



中航证券金融研究所

分析师：李欣

证券执业证书号：S0640515070001

研究助理：梁晨

证券执业证书号：S0640117070007

邮箱：liangc@avicsec.com

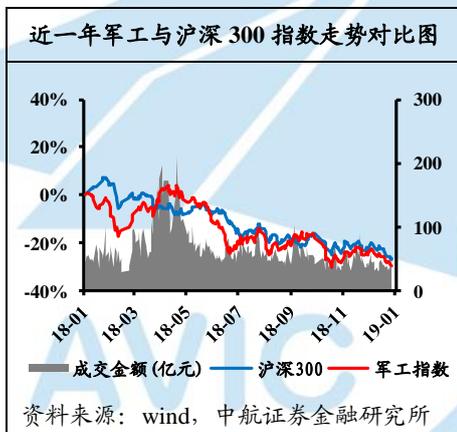
军工行业 2019 年策略报告： 暗流汹涌，破浪前行

行业分类：军工

2019 年 1 月 3 日

行业投资评级	增持
军工指数(2018.12.31)	831.49
军工指数涨跌幅	-28.91%
基础数据 (2018.12.31)	

总市值 (亿元)	6,953.45
流通 A 股市值 (亿元)	5,634.02
PE (TTM)	50.46
PB (LF)	2.03
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
沪深 300	3010.65
创业板指	1250.53



2018 年军工行情回顾：

- 2018 年（截止 12 月 31 日），中航军工指数下跌 28.91%。跑输沪深 300 指数 3.60 个百分点。在 28 个申万一级行业板块中，国防军工板块排名第 14 位。2018 年中万军工行业动态市盈率下降了 31.89%。军工板块估值基本处于历史低位，未来下行空间相对有限。总体来讲，长期板块向好趋势不变，并且 2019 年板块存在超额上涨的行情机遇。

行业观点：

- **外部战略形势分析：**2018 年世界局势出现巨大变动，我国未来安全环境的不确定性大幅增加，而其核心是美国对华态度及政策的急转直下，加剧了中美两国之间的博弈程度。美国从政治、军事、经济多角度来遏制中国的崛起，并利用其同盟关系围堵中国。另一方面，在特朗普执政后，为了维护美国自身利益，美国对外开始展现出一种孤立主义的态度，致使由美主导建立的当今世界秩序的一些方面开始出现权力真空，世界各国间的互信程度急剧下降，增加了当前世界安全形势的严峻程度。在此环境下，我国外部安全形势面临巨大挑战，同时不确定性也大幅增加。
- **国内军工行业分析：**在如今国际形势风云变化的时候，中国必须建设与经济发展水平相适应的国防力量。因此从国家安全的角度方面来看，未来我国军工行业景气度仍将持续。而随着军队改革的逐步落地以及“十三五”尾声的到来，军队采购将逐渐恢复，军费稳定健康增长，同时，军工集团混改与科研院所改制正处于关键时期，未来面临加速。军工企业资产证券化率有望进一步提升。

投资策略：

- 我们认为 2019 年军工行业投资策略为基本面好转的阶段性机会，以及行业估值低位的配置机会，但从近期市场情况来看，股市下行压力较大，短期来看，板块仍将受到市场情绪所影响，存在一定的波动。建议重点关注那些市场前景广阔、业绩成长确定的标的。具体军工行业投资将围绕以下几点展开：1) 军工集团的混合所有制改革及科研院所改制面临加速；2) 引领军民深度融合发展的优质国有或民营企业，特别是军用装备科研生产制造和高新技术研发领域；3) 随着军改落地，军队训练恢复增加，促进军用装备使用需求以及修理需求；4) 军工行业估值正处于历史低位，具有较好的配置性价比。

风险提示：

- 军工改革进度低于预期，军工行业发展低于预期。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539



目录

一、军工板块行情回顾及展望.....	4
1.1、军工板块表现.....	4
1.2、军工细分子版块表现.....	5
1.3、军工个股表现.....	6
1.4、军工行业估值水平分析.....	7
1.5、军工板块市场参与表现.....	9
二、中美矛盾日益激化，外部环境不确定因素增多.....	10
2.1、美对中战略调整，中美关系转折.....	10
2.1.1、经济贸易：贸易摩擦呈现不可调和性.....	11
2.1.2、军事安全：军费扩张，战略重心转移.....	13
2.1.3、石油能源：美石油产量第一，中国成立原油期货.....	14
2.2、中国周边环境机遇与危机并存.....	16
2.2.1、东北亚：半岛危机、中日关系出现转折.....	16
2.2.2、南海：“南海行为准则”取得成果，美军事施压强度提高.....	18
2.2.3、台海：“九合一”促进“九二共识”，美仍在背后操盘.....	19
三、不确定的国际环境，确定的军工发展之路.....	20
3.1、军工行业景气度持续回暖.....	20
3.1.1、军费稳定增长，增速有望回升.....	20
3.1.2、武器订单逐步回暖，实战化训练增多.....	21
3.2、军工改革持续进行，有望改善行业业态.....	23
3.1.1、军工科研院所转制有望提速.....	23
3.1.2、军工集团资产证券化面临加速.....	23
3.1.3、《武器装备科研生产许可目录》调整，推动军工产业效率提升.....	24
四、投资策略及重点行业推荐.....	25
4.1、军工新材料.....	25
4.2、航空航天高端装备制造.....	26
4.3、北斗卫星导航.....	28
4.4、雷达设备.....	30
4.5、新一代化合物半导体.....	31

图表目录

图表 1: 军工板块涨跌情况及指数对比	4
图表 2: 2018 年中航军工指数与各指数走势对比.....	4
图表 3: 2018 年申万一级行业涨跌幅对比 (截至 12 月 31 日)	5
图表 4: 2018 年各军工板块涨跌幅对比 (截至 12 月 31 日)	6
图表 5: 2018 年各军工板块市场表现 (截至 12 月 31 日)	6
图表 6: 2018 年军工板块涨跌幅前五 (截至 12 月 31 日)	7
图表 7: 2018 年军工板块涨跌幅后五 (截至 12 月 31 日)	7
图表 8: 军工板块与其他申万一级行业板块动态市盈率对比 (截至 12 月 31 日)	8
图表 9: 军工 (申万) 板块历史 PE	8
图表 10: 军工 (申万) 板块历史 PB	8
图表 11: 2018 年军工各子板块市盈率水平 (截至 12 月 31 日)	8
图表 12: 2018 年军工股融资融券余额涨跌幅.....	9
图表 13: 军工股融资余额变化情况 (亿元)	9
图表 14: 军工股融券余额变化情况 (亿元)	9
图表 15: 近一年军工 ETF 基金份额变化情况 (万份)	9
图表 16: 军工分级基金历史情况 (亿元)	10
图表 17: 中美贸易摩擦事件回顾	11
图表 18: 美国商务部新增对 44 家中国军工企业技术封锁名单.....	12
图表 19: 美国年度国防支出及预算情况 (亿美元)	14
图表 20: 美国原油产量位居世界第一 (单位: 万桶/天)	15
图表 21: 上海原油期货成交量与成交额数据.....	15
图表 22: 上海原油期货持仓量数据 (单位: 手)	16
图表 23: 金正恩与文在寅成功会晤及握手.....	17
图表 24: 金正恩与特朗普成功会晤及握手.....	17
图表 25: 2018 年美国海军擅自进入中国南海事件.....	19
图表 26: 2018 年台湾地区“九合一”选举“蓝绿反转”	20
图表 27: 我国国防支出预算情况	21
图表 28: 武器装备采购公告情况	22
图表 29: 武器装备采购需求情况	22
图表 30: 军工集团资产证券化率情况 (统计口径为总资产)	23
图表 31: 军工集团资产证券化率情况 (统计口径为收入)	24
图表 32: 隆华科技业绩预测	26
图表 33: 新研股份业绩预测	27
图表 34: 振芯科技业绩预测	29
图表 35: 国睿科技业绩预测	31
图表 34: 海特高新业绩预测	32

一、军工板块行情回顾及展望

1.1、军工板块表现

2018 年（截止 12 月 31 日），中航军工指数下跌 28.91%。分别跑输上证综指（-24.59%）4.32%；跑赢深证成指（-34.42%）5.51%；跑输沪深 300（-25.31%）3.60%；跑输创业板指（-28.65%）0.26%。在 28 个申万一级行业板块中，国防军工板块排名第 14 位。

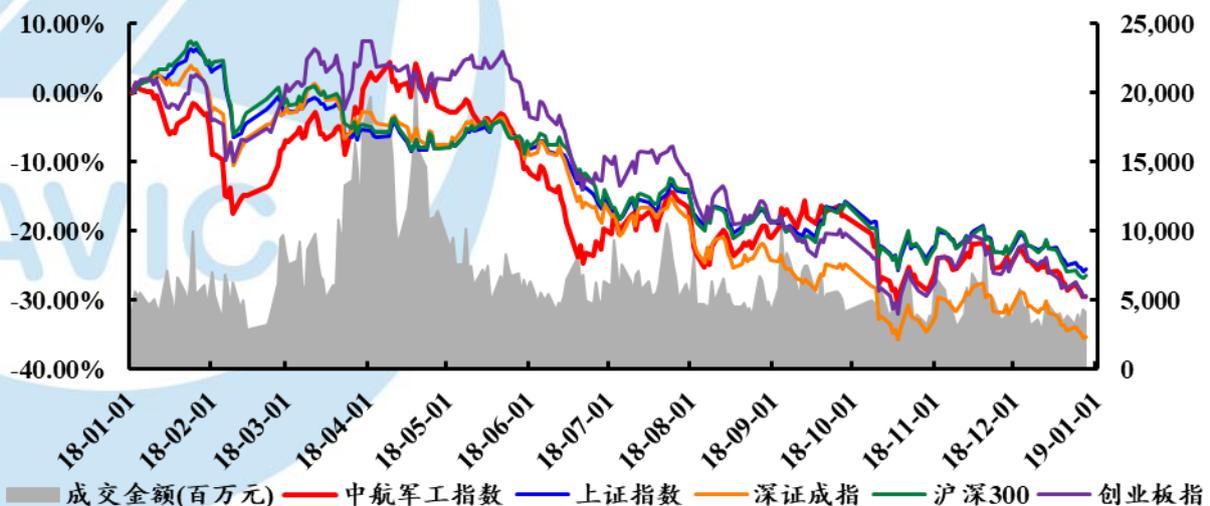
从结果来讲，2018 年军工板块表现弱于大盘，受行业高 Beta 影响，板块随市场震荡波动性较大，而在 2018 年大盘走势整体呈下行趋势时，军工板块表现承压。但随着市场行情的转换，行业估值回归，板块较低的位置为未来上涨提供了较为宽广的空间。

图表 1：军工板块涨跌情况及指数对比

代码	简称	2018/1/1	2018/12/31	指数涨跌幅
		收盘价	收盘价	
399959.SZ	中航军工指数	1,169.66	831.49	-28.91%
000001.SH	上证综指	3,307.17	2,493.90	-24.59%
399001.SZ	深证成指	11,040.45	7,239.79	-34.42%
000300.SH	沪深 300	4,030.85	3,010.65	-25.31%
399006.SZ	创业板指	1,752.65	1,250.53	-28.65%

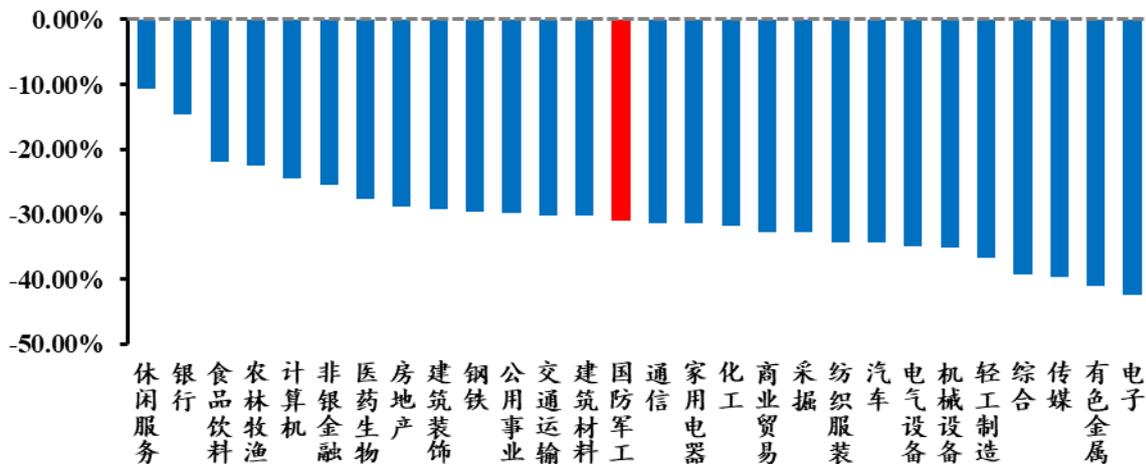
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 2：2018 年中航军工指数与各指数走势对比



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 3: 2018 年中万一级行业涨跌幅对比 (截至 12 月 31 日)



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

总体来讲,2018 年军工板块的走势存在阶段性的行情。在年初板块随市下行后,资金偏好转向创业板,同时军工装备采购回暖,促使军工板块产生了一段较好的上涨行情。但随着中美贸易摩擦的不断发酵,以及信用债“违约潮”的爆发,6 月份大盘急速下跌,受军工板块高 Beta 性质影响,在前期上涨形势良好的情况下,板块再次深度回调至低位。而下半年受中国经济下行,股票质押违约等多方面市场负面消息的影响,市场整体信心不足,外加外盘美股下跌等因素影响,A 股市场萎靡,沪指一度跌破 2500 点。而军工板块由于 6 月的下行基本将板块估值调整到位,因此在下半年市场整体下行的过程中,并没有出现超跌的情况,基本与市场走势一致。

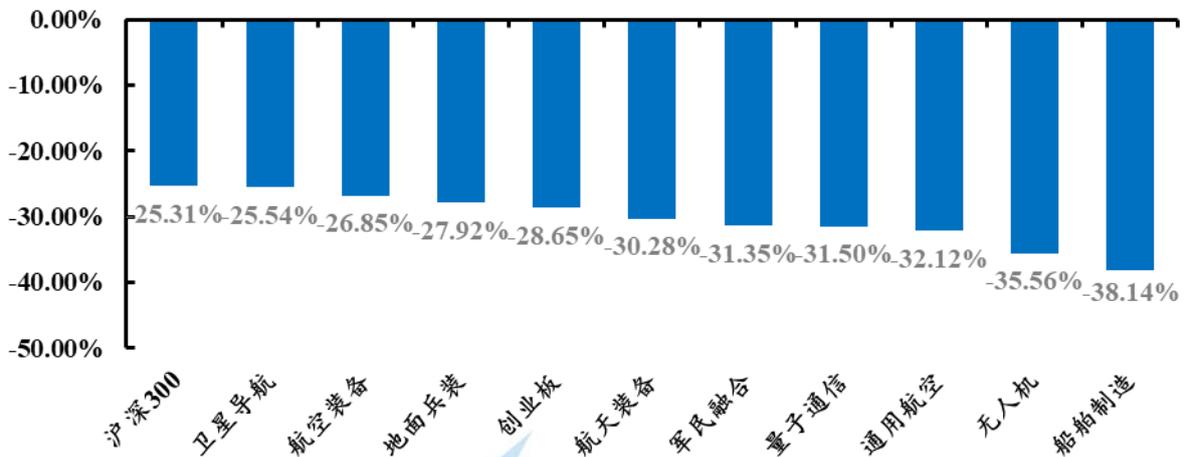
目前来看,军工板块估值基本处于历史低位,因此未来下行空间相对有限。2019 年板块表现还将继续受市场所影响,若出现悲观的市场氛围时将给板块带来较大压力。但从基本面来看,受军工企业改革,军民融合,以及军改基本结束,订单恢复等影响,军工行业业绩持续面临大幅改善的局面。再结合目前板块估值,一些优质股票凸显投资价值,总体来讲,长期板块向好趋势不变,并且 2019 年板块存在超额上涨的行情机遇。

1.2、军工细分子版块表现

在军工各细分板块中,各子版块表现基本一致,跌幅都在 30%左右。卫星导航(-25.54%)由于民用化预期加速,且市场前景良好,跌幅最小;其次航空装备(-26.85%)、地面兵装(-27.92%)和航天装备(-30.28%)跌幅相当,三者受混合所有制改革、科研院所改制等因素影响较大,未来有优质资产注入预期,业绩大幅上升的可能;军民融合(-31.35%)、量子通信(-31.50%)、通用航空(-32.12%)和无人机(-35.56%)跌幅靠前;船舶制造(-38.14%)受行业市场环境影响,跌幅最大。整体来看,军工各细分板块均表现不

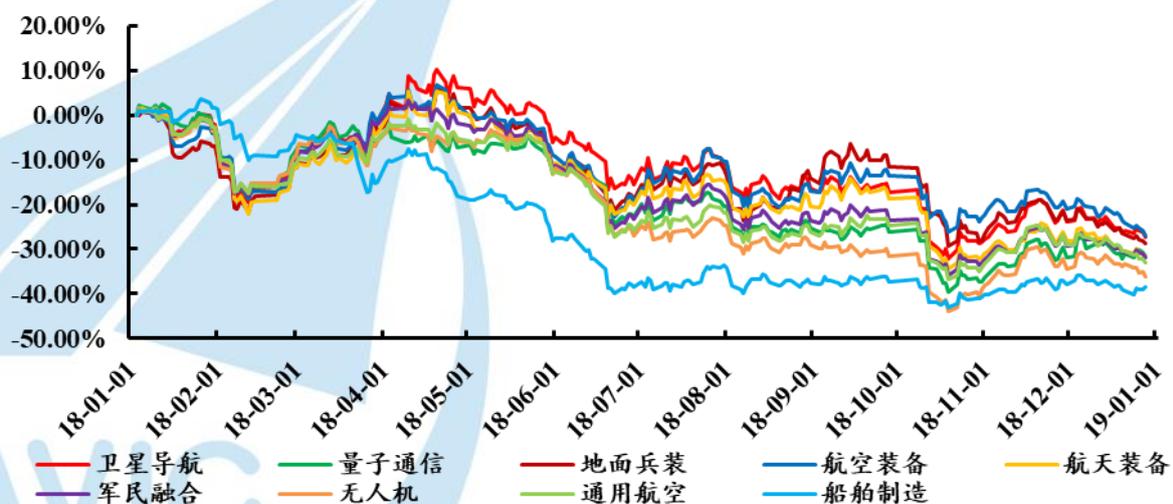
佳，如今军工各板块基本接近近年来的底部，而行业环境其实在逐步向好，随着混改和院所改制，以及军民融合深度发展，未来受影响的相关子行业业绩有望大幅增长，市场表现值得期待。

图表 4：2018 年各军工板块涨跌幅对比（截至 12 月 31 日）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 5：2018 年各军工板块市场表现（截至 12 月 31 日）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

1.3、军工个股表现

2018 年军工个股表现较差。在 128 只军工成分股中，仅有 6 只股票上涨，其余全部下跌。表现较好的前五只股票分别为高德红外（28.20%）、中国软件（26.47%）、超图软件（18.72%）、航天信息（6.27%）、南京熊猫（2.92%）；市场表现较后的五只股票分别为坚瑞沃能（-82.15%）、*ST 德奥（-72.91%）、中国应急（-72.70%）、中船防务（-64.14%）、天海防务（-62.46%）。

图表 6: 2018 年军工板块涨跌幅前五 (截至 12 月 31 日)

证券代码	证券简称	本期收盘价	区间涨跌幅 (%)	区间换手率 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (LF)
002414.SZ	高德红外	21.55	28.20	224.79	121.80	4.09
600536.SH	中国软件	20.93	26.47	1402.09	245.95	5.61
300036.SZ	超图软件	18.33	18.72	922.39	35.47	4.37
600271.SH	航天信息	22.89	6.27	292.07	33.08	4.30
600775.SH	南京熊猫	8.11	2.92	277.76	53.93	2.19

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 7: 2018 年军工板块涨跌幅后五 (截至 12 月 31 日)

证券代码	证券简称	本期收盘价	区间涨跌幅 (%)	区间换手率 (%)	市盈率 (TTM)	市净率 (LF)
300116.SZ	坚瑞沃能	1.36	-82.15	782.00	-0.45	2.71
002260.SZ	*ST 德奥	3.24	-72.91	554.94	-1.60	-3.84
300527.SZ	中国应急	6.60	-72.70	742.38	29.57	2.75
600685.SH	中船防务	9.56	-64.14	144.15	-44.75	1.22
300008.SZ	天海防务	2.59	-62.46	738.10	-1.94	1.90

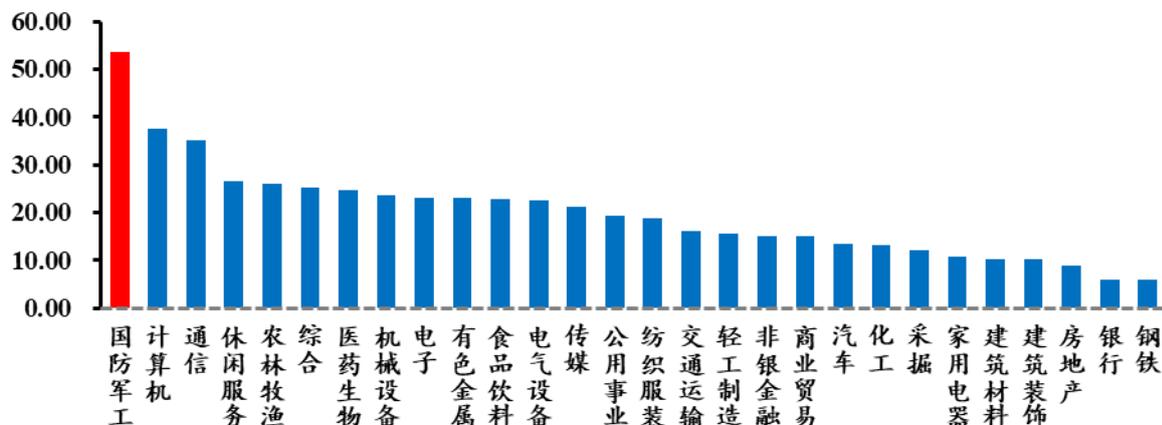
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

1.4、军工行业估值水平分析

在估值方面,截至 2018 年 12 月 31 日,在申万一级行业中,国防军工板块估值水平继续排名第一(53.57),但是军工板块整体估值继续呈下降趋势,2018 年军工行业动态市盈率下降了 31.89%。如今军工板块估值基本处于历史低位,尤其是相较于去年过百倍的市盈率出现的显著的下调。

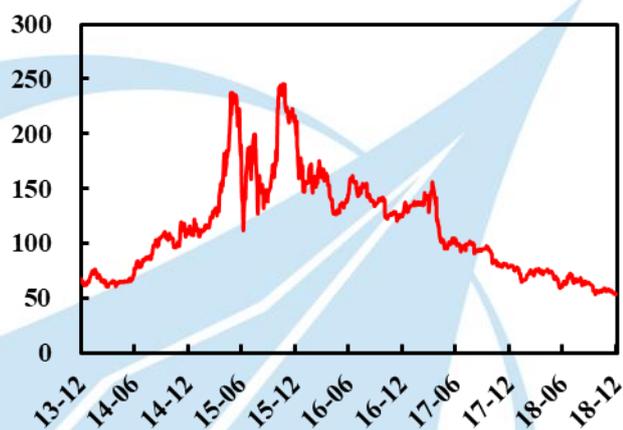
目前,军工整体估值已经回归至低位,但从各细分板块估值来看,水平差异仍然较大。其中,船舶板块 PE 超过百倍,拉高了军工整体的估值水平;其他板块的 PE 基本上在 40 倍左右,而量子通信板块由于其属于新兴产业,业绩相对较好,PE 仅为 13 倍左右。从估值水平来看,各子版块估值基本随市下降,处于相对低位,未来军工板块随着资产注入预期兑现和新型号批产带来盈利能力的提升,各子版块行业估值将趋于合理。

图表 8: 军工板块与其他申万一级行业板块动态市盈率对比 (截至 12 月 31 日)



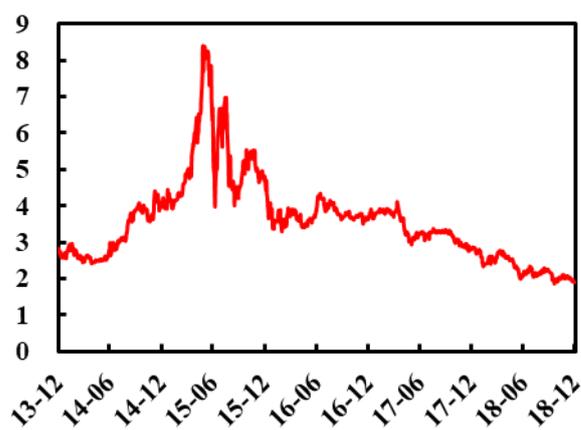
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 9: 军工 (申万) 板块历史 PE



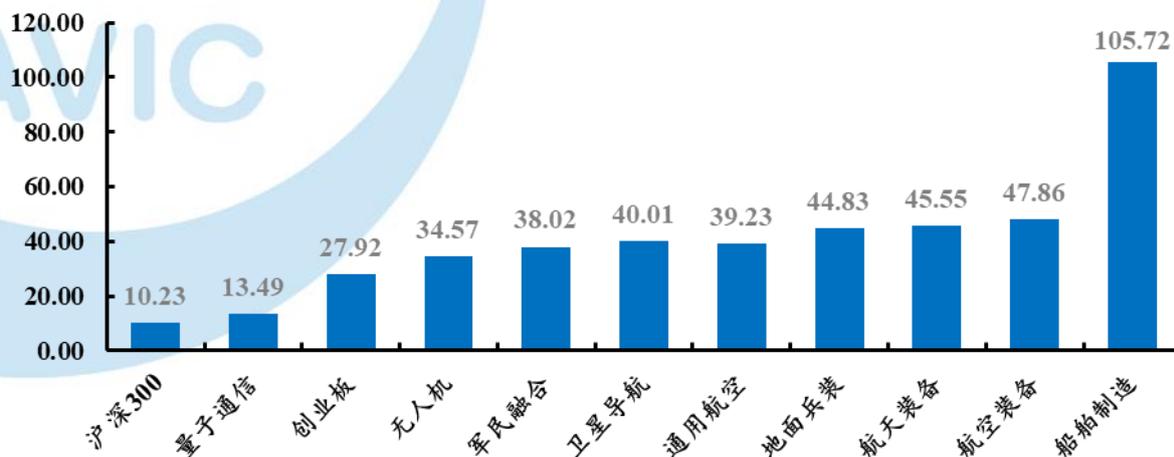
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 10: 军工 (申万) 板块历史 PB



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 11: 2018 年军工各子板块市盈率水平 (截至 12 月 31 日)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

1.5、军工板块市场参与表现

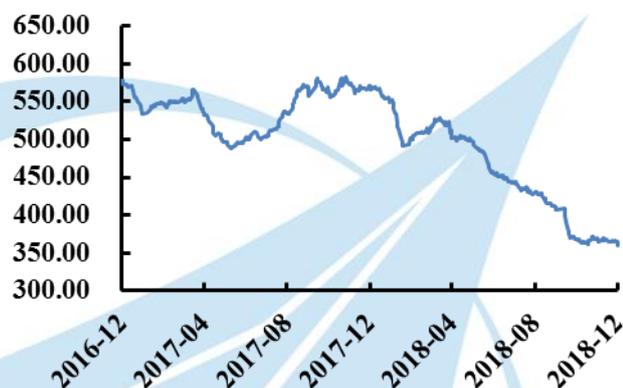
2018 年军工股融资融券余额整体呈下降趋势。截至 12 月 31 日，融资余额收于 359.57 亿元，减少 205.60 亿元，下跌 36.38%。融券余额收于 1.14 亿元，减少 1.21 亿元，下跌 51.41%。

图表 12：2018 年军工股融资融券余额涨跌幅

项目	2018/1/1	2018/12/31	余额变化 (亿元)	涨跌幅
	余额 (亿元)	余额 (亿元)		
军工股融资	565.17	359.57	-205.60	-36.38%
军工股融券	2.35	1.14	-1.21	-51.41%

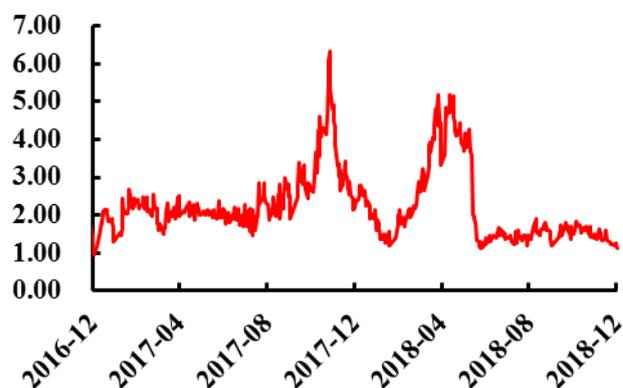
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 13：军工股融资余额变化情况 (亿元)



资料来源：wind，中航证券金融研究所

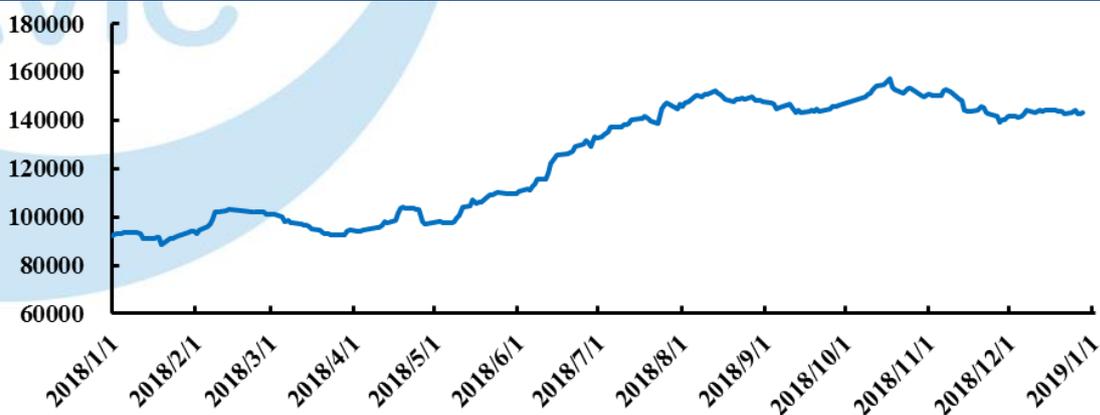
图表 14：军工股融券余额变化情况 (亿元)



资料来源：wind，中航证券金融研究所

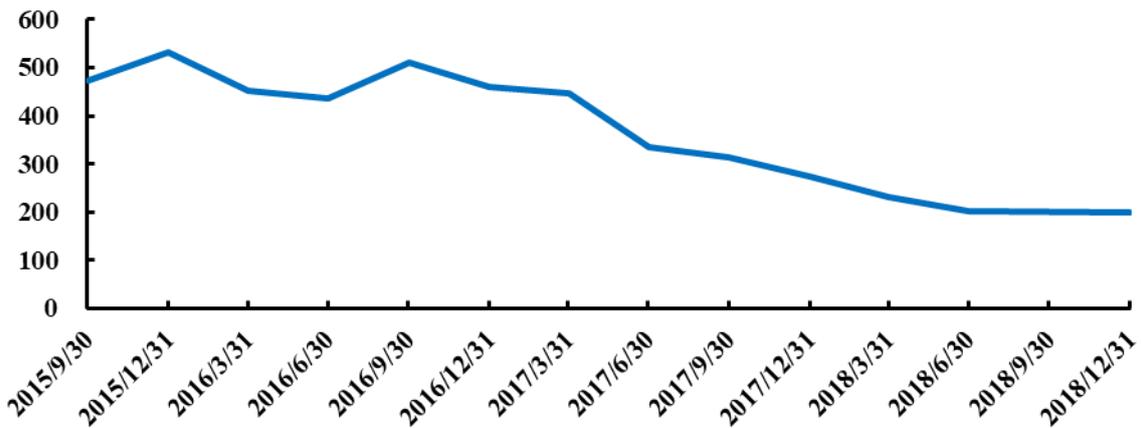
截至 12 月 31 日，主要军工 ETF 基金总份额为 145899.59 万份，较年初增长 56.21%。主要军工分级基金规模为 144.18 亿元，较年初下降 47.52%。

图表 15：近一年军工 ETF 基金份额变化情况 (万份)



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 16: 军工分级基金历史情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

二、中美矛盾日益激化，外部环境不确定因素增多

2018 年世界局势出现巨大变动，民粹、难民、逆全球化等多方面问题蔓延，导致了我国未来安全环境的不确定性大幅增加，而其核心是美国对华态度及政策的急转直下，加剧了中美两国之间的博弈程度。美国从政治、军事、经济多角度来遏制中国的崛起，并利用其同盟关系围堵中国，一定程度上来减缓中国的发展势头。因此从年初开始，美国对华发动“贸易战”，打台湾牌触碰一中底线，南海寻衅等举动无一不体现中美之间的矛盾在不断加剧。另一方面，在特朗普执政后，为了维护美国自身利益，美国对外开始展现出一种孤立主义的态度，例如在全球范围内搞贸易保护，否定在国际组织中的一些指责，甚至是损害盟友利益等。致使由美主导建立的当今世界秩序的一些方面开始出现权力真空，世界各国间的互信程度急剧下降，增加了当前世界安全形势的不安。在此环境下，我国外部安全形势面临巨大挑战，同时不确定性也大幅增加。

2.1、美对中战略调整，中美关系转折

在美国国防部发表的《2018 美国国防战略报告》中，美国已经明确将中国列为战略竞争对手，虽然这并不是美国第一次称中国为“战略竞争者”。小布什总统上台之初就放弃了克林顿政府时期中国是“战略伙伴”的提法，将中国定位为“战略竞争对手”。但在 9·11 恐怖袭击事件后，美国对华战略定位也从“战略竞争对手”再次转向“战略伙伴”。而此次的转变标志着美对华政策实质性的出现改变，并且在整个 2018 年中，我们可以切身的感受到这一变化。

2.1.1、经济贸易：贸易摩擦呈现不可调和性

首当其冲的就是经贸方面，中美贸易摩擦的问题基本贯穿整个 2018 年，从 2018 年 3 月 22 日，特朗普宣布对中国商品征收 500 亿美元关税开始，这场两国之间的博弈就不断的升级。

图表 17：中美贸易摩擦事件回顾

时间	事件
2018 年 03 月 22 日	特朗普政府宣布“因知识产权侵权问题对中国商品征收 500 亿美元关税，并实施投资限制”。
2018 年 04 月 04 日	美国政府发布了加征关税的商品清单，将对出口美国的 1333 项 500 亿美元的商品加征 25% 的关税；中国商务部发布公告，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征 25% 关税措施，涉及中国自美约 500 亿美元的进口额。
2018 年 04 月 05 日	美国总统特朗普要求美国贸易代表办公室依据“301 调查”，额外对 1000 亿美元中国进口商品加征关税。
2018 年 05 月 04 日	美国就贸易问题的谈判代表团来华谈判。
2018 年 05 月 16 日	应美国政府邀请，刘鹤率领中方经贸团赴美谈判。并于 19 日，宣布《中美就经贸磋商发表联合声明》。
2018 年 05 月 29 日	美国白宫宣布将对从中国进口的含有“重要工业技术”的 500 亿美元商品征收 25% 的关税。其中包括与“中国制造 2025”计划相关的商品。最终的进口商品清单将于 2018 年 6 月 15 日公布，并很快对这些进口产品征收关税。
2018 年 06 月 02 日	刘鹤副总理带领的中方团队和美国商务部长罗斯带领的美方团队，在京进行贸易磋商。
2018 年 06 月 15 日	美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税措施；中国对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税。
2018 年 07 月 06 日	美国开始对第一批清单上 818 个类别、价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的进口关税。作为反击，中国也于同日对同等规模的美国产品加征 25% 的进口关税。
2018 年 07 月 11 日	美国政府公布进一步对华加征关税清单，拟对约 2000 亿美元中国产品加征 10% 的关税，其中包括海产品、农产品、水果、日用品等项目。
2018 年 08 月 02 日	美国贸易代表声明称拟将加征税率由 10% 提高至 25%。
2018 年 08 月 03 日	针对美方措施，中方被迫采取反制措施。对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。
2018 年 08 月 08 日	美国贸易代表办公室（USTR）公布第二批对价值 160 亿美元中国进口商品加征关税的清单，8 月 23 日起生效；中国同样做出反制，决定对 160 亿美元自美进口产品加征 25% 的关税，并与美方同步实施。
2018 年 08 月 23 日	美国正式对自中国进口的 160 亿美元产品加征 25% 关税；中国正式对约 160 亿美元自美进口产品加征 25% 的关税。
2018 年 12 月 01 日	习特会过后，中美两国一致同意在激烈的贸易战中暂时停火，包括 2019 年 1 月 1 日起不会调高关税。特朗普维持对 2000 亿美元中国进口产品征收 10% 的关税，明年初税率不会提高到 25%。
2018 年 12 月 19 日	中美举行经贸问题副部级通话，就双方关心的问题进行沟通。

资料来源：中航证券金融研究所整理

在我们看来，美国急于发动“贸易战”，核心是遏制中国的快速发展，避免对美霸权产生挑战。具体目的可以体现在以下几个方面。

缩减贸易逆差，扶持美国本土企业发展。特朗普上台的主要口号之一就是“美国再次伟大”，由于全球化的深度发展，全球产业分工大幅压低了成本，促使美国在一些制造业领域内竞争优势大幅下降，而中国在这一方面有着得天独厚的成本优势，所以对中国商品增加关税，可以有效地扶持美国本土制造业的发展，促进美国经济。

出于战略考虑，主动与中国分割。美国一直曾试图让中国在政治体制，意识形态等方面与其形成一致，然而从结果上这一层面的考虑并不能成为现实，而中国在其特色的体制下又发展的迅速，对美国主导的世界秩序形成挑战，因此美为了保证其地位的稳定，必须考虑到未来与中国形成的对抗可能，而在这些年中国的制造业已经深入全世界，与美国更是形成“你中有我，我中有你”的形势，所以一旦中美形成对抗，必将对美形成冲击，因此美出于国家安全考虑，必须主动与中国形成一定的分割，尤其是在重要的核心技术领域。

遏制或减缓中国高端制造快速发展，保证美国技术的领先。毋庸置疑当前美国仍然是世界科技与技术产业的龙头，然而随着中国的快速崛起，在一些技术领域已经追平或者赶超美国，这对于一直以技术垄断的美国来讲是不可接受的，因此在中美贸易摩擦中，美方极其重视中国知识产权保护以及“中国制造 2025”方面的问题。致使在最早的 500 亿征税名单中，对高科技以及军工产业的限制是最大的。并且在 2018 年 8 月增加了技术封锁中国企业 44 家，主要针对的就是中国军工技术领域。

图表 18：美国商务部新增对 44 家中国军工企业技术封锁名单

序号	封锁企业名单	附属及下属机构
1	中国航天科工集团第二研究院	第二研究院、第 23 研究所、第 25 研究所、第 201 研究所、第 203 研究所、第 204 研究所、第 206 研究所、第 207 研究所、第 208 研究所、第 210 研究所、283 厂、284 厂、699 厂。
2	中国电子科技集团第十三研究所	河北博威集成电路有限公司、河北英沃泰电子科技有限公司、河北中磁电子科技有限公司、河北兴业恒通国际贸易有限公司、河北医药保健品进出口集团公司、河北普兴电子科技股份有限公司、河北普兴电子、微电子技术开发应用公司、石家庄开发区麦特达微电子技术开发应用总公司、河北美泰电子科技有限公司、河北新华北集成电路有限公司、同辉电子科技股份有限公司。
3	中国电子科技集团第十四研究所	南京三思实业公司、南京无线电技术研究所。
4	中国电子科技集团第三十八研究所	安徽四创电子股份有限公司、安徽博微长安电子有限公司、合肥华耀电子工业有限公司、合肥博微田村电气有限公司、安徽博微广成信息科技有限公司、芜湖博微瑞达电子科技有限公司、博微太赫兹信息科技有限公司。
5	中国电子科技集团第五十五研究所	南京国盛电子有限公司、南京国博电子有限公司。
6	中国高新技术产业进出口公司	--

7	中国华腾工业有限公司	--
8	河北远东通信系统工程有限公司	--

资料来源：美国商务部，中航证券金融研究所

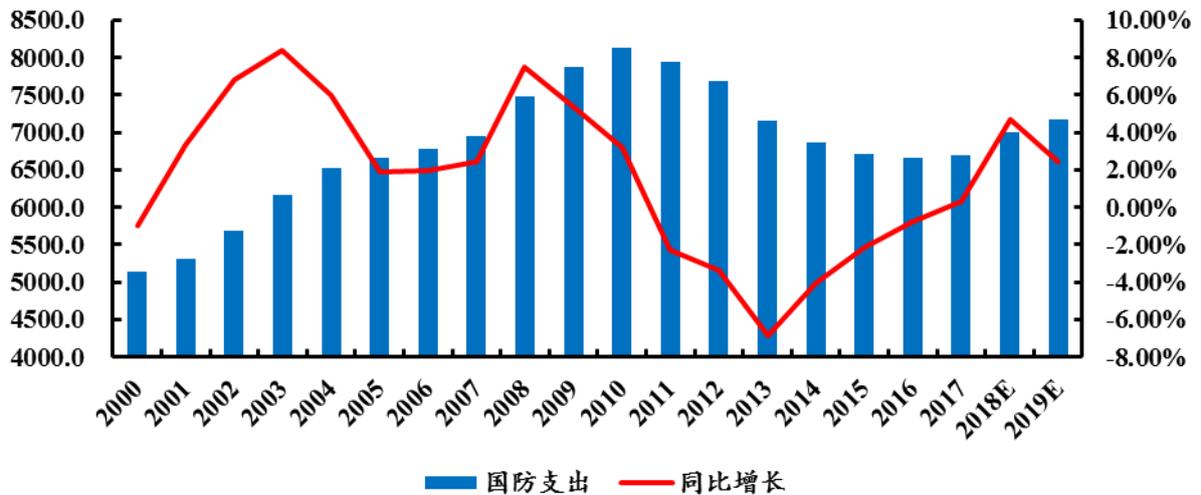
通过上述几点，我们可以看到美国表面上以贸易逆差为借口和中国发生贸易摩擦，实际上针对性和目的性极强，核心是遏制中国的快速发展，以保证自己的霸权地位，尤其是在高端科技方面的遏制，典型的例子就是“中兴事件”的爆发以及华为孟晚舟在加拿大被捕事件。从中国的角度来看，单遏制中国技术发展这一点，就不可能与美国达成一致，这也是为什么中美之间经过近半年的谈判，仍难谈出较为满意的结果。尽管在 G20 峰会上，中美两国领导人就贸易问题达成一致，两国决定停止升级关税等贸易限制措施，但两国核心利益的矛盾仍然是未来中美经贸关系向好发展的最大阻碍。因此，中美在贸易问题上呈现出了中长期的不可调和性。

2.1.2、军事安全：军费扩张，战略重心转移

特朗普上台以来，一改奥巴马执政时期美国军费逐步下降的趋势，大幅增加军费，正式签署了总额达 7000 亿美元的美国 2018 财年国防预算法案。并且于 2018 年 6 月 19 日，美国参议院通过了 2019 财年国防部预算法案，授权国防支出总额高达 7170 亿美元，其中包括 6170 亿美元用于军购、军饷等基本开支，690 亿美元用于海外作战行动，220 亿美元用于核武器项目等。据报道，特朗普已经同意国防部长马蒂斯的提议，计划 2020 财年向五角大楼预算拨款 7500 亿美元。

美国在自身大规模提升军费的同时，还在督促北约盟国增加军费投入。要求北约各国将军费提升到占 GDP 的 2% 指标必须尽快完成。这些举动重启军费扩张新周期，带动全世界军费快速增长。给世界和平稳定带来了压力。

图表 19: 美国年度国防支出及预算情况 (亿美元)



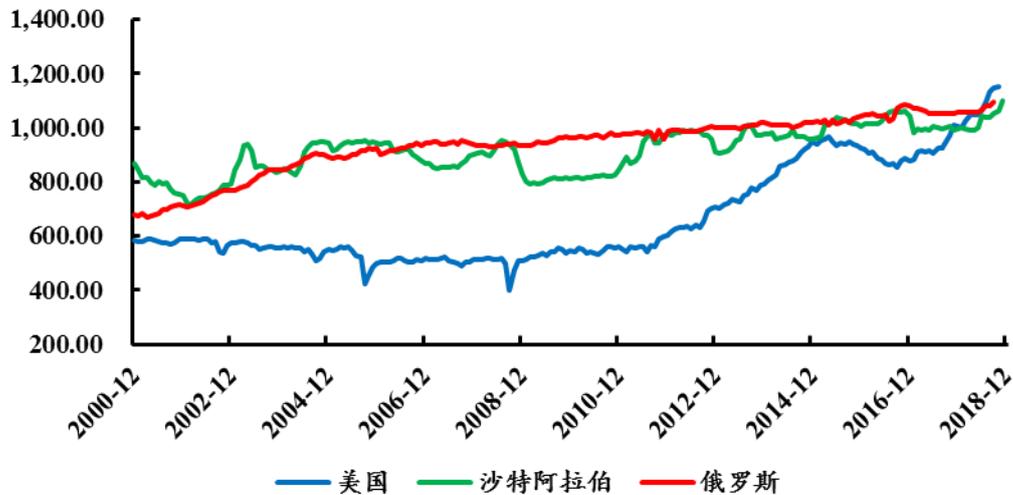
资料来源: wind, 美国国防授权法案, 中航证券金融研究所

如今美国政府虽然认为恐怖主义、地区核问题构成对美国直接、现实挑战, 但未来真正威胁其霸权地位的则是中国和俄罗斯, 因此美国正在把国家战略重心转向亚太。在 2018 年美国宣布要退出《中导条约》, 尽管表面上这是与俄罗斯之间的协议, 但此举更多的目的在于解除枷锁, 与中国在战略导弹上形成对峙。而《中导条约》的退出还意味着美国将在相关战略导弹研制上重新投入, 进一步增加美国军费预算。

2.1.3、石油能源: 美石油产量第一, 中国成立原油期货

从目前来看, 美军正在考虑撤离中东, 12 月 19 日, 特朗普在推特上宣布, 美军将从叙利亚撤出。美在中东方面军力的撤出, 主要是由于美国战略重心转移亚太。美国已经成为世界第一大石油生产国, 其本土存在大量油气资源, 而随着当今社会新能源的快速发展, 未来石油能源将面临被代替的局面, 也因此美改变其能源政策, 大量开采石油。而这将极大影响现在的石油供给情况, 对世界油价产生影响。

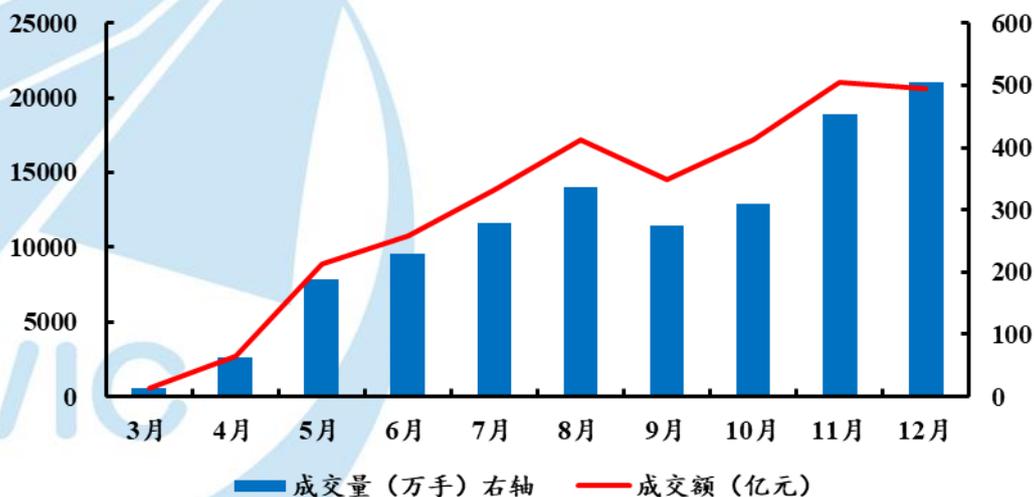
图表 20: 美国原油产量位居世界第一 (单位: 万桶/天)



资料来源: 美国能源信息局, 中航证券金融研究所

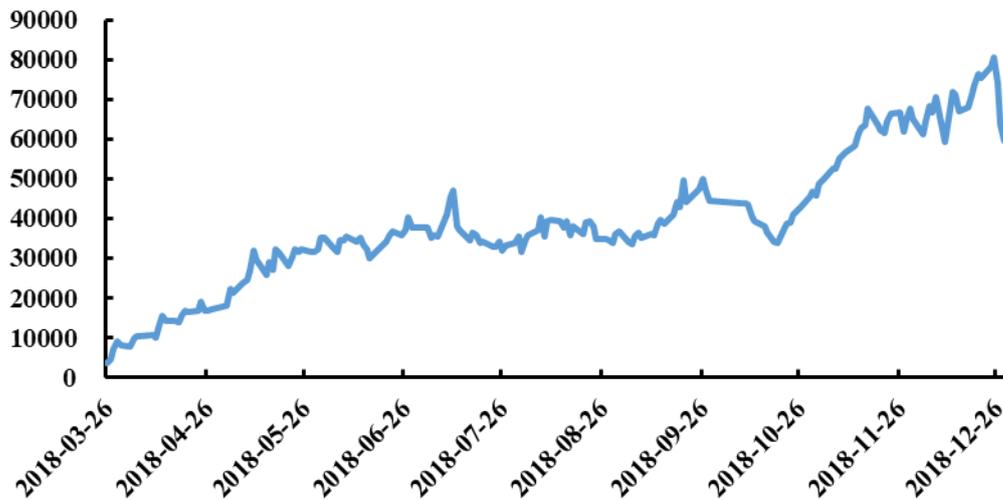
从中国方面来看, 2018 年 3 月 26 日, 上海原油期货正式上市, 上市以来 (截至 2018 年 12 月 31 日) 累计成交额 127383.47 亿元人民币, 累计成交量 2650.94 万手。持仓量 59774 手。上海原油期货已经进入世界前三。人民币结算原油交易将打破美元对石油的垄断地位。

图表 21: 上海原油期货成交量与成交额数据



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 22: 上海原油期货持仓量数据 (单位: 手)



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

总而言之, 美国的战略调整对于中国来讲是未来我国国家安全方面最大的挑战, 曾经的中美友好已经过去, 未来中美关系将进入到一种长期博弈竞争的局面。2019 年中国外部环境压力依然巨大, 并且其核心是中美之间的博弈。

2.2、中国周边环境机遇与危机并存

2018 年中国周边安全环境有所变化, 虽然其背后依然是中美之间的博弈, 但具体来看, 由于中国影响力的提升, 以及特朗普“美国优先”政策, 美与其盟友之间出现一些小的“噪音”, 导致中国周边或其他地区局势有所改变。然而美国战略重心向亚太地区转移, 依旧是中国周边安全环境的最大威胁, 所以未来我国外部环境将呈现机遇与危机并存的局面。

2.2.1、东北亚: 半岛危机、中日关系出现转折

我国东北亚安全环境主要体现在两个方面, 一个就是朝鲜半岛, 另外就是中日关系。2018 年这两个方面均出现转折。

朝鲜半岛

2018 年朝鲜半岛局势发生翻天覆地的变化, 自金正恩接任朝鲜领导人以来, 朝鲜的核试和导弹试射就接连不断的给东北亚地区和平带来压力, 而在平昌冬奥会朝韩关系出现缓和后, 朝鲜对外态度出现了 180 度的转变, 在朝鲜召开的七届三中全会讨论“新阶段政策问题”, 被外界普遍认为是朝鲜版“改革开放”。随后的韩朝、朝美首脑会晤成功奠定了朝鲜半岛无核化以及和平发展的基础。

图表 23: 金正恩与文在寅成功会晤及握手



资料来源: 互联网, 中航证券金融研究所

图表 24: 金正恩与特朗普成功会晤及握手



资料来源: 互联网, 中航证券金融研究所

朝鲜半岛局势的转变, 不仅是对地区军事安全环境的降温, 更是促进半岛与我国东北经济发展的一大动力。但我们可以看到, 尽管朝方采取释放美国人员、废弃丰溪里核试验场、送还朝鲜战争美军士兵遗骸等善意举措, 但仍未能撬动美方立场发生松动。美国继续推行“极限施压”政策, 对朝方企业、人员甚至朝鲜高级官员等实施制裁。陷入僵局的朝美核协商, 与迅速升温的朝韩关系形成强烈反差, 前者也对后者造成了牵制。观其背后, 仍是中美两国之间的博弈。美国白宫放出消息说, 特朗普或于 2019 年 1 月或 2 月与金正恩再次会晤。外界认为, 美朝领导人第二次会晤将会是无核化进程“最关键的时刻”。二十国集团领导人布宜诺斯艾利斯峰会期间, 中美元首会晤取得积极成果, 也为朝美关系进一步发展起到稳定和促进作用。朝鲜半岛向着和平稳定发展是大势所趋, 而其发展进程仍要受到美国方面态度的制约, 因此在半岛局势向好发展的同时, 仍然有一定的变数。

中日关系

2018 年是中日和平友好条约缔结 40 周年, 两国总理在这一特殊年份实现互访。两国间其他一些交流机制得以重启, 例如, 高层经济对话时隔 8 年重启, 中青年军官互访交流项目时隔 6 年重启。中日关系重回正常轨道。然而向好态势下, 阴影犹在。

12 月中旬, 日本政府批准新版《防卫计划大纲》和《中期防卫力整備计划》, 写入了将现有舰艇航母化等有悖“专守防卫”方针的军备扩张内容。新版防卫文件还对中方说三道四, 其中不乏冷战思维。而其背后的逻辑仍然是日本作为美国盟友, 没有办法脱离美国在东亚的战略体系。因此这一因素也是未来制约中日友好的最大潜在威胁。

总体而言, 东北亚局势在 2018 年出现了向好发展的势头, 这给一度再搁置的中日韩自贸区的建设提供了可能, 而半岛和平问题的解决, 朝鲜的加入也将为东北亚经济圈再填活力。但就如上述所言, 韩日都

是美国在东亚战略的重要盟友，而在美对中战略改变之时，这一关系将会阻碍东北亚地区的和平稳定，尤其是在军事方面的部署和领海摩擦等问题，都将是中日韩关系能否向好发展的最大挑战。

2.2.2、南海：“南海行为准则”取得成果，美军事施压强度提高

当前，南海形势总体趋稳趋缓的主基调没有发生根本性变化，2018 年，在中国与东盟国家的共同努力下，“海上合作”与“制度建设”成为驱动南海形势向好发展的“双引擎”；但另一方面，影响南海局势再度升温的诸多消极因素并没有从根本上得到消除，“军事博弈”与“规则之争”也成为南海秩序演进中的新常态。

2018 年 8 月中国与东盟十国就“南海行为准则”单一磋商文本草案达成一致，而在 11 月的第 21 次中国—东盟领导人会议上，李克强提出争取在三年内与东盟国家完成“准则”磋商的愿景并得到各方积极响应。“准则”磋商的进展使得中国与东盟国家的政治互信进一步提升，有效地减缓了我国南海方面与东盟国家之间的安全压力。

从另一方面来看，2018 年中美在南海方面的军事博弈呈上升态势，根据公开资料统计，2018 年美国在南海针对中国进行了五次“航行自由行动”，其实施的地理范围涵盖西沙群岛部分海域、南沙群岛部分岛礁和中沙群岛黄岩岛的附近海域，实施的频率基本上稳定在每两个月一次；2018 年美国派遣 B-52 战略轰炸机先后八次飞抵中国南海诸岛附近空域，其中三次绕飞南沙群岛中北部岛礁，三次临近东沙群岛，一次贴近南沙群岛西侧边缘往返飞行，一次绕飞中沙群岛黄岩岛。美国加大南海方面的军事压力反映出了中美两国之间地缘政治利益和地区秩序主导权之争的博弈。

图表 25: 2018 年美国海军擅自进入中国南海事件

时间	事件
1 月 17 日	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
3 月 23 日	美国海军“马斯廷”号导弹驱逐舰擅自进入中国南海有关岛礁邻近海域。
5 月 27 日	美国海军“希金斯”号和“安提坦”号军舰未经中国政府允许，擅自进入中国西沙群岛领海。
7 月 2 日	美国海军“斯坦塞姆”号导弹驱逐舰未向中国政府申请，擅自进入中国西沙群岛领海。
9 月 30 日	美国“迪凯特”号驱逐舰未经中国政府允许，擅自进入中国南沙群岛有关岛礁邻近海域。

资料来源：中航证券金融研究所整理

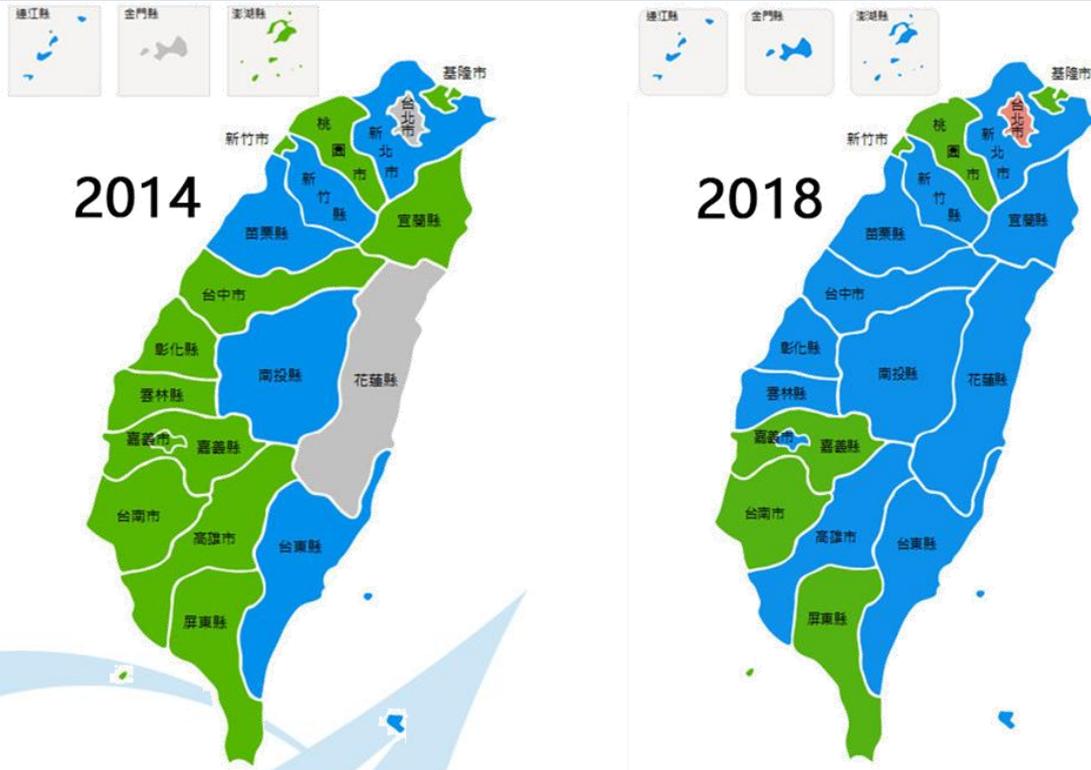
美国“印太战略”对于南海安全形势的负面影响开始显现，一方面，美国通过与部分南海沿岸国家开展军事外交、向其提供军事援助、单独或联合进行军事演习，美国及其盟友在南海的军事部署规模、军事合作水平和军事活动力度均有所提升。另一方面，美日等国仍不遗余力地在多种场合炒作“南海军事化”，曲解、抹黑中国岛礁建设和设施部署活动。日本和澳大利亚于 2018 年年初发表联合声明，“反对南海争议岛礁用于军事目的并敦促‘去军事化’”；5 月，美国以中国在南海“持续军事化”与“环太军演的原则和目的不一致”为由，宣布取消邀请中国参加 2018 年“环太平洋”联合军事演习；7 月，美国和澳大利亚发表联合声明，宣称“南海军事化违背地区国家和平发展的愿望”。这些言行均反映出域外国家维持南海议题热度、挑动南海周边国家矛盾的意图。

总而言之，在中国努力为南海地域安全减少冲突时，中美在南海的战略博弈已经打响，美国所谓的“航行自由行动”以及“印太战略”的实施无疑会对我国南海形势带来较大压力，并为中国与南海周边国家制定“行为准则”带来一定的阻碍。

2.2.3、台海：“九合一”促进“九二共识”，美国频打“台湾牌”

随着 2016 年民进党上台后，台独势力就不断抬头，一方面蔡英文政府拒不承认“九二共识”，另一方面，赖清德当选台当局“行政院长”后，公开承认自己是“务实的台独工作者”，至此两岸关系步入冰点。但在 2018 年 11 月 24 日，台湾地区进行的“九合一”选举中，国民党获 15 席，民进党获 6 席，另有 1 席为无党籍。以上结果表明，民进党的执政不得人心，尤其是在与大陆分割的政治态度下，导致台湾失去大陆市场，民生经济大幅下滑。而在此次选举过后，当选高雄市市长的韩国瑜成为台湾政界的一颗明星，并且其本人表示支持“九二共识”，未来要加强两岸交流等，而这极有可能影响未来台湾地区的执政基调，为两岸关系重归于好提供有利条件。

图表 26：2018 年台湾地区“九合一”选举“蓝绿反转”



资料来源：互联网，中航证券金融研究所

但 2018 年以来，在台湾民进党背后的美国也是频频试探中国的“一中”底线。其中就包括 2018 年 3 月 16 日，特朗普签署的《台湾旅行法》，鼓励美国和台湾地区派遣高级官员互访。以及美国通过的 2019 国防授权法草案，建议美军适度参加台湾军演，继续对台军售等。并且在 2018 年，美军舰频频通过台湾海峡，继续加剧两岸之间的安全压力。为未来两岸的和平统一带来阻碍。随着中美之间博弈日剧加深，“台湾牌”也将是美国来遏制中国的一个重要筹码，未来台海局势仍将面临诸多的挑战。

三、不确定的国际环境，确定的军工发展之路

3.1、军工行业景气度持续回暖

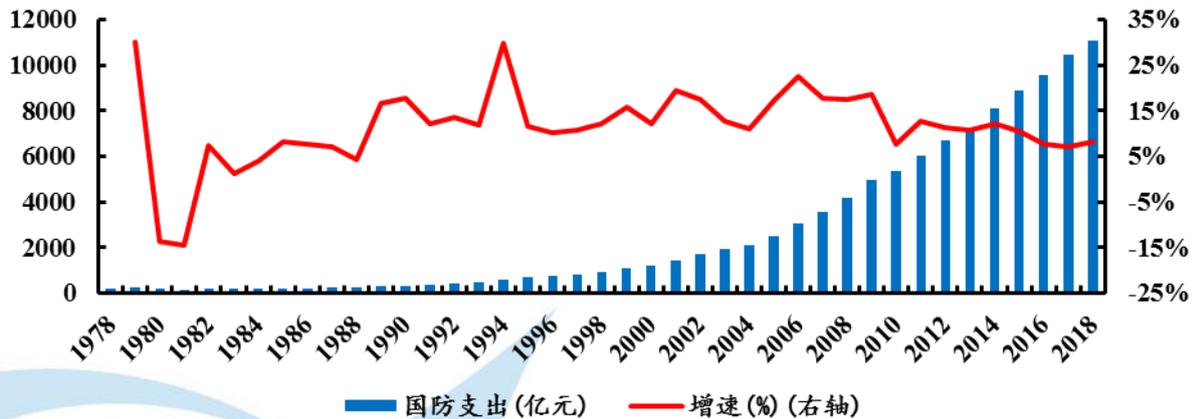
在如今国际形势风云变化的时候，中国必须建设与经济发展水平相适应的国防力量，必须建立一支强大的人民军队。因此从国家安全的角度方面来看，未来我国军工行业景气度仍将持续。

3.1.1、军费稳定增长，增速有望回升

2018 年我国的国防支出预算达到 1.11 万亿元，增速为 8.1%。相较 2016 和 2017 年两年的 7.6%、7.0%

的增速有所回升，而这一势头有望持续。从目前来看，我国军费占 GDP 比例仍然较低，这两年的国防投入基本在弥补过去的投入不足。一方面外部压力促使我们需要有足够的国防经费来支持我国国防安全；另一方面，为了实现到 2035 年基本实现国防和军队现代化，以及到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队，与经济水平相适应的国防支出是必不可少的。因此预计 2019 年中国军费增速有望继续回升。

图表 27：我国国防支出预算情况

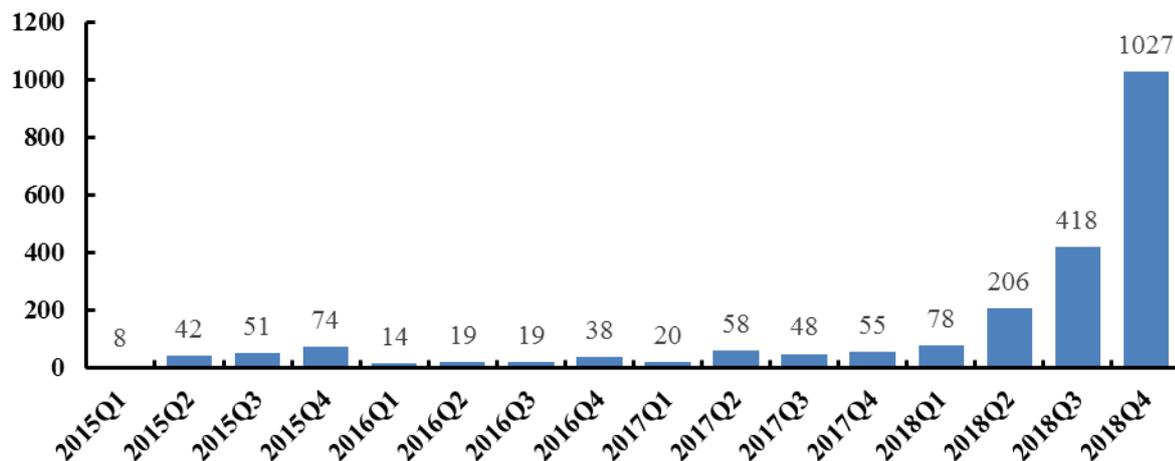


资料来源：wind，中航证券金融研究所

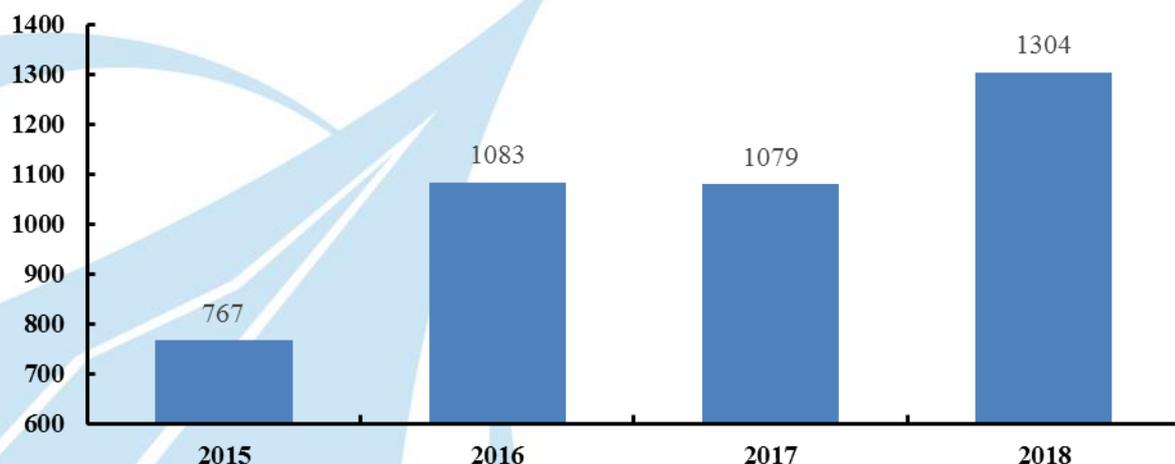
3.1.2、武器订单逐步回暖，实战化训练增多

自我国军事体制改革从 2015 年实施以来，到现在，改革已基本完成，原七大军区改为五大战区，相比传统接军区的防御作战为主，战区实现跨区多兵种的联合协同作战，增加部队机动力和联合指挥作战能力，也实现了部队行政管理和作战指挥的分离。

而随着军队改革的逐步落地以及“十三五”尾声的到来，军队采购将逐渐恢复，且订单有望集中在最后两年中爆发，从武器装备采购网的数据，我们可以明显看到 2018 年一季度后，网站的武器采购公告出现大量提升，同时采购需求上 2018 年也扭转了 2017 年的下降趋势，重新上升。

图表 28: 武器装备采购公告情况


资料来源: 全军武器采购信息网, 中航证券金融研究所

图表 29: 武器装备采购需求情况


资料来源: 全军武器采购信息网, 中航证券金融研究所

除去订单数量的回升, 为了适应我国周边的恶劣国际环境, 军队的实战训练正逐步展开, 从天安门广场到朱日和训练场, 再到南海军演, 可以感觉到我国的军事化训练活动近些年明显增加。2017 年 12 月国防部发布了新修订的《中国人民解放军军事训练条例(试行)》, 具体规范了军事训练规划、计划、统计和考核等, 拓展完善军事训练保障、安全管理等支撑制度, 建立健全军事训练工作运行机制, 切实保障了实战化训练的效果。

在武器订单和训练明显增多的情况下, 未来军工行业基本面持续向好, 以上的需求也将带动我国军费的稳定健康增长。综上所述我们判断 2019 年军工行业仍将维持高景气度发展。同时 2019 年也是我国 70 年国庆之年, 届时一些新型装备的服役预期也将大幅增加, 其中就包括我国国产航母等。

3.2、军工改革持续进行，有望改善行业业态

3.1.1、军工科研院所转制有望提速

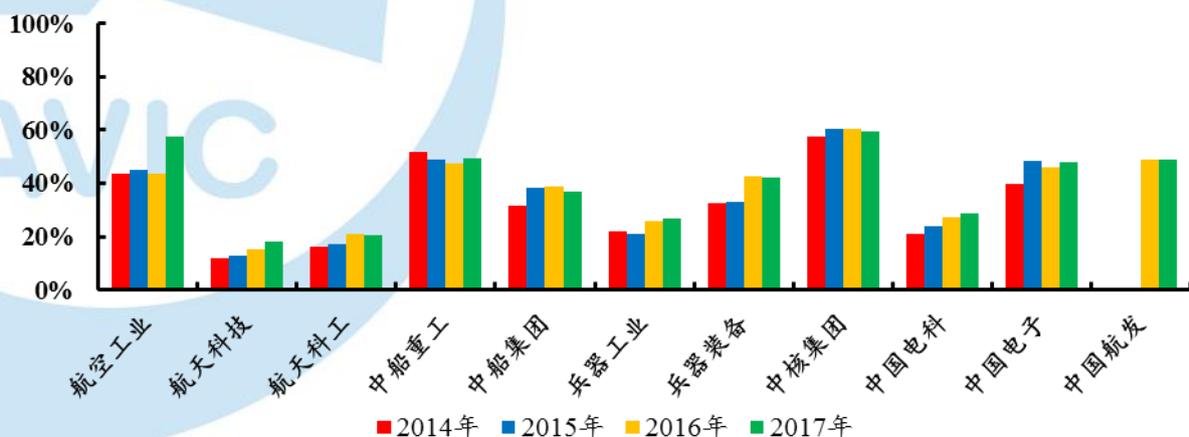
2017 年 7 月 7 日，国防科工局在北京组织召开了军工科研院所转制工作推进会，并在会上宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作，并研究部署了相关工作。2018 年 5 月 8 日，国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》。批复原则同意兵器装备自动化研究所转制为企业，明确了转制适用政策，需要开展的重点工作和程序，提出了有关要求。

军工科研院所负责军品的设计、生产与制造，具有轻资产、高收益的特点，同时拥有着充足的高端人才及军工领域最前沿的核心技术，是各大军工集团的“金矿”。而科研院所改制可以利用股权激励制度，结合混合所有制改革，释放军工科研院的科研及创新能力，并借助资本的力量，加速技术向产业的转化，为军转民确立新的生长点。

中国兵器装备集团自动化研究所是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。让 2018 年成为科研院所改制的开端，首家科研院所转制获批具有示范效应，其经验可在其他科研院所推广，并且随着混改范围及力度的不断扩大，2019 年科研院所改制有望加速推进。

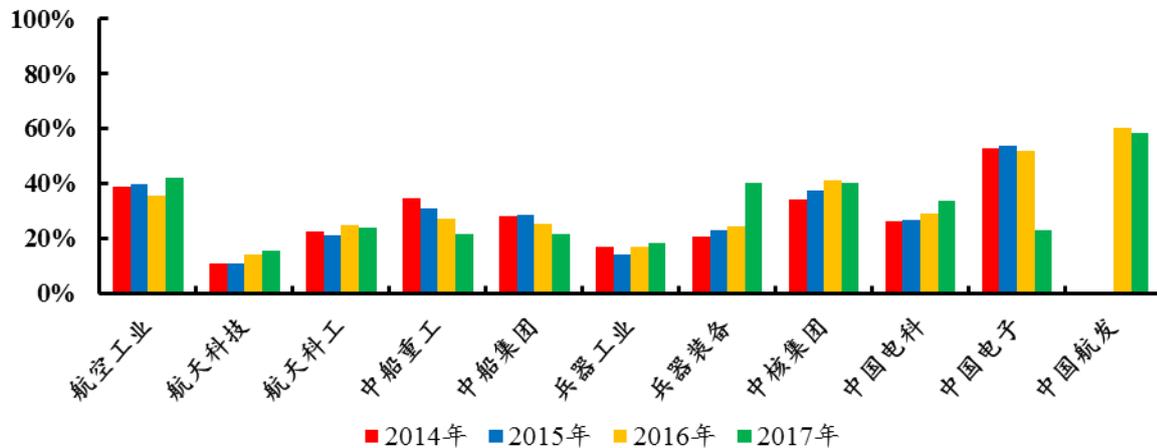
3.1.2、军工集团资产证券化面临加速

图表 30：军工集团资产证券化率情况（统计口径为总资产）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 31: 军工集团资产证券化率情况 (统计口径为收入)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

2017年6月发布的国防科工局军民融合专项行动计划明确提出要继续推进军工企业股份制改造, 加快军工资产证券化进程。2017年, 军工集团以总资产为口径算得的资产证券化率为42.37%, 较2016年增长了3.15%。以收入为口径算得的资产证券化率为28.27%, 较2016年增长了0.47%。

目前, 我国十一大军工集团中, 只有中核集团、航空工业和中国航发的资产证券化率较高, 航天科技、航天科工、兵器工业等军工集团的资产证券化率仍处于较低水平。考虑到各军工集团在“十三五”中的资产证券化率目标, 包括航天科技预计其资产证券化率在“十三五”末期达到45%、中船重工与中船工业计划在“十三五”末将资产证券化率升至70%等, 而如今距离“十三五”结束仅剩2年, 预计2019年, 军工集团资产证券化率有望加速提升。

3.1.3、《武器装备科研生产许可目录》调整, 推动军工产业效率提升

2018年12月, 国防科工局和中央军委装备发展部联合印发了2018年版武器装备科研生产许可目录, 再次大幅降低军品市场准入门槛。《武器装备科研生产许可目录》是实施武器装备科研生产许可的重要依据。在《武器装备科研生产许可目录》内的产品或项目, 可申请武器装备承制单位资格许可证, 取得武器装备承制单位资格后, 企业能享受免除16%军品增值税。因为许可目录和军工产品免税直接挂钩。

2018年版许可目录包括导弹武器与运载火箭等7大类共285项, 在2015年版目录的基础上再次减少了62%, 仅保留对国家战略安全、社会公共安全有重要影响的许可项目, 大幅度缩减了武器装备科研生产许可的管理范围。例如进一步规范了许可专业的名称, 大范围取消设备级、部件级项目, 取消军事电子一般整机装备和电子元器件项目, 取消武器装备专用机电设备类、武器装备专用材料及制品类和武器装备重大工程管理类的许可。

而许可范围缩小，使得部分军品可能将不再享受增值税免税的优惠，将对生产军用零部件和配套设备企业产生一定税收影响。长期来看，武器装备科研生产许可目录缩小会扩大军工开放，缩小制度门槛，能更高效的吸引更多的优质民营企业参与军工相关产业，带动创新创业中小企业进入武器装备科研生产和维修领域，加快军民融合的进程，提高产业效率。

四、投资策略及重点行业推荐

军队建设和改革，离不开雄厚的资金来源做后盾。在经济下行的压力下，军费依然保持稳定增长，暗示我国对提高国防力量的重视，一系列改革政策的出台和逐步落地，也为军改提供了政策红利和安全边际。2015 年，军民融合正式上升为国家战略，“军转民”和“民参军”成为军工企业改革的主流方向。未来，为实现军民深度融合，还需借助资本的力量，通过混合所有制改革、资产证券化等手段，完成军工集团向现代化企业制度的转变，争取整体上市，实现强军富国的双赢目的。因此未来具体军工行业投资将围绕以下几点展开：1) 军工集团的混合所有制改革及科研院所改制面临加速；2) 引领军民深度融合发展的优质国有或民营企业，特别是军用装备科研生产制造和高新技术研发领域；3) 随着军改落地，军队训练恢复增加，促进军用装备使用需求以及修理需求；4) 军工行业估值正处于历史低位，具有较好的配置性价比。

我们认为 2019 年军工行业投资策略为基本面基本好转的阶段性机会，以及行业估值低位的配置机会，但从近期市场情况来看，股市下行压力较大，短期来看，板块仍将收到市场情绪所影响，存在一定的波动。建议大家重点关注那些市场前景广阔、业绩成长确定的标的。

4.1、军工新材料

军工新材料作为新一代武器装备的建造基础，是现下世界军事领域的关键技术，是现代精良武器装备的关键，更是军工高科技的重要组成部分。世界各国对军工新材料技术的发展给予了高度的重视，加速发展军工新材料技术是保持军工装备技术领先的重要前提。

军工新材料是高技术的先导和基础，其中，复合材料具备了高强度、高模量、低比重特性。碳纤维增强复合材料的出现，使其成为航天航空领域、无人机领域、交通运输领域、船舶等军工领域的重要材料之一。

➤ 行业重点公司：隆华科技 300263.SZ

新材料板块业务增长迅速，继续加大对军民融合新材料布局。公司 2018 年第三季度单季实现营业收入

入 3.61 亿元，同比增长 20.79%，归母净利 2877.55 万元，同比增长 28.06%；基本每股收益 0.03 元，与上年同期变化不大。2018 年前三季度，公司实现总营业收入 10.81 亿元，同比增长 42.31%，归母净利 9051.13 万元，同比增长 92.08%，基本每股收益 0.1 元，同比增长 87.27%。

公司自 2015 年启动业务全面转型，以“二次腾飞”发展战略为指引，新材料业务作为公司业务重点发展战略方向，报告期内业务稳定增长。根据公司 8 月份的投资者关系记录显示，新材料板块四个子公司四丰电子、晶联光电、兆恒科技、海威复材分别成为所在细分行业第一。晶联光电产品通过在京东方 8.5 代 TFT 面板线 Array 端的测试认证，三季度将开始供货。四丰电子是国内唯一一家实现完全替代进口、已量产供应高端钨靶材的企业，钨靶材在国内市场占有率已超过 30%。公司的控股子公司湖南兆恒材料科技有限公司和咸宁海威复合材料制品有限公司是典型的军民融合高分子材料公司。湖南兆恒主要产品为聚甲基丙烯酸酯亚胺（PMI）泡沫，产品性能达到国际先进水平，是多种军工型号装备用 PMI 泡沫国产化的唯一供应商。咸宁海威是国内唯一专业从事舰船和海洋工程领域用树脂基结构功能一体化复合材料研发和生产的公司，为多种舰船和海洋装备提供轻质、结构功能一体化的复合材料产品，产品不仅应用于一般防护装甲、辅助设备，而且开始向部分次承力结构、主承力结构以及多功能复合材料整体装备拓展。公司近年来的对外投资事项，也为公司新材料业务板块的布局进行进一步的拓展和完善。从长远看来，公司业务结构的进一步优化，使得其抗风险能力进一步增强，有利于提升公司的核心竞争力和整体实力。

图表 32：隆华科技业绩预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	812.19	1068.32	1442.24	1990.29	2766.50
增长率(%)	-40.75%	31.54%	35.00%	38.00%	39.00%
归属母公司股东净利润	15.25	44.29	117.81	165.57	199.18
增长率(%)	-91.46%	190.44%	166.00%	40.54%	20.30%
每股收益(EPS)	0.017	0.049	0.129	0.182	0.219

资料来源：wind，中航证券金融研究所

风险提示：新材料销量与环保项目进展不及预期，传统业务下滑。

4.2、航空航天高端装备制造

航空领域高端制造在军民两用需求旺盛。在商用航空国际转包领域，随着世界飞行器制造中心逐渐向亚太转移，中国航空制造业融入世界航空产业链的程度不断加深，航空飞机零部件国际转包市场规模不断扩大。在通用航空领域，随着低空空域改革的不断推进，我国通用航空发展滞后的局面也有望得到改善，公务机、轻型机、直升机、运动飞行器、农用飞机等通用航空飞机的制造及维修存在广阔的市场空间，有望爆发式增长。近年来，我国国防费用呈现恢复性增长态势。目前我军正处于国防军队现代化建设“三步

走”中的第二步，亟需加紧完成机械化和信息化建设，综合考虑国家经济实力、地区安全局势、全球经济利益等多种因素，我们预计，未来 5 年我国国防支出复合增长率仍将维持在较高水平。航空发动机领域，出于国家安全和战略需要，发展高性能发动机已经成为我国航空工业发展的必然战略选择。目前，航空发动机已经入选我国重大科技专项，随着航发的组建成立，未来国家将出台更多专项资金给予资金及政策上的支持，为我国航空发动机及其零部件制造带来更大的发展机遇。

航天制造面临爆发期。航天零部件的终端应用主要为运载火箭、卫星、航天飞船、空间站及航天武器装备等。其中，除航天武器装备外，商业卫星与火箭发射也已形成产业化，是上游零部件制造业的重要应用领域。“十二五”以来，中国航天事业持续快速发展，自主创新能力显著增强，进入空间能力大幅提升，空间基础设施不断完善，载人航天、月球探测、北斗卫星导航系统、高分辨率对地观测系统等重大工程建设顺利推进，空间科学、空间技术、空间应用取得丰硕成果。《2016 中国的航天》白皮书提到，未来五年，我国将提升卫星系统水平和基础产品能力，构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位三大系统，建设天地一体化信息网络，基本建成空间基础设施体系，形成连续稳定的业务服务能力，促进卫星及应用产业发展。

➤ **行业重点公司：新研股份 300159.SZ**

公司原来主要专注于中高端农牧业机械产品制造，2015 年公司成功收购明日宇航，形成了农机、军工领域双主业、双引擎发展的战略布局。明日宇航主要专注于航空航天飞行器零部件制造业务，其产品分为“航空飞行器结构件”、“航天飞行器结构件”、“发动机结构件”三类。

航空航天业务稳步增长，农机销售业务持续向好。2018 年前三季度，公司经营业绩实现了稳定增长，主要原因为按照年初经营计划有序推进各项工作，营业收入稳定增长所致。其中航空航天板块主要业务领域经营业绩稳步增长，着力加强全球市场的客户管理，推动公司业务发展规模。农机板块受行业缓慢复苏影响，农机销售业务持续向好，销售收入同比增加。

布局新的业务方向，业绩有望逐步落实。根据公司中报显示，公司积极开展与中船重工业务合作，与中船重工旗下 703 所、719 所、725 所开展深度合作，其中与 703 所合作的首台大型燃机已实现合格交付，即将开始小批量产，与 719 所合作的桨叶已合格交付江南造船厂，与 725 所开展的全海深载人探测器正在研发试制。同时公司积极拓展轨道交通市场，现已被四川省列入轨道交通板块重点配套企业供应商名录，列入青岛四方股份合格供应商。

图表 33：新研股份业绩预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
---------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入	1791.41	1853.83	2761.07	3916.07	5401.43
增长率 (%)	27.86%	3.48%	48.94%	41.83%	37.93%
归属母公司股东净利润	250.94	405.44	604.63	823.31	1058.27
增长率 (%)	-16.56%	61.57%	49.13%	36.17%	28.54%
每股收益 (EPS)	0.168	0.272	0.406	0.552	0.710

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

风险提示: 业务拓展不及预期、航空航天业绩下滑。

4.3、北斗卫星导航

北斗卫星导航系统进军国际市场，踏入世界舞台。全球卫星导航系统不仅是国家安全和经济的基础设施，也是体现一国现代化大国地位和国家综合国力的重要标志。如今世界范围内共有四大已经建成或正在建设的卫星导航系统：美国的 GPS、俄罗斯的 GLONASS、欧盟的 GALILEO 系统以及我国的北斗卫星导航系统。美国 GPS “一家独大”的时代已经过去，凭借在互动性与开放性上的优势，北斗已经具备了与其他系统在全球卫星导航应用领域竞争的能力。

基础设施不断完善，有利于下游应用市场逐渐拓宽。随着北斗三号第一、二颗组网卫星于 2017 年 11 月 5 日成功发射，我国北斗卫星导航系统建设进入了“三步走”战略的最后一步，并预计在 2020 年前后完成 35 颗卫星组网。目前，北斗三号基本系统已建设完成，并于 2018 年 12 月 27 日起开始提供全球服务，标志着我国北斗卫星导航系统正式迈入全球时代。此外，我国正在进行北斗地基增强系统工程建设，一期任务已于 2017 年 6 月完成，初步形成基于北斗的一体化高精度应用服务体系。按照规划，系统二期将主要完成区域加强密度网基准站补充建设，进一步提升系统服务性能和运行连续性、稳定性、可靠性，预计 2019 年 6 月验收。待地基增强系统完成后，北斗导航卫星系统将具备为用户提供广域实时米级、分米级、厘米级和后处理毫米级定位精度的能力，届时将打开测绘、精细农业、驾考驾培、无人机、智能交通、形变监测、铁路航运等北斗高精度应用领域的广阔市场空间。

核心零部件技术亟待突破，大众市场国产化替代空间巨大。目前，我国卫星导航与位置服务产业的产值现在主要集中在中游，产业发展尚处于初级阶段。我国上游领域芯片、高精度板卡等核心零部件的技术与国外相比仍存在较大差距，而由于核心零部件在产业价值链上占据了相当大的比重，不少公司战略性放弃了对芯片、板卡的功耗、成本与成熟度要求高的大众应用市场，转攻对核心零部件技术不敏感而对自主可控水平要求高的特殊应用市场。我们认为，未来，随着上游核心零部件技术的发展、下游应用需求的扩大以及北斗卫星导航系统全球组网、北斗地基增强系统建设的稳步的推进，我国卫星导航产业即将迎来高速发展，在上游核心零部件领域具备技术优势、积极向行业应用及大众应用市场拓展的公司有望充分享受

行业快速发展所带来的市场红利。

➤ **行业重点公司：振芯科技 300101.SZ**

公司主要围绕北斗卫星导航应用的“元器件—终端—系统—运营”产业链提供产品和服务，致力于打造卫星导航、遥感于一体的卫星综合信息化服务。主要产品及业务包括北斗导航关键元器件、高性能集成电路、北斗导航终端销售及运营服务、视频图像安防监控、遥感地理信息产品等。

积极布局北斗三号系统与民用市场。公司聚焦卫星综合应用，紧跟国家战略和北斗三号卫星导航系统建设规划，加强北斗芯片及终端产品的技术攻关和新产品研制。公司率先完成了支持北斗三号系统信号体制的卫星导航中断技术攻关和工程样机研发，通过了第三方验收测试，实现了北斗三号/GPS/GLONASS 多系统多体制信号接收处理，成功研制了北斗三号 RNSS 验证终端和 MEO 通信收发设备，多次参加了北斗三号系统的星地对接。此外，为进一步加快北斗导航应用走向行业和民用，公司引入四川发展、天府弘威基金以增资扩股的形式向子公司新橙北斗投资 12,400 万元，用于新橙北斗从事真三维空间地理信息智慧云平台的相关建设和应用，该项目被列为四川省军民融合重大创新工程。

安防及元器件领域前景广阔。公司在视频图像安防监控业务领域深耕多年，基于视讯类芯片技术和系统工程经验，已初步形成“算法+产品+应用+渠道”的核心优势、拥有了成体系、成系列的智能视频产品。公司以开拓公安、交通、电信行业市场的优质资源和精品工程为目标，将受益于高附加值视频图像模组产品的销售。在元器件领域，受高性能集成电路行业订货量增长的影响，重点产品 DDS、视频处理芯片的市场需求增速较快。公司拥有相关高性能 IC 设计十余年的技术积累和品牌优势，并在频率合成器、SoC、高速接口、软件无线电等重点方向加大技术创新，公司集成电路的核心产品应用有望持续受益于相关市场的发展红利。

图表 34：振芯科技业绩预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	436.58	441.19	535.61	799.40	1343.86
增长率(%)	-18.42%	1.06%	21.40%	49.25%	68.11%
归属母公司股东净利润	40.01	30.54	45.11	83.69	190.58
增长率(%)	-48.89%	-23.66%	47.70%	85.54%	127.71%
每股收益(EPS)	0.07	0.05	0.08	0.15	0.34

资料来源：wind，中航证券金融研究所

- **风险提示：**公司发展战略推进、新产品拓展不及预期

4.4、雷达设备

《全国气象发展“十三五”规划》提出构建现代公共气象服务体系，发展“精准型、个性化、按需响应”的智慧公共气象服务，将智慧气象的元素融入到交通、电力、水利、农业、旅游业、保险业等各行各业。《气象雷达发展专项规划（2017-2020年）》明确要求将进一步优化完善全国新一代天气雷达网，初步建立可持续的气象雷达发展体系。“建设民航强国的战略构想”提出气象战略目标：广泛采用先进的气象技术和装备，全面建成高适应性的航空气象服务体系，减少天气对飞行活动的影响，架构新一代航空气象业务体系，满足2030年民航强国和我国新一代航空运输系统的需求。

十三五期间，国内气象产业将进一步纵深拓展，气象雷达及相关系统在中国气象局、民航局、交通、电力、水利等领域发挥越来越重要的作用，用户需求将实现从购买单一探测装备和气象软件产品向购买整体解决方案和系统转变。

空管系统是国家重要的基础性、战略性行业，是保障军民航空安全、高效运行的中枢，是国家综合交通运输体系的重要组成部分，也是国家空管、空防和应急体系不可或缺的组成部分。以“中国制造2025”发展战略为指引，国家进一步加大对空管装备国产化的支持，引导国内厂家研发具备国际先进水平的空管技术装备。

➤ 行业重点公司：国睿科技 600562.SH

公司是一家专业从事微波与信息技术相关产品的生产和销售的上 市公司，掌握了多项关于雷达整机系统和子系统、轨道交通控制系统等方面的专利和非专利技术，形成了系列化产品，其中中高端气象雷达及相关产品在国内气象市场有较高的知名度。是国产军航和民航二次雷达集成产品的主要供应商。

航空产业扩张带动空管雷达需求，实现国产化。《民航发展“十三五”规划》提出“十三五”末我国民用运输机场数量达到260个左右、通航机场达到500个以上，根据《中国民用航空通信导航雷达工作规则》，机场的建设必须配置相应的一、二次空管雷达，因此机场的新建、改建、扩建将带动雷达等配套设备的需求。公司目前已取得一、二次雷达民航许可证，同时作为国产军航和民航二次雷达集成产品的主要供应商，有望在民航空管雷达存量、增量市场实现对外资企业的进口替代。

院所改制加速，优质资产整合加速。公司控股股东中国电子科技集团公司第十四所是我国最大的雷达专业研究机构，其产品涵盖陆地、舰载、机载等多类平台，多型雷达产品性能到世界领先水平；同时，依托军工央企的科研优势，中电十四所在现代物流、城轨交通、无线通信、民用雷达、软件与集成电路等民用领域有较快的发展，其市场覆盖全球。而其营收规模是上市公司的数倍，2018年11月，上市公司发布公告称拟向十四所发行股份购买其持有的国睿防务100%股权、国睿信维95%股权和国睿安泰信59%股份。

图表 35: 国睿科技业绩预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1258.11	1154.45	1191.44	1633.03	1979.84
增长率(%)	15.22%	-8.24%	3.20%	37.06%	21.24%
归属母公司股东净利润	228.38	169.36	106.03	163.30	219.28
增长率(%)	22.27%	-25.84%	-37.39%	54.01%	34.28%
每股收益(EPS)	0.367	0.272	0.170	0.262	0.352

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

- **风险提示:** 空管雷达招标低于预期、院所改制进展不及预期

4.5、新一代化合物半导体

作为集成电路发展基础,半导体材料逐步升级换代,这种深刻的变革驱动了化合物半导体市场的发展。一是集成电路产业遵循“摩尔定律”演进趋缓,以新材料、新结构以及新工艺为特征的“超越摩尔定律”成为产业新的发展重心。二是曾经驱动集成电路市场高速增长的 PC 和智能手机市场疲软,未来 5G 和物联网将成为新风口。三是全球能源和环境危机突出,能源利用趋向低功耗和精细管理。化合物半导体作为新材料和新器件,在微波通信器件、光电子器件和功率器件中有着同类硅器件所不具备的优异性能,将在以上应用领域得到广泛应用。

国外方面,围绕化合物半导体的并购案频发。近年来,国际巨头企业纷纷围绕化合物半导体展开并购,2014 年 8 月,功率半导体领导者德国英飞凌公司以 30 亿美元收购美国国际整流器公司(IR),取得了其硅基 GaN 功率半导体制造技术;同年 9 月,设计和制造 GaAs 和 GaN 射频芯片的 RFMD 公司和 TriQuint 公司宣布合并为新的 RF 解决方案公司 Qorvo。国内企业和资本也围绕化合物半导体产业展开收购。

国内方面,国家集成电路产业基金投资三安光电布局化合物半导体。推动三安光电下属三安集成电路公司围绕 GaAs 和 GaN 代工制造,开展境内外并购、新技术研发、新建生产线等业务。

➤ 行业重点公司: 海特高新 002023.SZ

公司主营业务包括航空新技术研发与制造、航空维修、航空培训、航空租赁、微电子共五大业务板块。航空新技术研发与制造业务是以公司航空研发制造设备为平台,以公司掌握的航空新技术研发能力和生产资质为条件,生产具备核心竞争力的产品,向客户销售产品以及提供售后服务并收取费用,目前主要产品有发动机电子控制器(ECU)、直升机救援电动绞车、驾驶员脉冲供氧系统、导航测试系统、B-737D 级全动飞行模拟器等;航空培训业务是公司基于自主生产研制或者采购的飞行模拟器,在取得管理机构飞行训练中心合格证和飞行模拟设备鉴定合格证后,向航空公司飞行员、乘务人员提供模拟培训服务,收取培训费

用。航空租赁主要开展融资租赁业务，主要包括：飞机租赁、飞机发动机租赁、飞行模拟器租赁等。航空维修分为飞机整机维修、部附件维修、发动机维修三个业务方向。一是干线飞机维修、公务机维修、直升机维修、飞机拆解、改装业务。二是部附件维修业务包括机载电子系统、机械系统维修；三是发动机维修包括多种型号涡轴发动机大修、SAFIR APU 大修及改装等。

自主研发化合物半导体部分量产，切入先进微电子行业迎来业绩新增长点。公司 2018 年前三季度实现营业收入 3.59 亿元，同比增长 15.73%；归母净利 4860.83 万元，同比增长 10.23%。20 世纪 90 年代以来，光纤通讯和互联网的高速发展，促进了以砷化镓(GaAs)、为代表的第二代半导体材料的需求，其是制造高性能微波、毫米波器件及发光器件的优良材料，广泛应用于 5G、光通信、GPS 导航、雷达等领域。第三代半导体材料主要包括碳化硅(SiC)、氮化镓(GaN)、金刚石等，因其禁带宽度大，又被称为宽禁带半导体材料，被广泛应用于通讯基站、导弹等领域。2015 年 1 月，公司通过投资 5.55 亿元收购海威华芯原股东股权并以增资的方式取得海威华芯 52.91%的股权，成为海威华芯的控股股东，公司通过控股海威华芯切入高端化合物半导体集成电路芯片研制领域。目前第二代化合物半导体国际水平的晶圆直径达到 6 寸，线宽 90nm。国内目前研发的晶圆直径 4 寸，线宽 150nm，子公司海威华芯生产线建设规模为：砷化镓半导体芯片（6 寸）40000 片/年，氮化镓半导体芯片（6 寸）30000 片/年，在国内属于领先水平。由于未来多个领域对化合物半导体的巨大需求，公司有望充分受益，微电子业务在公司整体业务中的权重有望不断提高，也将成为公司新的盈利增长点。

图表 36：海特高新业绩预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	494.75	426.08	523.22	667.68	926.61
增长率(%)	15.45	-13.88	22.80	27.61	38.78
归属母公司股东净利润	40.77	34.37	65.50	97.33	171.22
增长率(%)	2.81	-15.70	90.59	48.59	75.92
每股收益(EPS)	0.05	0.05	0.09	0.13	0.23

资料来源：wind，中航证券金融研究所

- **风险提示：**国内军机建设不及预期；海威华芯产能投放进度不及预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李欣，SAC 执业证书号：S0640515070001，从事机械军工行业研究，探寻行业公司价值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。