

重点关注军工安全可控核心标的

2019年03月18日

看好/维持

国防军工 | 周报

投资策略及重点推荐：习主席指示要认真落实部队“十三五”规划。我们认为，军改目前已经进展到后半程，在此时提出确保完成规划，相当于是在喊话“军费要确保使用到位”，“加快预算执行进度”，“军改不能影响部队建设”。这标志着经历了三年左右的改革调整，从2019年开始，军队进入完成“十三五”规划的加速阶段，相应的经费投入和装备采购也将加速推进。高层已经打响发令枪，冲刺“十三五”规划将有力推动军工板块走出低谷。

军机盈利增速有望加快，自主可控安全可靠再获重视。我们预计军工主流公司今年一季报增速较高，这既有军方收入结算确认时点的因素，也有企业本身订单增长的影响。包括中航光电、航天电器、中航沈飞、洪都航空、中航飞机、中直股份等飞机产业链公司一季报增速可能抢眼，从而修正市场此前对于军工股业绩的悲观预期。事件方面，安全可靠、自主可控等“硬科技”再获重视，军用芯片、自主操作系统、核心网络安全领域的投入将再上台阶。

本周市场回顾：本周中信军工指数上涨 2.53%，同期沪深 300 指数上涨 2.39%，军工板块跑赢大盘 0.14 个百分点，在 29 个一级行业中排名 16 位。

本周主要报告：本周我们深度分析了景嘉微，景嘉微是 A 股 GPU 龙头第一股，新产品瞄准党政军市场，已获自主可控第一单，市场前景巨大。

本周我们发表了 7 篇点评：中国海防有望受益于南北船合并，资产重组将显著增厚公司业绩；中航飞机在波音公司新机型问题频出的情况下，未来将充分受益于大飞机适航，我们对此发布 3 篇点评；卫士通保障国家信息关键基础设施安全，2019 年几大新业务进入收获期，同时一季报有望超市场预期；中航机电业绩符合预期，扣非净利润增长明显；中航沈飞 18 年业绩增速有所回落，19 年业绩将实现较快增长，发展潜力很大。

重点推荐：安全可靠、自主可控方面，我们持续推荐卫士通、中国长城和景嘉微，对信息安全和作战云、防务云的全方位投入才刚刚开始。国产大飞机方面，波音 737max 事件启示我们：飞机的航电和软件系统愈发重要，我们持续推荐中航飞机、洪都航空、中航电子。北斗和“星联网”方面，我们推荐中国卫星，这将是空中 5G 的最大受益者。民参军方面，我们持续推荐高德红外、景嘉微、光威复材、中海达、和而泰等标的。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号： S1480517080001

分析师：王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号： S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

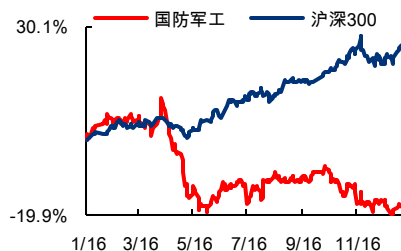
执业证书编号： S1480117080010

行业基本资料

占比%

| | | |
|---------|------------|-------|
| 股票家数 | 53 | 1.53% |
| 重点公司家数 | - | - |
| 行业市值 | 8182.75 亿元 | 1.26% |
| 流通市值 | 6581.8 亿元 | 1.42% |
| 行业平均市盈率 | 79.88 | / |
| 市场平均市盈率 | 20.19 | / |

行业指数走势图



资料来源：贝格数据，东兴证券研究所

相关行业报告

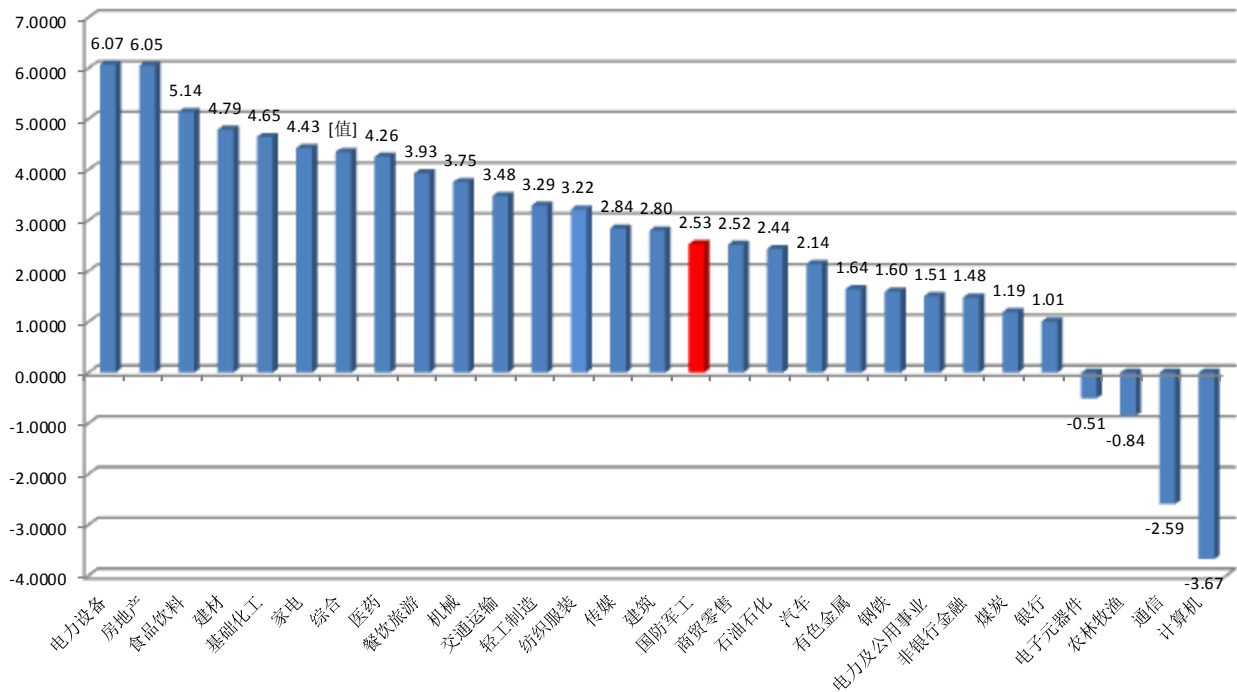
- 1、《国防军工行业报告：2018 年展望-结构化行情可期》2018-01-08
- 2、《国防军工行业报告：2017 年回顾-砥砺前行，浴火重生》2018-01-02
- 3、《国防军工行业事件点评：C919 应用国产芳纶蜂窝窝国产复材崛起指日可待》2017-12-28
- 4、《国防军工行业报告：积蓄力量等待突破》2017-12-25

1. 市场回顾

1.1 板块指数

本周中信军工指数上涨 2.53%，同期沪深 300 指数上涨 2.39%，军工板块跑赢大盘 0.14 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 16 位，军工行业涨幅处于行业平均水平。本周军工板块上涨较小，周二军工单日涨幅 3.72%。

图 1:本周中信一级行业涨幅排名



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2 个股表现

本周军工板块涨幅处于行业平均水平，军工股监控池 160 支股票中 95 支股票上涨。本周中信军工周二单日涨幅达 3.72%。

表 1:东兴军工股票池周涨跌幅排名

| 周涨幅前十名 | | | 周跌幅前十名 | | |
|-----------|------|---------|-----------|------|---------|
| 证券代码 | 证券名称 | 本周涨幅(%) | 证券代码 | 证券名称 | 本周跌幅(%) |
| 600677.SH | 航天通信 | 22.66% | 000727.SZ | 华东科技 | -15.76% |
| 600391.SH | 航发科技 | 18.56% | 300474.SZ | 景嘉微 | -13.29% |
| 002297.SZ | 博云新材 | 14.19% | 300008.SZ | 天海防务 | -13.19% |
| 300337.SZ | 银邦股份 | 14.01% | 002368.SZ | 太极股份 | -12.51% |
| 300719.SZ | 安达维尔 | 13.68% | 002519.SZ | 银河电子 | -11.52% |

| | | | | | |
|-----------|------|--------|-----------|------|---------|
| 002149.SZ | 西部材料 | 13.61% | 601890.SH | 亚星锚链 | -10.16% |
| 603678.SH | 火炬电子 | 12.01% | 000066.SZ | 中国长城 | -10.08% |
| 600698.SH | 湖南天雁 | 11.74% | 300353.SZ | 东土科技 | -9.59% |
| 600343.SH | 航天动力 | 11.47% | 300101.SZ | 振芯科技 | -8.06% |
| 600118.SH | 中国卫星 | 11.43% | 002405.SZ | 四维图新 | -7.38% |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 本周主要报告和观点

本周我们深度分析了景嘉微，景嘉微是 A 股 GPU 龙头第一股，新产品瞄准党政军市场，已获自主可控第一单，市场前景巨大。

本周我们发表了 7 篇事件点评：中国海防有望受益于南北船合并，资产重组将显著增厚公司业绩；在波音公司新机问题频出的情况下，中航飞机未来将充分受益于大飞机适航，就此事件我们持续跟进，发布 3 篇点评；卫士通保障国家信息关键基础设施安全，2019 年几大新业务进入收获期，同时一季报有望超市场预期；中航机电业绩符合预期，扣非净利润增长明显；中航沈飞 18 年业绩增速有所回落，19 年业绩将实现较快增长，发展潜力很大。

2.1 景嘉微深度系列报告之一：军民融合显卡龙头，自主可控打开局面

军民融合显卡龙头，获大基金入股。公司是 A 股唯一 GPU 设计公司，自 06 年成立以来，牢牢抓住空军军用显控产品领头羊地位，2014 年 JM5400 研发成功后，已经进入多个军用机型，市占率遥遥领先。当前公司产品正在进入陆军火箭军等其他兵种，其小型雷达产品线开发多个雷达核心产品和微波射频组件，空中防撞雷达、主动防护系统、弹载雷达射频前端等项目投入六七年后部分产品定型，进入收获期。公司 GPU 研制跨过国外部分产品型号，其 18 年流片的 JM7200 瞄准民用市场，将给公司带来新的市场空间。大基金参与公司定增也显示了国家对公司技术能力的肯定与支持。

新产品瞄准党政军市场，市场前景巨大。公司 JM7200 采用 28nm 工艺，性能已经与国内党政军 PC 中使用的主流 GPU 相差无几，目前已经完成与浪潮、长城等主机厂的适配工作。且在安全可靠产业联盟领域能提供成熟 GPU 产品的公司寥寥无几，公司具备先发优势，有望在 2000 万套党政军 PC 市场中取得龙头地位，保障我国 IT 基础设施安全。

在研的 JM9 系列 GPU 内核升级，有望切入人工智能底层芯片市场。公司全资子公司景美与法国 Kalray 在高性能可编程通用计算芯片方面密切合作，有望借助海外先进技术提升公司新产品内核性能。9 系列采用统一渲染架构，提升计算能力，缩小与国际 GPU 龙头公司水平差距。且新款产品面向的是民用更大市场，准备切入人工智能和大数据分析等新兴 GPU 应用市场，在自动驾驶、人工智能、安防监控、语音识别、深度学习、云计算等高端应用领域有望实现突破。

盈利预测：公司是军民融合显卡龙头，军工业务稳定增长，主动防御系统定型等提供新的业绩增量；新产品 JM7200 瞄准自主可控市场，已经完成与主流主机厂的适配工作，静待党政军业务订单出现。预计公司 19-20 年收入分别为 5.82 亿和 8.61 亿，归母净利润分别为 1.77 亿和 2.31 亿，EPS 分别为 0.59 元和 0.77 元，首次推荐，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：高性能通用图形处理器研发及产业化不及预期，JM7200 量产进度不及预期。

2.2 中国海防事件点评：关注船舶行业近期事件驱动型机会

市场近期对南北船合并预期较强，两船集团旗下上市公司近期表现较为强势。

观点：1.两船合并主要着眼于供给侧改革，或将强化国企改革和军工资产证券化预期

两船合并主要着眼于供给侧改革。从充分性角度来看，船舶工业是不可分割的整体，两船合并不但可以从产品制造的角度帮助两大集团互补短板，而且能够形成合力做大做强，更好的参与国际竞争化解国内军民船领域的恶性竞争。从必要性角度来看，船舶行业作为典型的产能过剩行业，也是未来供给侧改革重点突破的领域，两船合并可以作为落实中央关于供给侧结构性改革“三去一降一补”任务的有力手段。

此前中船集团领导变更强化两船合并预期。去年 3 月 26 日，中国航天科技集团有限公司董事长、党组书记雷凡培出任中船集团董事长、党组书记。中船集团董事长、党组书记董强和总经理、党组副书记吴强同时卸任。有分析指出，航天科技集团无论从经营质量还是资本运作来说，在军工央企中都堪称标杆，本次航天科技集团领导调任中船集团，一方面有利于扫清‘两船’整合障碍、推进资本运作，另一方面也可能意味着未来海军的重要性会进一步提高。

中国船舶工业集团（南船）旗下上市公司：中船防务、中船科技等。

中国船舶重工集团（北船）旗下上市公司：中国重工、中国动力、乐普医疗、华舟应急、久之洋、中国海防。

今年是改革年，南北船一旦合并将强化国企改革和军工资产证券化预期。

2.公司定位为集团旗下电子信息产业板块的平台

3.实现水下信息系统全覆盖，上市公司盈利能力将增厚

中国海防作为中船重工电子信息板块军民融合、产融一体的创新型平台，本次重组前，上市公司主营业务为水声信息传输装备和各类电控系统的研制和生产，具体产品包括各类军民用水声信息传输装备、水下武器系统专项设备等军品领域产品，以及压载水电源等民品领域产品。通过本次重组，中船重工集团将水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统及配套装备业务注入中国海防，实现中国海防对水下信息系统各专业领域的全覆盖。

标的公司相关业务及资产进入上市公司有助于丰富公司盈利增长点，根据上市公司2017年度和2018年1-7月财务报告以及2017年度和2018年1-7月预审备考财务报告，2018年1-7月归属于母公司所有者的净利润将由交易前的1625.32万元增厚至交易后的2.29亿元，而2017年全年归属于母公司所有者的净利润将由交易前的8164.13万元增厚至4.34亿元。

4. 募集配套资金改善财务结构，电子信息领域改造升级可期

募集配套资金有利于上市公司改善财务结构，同时，通过项目建设可提升电子信息领域的设计、研发、制造水平，满足电子信息板块的自主化和高新技术发展趋势。募集配套资金扣除中介机构费用及其他相关费用后，将用于支付现金收购标的资产的对价和标的公司项目建设，包括海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目、水声侦察装备产业化项目、工业智能装备产业化项目、海洋信息电子及关键零部件产业化项目等。

5. 国防信息化市场空间巨大，体外其他资产存在注入预期

在本次重组涉及的标的公司中，海声科技、辽海装备、中船永志以及杰瑞电子、青岛杰瑞、连云港杰瑞（杰瑞控股为控股型平台公司，母公司不从事生产经营活动，下属杰瑞电子、青岛杰瑞和连云港杰瑞三家子公司）的军品业务属于军工电子行业，而杰瑞电子、青岛杰瑞、连云港杰瑞民品业务属于民用电子智能制造行业（民用电子智能装备系统行业）。我们判断，上市公司或会持续推进电子信息板块的持续整合，未来集团下的导航、通信，计算机等电子信息相关板块也存在较大的资产注入预期。

6. 水下信息系统重要性不言而喻，标的资产具备核心竞争力

7. 盈利预测

不考虑并表，我们预测的上市公司2018-2020年净利润分别为0.97万元、1.22亿元和1.46亿元，EPS分别为0.25、0.31和0.37元。注入资产相关公司在2018年至2021年期间各年度预测净利润数合计分别为4.46亿元、5.58亿元、6.62亿元和7.54亿元，假设募集配套资金价格定价基准日为停牌前一日（4月12日），发行价格为前20日均价的90%，即29.44元/股，则上市公司2018-2020年备考EPS分别为0.74元、0.92元和1.09元，对应3月11日股价分别为40倍、33倍和27倍，维持“强烈推荐”评级。

8. 风险提示：水下信息探测政策风险，水下信息系统装备技术风险，盈利能力季节性波动风险。

2.3 中航飞机事件点评：波音连续坠机，市场呼唤国产大飞机

3月10日，埃塞俄比亚航空一架波音737MAX班机在起飞后不久坠毁，机上157人全部遇难，其中有8名中国乘客。这已经是继2018年10月29日狮航同机型坠毁后的第二起空难。事故原因还在调查，我国民航局发布通知，要求中国国内运输航空公司于2019年3月11日18时前暂停波音737MAX8飞机的商业运行。

投资要点：1、波音公司新机型问题频出，我国国产大飞机第 103 架已首飞成功

该机型是波音 737 未来主力机型，国际市场销量很好。波音 737MAX 是波音 737 装配新发动机的衍生机型，包括波音 737MAX-7、波音 737MAX-8、737MAX-9、737MAX-10 和波音 737MAX200，本次事故机型为波音 737MAX-8 机型。波音 737 MAX 配备了最新的 LEAP-1B 发动机，发动机推力更大，更加节能，是波音 737 的第四代主力机型。据报道，截止 2019 年 1 月，波音 737MAX 系列飞机已经交付 350 架，订单数达到 5077 架。目前，国内航空公司运营波音 737MAX-8 共 97 架。

受空难影响，波音飞机安全性受到质疑，公司股价盘前价格大跌。此次事故是波音 737MAX-8 机型半年内第二次发生空难，2018 年 10 月 29 日印尼狮航一架波音 737MAX-8 飞机，刚刚从雅加达国际机场起飞不久就坠入大海，机上 189 人全部遇难，这次事故飞机刚刚飞行 3 个月。此次事故后，虽然埃航飞行安全不能排除，但该机型自身的安全性仍然收到了很大质疑。我国民航局发布通知，要求中国国内运输航空公司于 2019 年 3 月 11 日 18 时前暂停波音 737 MAX 8 飞机的商业运行。在波音公司营收中约有 60%来自于飞机销量，公司（美股）股价的盘前价格下跌 8%。

若真是飞机的自动防失速系统存在安全隐患，必将延缓波音 737 机型的更新升级节奏，也为国产大飞机拱手让出了可观的国内市场。事故原因尚在调查中，反观国内大飞机正在按照既定步骤开展试飞工作。根据新华社消息，2018 年 12 月 28 日，C919 国产大型客机 103 架机平安降落在上海浦东国际机场，圆满完成第一次飞行，标志着目前共三架 C919 飞机进入试飞状态。根据新华网消息，C919 飞机的 104、105、106 三架试飞机正按计划进行部装、总装，计划明年全部投入试飞取证工作。国产大飞机总设计师表示，C919 国产大飞机争取在 2021 年取得适航证。

2、中航飞机是国产大飞机的主要承制单位，不久将来将充分受益于大飞机适航

中航飞机主要从事航空产品业务，主营业务包含军用飞机、民用飞机、国际合作转包项目、大型飞机机体结构，以及飞机起落架和制动系统，主营业务营收占比在 94% 以上。公司是大飞机结构件供应商，承担 C919 大飞机 6 个工作包，包括机体中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板。C919 属于“中短程双发窄体民用运输机”，属于单通道中型客机，其竞争对手为美国波音 B737、欧洲空客 A320、加拿大庞巴迪 CS300 和俄罗斯联合飞机公司 MS21。

3、民品是公司业绩压舱石，未来智慧物流将是新增长点。

我国民机需求呈增长态势，未来 20 年民航机队增长到 4 倍规模。2017 年 9 月 19 日，中国商飞发布《中国商飞公司 2017-2036 年民用飞机市场预测年报》，预计未来 20 年，我国航空公司将有 8575 架新机需求，到 2035 年中国机队规模将达到 8684 架，而 2014 年我国民航机队规模仅有 2370 架，20 年增长到近 4 倍规模。

未来 20 年我国共需客机价值超 2 万亿。根据民用飞机市场预测年报，到 2034 年末将有 8575 架新机需求，其中大型喷气客机 8232 架，支线客机 343 架。根据网易信息，我国大型喷气客机的单价约 5000 万美元，支线客机单价约 3000 万美元，由此推测，我国未来 20 年民用飞机价值将在 28263.2 亿元。

4、公司我国战略运输机和轰炸机的研制平台

中航飞机在运输机领域先后研制了运-8、运-9 和运-20，其中运-8、运-9 仍是我国运输机的主力机型，最新型号运-20 的市场空间巨大。运-20 性能优于伊尔-76，与 C-17 接近。运-20 的研发参考伊尔-76 的气动外形和结构设计，并融合 C-17 的部分特点，配备俄产四发 D-30KP 涡扇发动机(未来将逐步换装 WS-20)，最大起飞重量 220 吨，实载重量超过 66 吨。运-20 的综合性能优于伊尔-76 (发动机、电子设备、载重量和短跑道起降性能更优异)，与 C-17 接近。新运-9 在 2012 年正式装备空军，同时以运-9 为平台的多型特种飞机也依次推出，包括空警-500、高新-6 (反潜)、高新-8 (情报收集)、高新-9 (电子干扰)、运-9 特战型 (特种作战) 和新高机 (心理战)，大部分机型已经进入量产阶段。

公司还是我国战略轰炸机研制平台。当前我国主力的轰炸机型仍是轰-6K，但是相比美国 B2 在载弹量、航程方面都有较大的劣势，并且还不具备隐身能力。对于我国来说战略轰炸机是稀缺的，但新一代远程战略轰炸机已经在研。目前我国对于隐身材料、气动布局等方面已经有了不少技术储备，因此在新型战略轰炸机上可使用的成熟技术对于战机性能起到推动作用。

5、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 338.45 亿、390.57 亿和 462.05 亿元，归母净利润分别为 5.25 亿、7.02 亿和 9.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 88 倍、66 倍和 49 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

6、风险提示：大飞机研制进度不及预期，军机订单和交付进度不及预期。

2.4 中航飞机事件点评：波音坠机遭多国停飞，国产大飞机迎来机遇

埃航坠机事件持续发酵，继中国民航局停飞波音 737 MAX 8 飞机的商业运行后，欧洲航空安全局(EASA)12 日发表声明称，作为预防性措施，其已发布适航指令，要求从当天 19 时起，暂停欧盟范围内所有波音 737-MAX8 和 737-MAX9 机型的运作。至此，算上澳大利亚、阿根廷、墨西哥、新加坡等共有 13 个国家和地区停飞波音该机型。

观点：1.波音 737MAX 是公司第四代主力机型，多国停飞、延缓采购，对波音公司造成较大影响

波音 737 系列飞机是美国波音公司生产的一种中短程双发喷气式客机，商业化运营已超过 50 年的历程，先后研发了四代波音 737 机型，埃航坠机的正是波音 737 第四代机型。外界猜测坠机原因或来自于该机型的“机动特性增强系统 (MCAS)”。为了保持与空客 A320NEO 飞机的竞争，737MAX 换装了更粗大更省油的 LEAP 发动机，但由于发动机过大，发动机上表面气流扰乱了机翼上表面气流，使得飞机容易在大攻角飞行失速，为了避免出现失速坠机，波音又开发了一套监测飞机攻角的 MCAS 增稳系统，当攻角超过了安全界限，就自动压低机头保持 10 秒钟，等飞机攻角正常后，

然后自动解除。该系统或许会与飞行员争夺飞机控制权，并一直控制飞机下降，只有当飞行员的手动操作符合系统设定条件时，自动失速保护系统才会终值并交出控制权。

波音 737MAX 是其产品线中负责盈利的机型，市场订单充沛。自 737MAX 项目启动以来，该机型已经获得 5077 架订单，交付运营 350 架，其中国内共运营 97 架（截至 2019 年 1 月底）。有报道称，737MAX 占据着波音未来交付量的三分之二，以及预计为 40% 的利润。彭博预计该机型的年收入将达到 300 亿美元。2017 年，波音收入为 934 亿美元，净利润为 82 亿美元。

2、国产大飞机 C919 是波音 737 的潜在竞争对手，坠机引来技术质疑并将严重阻碍机型发展，将为 C919 在国内市场推广和技术追赶带来战略机遇

目前波音 737 机型的直接对手是空客 A320，国产大飞机 C919 属于单通道中型客机，未来目标市场主要是国内市场干线航线，是波音 737 和空客 A320 的重要潜在对手。未来 20 年我国共需客机价值超 2 万亿，平均年均需求达 1000 亿元。

C919 今年预计将会有 3 架机进行试飞，最快将在 2021 年取得适航。根据文汇报消息，国产大飞机总设计师透露，今年 C919 到年底将有 6 架飞机进入试飞，同时进入验证试飞，争取在 2021 年取得适航证

3. 公司是新舟 700 整机厂商，是 ARJ-21 核心零部件供应商

公司是新舟系列飞机的整机厂商，新舟-700 预计在今年实现首飞。新舟系列飞机是目前唯一在航线运营的国产民用客机。公司生产的新舟系列涡桨支线飞机主要有新舟-60、新舟-600 和新舟-700 三种机型，其中新舟-60 已经批量生产交付，新舟-600 也开始少量交付，新舟-700 正处于在研阶段。截止 2017 年底，公司一共交付新舟系列飞机 109 架。新舟-600 是新舟-60 的升级版，在航电系统和机构结构上进行改进，使得飞行寿命提高到 6000 小时。新舟-700 立足高端，预计今年实现首飞。2013 年新舟-700 正式立项研制，目前已经完成飞机初步设计评审，进入详细设计阶段，计划于 2019 年底实现首飞，2021 年取得型号合格证，随后交付用户，现已获得国内外 185 架飞机订单。新舟-700 定位较为高端，未来可与 ATR-72 和庞巴迪 Dash-8 Q400 等同类飞机在高端市场直接竞争，力争十年内能够在涡桨飞机市场占据三分之一的市场份额。

ARJ-21 产量稳步提升，性能受到市场认可。根据文汇报报道，2018 年 ARJ21 共生产了 15 架，今年产量将超过 20 架。目前，ARJ21 已经飞行了近 1 万个小时，运送了 30 多万人次，开辟了 20 多条航线，通航 20 多个城市，据大飞机总设计介绍，ARJ-21 机型非常注重适应高原地区特点，性能得到市场认可。

ARJ21 在技术上优势并不明显，但仍然可以依靠经济性、舒适性和适应性三大特点参与竞争。经济性是 ARJ21 最有力的竞争优势，具有可靠性和安全性高、飞行寿命长、低油耗、低维护成本等优点。此外，较低的研制和生产成本使得 ARJ21 的售价比同座级飞机更低价，如 ARJ21-700 单价约为 2700~2900 万美元，同座级的 CRJ700、ERJ175 和 MRJ70 单价都超过 4000 万美元，价格优势使得 ARJ21 在亚非国家有更广阔的市场。

4. 公司我国战略运输机和轰炸机的研制平台

中航飞机在运输机领域先后研制了运-8、运-9 和运-20，其中运-8、运-9 仍是我国运输机的主力机型，最新型号运-20 的市场空间巨大。运-20 性能优于伊尔-76，与 C-17 接近。运-20 的研发参考伊尔-76 的气动外形和结构设计，并融合 C-17 的部分特点，配备俄产四发 D-30KP 涡扇发动机(未来将逐步换装 WS-20)，最大起飞重量 220 吨，实载重量超过 66 吨。运-20 的综合性能优于伊尔-76 (发动机、电子设备、载重量和短跑道起降性能更优异)，与 C-17 接近。新运-9 在 2012 年正式装备空军，同时以运-9 为平台的多型特种飞机也依次推出，包括空警-500、高新-6 (反潜)、高新-8 (情报收集)、高新-9 (电子干扰)、运-9 特战型 (特种作战) 和新高机 (心理战)，大部分机型已经进入量产阶段。

公司还是我国战略轰炸机研制平台。当前我国主力的轰炸机型仍是轰-6K，但是相比美国 B2 在载弹量、航程方面都有较大的劣势，并且还不具备隐身能力。对于我国来说战略轰炸机是稀缺的，但新一代远程战略轰炸机已经在研。目前我国对于隐身材料、气动布局等方面已经有了不少技术储备，因此在新型战略轰炸机上可使用的成熟技术对于战机性能起到推动作用。

5. 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 338.45 亿、390.57 亿和 462.05 亿元，归母净利润分别为 5.25 亿、7.02 亿和 9.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 88 倍、66 倍和 49 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示：大飞机研制进度不及预期，军机订单和交付进度不及预期。

2.5 中航飞机事件点评：波音坠机凸显国产大飞机安全性考量

3 月 13 日，美国和加拿大在同一天宣布停飞波音 737 MAX 型号飞机，至此，所有拥有波音 737 MAX 8 型飞机执飞航班的国家都已停飞该机型，超过 50 个国家和地区，中国是全球第一个下达停飞令的国家。波音坠机事件除影响公司财务业绩外，由于公司迟迟不肯直面问题，坚称对安全性充满信心，已处于完全被动地位，对公司品牌形象造成重大影响。

观点：1. 此次坠机罪魁祸首或是机动特性增强系统 (MCAS)，暴露智能航电短板

埃航事故罪魁祸首疑为 MCAS 系统，系 5 月内第二次事故。早在印尼狮航坠机事件发生后，波音公司就向全球 737 MAX 机型运营商发布公告，警告 737 MAX 系列飞机飞行控制系统存在读数输出错误问题，或将导致飞机自行大角度俯冲并坠落。印尼狮航的调查报告也证实了是错误的迎角数据触发了 MCAS 下压机头，导致了飞机失控。MCAS 系统的中文名是机动特性增强系，波音 737 MAX 设计这个 MCAS 系统，本就是为增加飞机俯仰操纵特性。相比其他机型，737 MAX 发动机的马力更大，安装更靠前，增加推力时的抬头力矩也更大。MCAS 可以指令安定面在大坡度转弯增加了载荷因子和襟翼收上后速度接近失速速度时，往飞机低头方向配平飞机，以此增强飞机的俯仰特性。MCAS 只在襟翼收上的手动飞行时生效，不需要飞行员指令。这

也是波音公司在印尼狮航失事后警告手动飞行时可能出现飞机俯冲的原因。埃航此次坠机过程与狮航事故高度相似，问题很可能就出在 MCAS 增稳系统。

航电系统智能化是未来发展方向，MCAS 给航电系统发展敲响警钟。随着科技水平的发展，民航新技术新功能不断在飞机系统上获得应用，作为民用飞机及其重要的机载系统，智能化航电系统被喻为飞机的“大脑”与“五官”，旨在为智能飞机的实现提供技术支持，具备提供飞机状态与参数显示功能、提供飞机数据网络功能、提供飞机与外部通信功能、提供飞机安全准确且准时地沿既定路线飞行的引导功能、以及提供飞机健康管理功能等。最新一代的航电系统通过模块化和标准化的设计方法，把机载传感器设备中单独的子系统进行功能的重新划分，相当于把传感器的前端、信号处理以及数据处理等组件，重新组成一个可以达到资源共享且通用化的新系统。系统软件通过对这些系统的控制，可以实现实时性以及提高系统的探测和识别等能力。航电系统智能化是机载系统未来重要的发展方向，但在升级换代的过程中需要更为谨慎的设计及测试。在波音 737 Max 系列的 MCAS 系统中，检测迎角依靠机头两侧的迎角传感器，但是软件设计没有考虑传感器故障的问题。传感器信号不一致时，系统并没有排除故障功能，而是倾向于使用最极端的数据下压机头，导致飞机进入死亡俯冲。这一简单粗放的系统设计最终导致了灾难性的后果，也为航电系统的发展敲响了警钟。

C919 航电系统是当今“最强大脑”，安全性、经济型和维护性表现突出。波音的另一大对手，中国的 C919 正在卧薪尝胆。C919 在设计之初，目标就是针对着最强者：波音 737MAX 和空客 A320neo。C919 和波音 737MAX、空客 A320 一样，也采用 LEAP-1 发动机。但和波音 737MAX 的修修补补不同，C919 设计时就和 CFM 的 LEAP-1C 发动机共同做适配，做到了发动机吊挂一体化设计，能额外减阻 2%。同时由于后发优势，C919 在最重要的四个要素：气动布局、机体结构、动力装置、机载系统上，都比波音 737、空客 A320 要先进。C919 配备的航电系统是当今“最强大脑”，采用了最新技术，也就是基于交换技术的航空电子系统 (AFDX)，系统采用模块化和开放式设计，可以根据需要进行功能扩展和性能升级，系统核心是综合信息系统-IMA，它包括多个通用信息处理模块、数据采集模块、存储模块等，每个信息处理模块有相同硬/软件，加载不同应用程序，就可以完成不同任务，依靠强大信息处理能力，前端传感器获得的信号可以直接传递给 IMA 进行处理，由于系统综合程度提高，在功能提高情况下，系统设备数量下降，有利于减少结构重量，提高维护性能。通过一系列先进技术采用，C919 客机航空电子系统具备良好性能，可以满足用户对于飞机安全性、经济性和维护性等方面要求，有助于提高 C919 客机竞争能力。

2、该机型全球停飞对公司影响巨大，波音公司面临危机

波音 737MAX 占公司营收比重高达三分之一，两次事故引起全球对其安全性的质疑。根据波音公司官网数据，目前波音 737 Max 系列未完成订单数高达 4636 架，今年波音估计此型飞机的年度营收约 300 亿美元，每月产量 57 架。中国占波音 737 Max 飞机出货量的 20%，而最新型的 737 Max 8 占波音营业利益的三分之一。虽然在去年印尼狮航的空难后，波音这款飞机持续接获新订单，看来没有造成任何订单损失；但半年内，同一机型新机均发生重大事故，且事故过程高度相似，引来了全球对 737 Max 飞机的安全性的质疑。

停止交付将造成两月内损失 50 亿美元，波音公司面临危机。华尔街投行 Jefferies 的分析师估计，737 全系列将在 2019 年创造月 320 亿美元的营收，这一项目将是该公司最大的单一业务来源，Max 8 是其中的中流砥柱。目前，最糟糕的情况就是 737 Max8 完全停止制造和交付，那么波音可能会在两个月内损失约 51 亿美元，约占全年营收的 5%。

之前印尼坠机导致狮航取消订单转投空客怀抱。据美国有线电视新闻网 3 月 12 日报道，印度尼西亚狮子航空公司在媒体透露，该公司已经在执行一项重大计划，公司所订购的全部 222 架波音 737MAX8 飞机将一次性全部取消订单(总价值 220 亿美元，目前 11 架已经交付，剩余 211 架将全部取消，1 架坠毁，10 架可能退货)，并计划订购波音的主要竞争对手欧洲空中客车公司的空客 A321neo 飞机。目前双方尚未达成协议，但已经同意将狮航订购的四架波音 737 MAX 飞机的交付时间推迟。这四架飞机原本计划于今年 5 月份交付使用。

波音公司可能面临航空运营商数十亿美元停飞索赔。737 MAX 客舱布局在 162 到 210 座位，一家航空公司如果有 10 架 737 MAX，按照每架飞机每天执飞 4 个航段，平均上座率 70%，那么停飞一天也会给航空公司带来 5 千个座位左右的运力损失。而停飞造成航班取消，导致改签、退票，也会给航空公司造成一定的经济损失。根据华尔街 Melius Research 和 Jefferies 估计，停飞所有 737Max 飞机三个月的成本约为 10 亿-50 亿美元，若此次事故确认为飞机设计缺陷造成，波音有可能面临数十亿美元的航空公司索赔。11 日，中国东方航空公司停飞了所有的 737-8 商业航班，据报道，东航未来将与波音讨论机型停飞造成的损失。13 日，廉价航空“挪威航空公司”的创始人和首席执行官比约恩·肖斯宣布，挪威航空将要求美国波音公司赔偿因停飞波音 737-8 型飞机所造成的损失。肖斯通过社交媒体发布声明说，公司新买的飞机被迫停飞，“由此产生的损失不应由我们来承担”，而应该由飞机制造商来买单。

3、坠机警示研制国产大飞机是必经之路，完全国产化是终极目标。

航空产业有巨大的技术壁垒，C919 的成功意义重大。国产大飞机 C919 的研制是我国航空工业发展史上的里程碑，对提高我国综合国力具有极为重要的意义。我国的民机产业链并不完整，航空发动机等诸多核心技术无法实现国产化，美国利用其在航空产业链中地位和技术优势来压制我国大飞机的发展。C919 的成功不仅能打破国外巨头的垄断和封锁，赢得广阔的市场空间，重要的是 C919 还肩负着带动一批重大领域科技如系统工程、空气动力学、计算数学，以及人工智能中的虚拟现实技术和“北斗”的卫星导航技术等提升，使中国制造迈向更高领域的使命。

737Max 系列竞争者 C919 雄起，有望借此扩大市场份额。737 Max 系列为干线窄体客机，主要竞争者不仅有老对手空客的 A320neo 系列，已下线处于试飞中的国产大飞机 C919 也是其潜在竞争对手。波音此次空难有可能对其潜在订单产生巨大影响，使各大航司转投 C919 或 A320 的怀抱。波音公司此前预测中国未来 20 年将需要 7690 架新飞机，价值 1.2 万亿美元，中国是波音最大的市场，而波音第四代的 737MAX 系列又是未来我国最主力的购买机型。在 737Max 系列遭重创后，国产大飞机又试飞顺利，C919 有望借此扩大市场份额。

目前国产大飞机 C919 国产化率约有 60%，但是未来 C919 最终要实现 100% 国产化。根据中国青年报报道，C919 飞机未来国产化有两条路，一是在国内合资办厂，二是先原装进口，再慢慢实现全部国产。随着国产化比例提升，国内大飞机产业链将更加完善，也将更加受益于大飞机巨大的国内市场空间。

4、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 338.45 亿、390.57 亿和 462.05 亿元，归母净利润分别为 5.25 亿、7.02 亿和 9.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 88 倍、66 倍和 49 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

5.风险提示：大飞机研制进度不及预期，军机订单和交付进度不及预期。

2.6 卫士通事件点评：网络战形势严峻，卫士通保障国家信息关键基础设施安全

委内瑞拉从 3 月 7 日晚间（当地时间）开始全国性的大面积停电。这次大停电主要影响首都加拉加斯，以及该国 23 个州中的至少 20 个，影响人群接近 3000 万人，另外国内的通信网络也因此受到影响。委内瑞拉新闻和通信部长罗德里格斯的话报道称，全国范围大停电已于 3 月 8 日下午从委内瑞拉东部地区逐步开始恢复，但是到 3 月 9 日中午再次出现大范围停电情况，随后系统又重新逐步恢复。

委内瑞拉马杜罗总统在出席一场集会时说，9 日上午，全国 70% 的电力供应本已恢复，但随后电力系统再遭攻击，导致再次发生大范围停电。在 8 日恢复供电过程中，有关部门发现电力系统遭到借助“高科技手段”实施的电磁攻击。

俄罗斯正在考虑短暂脱离全球互联网，以此作为其网络防御测试的一部分，预计将于今年 4 月 1 日前实施。这项名为“数字经济国家计划”的法律草案要求俄罗斯的互联网服务提供商确保其能够在隔离外国网络的情况下运作。目前全球互联网的 IPv4 域名根服务器总共有 13 台，主根服务器在美国，其余 12 个均为辅根服务器，但没有一个在俄罗斯。该测试将意味着俄罗斯公民和组织之间的数据传递留在国内，而不是在国际上传播。

投资要点：1.网络战日益成为国家对抗中的重要组成部分，提升国家基础设施的网络攻防能力迫在眉睫。

网络战相比于传统国家军事对抗，不受国际法限制、难以追踪隐蔽性强且可以造成重大损失。古里水电站被破坏，造成全国电力供应崩溃，手段必定是对自动控制系统的网络攻击，而这些设备往往来自美国。这种攻击很难抓到确凿犯罪证据，而且也有先例，2015 年圣诞节前乌克兰电力公司的控制系统就被攻击过，导致大面积停电，美俄相互指责。伊朗电网也被攻击过，同样找不到作案人。委内瑞拉停电事件给我们敲响了警钟，必须提升国家关键基础设施的网络攻防能力。2017 年 7 月 10 日，国家互联网信息办公室发布了《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》，划定了关键信息基础设施的保护范围，明确了各相关部门的安全保护职责，规定了安全保护的基本制度。未来《关键信息基础设施安全保护条例》有望年内出台，网络安全行业将充分受益。。

2. 卫士通布局央企安全运维和工业互联网安全，为国家基础设施提供保障。

公司 18 年完成了招商局下属子公司央企安全运维项目并完成验收，揭开了公司为国家关键信息基础设施的主要载体-97 家央企开展安全运维工作的序幕，触摸 200 亿规模的央企安全运维新市场。“中国电科集团基于态势感知的网站安全解决方案”被评为“2018 中央企业网络安全与工业互联网十佳解决方案”，该解决方案由中国电科集团旗下中国网安控股的卫士通公司技术团队主要设计。“中国电科集团基于态势感知的网站安全解决方案”按照“云”、“管”、“端”一体化防御思想构建包括网站服务器主机防护、基于网站应用的态势感知、监测预警平台、自动化运维平台在内的网站应用防御体系，以渗透测试、应急响应等专家人工服务为支撑，用多维度可视化、多视角自助服务的方式达成提升集团全级次公司网站应用安全等级的目标。俄罗斯 4 月 1 日的隔离国外网络的行动，也说明了在网络安全、数据安全在国家层面的重要性，不能受制于人。

3、投资建议

卫士通是我们团队重点覆盖标的，我们在 8 月 22 日以来陆续发布多篇报告（《卫士通（002268.SZ）：密码资质构筑强力护城河，打造党政军综合信息安全服务商》、《卫士通（002268.SZ）：布局军用云计算，打造业务新成长极》、《卫士通（002268.SZ）：卫士通系列报告之一，整体安全运维，市场空间大安全边际高》、《卫士通（002268.SZ）：系列报告之二，安全可控助力安全运维，密码优势引领弯道超车》、《卫士通（002268.SZ）：深度报告系列之三，新领导新气象，紧抓网络攻防不放松》、《卫士通（002268.SZ）：对标美国 FireEye 追求网络攻防绝对优势》），从底部坚定推荐，公司股价 16.3 元低点以来反弹幅度已接近 60%。站在当前时点，我们仍然坚定看好公司，公司 2019 年几大新业务进入收获期，同时一季报有望超市场预期，建议积极参与。我们预测公司 2019 年~2020 年利润分别为 5.47 亿、8.07 亿，EPS 分别为 0.65 元、0.96 元，维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示：安全运维推广不达预期，政务云竞争激烈，5G 进度低于预期。

2.7 中航机电财报点评：业绩符合预期，扣非净利润增长明显

公司发布 2018 年年报，全年实现营收 116.37 亿元，同比增长 4.08%；实现归属于上市公司股东净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，EPS 为 0.23 元。

观点：1. 业绩符合预期，扣非净利润增长明显

2018 年全年公司实现营收 116.37 亿元，同比增长 4.08%，实现归属于上市公司股东净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，符合我们此前的预期。同时实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 7.12 亿元，同比增长 23.33%，基本每股收益为 0.23 元。公司营业收入完成年度计划的 105.79%，利润总额完成年度计划的 108.74%，与年度经营计划整体一致。分业务来看，飞机制造业实现营收 75.93 亿元（军用航空与防务业务全年实现营收 72.83 亿元，同比增长 8.17%，民用航空业务营收同比下滑 9.66%），占营业收入比重同比增加了 1.69 个百分点至 65.24%，而汽车制造业实现营收 37.75 亿元，占营业收入比重同比下降了 1.62 个百分点至 32.44%，

这显示公司主业进一步聚焦，同时继续压缩低毛利水平的非主营业务的思路，公司综合毛利率也同比增加 0.13 个百分点至 26.30%。

此外，公司 2018 年公开发行可转换公司债券 21 亿元，以募集的部分资金收购中航机电系统有限公司持有的新航集团 100% 股权以及宜宾三江机械 72.55% 股权。两家子公司新航集团和宜宾三江机械 2017 年分别实现净利润 1.47 亿元和 0.23 亿元（2016 年两家公司合计实现净利润不足 9000 万元），2018 年全年新航集团和宜宾三江机械分别实现净利润 1.76 亿元和 2791.78 万元，分别同比增加 19.73% 和 21.38%。

公司同时在年报中披露 2019 年经营计划，2019 年全年实现营业收入 123 亿（+5.70%），利润总额 11.56 亿元，我们假设公司 2019 年实际营业收入和利润总额完成率分别为 105.79% 和 108.74%（与 2018 年一致），则营收和利润总额同比增速分别为 11.82% 和 15.64%。公司同时披露，预计 2019 年第一季度归属于上市公司股东的净利润为 4727 万元（0%）至 6145.1 万元（+30%）。

2. 集团旗下航空机电系统业务的唯一专业化整合和产业化发展平台，军民品市场一家独享

公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化研发、实验、制造平台，多年来为国内外众多航空和汽车厂商提供核心零部件，形成了一批国内领先的生产制造能力。目前在我国军用航空机电产品方面的市场占有率接近 100%。根据《World Air Force 2017》，我国目前共有军机 2955 架，数量位列全球第三。从战斗机角度看，我国空军战斗机目前仍以二、三代机为主，二代机占比超过 50%。预计未来 10 年在军机机电系统方面，每年增量和存量市场空间合计将超过 200 亿元人民币，公司未来将直接受益于新机型的交付和现有机型的更新换代。民机方面，根据波音和空客公司的报告，我们预测未来 20 年国内民航机电系统市场空间约为 1500 亿美元，平均每年约为 500 亿人民币。此外，C919 将成为我国切入民航商业市场的契机。预测未来 C919 机电系统市场空间为 58.88 亿美元。

3. 回购股份彰显信心，利空出尽就是利好

公司 2019 年 1 月发布公告拟回购公司股票，用于回购股份的资金总额不低于人民币 1.5 亿元（含）且不超过人民币 3 亿元（含），全部来源于公司自有资金，回购股份价格不超过人民币 9.95 元/股（含），该回购股份价格上限不高于董事会通过回购决议前三十个交易日公司股票平均收盘价的 150%。按拟回购总金额不超过人民币 3 亿元（含）、回购价格不超过人民币 9.95 元/股（含 9.95 元/股）测算，若全额回购，预计回购股份数量为 3015.08 万股，占公司目前总股本比例为 0.8355%。此次回购股份无论是价格还是数量方面都彰显公司信心。此前公司调整幅度较大，或与市场传言公司武器装备科研生产目录调整事项有关，我们认为，即使未来有部分产品被剔除出军品免税许可目录，对公司盈利影响也是微乎其微的：首先，没有在许可目录范围内的产品也不一定征收增值税。除了固有的许可目录以外，满足军品免税条件的产品也可以审核上报并执行。比如自产的销售给军队、武警等机关及其他纳税人的军品，以及取得军品免征增值税合同清单等条件。第二，即使需要缴纳增值税，缴纳税收多少取决于与下游客户的关系。如公司和下游企业关系较好时，谈判时下游客户会帮公司

共同分担增值税的缴纳，比如含税产品价格上浮一定比例。同时过去公司进项税额不抵扣，如未来产生销项税额后可抵扣进项税额，对公司盈利的影响是一个净值的概念。我们认为，此前的股价过度地反映了增值税事件的悲观预期，当前股价具备较强配置价值。

4. 资本运作已正式启动，多家托管公司和院所类资产存在注入预期。

近两年，公司资本运作节奏明显加快：2015年12月公司非公开发行股票过会，拉开资产注入大幕；2016年12月公司发布公告，以现金分别收购贵航集团持有的风雷公司和盖克机电持有的枫阳公司100%股权；2017年8月1日公司发布公告，拟通过公开发行可转换公司债券的方式，募集资金规模不超过21亿元，用于收购新乡航空工业（集团）有限公司100%股权、宜宾三江机械有限责任公司100%股权以及投资于航空产业化项目及补充流动资金等项目。目前两家子公司已经成为公司全资子公司，并纳入公司合并报表范围。目前，上市公司托管了大股东18家单位，大股东系统公司2016年航空产品营收约为上市公司2016年航空产品营收的2.12倍。我们认为，一部分被托管公司以及2家研究所未来存在资产注入预期。假设未来公司的资本运作分为三大阶段，经过测算，资本运作后公司2017年备考EPS增厚超过50%。

5. 投资建议

我们认为，公司是航空机电细分领域龙头，每年航空机电业务增长稳健且确定性好，同时军民市场空间广阔，未来也存在体外优质资产注入预期，是军工行业里少有的核心资产。我们预测公司2019年~2021年EPS分别为0.27元、0.37元和0.46元，对应当前股价PE分别为26X、19X、16X，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示：空军装备列装速度不及预期；资产注入进度低于预期；民品市场开拓差于预期。

2.8 中航沈飞财报点评：去年业绩平稳，今年将恢复快速增长

公司发布2018年年度财务报告，公司实现营业收入201.51亿元，同比增长3.56%，实现归母净利润7.43亿元，同比增长5.16%。

观点：1.公司18年业绩增速有所回落，全年均衡生产效果明显。

公司18年业绩增速与17年比有较大回落，公司2017年11月20日完成重大资产重组交割，将沈飞公司纳入合并报表范围，而将沈飞集团2017年1-11月的经营利润列为非经常性损益，因此2018年1-3季度的同比出现超高增速。

公司销售毛利率和销售净利率基本保持稳定。由于18年置出业务影响，公司销售费用和管理费用出现较大下降，销售费用同比减少56.18%，管理费用同比降低11.42%，财务费用由于利息净收入增加而出现正收益。

公司均衡生产效果明显，今年一季度有望有较好业绩表现。公司均衡生产目标是“1225”，公司一季度实现营业收入17.46亿元，二季度45.12亿元，三季度为53.36亿元，四季度为85.58亿元，均衡生产取得了较为明天的成绩。但按照“1225”标准18

年一季度和四季度营收偏低，二季度和三季度偏高，按照公司 19 年继续推进“1225”均衡生产目标，推测今年一季度在保持全年增速要求的前提下（推测 14%以上），相对 18 年一季度低点有望出现较高同比增速。四季度业绩偏低，而军品又应该大部分在年底确认收入，因此不排除军机调整后的差价没有进入 18 年报表的可能。

2. 股权激励确定了公司 19 年业绩将实现较快增长。

2018 年 11 月 24 日公司公布第一期限制性股票激励计划完成公告，按照股权激励计划方案，公司第一期股权激励部分条件为“可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.00%，且不低于对标企业 75 分位水平”。公司 2017 年实现净利润 7 亿元，则要想实现 2020 年 11 月 24 日解锁条件，2019 年净利润需要实现 8.47 亿元，则同比 2018 年增速为 14%。公司 2020 年底将迎来解禁，期间不排除再实施第二期股权激励计划，仍存在解锁条件，据此推断公司 2019 年业绩增速应在 14%以上小幅空间内。

3. 公司存货和应收保持较快增速，保证了 19 年业绩实现较快增长的初始动能。

公司 18 年期末存货 97.71 亿元，比期初增长了 19 亿元（23.37%），说明部分产品在年底并没有实现交付，这部分产品有助于 19 年实现业绩快速增长。

此外，公司应收账款 23.87 亿元，同比增长了 6.28 亿元（35.70%），这部分应收账款也有助于 19 年实现业绩快速增长，同时有助于公司今年一季度业绩完成全年均衡生产要求。

4. 公司未来机型需求空间大，看好公司发展潜力。

沈飞集团的主要军机型号包括三代/三代半歼 11 系列和歼 16、四代机歼 31，目前已经批量列装的三代半战机歼 16 性能较强，是一种对地对海的高性能歼击轰炸机，在我国可全面碾压三代机制空能力的四代机歼 20 已进入服役的时代，歼 16 有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。歼 31 则有望成为四代舰载机，需求增长空间也值得期待。

5. 投资建议：

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 230.7 亿元/288.4 亿元/369.16 亿元，归母净利润分别为 8.74 亿元/10.54 亿元/13.10 亿元；EPS 分别为 0.62 元/0.75 元/0.94 元，对应当前股价 PE 分别为 52X/43X/34X，维持“强烈推荐”投资评级。

6. 风险提示：国防经费投入减少；型号订单不及预期。

3. 热点聚焦

1、波音失事客机黑匣子录音曝光出现“飞行控制问题”。知情者透露，ET302 刚起飞一分钟，机长就向地面报告了“飞行控制问题”，当时他的语气还比较平缓；起飞两分钟、航班刚刚攀升至安全高度，又出现了不同寻常的上下颠簸和加速过快。察觉到异常，地面控制台即刻与另外两架即将着陆的航班取得联系，要求他们保

持飞行高度等候着陆，并允许 ET302 返回，但一分钟后，该航班从雷达上消失、与地面永久失去联络。截至目前，ET302 坠毁的原因尚不清楚。BEA 方面也未透露“黑匣子”的技术分析工作所需时间。有业界人士认为，任何有关事故原因的推论都还不够成熟。（环球网）

- 2、**美官员：中国高超音速武器领先世界美将被赶出印太。**战略与国际研究所导弹防御项目主任萨克海姆说，目前高超声速滑翔武器已经“可以威胁航母和军事基地”，中国正试图用这种威慑改变美国在诸如南中国海这些地方的行为习惯。他补充说，“正是高超声速能力，将把我们赶出印太地区，让我们的航母无法参加作战。”（新浪网）

4. 投资策略

总结两会与军工相关有两件，一是 19 年国防预算增速 7.5%，另一件是习主席指示要认清落实“十三五”规划。埃航坠机事件给波音带来的影响还在持续发酵，如果确系飞机设计问题，波音 737 发展将严重受阻，C919 迎来难得的发展机遇。当前进入财报期，军工行业 18 年业绩预期增速稳定，而今年一季度或有超预期业绩。进入 4 月是青岛海军阅兵，双航母、055 大驱有望亮相，还有多国军舰捧场，近期热点不断，看好军工行情。

军工科技股具备成长性和进攻性，符合科创板的定位。科创板的推出标志着股权融资将承担重大使命，要为中国高科技转型贡献力量。科技类公司需要资本市场的浇灌才能长大，科创板将显著带动 A 股科技成长股。因此在布局上，建议更加重视成长性和进攻性。对估值的容忍度可以上升，对技术先进性和科技含量的评判更为重要。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，具有较强成长性的企业——这是科创板的定位，也是高科技军工股的定位。

业绩层面看，2019 年盈利增速有望加快，一系列改革政策或将落地。今年包括中航光电、航天电器等飞机产业链上游的上市公司一季报或超市场预期，从而修正市场此前对于军工股业绩的悲观预期。军品定价改革定价方面，《军品定价议价机制改革》文件或已经下发至各集团，新增“激励（约束）利润”对于新型号的独家总装企业是重大利好，其净利率有望从当前的 4% 以下提升至 7%-10%。

重点推荐：安全可靠、自主可控方面，我们持续推荐卫士通、中国长城，对信息安全和作战云、防务云的全方位投入才刚刚开始；国产大飞机方面，我们持续推荐中航飞机、洪都航空、中航电子。波音 737max 事件持续发酵，这启示我们：飞机的航电和软件系统愈发重要；国产大飞机实现进口替代日益紧迫。北斗和“星联网”方面，我们推荐中国卫星，这将是空中 5G 的最大受益者。民参军方面，我们持续推荐高德红外、景嘉微、光威复材、中海达、和而泰等标的。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

5. 行业新闻

5.1 国际安全局势

- ◆ **俄媒:美军 B-52 轰炸机靠近俄边境模拟对俄轰炸。**据俄罗斯卫星新闻通讯社 3 月 16 日报道,飞机雷达平台(Plane Radar)的监测数据显示,一架美国空军的 B-52H“同温层堡垒”战略轰炸机靠近到波罗的海地区的俄罗斯边境,这款轰炸机可以搭载核武器。报道称,美军的 B-52 轰炸机飞越了波兰边境,靠近到俄罗斯加里宁格勒州,该轰炸机还对波罗的海舰队基地进行了模拟轰炸。(新华网)
- ◆ **美海军采购计划公布各种先进导弹采购数量暴增。**美国海军在 2020 财年获得 43 亿美元用于导弹和鱼雷的采购工作,相比 2019 财年国防预算的计划,各式导弹和鱼雷的采购量普遍增长,其中一些亮点包括:“战斧”(Tomahawk Block IV)将重新生产,美国海军在 2020 和 2021 财年将共计采购 180 枚新弹,而去年并无此计划。“标准”6 (SM-6)的年采购量从 2022 财年开始增加而不是维持在 125 枚的水平,2024 财年更是要暴增至 200 枚。AIM-9X“响尾蛇”采购数量暴涨,2020~2023 财年的采购总数增加 222 枚,2024 财年将计划继续采购 135 枚。联合空对地导弹”(JAGM)的年采购量爆发性增长,2020 财年的年采购量暴增了 307 枚,2021~2023 财年的总采购数量相比去年的计划更是增加了足足 617 枚。(新华网)

5.2 军工科技及产业动态

- ◆ **美国退出中导条约后欲在 8 月试射新型巡航导弹。**据外媒报道,当地时间 13 日,美国一名国防部官员表示,美国将于 8 月试射射程达 1000 公里的陆基巡航导弹。此前,这类试验在《中导条约》下被禁止实施。这名官员指出,美国计划 8 月测试作战半径约 1000 公里的巡航导弹,11 月开始测试作战半径约 3000-4000 公里的弹道导弹。据悉,如果俄美两国在 8 月前找到“拯救”《中导条约》的办法,这就不会发生。(环球网)
- ◆ **波音事故启示中国大飞机要留手动操作空间。**埃航空难造成的冲击仍在持续,已有多个国家加入停飞波音 737 MAX 8 的行列。有分析称,这次事故与去年印尼狮航空难的原因可能一样,都是因迎角传感器故障导致飞机进入无法拉高补充状态。这个结论如果被证实,很可能成为波音技术发展史上一次史无前例的问题。中国的大飞机发展才刚起步,显然不如波音和空客这些有着悠久历史的大牌企业经验丰富,所以我们在研制过程中肯定会遇到这样那样的问题和困难,甚至在运营过程中也可能会遇到挫折。正因如此,现在中国大飞机在发展中采取的路径是稳健行进,在一些技术或系统的开发设计过程中,首先侧重安全。虽然在飞机设计中,我们能够借鉴国外已有的一些先进案例和经验,但我们仍采取稳健做法,不单纯以商业竞争为第一设计要素,而是以飞机安全运营作为第一要素。(环球网)

5.3 军民融合专题

- ◆ **美最新报告: AI 研究方面中国正逼近甚至将赶超美国。**美国《华尔街日报》3 月 13 日文章,原题:中国正在高引用率人工智能研究方面逼近美国一份最新报告显示,在被特朗普政府视为至关重要的人工智能(AI)研究方面,中国正迅速逼近美国,

令北京进一步对该领域的战略对手构成挑战。总部位于西雅图的艾伦人工智能研究所发现，就被引用率最高的 10% 的 AI 研究论文数量而言，中国正逐渐接近美国。美国艾伦人工智能研究所本周三发布的分析报告显示华盛顿和硅谷正担心中国将在众多最新科技领域领先美国，包括自动驾驶汽车、虚拟现实和 5G 移动通信技术等。研究人员表示，中国早在 10 年前就开始对相关领域大举投资。美国近来对外国学生及学者设障，很可能加剧中国将在 AI 研究领域独领风骚的趋势。（新浪网）

- ◆ **我国自主研发疏浚重器“天鲲号”投产首航：亚洲最强。**新华社记者 13 日从南京海关获悉，亚洲最大的重型自航绞吸船“天鲲号”12 日完成通关手续，从江苏连云港开启首航之旅，标志着完全由我国自主研发、建造的疏浚重器“天鲲号”正式投产。“天鲲号”于 2018 年 10 月 2 日赴江苏启东开展挖泥试验。经过近 1 个月调试，其挖泥最高生产率达每小时 7501 立方米，远超每小时 6000 立方米的设计标准，同时验证了该船 15 公里超长排距的挖掘输送能力。（新浪网）

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也将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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。