

# 新一轮军工重组将加速推进

——国防军工行业事件点评

2019年3月27日

看好/维持

国防军工

事件点评

|           |                                |                        |
|-----------|--------------------------------|------------------------|
| <b>姓名</b> | 分析师 陆洲                         | 执业证书编号: S1480517080001 |
|           | Email: luzhou@dxzq.net.cn      | Tel: 010-66554142      |
|           | 分析师 王习                         | 执业证书编号: S1480518010001 |
|           | Email: wangxi@dxzq.net.cn      | Tel: 010-66554034      |
| <b>姓名</b> | 研究助理 张卓琦                       | 执业证书编号: S1480117080010 |
|           | Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn | Tel: 010-66554018      |

## 事件:

- 证监会网站今天全文刊载副主席阎庆民3月23日在中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会上的讲话,这也是证监会领导首次就某个具体行业发表观点。
- 国防部在例行会议上确认2019年4月23日是中国人民解放军海军成立70周年纪念日,届时将在山东青岛举行多国海军活动。3月9日,国资委主任肖亚庆在记者会上强调积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组。我们认为在此背景下,两船合并有望取得重大进展。

## 我们的观点:

### 一、证监会副主席针对军工行业的讲话点评

我们认为,证监会副主席阎庆民在中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会上的讲话发出了鲜明的信号,指导意义十分强烈,军工已经成为监管层格外重视的行业。我们解读如下:

1. 讲话原文:军工产业对于信息技术、新型材料、高端先进制造等行业具有巨大的引领和推动作用。

解读:指明了军民融合的主要3个方向。信息技术推荐卫士通、中国长城、中国卫星,新材料推荐光威复材和宝钛股份,高端先进制造推荐洪都航空、沈飞、中航飞机、中直等。

2. 讲话强调中航沈飞重组上市意义重大。

解读:中航沈飞已做股权激励,战斗机景气度高涨,是龙头中的龙头。

3. 讲话提出要健全军工企业有效激励机制。

解读:结合座谈会上国资委相关人士表态,央企军工上市公司股权激励有可能大范围铺开。

4. 讲话原文:军工整体业绩水平有待进一步提高。估值最终要靠业绩来支撑,来实现公司与市场投资者之间的良性互动。

解读:监管层明确喊话军工企业要提升业绩。在军品定价机制改革和股权激励的推动下,军工主机厂的业绩只有显著增长的空间,没有恶化的可能。

5. 讲话原文:目前我国军工产业集团整体资产证券化率平均不足30%,一些核心军品仍未实现资产证券化。

支持军工上市公司借助资本市场，进一步盘活资产、提质增效，提高资产证券化率，提升核心竞争力。

解读：管理层明确鼓励军工重组，政策纠偏。核心军品注入上市公司已重新启动，预计今年开始将层出不穷。近期将有进展的公司包括洪都航空、国睿科技等。

6. 讲话原文：军工应当是尖端科技与大工业的结合，成为国家科技创新的引擎、富国强军的先锋。

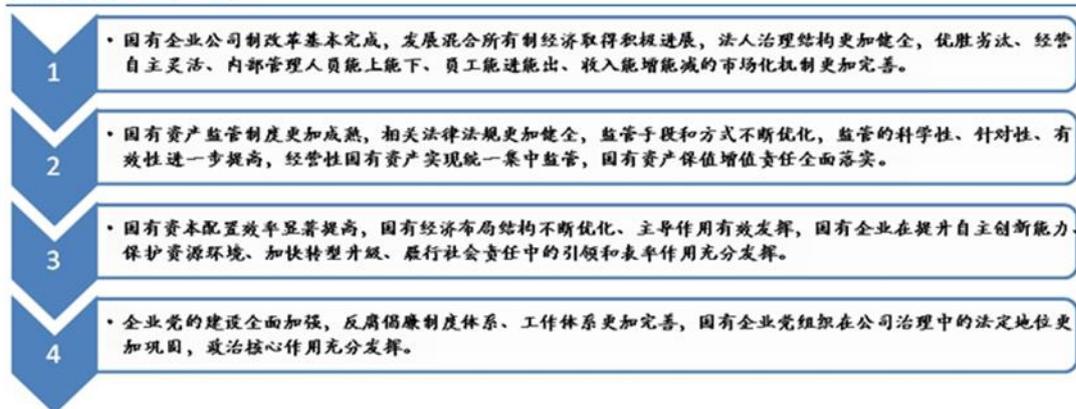
解读：一锤定音，军工是科技创新“引擎”+“先锋”。

总结：监管层已明确肯定了军工行业的价值，可见自上而下都意识到，军工行业必须做强做大，军工行业市值必须与大国地位相匹配相适应。

## 二、加大分类推进混合所有制改革力度，四批试点名单即将公布

近期，混合所有制改革消息频频释放。3月9日，国资委主任肖亚庆在记者会上表示2019年是国企改革攻坚年，将加大分类推进混合所有制改革力度，扩大重点领域混合所有制改革，第四批会有一百多家试点企业，在重点领域进一步加大混改步伐。积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组。3月27日，国资委主任肖亚庆表示第四批混改试点名单很快要公布。

图 1:国企改革 2020 年目标<sup>2</sup>



资料来源：《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，东兴证券研究所。

3月份以来，多个领域的国企改革纷纷加速，已有20家国企相继停牌筹划重大事项，其中，涉及重组的主要分布在电力、军工、铁路等2019年重点改革领域，军工有3家企业涉及重大事项或者重组。

我们认为，一方面，军工企业或者集团作为武器装备的主要研制生产商，企业的市场主体地位相对明确，直接服务于国家军事建设维护国家安全，下游直接或间接用户为军队。另一方面，由于军工行业垄断市场集中度较高，效率相对低下，市场经济活力和军工集团的人才优势没有有效释放，这种局面迫切需要解。随着“十三五”已剩下最后两年，各大军工集团的资产证券化接近目标考核的重要时间窗口期，推进速度有望加快，2019年可能会有新突破。

图 2:国企改革七个领域



资料来源：《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，东兴证券研究所。

表 1:国企改革配套文件

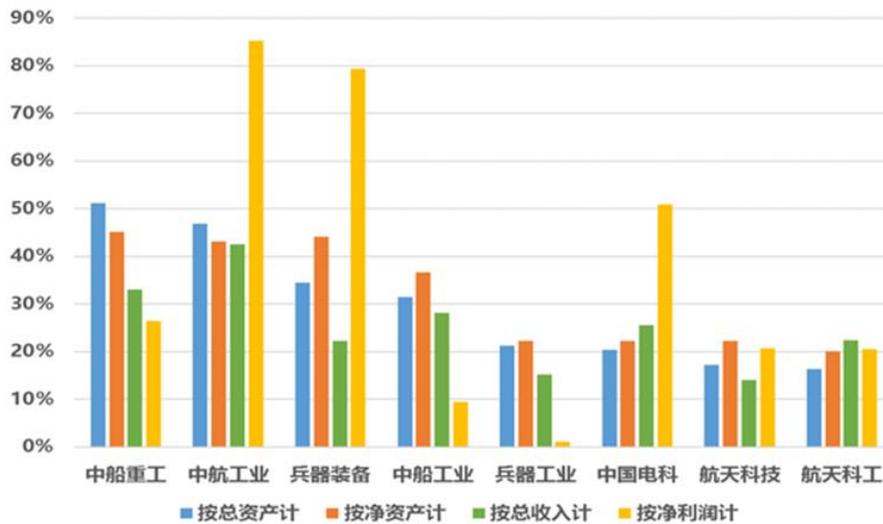
| 序号 | 文件名称                             | 发布时间     | 发布单位            |
|----|----------------------------------|----------|-----------------|
| 1  | 中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见          | 20150824 | 中共中央、国务院        |
| 2  | 国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见            | 20150923 | 国务院             |
| 3  | 国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见          | 20151025 | 国务院             |
| 4  | 关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见      | 20151026 | 发改委、财政部、人社部、国资委 |
| 5  | 国务院办公厅关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见 | 20151031 | 国务院办公厅          |
| 6  | 关于国有企业功能界定与分类的指导意见               | 20151207 | 国资委、财政部、发改委     |
| 7  | 关于进一步规范和加强行政事业单位国有资产管理的指导意见      | 20151223 | 财政部             |
| 8  | 国有科技型企业股权和分红激励暂行办法               | 20160301 | 财政部、科技部、国资委     |
| 9  | 企业国有资产交易监督管理办法                   | 20160624 |                 |
| 10 | 国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见       | 20160717 | 国务院办公厅          |
| 11 | 国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见    | 20160802 | 国务院办公厅          |
| 12 | 关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见         | 20160802 | 国资委、财政部、证监会     |
| 13 | 关于完善中央企业功能分类考核的实施方案              | 20160824 | 国资委、财政部         |
| 14 | 关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知          | 20161031 | 国资委             |
| 15 | 混合所有制改革第一批试点 9 家企业方案获批复          | 20170413 | 发改委             |
| 16 | 混合所有制改革第二批 10 家试点企业已批复 7 家       | 20170502 | 发改委             |

资料来源：国资委官网，互联网资料，东兴证券研究所。

三、军工资产证券化取决于研究所改制及大股东意愿，今年资产证券化进展有望超市场预期

资本运作能够帮助军工行业上市公司在短时间内改变企业的业务规模和基本面的变化，业绩和估值的弹性更大。目前中航工业集团、中船重工集团、兵器装备集团资产证券化率较高，而中电科、航天系和兵器工业集团的资产证券化率较低。

图 3:各大军工集团资产证券化率



资料来源：东兴证券研究所。

**军工央企成员单位分企业和事业两种属性。**涉及到资产注入的军工企业主要为军工央企和军工地方国企，目前军工集团控股的上市公司已经达到 80 余家。军工央企多由原国家部委逐步演变而来，其下属研究所仍保留事业编制，而军工厂历经多次国企改革后绝大部分已完全转变为真正企业即完全自负盈亏，无国家事业费投入。由于研究所涉及武器系统总体设计、分系统设计与制造等多个核心环节，技术门槛高、垄断属性强，目前军工央企绝大部分优质军品资产存在于研究所体内。受限于“事业编”身份，军工研究所优质军品资产目前尚难以实现整体上市。

**军工央企资产注入进展取决于以下两个方面，第一，研究所改制进展。**军工科研院所改制是军工改革的深水区，制约着军工集团资产证券化的提升。目前科研院所改制由于面临诸多问题，近年来并没有实质性进展，只有中船重工集团在风帆股份的资本运作中对五家研究所的经营性资产进行有益的尝试。我们认为未来一年事业单位改制在政策方面或将取得一定突破。

表 2:研究所改制所面临的问题

| 项目     | 事业单位       | 企业单位       | 改制导致的问题     |
|--------|------------|------------|-------------|
| 固定资产投资 | 拨款购置或调剂    | 资产评估后购置或自建 | 资产增值需交税     |
| 固定资产折旧 | 无需计提       | 按不同年限计提    | 营业利润大幅减少    |
| 资产处置权利 | 需财政部审批     | 董事会和经营层决定  | 决策管理权转移     |
| 资产处置收益 | 上缴中央财政     | 自留作为投资收益   | 中央财政收入减少    |
| 研发技改投入 | 科研费拨款，不计成本 | 自筹资金，列为成本  | 拨款停止，研发费用高昂 |
| 日常生产经营 | 事业费拨款，免税   | 自负盈亏，需要交税  | 利润大幅减少      |
| 人员福利待遇 | 工资相对较高     | 工资相对较低     | 员工不希望降低     |
| 人员退休待遇 | 财政拨款经费     | 社会保障和养老保险  | 之前并未缴纳社保    |

资料来源：东兴证券研究所。

第二，大股东对于资产证券化的诉求。管理层资本运作的动力也是决定军工资产注入的重要因素，国资委和中央军委对于公司管理层的考核指标往往是业绩情况和武器装备研制的进展，导致许多公司宁可专心搞科研生产也不愿意搞资本运作。

我们认为，从资本运作角度选股有两个维度，1.从集团角度来看选择资产证券化率较低的中国兵器、中国电科和航天系两集团：提出“无禁区改革”的兵器工业集团、提出“统筹规划集团控股上市公司整体运作，加快资产证券化进程”的中国电科集团以及最近一年资产证券化推进明显加快的航天系未来资本运作可能较大；2.从个股角度看，选择确定性大、潜在资产注入规模相对较大的上市公司：大部分军工央企和军工地方国企当前股价已经包括未来资产注入的预期，即市场对于公司的估值基于备考EPS，虽然这种资产注入短期内无法兑现，但是A股市场往往透支未来资产注入预期，个股也是往往以备考PE作为估值中枢上下波动，未来针对存在资产注入类上市公司的投资主要考虑当前估值水平与备考PE的对比，建议关注潜在资产注入规模相对于上市公司比值较大的标的。

表 3: 军工上市公司对应的军工科研院所

| 股票代码   | 股票简称 | 对应的军工科研院所   | 科研院所主营军品业务                  |
|--------|------|---|-----------------------------|
| 000768 | 中航飞机 | 中航工业 603、605 所  | 轰炸机、运输机、特种飞机设计              |
| 600893 | 中航动力 | 中航航空发动机研究院 (606、608、624、649 所)                              | 航空发动机和燃气轮机设计研制              |
| 600038 | 中直股份 | 中航工业 602 所  | 直升机型号研制和技术预先研究              |
| 002190 | 成飞集成 | 中航工业 601、611、612、648 所                                      | 歼击机、空空导弹设计                  |
| 600372 | 中航电子 | 中航工业 607、613、615、618、631 所                                  | 航空电子系统研制                    |
| 002013 | 中航机电 | 中航工业 609、610 所  | 机载设备研制                      |
| 000738 | 中航控制 | 中航工业 614 所  | 发动机控制系统                     |
| 600862 | 南通科技 | 中航高科技发展有限公司 (301、303、304、621、623、625、626\627、633、634、637 所) | 航空气动、强度、材料、制造、标准、计量、测试和信息化等 |
| 600118 | 中国卫星 | 航天科技五院及下属 12 家研究所   | 卫星研制、载人飞船                   |
| 600343 | 航天动力 | 航天科技六院及下属 6 家研究所  | 火箭主动力系统、姿态动力系统及空间飞行器推进系统    |
| 600151 | 航天机电 | 航天科技八院及下属 11 家研究所   | 战术导弹、运载火箭、应用卫星、载人航天、深空探测    |
| 600879 | 航天电子 | 航天科技九院及下属 4 家研究所  | 微电子与计算机、惯性导航、遥测遥控           |
| 600855 | 航天长峰 | 航天科工二院及下属 10 家研究所   | 地(舰)空导弹、潜地战略导弹、陆基机动战略导弹     |
| 000901 | 航天科技 | 航天科工三院及下属 6 家研究所  | 飞航导弹、无人机                    |
| 600501 | 航天晨光 | 航天科工四院及下属 1 家研究所  | 对地导弹系统、专用车                  |
| 600184 | 光电股份 | 中国兵器 205 所  | 光电系统、光电基础器件、光学材料            |

|        |      |                            |  |
|--------|------|----------------------------|--|
| 601989 | 中国重工 | 中船重工下属 20 多家研究所            | 舰船设计、舰载武器、舰载分系统等                             |
| 600682 | 风机股份 | 中船重工 703、704、711、712、719 所 | 船用燃气动力、蒸汽动力、船舶辅机电设备、船用柴油机、舰船电力推进装置、船舶核动力装置研发 |
| 002544 | 杰赛科技 | 中国电科 7 所                   | 移动通信系统、通信网络规划、云计算应用、印制电路板、物联网技术研究            |
| 600562 | 国睿科技 | 中国电科 14 所                  | 雷达、通讯、信息系统、电子对抗等                             |
| 002368 | 太极股份 | 中国电科 15 所                  | 信息化顶层设计、软件研发、计算机产品研发、系统综合集成                  |
| 002268 | 卫士通  | 中国电科 30 所                  | 信息安全、保密通信、重大系统工程                             |
| 600850 | 华东电脑 | 中国电科 32 所                  | 基础软件、关键芯片、军用计算机系统、软件工程                       |
| 600990 | 四创电子 | 中国电科 38 所                  | 雷达综合电子信息系统工程                                 |
| 002415 | 海康威视 | 中国电科 52 所                  | 计算机信息存储技术                                    |

资料来源：互联网，东兴证券研究所。

近一年来军工资产重组步伐显著加快。2018 年 11 月，国睿科技通过发行股票及支付现金，获得国睿防务 100% 股权，国睿信维 95% 股权和国睿安泰信 59% 股份。该重组涉及的三家公司合规规模大，盈利优秀，预计三家公司未来三年业绩保持较快增长，2020 年净利润增速为 9.2%，2021 年将达到 18.6%。未来能拓展公司雷达产业链，扩展智能制造解决方案能力。

2018 年 11 月，洪都航空拟将部分零部件制造业务及资产与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换，差额以现金补足。本次置出的部分零部件制造业务是洪都航空的包袱，该项业务亏损较多，尤其是人工成本居高不下。由洪都集团承担这部分人工费用可大大减轻上市公司压力，降低经营成本，提高效益。置换完成后，预计洪都导弹业务的盈利能力远超飞机业务，将从根本上扭转上市公司亏损局面。

#### 四、民船市场持续低迷，国际巨头合并加剧市场竞争，两船合并有利于减少内部竞争。

3 月 14 日，中船集团党组书记、董事长雷凡培在中船集团总部会见了来访的中国重工党组书记、董事长胡问鸣一行，就共同服务国家战略，扩大合作范围、促进优势互补，携手推动我国船舶工业实现高质量发展达成广泛共识。预计两船合并将进入实施阶段。

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。2019 年 3 月 8 日，现代重工与韩国产业银行签署了收购大宇造船的正式协议。合并后，两家船厂总体手持订单量占全球总手持订单量的五分之一以上，市场份额高达 21.2%。

目前船市持续低迷，2019 年前两月新船订单同比下降 50% 以上，特别是 2 月全球新船订单量明显减少。在韩国船企获得 2 月 90% 订单的情况下，两船合并能够促进我国船企做大做强，有效减少国内船企间的恶性竞争，集中与国外船企竞争，所以两船有合并的必要性。

从充分性角度来看，船舶工业是不可分割的整体，中船集团优势在于民船研发设计与建造，中船重工承担了更多军船的设计建造任务，以及众多的科研院所和船用配套企业。两船合并可以从科研实力，产品制造方面互补短板，优化资源配置。两船合并后有利于整合国内船舶资源，分功能板块上市，加速军工资产证券化。

我国的船舶行业可大致可分为军船，民船，研究所和船用配套设备等几大部分。合并后可将功能相似企业装入一个上市平台，强化其功能和属性，例如军船业务企业可整合到北船的中国重工，辽宁舰和 002 号航母正是在北船下属公司改装和建造的。民船可以依托于中国船舶，中国动力则可以成为发动机等动力设备的上市平台。

减轻包袱，整合资源，改善公司质地，为合并创造条件。近期中船重工动作频频。3 月 19 日中国重工两家全资子公司——大船船务和大船钢业进入破产重组程序，这是继今年 1 月大船海工破产重整后，中国重工加速甩掉亏损资产，结合之前的债转股，上市公司质地进一步改善。3 月 20 日中国重工拟启动实施公司全资子公司大船重工与渤船重工的整合，后续渤船重工有望成为大船重工的全资子公司。

**军工资产证券化加速推进。**3 月 19 日，中船科技通过发行股份收购海鹰集团，注入大股东优质海洋电子资产。海鹰集团主要从事水声探测装备和各类电子设备的研制、生产和销售业务，是中船集团内唯一主营水声方面的企业，中船科技有望成为船用配套设备综合上市平台。**两船还有大量的未上市资产，在理顺关系以及科研院所改制完成后，提高军工资产证券化有助于我国海洋强国战略。**

**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、中国应急、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。**

## 投资建议：

我们认为，军工股配置的最佳时机在风险偏好上升时，同时前期涨幅较高的个股依旧在释放风险，而前期表现相对弱勢的军工股或还有补涨需求。

## 军工行业本身的比较优势：

**1. 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；

**2. 基本面角度来看，2019 年盈利增速有望加快。**包括中航沈飞、中航飞机、洪都航空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；

**3. 今年一系列改革政策或将落地。**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%；

**4. 军工持仓低配，估值相对自身处于低位。**截止至 2018 年四季度末，公募基金军工股持仓总市值占比仅为

1.54%，环比下降 0.45 个百分点，板块安全边际凸显。

投资策略上，我们认为，今年的军工板块投资重点要看基本面反转和价值重估的标的，要重视政策面回暖和军品定价机制改革措施的落地。2 月份以来，军品定价机制改革落地，央企人事变动频繁，部分央企新任领导有望带来企业的新面貌新格局，资本运作将十分频繁，方案可能有所创新，行业的边际改善十分明显，部分处于低谷期的型号产品将迎来转机。因此，在军工板块估值处于历史底部区间的时间窗口，我们就有理由围绕军工股的“成长股、科技股、重组股”三大属性挖掘价值，发现机会。

**国有军工标的中**，强烈推荐卫士通、洪都航空、中国卫星、中航沈飞、中航飞机、中直股份、中国海防、宝钛股份、中国长城、久之洋、湘电股份等个股，其核心是“基本面反转”+“价值重估”。也可配置军工 B、国防 B、军工 ETF 等。

**民参军方面**，建议重点关注和而泰（军用射频芯片，5G 毫米波频谱将发布）、光威复材（军机碳纤维）、景嘉微（军机显控芯片）、中海达（海军导航高精度定位和无人驾驶）、高德红外（反坦克导弹批产）等标的。

#### 风险提示：

改革政策落地不及预期，市场系统性风险，两船合并不及预期。

## 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。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，五年证券从业经验，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。