

军工优先成为各方共识 板块走势渐入佳境

2019年03月25日

看好/维持

国防军工 周报

证监会等将不断加大对军工企业政策支持力度。3月23日，中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会在北京召开。证监会及相关部门、沪深证券交易所在会上表示，将充分考虑军工企业的特殊性与重要性，进一步完善体制机制改革，继续深化资本市场基础性制度改革，大力拓展各类融资渠道，不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度。我们预计，从今年开始，军工资产证券化将再次加速。资产重组将层出不穷。

航空工业计划财务部在成都组织开展 2019 年装备价格业务工作培训，此消息印证了我们之前的判断，**军品定价改革文件已下发至各集团**。军品定价机制改革可以认为是军方授权主机厂进行供应链管理所得的收益，由军方和主机厂共同分享，因此，军品定价改革将使总装类公司最受益。

作为首家试点的军工集团，航空工业集团将提升资产证券化率写入国有资本经营公司试点方案，此举示范效应明显。按照方案，航空工业集团将持续加快重组整合和产业布局调整，非航空业务有进有退，推动国有资本向航空主业集中，并提出 2020 年实现“三个 70%”的发展目标（包括资产证券化率）。这将显著提升快航空资产重组预期，促进企业剥离非航空业务提升主业业绩，同时提升股权激励、市值管理的需求。

习主席指出要认真落实“十三五”规划的重要性和紧迫性，打好军队“十三五”规划落实攻坚战。我们认为提出确保完成规划，相当于是喊话“军费要确保使用到位”。预计从 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。

本周市场回顾:本周中信军工指数上涨 3.59%，同期沪深 300 指数上涨 2.37%，军工板块跑赢大盘 1.22 个百分点，在中信行业中排名第 17 位。

本周主要报告: 本周我们深度分析了和而泰，和而泰是智能控制器行业龙头，子公司毓昌科技作为军民用 5G 射频芯片先行者，今年中旬工信部频谱公布后将迎来规模化应用。“星融网”成为我国空中 5G 自主可控的重要路径，本周我们分析相关网络安全行业投资机会，推荐卫士通和中国卫星。

本周我们发表了中航飞机、中直股份、中航光电的年报点评。中航飞机超额完成计划，公司利润增速快于营收；中直股份营收增速转正，通用型直升机量产可期；中航光电营收大幅增长，一季报有望超预期。本周我们还就光威复材、中国长城及洪都航空发表了 3 篇点评。光威复材子公司签订 9.27 亿元军品供货合同，订单保持高速增长；我们深入分析了中国长城飞腾生态圈的成长空间，中国长城将发挥出 SuperMicro 对 Intel 的推动作用，与其他主机厂合作将搭载飞腾 CPU 的主机和服务器快速推向党政军市场。洪都航空的 L15 高教机今年 3 月迎来首飞 13 周年，中国空军将批量采购，同时打开出口市场。L15 改型战斗机也将。

重点推荐卫士通、洪都航空、中国卫星、中国长城、湘电股份等标的，民参军方面，建议关注嘉嘉微、中海达、和而泰、高德红外、光威复材等。

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

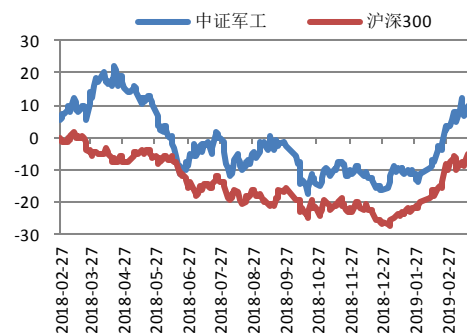
执业证书编号：S1480117080010

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：东兴证券研究所

相关行业报告

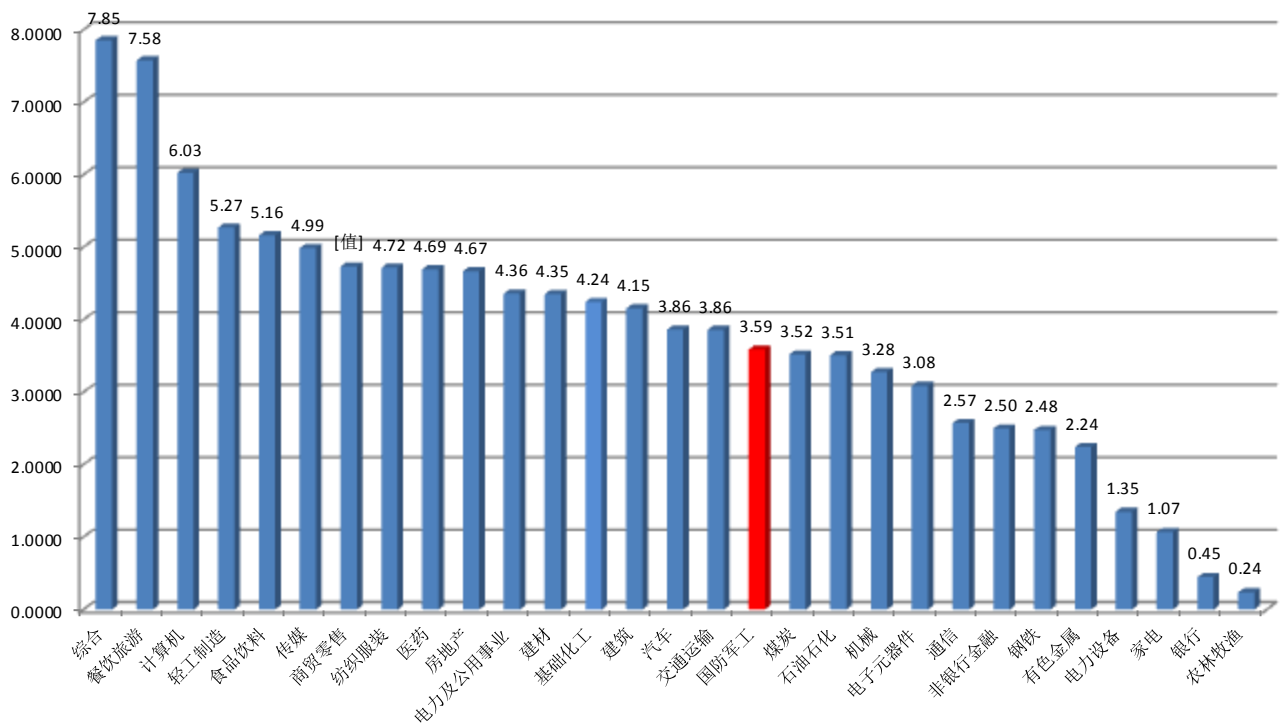
- 1、《中航飞机 (000768) 2018 年报点评：超额完成计划，利润增速快于营收》2019-03-19
- 2、《光威复材 (300699) 事件点评：军品订单如期而至，仍保持高速增长》2019-03-21
- 3、《和而泰深度系列报告之一 (002402)：射频军民融合标杆，5G 自主可控标的》2019-03-03
- 4、《中航光电 (002179) 年报点评：业绩超预期，四季度单季度盈利能力显著改善》2019-03-20
- 5、《中直股份 (600038) 年报点评：营收增速转正，通用型直升机量产可期》2019-03-20

1. 市场回顾

1.1 板块指数

本周中信军工指数上涨 3.59%，同期沪深 300 指数上涨 2.37%，军工板块跑赢大盘 1.22 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 17 位，军工行业涨幅处于行业平均水平。

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 141 支股票上涨。本周中信军工周一单日涨幅达 1.87%。

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(%)
000066.SZ	中国长城	36.85%	300719.SZ	安达维尔	-6.09%
300414.SZ	中光防雷	23.24%	300045.SZ	华力创通	-3.81%
600399.SH	*ST 抚钢	22.01%	300593.SZ	新雷能	-3.09%
600072.SH	中船科技	20.42%	600698.SH	湖南天雁	-3.06%

600850. SH	华东电脑	18.09%	002268. SZ	卫士通	-3.05%
002189. SZ	利达光电	17.65%	600391. SH	航发科技	-1.93%
300337. SZ	银邦股份	17.29%	002179. SZ	中航光电	-1.47%
002683. SZ	宏大爆破	16.85%	000818. SZ	航锦科技	-1.32%
600456. SH	宝钛股份	16.77%	603678. SH	火炬电子	-1.31%
600592. SH	龙溪股份	14.95%	600372. SH	中航电子	-0.95%

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和而泰，和而泰是智能控制器的行业龙头，子公司铖昌科技作为5G射频频芯片先行者，未来有望受益于5G建设的全面铺开。本周我们紧随热点，“星融网”成为我国网络强国自主可控的重要路径，我们分析了相关的网络安全行业投资机会，推荐相关标的卫士通及中国卫星；

本周我们发表了中航飞机、中直股份、中航光电的年报点评，中航飞机超额完成计划，公司利润增速快于营收；中直股份营收增速转正，通用型直升机量产可期；中航光电营收大幅增长，一季报有望超预期。本周我们还就光威复材、中国长城及洪都航空发表了3篇事件点评，光威复材子公司签订9.27亿元军品供货合同，订单保持高速增长；中国长城连续三天大涨，本周涨幅高达36.85%，我们认为这是估值修复的过程；洪都航空的L15“猎鹰”高级教练机迎来了首飞13周年，L15市场需求大，目标市场前景广阔。

本周我们调研了中航机电，详细了解了公司近期的业务和业绩情况，相关调研纪要请联系我们研究员。

2.1 和而泰（002402）深度系列报告之二：智能控制器行业龙头，5G射频频芯片先行者

智能控制器行业龙头，公司营收保持高增速。智能控制器的研发和制造是公司的主营业务，近五年业绩处于快速增长状态。在上游原材料价格上涨和汇率的共同影响下，公司2017年及2018年毛利率水平有所下降，排除此因素进行测算，2017年公司毛利率约为24%，2018年可达25%。我们认为公司2017年及2018年智能控制器业务毛利率下降可归结于偶然因素，2018年四季度以来，不利影响逐渐消除，上游原材料价格下降，汇率趋于稳定，公司2019年毛利率将得到较大提升。

公司战略在海外公司中占比提升空间很大，公司业绩3年内仍可保持高增长。在智能产品应用场景拓展、市场热度不断提升、智能化产业利好政策陆续出台的背景下，智能控制器市场需求不断增长。且将有许多自行生产智能控制器的整机厂商有望将智能控制器生产外包，释放大量需求。和而泰作为行业领先者，有望依托顶尖技术及规模效应优势持续领跑，保持乃至扩大其在行业内的领先优势，目前国外几个大客户中占比还小，仍有很大提升空间。且公司募集资金建设长三角生产运营基地，以扩大产能进一步提升市场份额。收购意大利NPE公司55%股权，加速全球化布局。

铖昌科技加快民用 5G 芯片研发，市场空间至少 500 亿元。铖昌科技是国内微波毫米波 T/R 芯片领域唯一掌握核心技术的民企，其产品已经批量应用于星(卫星)载、弹(导弹)载、机(有人、无人飞机)载雷达设备。目前公司在积极组建团队开展民品业务，据我们测算，5G 基站射频模块的市场空间至少 500 亿元人民币。铖昌科技凭借自身的技术优势和强大的研发实力，未来有望进入国内通信设备主供应商的供应链，将大大受益于 5G 建设，成为军转民的有一个典范。

盈利预测：母公司受 18 年汇率变动和上游原材料提价影响下，仍然保持了 35% 收入增长和 24.61% 的归母净利润增长，19 年有望继续保持增长势头。我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 35.86 亿元/48.91 亿元，归母净利润分别为 3.11 亿元/4.03 亿元，同比增长 40.15%/29.63%；EPS 分别为 0.36 元/0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 23X/18X。维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：军品订单不及预期；5G 民品市场开拓差于预期。

2.2 国防军工行业事件点评：“星融网”成网络强国自主可控的重要路径

构建自主可控、稳定运行的卫星通信大体系，为未来战争提供重要依托，全面融入新型战争体系，是我军打胜仗提供重要保障。“星融网”成为我国网络强国自主可控的重要路径，带来网络安全行业投资机会，建议重点关注网络安全国家队“卫士通”，以及航天强国主力军“中国卫星”。

观点：传统互联网局限性凸显，新型全球全域网络架构应运而生

目前，互联网是地球上规模最大、覆盖最广、资源最多的计算机信息网络。但随着人们对实时互联互通要求的持续增长，以及信息技术尤其是天基信息系统技术的不断发展，传统互联网已经呈现出越来越多的局限性和不适应性。

一是，网络设施和内容分布的不均衡。在发达地区网络基础设施建设齐全，信息更新速度快边远地区网络设施相对稀少，无法达到完全覆盖，同时在航空以及海洋上也同样缺乏网络条件。**二是网络速度和用户日益增长的带宽需求之间的不对等。**此外，还有远程接入不易，过于依赖光纤网络进行链接等局限。因此，运用系统工程的思想，充分利用天基、空基、地基信息系统的优势，从更高的起点上规划和建立一种替代性颠覆式全球互联互通网络迫在眉睫。

低轨道卫星通信系统正是基于这样的需求而提出的一种新型的未来全球全域网络架构。其由数百颗低轨道小卫星及全球数据业务处理中心组成，不仅会极大推动中国商业航天的全面发展，而且作为国家空间基础设施的重要组成部分，具有全天候、全时段及在复杂地形条件下的实时全球双向通信能力，在确保网络信息安全的基础上，实现“沟通连接万物、全球永不失联”。

2.3 中航飞机年报点评：超额完成计划，利润增速快于营收

公司发布 2018 年年报，公司实现营业收入 334.68 亿元，同比增长 7.69%；归母净利润 5.58 亿元，同比增长 18.38%。

观点：1. 公司 2018 年利润增速明显快于营收，主要是因为期间费用、研发费用和资产减值损失的同比降低。

公司全年实现营业收入 334.68 亿元，同比增长 7.69%；分开来看，一季度营收 52.51 亿元(+67.65%)，二季度营收 80.21 亿元(+5.29%)，三季度 71.33 亿元(-18.14%)，四季度 130.63 亿元(12.77%)。公司全年实现归母净利润 5.58 亿元，同比增长 18.38%；同样分开来看，一季度归母净利润 0.27 亿元(+130.76%)，二季度 1.35 亿元(-24.50%)，三季度 0.70 亿元(+97.33%)，四季度 3.26 亿元(-5.23%)。

与前三季度情况相同，公司去年利润增速远快于收入增速，一是期间费用降低，财务费用同比降低了 199.34%，主要原因是汇兑收益较上年同期增加，销售费用同比降低了 27.12%，主要原因为本期销售服务支出减少；其次，研发费用同比降低了 51.22%，主要原因是为部分项目自筹研发费用减少。

2. 公司超额完成计划，其中陕飞收入破百亿，并提前 5 天完成全年交付任务。

公司 2018 年全年营收计划完成率为 108.66%，为近五年完成率的平均水平；2018 年末公司库存水平与期初基本持平，说明公司交付情况良好，其中陕飞提前完成了全年试飞任务，总装交付增长达到 29%，实现了 1225 均衡生产目标。

3. 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。

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。

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

预计公司2019-2021年归母净利润6.45,7.68亿元,8.84亿元,同比增长16%,19%,15%,对应EPS分别为0.23元,0.28元,0.32元,对应PE为73倍,61倍,53倍,维持“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 中直股份年报点评: 营收增速转正,通用型直升机量产可期

公司发布2018年年报,2018年度实现营业收入130.66亿元,同比增长8.44%,归属于上市公司股东净利润5.10亿元,同比增长12.07%。每股收益为0.87元。

观点: 1. 营收增速转正,四季度单季营收增长明显

2018年全年公司实现营业收入130.66亿元(+8.44%),归属于上市公司股东净利润5.10亿元(+12.07%),基本每股收益为0.87元,业绩符合预期。此前公司营收增速连续两年同比下滑,营收增速转正预示这公司航空产品交付加快。公司四季度单季实现营收48.80亿元,同比增长14.89%,单季度实现归属于上市公司股东净利润2.04亿元,同比增长10.92%。毛利率方面,公司整体毛利率为13.93%,同比下滑1.41个百分点。

全球范围内的直升机制造商主要有:空客直升机公司、莱昂纳多公司、西科斯基公司、贝尔公司、波音公司和俄罗斯直升机公司。通过多年持续不断的加大投入,特别是近年来的转型升级和技术创新,我国直升机产业已经走出了一条“军民深度融合”式发展道路,并在产品谱系、应用领域、服务模式以及产业链建设等方面都取得了长足进步。与发达国家相比,国产直升机在基础研究和产品设计、材料应用等方面,尚存一定差距,但这种差距随着我国直升机研发和制造体系的不断完善而日益缩小。

2. 通用型直升机或已非常接近量产,未来有超过900亿元的需求空间

10吨级通用型直升机于2010年左右立项,在外形上虽然与设计于20世纪70年代的“黑鹰”相近,但绝非其简单复制,它集中了我国直升机工业的最新技术成果,填补了我国军用直升机10吨位级别的空白,有望成为一款“明星”机型。中直股份为军用直升机提供各种零部件,产品包括旋翼、桨毂、机身复合材料部件等,10吨级通用型直升机预计需求超过700架,假设按照每架1.4亿元测算,仅此一种飞机就能带来超过900亿的市场空间,正式服役后将极大提升公司业绩。我们认为10吨级通用型直升机目前已经非常接近量产状态,公司未来也及或将显著受益于该型号量产。

3. 直10ME性能大幅改良,外贸出口市场空间广阔

此前有报道指,直10ME武装直升机通过了技术鉴定审查。直10ME是航空工业集团有限公司为满足国际军贸市场的需求,自主研发的一款中型武装直升机,配备发动

机防砂装置及红外抑制器;驾驶员抗坠毁座椅;驾驶舱、发动机、传动系统及重要机载设备等关键部位抗弹击装甲;低噪音的五片式旋翼, 风翼噪音低;集成化和小型化航电系统等。此次审查组对直 10ME 武装直升机的研制、试验、试飞和技术鉴定文件进行了全面审查, 审查组认为, 该型机已具备《军工产品定型工作规定》所明确的设计定型条件, 同意该型直升机通过技术鉴定审查。

过去, 我军自用的直-10 采用涡轴-9A 发动机, 功率约 1000 千瓦, 推力不足, 这严重制约了直-10 的作战性能。而相对于直 10, 直-10ME 最大的亮点在于发动机进气口的位置、形状和之前的量产版有了很大的不同, 有消息指直 10ME 换装了涡轴-9“玉龙”发动机加大功率型涡轴-9H, 最大功率从 930KW 增至 1200KW 左右, 这或将显著有利于高海拔或者热点区域作战。此次直-10ME 通过技术评审, 显示中国或将迎来一款更先进的直-10 直升机。

与此同时, 外贸出口方面, 直 10ME 武装直升机以战场火力支援为主要使命任务, 具有良好的飞行性能和超低空机动性能, 火力突出和战场生存能力强;可配挂多种对空、对地精确制导武器。我们认为, 直-10ME 未来或深受中东及北非客户的青睐, 外贸靠出口市场空间广阔。

4. 公司受益于军品定价改革

军品定价改革是 18 年军工政策看点。我们之前报告分析过, 定价改革将使总装类公司收益, 公司 17 年毛利率达到 15.34%, 净利率为 3.78%, 公司是典型的单一来源合同订购总装类公司, 新的定价机制将会激励总装类公司降低成本、提升质量, 公司净利率水平有望显著提升。盈利能力明显提升, 2018 年上半年销售毛利率为 12.64%, 2017 年年中为 9.94%, 2016 年为 9.69%, 今年为半年报的历史较高水平。主要原因为高毛利产品交付占比在本年度明显提升, 且批量生产营业成本降低了 2.08%。公司研发支出 4770 万元, 同比猛增 71.75%, 显示公司在新型号研制上加大投入。公司预收款与去年同期相比增长 58%, 实现经营性现金流 6.07 亿元, 同比增涨 39%, 现金流改善明显。

5. 直升机领域龙头, 平台优势显著

公司是直升机龙头, 产品谱系完善, 是中航工业直升机板块唯一上市平台, 体外还有优质的军机总装资产, 如哈飞公司和昌飞公司, 以及直升机设计单位 602 所。在军工国企积极推进军工资产证券化的背景下, 公司有望获得军工优质资产注入。

6. 投资建议

预计公司 2019-2021 年应 EPS 分别为 0.97 元, 1.13 元, 1.36 元, 对应 PE 为 47 倍, 40 倍, 34 倍, 维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示: 新型军用直升飞机进度和订单不及预期, 民用直升机增速不及预期。

2.5 中航光电年报点评: 业绩超预期, 四季度单季度盈利能力显著改善

公司发布 2018 年年报，2018 年度实现营业收入 78.16 亿元，同比增长 22.86%，归属于上市公司股东净利润 9.54 亿元，同比增长 15.56%。每股收益为 1.22 元。

观点：1. 四季度单季度利润增速显著快于营收增速，一季报业绩有望超预期

2018 年全年公司实现营业收入 78.16 亿 (+22.86%)，归属于上市公司股东净利润 9.54 亿元 (+15.56%)，基本每股收益为 1.22 元。四季度单季度来看，公司实现营业收入 20.41 亿元，同比增长 9.60%，实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 31.18%，四季度单季度利润增速大幅超过营收增速，我们判断原因有二，第一，产品结构变化和研发的新产品在部分领域在四季度开始批产。前三季度毛利率较低的民品业务收入增速快于军品，而四季度单季度来看，毛利率较高的军品收入确认或逐月改善，而低毛利率的民品收入占比或逐月下降；第二，公司收入持续增长的同时受益于美元汇率波动影响。

展望一季报，我们判断，公司一季度或有意赶产值，确认收入。一方面，去年 12 月由于若干子行业完成全年目标后压缩的合同有望在今年一季度集中释放，带来收入增量；另一方面，去年一季度研发人员工资和奖金大幅发放所带来的管理费用增长，今年同比或出现边际改善。

公司同时在年报中披露，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

2. 短期政策消化后具备极强配置价值

去年 12 月 20 日有消息指，有关部门正在对武器装备科研生产许可目录进行调整，许可范围将缩小。我们认为，税的影响是中性的，比拼的是转嫁能力，对二三四级配套产品而言，核心还是质优价廉。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。如公司和下游研究所或者主机厂关系较好时，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。第三，国家未来或扶植电子元器件自主可控，如真的有产品被剔除出军品免税许可目录，配套支持政策或一并推出。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，股价具备极强配置价值。

3. 目录的放开旨在引入民营企业参与市场竞争，行业龙头赢者通吃的局面会延续

2015 年时武器装备科研生产许可目录已有调整，当时的新版目录较 2005 年时候的 1988 项减少至 755 项。而公司通过与下游客户议价、降本增效等方式将不利影响降至最低。我们认为，行业龙头公司最大的优势在于收入（或订单）的可持续性和产品的市场竞争优势（具备一定得定价权），即使与众多民营企业竞争，公司未来仍有望保持毛利率和提高市占率，具体手段有二：第一，通过提高技术难度和系统集成成为客

户创造新的需求。公司具备创新基因，可以为客户创造新的需求（新的市场），比如提高产品技术难度（抗电磁干扰、电气性能比肩国外先进军机上的连接器），来拓展应用场景，或者推广一些集成化程度更高的产品（多种类型连接器集成在一个面板上，如集成设备安装柜），在降低客户成本的同时提高自己的市占率。第二，军品定价改革背景下，吞并规模较小的配套厂商。军品定价改革出台后，主机厂或将对上游电子元器件级别的供应商压价，而规模较小的配套厂商由于不具备规模效益和供应商选择权，成本无法下降太多，或将面临行业重新洗牌。公司有望通过吞并规模较小的配套厂商提升市场份额。我们认为，公司作为行业龙头公司仍有望凭借市场份额的提高来获得超额收益。

4. 军品未来三年景气度有望抬升，新产品比例较高降价风险较小

我们认为，结合补偿性订单的落实和十三五后三年增量订单的放大，2018 年合同和收入仍有望保持平稳较快增速。据我们草根调研各军工企业，军改对于各子行业影响或不尽相同，主站装备受军改影响较小。我们看好 2019 年航空、舰船、兵器等子行业继续保持高增长，而电子子行业或存在数量较多的补偿性订单。同时，我们认为公司在军品方面创新基因较强，具备独家供货权的新产品（单品附加值和毛利率较高）占比较高，未来下游产品放量毛利率仍有望保持高位。

5. 投资建议

中航光电是我们团队重点覆盖标的，此前受到武器装备科研生产目录调整传言的影响被错杀，我们在 12 月 18 日以来陆续发布多篇报告（《1218 中航光电市场传言解答：基本面稳健，调整即是买入良机》、《1220 中航光电下跌再思考》、《1220 中航光电机构交流再思考》、《1224 中航光电（002179）事件点评：回购股份彰显信心，利空消化后具备极强配置价值》），坚定指出短期政策消化后具备极强配置价值，公司股价自 12 月 21 日低点以来反弹幅度已接近 30%。站在当前时点，我们仍然坚定看好公司，公司 2019 年毛利率有望保持稳定，且业绩有望加速释放，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~2021 年 EPS 分别为 1.54 元、2.01 元、2.39 元，对应 3 月 20 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、18X。

6. 风险提示：武器装备交付进度低于预期，增值税影响高于预期，军品定价改革影响高于预期。。

2.6 光威复材事件点评：军品订单如期而至，仍保持较高增长

公司发布重大合同公告，全资子公司威海拓展纤维有限公司签订的两个《武器装备配套产品订货合同》，总金额 9.27 亿元。

观点：1. 军品合同如期而至，仍保持了较高增速

去年公司公告军品订单在 4 月 14 日公布，今年订单日期稍早一些。公司军品订单日期应该由下游需求方节奏确定，由于去年订单出来较晚（推测是下游需求确定较晚），因此公司 18 年一季度较难形成军品交付，同时有一定比例的军品或许会延迟到今年

年初交付，据此判断，公司 19 年一季度军品增速值得期待；同时合同签订早，说明下游需求也有所提前，19 年全年军品延期交付比例也会降低。

今年订单仍然保持 25% 的较高增速。根据公司招股说明书披露，公司 17 年军品订单金额为 5.76 亿元，根据公告，18 年军品订单金额为 7.42 亿元（增长 1.66 亿元，同比 28.82%），19 年为 9.27 亿元（增长 1.85，同比 24.93%），19 年订单总量仍然保持较高增长，由于基数变大增速略有驱缓。

2. 军品保持较高增速，说明除了下游已有的定型军品增长外，碳纤维复材应用比例也在提升

军机碳纤维复材重量占比在 10%-20% 之间，直升机比例更高些。随着军机不断升级换代，复材应用比例也在提升。军品订单 25% 增速高于军工行业，尤其是军机整机厂业绩增速，除了应用复材的批产军品增长外，可以推断为军用装备上的碳纤维复材比例在提升。公司半年报披露，T800H 一条龙项目已经完成主导工艺评审，并完成了数字化车间评审，具备批量生产能力，正在按照项目计划进度进行航空型号应用验证，报告期内开始在部分型号上小批量供货。国外军机碳纤维复材占比较高，应用于战机主结构、次结构件和战机特殊部位的特种功能部件。国外将碳纤维/环氧和碳纤维/双马复合材料应用在战机机身、主翼、垂尾翼、平尾翼及蒙皮等部位，起到了明显的减重作用，大大提高了抗疲劳、耐腐蚀等性能，数据显示采用复合材料结构的前机身段，可比金属结构减轻质量 31.5%，减少零件 61.5%，减少紧固件 61.3%；复合材料垂直安定面可减轻质量 32.24%。世界主要战机 F35、F22 碳纤维材料使用比例为 20% 左右，先进军用直升机碳纤维使用率超过 40%，无人机使用率超过 90%。我国歼 8 和歼 10A 早期批次碳纤维使用比例仅为个位数，经过努力我国军机碳纤维使用率从个位数不断向两位数攀升。

3. 碳纤维复材成为主承压件仍需时日

主承力结构碳纤维复材的大规模应用尚需时日。2015 年我国自主研发的“猎鹰”高级教练机上首次实现了复合材料在主承力构件上的应用，其中某部件制造技术研究获得国防科技进步三等奖。但碳纤维复材主承力结构件对 T700，T800 等高性能军用碳纤维生产，以及大型复材整体成型技术提出了更高需求。公司 T800H 项目目前只是小批量供货，正在进行航空型号应用验证，19 年有望继续放量。

4. 投资建议

我们预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 4.40 亿和 5.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.19 元和 1.42 元，对应 PE 分别为 40 倍和 33 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示：军机订单和交付进度不及预期，民品增速不及预期。

2.7 中国长城事件点评：中国长城连续三天大涨，谈谈我们的看法

1. 安全可靠是一个长期的大逻辑，是国家意志的体现。

从自主可控到安全可靠，是国家解决核心信息基础设施安全问题采取的措施，没有安全一切无从谈起。所以在当前国际形势下，自主可控是国家意志的体现，一定会成功。从“缺芯少魂”，到“整芯助魂”，单独研发一款芯片和软件并不难，难的是迭代，难的是构建一个足够大的使用场景和完善的生态环境。只有足够大的使用场景构建起来，有足够的使用次数和特殊场景，才会将芯片和软件中的 bug 修复，并针对特殊场景实现新需求，才能实现迭代式发展。美国八大金刚长期垄断使用场景和生态环境，我国初创的芯片商和软件商没有成长的土壤，迭代无从谈起，自然无法跟国外龙头企业抗衡。所以发展我国安全可靠产业，首先为我国的芯片和软件营造一个 2000 万套党政军办公场景和生态环境进而不断迭代进步，当前即使自主可控 PC 有一些体验上的问题，但这就是构建生态的意义，不暴露出问题永远也无法进步，这就是安全可靠工程应有之意。

2. 借鉴 Wintel 发展历程是寻找优质公司的好办法，中国长城与飞腾就像 SuperMicro 与 Intel。

CPU+OS 是构建一个生态系统的基础，CEC 构建了以基于 ARM 指令集的飞腾和基于开源 Linux 的中标麒麟操作系统的 PK 生态系统，有望成为未来中国的主流生态体系。如果参考 Intel 的发展历程，会发现美超微（SuperMicro）发挥着至关重要的作用。SuperMicro 会在每次 Intel 推出新款 CPU 时，第一时间推出基于新款 CPU 的基础板卡，帮助主机厂迅速推出整机，从而让消费者能快速享受到 Intel 每次技术进步带来的便利。SuperMicro 做对了这件事，实现了 6 年 5 倍的营收增长，成为增速最快的 IT 设备公司。中国长城未来将持有飞腾股权，目前基于飞腾的服务器和 PC，中国长城都是最快推出的。多年的主机厂业务经验造就了中国长城强力的板卡设计经验，有望在未来安可产业大规模推广中，中国长城发挥出 SuperMicro 对 Intel 的推动作用，与其他主机厂合作将搭载飞腾 CPU 的主机和服务器快速推向党政军市场。长城需要飞腾，飞腾也需要长城。

3. 目前中国长城大涨，是一个估值修复过程。

18 年可以说是公司比较难过的一年，自主可控业务还在投入期拖累业绩，中电大厦也没有建好，叠加上 18 年恐慌性下跌，价格跌倒了 14 年以来的最低点 4.63 元，估值 28 倍，作为自主可控核心标的明显低估。目前这轮计算机公司上涨，可以理解为估值修复，中国长城从 28 倍涨到 50 倍，与其他计算机公司一样从明显低估状态到行业正常状态，远远没有达到高估情况。自主可控是未来几年计算机的主线，当前正是南风二期即将结束，党政军市场全面放开的时期，公司高增长时段即将到来。参照 SuperMicro 的发展历程，我们对公司未来发展非常有信心，回调即买入。

2.8 洪都航空（600316）事件点评：“猎鹰”虽小，潜力无限

3 月 13 日是 L15“猎鹰”高级教练机首飞 13 周年，2006 年 3 月 13 日，在江西省南昌市青云谱机场，一架漂亮的战机一飞冲天。这是 L15“猎鹰”01 号机首飞，由首席试飞员杨耀、张景亭驾驶。从此，“猎鹰”这个名字开始广为流传。

观点：1. L15 高级教练机性能超群，致力研发未来高级训练体系

L15 优势明显，具有高性价比。首先，L15 在临盆阶段采用了国内成熟的加工工艺，降低了加工成本，在一定程度上增加了价格竞争力。其次，L15 机身的高开敞率和机内的自检测功能降低了使用维护成本。最后，L15 的机体设计寿命达 10000 小时，而且能满足第三代战斗机飞行员的战斗入门训练和战术基础改装训练飞机，有很高的训练效费比。

目前歼 10、歼 11 战斗机飞行员的培训过程分为三个阶段。第一级训练为飞行学院训练，学员驾驶机型包括 CJ7 初级教练机、K8 中级教练机和无加力的 L15 高级教练机。第二级训练为航空兵基地训练，学员驾驶带加力的 L15 教练机，是一个过渡阶段。第三级训练为航空兵部队训练，学员在双座的歼 10、歼 11 上训练，考核合格后获得飞行员资格。

洪都研发的远不止 L15 飞机本身，而是这一套完整的未来高级训练体系。L15 项目实际上分为 AJT 高级教练型、LIFT 战斗入门级和战斗机中队伴随教练机三个版本，目前发展的是 AJT 和 LIFT 这两个版本。AJT 为亚音速型，采用的发动机为无加力的 AI-222-25，飞机主要承担提高飞行技术和基本战术训练任务，使学员具备适应作战部队先进主战飞机的能力。LIFT 为超音速型，采用的发动机为加力型的 AI-222-25F，飞机增加了与战术训练相关的系统和设备，主要承担战术飞行和作战训练科目。这两个版本分别与上述培训过程的第一级和第二级相对应。

2. L15 市场需求大，目标市场前景广阔

空海招飞人数逐年增长，教练机需求增大。海军招飞来源有高中生和大学生，2017 年共录取 450 人，其中高中生 370 人，大学生 80 人，高中生是招飞主力。航母等大型舰艇的加速列装导致舰载机飞行员需求激增，可能是海军飞行员扩招的重要原因。空军招飞来源有初中生、高中生和大学生，也以高中生为主。

国内市场，L15 较贵航山鹰具有性能优势。虽然 L15 因为发动机问题延滞了批量生产，最后被性能稍次但已成熟的贵航山鹰抢占国内市场，但是 L15 的设计优势显著，双发动机提高了安全性，高配置的系统 and 优秀的机身设计都使其未来发展可期。

国外市场，L15 出口潜力巨大。目前 L15 的出口是通过中航技完成的，主要市场为东南亚、非洲、南美洲等第三世界国家。因为 L15 可以搭载不同功能的武器装备，所以能够在训练之余，为这些国家解决国内叛乱反动势力的威胁。

国际教练机市场中，中、俄、美韩、意四方的水平几乎持平，L15 的主要竞争对手为雅克 130、T-50 和 M-346。L15 和 M-346 都是借鉴雅克 130 研制的，所以性能相近。但是，雅克 130 自服役以来已出现多起事故，2017 年先后 6 架发生恶性事故，其中 3 架为俄罗斯，3 架为孟加拉国。相比之下，L15 的双发提升了安全系数。韩国的 T-50 大量采用欧美的先进技术，深受许多国家青睐。相较 T-50 售价约 2500 万美元，L15 仅需约 1300 万美元，价格优势明显。

2006 年高峰期洪都一年生产 100 多架飞机（初教 6、K8），搬迁后的厂区达 1 万亩，产能必将进一步提升。根据前期调查，L15 在十三五期间的总制造量预计不会少于 120 架，未来总架数不会小于 500 架。

3. 投资建议：

我们预计公司 2018-2020 营收为 28.8 亿元、39.7 亿元、67.1 亿元，归母净利润为 1.50 亿元、1.93 亿元、2.80 亿元，同比增长 389%、29%、45%，EPS 为 0.21 元、0.27 元、0.39 元，对应 PE 为 54X/42X/29X，上调“强烈推荐”评级。

4. 风险提示：军品订单不及预期，军品收入确认不及预期。

3. 热点聚焦

- 1、**中国第 3 艘航母明年有望亮相 将有两项重要突破。**据官方消息称，中国第二艘航空母舰 002 号还在海试之中，与此同时中国的第三艘航空母舰 003 号却已经悄悄开工建造了，而且建造地点并不在之前的大连造船厂，而是在位于上海的江南造船厂。003 号悄无声息的在江南造船厂进行了长期的模块化建造，有消息称 003 号航母的性能放眼世界都是一流的，将采用常规动力和全新的电磁弹射技术，搭载歼-15 战机和新型固定翼预警机，排水量也将超过辽宁舰和 002 号航母。（新浪网）
- 2、**中国最新空空导弹登上歼-11B 战机，或大面积铺开装备。**近日，一架歼-11B 战斗机携带中国最新中远距离空空导弹的照片，出现在网络上。这就是霹雳 15 中远距离主动雷达制导空空导弹。该导弹已经出现在歼-20、歼-16、歼-10 等较新的战斗机上，但在最新照片中，出现在相对老旧的歼-11 家族的改进型歼-11B 上，这意味着我军大量装备的相对老旧的第三代战斗机也在铺开装备这一世界顶尖水平的空空导弹。（新浪网）

4. 投资策略

军工行业在军品定价、资产证券化改革方面均在不断深入，并取得阶段性成果；“十三五”军费落实到位也意味着订单将迎来快速增长，今年军工行业改革、订单双驱动同时发力。

航空工业计划财务部在成都组织开展了 2019 年装备价格业务工作培训，此消息印证了我们之前的判断，军品定价改革文件或已下发至各集团。军品定价机制改革可以认为是军方授权主机厂进行供应链管理所得的收益，由军方和主机厂共同分享，因此，军品定价改革将使总装类公司最受益。

证监会及相关部门将不断加大对军工企业政策力度，结合月初航空工业集团国有资本投资公司试点方案上报，推断今年军工企业将加快资产重组，资产证券化比例将进一步提升。本周末军工上市公司座谈会上，证监会副主席就推动提升军工上市公司质量，开创军民融合新局面，提出“三个坚持”，其中明确证监会要坚持“四个必须”“一个合力”，服务军工企业高质量发展。而作为首家试点的军工集团，航空工业集团将提升资产证券化比率写入试点方案，此举对其它军工集团的示范效应明显。按照方案，航空工业集团将持续加快重组整合和产业布局调整，非航空业务有进有退，推动国有资本向航空主业集中，并提出 2020 年实现“三个 70%”的发展目标（包括资产证券化

率)。这将显著提升快航空资产重组预期，促进企业剥离非航空业务提升主业业绩，同时提升股权激励、市值管理的需求。

习主席指出要认真落实“十三五”规划的重要性和紧迫性，打好军队“十三五”规划落实攻坚战。我们认为提出确保完成规划，相当于是在喊话“军费要确保使用到位”，预计从 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。

重点推荐卫士通、洪都航空、中国卫星、中国长城、湘电股份等标的，民参军方面，建议关注景嘉微、中海达、和而泰、高德红外、光威复材等。

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

- ◆ **戈兰高地争议再起，中东动荡或再加剧。**美国总统特朗普 21 日称，美国应承认以色列对戈兰高地的主权。分析人士指出，通过和平谈判解决戈兰高地问题是国际社会的普遍共识。继耶路撒冷地位问题后，特朗普再次在争议问题上支持以色列，或将导致中东局势动荡加剧。（新华网）
- ◆ **俄战机在波罗的海上空对美轰炸机进行伴飞。**俄罗斯国防部 21 日在社交媒体上发布消息说，一架美军 B-52H 战略轰炸机在波罗的海中立水域上空飞行，俄战机随后升空伴飞。消息说，俄方监视设备发现目标后，俄军派出 2 架苏-27 战机对其进行识别，在确认其为美军 B-52H 战略轰炸机后伴飞。该战略轰炸机改变飞行轨迹后，俄 2 架战机返回基地。消息没有指出具体事发时间。俄总统新闻秘书佩斯科夫 21 日表示，美方此举加剧了局势紧张，俄方对美方行为表示遗憾。（新华网）

5.2 军工科技及产业动态

- ◆ **美空军要花“不到 3 亿美元”造歼-20 高仿模拟机。**据今日俄罗斯电视台 20 日报道，美国空军正寻找能够生产仿俄罗斯苏-57 和中国歼-20 等模拟机的潜在承包商。该计划是在美国空军的一份申请报告中透露的。根据该文件，美国空军希望潜在的承包商能够开发一套技术解决方案和设备，用来模仿“先进的敌机”的特点，以进行空中测试。美国军方要求模拟机必须在无线电发射、电子对抗、材料损耗等多方面尽可能模拟俄罗斯苏-57、中国歼-20、“鹞鹰”战斗机。该设备要可以远程控制，能够自行着陆，寿命至少应为 10 次飞行，飞行时间为 30 小时。此外，至少一个模拟机能够以 0.95 马赫的速度飞行。未来美国准备花费“不到 3 亿美元”用于生产此类模拟机。报告还指出，这些技术应具备进一步改进的潜力，以应对未来新出现的威胁。（环球网）
- ◆ **美报告：击败中俄急需新战机 B-21 隐轰要 288 架。**如何击败中俄是目前一些美国智库最热衷研究的话题之一，美国“战略和预算评估中心”（CSBA）最新的研究报告在空军领域给出了一个新“答案”。据美国《防务新闻》网站 21 日报道，美国空

军去年 9 月透露，总共需要 386 个作战中队来应对俄罗斯和中国未来构成的威胁，而“战略和预算评估中心”的报告认为，这个数字可能还不够。该报告建议美国空军开始开发一些不在其计划中的新技术，包括隐形武装无人机、一种可以深入对抗性环境的新型无人侦察机，以及一种与现有飞机完全不同的空中加油机。（凤凰网）

5.3 军民融合专题

- ◆ **中国上市公司协会在北京召开国防军工上市公司座谈会。**2019 年 3 月 23 日，由中国上市公司协会主办、协会国防军工行业委员会承办的国防军工上市公司座谈会在北京召开，会议主题为“落实军民融合发展战略 提升军工上市公司质量”，中国证监会、国资委、工信部、国防科工局和国家军民融合基金相关领导出席会议，十一大军工集团以及部分军工上市公司代表等合计近 150 人参加了会议。会议由中国上市公司协会副会长、协会国防军工行业委员会主任吴献东主持。（中国上市公司协会）
- ◆ **2019 军民两用展将在京举行 带来军民融合“盛宴”。**为落实与响应国家军民融合发展战略，充分发挥市场机制作用，促进军民两用技术转化，2019 北京国际军民两用装备展览会（简称军民两用展）将于 2019 年 5 月 6 日-8 日在中国国际展览中心（静安庄馆）举办。展览会同期还将举办以“一带一路与需求牵引，推进军民融合国际化”为主题的 2019 军民融合深度发展高峰论坛，以海洋信息技术、自主可控共享制造平台、新一代信息技术为主题的一系列论坛，进行深入探讨和交流。（环球网）

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。
单击此处输入文字。

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，我公司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。