

船企完成大幅资产减值， 轻装前行再起航

核心看点 (1.14-1.20)

一. 最新观点

1、BDI 指数低位运行，2019 年世界造船仍处于底部。 BDI 指数已呈现 10 年低位运行状态。2018 年世界三大造船指标两升一降，2017 年世界手持船舶订单处于周期底部，由此推断，2019 年世界造船完工量或将处于近年底部。

2、2019 年我国造船完工量将有所回暖。 2018 年我国手持船舶订单同比增长 2.2%，因此，2019 年造船完工量与 2018 年相比将有所上升。2017 年底至 2018 年初，我国新接船舶订单出现大幅增长，但二、三、四季度新增订单开始减少，致使全年新接订单量同比降低 7%，2019 在手订单数量将同比减少，将对 2020 年造船完工量造成一定下行压力。

3、完成大幅资产减值，船舶企业轻装前行。 船企属于重资产型企业，资产减值对公司业绩影响较大。2015 年至 2017 年，ST 船舶 (600150.SH) 和中国重工 (601989.SH) 资产减值力度较大，总和分别为 48.9 亿元、45.6 亿元和 23.1 亿元，有利于大幅减轻未来资产减值压力，为企业后续发展扫清了障碍。

4、前期白马回调，估值相对较低，建议逢低加仓。 2018 年第四季度，零部件生产相关白马标的，受军品目录调整所带来的免税政策等因素影响回调较大，在公司基本面未发生实质性改变的情况下，重现投资机会，建议逢低加仓。继续推荐估值和成长兼备的中直股份 (600038.SH)、内蒙一机 (600967.SH)、航天电器 (002025.SZ)、中国动力 (600482.SH)、成长性较好的钢研高纳 (300034.SZ) 和航天发展 (000547.SZ)。

二. 核心组合上周表现

表 1 军工行业投资组合上周表现

组合	股票代码	股票简称	周涨幅 (%)	绝对收益率 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)
投 资 组 合	002025.SZ	航天电器	0.12	15.17	8.46
	000547.SZ	航天发展	-1.33	17.86	11.15
	002544.SZ	杰赛科技	-3.64	7.67	0.97
	300034.SZ	钢研高纳	1.68	12.33	5.62
	600482.SH	中国动力	0.27	0.40	-6.30
	600038.SH	中直股份	-0.78	8.62	1.91
	600967.SH	内蒙一机	-0.09	6.25	-0.45

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

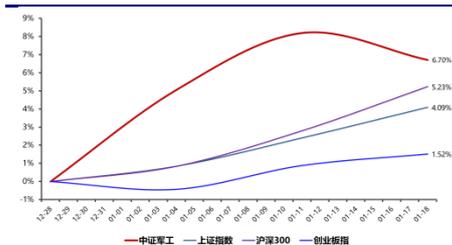
☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

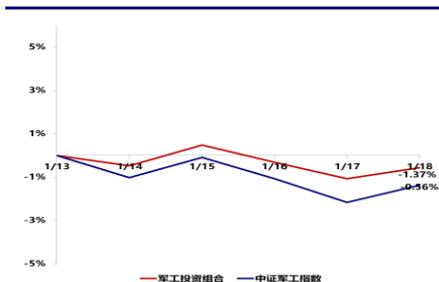
联系人: 温肇东、周义

中证军工指数 19 年初至今的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

推荐组合上周的表现



数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

一、最新研究观点

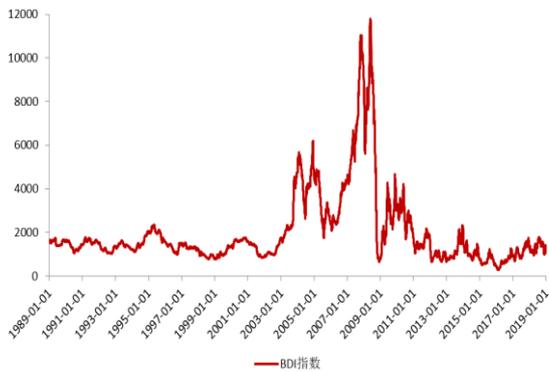
(一) 最新观点

1、BDI 指数低位运行，2019 年世界造船完工量仍处于底部

(1) BDI 指数缓慢回升，总体仍处于低位

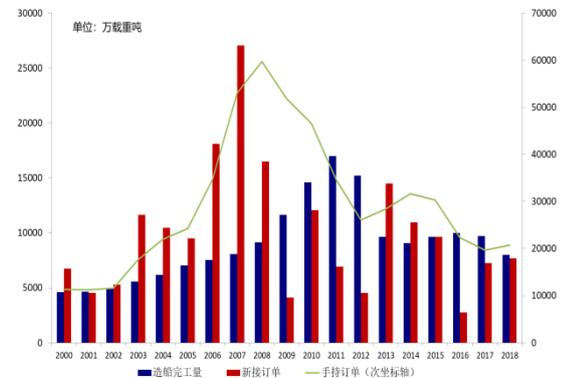
反映世界航运业经济指标的波罗的海干散货船指数（BDI 指数）已呈现 10 年低位运行状态。BDI 指数自 2008 年经济危机以来呈断崖式下跌，从 2008 年最高的 11793 点跌落至 2016 年 2 月历史最低的 290 点，随着全球航运业逐渐复苏，目前 BDI 指数回到了 1350 点左右，但仍低于 08 年经济危机之前五年的平均水平，接近于 2002 年之前的历史平均值。

图 1 BDI 指数历史走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2 历年世界造船三大指标



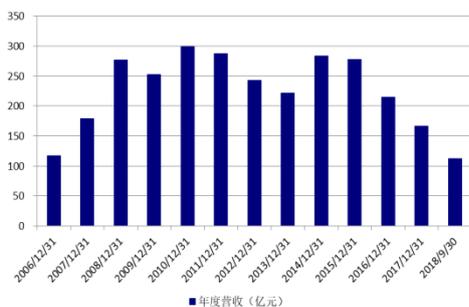
资料来源：中国船舶工业行业协会，中国银河证券研究院整理

(2) 造船三大指数与 BDI 指数密切相关

世界新接船舶订单量与 BDI 指数高度相关，BDI 指数分别于 2008 年、2010 年、2013 年和 2017 年出现局部峰值，世界新接船舶订单也在这几年出现峰值，BDI 指数于 2016 年降至历史最低位，同年世界新接船舶订单也降至历年最低。由于接到船舶订单后，开工准备期一般为半年至一年，因此，手持订单数量较新接订单数量滞后一年左右。造船总周期一般为 2~3 年，因此造船完工量较新接订单会延后 2~3 年。

从公司营收角度看，以 ST 船舶（600150.SH）为例，其营收与造船完工量趋势基本一致，因此可以总结出 BDI 指数、造船三大指标和公司营收的近似关系如图 4 所示。

图 3 ST 船舶（600150.SH）历年营收



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4 BDI 指数、造船指标和公司营收关系图



资料来源：中国银河证券研究院整理

(3) 2018 年世界造船完工量继续下降，手持订单和新接订单有所上升

世界造船完工量、新接船舶订单和手持订单三大造船指标，分别在 2007 年、2008 年和 2011 年达到峰值，之后总体呈逐年下降趋势。根据克拉克松数据，2018 年世界造船三大指标与 2017 年相比，造船完工量降低 17.7%，手持订单上升 5.8%，新接订单上升 5.6%。

(4) 2019 年世界造船完工量仍处于底部，2020 年或将开始回暖

从周期角度看，造船完工量较手持订单一般滞后两年左右，手持订单自 2014 年开始下降，至 2017 年达到底部，造船完工量自 2016 年开始下降，因此，2019 年世界造船完工量下降风险较大。由于 2017 年和 2018 年新接订单较 2016 年都大幅增长，因此，2019 年在手持订单将稳步增长，预计 2020 年造船完工量将开始回升。

2016~2018 年世界新接船舶订单保持增长，但是全球航运仍处于低位运行状态，由于全球经济不确定因素较大，全球航运市场未来走势不明朗，船舶运输业处于大的下行周期内，需求端缺乏新的增量，另外由于造船完工高峰处于 2011 年左右，大部分船只远未到寿命期，还没有大批量以旧换新的需求，因此，短期内新接订单数量反弹有限。考虑到 2017 年和 2018 年新接订单量不及 2014 和 2015 年，因此，今后 2~3 年造船完工量将呈回暖态势，但绝对值难以达到 2017 年以前水平。

2、2018 年我国造船完工量同比下降，船舶产业集中度不断提高

(1) 2018 年我国造船完工量同比下降 8.8%

根据克拉克松数据，2018 年我国造船完工量 3471 万载重吨，同比下降 8.8%；新承接船舶订单量 2998 万载重吨，同比下降 7.0%；截至 12 月底，手持船舶订单量 8833 万载重吨，同比增长 2.2%。

2018 年，我国造船三大指标以载重吨计国际市场份额总体超过 40%，继续保持世界领先；以修正总吨计造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占国际市场份额的 36.1%、32.2% 和 35.9%，其中新接订单居第二位，完工量和手持订单量均位居第一。

(2) 国内船舶产业集中度不断提升

根据工信部的统计，2018 年我国船舶工业产业集中度不断提高，全国前 10 家企业造船完工量占全国 69.8%，比 2017 年提高 11.5 个百分点；新接船舶订单前 10 家企业新接订单量占全国 76.8%，比 2017 年提高 3.4 个百分点。

图 5 2018 年世界造船完工量

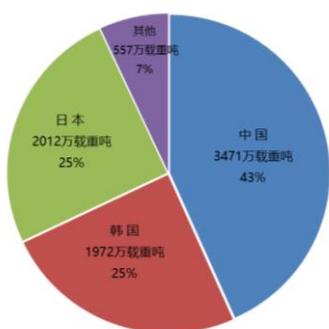


图 6 2018 年世界船舶新接订单

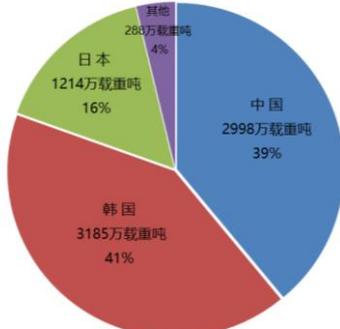
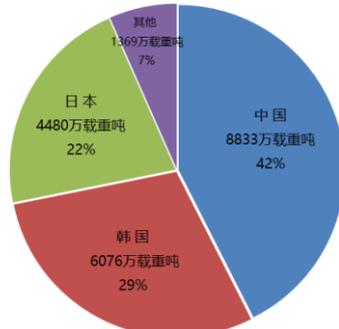


图 7 2018 年世界船舶手持清单



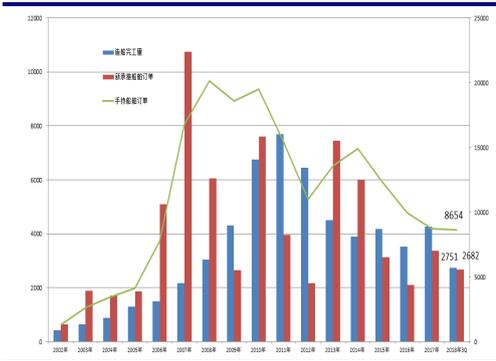
资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究院整理

3、2019 年我国造船完工量将有所回暖

根据克拉克松数据，2018 年我国手持船舶订单同比增长 2.2%，因此，2019 年我国造船完工量与 2018 年相比将有所上升。

2017 年底至 2018 年初，我国新接船舶订单出现大幅增长，使 2018 年在手订单增长维持稳定，但今年二、三、四季度新增订单开始减少，致使全年新接订单量同比降低 7%（克拉克松数据），因此，2019 年在手订单数量将同比减少，对 2020 年造船完工量带来一定下行风险。

图 8 2002-2018 年我国造船三大指标



资料来源：中国船舶工业行业协会，中国银河证券研究院整理

图 9 2018 年我国新承接船舶订单分月情况

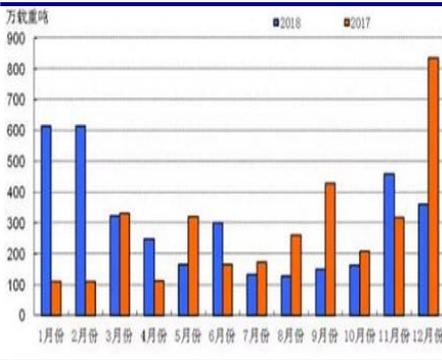
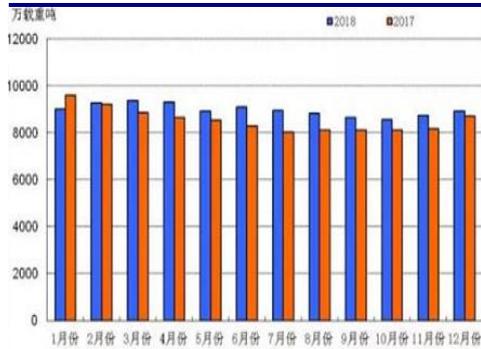
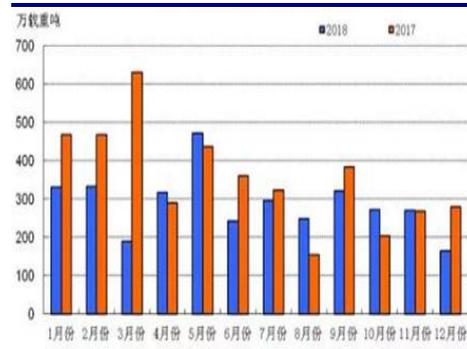


图 10 2018 年我国船舶在手订单分月情况



资料来源：中国船舶工业行业协会，中国银河证券研究院整理

图 11 2018 年我国造船完工量分月情况

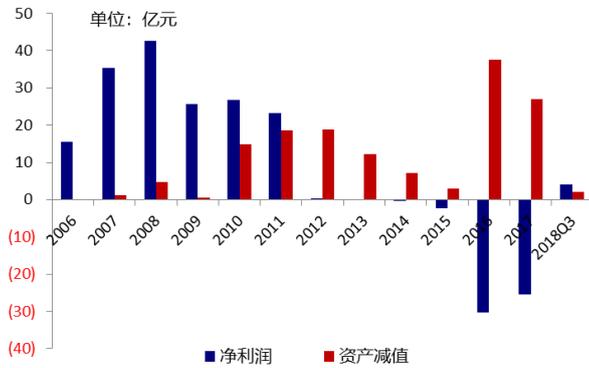


4、完成大幅资产减值，船舶企业轻装前行

船厂是重资产型企业，资产减值损失对企业营业利润影响很大。从我国造船完工量来看，自 2000 年至 2011 年保持连续增长，为应对造船量激增需求，许多船厂都增大了固定资产投资，随之而来，在固定资产投资完成后逐年产生资产减值。ST 船舶（600150.SH）、中国重工（601989.SH）、中船防务（600685.SH）等公司自 2010 年后开始出现较大规模资产减值，对企业净利润造成较大影响，如 2012 年和 2013 年，船厂资产比例较大的 ST 船舶（600150.SH）和中船防务（600685.SH），扣除资产减值前的净利润与资产减值基本相等，全年净利润不足 2000 万元。以船用设备制造为主的中国动力（600482.SH）资产减值历年相对平稳，资产减值压力相对较小。2015 年至 2017 年，ST 船舶（600150.SH）和中国重工（601989.SH）进

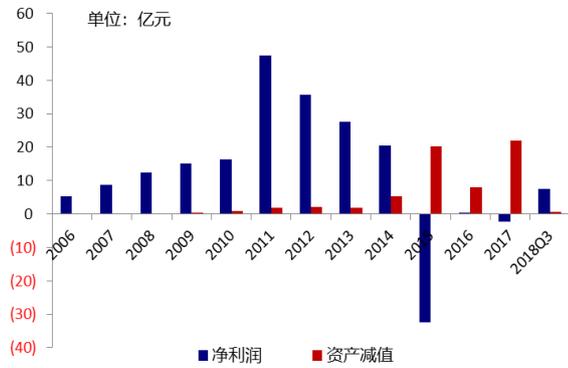
行了较为集中的资产减值，分别累计减值 67.4 亿元和 50.2 亿元，从而减轻了今后资产减值压力，为企业后续发展扫清了障碍。

图 12 ST 船舶（600150.SH）净利润及资产减值情况



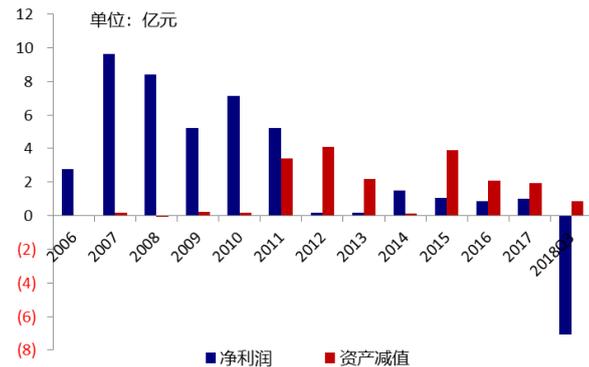
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13 中国重工（601989.SH）净利润及资产减值情况



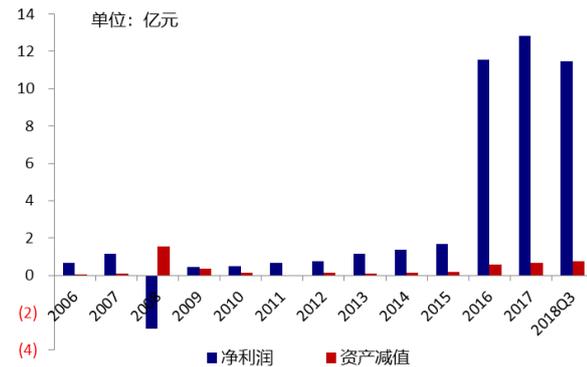
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14 中船防务（600685.SH）净利润及资产减值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15 中国动力（600482.SH）净利润及资产减值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5、前期白马估值相对较低，建议逢低加仓。2018 年第四季度，航天电器（002025.SZ）、中航机电（002013.SZ）、中航光电（002179.SZ）等零部件白马标的，受军品目录调整所带来的免税政策等因素影响回调较大，在公司基本面未发生实质性改变的情况下，重现投资机会，议逢低加仓。继续推荐估值和成长兼备的中直股份（600038.SH）、内蒙一机（600967.SH）中国动力（600482.SH），成长性较好的钢研高纳（300034.SZ）、杰赛科技（002544.SZ）和航天发展（000547.SZ）。

（二）行业投资组合

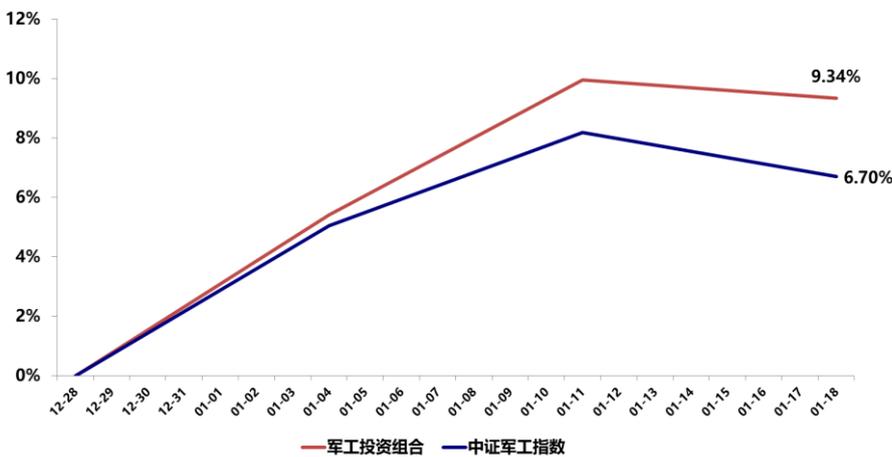
军工行业投资组合是以中长期可能博得超额收益为选择标准，个股往往兼具估值和成长双属性的白马或龙头股。

表 3 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅 (%)	绝对收益率 (年初至今, %)	相对收益率 (年初至今, %)	入选时间
军工行业投资组合	002025.SZ	航天电器	低估值白马, 业绩增长确定性强	0.12	15.17	8.46	2019/1/1
	000547.SZ	航天发展	看好公司业绩增长弹性	-1.33	17.86	11.15	2019/1/1
	002544.SZ	杰赛科技	受益于 5G 通信行业高景气	-3.64	7.67	0.97	2019/1/1
	300034.SZ	钢研高纳	看好公司业绩增长弹性	1.68	12.33	5.62	2019/1/1
	600482.SH	中国动力	低估值白马, 业绩增长确定性强	0.27	0.40	-6.30	2019/1/1
	600038.SH	中直股份	国内直升机龙头, 受益于需求高增长	-0.78	8.62	1.91	2019/1/1
	600967.SH	内蒙一机	国内装甲武器龙头, 受益于需求高增长	-0.09	6.25	-0.45	2019/1/1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10 推荐组合 19 年年初至今的表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

投资组合周表现分析

上周中证军工指数周涨幅为-1.37%，投资组合周跌幅为-0.56%，比军工指数涨幅低高 0.81%。投资组合中钢研高纳 (300034.SZ) 表现最好，涨幅为 1.68%，杰赛科技 (002544.SZ) 跌幅最大，跌幅为 3.64%。其他公司市场表现较为平稳。

年初至今，航天通信 (600677.SH)、瑞特股份 (300600.SZ) 等前期低估值公司涨幅明显，涨幅分别为 32% 和 23.6%。前期回调明显的中航沈飞 (600760.SH)、中航飞机 (000768.SZ) 涨幅分别为 11.9% 和 5.97%，上升势头依然偏弱。中航光电 (002179.SZ)、中航机电 (002013.SZ) 涨幅分别为 8.79% 和 13.03%，上升势头略好。

上述数据表明，近期市场投资风格有所变化，之前由于白马标的关注度较高，市盈率处于高位，随着市场逐步关注前期下跌较多的相关标的，因此白马标的近期下跌较多。由于白马标的公司质地较好，将受益于军工行业景气度的持续提升，随着近期相关公司市盈率降低，将逐步回归合理估值区间，后期仍有上涨空间，因此仍然长期看好。



表 4 组合周相对收益情况

成份股	002025.SZ	000547.SZ	002544.SZ	300034.SZ	600482.SH	600038.SH	600967.SH
	航天电器	航天发展	杰赛科技	钢研高纳	中国动力	中直股份	内蒙一机
周相对收益 (%)	1.49	0.04	-2.27	3.06	1.64	0.59	1.28

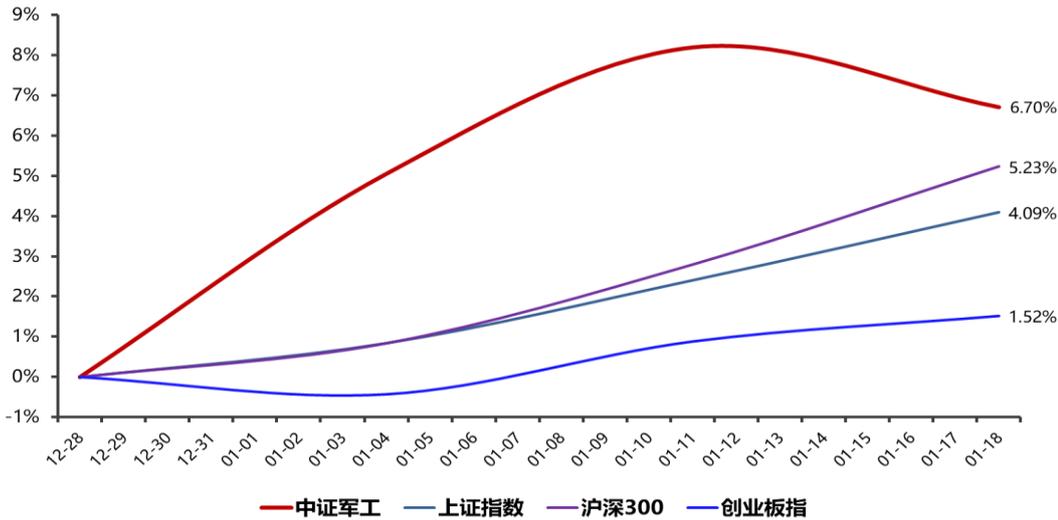
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 风险提示 改革进度不及预期的风险。

附录

一、行业数据跟踪

图 11 中证军工指数 18 年初至今的表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5 军工行业涨跌幅榜

周表现	个股名称及表现				
涨幅前五	鹏起科技 (600614.SH)	宝钛股份 (600456.SH)	*ST 船舶 (600150.SH)	中国长城 (000066.SZ)	海兰信 (300065.SZ)
	7.02%	6.46%	3.49%	2.39%	1.79%
跌幅前五	航天通信 (600677.SZ)	长城军工 (601606.SH)	火炬电子 (603678.SH)	贵航股份 (600523.SH)	瑞特股份 (300600.SZ)
	-11.41%	-7.28%	-5.95%	-5.45%	-5.41%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国内外行业及公司估值情况

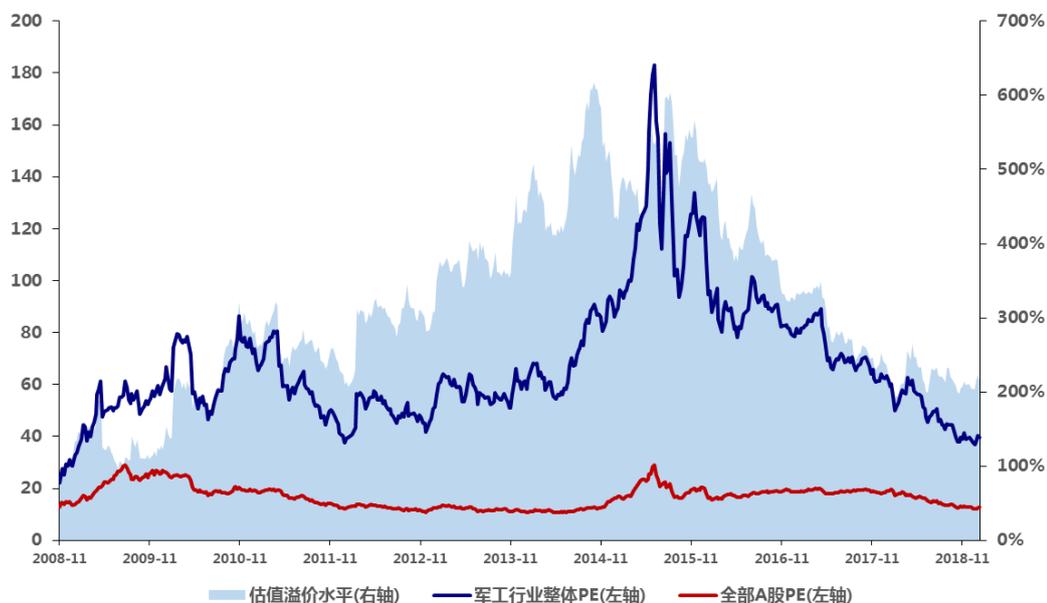
1、国内军工行业估值及对比

说明: I、我们选取 2008 年 11 月 6 日至今的行业表现作为研究区间, 理由是 11 月 6 日随着中国航空工业集团组建成立, 军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态, 资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至 2019 年 1 月 18 日, 军工行业最近一年的滚动市盈率为 39.73 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 12.69 倍, 分别较 2008 年底以来的 PE (TTM) 均值低 28.28 倍和低

4.07 倍。行业估值溢价率方面,目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低 102.4 个百分点。当前值为 213.1%, 历史均值为 315.5%。

图 12 军工行业估值溢价情况



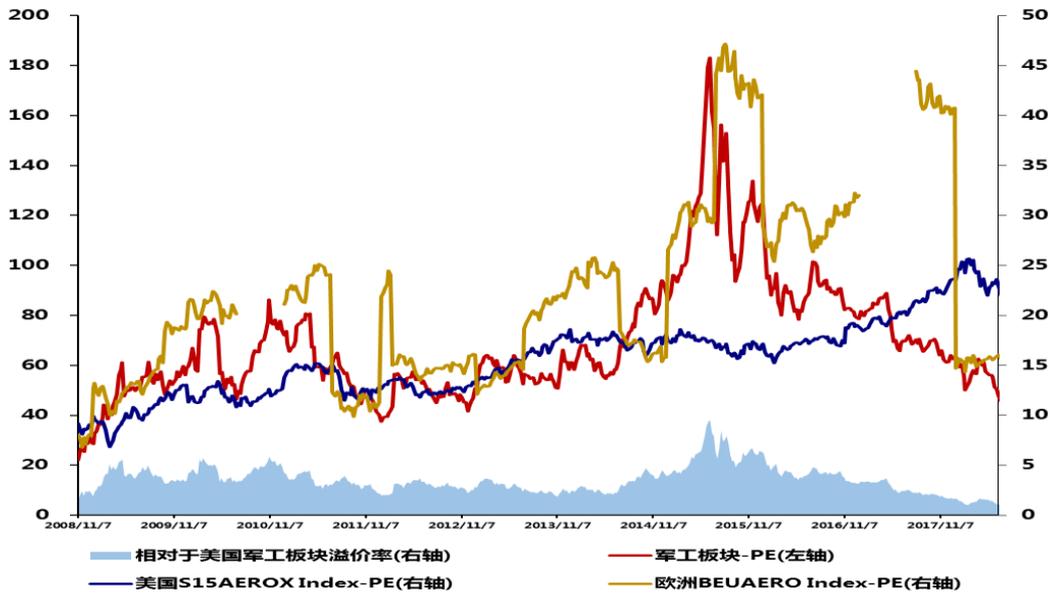
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

2、国际军工行业估值及对比

说明: I、我们选取 2008 年 11 月 6 日至今的行业表现作为研究区间,理由同上。II、图表中的军工指数选用国防军工指数 (CI005012), 美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数 (S15AEROX INDEX), 欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数 (BEUAERO INDEX)。III、估值指标选取 PE (TTM) 和 PB, 其中国外的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率。

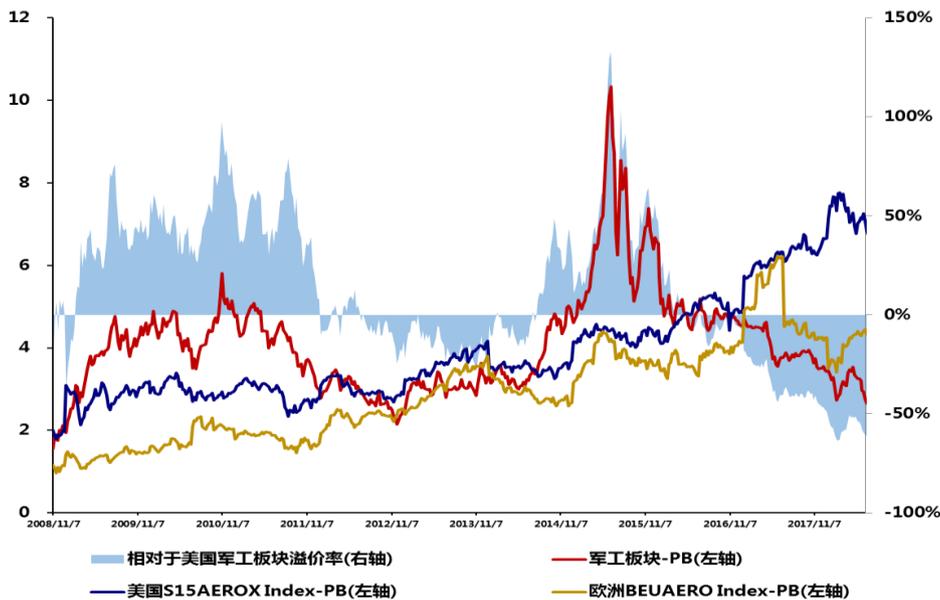
国内军工板块市盈率显著高于美欧市场,相对溢价率处于较低水平。以 2019 年 1 月 18 日收盘价计算,以国防军工指数表征的国内军工板块 PE (TTM) 为 39.73 倍,同期美国军工板块为 18.59 倍,欧洲军工板块为 20.77 倍,我国军工板块 PE 显著高于美欧市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算,国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 227.1 个百分点,当前值为 113.7%, 历史均值为 340.8%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 44.5 个百分点,当前值为 91.2%, 历史均值为 135.8%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面,一是中国综合国力快速增长,战略利益诉求不断增强,军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续,因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定;二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化,美欧等国则较为少见,因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。**

图 13 国际军工板块 PE 比较



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

图 14 国际军工板块 PB 比较



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2019 年 1 月 18 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 2.83 倍，同期美国军工板块为 6.34 倍，欧洲军工板块为 4.96 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为 -60.1%，历史均值为 7.4%，较历史平均水平低 67.6 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平

低 104.7 个百分点，当前值为 49%，历史均值为 55.7%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因**是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。

3、国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。**从收入增速角度看**，海外公司过去五年复合增速均值为 3.56%，中位数为 3.10%，多数处于 -5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 21.87%，中位数为 25.58%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。**从净利润增速角度看**，过去五年复合增速均值为 5.81%，中位数为 4.21%，多数处于 -10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 26.81%，中位数为 20.65%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。**从创造价值能力来看**，海外公司 ROE 和 ROIC 均值分别 18.29% 和 3.73%，中位数分别为 15.88% 和 9.16%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 8.32% 和 6.65%，中位数为 7.37% 和 5.56%，创造价值的能力远低于海外。**从估值角度看**，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 3.90 倍、1.50 倍和 18.83 倍，估值中位数为 2.76 倍、1.35 倍和 17.27 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.25 倍、6.74 倍和 39.39 倍，估值中位数为 3.10 倍、3.37 倍和 34.33 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 6 海外主要上市公司相关指标

所在地 区	证券 代码	公司 简称	CAGR(过去五年)						估值				市值 (亿美元)
			收入增 长	利润增 长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE(TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
北美地区	LMT	洛·马	1.59	-6.12	3.92	207.23	3.16	29.36	15.52	15.85	1.46	84.26	793
	BA	波音	2.71	16.02	8.78	N/A	2.29	78.45	23.33	23.64	2.14	N/A	2039
	GD	通用动力	-0.35	N/A	9.40	25.26	2.24	15.79	15.29	14.87	1.44	3.85	491
	NOC	诺·格	0.46	0.37	7.81	35.27	1.82	12.00	15.22	13.99	1.61	5.04	458
	RTN	雷神	0.75	1.40	7.98	22.29	2.13	27.67	18.42	16.11	1.77	4.10	463
	UTX	联合技术	3.02	-12.22	2.16	15.32	0.16	4.76	16.85	15.26	0.87	2.13	118
	TXT	德事隆	2.10	26.82	6.44	38.90	1.75	20.93	15.48	10.54	1.10	4.64	85
	HII	亨廷顿英戈尔斯工业	1.48	-10.77	4.08	13.39	2.34	2.99	13.91	17.50	2.44	5.68	1036
	HON	霍尼韦尔国际	-6.15	-3.52	7.07	20.09	1.80	11.77	18.16	17.27	1.39	2.48	140

LLL	L3 科技	0.73	-2.36	7.61	16.07	2.61	7.46	15.63	15.78	1.39	2.81	974	
COL	罗克韦尔柯林斯	14.13	10.30	11.91	15.70	0.94	8.96	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
TDG	TRANSDIGM	14.64	46.93	25.11	N/A	N/A	14.68	26.92	19.76	5.09	N/A	184	
ARNC	奥科宁克	N/A	N/A	-0.57	-5.73	1.19	0.41	15.30	15.30	0.70	1.84	98	
HRS	哈里斯	3.87	45.45	11.61	24.75	1.98	9.72	21.54	21.38	2.60	5.03	163	
BBD/B	庞巴迪	-0.24	N/A	-3.18	N/A	N/A	-259.63	15.97	14.94	0.22	N/A	39	
	均值	2.77	9.36	7.34	20.12	1.72	-0.98	17.68	16.71	1.85	3.76	506	
	中位数	1.53	0.89	7.61	21.19	1.98	11.77	15.80	15.81	1.45	4.10	321	
西欧地区	LDO	Leonardo	-6.93	N/A	2.36	6.18	1.84	2.64	26.57	11.02	0.37	1.00	50
	BA	英国宇航系统	1.88	-2.07	4.66	16.61	4.42	9.46	20.58	11.66	0.91	2.74	206
	RR	罗·罗	6.04	12.63	25.80	83.37	1.06	-2.09	9.48	64.00	0.98	21.51	212
	MGGT	Meggitt	4.77	8.25	17.26	11.89	3.27	8.31	13.61	15.28	1.89	1.60	50
	COB	英国飞行加油有限公司	3.25	N/A	3.83	20.30	N/A	15.31	11.14	21.63	1.28	1.95	33
	SNR	英国 Senior	7.53	-2.91	5.89	12.49	3.35	10.26	13.58	13.64	0.85	1.62	11
	ULE	超电控股	0.38	-4.29	6.31	9.27	3.70	8.59	27.35	13.00	1.35	2.24	12
	AIR	空中客车	3.40	19.14	4.30	23.54	1.63	10.81	28.78	20.99	1.11	7.46	812
	AM	达索航空	4.16	7.15	14.67	11.93	1.22	4.68	23.34	19.09	2.30	2.72	119
	HO	泰利斯	2.21	7.01	5.20	18.96	1.83	16.89	22.19	18.64	1.31	4.05	240
	ZC	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	SAF	赛峰	4.47	N/A	28.28	20.34	1.48	9.37	23.36	22.72	2.53	4.48	537
	FII	LISI	8.73	13.51	6.57	10.59	1.88	6.67	14.18	13.97	0.85	1.52	16
	MTX	MTU Aero	8.31	16.69	7.51	21.38	1.28	N/A	22.27	20.43	2.02	4.57	106
	FACC	FACC	11.55	N/A	5.29	9.15	0.70	5.75	25.16	19.41	0.92	2.44	8
	KOG	Kongsberg Gruppen	-1.53	-15.80	3.82	8.94	2.71	5.64	26.55	23.55	1.19	2.33	25
SAABB	萨博	5.51	-2.35	4.48	6.34	1.64	5.89	42.14	23.52	1.12	2.71	47	
	均值	4.24	2.42	8.69	13.14	2.15	7.55	21.89	20.78	1.31	4.06	162	
	中位数	4.47	7.01	5.29	11.93	1.73	7.49	22.81	19.25	1.15	2.57	50	
以色列	ESLT	埃尔比特系统	3.18	7.33	7.08	15.56	1.47	13.26	18.84	19.00	1.43	2.78	52
	全部均值	3.56	5.81	8.03	18.29	1.92	3.73	20.02	18.83	1.50	3.90	310	
	全部中位数	3.10	4.21	6.44	15.88	1.82	9.16	18.42	17.27	1.35	2.76	119	

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理备注: 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表 7 国内主要上市公司相关指标

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)						估值				市值 (亿元)
		收入 增长	利润 增长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	

600893.SH	航发动力	25.99	26.91	4.15	5.82	0.57	3.88	87.00	44.84	2.68	1.92	507
000768.SZ	中航飞机	14.80	13.36	1.53	3.03	0.61	2.28	89.67	68.75	1.55	2.67	388
600038.SH	中直股份	33.34	31.56	3.78	6.49	0.57	5.82	51.26	46.00	2.27	3.10	239
600372.SH	中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.41	5.79	68.49	42.55	3.37	3.17	256
002013.SZ	中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.23	5.47	45.97	29.98	2.73	3.17	266
002179.SZ	中航光电	23.62	32.41	13.62	19.57	0.33	14.50	40.07	29.57	5.20	6.10	290
600760.SH	中航沈飞	45.32	84.87	3.62	13.67	0.00	15.51	137.45	55.66	43.99	6.73	434
600118.SH	中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.42	0.59	7.08	63.28	48.61	4.22	4.18	219
002025.SZ	航天电器	19.01	15.18	13.22	12.71	1.01	12.20	33.28	28.46	3.99	4.10	106
000547.SZ	航天发展	40.87	18.06	13.14	4.58	0.00	5.24	40.01	41.47	6.73	1.93	143
600879.SH	航天电子	28.58	20.65	4.10	4.88	0.00	4.64	38.21	26.12	1.75	1.63	159
600562.SH	国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.59	9.80	68.89	57.67	9.07	6.06	87
600990.SH	四创电子	38.20	33.00	4.06	11.96	0.34	8.34	47.40	27.46	2.54	3.65	57
002544.SZ	杰赛科技	33.56	18.75	3.55	8.31	0.94	9.95	56.30	35.39	2.82	3.49	67
601989.SH	中国重工	-7.90	-25.20	-0.62	1.23	0.25	-0.09	-115.14	37.00	2.60	1.08	1,016
600482.SH	中国动力	37.40	72.88	5.54	5.90	0.94	4.09	28.99	27.81	1.83	1.13	384
600967.SH	内蒙一机	31.30	25.25	4.40	8.52	0.29	5.56	42.66	32.30	1.26	2.61	187
300034.SZ	钢研高纳	8.16	-3.76	7.26	7.68	0.68	3.40	73.56	41.70	7.54	2.85	43
002413.SZ	雷科防务	-10.89	20.40	17.23	3.89	0.53	3.59	51.63	39.96	16.06	1.66	66
300065.SZ	海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.24	9.21	51.71	29.67	8.63	3.94	45
	均值	22.45	26.41	7.68	8.32	0.46	6.81	51.48	39.55	6.54	3.26	248
	中位数	25.79	20.52	5.94	7.53	0.47	5.67	51.44	38.48	3.10	3.14	203

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

三、重要上市公司动态

1、【*ST船舶 (600150.SH) 可能被暂停上市】因公司 2016、2017 年度经审计的净利润均为负值, 公司股票已于 2018 年 4 月 24 日被实施退市风险警示。预计公司 2018 年年度经营业绩与上年同期相比, 将实现扭亏为盈, 实现归属于上市公司股东的净利润 4.35 亿元到 5.25 亿元。具体准确的财务数据以公司正式披露的经审计后的《公司 2018 年年度报告》为准。

2、【中国动力 (600482.SH) 首次实施回购股份】2019 年 1 月 16 日, 公司实施了首次回购, 通过集中竞价交易方式首次回购股份 34.26 万股, 已回购股份占公司总股本的比例为 0.01996%, 购买的最高价为 22.12 元/股、最低价为 21.84 元/股, 已支付的总金额为 752.3318 万元 (不含佣金、过户费等交易费用), 本次回购符合公司回购方案的要求。

3、【鹏起科技 (600614.SH) 实际控制人所持股份被轮候冻结】公司实际控制人持有公司股份因与江阴华中的证券回购合同纠纷一案被轮候冻结: 其中, 张朋起 152,999,169 股, 宋雪云 31,212,344 股, 深圳市前海朋杰投资合伙企业 50,629,792 股, 北京申子和股权投资合伙企业 31,212,344 股, 鹏起科技控股集团有限公司 30,987,658 股及洛阳申祥电子科技有

限公司 9,845,500 股被轮候冻结。公司实际控制人被冻结的股权如果被强制过户，公司存在实际控制人变更的风险。

4、【海格通信（002465.SZ）全资子公司海格怡创中标中国移动采购项目】中国移动采购与招标网于 2019 年 1 月 12 日至 15 日期间发布了中国移动 2019 年至 2020 年传输管线工程施工服务集中采购项目多个省份的中标候选人公示，海格通信全资子公司海格怡创为江苏、广东、四川三个省份的中标候选人之一，项目中标金额合计约 42,710.67 万元，占公司最近一个经审计会计年度总收入的 12.74%。

5、【耐威科技（300456.SZ）预披露利润分配及资本公积转增股本预案】公司拟以 2018 年年度《关于〈2018 年度利润分配及资本公积转增股本预案〉的议案》前的实际股数（3.38 亿股）为基数，向全体股东以每 10 股派发现金红利人民币 1 元（含税），不送红股，以资本公积向全体股东每 10 股转增 9 股。公司预计将派发 2018 年度现金股利 3383 万元，转增 3.04 亿股，转增后公司总股本将增加至 642,806,305 股。

6、【钢研高纳（300304.SZ）披露 18 年业绩预告】公司归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 63.26%-92.47%，主要为销售规模扩大、2018 年提升工艺技术致使毛利率提高、亏损业务经营状况好转以及并购青岛新力通所致。公司 2018 年非经常性损益金额约为 1430 万元，约占公司 2018 年归母净利润的 13%~15%。

四、行业动态

1、【民航局正式启动北斗星基增强系统民航应用验证评估工作】近日，民航局正式向中国卫星导航系统管理办公室提交北斗星基增强系统民航应用验证评估工作文件。2018 年 12 月 27 日下午，北斗三号基本系统完成建设，开始提供全球服务，北斗系统正式迈入全球时代。此次民航局启动北斗星基增强系统民航应用验证评估工作，将助力北斗系统服务全球民航。（中国航空新闻网）

2、【嫦娥五号将于今年年底前后发射】1 月 14 日，国家航天局副局长、探月工程副总指挥吴艳华表示，中国将继续实施月球探测工程，突破探测器地外天体自动采样返回技术，2019 年年底前后将发射嫦娥五号，实现区域软着陆及采样返回，探月工程将实现“绕、落、回”三步走目标。（中国航空新闻网）

3、【中航光电为 5G 商用提供重要技术支撑】工信部表示，今年国家将在若干个城市发布 5G 临时牌照。中航光电已在 5G 项目上提前布局，目前已与华为、三星、爱立信等世界领军 5G 设备供应商建立了合作关系，并开展预研工作，产品涉及光互连产品、电源产品、射频产品等，多个重点型号被列入客户的平台型 5G 产品物料清单，即将在全球范围内应用。（中国航空新闻网）

4、【航天科技集团召开 2019 年度工作会议】2018 年，航天科技集团全年实现营业收入 2513 亿元，同比增长 8.6%，实现利润总额 207.3 亿元，同比增长 5.6%；圆满完成了 37 箭 103 星(器)的运载火箭发射任务，运载火箭发射次数首次突破 30 次，创历史新高，位列世界第一；17 颗北斗三号卫星成功发射，顺利完成我国北斗全球导航基本系统建设，正式提供全球服务；嫦娥四号探测器和中继星“鹊桥”成功发射，实现了人类历史上首次月球背面软着陆和巡视勘察；进一步巩固了我国的国家安全战略基石，为国防现代化建设提供了强大装备支撑；

获得国家科技进步奖特等奖 1 项、技术发明奖一等奖 1 项、中国专利金奖 1 项，技术创新成果显著，在军工集团以及中央企业中名列前茅。（国防科工局）

5、【天宫二号搭载的“天极”望远镜实现预定科学目标】天宫二号空间实验室搭载的伽马暴偏振探测仪(简称“天极”望远镜)已完成伽马射线暴瞬时辐射的高精度偏振探测，实现预定科学目标，相关成果于 1 月 14 日在线发表在国际重要学术期刊《自然·天文学》上。（国防科工局）

6、【10 兆瓦大功率船用喷水推进装置研制与应用示范通过验收】近日，由中船重工双瑞特装参与重大科研项目《10 兆瓦大功率船用喷水推进装置研制与应用示范》顺利通过专家评审及验收，大型复杂薄壁空间曲面双相不锈钢铸件各项指标均优于技术要求，获得广泛好评。10 兆瓦大功率船用喷水推进装置是目前国内功率最大的喷水推进装置，该装置的研制成功打破了国外对大功率 10 兆瓦喷水推进装置的垄断，实现了国产化，为船舶的升级换代奠定基础。（国防科工局）

五、重点公司投资案件

【杰赛科技（002544.SZ）】2018 年上半年，随着军改影响的消除，这一现象得到明显改观，PCB 业务订单同比增长 103%，收入将于四季度和明年逐步确认，进而明显提振公司业绩。此外，公司目前处于 4G 业务下滑和 5G 业务未及时衔接的发展换挡期，通过积极拓展总承包、政企信息化业务，有效减缓了规划设计市场规模下滑的影响。随着 2019 年 5G 预商用大幕的徐徐拉开，公司的通信规划业务作为 5G 产业链的前端环节，有望率先受益，并将大幅改善公司未来三年盈利水平。预计公司 2018 年至 2019 年归母净利分别为 1.88 亿和 2.81 亿，EPS 为 0.33 元和 0.49 元。

【航天电器（002025.SZ）】公司受益于军工装备需求的稳定增长，公司传统军工业务增长依然向好，增速约为 10%至 15%。微特电机和光通信行业未来发展空间较大，公司两块业务增长有望加快。我们认为电机业务和光通信业务未来三年的复合增速分别有望达到 25%和 50%。此外，公司大股东旗下仍有较多优质资产，未来随着十院内部资产逐步梳理到位，注入预期依然较强。我们预计公司 2018-2019 年归母净利为 3.61 亿和 4.52 亿，EPS 为 0.84 元和 1.05 元。

【钢研高纳（300034.SZ）】公司目前是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品企业之一，主要面向航空航天、发电市场。该领域市场容量约 3000 吨，年复合增速约 15%。近年来，国内航空航天市场逐步放量，公司主业有望迎来 30%左右的较快增长。公司 13.94 元/股发行 2671 万股份及支付现金的方式购买青岛新力通 65%的股权，同时配套融资 1.2 亿。2018 年和 2019 年标的公司业绩承诺净利润不少于 7000 万元和 9000 万元。预计公司 2018 年至 2020 年归母净利分别为 1.04 亿、1.74 亿和 2.53 亿，EPS 为 0.23 元、0.38 元和 0.55 元。

【中航机电（002013.SZ）】公司主营航空机电系统研制。公司航空产业占比超过 60%且持续增长势头较好，显示公司聚焦主业的战略较为成功。我们认为，公司军用航空产业的项目推进和资产收购有利于公司持续增长和提升核心竞争力。民用航空项目正处于研制的关键时期，中长期发展潜力很大。公司的汽车座椅调节机构市场占有率国内第一，未来将随汽

车产业稳定增长。预计公司 2018 年和 2019 年归母净利润分别为 9.5 亿元和 11.0 亿元，考虑可转债对股本稀释，EPS 约为 0.25 元和 0.29 元。股价催化剂：资本运作预期、民用市场拓展。

【中国动力（600482.SH）】公司是舰船动力龙头企业。公司燃气动力、海上核动力及全电动力等业务市场获得较大突破，考虑到国内巨大的燃气动力国产替代空间和核动力、全电动力市场需求空间，未来有望成为公司新的增长极。公司年初实施股权激励，业绩增长指标为 2018 至 2020 年复合增速约 15%，此举有利于保障管理层与股东利益的一致性，激发增长活力，助力公司可持续发展。我们预计公司 2018-2019 年归母净利为 13.8 亿和 15.8 亿，EPS 为 0.80 元和 0.91 元。

【中国卫星（600118.SH）】公司未来主要驱动因素包括卫星应用和卫星研制业务的持续增长，以及可能整合大股东优质资产的潜力。我们预计 2018 年至 2019 年每股收益分别为 0.38 元和 0.41 元。股价催化剂：军工集团事业单位改制取得进展、北斗需求加快释放。

【海兰信（300065.SZ）】公司业务分为智能航海、海洋信息服务、海洋监测三大类，是国内稀缺的海洋信息化公司。目前公司正积极开拓小目标雷达业务，近海雷达监测网建设快速推进并持续贡献利润。在国家“海洋强国战略”的背景下，海底监测领域投入也将大幅增长，公司面临历史性机遇。考虑海兰劳雷剩余股权的收购，预计公司 2018 至 2019 年归母净利润 1.55 亿和 1.85 亿，EPS 为 0.39 元和 0.46 元。

【火炬电子（603678.SH）】公司主营陶瓷电容。目前代理业务进展顺利，预计保持稳定；自产电容可应用于国防及航天等军用和民用领域，公司竞争优势明显，预计未来将保持 20%以上的增长。公司近期完成定增拟建设 10 吨特种陶瓷材料，中航国际参与，该业务未来有望形成新的增长点。预计公司 2018 年和 2019 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。考虑到公司在特种陶瓷材料的布局，中长期投资价值明显。

【湘电股份（600416.SH）】公司军品业务面临加速发展，电力推进系统将成为公司未来几年重要增长点。公司是湖南国企改革的重点公司，并组建湘电动力公司，公司的军工业业务将面临黄金发展时期。根据公司募投项目公告，我们假设 2019 年新项目投产，2020 年达产，预计公司未来三年收入将较快增长，利润大幅增长。我们预计公司 2018 和 2019 年净利润分别为 0.30 亿元、1.65 亿元，对应每股收益分别为 0.03 元和 0.17 元。

【康拓红外（300455.SZ）】公司是铁路机车车辆运行安全检测与检修行业设备供应商和解决方案重要提供商，所在市场空间较大，公司是行业龙头，在手订单稳定，预计未来主营业务将保持稳定增长。公司是五院重要的民品上市平台，有望受益于航天科技集团和五院的改革；公司的技术来源于卫星技术，是军用技术转民用的实践者，未来还将持续受益于军民融合的深度发展。预计公司 2018 年和 2019 年备考归母净利润分别为 1.3 亿、1.48 亿，备考总股本为 6.9 亿，EPS 分别为 0.19 和 0.21 元。股价催化剂：资本运作预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn