装备目录调整带来行业预期变化,关注市场预期差带来的投资机会》 2018-12-23

## 1. 18H1 重点关注低基数企业，从核心股单边行情到小市值共振

### 1.1. 重点关注：2018H1 低基数企业，配套企业将于上半年出现业绩拐点

2018 年 H1 因军品订单放量但收入确认延后影响，军工重点配套企业的业绩出现低基数，中航光电、航天电器等国企配套上 Q1 归母净利润同比下降 30.2%，造成 H1 12.47 亿元的低基数出现。截至 18Q3，配套企业归母净利润增速已回升至 16.3%。

我们认为，2018 上半年延后的收入确认或将导致 2019 年的挤压式超额确认的产生，而主机厂或因 2018 年调节了上半年的交付比例，将在 2019 上半年具备较高基数，因此看好将出现业绩弹性的低基数配套企业。建议关注：中航光电、航天电器、中航机电、航天发展、国睿科技、航天电子等。

图 1：2018 年一季度、半年、前三季度重点配套企业归母净利润表现

股票代码	股票简称	18Q1归母	18H1归母	18Q3归母
		净利润(亿元)	净利润(亿元)	净利润(亿元)
		2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30
600879.SH	航天电子	1.00	2.24	3.43
002025.SZ	航天电器	0.65	1.57	2.66
002179.SZ	中航光电	1.67	4.65	6.97
002013.SZ	中航机电	0.13	2.89	5.03
600990.SH	四创电子	-0.59	-0.37	-0.05
600372.SH	中航电子	-0.60	1.48	2.48
<b>总计 (亿元)</b>		<b>2.26</b>	<b>12.47</b>	<b>20.52</b>
<b>YoY%</b>		<b>-30.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.3%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 2019 将改变权重股单边配置行情，民参军（小市值）具备最大弹性

民参军企业经过 2017、2018 年连续两年的估值调整，已出现 36.8% 民参军企业 2019E PE 在 20x 以下、63.2% 在 30x 以下的估值分布，整体进入低估值区域。

图 2：2019、2020 年民参军企业估值分布

民参军企业PE分布	19 PE	20 PE
PE < 20 (家)	14	21
PE < 30 (家)	24	29
总计 (家)	38	38
<b>% PE &lt; 20</b>	<b>36.84%</b>	<b>55.26%</b>
<b>% PE &lt; 30</b>	<b>63.16%</b>	<b>76.32%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

而基本面方面，截止 Q3，民参军企业经营性净现金流大幅回暖、资产负债表前瞻指标明显放量，其中预付款项、收入与存货均稳健增长，预计将实现归母净利润放量。从民参军企业来看，其各项指标均实现稳中有增的增长，其中经营性现金流同比+61.72%大幅回暖，预付款项/存货/收入分别增长 23.02%/20.85%/20.57%，我们判断，伴随经营性净现金流的大幅回暖和这些前瞻指标的稳健放量，民参军企业的归母净利润有望在 2019 年出现放量拐点，并伴随产业进入上升轨道。

关注低估值民参军：金信诺、航锦科技、火炬电子、和而泰、雷科防务

关注小市值：四川九州、四创电子、振芯科技、改制主题小市值企业

图 3：2018 三季度军工行业全板块/分板块业绩增速概览

	收入YoY%	归母净YoY%	预收账款YoY%	存货YoY%	应收YoY%	预付款项YoY%	应付YoY%
<b>军工全行业</b>	11.5%	-17.9%	10.6%	-1.1%	15.2%	32.0%	13.7%
<b>国企</b>	11.2%	43.2%	9.1%	-2.2%	15.3%	30.5%	13.5%
<b>航空业</b>	15.3%	72.6%	-32.3%	6.7%	12.1%	1.6%	8.9%
<b>航天业</b>	18.8%	41.4%	10.1%	9.1%	18.0%	12.2%	6.6%
<b>船舶</b>	15.2%	120.5%	-3.5%	-15.4%	24.3%	43.8%	22.2%
<b>信息化</b>	-8.7%	-51.7%	22.8%	12.2%	24.0%	63.2%	21.1%
<b>地面装备</b>	-15.0%	-30.9%	581.4%	38.1%	-13.8%	30.5%	-5.3%
<b>民参军</b>	12.3%	-75.2%	23.5%	7.1%	15.1%	40.7%	15.6%
低于0%	0%-15%	15%-30%	30%以上				

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 院所改制与资产证券化——年度副线

### 2.1. 改制政策梳理

表 1：院所改制政策

发布时间	文件名	印发机构	主要内容
2012 年	《关于分类推进事业单位改革的指导意见》	国务院	提出了 2020 年的总目标时点。
2013 年			军工集团事业单位改革开始，总体上按照“先试点、后分类、整体方案上报”的思路进行。
2014-12	关于军工科研院所改革的文件	国防科工局改革办	确定了军工科研院所改革分类的原则和标准，要求各军工集团按标准尽快将下属各科研院所划分到位，提交科研院所分类的正式方案。
2017-7-7	《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局在北京组织召开军工科研院所转制工作推进会。	宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。标志着军工科研院所转制工作正式启动，军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。
2017-12-4	《国务院办公厅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）	国务院办公厅	在确保安全保密的前提下，支持符合要求的各类投资主体参与军工企业股份制改造。积极稳妥推动军工企业混合所有制改革，鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资产注入上市公司，建立军工独立董事制度，探索建立国家特殊管理股制度。
2018-5-7	《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》（科工计〔2018〕510 号）	国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局	批复原则同意兵器装备集团自动化研究所转制为企业，明确了转制适用政策，需要开展的重点工作和程序，提出了有关要求。

资料来源：国务院，国防科工局，天风证券研究所

### 2.2. 58 所改制批复！首批改制试点中首家获批

2017 年 1 月 4 日，中国兵器工业集团首次公布《关于发展混合所有制经济的指导意见》；2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合批复中国兵器装备集团自动化研究所（58 所）转制为企业。58 所是本次军工科研院所分类改革中批复的第一家转制为企业的单位，标志着生产经营类军工科研院所转制工作开始迈入实施阶段。

58 所为军工行业事业单位转企做出了三个贡献，包括：（1）方案模板、（2）审批流程、（3）批复模板，其已经取得和将要形成的可复制可推广经验获得国资委及国防科工局的肯定，后续将进一步推动混改进程。2018 年 4 月 9-10 日，58 所所长刘勇分别到国家国资委、发改委、国防科工局汇报了混合所有制试点改革、事业单位转制以及员工持股方案等工作。

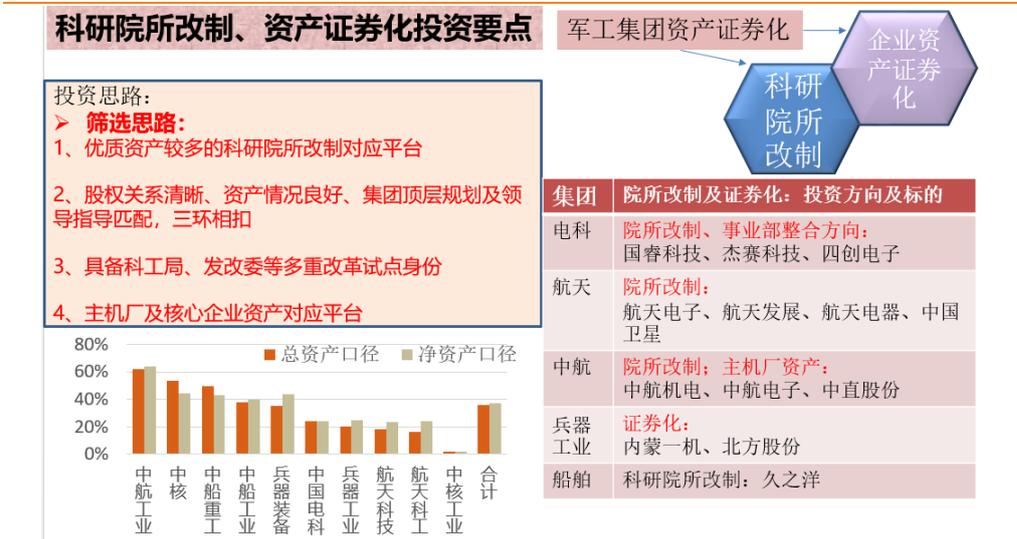
根据 58 所官网，58 所是专业从事自动化与信息化技术的军民融合型研究所，形成了数字控制、特种测控、特种电子、智能传感的产业框架。地处四川绵阳，成立于 1977 年，现有职工 600 余人，总资产近 8 亿元，拥有各类科研课题千余项，获得科技成果 500 余项，突破关键技术 200 余项，其中填补国内空白的核心技术 50 余项。目前，58 所特种计算机设计技术指标达到世界最高水平，电量传感器成为国内的第一品牌，核辐射监测产品率先替代国外进口，核电站核心部件市场份额占全国 90%以上，累计销售额超 2 亿元，数控系

统产品已在国防科技工业万台普通机床数控化改造工程和千台数控增效工程中发挥效益。

由于国务院《关于分类推进事业单位改革的指导意见》提出的总目标时间节点 2020 年已近，基于 58 所的经验，我们认为，预计其余 40 家试点单位乃至更多的生产经营类军工科研院所的企业化转制进程将明显加快。

### 2.3. 院所改制与资产证券化投资要点

图 4：院所改制与证券化投资要点



### 3. 核心军工股估值更新

图 5：核心军工股估值更新表（1月19日更新）

股票名称	当前市值 亿元	当前股价 元/股	17a	18e	18e	19e	19e	17a-PE	18e-PE	19e-PE
			归母净利润 亿元	YoY%	归母净利润 亿元	YoY%	归母净利润 亿元	x	x	x
中航沈飞	434.12	31.00	7.07	16.5%	8.23	21.0%	9.96	61.42	52.72	43.57
中直股份	239.21	40.58	4.55	13.0%	5.15	20.0%	6.17	52.53	46.49	38.74
内蒙一机	186.70	11.05	5.25	14.0%	5.99	18.0%	7.06	35.56	31.19	26.44
中航飞机	388.44	14.03	4.71	16.0%	5.47	20.0%	6.56	82.40	71.04	59.20
航发动力	506.66	22.52	9.60	21.0%	11.62	24.5%	14.46	52.78	43.62	35.04
中航机电	265.60	7.36	5.79	59.8%	9.25	18.0%	10.92	45.87	28.71	24.33
中航电子	256.14	14.56	5.42	8.2%	5.87	16.5%	6.84	47.22	43.63	37.44
中航光电	289.80	36.64	8.25	15.0%	9.49	23.0%	11.67	35.11	30.53	24.82
航天电器	105.88	24.68	3.11	14.9%	3.58	15.8%	4.14	34.00	29.59	25.56
航天电子	159.08	5.85	5.25	11.0%	5.83	14.0%	6.64	30.31	27.30	23.95
杰赛科技	66.54	11.65	2.02	22.0%	2.46	25.1%	3.08	32.98	27.04	21.61
四创电子	56.57	35.54	2.01	-20.0%	1.61	15.0%	1.85	28.10	35.13	30.55
<b>核心股2018归母净利润总体增速</b>			<b>63.05</b>	<b>18.23%</b>	<b>74.54</b>	<b>核心股总算数平均估值</b>		<b>44.86</b>	<b>38.92</b>	<b>32.60</b>
<b>四大主机厂2018归母净利润增速</b>			<b>21.59</b>	<b>15.05%</b>	<b>24.83</b>	<b>主机厂算数平均估值</b>		<b>57.98</b>	<b>50.36</b>	<b>41.99</b>
<b>白马股2018归母净利润增速</b>			<b>41.46</b>	<b>19.88%</b>	<b>49.70</b>	<b>配套白马算数平均估值</b>		<b>38.30</b>	<b>29.82</b>	<b>25.37</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 2018Q4 业绩预告

图 6：2018Q4 业绩预告（1 月 19 日更新）

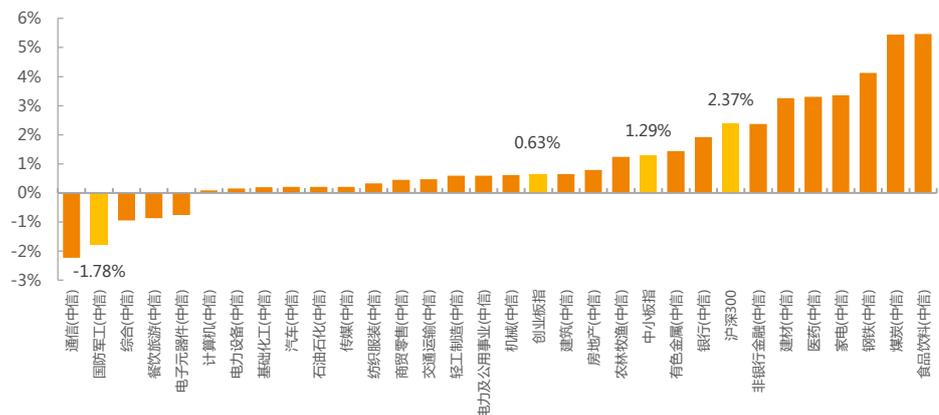
股票代码	股票简称	业绩预告类型	预告净利润		预告净利润	
			下限 (万元)	上限 (万元)	同比增长下限 (%)	同比增长上限 (%)
600862.SH	中航高科	预增	30,888.05	30,888.05	270.00%	270.00%
002297.SZ	博云新材	扭亏	2,000.00	3,000.00	132.06%	148.09%
000818.SZ	航锦科技	预增	48,000.00	60,000.00	88.00%	135.00%
600150.SH	*ST船舶	扭亏	43,500.00	52,500.00	118.91%	122.83%
300456.SZ	耐威科技	预增	9,202.53	10,655.57	90.00%	120.00%
002414.SZ	高德红外	预增	11,104.51	12,857.86	90.00%	120.00%
002669.SZ	康达新材	预增	7,223.42	9,412.33	65.00%	115.00%
002111.SZ	威海广泰	预增	19,254.17	22,651.97	70.00%	100.00%
300034.SZ	钢研高纳	预增	9,500.00	11,200.00	63.26%	92.47%
300699.SZ	光威复材	预增	36,766.00	39,138.00	55.00%	65.00%
002465.SZ	海格通信	略增	38,126.95	43,992.63	30.00%	50.00%
002402.SZ	和而泰	略增	21,372.44	26,715.56	20.00%	50.00%
002413.SZ	雷科防务	略增	13,481.88	18,384.39	10.00%	50.00%
002608.SZ	江苏国信	略增	218,000.00	310,000.00	0.02%	42.23%
002013.SZ	中航机电	略增	74,494.35	95,778.45	5.00%	35.00%
002151.SZ	北斗星通	续盈	9,000.00	14,000.00	-14.20%	33.40%
300114.SZ	中航电测	略增	14,886.00	16,828.00	15.00%	30.00%
002253.SZ	川大智胜	略增	4,998.93	5,907.82	10.00%	30.00%
002023.SZ	海特高新	略增	3,436.89	4,467.96	0.00%	30.00%
002683.SZ	宏大爆破	略增	18,500.00	21,000.00	13.75%	29.12%
002025.SZ	航天电器	略增	32,696.00	38,924.00	5.00%	25.00%
002933.SZ	新兴装备	略增	12,000.00	14,000.00	2.95%	20.11%
002519.SZ	银河电子	续盈	16,855.79	22,474.39	-10.00%	20.00%
002179.SZ	中航光电	略增	82,535.08	94,915.34	0.00%	15.00%
002935.SZ	天奥电子	略增	9,580.00	10,500.00	3.55%	13.49%
600391.SH	航发科技	首亏	0.00	0.00	0.00%	0.00%
600501.SH	航天晨光	首亏	0.00	0.00	0.00%	0.00%
600416.SH	湘电股份	首亏	0.00	0.00	0.00%	0.00%
300411.SZ	金盾股份	首亏	0.00	0.00	0.00%	0.00%
300722.SZ	新余国科	不确定	0.00	0.00	0.00%	0.00%
300447.SZ	全信股份	不确定	0.00	0.00	0.00%	0.00%
000901.SZ	航天科技	略减	14,016.00	16,546.00	-17.69%	-2.83%
002338.SZ	奥普光电	略减	2,692.78	3,846.83	-30.00%	0.00%
002544.SZ	杰赛科技	略减	10,086.38	20,172.75	-50.00%	0.00%
002190.SZ	成飞集成	续亏	-30,000.00	-21,000.00	-176.95%	-93.86%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 本周市场及军工板块走势回顾

本周中信国防军工行业指数下跌 1.78%，沪深 300 指数涨幅 2.37%，创业板指涨幅 0.63%。

图 7：本周中信国防军工行业指下跌 1.78%



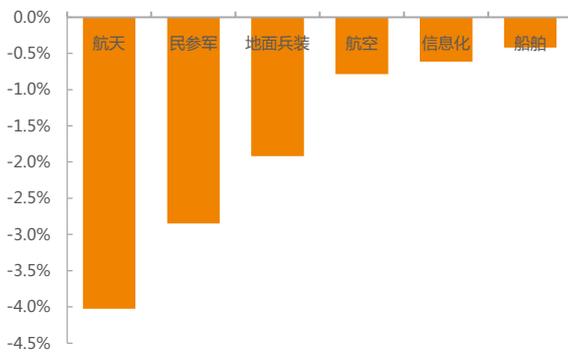
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2008-2018 年中信军工指数估值情况（当前估值 58.47x）



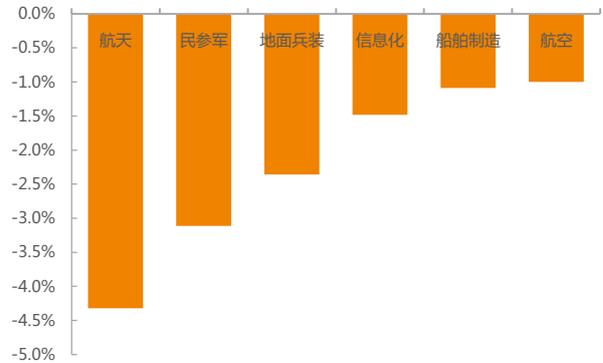
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：国防军工行业子板块上周表现（市值加权）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：国防军工行业子板块上周表现（算数平均）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国防军工板块本周下跌 1.78%，各细分板块均有不同程度下跌：从市值加权指标来看，船舶\地面兵装\民参军\航天\航空\信息化分别下跌 4.03%，2.85%，1.92%，0.79%，0.61%，0.42%。

## 6. 行业最新数据

### 6.1. 船舶：BDI 指数本周小幅度下跌，指数出现回调

图 11：波罗的海干散货指数本周下跌 3.05%（1 月 19 日更新）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

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

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com