

国防军工行业深度研究报告

科创板军工相关公司估值专题

- **科创板上市标准多样化,对盈利和规模更具包容性。**科创板重点覆盖信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药六大高新科技领域,根据上交所发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》,企业登陆科创板只需满足五类上市标准中的一类即可,评判要素除净利润和营业收入外,还涉及研发投入、现金流、产品和市场空间,相较目前 A 股上市标准更为多样化,同时对创新性较好的公司放宽了上市的财务指标限制。第二类至第五类企业的上市标准,均没有提及对净利润的要求,表明科创板允许尚未盈利的企业上市。
- **估值方法的探讨:**企业估值前应先考虑企业所处的生命周期的阶段,并结合其商业模式、所在行业特征,以此作为基础选取合适的估值方式。
- **军工行业在资质要求、技术积累、客户粘性、回款周期等方面有一定的特殊性,而不管是 A 股军工企业还是拟上市科创板的军工企业,在这些方面又具有相似性。因此我们认为通过探讨 A 股军工企业的估值情况和估值方法,对科创板可比军工企业的估值判断有很大的参考意义。**
- **A 股军工行业整体 PE 较高,原因主要有:**
 - 1、军工企业受体制机制等制约,包括考核机制的不健全、激励机制的缺失以及军品定价机制不合理等,导致军工企业大多市场化程度不高,经营效率较低,盈利能力不强;
 - 2、部分军工企业或是因为平台地位明确,或是因为是大股东旗下唯一上市公司,因此存在一定程度的资产注入可能,所以其现有市盈率估值水平中不仅反映了上市公司自身的价值,也反映了对于潜在注入资产的预期,因此市盈率保持在较高的水平。
 - 3、船舶类军工企业通常既包含军船制造,也包括民船制造及海工业务,而且民船制造和海工业务在体量上远大于军船业务。而民船制造业及海工业务自 2008 年金融危机来长期处于周期的底部,盈利能力较差,因此 PE 估值相对较高。
- **根据军工企业的不同属性和特点,估值方法可以更加灵活。**
 - 1、对于受体制机制影响从而盈利能力较低的军工企业,未来随着改革推进有望不断改善,因此可以考虑选用 PS (市销率) 估值;
 - 2、对于有潜在资产注入预期的军工企业,可以考虑选用资产注入后的备考市盈率估值;
 - 3、对于船舶等具有周期性的重资产军工企业,可以考虑选用市净率估值法;
 - 4、对于其他未受到上述因素影响的军工企业,建议采用 PE 或者 PEG 估值法。
- **科创板军工企业可类比 A 股上市公司的估值。**考虑科创板的定位,对于科创板军工类上市公司来说,我们认为大多数可以采用备考估值以及 PE/PEG 的方法估值,而对于尚未盈利、处于初创期的军工企业来说,综合考虑其技术的先进性和壁垒,可参考生命周期中处于初创期企业的估值方法,采用 PS 或者 P/研发投入的方式来估值。
- **风险提示:**军品订单有一定的不确定性;体制机制改革对产业链相关公司会产生影响。

华创证券研究所

证券分析师: 卫喆

电话: 021-20572551

邮箱: weizhe@hcyjs.com

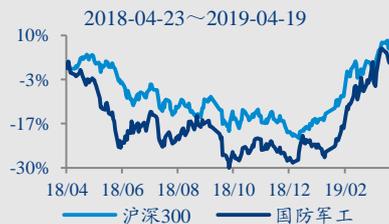
执业编号: S0360518120002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	53	1.47
总市值(亿元)	8,926.78	1.35
流通市值(亿元)	6,924.11	1.44

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	9.19	48.03	-4.65
相对表现	1.79	16.59	-14.21



相关研究报告

《军工行业周报 2019 年第 13 期: 两船复牌或将继续催化, 一季报有望验证基本面改善》

2019-04-07

《军工行业周报 2019 年第 14 期: 央企负责人考核更加注重效益和创新, 军工企业有望不断释放潜力》

2019-04-14

《军工行业周报 2019 年第 15 期: 混改或将加速, 关注国睿科技重大资产重组进程及海军节临近带来的催化》

2019-04-21

目 录

一、科创板上市标准多样化，对盈利和规模更具包容性.....	4
二、估值方法探讨.....	5
（一）从生命周期看企业估值方法的适用性.....	5
（二）从经营模式看企业估值方法的适用性.....	6
三、科创板军工行业估值探讨.....	7
（一）诸多因素导致 A 股军工行业整体 PE 较高.....	7
（二）根据军工企业的不同属性和特点，估值方法可以更加灵活.....	11
1、对于受体制机制影响从而盈利能力较低的军工企业，未来随着改革推进有望不断改善，可以用 PS（市销率）估值.....	11
2、对于有潜在资产注入预期的军工企业，可以选用资产注入后的备考市盈率估值。.....	14
3、对于船舶等具有周期性的重资产军工企业，可以选用市净率估值法。.....	15
4、对于其他未受到上述因素影响的军工企业，可采用 PE 或者 PEG 估值法。.....	16
（三）科创板军工企业可类比 A 股上市公司的估值.....	16

图表目录

图表 1	科创板重点推荐领域	4
图表 2	科创板上市标准	4
图表 3	估值方法	5
图表 4	企业生命周期、特性及适用的估值方法	6
图表 5	军工行业市盈率在所有行业中排名靠前	7
图表 6	2008 年至 2018 年底军工行业估值情况	7
图表 7	2014 年至 2018 年底军工板块估值情况	7
图表 8	2008 年至 2018 年底军工板块（剔除船舶）估值情况	8
图表 9	2014 年至 2018 年底军工板块（剔除船舶）估值情况	8
图表 10	2014 年至 2018 年底航空航天子板块估值情况	8
图表 11	2014 年至 2018 年底兵器兵装子板块估值情况	8
图表 12	军工行业整体市盈率与军工指数走势同步性强	8
图表 13	过去央企负责人业绩考核强调总量规模增加	9
图表 14	我国军品定价机制变迁	9
图表 15	美国军工企业和我国军工国企净利率对比（2018 年报）	10
图表 16	反应航运市场景气度的 BDI 指标处在历史低位	11
图表 17	中国船舶归母净利润持续处于低位甚至亏损（单位：亿）	11
图表 18	国企军工的考核机制的变化	12
图表 19	国有军工企业股权激励事件梳理	12
图表 20	不同定价方式下军工企业利润率测算，降本之后料将实现双赢	13
图表 21	主机厂未来十年有望实现收入和利润率提升的“双击”	13
图表 22	洛克希德马丁营业利润率	13
图表 23	雷神营业利润率	13
图表 24	通用动力营业利润率	14
图表 25	诺斯罗普格鲁曼营业利润率	14
图表 26	我国总装类军工公司与美国军工企业市销率差异较小	14
图表 27	2019 年部分军工上市公司估值及备考估值	15
图表 28	船舶类公司资产规模较大	15
图表 29	中国船舶市净率较稳定	16
图表 30	不同类型军工企业应适用不同估值方法	16

一、科创板上市标准多样化，对盈利和规模更具包容性

科创板重点覆盖高新科技领域。科创板由国家主席习近平于 2018 年 11 月 5 日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立，是独立于现有主板市场的新设板块，并在该板块内进行注册制试点。2019 年 3 月 4 日《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》发布，科创板企业上市重点推荐六大领域，包括信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药。

图表 1 科创板重点推荐领域

重点推荐领域	具体行业
新一代信息技术领域	半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、新兴软件、互联网、物联网和智能硬件等
高端装备领域	智能制造、航空航天、先进轨道交通、海洋工程装备及相关技术服务等
新材料领域	先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关技术服务等
新能源领域	先进核电、大型风电、高效光电光热、高效储能及相关技术服务等
节能环保领域	高效节能产品及设备、先进环保技术装备、先进环保产品、资源循环利用、新能源汽车整车、新能源汽车关键零部件、动力电池及相关技术服务等
生物医药领域	生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关技术服务等
符合科创板定位的其他领域	——

资料来源：上交所，华创证券

科创板上市标准多样化，更具包容性。上交所发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》，对拟上市科创板企业的财务指标做出了规定。从上市标准来看，企业登陆科创板只需满足五类上市标准中的一类即可，评判要素除净利润和营业收入外，还涉及研发投入、现金流、产品和市场空间，相较目前 A 股上市标准更为多样化，同时对创新性较好的公司放宽了上市的财务指标限制。第二类至第五类企业的上市标准，均没有提及对净利润的要求，表明科创板允许尚未盈利的企业上市。

图表 2 科创板上市标准

类别	预计市值	上市标准	要素
第一类	不低于人民币 10 亿元	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元；或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元	净利润、营业收入
第二类	不低于人民币 15 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%	营业收入、研发投入
第三类	不低于人民币 20 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元	营业收入、现金流
第四类	不低于人民币 30 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元	营业收入
第五类	不低于人民币 40 亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的	产品、市场空间

类别	预计市值	上市标准	要素
		企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	

资料来源：上交所，华创证券

二、估值方法探讨

科创板对上市企业的财务指标放宽了限制，允许尚未盈利的公司上市，这对估值方法提出了新要求，单纯使用目前主板普遍使用的市盈率估值难以满足科创板企业的估值要求。企业估值方法可分为绝对估值法和相对估值法两类，各种估值方法有其优缺点和适用对象，应对具体行业和公司进行具体分析，选取合适的估值方法。

图表 3 估值方法

类型	估值方法	优点	缺点	适用对象
相对估值法	市盈率 PE	计算简便；考虑了经营风险和未来收益预期、公司和行业的成长性	净利润受生命周期变化影响较大；盈利为负的企业无法使用	盈利稳定、受周期影响较小的行业
	市净率 PB	每股净资产一般为正，且更加稳定	无法准确衡量无形资产价值；不适用于净资产规模较小的企业；无法测算成长性	固定资产数量大且账面价值稳定；盈利状况不稳定的企业
	市销率 PS	营业收入不会为负；营业收入相对净利润和净资产精确度更高	不能反映企业创造价值的的能力；对于成本波动较大的企业预测性较差	尚未盈利但营业收入稳定、持续增长的企业；处在成长期、业务规模扩张的企业
	PEG	更好的考虑了企业的成长性	不能对净利润为负的企业估值；忽略了当前盈利能力	盈利能力较好且成长性较高的企业
	企业价值倍数 EV/EBITDA	排除了折旧摊销、税率政策和资本结构的影响	忽略企业成长性，不适用于固定资产变化较快的企业	资本密集型、折旧摊销费用占比较大的企业
绝对估值法	股利贴现模型 DDM	理论完善，数据完整的情况下较为准确	部分公司常年不发放股利或股利不稳定	股利发放稳定的企业
	现金流折现模型 DCF	避免了股利带来的问题	现金流和加权平均资本的估计存在误差	现金流稳定且预测性较强的企业

资料来源：上交所和证监会网站，华创证券

（一）从生命周期看企业估值方法的适用性

企业生命周期理论将企业大致分成起步、成长、成熟和衰退四个阶段，企业在生命周期的不同阶段表现出不同的特性，收入和利润、面临的生存问题、估值要素、数据问题都有较大差别，应选用不同的估值方法。

图表 4 企业生命周期、特性及适用的估值方法

阶段	收入利润假设	生存问题	估值要素	数据问题	典型估值方法
初创期	潜在市场 产品定价 预期利润率	公司能活下去吗？	潜在市场 利润率 资本投资 创始人价值	无经营史 无财务数据	P/研发投入 实物期权
年幼成长期	规模效应 竞争影响利润率	公司会被并购吗？	收入增幅 目标利润率	低收入 负利润 变化的利润率	PS P/研发投入 成本分析法 市场分析法 预期收益分析法 实物期权
成熟成长期	再投资政策 融资政策变化	——	投资回报率 再投资率 增长的时长	过往历史反应的是一家较小公司	PE PS PEG EV/EBITDA P/FCF DCF
成熟期	重组的可能性	——	当期利润 效率型增长 变化的资本成本	如果改变管理，数字也会改变	PE PB EV/EBITDA P/FCF DCF DDM NAV
衰退期	收入利润下滑速度	公司会被清偿、倒闭吗？	资产剥离 清偿 价值	衰减的收入 负利润	PE PB NAV DCF 重置成本法

资料来源：达莫达兰：《估值》，华创证券

（二）从经营模式看企业估值方法的适用性

除了考虑企业所处的生命周期阶段外，也应考虑其经营模式和行业发展规律的特征，以此选取估值方式。例如，重资产的高端制造业，由于下游需求相对稳定，难以出现收入和利润的爆发式增长，市盈率和市销率是合适的估值方式。但如果下游需求过于集中，而高端制造业的产品使用年限较长，由此造成收入和利润的周期性波动，此时市盈率和市销率便不再是合适的估值方式，应选用更为稳定的净资产作为基础，使用市净率的估值方式。而轻资产的科技和互联网企业，在早期跑马圈地的过程中，可能会出现增收不增利的情况，此时使用市盈率 PE 对其估值便会产生偏误，可采用 P/MAU、P/GMV 或 PS 等估值方式进行估值。

综合之前的论述，对企业估值前应先考虑企业所处的生命周期的阶段，并结合其商业模式、所在行业特征，以此作为基础选取合适的估值方式。

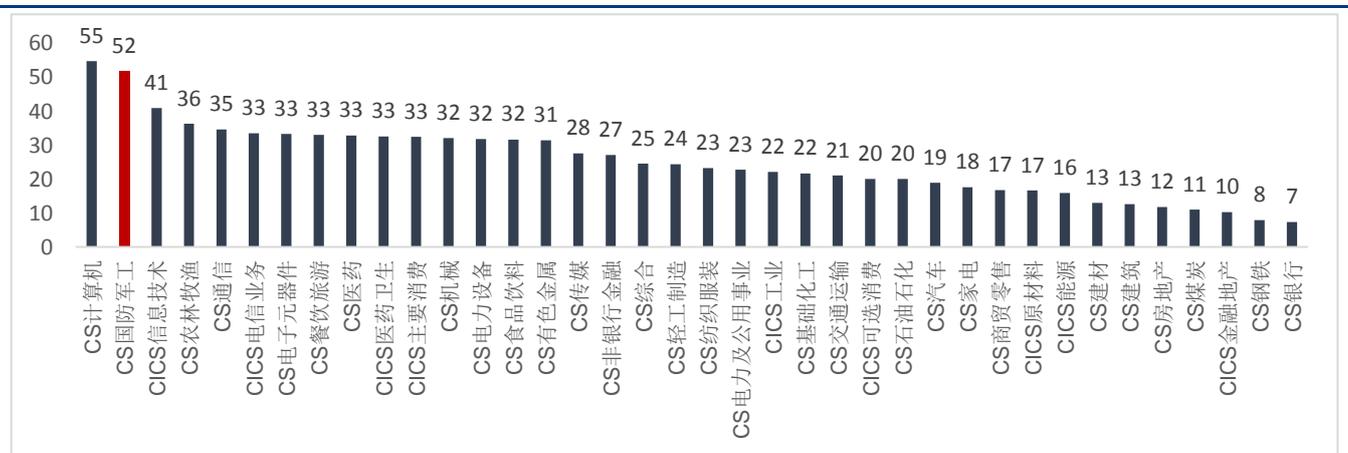
三、科创板军工行业估值探讨

军工行业在资质要求、技术积累、客户粘性、回款周期等方面有一定的特殊性，而不管是 A 股军工企业还是拟上市科创板的军工企业，在这些方面又具有相似性。因此我们认为通过探讨 A 股军工企业的估值情况和估值方法，对未来科创板可比军工企业的估值判断有很大的参考意义。

(一) 诸多因素导致 A 股军工行业整体 PE 较高

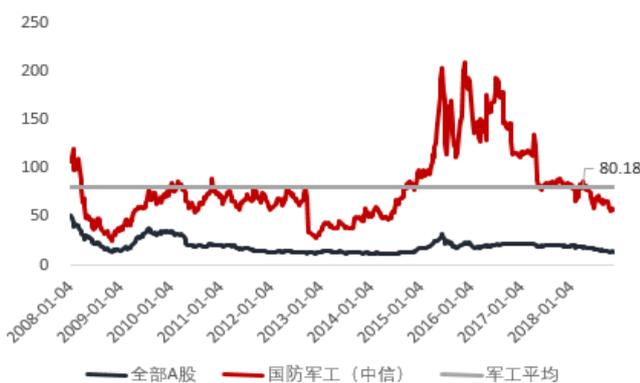
A 股军工行业整体 PE（市盈率）估值仍然较高：虽然经过了三年多的调整，但是军工板块整体的市盈率仍然较高，截至 2019 年 4 月 16 日军工行业市盈率（整体法，TTM）52 倍，在中信所有行业里排名第二，中证军工 2019 年 4 月 16 日市盈率（TTM）为 73 倍。

图表 5 军工行业市盈率在所有行业中排名靠前



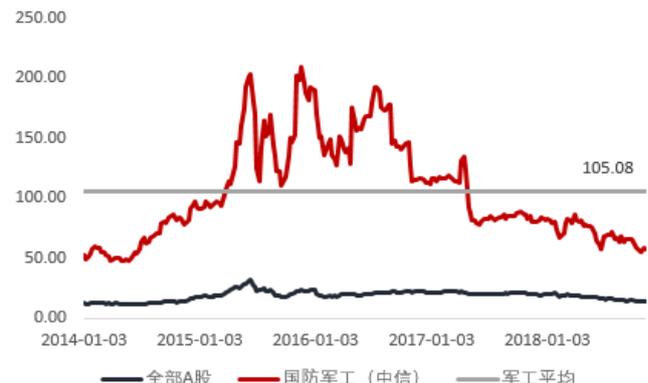
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 2008 年至 2018 年底军工行业估值情况



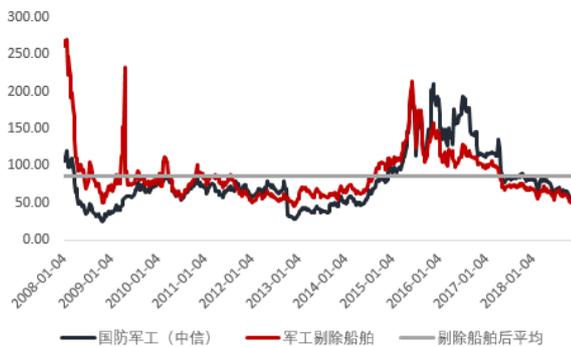
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 2014 年至 2018 年底军工板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 2008 年至 2018 年底军工板块（剔除船舶）估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 9 2014 年至 2018 年底军工板块（剔除船舶）估值情况



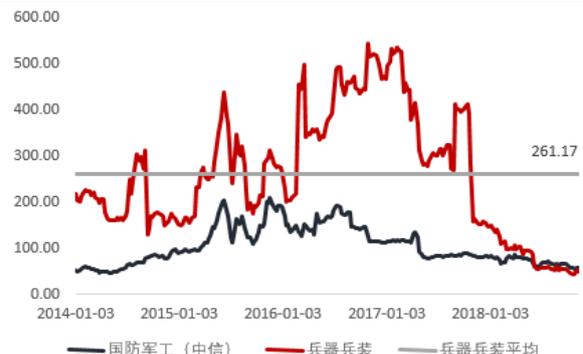
资料来源: wind, 华创证券

图表 10 2014 年至 2018 年底航空航天子板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 11 2014 年至 2018 年底兵器兵装子板块估值情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 12 军工行业整体市盈率与军工指数走势同步性强



资料来源: wind, 华创证券

我们认为导致我国军工行业市盈率较高的原因有以下几个方面：

1、体制机制问题导致军工企业市场化程度不高，经营效率较低，盈利能力不强

军工企业整体市盈率偏高的一个主要原因是普遍盈利能力不强，净利润水平较低，而我们认为导致这一结果的主要因素是我们国家军工领域的体制机制问题。军工作为一个特殊行业，曾经长期处于计划经济体制下，虽然目前大多数军工企业已经实现了公司制改革，但是包括**考核机制的不健全、激励机制的缺失以及军品定价机制不合理**等原因，军工企业的市场化程度普遍不高，经营效率较低，盈利能力不强。

考核机制不健全：原有的考核机制更加强调总量规模的增加，军工企业为了做大做强，大力推进民品领域的拓展，一方面这些民品业务大多数跟军工业在技术协同、产业协同上并没有太大的相关性，另一方面民品业务跟军工业业务有很大的不同，市场化程度更高，竞争更加激励充分，拓展的效果大多数并不理想，还在一定程度上占用了资源，影响了军工业的发展。

图表 13 过去央企负责人业绩考核强调总量规模增加

章节	条目	具体内容
第一章	第五条	企业负责人经营业绩考核工作应当遵循以下原则：按照国有资产保值增值、企业价值最大化和可持续发展的要求，依法考核企业负责人经营业绩。
第二章	第八条	年度经营业绩考核指标包括基本指标与分类指标： （一）基本指标包括利润总额和经济增加值。 1.利润总额是指经核定的企业合并报表利润总额。利润总额的计算，可以考虑经核准的因企业处理历史遗留问题等而对当期经营业绩产生重大影响的因素，并扣除通过变卖企业优质资产等取得的非经常性收益。 2.经济增加值是指经核定的企业税后净营业利润减去资本成本后的余额

资料来源：国资委《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法（2012年办法）》，华创证券

激励机制的缺失：激励机制的有无和优劣，关系到公司人员的工作积极性和工作态度，进而对公司的经营和业绩产生重大的影响。而我国军工企业特别是国有军工企业在很长一段时间内激励机制缺失，导致其整体成本意识淡薄，经营效率低下，盈利水平较差。

军品定价机制不合理：对于单一来源采购的军品，我国当前的军品定价机制主要还是采用始于1978年的成本加成定价模式，即“军品价格=定价成本+定价成本*5%”来给军品定价，该定价模式至今已经延用了四十余年，从这个定价公式可以看出，该定价模式一方面限制了军工企业的盈利能力上限，另一方面意味着成本越高，绝对利润越高，从而导致军工企业没有成本管控意识，经营效率不佳，进而影响盈利能力。

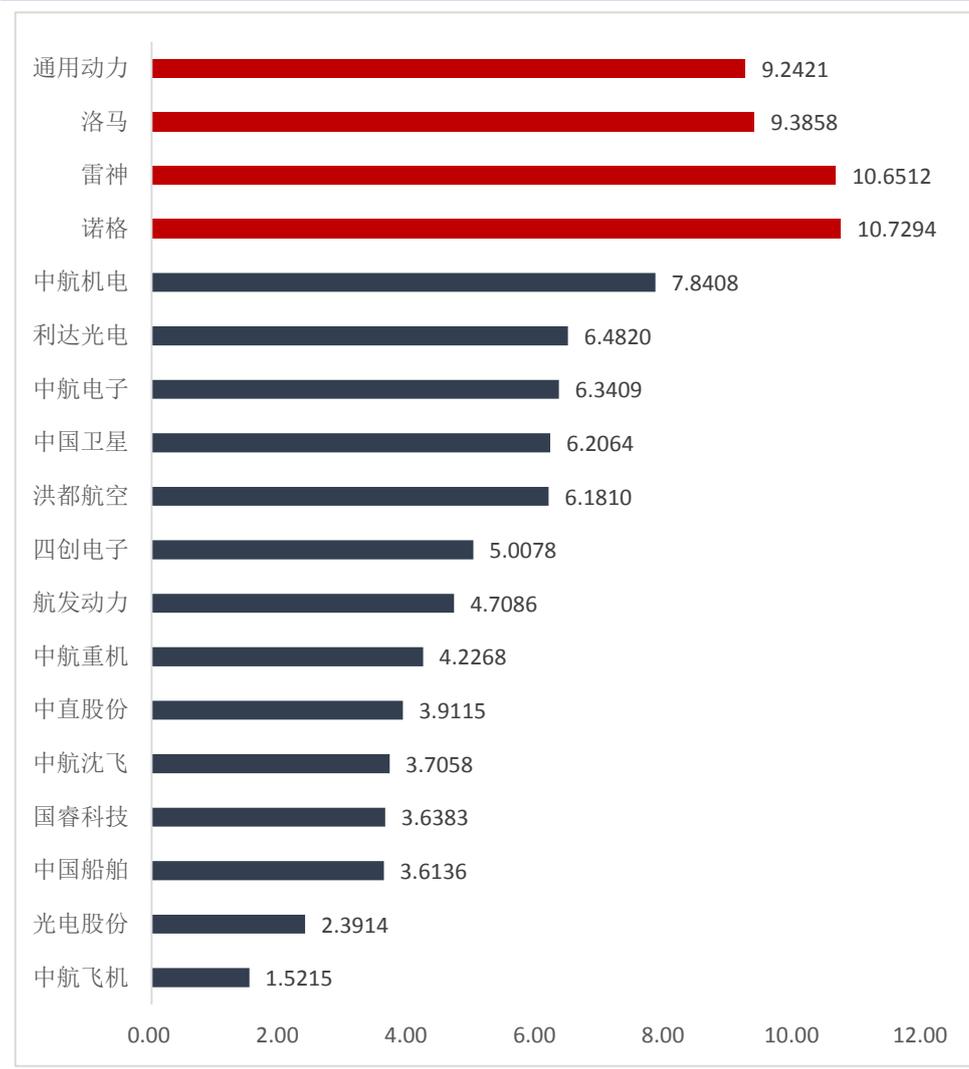
图表 14 我国军品定价机制变迁

时间	定价机制	具体内容
1949-1953	无偿划拨供给	不计算成本、价格、企业盈亏，武器装备无偿给军队试用
1953-1956	实报实销	价格=实际成本×（1+5%）
1956-1978	成本加成	价格=计划成本×（1+5%）
1978-2013	混合合同多种定价方式	价格=定价成本×（1+5%）；竞标定价；询价定价
2013-至今	推行装备购置目标价格管理	价格=定价成本+目标价格×5%+激励利润；竞标定价；询价定价

资料来源：祁国义：《我国军品定价体制改革研究》，华创证券

受到以上诸多因素制约，相比欧美，我国军工企业的盈利能力普遍较低，以已经披露的2018年年报数据为例，美国主要的军工企业洛克希德马丁、雷神、诺斯罗普格鲁曼、通用动力的净利率均在9%-10%左右。而对比我国军工企业，总装类企业如中航沈飞、中直股份、中航飞机、洪都航空等大多数在5%以下，分系统提供商四创电子、国睿科技、中航电子和基础配套公司利达光电、光电股份等也大多数在8%以下。

图表 15 美国军工企业和我国军工国企净利率对比（2018 年报）



资料来源: wind, 华创证券

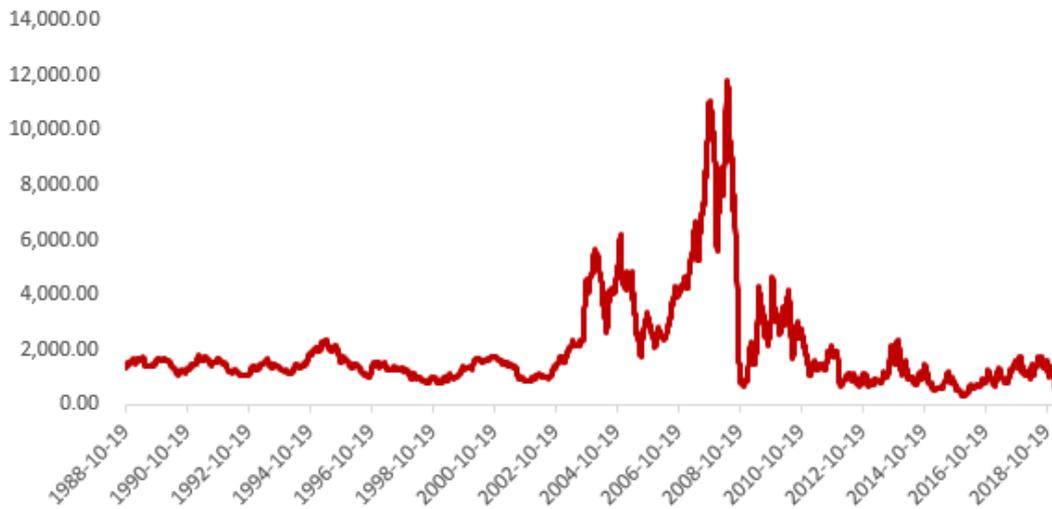
2、存在潜在资产注入预期

部分军工企业或是因为平台地位明确，或是因为是大股东旗下唯一上市公司，因此存在一定程度的资产注入预期。军工资产的注入对上市公司影响明显，一方面二级市场的估值差异会给二级市场带来投资机会，另一方面军工资产注入上市公司提高了资产证券化率，特别是优质资产的注入将改善军工上市企业的质地，从而能够更充分的享受军工行业增长带来的红利，提升市场对公司的关注度。所以部分有潜在资产注入预期的军工企业其现有市盈率估值水平中不仅反映了上市公司自身的价值，也反映了对于潜在注入资产的预期，所以其市盈率保持在较高的水平。

3、船舶类军工企业因为民船行业处于周期底部，利润较低甚至处于亏损状态

船舶类军工企业通常既包含军船制造，也包括民船制造及海工业务，而且民船制造和海工业务在体量上远大于军船业务。民船制造业与下游航运市场密切相关，当下游航运市场景气度较高时，会带动上游造船企业进入繁荣发展期；而当下游航运市场低迷时，上游造船企业的经营也会进入低谷，整体呈现明显的周期性。自 2008 年金融危机来，航运市场景气度一直较低，波罗的海干散货指数（Baltic Dry Index, BDI）长期处在历史地位，使得船舶制造业也长期处于周期的底部。以中国船舶为例，其 2012 年以来归母净利润持续处于低位，2016-2017 年甚至出现巨大亏损的情况。因此船舶类相关企业处于周期底部，盈利能力较差，PE 估值相对较高。

图表 16 反应航运市场景气度的 BDI 指标处在历史低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 中国船舶归母净利润持续处于低位甚至亏损 (单位: 亿)



资料来源: wind, 华创证券

(二) 根据军工企业的不同属性和特点, 估值方法可以更加灵活

鉴于以上导致军工 PE 估值过高的各种因素, 我们认为对于军工企业来说, 根据其不同的属性和特点, 可以采用更加灵活的估值方式。

1、对于受体制机制影响从而盈利能力较低的军工企业, 未来随着改革推进有望不断改善, 可以用 PS (市销率) 估值

随着当前我国改革的不断深入, 军工作为改革重点领域之一, 各种改革也在持续不断的落地。我们认为当前制约军工企业盈利的考核机制、激励机制以及军品定价机制等因素有望随着改革的推进而得到改善。

考核机制有望更加注重效益： 国企军工的考核机制正在发生变化，近日国务院国资委发布了《中央企业负责人经营业绩考核办法》，更加突出高质量发展的考核引导，在发展方式上，由规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长；在发展动力上，由投资、劳动等要素驱动转向创新驱动；在发展结构上，从增量扩张为主转向调整存量、做优增量并举。对商业类企业，更加突出效益效率指标考核，将净利润替换利润总额，保留经济增加值作为年度考核基本指标；将全员劳动生产率替换总资产周转率，保留国有资本保值增值率作为任期考核基本指标。

图表 18 国企军工的考核机制的变化

方向	原考核机制	现考核机制
发展方式	规模速度型粗放增长	质量效率型集约增长
发展动力	投资、劳动等要素驱动	创新驱动
发展结构	增量扩张为主	调整存量、做优增量并举
商业类企业	利润总额、总资产周转率	净利润、全员劳动生产率；保留经济增加值作为年度考核基本指标；保留国有资本保值增值率作为任期考核基本指标

资料来源：国资委《中央企业负责人经营业绩考核办法》、华创证券

激励机制不断推出： 根据国务院国资委最新发布的《中央企业负责人经营业绩考核办法》，将进一步加大正向激励力度，强化“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”，完善考核奖励和任期精神激励等措施，鼓励探索创新，激发和保护企业家精神。从上市公司层面，以中航机电、中航电测、中航光电、中航沈飞等为代表的军工上市公司推出了员工持股或者股权激励，我们认为这一趋势有望延续并且加强，未来预计将会有越来越多的军工企业推出类似的激励措施，并且在广度和深度上会继续扩大。通过股权激励、员工持股等方式使企业的管理者和关键技术人员成为企业的股东，使个人利益与公司利益趋于一致，可以分享企业成长所带来的收益，增强员工的归属感和认同感，激发员工的工作潜力和积极性创造性，进而提高公司的经营水平和盈利能力。

图表 19 国有军工企业股权激励事件梳理

代码	简称	时间	事件类型
600760	中航沈飞	2018-11-03	股权激励
000561	烽火电子	2017-09-20	股权激励
600482	中国动力	2017-03-11	股权激励
600760	中航沈飞	2018-05-16	股权激励
300114	中航电测	2018-01-31	股权激励
002179	中航光电	2017-01-19	股权激励
600271	航天信息	2016-12-27	股权激励
002013	中航机电	2016-03-21	员工持股
600482	中国动力	2014-08-27	股权激励

资料来源：wind，华创证券

定价机制四十年大变革： 新的定价机制从 2013 年政策推出，到现在逐步进入落地实施阶段，是军品定价机制四十年以来的重大变革，对军工行业的影响深远意义重大。未来对于单一来源采购的军品，定价将逐渐由“成本加成法”向“目标价格法”转变，根据 2013 年 9 月发布的《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南》，新的“目标价格法”的军品定价方式，即“军品价格=定价成本+目标成本*5%+激励利润”，其中激励利润为定价成本与目标成本的差额按一定的比例计算，差额的剩余部分由军方获得，即如果能够降低实际成本，一方面军工企业将会获得额外的激励利润，另一方面军品价格即军方的采购成本也有一定程度的降低，从而实现双赢的局面。

图表 20 不同定价方式下军工企业利润率测算，降本之后料将实现双赢

(亿元)	定价成本	目标成本	激励利润	军品价格	净利润	利润率	备注
成本加成法	1	1	--	1.05	0.05	4.76%	原有定价模式
目标价格法	1	1	0	1.05	0.05	4.76%	改革后的定价模式，成本未降，利润率不变
目标价格法	0.95	1	0.035	1.035	0.085	8.21%	改革后的定价模式，成本下降，利润率大幅上升

资料来源：华创证券测算（注：按激励利润=70%*（目标成本-定价成本）测算）

整体来看，我们认为包括考核机制、激励机制和军品定价机制的改革将加速推进，未来军工企业有望逐渐树立成本意识，提高运营效率，不断提高市场化程度，盈利能力预计将不断提高。对比美国军工企业，自从上世纪八十年代末美国逐步开始推进包括定价机制等多项改革以来，至九十年代相关法案陆续颁布，洛马、雷神为代表的军工企业盈利能力持续改善，营业利润率逐步提升。

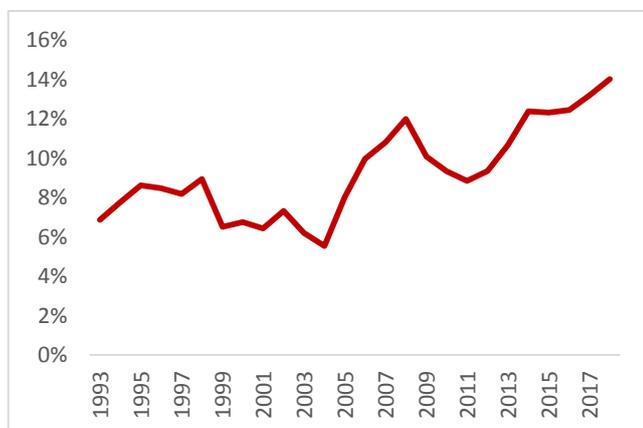
因此对于该类受制于体制机制当前盈利能力较低而在未来预计将逐步改善的军工企业来说，我们认为可以选用 PS（市销率）作为估值，对比美国和中国军工下游总装类企业的市销率，可以看到有一定的可比性，并未存在较大差异，市销率的变化范围整体也较为稳定。

图表 21 主机厂未来十年有望实现收入和利润率提升的“双击”

十年收入复合增长率	净利润率提升倍数	十年净利润复合增长
10%	2	17.9%
10%	2.5	20.5%
10%	3	22.8%
15%	2	23.3%
15%	2.5	26%
15%	3	28.4%

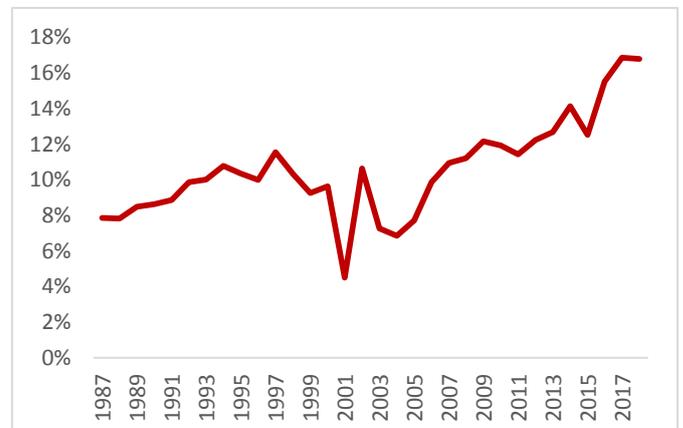
资料来源：华创证券测算

图表 22 洛克希德马丁营业利润率



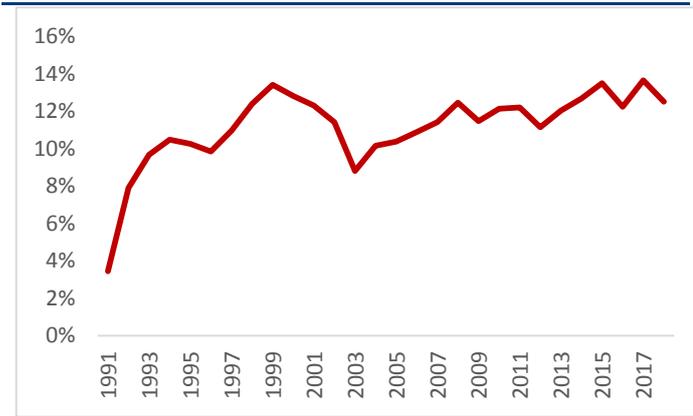
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 23 雷神营业利润率



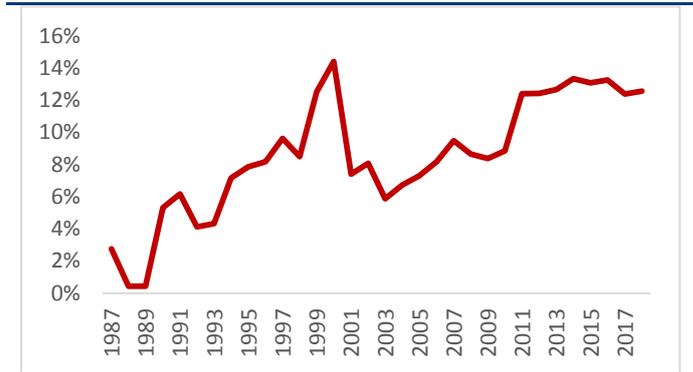
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 24 通用动力营业利润率



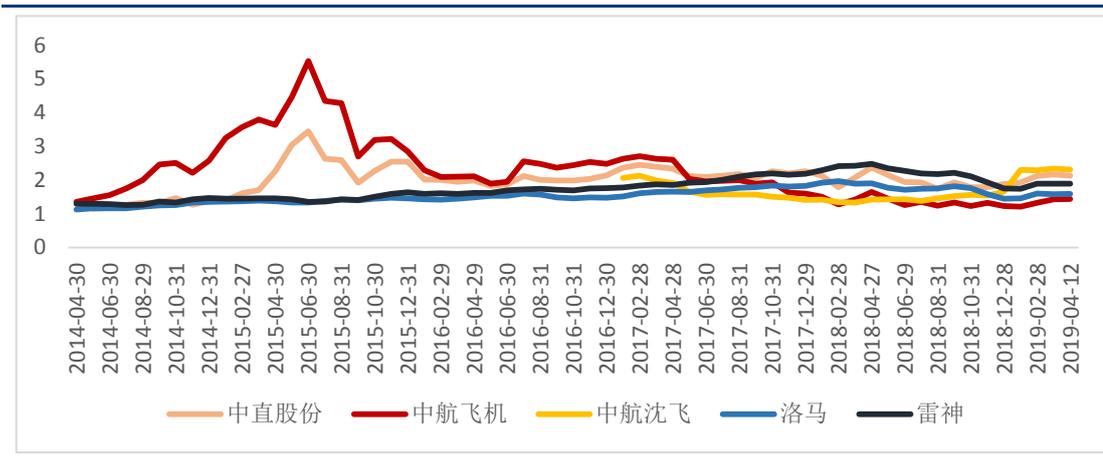
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 25 诺斯罗普格鲁曼营业利润率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 26 我国总装类军工公司与美国军工企业市销率差异较小



资料来源: wind, 华创证券

2、对于有潜在资产注入预期的军工企业，可以选用资产注入后的备考市盈率估值。

军工资产证券化是军工领域改革的重要手段，可以拓宽军工企业融资渠道，减轻政府的财政负担、解决制约军工产业发展的资金瓶颈，同时军工资产证券化也是混改的主要手段，有助于实现打破军工封闭体制，提升军工资产效率，改善军工企业的治理结构。从当前时点来看，我们认为军工资产证券化仍将大有可为，首先从趋势上，随着沈飞集团以及江南造船集团的整体注入以及科研院所改制的不断推动，推进的趋势十分明确；其次从空间来看，十大军工集团的整体资产证券化率还较低，未来尚有较大空间；最后从推进节奏来看，随着改革的深化和十三五关键节点的临近，实施落地速度有望加快。

因此对于平台地位明确、有潜在资产注入预期的上市公司，可以先确定其潜在注入资产的体量，参考历史军工企业资产注入的方式对其进行注入后的测算，从而得到备考业绩和备考市盈率。

图表 27 2019 年部分军工上市公司估值及备考估值

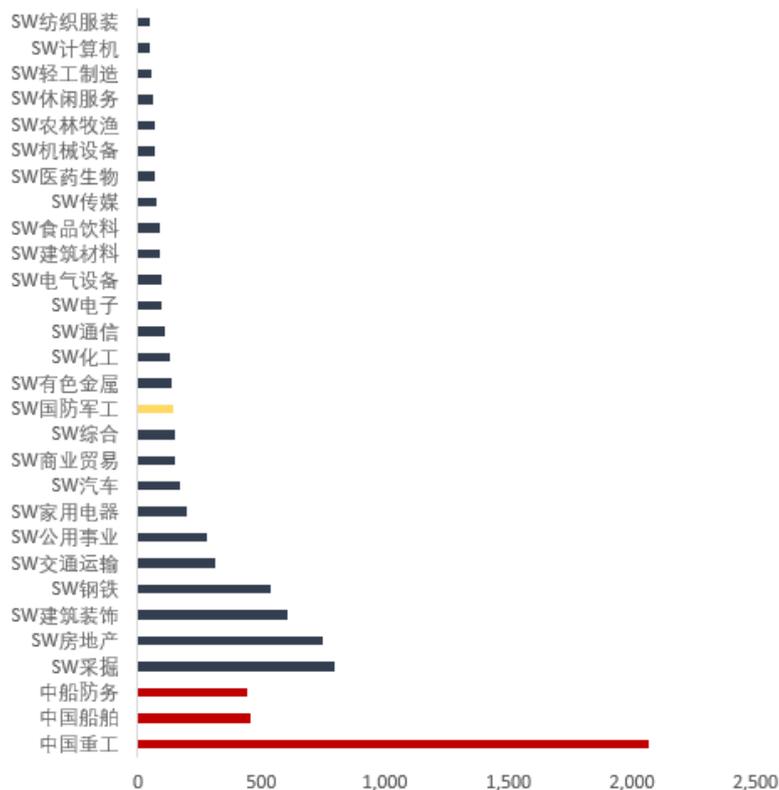
上市公司	2019E 归母净利 (亿)	PE (2019E)	备考 PE
中航电子	5.94	50	23
中航机电	9.92	29	24
四创电子	2.77	33	19
国睿科技	3.29	34	19
杰赛科技	2.46	37	19
航天电子	6.11	32	25
航天机电	1.05	90	19

资料来源：华创证券（注：2019E 归母净利为 wind 一致预期，假设按 11 倍 PE 注入资产，募集 25% 配套资金，发行股份价格为当前股价 90%）

3、对于船舶等具有周期性的重资产军工企业，可以选用市净率估值法。

对于船舶制造类军工企业，除了具有明显的周期性特点以外，还是一个典型的重资产行业，大多数船舶类制造企业资产规模较大，以中国重工、中船防务、中国船舶三家代表性船舶企业为例，2018 三季度末其资产规模分别在 2000 亿、500 亿、500 亿左右，远高于军工行业平均水平，也高于大部分重资产行业平均水平，同时总资产中约 30%-40% 为价值稳定的固定资产和在建工程等非流动资产。对于此类军工企业，我们认为可以采用 PB（市净率）的估值方式进行估值。以中国船舶为例，近三年来其市净率一直稳定在 1.00-2.50 间，即使在 2016-2017 年出现亏损的情况下，中国船舶的市净率也未发生大幅波动。

图表 28 船舶类公司资产规模较大



资料来源：wind，华创证券

图表 29 中国船舶市净率较稳定



资料来源: wind, 华创证券

4、对于其他未受到上述因素影响的军工企业，可采用 PE 或者 PEG 估值法。

对于其他军工企业，从行业层面来看，在我国国防建设大发展、国防预算长期稳定增长的背景下，行业整体收入和利润预计保持稳定增长。从公司层面来看，因为军品的特殊性，对技术、质量、资质、保密等要求较高，有一定的壁垒，但是如果一旦进入，下游客户轻易不会更换供应商，具有较高的客户粘性，下游需求和自身发展预计也将持续稳定增长。因此我们认为用 PE 或者 PEG 估值较为合理。

图表 30 不同类型军工企业应适用不同估值方法

序号	军工企业类型	代表性公司	适用的估值方法
1	受体制机制影响，利润率水平较低的军工企业	中直股份 中航沈飞 中航飞机 内蒙一机 航发动力	PS
2	有资产注入预期的军工企业	国睿科技 四创电子 杰赛科技 中航机电 中航电子	备考 PE
3	船舶等具有周期性的重资产企业	中国重工 中国船舶	PB
4	其他未受到上述因素影响的军工企业	——	PE、PEG

资料来源: 华创证券

(三) 科创板军工企业可类比 A 股上市公司的估值

考虑科创板的定位，对于科创板军工类上市公司来说，我们认为大多数将属于上述第 2 和第 4 种情况，相应的可以采用备考估值以及 PE/PEG 的方法估值，而对于尚未盈利、处于初创期的军工企业来说，综合考虑其技术的先进性和壁垒，可参考生命周期中处于初创期企业的估值方法，采用 PS 或者 P/研发投入的方式来估值。

军工组团队介绍

首席分析师：卫喆

中科院硕士，四年航空发动机产业经验，四年军工行业研究积淀，先后任职于中国航发商发、中泰证券、招商证券，2016年、2017年新财富军工行业第五名、第三名核心成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500