



Research and
Development Center

信用改善、政策友好，民营军工企业估值修复弹性更高

2019年03月07日

李勇鹏 行业分析师

信用改善、政策友好，民营军工企业估值修复弹性更高

2019年03月07日

证券研究报告

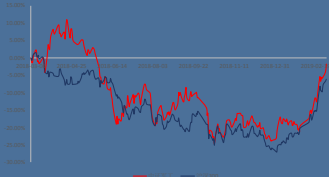
行业研究——专题研究

军工行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：看好，2019.02.22

军工行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

李勇鹏 军工行业分析师
 执业编号：S1500517110001
 联系电话：+86 10 83326846
 邮箱：liyongpeng@cindasc.com

本期内容提要：

- ◆ **我们认为民营军工企业当前具有结构性估值优势，在 2019 年信用放松、军民融合政策持续友好的环境下，估值修复空间弹性更大，整体表现将会强于行业水平和央企军工集团水平。**
- ◆ **军工行业整体估值处于历史区间相对较低区间，估值结构性差异更明显，民营企业较央企军工集团更有估值优势。**目前军工行业（以信达军工跟踪口径计算，下同）整体估值 49.1 倍，行业整体估值处于均值及中位数下，位于 2010 年来 43.3%分位数。民营企业估值 43.7 倍，央企军工集团估值 52.4 倍，分别位于 34%、48%历史分位数水平。从历史水平、相对行业整体估值水平及相对央企军工集团估值多个角度看，民营军工企业目前在估值上更有优势。
- ◆ **民企估值对信用变化更敏感，今年信用环境利于民企估值修复。**信用收紧对民营企业估值压制更明显，在趋紧的信用环境下民营企业估值下行幅度较军工集团更为明显；反之在信用环境出现改善时，民营企业估值修复弹性也较央企军工集团更大。2010 年底 AA+级主体信用利差大幅走阔，民企估值在此期间出现了大幅调整；而在 2012 年初 AA+信用利差趋势性下行，民企估值修复弹性明显大于央企军工集团。随着去杠杆持续推进，2017 年信用利差出现大幅走阔，而信用评级较高的 AAA 级信用利差增加幅度相对较小。央企军工集团及下属企业大体可视为 AAA 级信用评级大体，在此期间估值下行的弹性明显小于民营军工企业。随着去杠杆政策趋于缓和，目前阶段重点为“宽信用”，预计信用利差将见顶，改变上行趋势，实现明显下降，民营军工企业估值将得到修复，在此过程中民企估值修复弹性将远大于央企军工集团。另外信用环境改善，民营企业融资环境将得到极大改善，对企业经营层面将产生积极影响，从而带来公司业绩改善预期。
- ◆ **军民融合持续推进，政策面对民营企业将更友好。**对照 2020 年军改总体目标，我们预计未来两年军改将进一步加速，各领域改革将重点聚焦深化和落实。除部分核心能力外，军工民营企业未来可在更多领域通过市场化竞争，提高军工业务参与度。在资本、产能、技术方面具有储备优势，可以承接保军任务，同时能抵御军品周期波动风险，因此具有转军能力的中型制造业优势民营企业，最有希望在这一领域获得突出表现。
- ◆ **风险因素：**信用环境改善趋势不及预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

目录

民营企业和央企军工集团估值分化，民营军工企业估值优势更明显.....	1
民企估值对信用变化更敏感，今年信用环境利于民企估值修复.....	1
军民融合持续推进，政策面对民营企业将持续友好.....	3
风险因素.....	5

图目录

图 1: 军工板块估值分化显著.....	1
图 2: 民企对信用环境变化更敏感，估值相对信用变化弹性也更大.....	2
图 3: 军改总体历程、各阶段任务及标志性事件.....	4
图 4: 小核心、大协作、专业化、开放型武器装备科研生产体系对民企将更为友好.....	4

民营企业与央企军工集团估值分化，民营军工企业估值优势更明显

行业整体估值处于历史区间相对较低区间。军工板块估值经 3 年趋势性下行调整，在近期企稳。目前军工行业（以信达军工跟踪口径计算，下同）整体估值 49.1 倍，行业整体估值处于均值及中位数下，位于自 2010 年来 43.3% 分位数。行业绝对估值难言便宜，但相对历史水平已落入较低区间。

估值结构性差异更明显，民营企业较央企军工集团更有估值优势。民营企业估值下行幅度显著大于央企军工集团，民营企业目前估值 43.7 倍，央企军工集团估值 52.4 倍，分别位于 34%、48% 历史分位数水平。从历史水平、相对行业整体估值水平及相对央企军工集团估值多个角度看，民营军工企业目前在估值上更有优势。

图 1：军工板块估值分化显著



资料来源：万得，信达证券研发中心

民企估值对信用变化更敏感，今年信用环境利于民企估值修复

相较央企军工集团，民营军工企业对信用环境变化更敏感。信用收紧对民营企业估值压制更明显，在趋紧的信用环境下民营企业估值下行幅度较军工集团更为明显；反之在信用环境出现改善时，民营企业估值修复弹性也较央企军工集团更大。央企军工企业在融资方面压力不大，军工集团信用主体评级较高，另外集团内部财务公司对下属企业融资有较大支持力度。而民营企业在这两方面都不占优势，其估值对信用环境变化十分敏感。例如从历史上看，2010年底AA+级主体信用利差大幅走阔，民企估值在此期间出现了大幅调整；而在2012年初AA+信用利差趋势性下行，民企估值修复弹性明显大于央企军工集团。

信用收紧的环境同样出现在2017年，民企军工企业估值调整幅度同样大于央企军工企业。随着去杠杆持续推进，2017年信用利差出现大幅走阔，而信用评级较高的AAA级信用利差增加幅度相对较小。央企军工集团及下属企业大体可视为AAA级信用评级大体，在此期间估值下行的弹性明显小于民营军工企业。

2019年信用环境的改善有利于民企估值修复。随着去杠杆政策趋于缓和，目前阶段重点为“宽信用”，预计信用利差将见顶，改变上行趋势，实现明显下降，民营军工企业估值将得到修复，在此过程中民企估值修复弹性将远大于央企军工集团。另外信用环境改善，民营企业融资环境将得到极大改善，对企业经营层面将产生积极影响，从而带来公司业绩改善预期。

图 2: 民企对信用环境变化更敏感，估值相对信用变化弹性也更大



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们看好民营军工企业在信用条件改善情况下表现，认为民营军工企业后续表现将明显强于军工行业及央企军工集团。在历次信用条件变化中，民营资本在信用收紧时明显跑输行业水平及央企军工集团，反之在信用环境改善时民企表现要强于行业整体及央企军工集团。目前阶段民企估值有所修复，但与行业整体和军工集团相比仍然有一定差距，仍存在继续修复的空间；且目前信用宽松效果仍不明显，信用利差仍处于高位，若未来信用利差下行明显，则民营企业估值修复的动力将更强劲。

表 1: 几次典型的信用利差变化区间民企及央企军工集团收益率

分类	行业	2011/01-2011/10 (信用利差上行)	2012/01-2012/06 (信用利差下降)	2017/04-2018/10 (信用利差上行)
军工全行业	信达军工	-19.23%	1.55%	-44.88%
以股东背景	民营资本	-23.46%	2.24%	-50.41%
	央企军工集团	-17.54%	1.37%	-41.30%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

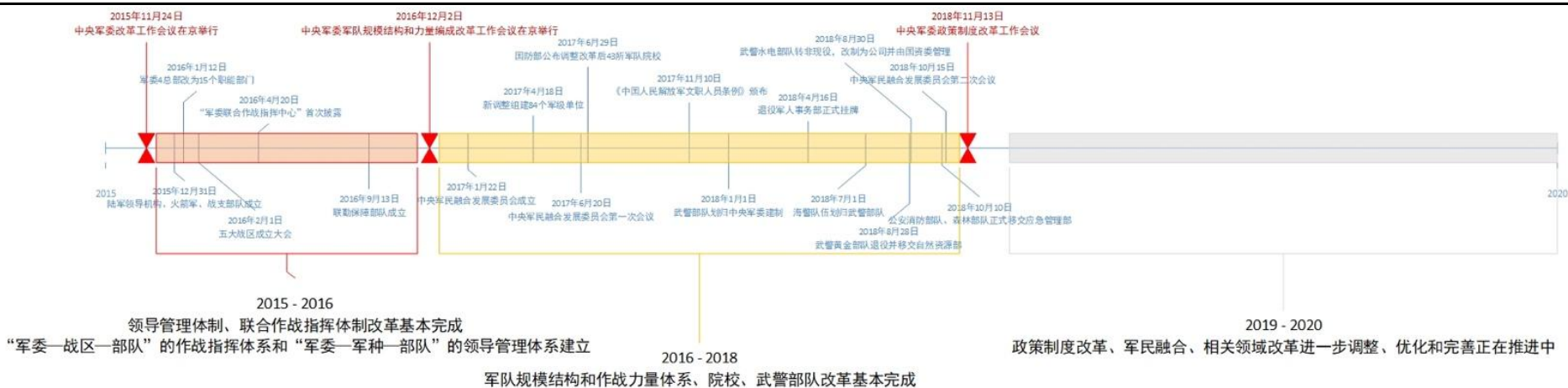
军民融合持续推进，政策面对民营企业将持续友好

对照 2020 年军改总体目标，我们预计未来两年军改将进一步加速，各领域改革将重点聚焦深化和落实。军改总体目标为“以领导管理体制、联合作战指挥体制改革为重点，协调推进规模结构、政策制度和军民融合深度发展改革。2020 年前，在领导管理体制、联合作战指挥体制改革上取得突破性进展，在优化规模结构、完善政策制度、推动军民融合深度发展等方面改革上取得重要成果，努力构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系，进一步完善中国特色社会主义军事制度。”目前领导管理体制、联合作战指挥体制改革已基本完成，政策制度改革将在 2019 年重点推进，在管理和作战指挥体系这两项标志性改革基本完成后，军改“攻坚战”已经打完，进入涉及更为具体的落地执行和改革后的调整适应的“持久战”阶段，后续的政策制度改革及军民融合等领域改革，涉及到基层人员、需要军地统一协调统筹、委托推进，成熟一项推出一项。目前军改整体进度略有推迟，要在 2020 年前完成军改总体目标，我们预计未来两年军改速度将加快。

2018 年 11 月 13 日中央军委召开政策制度改革工作会议，标志着下一阶段改革宣告开始，并且改革重点集中在政策制度改革领域。政策制度领域改革将聚焦深化我军党的建设制度改革、创新军事力量运用政策制度、重塑军事力量建设政策制度、推进军事管理政策制度改革四方面开展。据新华社 2018 年 9 月 7 日受权发布的十三届全国人大常委会立法规划，《英雄烈士保护法》(已通过)、《军民融合发展法》、《兵役法(修改)》、《现役军官法(修改)》、《人民武装警察法(修改)》属于条件比较成熟、任期内拟提请审议的法案草案，需要抓紧工作、条件成熟时提请审议的法律草案《航天法》、《航空法(民用航空法修改，一并考虑)》、《退役军人保障法》，部分涉及军队政策制度法律已在立法规划中。此外，市场较为关心的军品定价机制改革属于政策制度改革内容之一，是重塑军事力量建设政策制度的重要组成部分，包括装备发展、后勤建设、军事科研、国防动员、军民融合等方面政策制度改革都将在政策制度改革领域统筹推进，我们预计 2019 年在相关政策制度的制定、推出

方面应有实质性进展。

图 3: 军改总体历程、各阶段任务及标志性事件

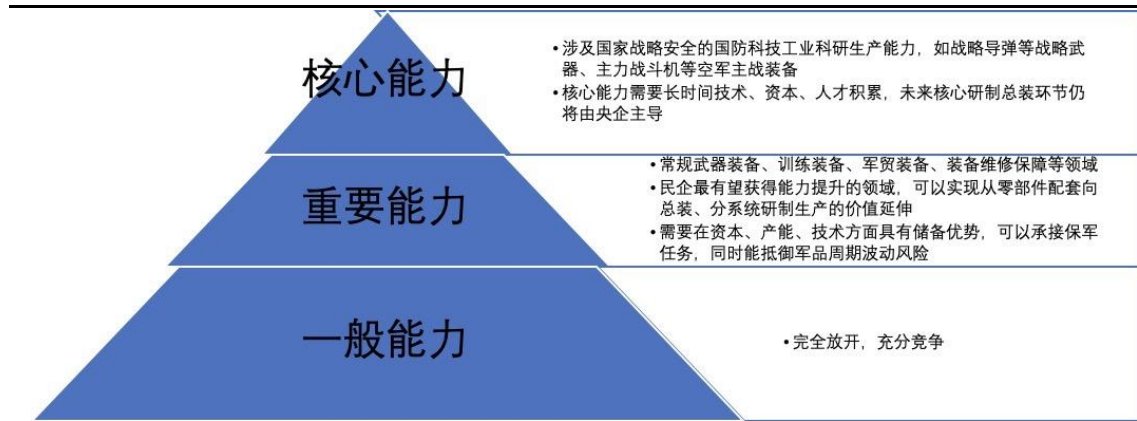


资料来源: 国防部网站, 信达证券研发中心整理

军民融合持续推进, 政策面对民营企业将更友好。在国防科技工业体制改革进一步深化过程中, 军品科研生产能力将会从“以所有制分类管理”向“以能力分类管理”方向发展, 形成由国家主导的核心能力、由国家主导和市场机制制衡的重要能力、以及完全放开充分竞争的一般能力三个层次的企业军品科研生产能力评价系统。能力评价体系实际上体现了市场化的导向, 除部分核心能力外, 军工民营企业未来可在更多领域通过市场化竞争, 提高军工业务参与度。

军民融合重点关注向下游总装、分系统研制生产环节延伸的民参军企业, 特别是在参军保军领域已经有经验积累, 资本和技术实力有体量优势的民营企业。我们认为未来民企参军最有望获得价值提升的在重要能力层面, 在国防工业深化改革过程中, 民营企业有望突破以往集中在零部件、非核心器件的业务天花板, 具有总装、分系统研制潜力的民营企业体制门槛将会降低, 军工集团对这类民营企业向下游总装和分系统业务发展的钳制和掣肘有望大幅降低甚至消除, 民企参军的技术含量、附加值及体量将会有明显提升。这类民企需要在资本、产能、技术方面具有储备优势, 可以承接保军任务, 同时能抵御军品周期波动风险, 因此具有转军能力的中型制造业优势民营企业, 最有希望在这一领域获得突出表现。

图 4: 小核心、大协作、专业化、开放型武器装备科研生产体系对民企将更为友好



资料来源：国务院办公厅，信达证券研发中心整理

风险因素

信用环境改善趋势不及预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

研究团队简介

李勇鹏，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与C919、庞巴迪C系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015年9月至2017年8月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017年9月加入信达证券从事军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。