

科创板助力军工行业优胜劣汰， 高质量发展可期

核心观点：

1. 事件

近期，证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，自公布之日起实施。

2. 我们的分析与判断

（一）科创板推进速度超预期，市场改革紧迫性凸显。

2018年11月5日，习总书记宣布将在上交所设立科创板并试点注册制，各部门积极响应。2019年1月30日，设立科创板并试点注册制主要制度规则开始向社会公开征求意见。3月1日，征求意见期刚结束，证监会就发布了科创板首次公开发行股票注册管理办法和科创板上市公司持续监管办法的试行稿，效率之高超市场预期。尤其是在两会即将召开的背景下，制度规则的快速发布凸显了资本市场改革的紧迫性和中央政府的高度重视。

（二）符合科创板定位，军工多领域迎发展机遇。

根据文件，科创板将重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料等高新技术产业和战略性新兴产业，面向符合国家战略，拥有核心关键技术，科技创新能力突出，具备较强成长性的企业。我们认为军工行业作为信息技术、高端装备和新材料产业的综合体，背负着军民融合发展的重大战略使命，在高端元器件、新型材料、商业航空航天、3D打印和海洋探测等诸多领域有望搭上科创版的快车，迎来上市发展的重要机遇。

（三）多家军工企业或已接受上市辅导，“抢滩登陆”星火燎原之势渐成。

根据各地公开新闻资料和“新浪科创板潜力公司百强”名单，我们整理出7家具备登陆科创板潜力且可能已接受上市辅导的涉军企业，涉及装备制造、材料、通信导航、电子和光电等多个细分领域。其中包含两家新三板挂牌企业西部超导和中讯四方，以及两家独角兽企业大疆创新和国盾量子，剩余三家公司虽然收入和业绩体量相对较小，但基本符合科创板的定位和上市要求。未来，我们认为随着科创板的落地，估值优势将吸引更多行业内优势公司“抢滩登陆”科创板，后者天然的融资优势也为企业打通了从研发到市场的“最后一公里”。

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

相关研究

《军民融合专题暨2018年年度策略报告：融合新引擎，军工新时代》 2018-02-04

表 1 七家可能受益的涉军企业

公司名称	所属领域	最新估值 (亿元)	最近一期营收 (亿元)	最近一期净利 (亿元)	业务简介
大疆创新	人工智能	1800			消费级和专业级无人机, 未来也有参军的可能
国盾量子	通信	100		0.5-1	量子通信设备制造商和量子安全解决方案供应商
西部超导	新材料	48.48	9.48	1.52	我国航空用特种钛合金材料的主要研发生产基地, 国际上唯一的低温超导合金棒材及线材全流程生产企业。
云洲智能	人工智能				无人船开发
上飞装备	装备制造		1.5-2		为波音、空客和庞巴迪等知名厂商提供工艺装备和飞机零件。
中讯四方	微电子				从事生产声表器件、系统集成、微波组件研制生产。
新光光电	光电				光学成像、光学投影等光学产品已经广泛应用于国防和民用的各个领域。

资料来源: 地方网站, 中国银河证券研究院整理

(四) 传统估值方法存缺陷, 科创板涉军企业估值体系将走向多元化。

未来上市的科创板涉军企业可能大多是初创公司, 这类企业一般具有高成长、高投入、高风险等特点, 在企业生命周期的初创期与成长期阶段, 需要大量资金来研发和扩产, 利润上具有滞后性及不确定性。对于这类企业, 传统的估值操作中军民业务分步估值以及考虑资产注入预期的备考估值仍然是可取的, 但具体到每一步的估值方法, 传统的 P/E 估值法缺陷较为明显。我们认为未来科创板涉军企业估值方法将趋于多元化, P/S、EV/EBITDA、三阶段 FCFE 等估值方法有望发挥其优势。

(五) 科创板首批示范效应可期, 军工行业细分龙头投资机会涌现

从科创板标的情况来看, 首批登陆企业的整体 P/E 估值水平或相对主板和创业板均更高, 各行业细分领域龙头尝试登陆科创板的意愿将明显提升。

接下来, 我们通过梳理军工行业未来技术发展趋势来试图寻找各细分领域龙头的投资机会。从国内军工行业发展现状和发展趋势来看, 我们认为行业技术发展遵循两条主线: **首先是国内亟需突破的国际封锁技术**, 包括基础元器件和新材料等领域技术; **其次是行业未来发展所需要的国际上均不够成熟的技术**, 包括人工智能相关技术、电子战技术、人机接口相关技术、3D 打印技术和海洋探测相关技术等。根据以上主线, 我们认为军工行业在宇航级电子元器件、FPGA、DSP 芯片等军用半导体、航空复合材料、商业航天以及 3D 打印和海洋探测传感器领域将具备较好的发展潜力。

表 2 未来可能受益的涉军企业

所属领域	公司名称	最新估值 (亿元)	公司亮点	相关上市公司/ 院所
航空/航天发 动机及相关	中科航发		小型航空发动机的研发实力较强	炼石航空参股、 中科院
	江苏永瀚	B 轮已完成	高温合金和发动机叶片	
无人机	朗星无人机	30	与顺丰合作研制物流无人机,即将取得 适航证	炼石航空子公司
	腾盾科技		国内军工无人机的领军企业	
光学	艾睿光电		实现非制冷红外焦平面探测器国产化	
	航天科工火箭技术		背靠航天科工, 占据资源和技术优势	
商业航天	星际荣耀	20	完成火箭亚轨道飞行的技术验证	
	零壹空间		完成火箭发动机技术的试车	
3D 打印	飞而康		3D 打印技术优势明显	银邦股份子公司

资料来源: 地方网站, 中国银河证券研究院整理

3. 投资建议

我们认为随着科创板的落地, 融资覆盖面大幅拓宽, 将较好的支撑以军工为代表的高科技产业的发展。看好中科航发、腾盾科技、艾睿光电等企业的科创板上市之路。

反观 A 股市场, 随着科创板企业陆续上市, A 股市场军工板块高科技属性股票在估值水平上有望与其对标, 股价进一步提升可期, 而科创板的资金分流效应或使创业板伪科技公司估值水平承压, 优胜劣汰格局显现。建议关注研发投入占比较高的高德红外 (000697.SZ)、耐威科技 (300456.SZ)、彩虹股份 (600707.SH) 等以及旗下有子公司可能登陆科创板的炼石航空 (000697.SZ) 等。

风险提示: 公司科创板上市推进不及预期的风险。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn