

改革+成长并举，军工行业迎发展良机

——4月行业动态报告

军工行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大。我国军费将保持稳定增长，与GDP占比有望进一步提升。随着军改影响逐渐消除，2018年全军装备采购次数激增，行业需求明显回暖。2019年进入“十三五”规划末期，军费预算执行力度有望加大，行业高景气度将持续。

2、军工行业有望形成以军民融合为主体结构的装备市场。我国军工行业正处于以军工集团为主体、社会科研生产力量配套协作的产业格局。随着军民融合高潮迭起，未来有望营造以军民融合为主体的装备市场，在配套层面上形成完全竞争的格局，充分激发军工市场活力。

3、中美企业盈利能力差异较大，总装厂有望受益于军品定价改革。上个世纪90年代，美国军工行业掀起了企业兼并浪潮，最终只剩余5家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商。与美国5家军工巨头相比，中国主机厂的盈利能力差距较大，随着军品定价改革逐步落地，主机厂有望受益，盈利能力提升可期。

4、南船启动重组，资产证券化预期再提升。军工板块经过三年调整，股价均处于低位，集团资本运作主动性趋强。南船3月份启动重组，打造专业化资产平台，强化了市场对于两船合并的预期。未来两年，院所改制试点工作有望逐步完成，资产注入预期或大幅提升，同时混合所有制改革大幕开启，市场活力持续涌现。预计未来两年，军工集团有望进入企业类资产和院所改制注入并行的资产证券化2.0时代。

5、军工板块进入估值修复区间，真成长个股受青睐。截至4月25日，军工板块估值水平约47x，仍处于底部向上修复区间。2018年至今，有数十家军工上市公司出台了增持、回购等强有力举措，彰显公司管理层对未来发展的信心。2019Q1基金持仓占比进一步回落，但持仓集中度降低已得到验证，真成长个股逐步受到机构青睐。

● 投资建议

2019年作为完成军队改革阶段性目标承前启后的关键一年，成长和改革仍将是行业主要投资逻辑。首先，军费的持续增长以及军工订单的补偿性增长带来的业绩增厚将是军工行业成长的重要支撑；其次，资产证券化提速预期也将贯穿全年，风险偏好修复的同时将助力行业估值水平的提升，基金军工持仓也有望逐步走高，建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股，个股推荐航天发展(000547.SZ)等。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	证券代码	证券简称	月涨幅(%)
000547.SZ	航天发展	-1.37	600038.SH	中直股份	-8.58
002214.SZ	大立科技	1.18	600150.SH	中国船舶	23.89
002413.SZ	雷科防务	-7.59	600482.SH	中国动力	-7.90
002544.SZ	杰赛科技	-5.81	600990.SH	四创电子	-1.31
300034.SZ	钢研高纳	-5.04			

● 风险提示：军工改革力度不及预期和军工订单不及预期的风险。

分析师

李良

☎: 010-6656 8330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

联系人:

温肇东

☎: 010-6656 8330

✉: wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn

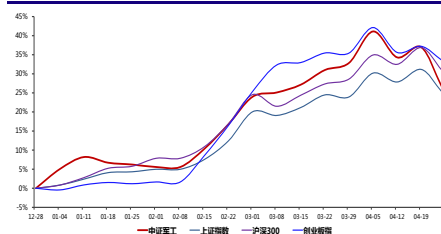
周义

☎: 010-6656 8330

✉: zhouyi_yj@chinastock.com.cn

行业数据

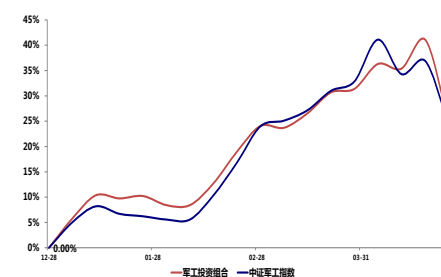
2019.04.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.04.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度回升	3
(一) 军工行业是国民经济发展的重要引擎	3
(二) 我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升	3
(三) 军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快	4
1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除	4
2. “十三五”规划末期，军费预算执行力度将明显加大	4
3. 全军装备采购次数激增，行业需求明显增强	5
(四) 2019 年军工基本面有望持续向好，将进一步确认业绩反转趋势	5
1. 军工三张表：2019Q1 军工行业基本面将持续改善	5
2. 杜邦分析：三大影响因子均有明显改善，印证行业基本面反转逻辑	8
二、军工行业处于成长期，军工改革预期升温，红利释放助力行业发展	8
(一) 军工行业正处于成长期，未来有望形成以军民融合为主体结构的装备市场	8
1. 经历两次大规模改革重组，形成以十二大军工集团为主导的军工产业体系	8
2. “小核心、大协作、寓军于民”的军工产业格局正在逐渐形成	9
3. 以军民融合为主体结构的装备市场是未来深化改革的重点	10
4. 沐政策暖风，军民融合高潮迭起	11
(二) 中美军工企业盈利能力差异大，总装厂有望受益于军品定价改革	13
1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革	13
2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大	14
3. 政策改进利好军工总装厂	15
(三) 南船启动重组，资产证券化预期再提升	16
1. 军工集团资产证券化持续稳步推进	16
2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代	17
3. 混改大幕开启，市场活力涌现	18
三、行业面临的问题及建议	20
(一) 现存问题	20
1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间	20
2. 我国军工装备市场竞争不充分，垄断特征明显	20
3. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位	20
4. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力	20
(二) 建议及对策	20
1. 适当提高实际用于装备采购的费用	20
2. 持续推进军民融合战略，构建军民结合、寓军于民的装备市场结构	21
3. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场	21
4. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐	21

四、军工行业在资本市场中的发展情况	21
(一) 当前共 146 家军工上市公司，占比 A 股总市值约 3%.....	21
(二) 军工板块估值水平进入历史底部区域，行业高估值具有合理性.....	22
1. 军工板块估值水平进入历史底部区域.....	22
2. 军工行业高估值具有合理性.....	23
(三) 基金持仓马太效应现扭转态势，军工持仓占比回升可期.....	23
1. 基金 2019Q1 军工持仓占比进一步回落.....	23
2. 基金军工持仓分化延续，真成长个股受青睐.....	24
3. 军工板块低配格局延续.....	26
(四) 产业资本现增持/回购潮，估值底信心大幅提升.....	26
五、投资策略及组合表现	28
(一) 南船资本运作启动，看好军工改革重组等领域投资机会.....	28
1. 看好以南船为代表的军工重组投资机会.....	28
2. 航空装备有望进入量价齐升的重要阶段，增长确定性较强.....	29
3. 受益于国防信息化建设，信息化领域的投资高峰即将来临.....	29
(二) 投资策略：龙头白马为基，积极布局真成长.....	29
(三) 推荐标的组合表现.....	30
六、风险提示	30
附录：国内外行业及公司估值情况	31
(一) 国内军工行业估值及对比.....	31
(二) 国际军工行业估值及对比.....	31
(三) 国内与国际重点公司估值及对比.....	33

一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度回升

(一) 军工行业是国民经济发展的重要引擎

各国间激烈的军事竞争促使军工行业往往聚集最先进的科学技术。为了战争的胜利和夺取军事优势,各国之间的军事竞争具有强烈的对抗性,最先进的技术往往首先应用于军事领域。这使得军工行业成为各国优质智力资源的集聚区,呈现知识密集性和资本密集性的特点。上个世纪 70 年代的冷战时期,受世界政局动荡的影响,各大军事强国开展激烈的军备竞赛。据统计,美国在此阶段曾将约 1/2 的财政预算和全国 2/3 的科研人员投入到国防工业建设中,苏联更是有过之而无不及,美苏之间的大国之争一时间更是进入白热化状态。

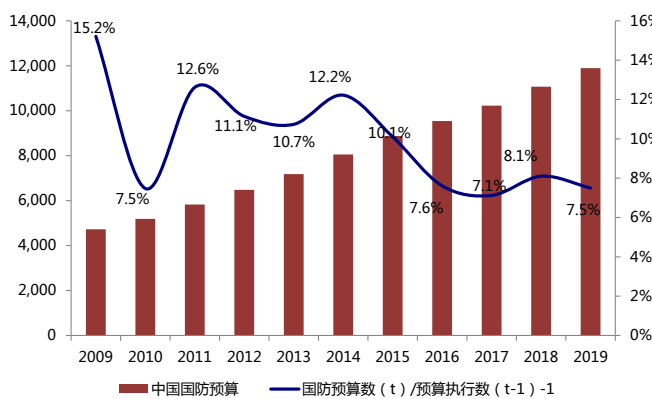
军工行业维护国家安全,也是国民经济发展的重要引擎。21 世纪军工行业所面临的两大重要任务是满足军事需求和服务于国家经济建设。先进的国防科学技术,不仅保障国家主权和领土完整,同时军用转民用还能最大程度地拉动国民经济,成为经济发展及产业结构升级的重要引擎。时下许多与国民生活密不可分的高科技皆源自于国防科学技术,例如卫星导航、电子计算机、通信技术等。仅卫星导航产业,就为我国国民经济带来了巨大的经济效益。《2018 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》显示,2017 年,我国卫星导航与位置服务产业的总体产值达到 2550 亿元,另据《国家卫星导航产业中长期发展规划》提出的目标,到 2020 年,中国卫星导航产业的总产值将超过 4000 亿元。

军民融合是促进军工行业先进技术资源向民用经济部门技术外溢的重要渠道。军民融合可以有效打破和消除军民两大体系之间的壁垒,排除国防建设与国民经济相互隔离所造成的制度性障碍,为军工行业先进技术资源向民用经济部门技术外溢提供重要渠道,把国防和军队建设根植于国家经济社会发展体系之中。各国的军民融合发展经验清楚地显示,军民融合程度越高,军工行业对国民经济的拉动效应就越好,国家的产业竞争力也就越强。

(二) 我国军费持续稳定增长,军费 GDP 占比有望进一步提升

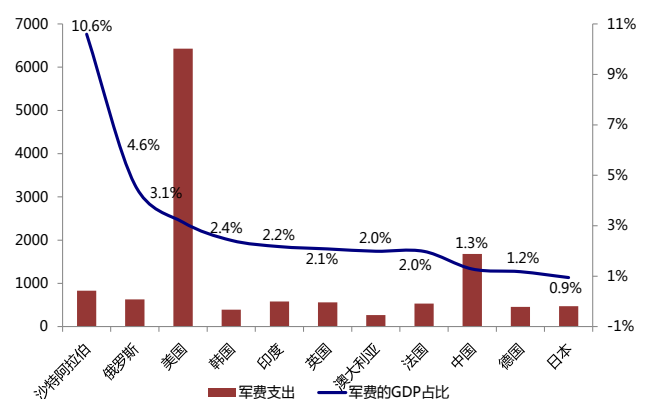
2019 年中国国防军费预算约为 1.19 万亿元,同比增长 7.5%。从绝对额来看,中国军费规模已位居世界第二位,但仍不足美国军费支出的 1/4,且 GDP 占比仅为 1.3%左右,远低于美国 3.1%和俄罗斯的 3.3%。我们认为,未来“三步走”战略的顺利实施,尤其是装备的大规模升级和列装均离不开国防支出的大力支撑。长期来看,在宏观经济下行压力较大、GDP 增速下滑的背景下,军费支出的 GDP 占比或将缓慢抬升,军费的稳步增长可期。

图 1 中国历年国防预算情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况



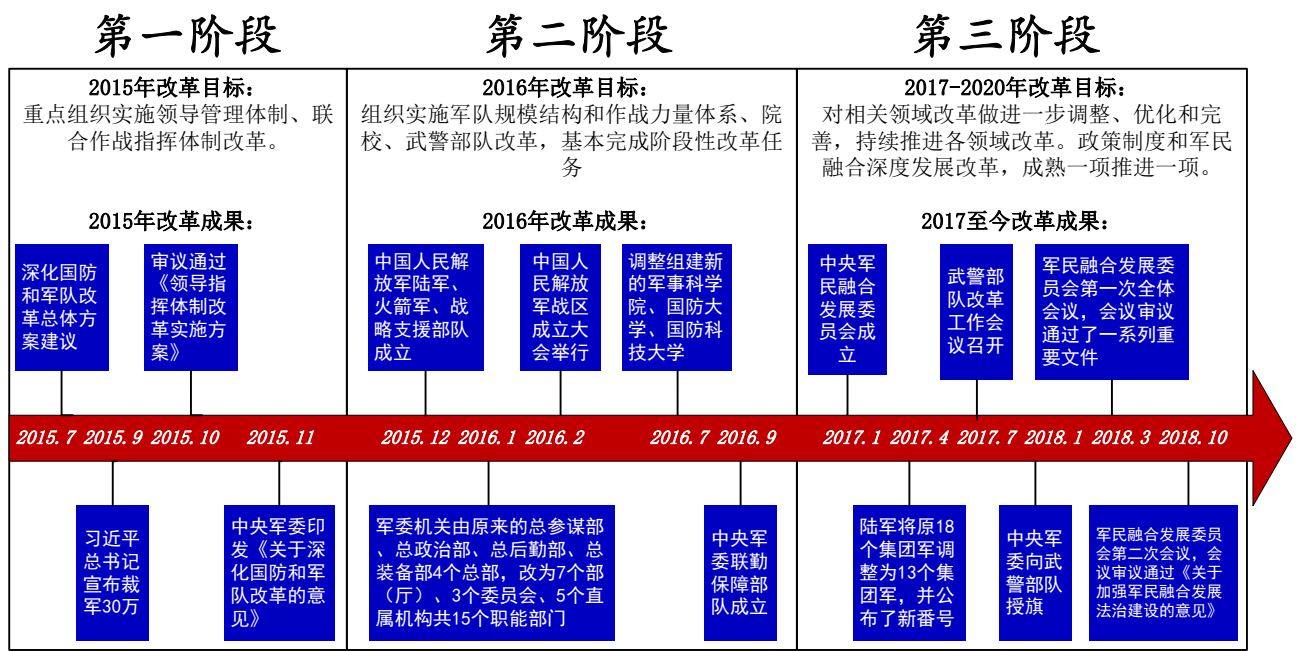
资料来源: 中国银河证券研究院整理

（三）军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快

1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除

2015年7月中央军委常务会议和中央政治局常委会会议召开，审议和审定《深化国防和军队改革总体方案》。2015年9月习近平总书记宣布裁军30万。2015年11月中央军委《关于深化国防和军队改革的意见》正式印发实施，就扎实推进深化国防和军队改革提出指导性意见，并明确了通过三个阶段来逐步实现改革目标。2018年是军改实施以来的第三年，已经完成领导体制改革部分，按照军改实施要求，2019年将进入军改第三阶段“对相关领域改革作进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。”军改进入尾声，受军改影响的军品采购将逐步恢复，行业需求明显改善。

图 3 军队改革目标及成果



资料来源：中国军网，中国银河证券研究院整理

2. “十三五”规划末期，军费预算执行力度将明显加大

军工行业不同于其他行业，军工企业营业收入主要来源于军费预算，几乎不受宏观经济波动的影响，行业发展与国家军方的总体规划息息相关，呈现出较强的计划性特征。

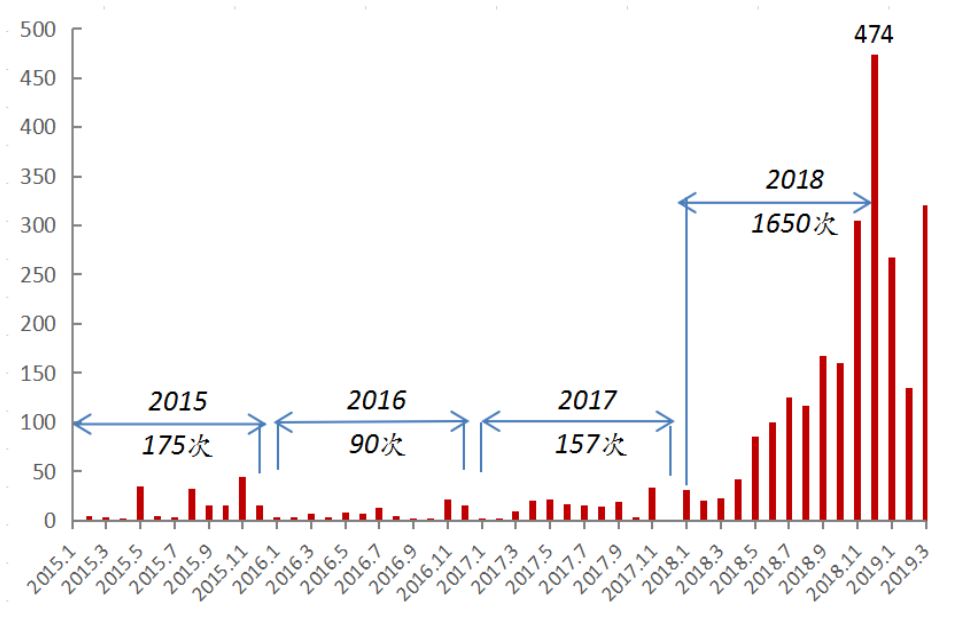
从历史来看，由于在每个五年规划的后期，军方往往会加强军费预算的执行力度，增强采购先进武器装备的意愿。因此军工行业的景气度周期也会随之呈现出“前低后高”的特点：每个五年计划前三年和后两年的产值基本持平；前两年行业的增速较低，从第三年开始行业的增速逐步提高，2019年作为“十三五”的第四年，行业总体增速开始提高，预计2019年和2020年，军品订单有望迎来较快增长。

3. 全军装备采购次数激增，行业需求明显增强

2016年，是国防和军队改革具体实施的开始，是“十三五”规划的元年，受双重影响，2016-2017年军工板块出现了明显的业绩低谷。2018年，随着军队改革逐步落地，军工行业迎来装备订单的补偿性增长，确立了板块业绩拐点；2019年，进入“十三五”规划末期，“前低后高”的采购节奏有望进一步助力军工行业基本面的持续改善。

从装备采购次数来看，全军武器装备采购信息网的招标采购次数从2015年的175次下降至2016年的90次，随着军队改革的逐步落地，2017年全年装备采购上升至157次。进入2018年以来，军队装备采购已经实现快速增长，全年装备招标采购次数累计已达1650次之多，远高于2015-2017年同期水平，军工行业需求端的恢复迹象明显。

图4 全军武器装备招标采购次数



资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究院整理

(四) 2019年军工基本面有望持续向好，将进一步确认业绩反转趋势

1. 军工三张表：2019Q1 军工行业基本面将持续改善

提示：我们选取80家军工属性较强的军工上市公司，视为整体，表征军工板块，通过各科目简单加总可以得到军工板块的利润表、资产负债表和现金流量表，并进行比较分析。

利润表：2018Q1-Q3 军工板块整体实现营业收入2606亿元，同比增长12.82%，实现营业利润131.7亿元，同比增长40.55%，实现归母净利润115.4亿元，同比增长30.25%，扣非归母净利润77.3亿元，同比增长21.73%，表现为增收更增利，军工板块的经营情况出现持续性好转，行业业绩拐点进一步确认。

表 1 2018Q1-Q3 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	同比
一、营业总收入	2606.0	2309.9	12.82%
二、营业总成本	2535.6	2266.7	11.86%
其中: 营业成本	2160.8	1899.7	13.74%
毛利率	17.09%	17.76%	
销售费用	52.5	49.2	6.71%
销售费用率	2.01%	2.13%	
管理费用	251.5	221.0	13.80%
管理费用率	9.65%	9.57%	
财务费用	71.6	88.5	-19.10%
财务费用率	2.75%	3.83%	
期间费用率	14.41%	15.53%	
三、营业利润	131.7	93.7	40.55%
四、利润总额	141.7	105.5	34.31%
减: 所得税费用	24.8	20.6	20.39%
综合所得税率	17.50%	19.53%	
五、净利润	114.8	83.6	37.32%
净利率	4.40%	3.62%	
归母净利润	115.4	88.6	30.25%
扣非归母净利	77.3	63.5	21.73%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

军工板块综合毛利率为 17.09% (同比-0.67pct)。我们认为,近年来,军方大力推广竞争性采购和审价从严机制以及民营企业加速进入国防供货体系,这些均导致军工行业良性竞争加剧,行业毛利率中长期将承压。

期间费用率 14.41% (同比-1.12pct), **财务费用率减少是关键**。当期军工板块财务费用率为 2.75%, 同比降低 1.08pct, 一定程度反映出国有企业“提质增效”工作成果显著,与此同时,在去杠杆背景下,上市公司融资渠道大幅收窄,金融负债规模萎缩也会降低财务费用支出。

从营业利润贡献的角度看,2018 前三季度营业利润增加 38 亿元,假设不考虑税金及其附加、资产减值、资产处置和其他收益变化的影响,期间费用率减少对营业利润增加的贡献率约 76.8%, 剩余约 9 亿元为营收增长带来的营业利润增加额,贡献率不到 25%。

预计 2019 年行业收入增速有望达到 15%-18%,“十三五”末期预算执行力度加大,订单增长驱动基本面持续向好可期。由于财务费用同比继续下行空间有限,预计 2019 年行业业绩增速将与收入增速基本一致。

资产负债表: 分析资产负债表中各科目,2018Q1-Q3 军工板块总资产 9582.4 亿元,总负债 5013.5 亿元,资产负债率 52.9% (同比-0.9pct), 资本结构有所优化。

表 2 2018Q1-Q3 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	同比
一、资产总计	9582.4	8798.2	8.91%
总资产周转率	0.28	0.27	
流动资产	6546.1	6025.7	8.64%
货币资金	1869.0	1894.0	-1.32%
交易性金融资产	0.19	0.34	-44.12%
应收票据	223.2	205.4	8.67%
应收账款	1457.2	1358.9	7.23%
应收账款周转率	1.88	2.00	
存货	2059.5	1974.4	4.31%
存货周转率	1.13	1.04	
非流动资产	3036.3	2763.0	9.89%
长期股权投资	181.9	156.2	16.45%
投资性房地产	36.5	30.8	18.51%
在建工程	247.9	346.4	-28.44%
二、负债总计	5013.5	4678.9	7.15%
资产负债率	52.3%	53.2%	
流动负债	4192.4	3750.7	11.78%
短期借款	813.7	822.6	-1.08%
预收账款	450.3	345.8	30.22%
非流动负债	821.1	928.2	-11.54%
长期借款	475.3	651.2	-27.01%
三、股东权益	4568.9	4115.2	11.02%
归母股东权益	4208.9	3670.4	14.67%
权益乘数	2.10	2.14	
净资产收益率	2.63%	2.11%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资产项下, 应收账款 1457.2 亿 (同比+7.23%), 应收账款周转率 1.88, 同比有所下滑。主要原因是军队改革影响了产品回款进度, 但随着军队改革影响逐渐消退, 应收账款高企现象将有所缓解。负债项下, 受融资渠道收窄影响, 军工板块前三季度金融负债约 1289 亿元, 同比减少 12.54%。预收账款 450.3 亿, 同比大幅增长 30.22%, 反映军工板块前三季度接单情况较好。

预计 2019 年军队改革消极影响减退以及“十三五”后半程的到来, 行业回款能力大幅好转, 应收账款周转率有望同比上行。“十三五”规划后两年, 行业订单有望较大提升, 预收款增速高位运行可期。

现金流量表: 分析现金流量表中主要科目, 2018Q1-Q3 军工板块经营活动现金流和投资活动现金流均有所改善, 前者主要得益于军工板块收入的提升, 行业整体经营质量和效率均有所改善。筹资活动现金流 54.95 亿元, 同比萎缩 81.29%, 主要与严苛的融资环境 (直接融资和间接融资均收紧) 密切相关。受到筹资活动大幅受限的影响, 军工板块现金及现金等价物净增

加额出现下滑。预计 2019 行业回款能力大幅好转，经营现金流有望明显改善。

表 3 2018Q1-Q3 军工板块现金流量表

科目 (单位: 亿元)	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	同比
经营活动产生的现金流量净额	-163.0	-252.2	
投资活动产生的现金流量净额	-211.6	-248.5	
筹资活动产生的现金流量净额	54.95	389.16	-81.29%
汇率变动对现金的影响	8.1	-9.6	
现金及现金等价物净增加额	-278.8	-41.3	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 杜邦分析: 三大影响因子均有明显改善, 印证行业基本面反转逻辑

从杜邦分析角度看, 2018Q1-Q3 板块净资产收益率 ROE 为 2.60% (同比+0.49pct), 其中: 销售净利率为 4.4% (同比+0.77pct), 表明军工企业的盈利能力在增强, 我们认为这主要得益于近年来“军民融合”战略的实施落地, 促使行业技术迅速发展, 产品竞争力大幅度增强; 其次, 总资产周转率为 0.28 (同比+3.70%), 这表明行业运营能力在逐步提高, 在国家宏观经济下行压力较大以及军改未完全落地的背景下, 各大军工企业重视公司治理, 降本增效; 权益乘数为 2.11 (同比-1.86%), 表明行业杠杆率在下降, 这主要与 2018 年严苛的融资环境有关。预计 2019 年, 军工行业杠杆率下降空间有限, 净利率和总资产周转率有望得到持续性改善。

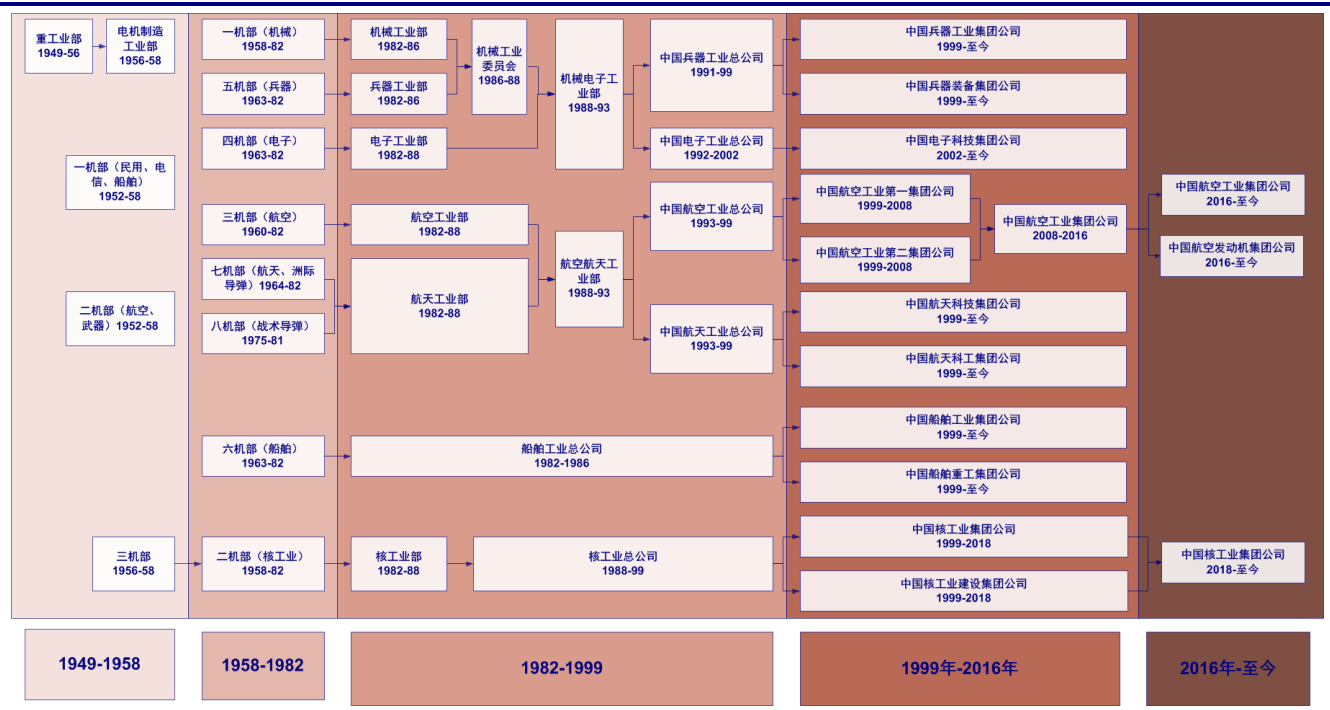
二、军工行业处于成长期, 军工改革预期升温, 红利释放助力行业发展

(一) 军工行业正处于成长期, 未来有望形成以军民融合为主体结构的装备市场

1. 经历两次大规模改革重组, 形成以十二大军工集团为主导的军工产业体系

2015 年 7 月中央军委常务会议和中央政治局常委会会议召开, 审议和审定《深化国防和军队改革总体方案建议》。1986 年到 1998 年, 我国军工产业体系进入第一次大规模改组时期。这期间, 中央政府将许多与军工产业相关的部门整编为五大国有军工总公司, 使原来庞大、复杂的军工产业体系变得组织化、系统化和效率化。1999 年至今, 我国军工产业体系经历了第二次大规模改组, 突破了资产运作形式, 形成了现有的十二大军工集团, 业务涵盖电子、核工业、兵器、船舶、航天和航空六大领域, 承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务, 从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。

图 5 我国十二大军工集团的历史沿革



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 6 我国十二大军工集团及其涉及领域

	电子	核工业	兵器	船舶	航天	航空
军工集团	中国电科	中核集团	中国兵器	中船工业	航天科工	中航工业
	中国电子	中核建	兵装集团	中船重工	航天科技	中航工业
业务介绍						
	中国电子：侧重民用高新电子技术 中电科：，侧重军用信息化装备	中核集团：侧重核技术研发与应用。 中国核建：侧重核设施建造。	两者均从事军用火力弹药与装甲车辆等作战装备设计与制造业务 中国兵器：侧重轻武器 中国兵装：侧重重武器	两者均从事军民船的设计、建造与销售。 中船工业：业务集中在长江以南，建造能力更为突出； 中船重工：业务集中于长江以北，侧重船舶的设计与配套。	航天科工：侧重于航天工程与战略导弹。 航天科技：侧重于航天武器与军用信息设备。	中航工业：主攻军民飞机研制 中国航发：全力研制飞机发动机

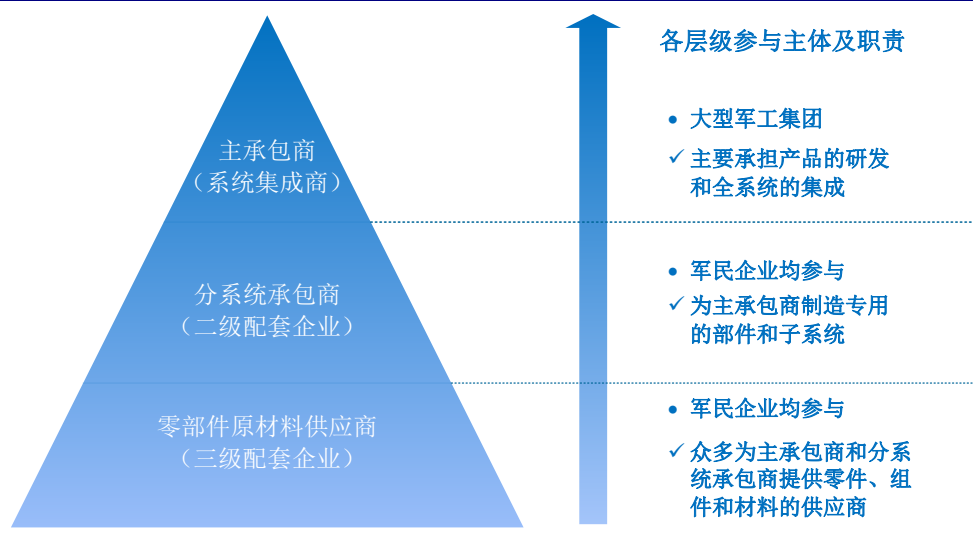
资料来源：中国银河证券研究院整理

2. “小核心、大协作、寓军于民”的军工产业格局正在逐渐形成

在十二大军工集团的引领下,我国的军工行业在发展进程中逐渐形成了“小核心、大协作、寓军于民”的产业格局:将重大项目的系统设计、关键技术和系统集成等研制生产能力,作为

十二大军工集团主承包商发展的主体，形成“小核心”；分系统配套和零部件原材料供应立足全社会布局，分层次展开竞争，最终形成基于国民经济基础的“大协作”；寓军于民，一方面原有军工体系中的非系统级生产企业将通过集团公司资产运作平台陆续进入资本市场，并借助资本市场的力量进一步做大做强；另一方面，具有技术优势的一些民营企业也将逐步进入配套产品供应商的行列。这种产业格局突出了主营业务，强化了军品基业，提高了资源的利用率，形成了整体上的优化。

图 7 我国正在逐渐形成的“小核心、大协作、寓军于民”的军工产业格局



资料来源：中国银河证券研究院整理

3. 以军民融合为主体结构的装备市场是未来深化改革的重点

通过借鉴国外发达国家军民融合发展经验，我们认为军民融合是实现国防和军队现代化的“倍增器”，建设军民融合装备市场不仅可以大幅提升我国军队战斗力水平，军工市场的溢出效应也将明显增强，进而拉动民间经济持续向好。

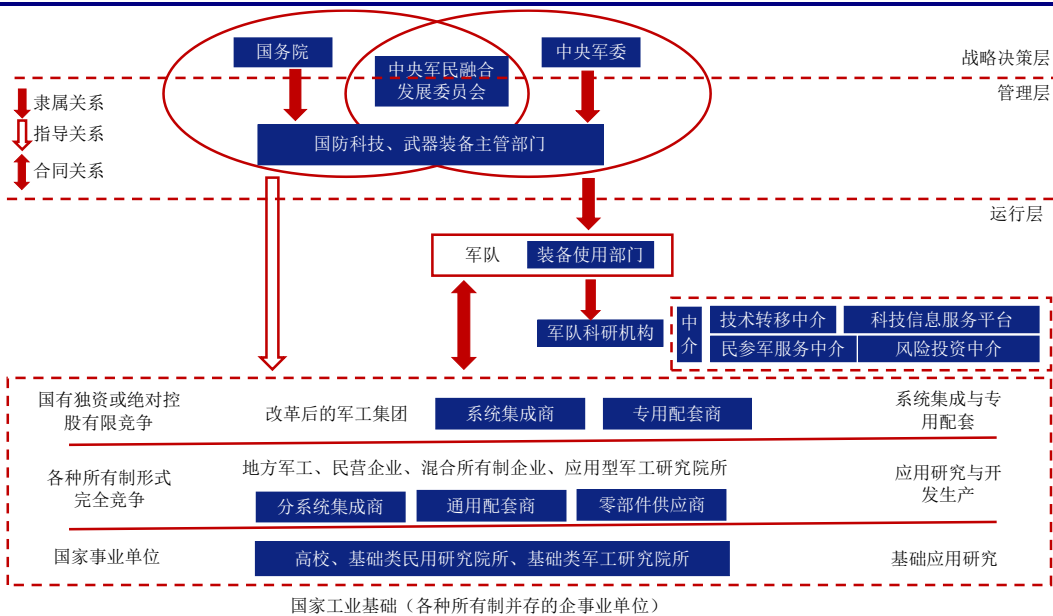
虽然“小核心、大协作，寓军于民”的装备市场结构发挥了军工集团的主导作用，同时还调动全社会的科研生产力量，形成大协作的分层次竞争格局，充分激发了军工市场的活力，但这仅仅是我国军工市场改革的短期目标。从长期来看，营造一个以军民融合为主体结构的装备市场，从而实现配套层面上的全面竞争，将是我国未来深化改革的重点。

图 8 装备市场主体结构演变



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 9 未来军民融合装备市场主体结构



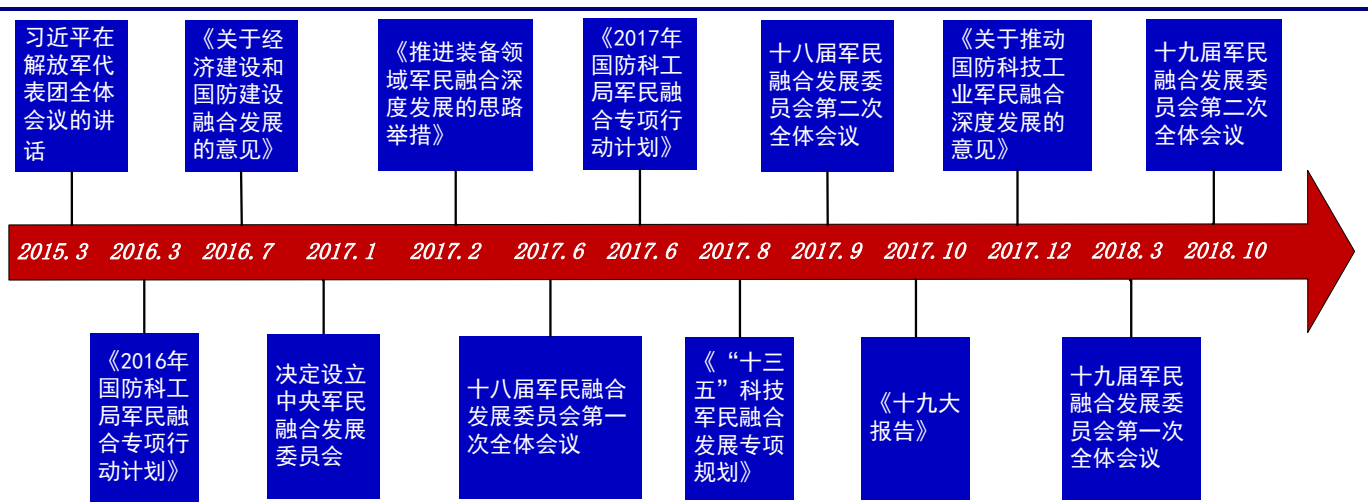
资料来源：《军民融合装备市场结构优化_顾桐菲》，中国银河证券研究院整理

4. 沐政策暖风，军民融合高潮迭起

本轮军工改革明确强调要贯彻军民融合发展战略，着力解决制约军民融合发展的体制机制问题，努力构建统一领导、军地协调、顺畅高效的组织管理体系，国家主导、需求牵引、市场运作相统一的工作运行体系，系统完备、衔接配套、有效激励的政策制度体系，形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局。

政策层面不断完善。自 2015 年将军民融合发展上升为国家战略以来，中央出台多项政策和措施来推动军民融合的发展，随着顶层设计不断完善，军民融合正大步迈入蓬勃发展期。

图 10 近期军民融合相关政策



资料来源：中国银河证券研究院整理

千亿资本竞逐，军民融合大兴。自2016年以来，通过政策措施的积极引导，国内产业资本看到了军民融合领域蕴含着巨大的投资机会，相关投资迅速增长，各具特色的军民融合基金如雨后春笋般成立。军民融合产业资本春天的到来打通了军工产业与资本市场的隔阂，建立起规范的资源流通体制与资本运作渠道，从而推动我国军民融合向纵深发展。

表 4 央地军民融合基金发展情况

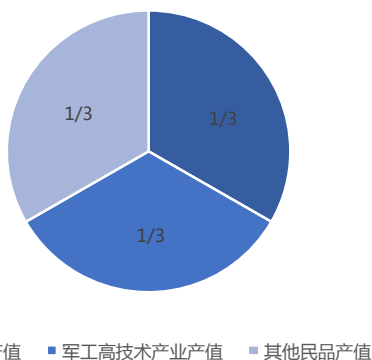
基金背景	军民融合基金名称	成立日期	基金规模	基金投向	发起人
央企基金	惠华基金(GP)	2018.09		投向军民融合相关领域	中航资本与中电科投资、中核建设资本、大盈投资、启迪创投共同发起设立
	中央企业国创投资引导基金	2017.05	1500 亿	投向航天、核能、船舶等军民融合产业，以及高铁、新一代信息技术等产业，并对量子通信、3D 打印、机器人、石墨烯、碳纤维、高温合金等一批中央企业优质项目进行投资布局。	航天投资控股代表航天科技集团联合中国中车、国新国际、中国保险投资基金、中国工商银行、中国邮储银行、浦东发展银行和北京市政府等发起设立
	国华军民融合产业发展基金	2016.09	1000 亿	投资方向包括军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革。	航天投资控股代表航天科技集团，联合中核工业、中核建设、中国船舶、中船重工、兵器工业、兵器装备、机械工业的投资平台公司，以及中国人保、广东粤财、兴业银行、中信银行、中信证券等金融机构发起设立
地方基金	重庆军民融合专项基金	2018.05	30 亿 (首期)	兵装集团在渝企业形成的军品、车辆及零部件、高端装备制造、新材料等工业领域，重庆地区自身已经具备核心优势的产业领域。	由重庆产业引导基金公司和南方工业资产管理有限责任公司发起，联合国华军民融合产业发展基金和中国国有资本风险投资基金共同设立
	黑龙江军民融合产业基金	2018.05	20 亿	优先助力 33 家联盟成员单位项目技改、研发	黑龙江军民融合产业联盟与内蒙古银行哈尔滨分行发起成立
	山东军民融合产业基金	2018.03	100 亿	军民两用技术发展基金主要面向军工、通信、新材料、新能源、生态环保等领域，进行军民融合产业导入和企业孵化	青岛军民融合发展集团、青岛西海岸新区民营企业联合投资集团共同发起
	湖南长沙盛世军民融合产业基金	2017.12		重点投资于北斗导航、信息安全、集成电路等方向的军民融合项目	盛世投资
	浙江湖州市军民融合产业引导基金	2017.12	12 亿	重点投向军民融合产业重点项目	吴兴区政府与金洲集团有限公司、湖州市产业投资发展集团有限公司共同发起成立
	河南军民融合产业投资基金	2017.10	500 亿	重点投向军民融合产业、优质企业以及洛阳全国军民融合示范区创建和河南省军民融合产业基地建设等	由洛阳市政府和河南投资集团、中原豫资投资控股集团共同发起设立
	上海军民融合产业发展基金	2017.09	40 亿元 (首期)	聚焦重点产业和优势企业，通过市场运作、专业化管理，充分发挥政府基金的引导和杠杆作用。	国盛集团、航天八院、临港集团、仪电集团、东方国际集团、上海银行、中国银行、浦发银行、华信能源、紫竹高新和云峰基金出资设立
湖北长江航天	2017.06	100 亿	主要以商业航天、军民融合、双创、混改、并购等	航天科工集团、航天科工资产管理公司、航天	

产业基金	为投资方向		
贵州军民融合产业发展基金	2016.11	100 亿	吸收社会资本支持军民融合产业。
四川军民融合基金	2016.08	100 亿	支持军用技术转移转化、军民两用技术发展形成的军民结合高技术产业;支持相关民营企业加快技术改造;支持军工能力专业化重组;支持特色军民融合产业基地。
河北军民融合产业投资基金	2016.04	100 亿	主要投向河北省军民融合产业相关项目和优质企业,以及河北省军工产业园区。
陕西军民融合产业投资基金		合计总规模 100 亿	支持推进新舟飞机系列化发展、无人机产业化示范基地、新一代运载火箭液氧煤油发动机、4 万吨航空模锻液压机技改等 20 余个军民融合项目建设。

资料来源:中国银河证券研究院整理

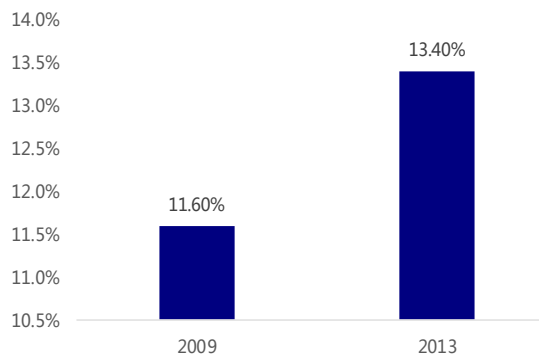
“军转民+民参军”双轮驱动,市场活力持续涌现。目前军地各级已经开始了积极探索,军地资源共享程度得到明显提高,军民融合产业蓬勃兴起。根据中国产业信息网数据,军用技术的民用化应用进展显著,在军工集团的产业结构中,军品产值占 1/3,军工高技术产业(含四民)产值占 1/3,其他民品产值占 1/3。民营经济参与军工生产的深度和广度也不断扩大。截至 2016 年 3 月,我国已有 1000 多家民营企业获得武器装备科研生产许可证,比“十一五”末期增加 127%。从军品产值来看,2009-2013 年,民口单位(含民营)军品产值占比从 11.6% 提高到 13.4%,增速比军工集团平均水平高 4 个百分点。随着军民融合的深入发展,未来 10 年有望诞生数家媲美海康威视的军转民“航母”以及一批细分领域的民营军工龙头企业。

图 11 军工集团产业结构



资料来源:中国产业信息网、中国银河证券研究院整理

图 12 民口单位军品产值占比变化情况



资料来源:中国产业信息网、中国银河证券研究院整理

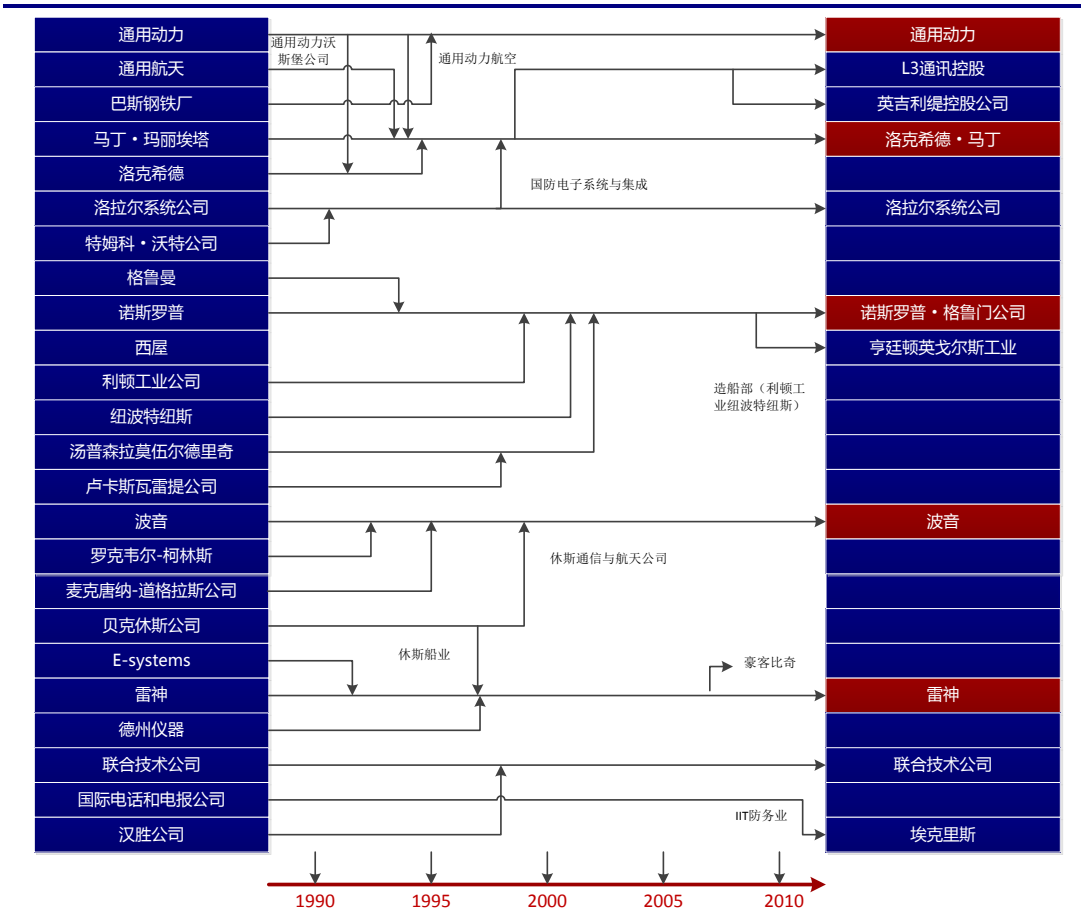
(二) 中美军工企业盈利能力差异大,总装厂有望受益于军品定价改革

1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革

美国国防工业一直走在世界国防工业的前列,而重组兼并始终是其发展的主旋律,并具有

产业整合主线明晰的特点。经历了 20 世纪 90 年代的世界国防工业变革后，美国武器装备主承包商数量急剧减少。很多原先的武器装备主承包商面临两种境况，要么退出军工领域，要么被其他军工企业兼并，而剩余存续的军工企业产业规模逐渐扩大。1990 年，美国武器制造主承包商为 62 家，到 2002 年，仅剩余 5 家，即洛克希德-马丁、波音、诺思罗普-格鲁曼、雷神和通用动力。这 5 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商，有力支撑了美国新军事变革

图 13 1990 年至今美国军工行业兼并历程



资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大

通过选取美国 5 家最大的综合性武器装备提供商，以及中国 5 家主要的军工总装厂，并比较两者盈利能力情况的差异，我们发现美国上市公司的净利率、ROE 和 ROIC 指标均值均显著高于国内主机厂，市值体量约为国内 5 家企业的 15 倍。我们认为上市公司市值除了与利润体量或收入体量明显相关外，与企业自身盈利能力也密切相关，后者可通过影响估值水平来间接影响市值。

表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比

所在 地区	证券代码	公司名称	净利率	ROE	ROIC	市值 (亿美元)
美国	LMT UN Equity	洛·马	3.92	207.23	29.36	814.45
	BA UN Equity	波音	8.78	N/A	78.45	1884.81
	GD UN Equity	通用动力	9.40	25.26	15.79	506.48
	NOC UN Equity	诺·格	7.81	35.27	12.34	446.22
	RTN UN Equity	雷神	7.98	22.29	27.67	478.60
		平均值		7.58	72.51	32.72
中国	000768.SZ	中航飞机	1.53	3.03	2.28	59.06
	600760.SH	中航沈飞	3.62	13.67	15.51	63.41
	600118.SH	中国卫星	6.68	8.42	7.08	30.18
	601989.SH	中国重工	-0.62	1.23	-0.09	141.47
	600967.SH	内蒙一机	4.4	8.52	5.56	27.86
		平均值		3.12	6.97	6.07

资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位,除了国有企业自身特点以及肩负社会责任等因素外,更直接的是政策方面的桎梏。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》,办法的制定符合当时的背景和产业规律,而时至今日国内军工产业取得了长足发展,信息化升级需求越发迫切,该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化,执行中的不足之处愈发明显。因此,办法的与时俱进对于健全和完善军品生产、订货的价格管理体系,促进国防建设可持续发展意义重大。

3. 政策改进利好军工总装厂

根据中国航空报,我国装备定价议价新规则及其实施细则年内已经下发,将对行业发展产生深远影响。相较于96版的《军品价格管理办法》,新规则或将引进激励机制。根据总装综合计划部2013年发布的《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(试行)》,针对单一来源的装备采购,首次明确了激励利润,并且首次明确了承研单位和承制单位的激励约束分配。具体为,承研承制单位承担节约(超支)部分的70%,军方承担30%。激励(约束)利润的上限为5%目标成本,下限为-5%目标成本。

我们认为,2013版《工作指南(试行)》经过近5年的检验,有望固化下来并持续指导军品采购实践,作为单一来源装备采购对象——军工总装厂将显著受益。

根据《工作指南(试行)》激励公式如下:

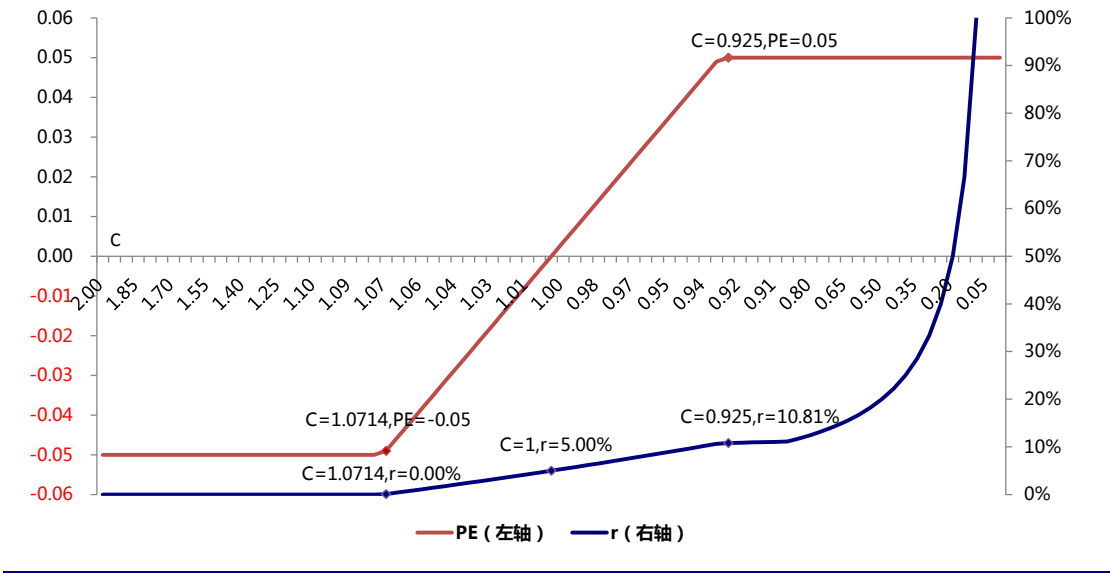
当 $C \geq 107.14\%CT$ 时, $PE = -5\%CT$;

当 $107.14\%CT > C > 92.86\%CT$ 时, $PE = 70\% (CT - C)$;

当 $C \leq 92.86\%CT$ 时, $PE = 5\%CT$ 。

价格方案为 $P = C + 5\%CT + PE$ ，其中， P 为装备价格， PE 为激励（约束）利润， CT 为目标成本， C 为定价成本。假设 $CT=1$ ， C 的变化区间为 $[0.01, 2]$ ，即 $1\% \leq C/CT \leq 200\%$ ，则由上述公式计算得到 PE 和利润率 r 相对定价成本 c 的变化。

图 14 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系



资料来源：《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（试行）》、中国银河证券研究院整理

虽然激励（约束）利润的上限为 5% 目标成本，下限为 -5% 目标成本，但是项目利润率 r 相对于定价成本 C 的减少而呈近似指数增长。我们认为，一方面，《定价工作指南（试行）》对军品定价方案的改进有望大幅改善目前军工主机厂盈利能力较低的现状；另一方面，主机厂对定价成本的压缩或对上游配套商形成价格压力。

（三）南船启动重组，资产证券化预期再提升

1. 军工集团资产证券化持续稳步推进

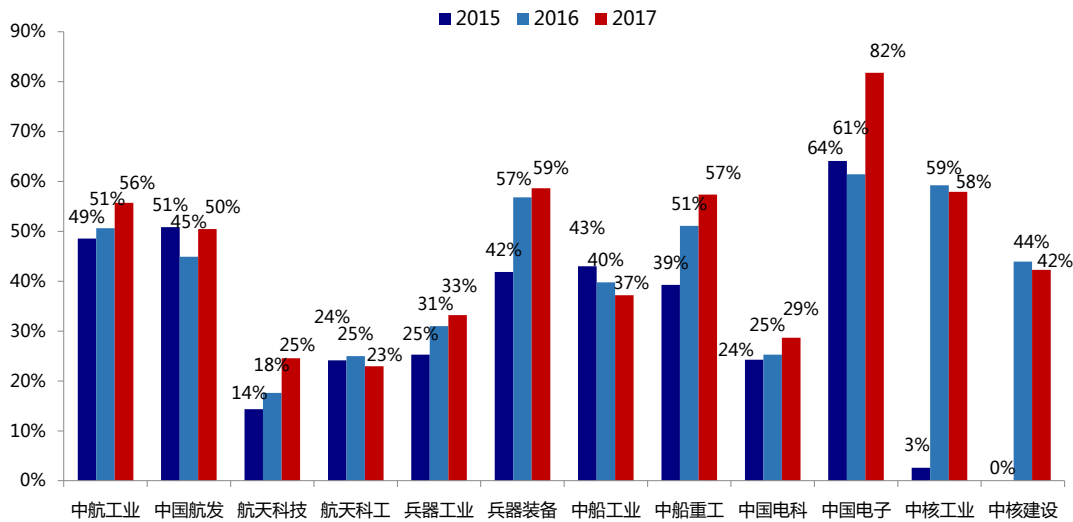
经过三年的调整，军工指数已经回落到一个相对较低的点位，个股调整也基本到位，这就为军工集团资产重组提供了较好的运作窗口。随着国睿科技重组方案的出台，资产证券化预期有望增强，并显著提升行业风险偏好。

近年来，军工集团资产证券化运作持续不断，包括独立 IPO、分板块注入上市公司等，资产证券化率不断提升。以净资产口径统计，2015 年军工集团资产证券化率约为 33%，截至 2017 年底，军工集团资产证券化率已经提升至 40%，2 年增长 7 个百分点。

分集团来看，资产证券化率在 50% 以上的有 6 家，分别是中航工业集团、中国航发集团、兵器装备集团、中船重工集团、中国电子集团和中国核工业集团，其中中国电子集团最高，约为 82%，中航工业集团起步较早，资本运作积极，中船重工集团后来居上，近年来也取得较大进展。资产证券化率在 30% 以下的军工集团有 3 家，分别是中国航天科工集团、中国航天科技集团和中国电子科技集团，3 家集团资产优质，证券化空间较大，未来注入预期有望走高。从注入资产性质的演变进程来看，整体呈现出从早期的外围元器件资产到系统级资产再进一步到

核心军品、总装类资产的循序渐进注入过程。

图 15 十二大军工集团资产证券化率数据



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理及估算(净资产口径)

2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代

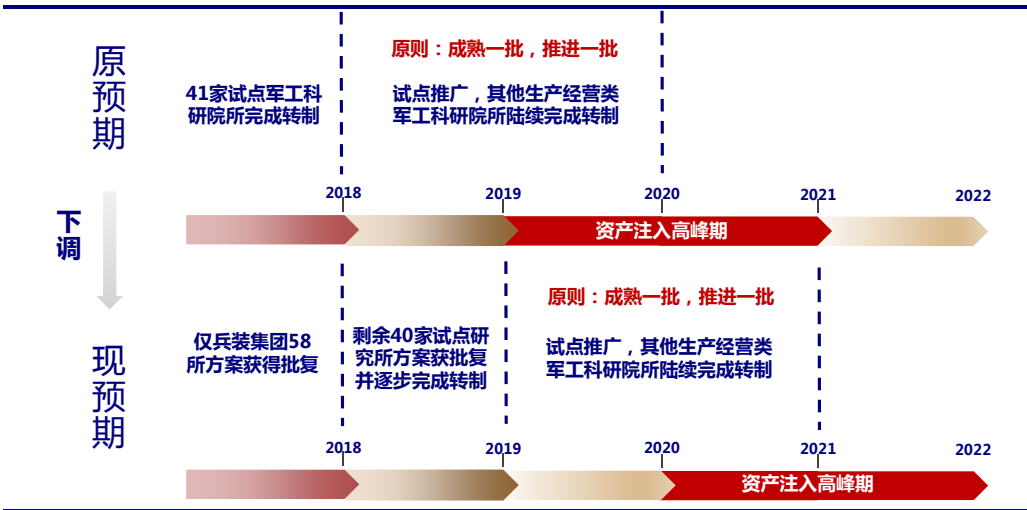
2017 年 7 月 7 日，国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作推进会，解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，并宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。

首家方案获批，改制进入实施初期。兵装自动化所（58 所）改制方案得到国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局 8 个部委的联合批复，说明方案的可实施性强，未来反复概率低。

58 所主要从事弹药自动装药技术、信息与控制技术以及智能制造技术研发，形成了以特种装备、基础电子、数控系统、高端智能装备等系列产品的军民融合式发展格局。8 个部委均是院所改制相关的行政部门，方便统一协调社会保障、产权归属、财政税收、人员安置、收入分配、安全保密等政策问题。随着 58 所方案的批复，并明确转制适用政策，我们认为前期困扰院所改制的相关配套政策正逐步成熟。

改制任务的艰巨性超预期。根据国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》总体目标，到 2018 年首批生产经营类军工科研院所完成转制，2020 年其他生产经营类军工科研院所基本完成转制。之前试点的 41 家多数为非核心、军品配套或军民两用产品并存的研究所以，但即便如此，截至目前，剩余 40 家科研院所改制方案均未得到批复，改制任务的艰巨性超预期。虽然 58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，但军工科研院所改革覆盖面宽、涉及领域广、人员数量多、牵涉利益错综复杂，叠加内部改制动力不足，我们认为试点院所改制推进预期不易过度乐观，或应下调至 2019 年底，其他经营类院所顺延至 2021 年底完成改制。

图 16 科研院所改制进度猜想



资料来源：中国银河证券研究院整理

2020-2021 将迎院所改制注入高峰，进入资产证券化 2.0 时代。2018 年初，国防科工局发布《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查申报指南(2018 年版)》，我们认为作为后续配套政策，随着 2019 年院所改制试点工作逐步完成，研究所优质资产注入上市公司政策障碍将逐步消除，事业单位资产注入预期有望大幅提升。

我们预计 2020 年以后，科研院所改制试点将有序铺开，院所改制有望秉承“成熟一批，推进一批”的原则，从“非核心”向“核心”、“战术”装备向“战略”装备领域过渡。预计 2020-2021 年将成为军工科研院所改制和资本化的高潮期，军工集团资产证券化有望进入从企业类资产向院所资产过渡的 2.0 时代。

3. 混改大幕开启，市场活力涌现

军工行业由于战略性较强，自我封闭特征明显，在市场经济的大潮下，僵化的管理机制严重阻碍了军工企业的发展步伐，市场化改革迫在眉睫。混合所有制作为国企改革的重要形式，通过引入民营资本或战略投资者来优化管理结构，逐步实现市场化接轨和可持续发展。在本轮混改中，中国核建设集团和中国船舶工业集团被列入第一批试点名单，混改先行先试。除了列入试点的企业之外，多家军工集团也相继发布了混改的指导意见和相关规划。

表 6 各军工集团混改思路

集团	核心内容
中船工业	1、作为第一批混改试点单位，目前已形成明确的混改思路：优先选择在纯民品、竞争性强的业务领域，引入各种所有制资本，优化国有股权结构，积极利用资本市场配置资源，优先支持并做好相关单位开展员工持股试点，规范骨干员工持股改革 2、正在积极稳妥的推进混合所有制经济发展，相关混改试点项目实施方案
中船重工	1、实现混合所有制的最好方式就是资产证券化，将进一步加大资产证券化的步伐，加快分业务逐步走向资本市场。在上市路径方面，不管是 IPO、借壳，哪个方式更好就选哪个 2、按照专业化思路打造产业平台，重点打造海洋信息与对抗平台、海洋核动力平台、动力平台
中国电科	1、在三级及以下成员单位积极探索推进混合所有制改革 2、2018 年三级及以下成员发展混合所有制经济取得进展

中国电子	二级子公司混改完成比例超过 50%，引入地方国资等方式撬动更多社会资本，优化资本结构
兵器工业	<ol style="list-style-type: none"> 1、“无禁区改革”、“通过资产重组上市和新三板挂牌上市加快推进混合所有制经济改革”，充分发挥现有上市公司平台作用，加快科研院所等优质军工资产注入，通过资产证券化盘活军工资产 2、分类实施混合所有制改革。在部分领域引入强力的战略投资者，整合双方在技术、渠道、资源优势，鼓励并规范军民品企业之间交叉持股、经营者和技术骨干持股 3、制定《中国兵器工业集团关于发展混合所有制经济的指导意见》、《子集团和直管单位混合所有制改制试点操作指引》、集团公司《骨干员工持股管理暂行办法》 4、混改后可能会面临企业失控的问题，需要在章程、投资管理制度、决策程序上进行约束
兵器装备	<ol style="list-style-type: none"> 1、目前下属企业 60% 已实现混合所有制（主要为民品企业），下一步计划推动军品企业和二级企业的混合所有制。已制定军工企业混合所有制改革试点初步方案，确定 4 家试点单位，并探索实施汽车产业股权激励计划 2、围绕“2+4”先进军工和现代产业体系，有针对的开展资本运作 3、推动建设工业公司推行军工改革、混合所有制和军民融合三大改革举措
中国航发	探索推进非航业务的混合所有制改革
中核建设	1、两集团合并重组正在进行。
中核工业	2、在市值管理、并购、培育新的产业板块方面，将继续推动重点单位混合所有制改革及股权多元化，并开展试点，努力探索交叉持股，激发企业活力，是中核集团下一步改革的重点方向。
航天科技	吸引各类社会资本，推进公司股权多元化，支持具有条件的二级专业公司整体上市。从企业发展的实际需求（融资、市场、技术、管理、品牌等）出发，有侧重、有分配、多种方式、分步推进混合所有制
航天科工	<ol style="list-style-type: none"> 1、改革的总基调是“创新驱动、潜移默化、润物细无声” 2、主要关注的是极致的优化和创新，以软整合的方式为主 3、事业单位改革后，需维护员工队伍稳定，避免人才流失
中航工业	<ol style="list-style-type: none"> 1、控制不必控股的思路，进一步放开对非核心军工能力的混改限制，允许先行先试倡导开放合作，特别鼓励“两头”企业，即基础条件特别好的企业和困难企业积极有所作为 2、多渠道引入社会资本，提升军品企业非国有股权比重和军工资产证券化比例，推动以沈飞为代表的主机企业整体上市 3、出台中长期激励暂行办法，明确提出集团公司中长期激励的总体框架和具体要求，积极探索引入多方面投资者和员工持股计划，对 11 家企业探索股权激励试点。2018 年沈飞出激励计划

资料来源：公司网站，中国银河证券研究院整理

《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》要求在修订军工企业股份制改造分类目录的前提下，积极稳妥推动混合所有制改革，包括提升军工集团资产证券化和建立国家特殊管理股等制度。前两批 19 家央企试点正逐步落地，示范效应开始显现。2017 年末，国务院国企改革领导小组审议通过了第三批试点名单，已确定将 31 家国有企业纳入第三批试点范围，包括数家军工企业。这表明混改试点已由央企向地方国企扩围，混改重心下移，涉及层面也有望逐步从二三级向一级集团层面延伸，力度广度加大。

随着混改范围的扩大，将有更多军工企业进入混改序列，不断优化公司治理结构的同时，军工集团资产证券化率、经营质量和盈利能力也将有大幅提升。与此同时，民营资本有望通过举牌、参与增发、股权转让等方式借道资本市场深入参与国企改革，谋求战略投资机会。资本市场或将成为实现混合所有制最可行、最有效的途径。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间

随着新军事变革的兴起，高技术武器装备大量研制和列装部队，装备费在军费中的地位越来越重要。根据《中美军费规模、结构与管理体制比较》一文统计，美国装备费用长期稳定在32%左右。而中国这一比例在33%左右，看起来似乎略高于美国，但考虑到中美两国装备费内部的结构差异，中国装备采购费占军费的比例实际上是低于美国的。在美国军费支出中，没有单独的装备维修费，装备维修费主要包含在活动维持费和装备采购费中，并且大部分包括在活动维持费中。因此，在美国占军费总额32%的装备费用中，绝大部分都属于采购费，而中国装备维修费主要是包含在装备费中，并且由于中国武器装备普遍老化，维修费占装备费的比例较高。因此中国装备采购费占军费支出的比例实际上大大低于美国。

2. 我国军工装备市场竞争不充分，垄断特征明显

我国装备市场竞争不充分，垄断特征明显。具体来说，整机领域竞争不充分，竞争只局限于配套层面且程度较低。根据《国防工业产业能力评估研究报告》，我国军工产品的配套部分大部分在体制内消化，民口配套率较低。

3. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位，主要原因是受到成本加成政策的限制。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》，办法的制定符合当时的背景和产业规律，5%的利润率与当时的社会平均利润率基本相当，而时至今日国内军工产业取得了长足发展，信息化升级需求越发迫切，该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化，执行中的不足之处愈发明显。

4. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力

截至2017年底，军工集团资产证券化率为40%，仍然处于较低的水平。由于受到事业单位转制缓慢等因素的影响，各大军工集团仍有大量优质资产未注入到上市公司，特别是中国航天科工集团、中国航天科技集团以及中国电子科技集团，资产证券化率均在30%以下，大大限制了集团旗下上市公司的资产规模和盈利能力。

(二) 建议及对策

1. 适当提高实际用于装备采购的费用

维持现有模式，适当提高装备采购费用占比。维持现有模式，不设单独的装备维修费用，通过提高采购费用占比的方式，使实际用于装备采购费用与军费支出的占比到达1/3。

维持装备采购费用现有占比，设置单独的装备维修费用。修改现有模式，设置单独的装备维修费用，不再占用装备购置费用，使实际用于装备采购费用与军费支出占比到达1/3。

2. 持续推进军民融合战略，构建军民结合、寓军于民的装备市场结构

从国家层面上，持续推进军民融合发展战略，逐渐打破军工行业壁垒，引导民参军企业深度参与国防建设，从根本上改变装备市场结构的垄断竞争关系，进而提高国防科技和武器装备创新活力，最终构建军民结合、寓军于民的装备市场结构。

3. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场

针对非单一来源的装备采购，要以强化科研竞争为基础，以推进购置竞争为重点，灵活开展分类、分层次、分阶段和一体化竞争。具体而言，可以采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、评审确认等竞争性采购方式，全力推行竞争性采购。

针对单一来源的装备采购，加速《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（试行）》的落地实施，建立激励机制，充分调动总装厂的积极性，从而盘活军工市场。对于分系统或配套产品具备开展竞争性采购条件时，应当开展竞争性采购，引入竞争机制。

4. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐

2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，未来有望以点带面，生产经营类军工科研院所转制将正式拉开序幕。

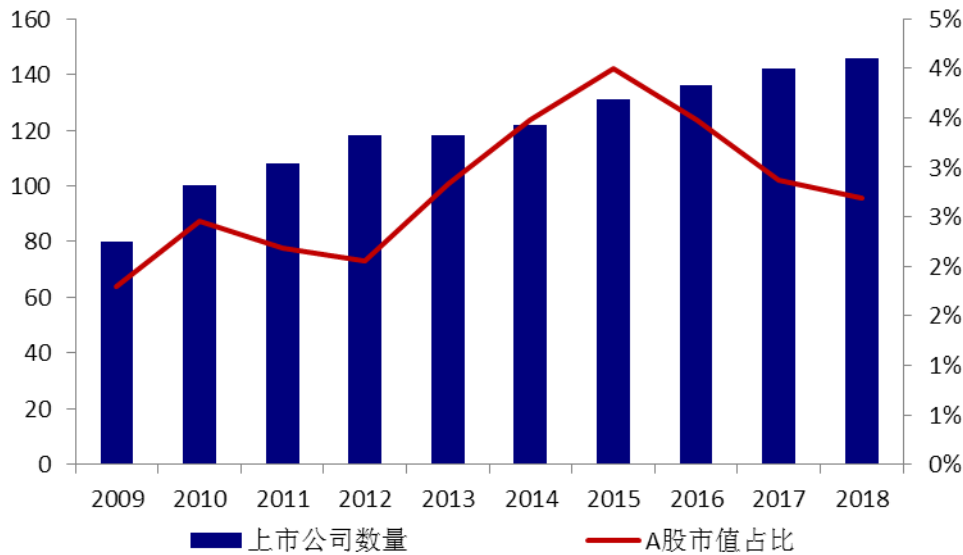
按照“成熟一批，推进一批”、“从边缘到核心”的基本原则，2019 年国家层面应该着力推进剩余 40 家试点研究所的转制工作，逐步消除研究所优质资产注入上市公司的政策障碍，提升上市公司的资产规模和盈利能力。

四、军工行业在资本市场中的发展情况

（一）当前共 146 家军工上市公司，占比 A 股总市值约 3%

当前军工上市公司共 146 家，数量占比 A 股整体的 4.06%，市值占比为 2.69%。从 A 股上市公司数量来看，2009 年至今军工行业平均每年有约 7 家公司新上市，其中 2010 年上市数量创历年之最，达到 20 家。从 A 股市值占比来看，2009 年-2015 年军工板块市值占 A 股总市值比例分别为 1.79%、2.46%、2.18%、2.06%、2.83%、3.48%、3.99%，A 股市值占比逐年提升。截至到 2019 年 4 月 19 日，市值排名前五位的上市分别是中国重工、航发动力、航天信息、中航飞机、中航沈飞，其中中国重工是军工行业中市值唯一突破千亿的上市公司。

图 17 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 军工板块估值水平进入历史底部区域, 行业高估值具有合理性

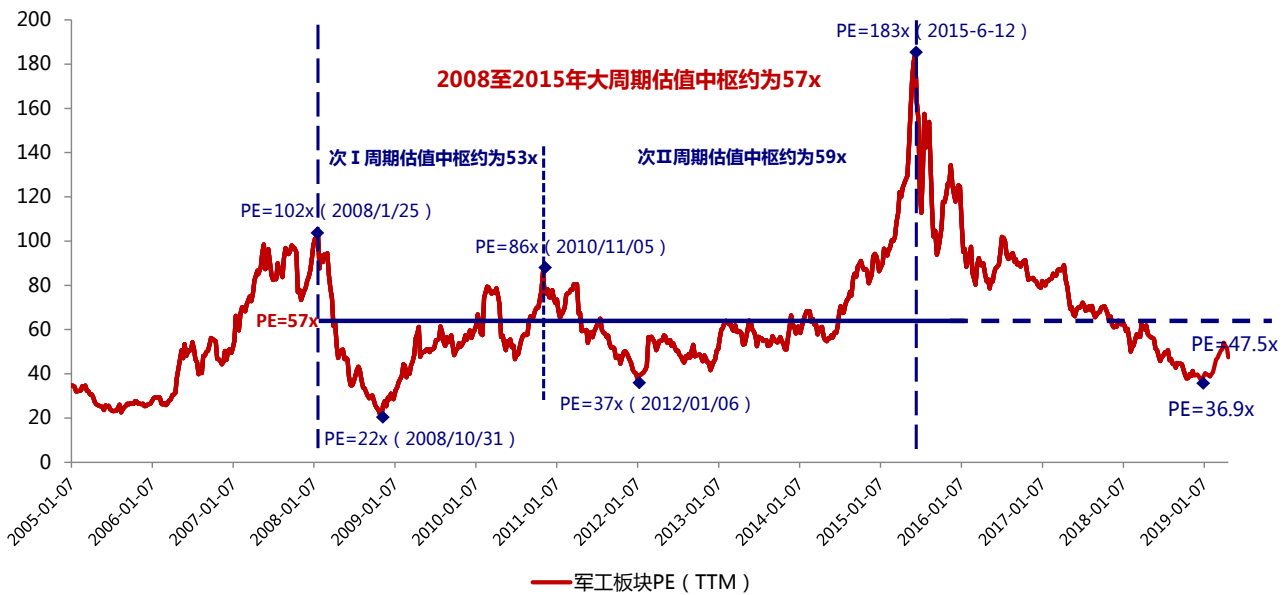
1. 军工板块估值水平进入历史底部区域

从军工板块(剔除船舶总装类上市公司)估值水平的历史走势来看,我们将2008年1月至2015年6月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期,其中包含两个次级周期,经测算,大周期的板块估值中枢(取中位数)约为57x,两个次级周期分别为53x和59x。

次I周期阶段,板块上市公司军品业务占比较小,主管部门对军工资产注入的态度并不明确,此阶段行业估值水平主要反映公司的内生增长和外延并购情况,集团资产注入因素几乎没有纳入考量;次II周期阶段,随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动,主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗,资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大,直到2015年年中达到峰值。自2015年6月以来,市场渐渐回归理性,资产注入预期对板块估值水平的边际影响减弱。展望未来,我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次I周期和次II周期两个阶段,因此我们选取2008年1月至2015年6月大周期的估值中枢来作为参照标准。

截至2019年4月25日,军工板块整体估值约为47.5x,虽然仍高于2008年初(21.62x)和2012年底(37.48x)次低点的水平,但已经明显进入估值底部区域,且2012年底的估值水平不久前已经击穿。中长期来看,目前估值水平与板块估值中枢相比,具备20%的回归空间。值得关注的是,在过去三年泥沙俱下的行情下,部分真成长优质军民融合个股动态市盈率早已跌破30x,并持续低位运行。我们认为行业经过三年估值风险的释放,目前已经具备长期布局的投资价值。

图 18 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 (数据截止到 2019 年 2 月 21 日收盘)

2. 军工行业高估值具有合理性

截至 2019 年 4 月 25 日, 军工行业最近一年的滚动市盈率为 47.5 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 15.68 倍, 高出 A 股 34.68 倍。我们认为, 与其他行业相比, 军工行业属性特殊, 估值相对较高具有其合理性:

首先, 军工行业具有逆周期属性以及高确定成长性。 军工企业营业收入主要来源于国家军费支出, 几乎不受宏观经济波动的影响, 呈现较强逆周期属性。且中国军费支出一直保持稳定增长, 为行业业绩提供较强支撑, 提质增效行动大幅提升军工集团的经营效率, 未来军工行业业绩增长具有较高的确定性。

其次, 优质核心资产注入预期支撑军工行业高估值。 受涉密等原因的影响, 军工集团大量的核心资产还未能注入到上市公司, 导致各集团资产证券化率普遍较低。随着资产证券化的持续推进, 优质资产注入预期强烈, 一旦注入将大幅提升上市公司的资产规模和质量以及盈利能力, 为军工板块的高估值提供有力支撑。

第三, 军工改革预期升温, 为行业估值提供想象空间。 我国军工装备市场体制机制较为僵化, 导致竞争不充分, 垄断特征明显, 整机领域基本垄断, 竞争只局限于配套层面且程度较低。随着军队改革的逐步落地, 科研院所改制、混合所有制改革、军品定价机制改革、军民融合等一系列改革预期升温, 为军工行业估值提供了足够的想象空间。

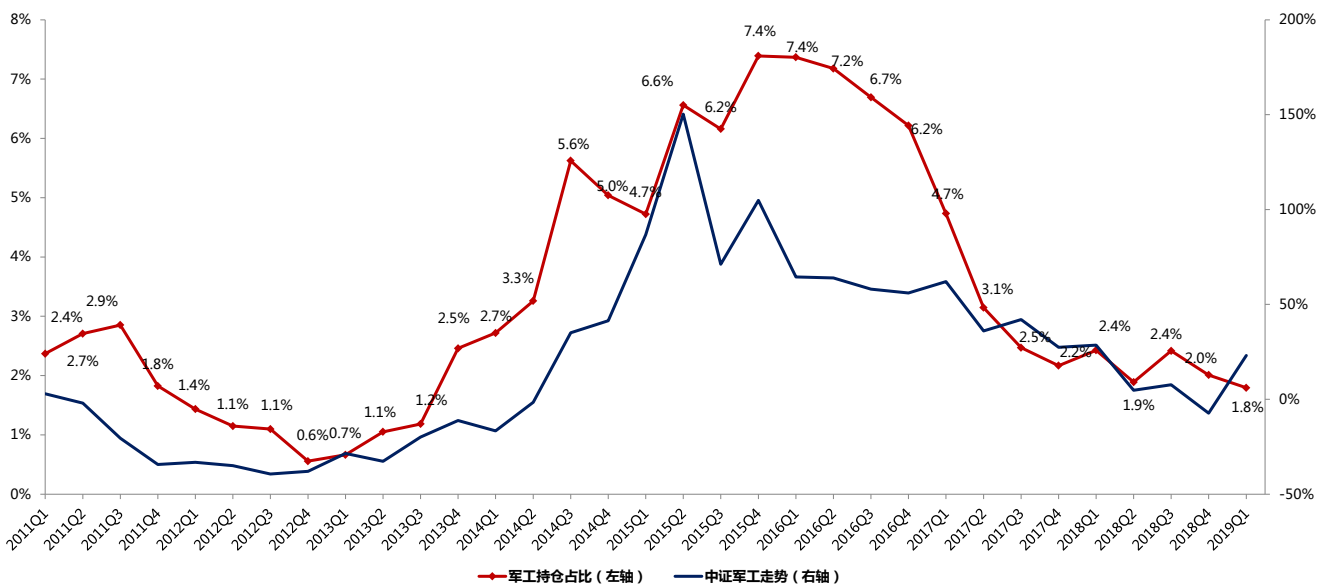
(三) 基金持仓马太效应现扭转态势, 军工持仓占比回升可期

1. 基金 2019Q1 军工持仓占比进一步回落

从指数走势相关性来看, 2010Q1 至 2019Q1 的基金军工持仓占比指标与军工指数走势指

标的相关系数为 0.87，呈正相关关系。2019Q1 基金军工持仓占比为 1.8%，环比回落 0.2pct。2018 年年初至今，该指标多次出现反复，筑底整固态势显现。2019Q1 军工行情反弹较为强劲，但公募基金持仓占比反而下滑，公募投资者信心恢复滞后，减仓迹象明显。外资和军工 ETF 份额的大幅增长或成为推动 Q1 板块反弹行情的主要资金来源。展望未来，我们认为军工持仓占比指标继续下行空间较为有限，随着行业基本面改善持续叠加资产证券化预期提升，公募投资机构信心有望逐步恢复，军工持仓占比大概率会增加，板块弹性将重新体现。

图 19 基金军工持仓占比与军工指数走势对比

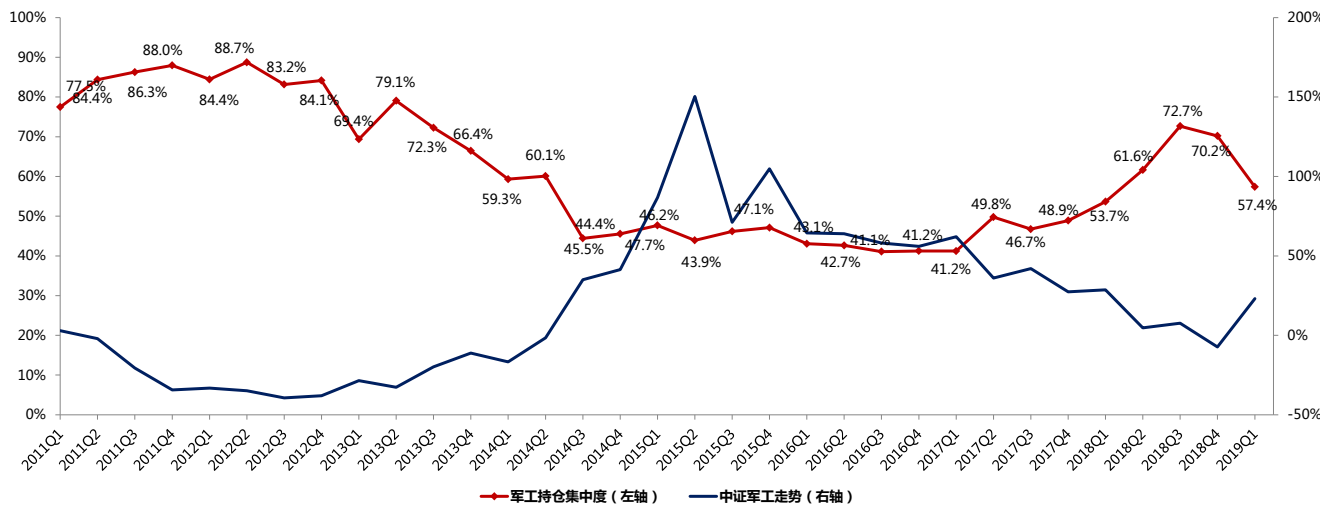


资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 基金军工持仓分化延续，真成长个股受青睐

从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q1 基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.85，呈负相关关系。2014Q2 至 2017Q1 基金持仓集中度主要集中在 0.41 至 0.47 间窄幅波动。为了增强弱市环境中的抗风险能力，2017Q2 之后，随着军工指数持续下探，基金持仓集中度逐步提升至 2018Q3 的 0.73，公募基金对大盘白马股抱团现象凸显。进入四季度，基金持仓集中度一年以来首次出现回落，持仓风格现分化迹象，2019Q1 集中度进一步下滑至 0.57，风格切换得到验证，真成长中小盘个股受到基金青睐。我们认为军工行业基本面景气度较高，军工指数有望呈现震荡上行态势，继续建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。

图 20 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据对公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从一季度单季表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括 12 家军工集团央企、3 家民口和地方军工国企以及 5 家民参军企业，市值占比分别为 75.5%、8.3%和 16.2%，环比分别下降 10.5%、上升 3.3%和上升 7.2%，风格切换明显。

表 7 2019Q1 前二十大军工持股股票持股变化情况

名称	2019Q1 持股 总市值 (亿元)	2019Q1 持股 市值排名	2018Q4 持股 总市值 (亿元)	2018Q4 持 股市值排名	市值变化 (亿)
中航光电	17.27	1	17.24	1	0.03
中直股份	14.22	2	13.51	2	0.71
中航沈飞	9.37	3	9.65	3	-0.28
航天电器	7.42	4	9.22	4	-1.8
内蒙一机	5.95	5	6.40	6	-0.45
菲利华	5.35	6	1.74	16	3.61
中航机电	5.34	7	7.83	5	-2.49
航天发展	3.97	8	0.75	19	3.22
国睿科技	3.96	9	2.75	12	1.21
四创电子	3.95	10	3.20	8	0.75
台海核电	3.81	11	2.30	14	1.51
湘电股份	3.81	12	2.83	11	0.98
火炬电子	3.44	13	2.29	15	1.15
中航电子	3.26	14	3.06	10	0.2
海格通信	2.80	15	2.32	13	0.48
中航飞机	2.41	16	4.54	7	-2.13

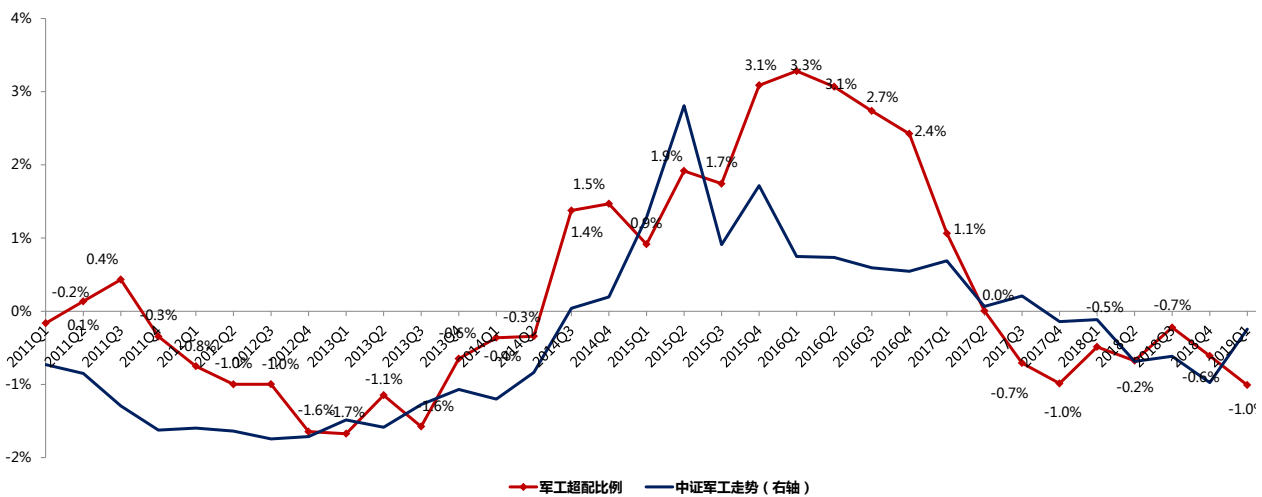
光威复材	2.19	17	0.09	51	2.10
海兰信	2.14	18	1.01	18	1.13
奥普光电	2.13	19	0		2.13
振华科技	1.96	20	0		1.96

资料来源：中国银河证券研究部整理

3. 军工板块低配格局延续

从指数走势相关性来看，2010Q1至2019Q1的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为0.81，呈现正相关关系。2018年全年军工板块持续低配，2019Q1低配格局延续，基金配置积极性依然偏弱。

图 21 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

(四) 产业资本现增持/回购潮，估值底信心大幅提升

2018年年初至今，82家军工上市公司中已经有数十家为了彰显公司发展信心而出台了股票增持、股票回购、员工持股、股权激励等强有力举措。我们认为产业资本增持是资本市场投资的底部信号之一，叠加行业景气度持续回升，行业投资价值有望逐步凸显。

表 7 2018 年初至今的股东增持情况

证券代码	公司简称	当前价	增持日期	增持价 (元)	增持股数 (万)	增持金额 (千万)	自由流通市值占比	整个增持计划
600372.SH	中航电子	17.27	2018.8.3 完毕	12.16	412	5	0.67%	5000 万 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿；单价 ≤ 15
002013.SZ	中航机电	8.06	2018.12.24 完毕			11.53		
002179.SZ	中航光电	40.99	2018.12.18 完毕	34.95	128	4.5	0.30%	2018.12.18 起 6 个月；0.5 亿 ≤ 增持金额 ≤ 1 亿；单价 ≤ 40
600760.SH	中航沈飞	33.64	2018.5.11 完毕	24.69	243	6	0.52%	2018.2.13 起 6 个月；增持比例 ≤ 2%；增持金额 ≤ 1 亿；单价 ≤ 30

300114.SZ	中航电测	10.36	2018.4.12 完毕	11.2	0.07	0.00078	0.00%	
			2018.12.27 完毕	7.3	18	0.1316	0.06%	增持完毕
000738.SZ	航发控制	15.47	2019.1.2 完毕	13.55	369	5	0.60%	2018.7.2-2019.1.2; 0.5 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 17
600893.SH	航发动力	26.43	2019.1.2 完毕	22.41	447	10	0.45%	2018.7.2-2019.1.2; 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 29
600150.SH	中国船舶	31.46	2018.8.29 完毕	11.25	2487			2018.8.28- 2019.8.27; 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 5 亿
601989.SH	中国重工	6.69	截至 2018.12.10	4.11	23850	98	1.70%	2018.8.8 起 10 个月, 3 亿 ≤ 增持金额 ≤ 15 亿
			截止 2018.12.24	4.18	4203	17.6	0.31%	2018.12.10 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 5 亿
600482.SH	中国动力	27.17	2018.8.31 完毕	18	1387	25	1.40%	2018.8.8 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3 亿
			2018.10.8 完毕	21.6	7283	157	8.82%	2018.8.31 起 6 个月, 5 亿 ≤ 增持金额 ≤ 20 亿
			2019.1.3 完毕	21.81	646.4	14.1	0.79%	2018.12.28 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3 亿
600764.SH	中国海防	32.5	2018.11.1 完毕	24.55	960	23.6	7.05%	2018.10.17 起 6 个月, 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 6 亿
			截至 2019.1.2	23.62	396.7	9.37	2.80%	2018.12.26 起 6 个月; 1 亿 ≤ 增持金额 ≤ 4 亿
002389.SZ	航天彩虹	14.28		13.13	5.46	0.072	0.02%	
600343.SH	航天动力	11.27	截至 2018.12.11	8.77	912	8	1.98%	2018.6.12 起 6 个月; 增持比例 ≤ 2%; 2000 万 ≤ 增持金额 ≤ 8000 万; 单价 ≤ 11.5
002544.SZ	杰赛科技	15.92	2019.2.28 完毕	12.03	454.76	5.47	1.15%	2018.8.30 起 6 个月, 0.2% ≤ 增持比例 ≤ 2%
600990.SH	四创电子	57	2019.2.28 完毕	36.32	188.52	6.85	1.46%	2018.8.30 起 6 个月, 0.6% ≤ 增持比例 ≤ 2%
600562.SH	国睿科技	18.31	2019.2.28 完毕	15.11	508.75	7.69	1.34%	2018.8.30 起 6 个月, 0.5% ≤ 增持比例 ≤ 2%
000561.SZ	烽火电子	8.31	2018.6.15 完毕		150			
002149.SZ	西部材料	10.6	2018.6.27 完毕	6.9	9	0.062	0.02%	
002338.SZ	奥普光电	14.92	2018.2.26 完毕	11		1	0.49%	
002465.SZ	海格通信	10.23	截至 2018.8.10	8.59	8025	68.9	4.55%	2018.2.11 起 6 个月; 增持比例 ≤ 5%; 增持金额 ≤ 10 亿; 10 月 15 日起 6 个月, 1.6 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3.12 亿; 单价 ≤ 16
			2019.4.15 完毕	9.24	1745.6	16.13	1.06%	2018.10.15 起 6 个月, 1.6 亿 ≤ 增持金额 ≤ 3.12 亿; 单价 ≤ 16
002664.SZ	长鹰信质	16.71	2018.12.13 完毕	22.55	200	4.51	2.14%	增持完毕
			2019.2.11 完毕	22.06	317.84	7.01	2.75%	2018.2.21 起 12 个月, 0.7 亿 ≤ 增持金额 ≤ 2 亿
603678.SH	火炬电子	20.44	2018.2.28 完毕	23.86	210	5	1.00%	2018.2.1 起 12 个月, 增持金额 ≥ 5000 万
002366.SZ	台海核电	14.1	2018.6.14 完毕	16.57	149	2.47	0.37%	增持金额 ≥ 2 亿
002413.SZ	雷科防务	7.5						2018.5.2 起 12 个月, 增持股数 ≤ 1.5 亿
002829.SZ	星网宇达	23.44	2018.5.4 完毕	24.02	21.6	0.52	0.37%	2018.2.6 起 6 个月, 170 万 ≤ 增持股数 ≤ 420 万
300159.SZ	新研股份	6.18	2018.12.24 完毕	4.83	207	1	0.25%	2018.6.23 起 6 个月, 1000 万 ≤ 增持金额 ≤ 3000 万
300397.SZ	天和防务	27.55	2018.5.21 完毕	16.32	190	3.1	0.88%	2017.11.21 起 6 个月内, 3000 万 ≤ 增持金额 ≤ 5000 万, 单价 ≤ 26
			2018.12.20 完毕	9.8	103.56	1.02	0.29%	2018.6.22 起 6 个月内, 增持金额 ≥ 1000 万
300424.SZ	航新科技	19.03	2018.6.21 完毕	18	3	0.054	0.02%	
300456.SZ	耐威科技	30.8	截至 2018.6.16	31.25	249	7.78	2.35%	2017.5.19 起 12 个月, 增持金额 ≤ 1 亿。
300252.SZ	金信诺	14.17	2018.5.23 完毕	12.04	168	2	0.55%	
300342.SZ	天银机电	10.13	2018.11.6 完毕	11.83	595.5	7.05	4.01%	2018.6.20 起 6 个月, 增持金额 ≤ 1 亿元
000818.SZ	航锦科技	12.75	截至 2018.8.15	12.7	1207	15.3	2.54%	

002520.SZ	日发精机	8.49	截至 2018.9.5	6.9	95	0.655	0.33%	2018.9.5 起 12 个月, 增持数量 ≤ 95 万股
300324.SZ	旋极信息	7.75	2018.12.7 完毕	6.743	351.6	2.37	0.36%	
600590.SH	泰豪科技	7.86	2018.5.16 完毕	11.45	2619	30	8.05%	

资料来源: 中国银河证券研究院整理

表 8 年初至今的股票回购情况

证券代码	公司简称	股票回购日期	股票回购均价 (元)	股票回购金额 (千万)	自由流通市值占比	整个回购计划
600372.SH	中航电子	尚未进行				2019.1.21 起 12 个月; 1.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 18.5
002013.SZ	中航机电	尚未进行				2019.1.30 起 12 个月; 1.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 9.95
002179.SZ	中航光电	截至 2019.03.31	39.74	0.82	0.05%	2019.1.21 起 12 个月; 1.3 亿 ≤ 回购金额 ≤ 2.5 亿; 单价 ≤ 41
600482.SH	中国动力	截至 2018.12.12	22.47	39	2.19%	2018.10.25 起 6 个月; 2 亿 ≤ 回购金额 ≤ 4 亿; 单价 ≤ 34.5
		截至 2019.3.31	23.7	28.48	1.60%	2019.1.14-2019.7.12; 2.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 5 亿; 单价 ≤ 33.75
600764.SH	中国海防	2018.11.3 回购完成	23.96	2.3	0.69%	2018.11.2 起 6 个月; 0.15 亿 ≤ 回购金额 ≤ 0.23 亿; 单价 ≤ 40
603678.SH	火炬电子	截至 2018.11.20	17.2	2.4	0.48%	回购金额 ≤ 3 千万; 单价 ≤ 30
002413.SZ	雷科防务	2018.8.31 回购完成	6.42	10	1.91%	2018.6.22 起 2 个月; 1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 9
		截至 2019.3.31	5.67	10.09	1.93%	2018.11.14 起 6 个月; 3 亿 ≤ 回购金额 ≤ 5 亿; 单价 ≤ 9
300159.SZ	新研股份	2019.1.10 回购完成	5.49	10.1	2.57%	1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 10
300252.SZ	金信诺	截至 2019.3.31	13.56	0.41	0.11%	2018.7.16-2019.7.16; 回购金额 ≤ 1432 万; 单价 ≤ 14.32
300065.SZ	海兰信	截至 2018.11.30	13.7	9	2.28%	2018.2.22 起 12 个月; 8000 万 ≤ 回购金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 22
300342.SZ	天银机电	截至 2018.10.31	11.5	5	2.84%	2018.9.10 起 12 个月; 0.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 0.8 亿; 单价 ≤ 15
002171.SZ	楚江新材	截至 2018.3.22	7.15	15.1	3.61%	1.5 亿 ≤ 回购金额; 单价 ≤ 7.5
000818.SZ	航锦科技	截至 2018.6.30	12.4	5	0.83%	2 亿 ≤ 回购金额 ≤ 3 亿; 单价 ≤ 14
300416.SZ	苏试试验	截至 2019.3.31	20.87	5.82	4.10%	2018.12.5 起 12 个月; 0.5 亿 ≤ 回购金额 ≤ 1 亿; 单价 ≤ 22
002520.SZ	日发精机	截至 2019.3.31	7.33	11	5.49%	2018.11.09 起 12 个月; 1 亿 ≤ 回购金额 ≤ 2 亿; 单价 ≤ 11
300447.SZ	全信股份	尚未进行				2019.1.15 起 6 个月; 0.6 亿 ≤ 回购金额 ≤ 1.2 亿; 单价 ≤ 15; 400 万 (1.28%) ≤ 股份数量 ≤ 800 万 (2.56%)

资料来源: 中国银河证券研究院整理

经数据统计, 上市公司中增持/回购力度较大的公司有 5 家, 其增持和回购金额之和占自由流通市值的比重均高于 5%, 分别是中国动力 (13.21%)、中国海防 (10.54%)、泰豪科技 (8.05%)、天银机电 (6.85%) 和日发精机 (5.82%)。大股东的巨额增持/回购彰显了对公司未来发展的极大信心, 值得长期关注。

五、投资策略及组合表现

(一) 南船资本运作启动, 看好军工改革重组等领域投资机会

1. 看好以南船为代表的军工重组投资机会

2019 年 3 月 29 日, 中国船舶和中船防务两家公司发布停牌公告, 并在 4 月 5 日公告重大

重组置换预案，中国船舶成为了南船集团的整船制造平台，中船防务则是南船集团的船舶动力平台。

此前，国资委主任强调积极稳妥推进装备制造、造船等领域的战略重组，证监会领导表态加大军工政策支持力度，军工重组预期进一步提速。此次，南船打造专业化资产平台，强化了市场对于两船合并的预期。目前南北船集团仍有大量的未上市资产，在完成关系梳理以及科研院所改制后，未来两船资产证券化比例有望得到显著提升。

我们认为随着“十三五”末的到来，各大军工集团将迎来资产证券化目标考核的重要时间节点，为了更好地完成或接近完成既定目标，2019年至2020年军工行业资本运作将由点及面大范围铺开。当前二级市场投资者风险偏好开始明显提升，我们看好以南船、电科为代表的军工重组的投资机会。

2. 航空装备有望进入量价齐升的重要阶段，增长确定性较强

美国用于航空装备采购费用约占军费三成，相比之下，我国空军武器系统建设的缺口巨大。随着我国四代机加速列装替换、五代机逐步登上历史舞台，对航空装备的需求尤为迫切，行业增长确定性高。

航空产业链发展较为成熟完备，核心资产基本装入上市公司，集团公司资产证券化和军民融合化程度较高，看好未来航空产业链景气度的持续提升。此外，随着我国通用型直升机的定型和批产，直升机产业链有望迎来快速增长。作为中国航空工业集团直升机板块唯一上市平台，中直股份将充分受益于我国军民用直升机的发展。

3. 受益于国防信息化建设，信息化领域的投资高峰即将来临

国防信息化（信息化作战）是精确控制战争的最主要载体，也是现阶段国防信息化核心。利用信息技术和计算机技术，使预警探测、情报侦察、精确制导、火力打击、指挥控制、通信联络、战场管理等领域的信息采集、融合、处理、传输、显示联网，实现自动化和实时化。

我国国防正面临升级换代、军事信息化建设从“单项信息技术应用”到“信息系统集成”的转型期。随着信息化武器比重加大，军队改革影响逐渐消退，全新打造的联合作战体系必将催生军方的潜在需求向实质需求转化，实现战区互联互通，信息化需求必不可少，国防信息化领域的投资高峰即将来临。

（二）投资策略：龙头白马为基，积极布局真成长

2019年作为完成军队改革阶段性目标承前启后的关键一年，成长和改革仍将是行业主要投资逻辑。首先，军费的持续增长以及军工订单的补偿性增长带来的业绩增厚将是军工行业成长的重要支撑；其次，市场低迷催生的资产证券化提速预期也将贯穿全年，风险偏好修复的同时将助力行业估值的提升，基金军工持仓有望逐步走高，建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。其中龙头和白马重点推荐中航光电（002179.SZ）、中直股份（600038.SH）、航天发展（000547.SZ）、杰赛科技（002544.SZ）、四创电子（600990.SH）等，成长股推荐钢研高纳（300034.SZ）、中航电测（300114.SZ）、大立科技（002214.SZ）等。

(三) 推荐标的组合表现

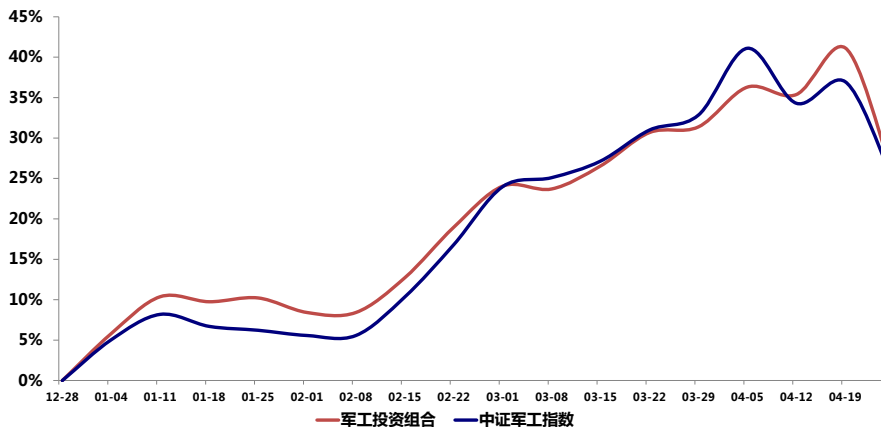
根据上述投资逻辑，我们于2018年12月28日（按当日收盘价计算投资成本）构建了包含有9支股票的等权重投资组合，并且每周都会根据情况对组合成分股进行调整（也可不调整）。截至2019年4月25日，我们的投资组合累计上涨27.70%，相对收益为1.15%，同期中证军工指数上涨26.55%。

表 9 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)
军工行业投资组合	000547.SZ	航天发展	国防信息化优质标的，看好公司业绩增长弹性	-8.31	48.35	26.49
	002214.SZ	大立科技	军品定型，订单大幅增长，看好公司业绩增长弹性	1.18	5.92	5.92
	002413.SZ	雷科防务	军工电子信息核心标的，股权结构变好	-14.5	-7.59	-2.85
	002544.SZ	杰赛科技	受益于5G通信行业高景气度	-8.07	41.28	19.42
	300034.SZ	钢研高纳	高温合金龙头，看好公司业绩增长弹性	-6.89	39.65	17.79
	600038.SH	中直股份	国内直升机龙头，受益于需求高增长	-10.22	14.37	-7.49
	600150.SH	中国船舶	国内船舶加工制造龙头，南北船合并预期较强	13.30	23.89	34.20
	600482.SH	中国动力	舰船动力龙头，受益于海军装备高速建设	-13.01	-7.90	-3.17
	600990.SH	四创电子	国内雷达行业龙头之一，优质资产注入预期较强	-8.08	-1.31	-3.34

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 推荐组合 19 年年初至今的表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

军工改革力度不及预期和军工企业订单不及预期的风险。

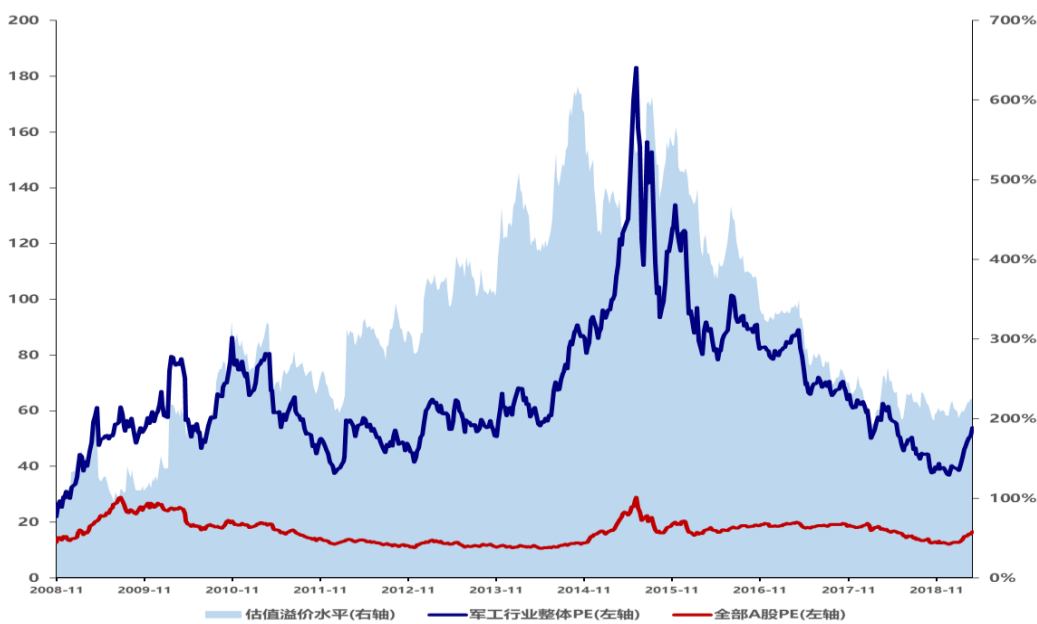
附录：国内外行业及公司估值情况

（一）国内军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由是11月6日随着中国航空工业集团组建成立，军工企业重组、整合与资本化运作成为新常态，资产注入预期正式作为重要的考量因素被纳入军工行业估值体系。II、银河军工行业股票池近似代替“军工行业整体”。

截至2019年4月19日，军工行业最近一年的滚动市盈率为51.66倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为16.66倍，分别较2008年底以来的PE（TTM）均值低15.88倍和低0.06倍。行业估值溢价率方面，目前军工股的估值溢价率较历史平均水平低103.12个百分点。当前值为210.1%，历史均值为313.2%。

图 23 军工行业估值溢价情况



资料来源：中国银河证券研究部整理

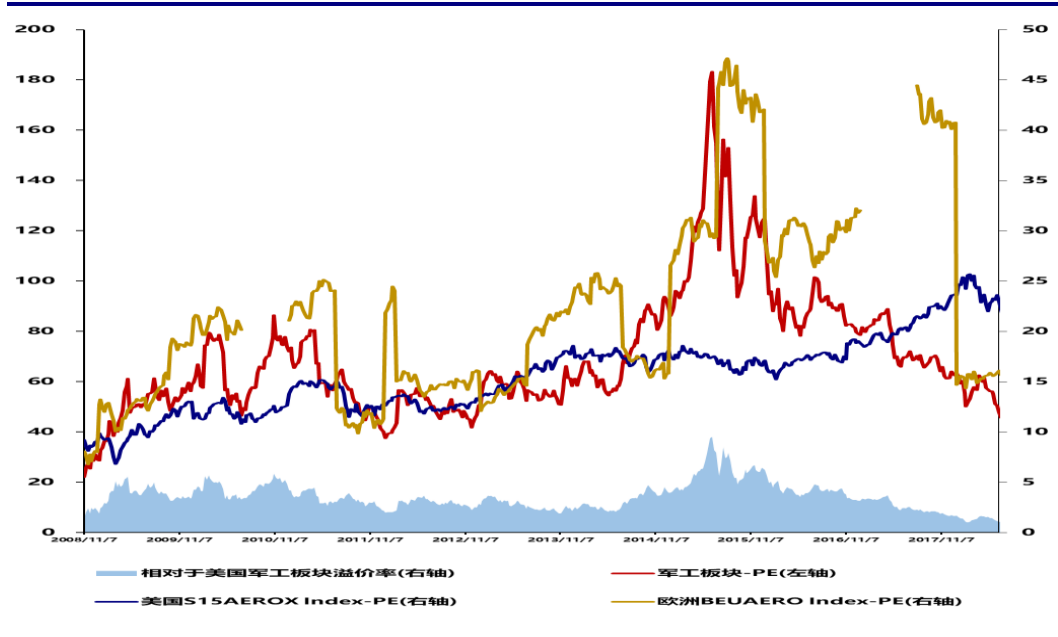
（二）国际军工行业估值及对比

说明：I、我们选取2008年11月6日至今的行业表现作为研究区间，理由同上。II、图表中的军工指数选用国防军工指数（CI005012），美国军工指数选用标普超级综合航天与国防行业指数（S15AEROX INDEX），欧洲军工指数选用彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）。III、估值指标选取PE（TTM）和PB，其中国外的PE（TTM）为扣除非经常损益之后的市盈率。

国内军工板块市盈率显著高于美欧市场，相对溢价率处于较低水平。以2019年4月19日收盘价计算，以国防军工指数表征的国内军工板块PE（TTM）为51.66倍，同期美国军工

板块为 18.73 倍，欧洲军工板块为 46.91 倍，我国军工板块 PE 显著高于美欧市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PE 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率较历史平均水平低 160.7 个百分点，当前值为 175.8%，历史均值为 336.5%。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 210.1 个百分点，当前值为 10.1%，历史均值为 220.2%。**我们认为国内军工指数市盈率估值水平普遍高于国际军工指数的原因主要有两方面**，一是中国综合国力快速增长，战略利益诉求不断增强，军费投入增速高于美欧等国并且仍可持续，因此国内军工行业未来 5 年的复合增速高于全球水平较为确定；二是国内军工集团仍有大量优质资产待证券化，美欧等国则较为少见，因此资产证券化提升预期也抬高了国内军工行业估值水平。

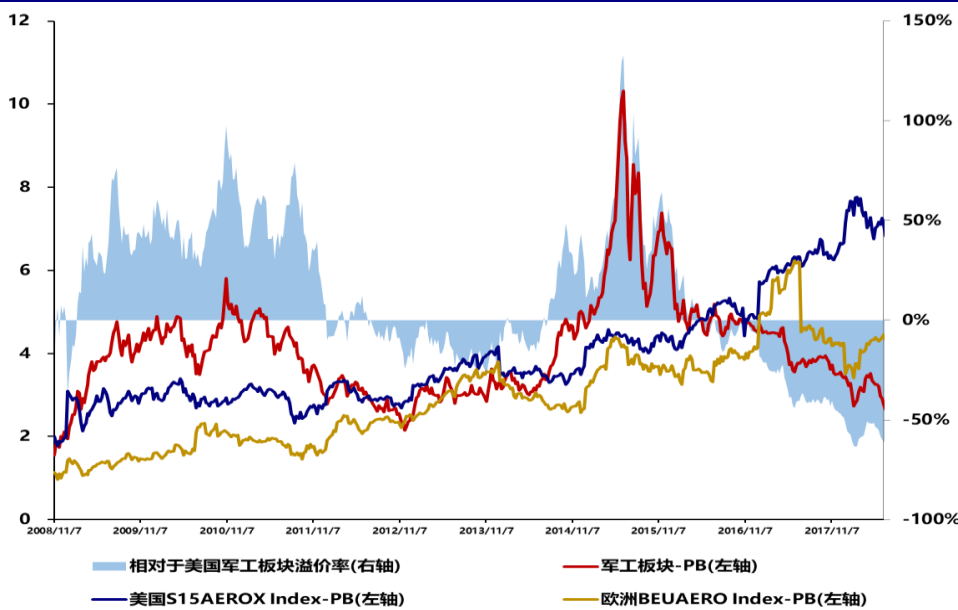
图 24 国际军工板块 PE 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

国内军工板块市净率均低于美欧市场，相对溢价率长期为负，且呈扩大趋势。以 2019 年 4 月 19 日收盘价计算，国内军工板块的市净率为 3.18 倍，同期美国军工板块为 6.83 倍，欧洲军工板块为 5.85 倍，我国军工板块 PB 均低于欧美市场。以中信军工指数对各国军工指数的 PB 溢价率计算，国内相对美国军工板块的溢价率除 2008 年至 2012 年底以及 2015 年中至 2016 年初之外，长期处于负值，并呈现扩大趋势。该指标当前值为 -53.5%，历史均值为 5.9%，较历史平均水平低 59.4 个百分点。国内相对欧洲军工板块的溢价率较历史平均水平低 98.8 个百分点，当前值为 -45.6%，历史均值为 53.2%。**国内军工指数市净率估值水平明显低于美欧市场，主要原因是美欧市场的军工上市公司绝大部分都是跨国企业，创新能力和盈利能力（ROE/ROIC）明显强于中国市场军工企业，但未来随着军品定价和军品采购等体制机制的完善以及军贸市场的积极拓展，国内军工企业盈利能力提升的同时，对比欧美市场的市净率水平也有望逐步收敛。**

图 25 国际军工板块 PB 比较



资料来源：中国银河证券研究部整理

（三）国内与国际重点公司估值及对比

说明：I、从北美、西欧和以色列筛选了 34 只具备成熟市场代表性的军工企业作为对比标的公司，其中包含了标普 500 航天与国防指数（S5AEROX INDEX）和彭博欧洲航空航天/国防业指数（BEUAERO INDEX）中全部 21 只成份股。II、从 A 股市场筛选出 20 只军工各细分领域的代表性上市公司。III、计算均值时会剔除异常值。

我们计算了海内外上市公司过去五年收入和利润的复合增速、估值以及市值情况。从收入增速角度看，海外公司过去五年复合增速均值为 3.88%，中位数为 3.28%，多数处于 -5%~8% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 22.45%，中位数为 25.79%，多数处于 10%~30% 区间，历史收入增速明显好于海外。从净利润增速角度看，过去五年复合增速均值为 13.40%，中位数为 10.59%，多数处于 -10%~20% 区间；相比来看，国内 A 股 20 家公司过去五年复合增速均值为 26.41%，中位数为 20.52%，多数处于 10%~30% 区间，历史利润增速同样明显好于海外。从创造价值能力来看，海外公司 ROE 和 RIIC 均值分别 18.04% 和 12.39%，中位数分别为 15.48% 和 10.41%；相比来看，国内 A 股 20 家公司的平均值为 7.70% 和 6.81%，中位数为 7.18% 和 5.67%，创造价值的的能力远低于海外。从估值角度看，重点看 PB、PS（TTM）和 2018 年预测 PE，海外上市公司平均数分别为 3.56 倍、1.67 倍和 20.66 倍，估值中位数为 2.98 倍、1.46 倍和 19.16 倍；相比来看，国内 A 股 20 家公司平均数分别为 3.60 倍、6.54 倍和 39.39 倍，估值中位数为 3.54 倍、3.10 倍和 34.33 倍。从估值角度看，国内军工企业市净率低于海外公司，而市盈率则明显高于海外公司，我们认为这一现象与国内公司 ROE/ROIC 水平较低且业绩长期持续较高增长息息相关。

表 10 海外主要上市公司相关指标

所在地 区	证券 代码	公司 简称	CAGR (过去五 年)						估值				市值 (亿美元)
			收入增 长	利润增 长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE(TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
北美地区	LMT	洛·马	3.46	11.10	9.39	N/A	2.80	40.38	17.31	17.87	1.66	63.35	889
	BA	波音	3.14	17.93	10.34	1048.62	2.16	70.85	21.23	25.02	2.18	636.41	2145
	GD	通用动力	3.19	7.25	9.24	28.88	2.31	18.14	15.49	15.87	1.44	4.35	511
	NOC	诺·格	4.06	10.59	10.73	42.16	1.71	13.02	13.17	14.90	1.62	5.86	478
	RTN	雷神	2.68	7.82	10.75	27.14	2.07	32.53	18.57	18.07	1.93	4.49	511
	TXT	德事隆	2.91	19.67	8.75	22.19	0.15	10.31	16.24	17.33	0.98	2.46	129
	HII	亨廷顿英戈尔斯工业	3.69	26.22	10.23	51.07	1.56	25.56	15.92	11.80	1.18	6.11	92
	HON	霍尼韦尔国际	1.37	11.51	16.18	37.08	1.94	13.86	18.76	21.16	3.10	6.56	1231
	LLL	L3 科技	-4.09	6.00	9.81	18.40	1.58	10.84	20.25	20.79	1.64	2.90	170
	UTX	联合技术	3.28	-1.63	7.92	15.48	2.15	6.86	17.50	19.16	1.65	3.07	1181
	COL	罗克韦尔柯林斯	14.13	10.30	11.91	15.70	0.94	8.96	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!
	TDG	TRANSDIGM	14.64	46.93	25.11	N/A	N/A	13.70	33.50	26.56	6.61	N/A	248
	ARNC	奥科宁克	3.16	N/A	4.58	12.38	0.40	9.86	15.25	15.18	0.69	1.75	91
	HRS	哈里斯	3.87	45.45	11.61	26.76	1.65	10.52	23.83	25.54	3.04	5.72	195
BBD/B	庞巴迪	-2.21	N/A	1.43	N/A	N/A	16.41	48.96	20.09	0.31	N/A	50	
	均值		3.82	16.86	10.53	27.02	1.49	20.12	21.14	19.17	2.13	4.33	566
	中位数		3.19	11.10	10.23	26.95	1.71	13.70	18.03	18.61	1.65	5.10	363
西欧地区	LDO	Leonardo	-2.21	78.61	4.16	11.70	1.32	4.76	14.52	12.77	0.50	1.36	69
	BA	英国宇航系统	-0.05	42.87	5.94	19.50	4.51	10.90	15.68	11.63	0.93	2.83	205
	RR	罗·罗	1.44	N/A	-15.26	N/A	1.01	-33.28	N/A	59.72	1.07	N/A	225
	MGGT	Meggitt	4.91	-5.08	8.60	7.45	3.21	5.58	22.41	15.49	1.93	1.62	52
	COB	英国飞行加油有限公司	0.81	N/A	3.94	6.62	N/A	6.02	37.52	22.84	1.46	2.29	35
	SNR	英国 Senior	6.90	-6.84	4.63	9.11	3.28	7.64	18.85	14.68	0.87	1.67	12
	ULE	超电控股	0.57	-3.23	4.22	6.94	3.38	7.05	34.93	14.59	1.48	2.69	14
	AIR	空中客车	2.05	15.70	4.79	29.85	1.37	15.26	30.58	27.42	1.46	9.59	1049
	AM	达索航空	2.19	4.51	11.19	14.32	1.63	10.41	18.80	18.15	2.10	2.52	122
	HO	泰利斯	4.54	11.36	6.19	18.49	1.93	13.61	23.33	20.35	1.44	4.03	258
	ZC	卓达宇航	8.30	-25.45	1.43	2.29	1.29	2.56	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!
	SAF	赛峰	8.23	N/A	6.10	12.05	1.47	8.77	41.48	25.71	2.53	4.50	606
	FII	LISI	7.44	4.29	5.60	10.59	1.52	6.67	16.61	17.57	0.94	1.72	18
MTX	MTU Aero	5.03	21.87	9.79	23.27	1.38	13.64	23.77	22.32	2.34	5.14	120	
FACC	FACC	11.55	N/A	5.29	9.15	1.01	5.75	23.83	18.38	0.88	2.31	8	

	KOG	Kongsberg Gruppen	-2.50	-10.61	4.87	7.03	2.00	4.13	24.96	23.88	1.21	1.78	26
	SAABB	萨博	6.90	12.12	3.96	7.84	1.43	7.06	28.18	23.95	1.11	2.16	46
		均值	3.89	10.78	4.44	12.26	2.05	5.68	25.03	21.84	1.39	3.08	186
		中位数	4.54	4.51	4.87	9.87	1.50	7.05	23.77	19.36	1.33	2.31	52
以色列	ESLT	埃尔比特系统	4.72	2.42	5.61	11.68	1.28	10.41	28.58	21.70	1.61	3.23	59
		全部均值	3.88	13.40	7.24	18.04	1.77	12.39	22.45	20.66	1.67	3.56	350
		全部中位数	3.28	10.59	6.19	15.48	1.61	10.41	20.74	19.16	1.46	2.98	129

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理备注: 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

表 11 国内主要上市公司相关指标

证券代码	公司名称	CAGR (过去五年)						估值				市值 (亿元)
		收入 增长	利润 增长	净利率	ROE	股息率	ROIC	PE (TTM)	PE(2018)	PS(TTM)	PB	
600893.SH	航发动力	25.99	26.91	4.15	5.82	0.53	3.88	0.00	46.19	2.68	1.92	547
000768.SZ	中航飞机	14.80	13.36	1.53	3.03	0.54	2.28	89.67	72.92	1.55	2.67	438
600038.SH	中直股份	33.34	31.56	3.78	6.49	0.56	5.82	51.26	42.94	2.27	3.10	247
600372.SH	中航电子	10.31	2.92	7.96	8.57	0.39	5.79	68.49	42.23	3.37	3.17	268
002013.SZ	中航机电	6.71	9.28	6.35	7.37	0.00	5.47	45.97	31.25	2.73	3.17	266
002179.SZ	中航光电	23.62	32.41	13.62	19.57	0.28	14.50	40.07	30.90	5.20	6.10	334
600760.SH	中航沈飞	45.32	84.87	3.62	13.67	0.00	15.51	137.45	59.07	43.99	6.73	428
600118.SH	中国卫星	11.63	8.65	6.68	8.42	0.48	7.08	63.28	44.59	4.22	4.18	269
002025.SZ	航天电器	19.01	15.18	13.22	12.71	0.96	12.20	33.28	28.37	3.99	4.10	112
000547.SZ	航天发展	40.87	18.06	13.14	4.58	0.00	5.24	40.01	32.90	6.73	1.93	161
600879.SH	航天电子	28.58	20.65	4.10	4.88	0.00	4.64	38.21	26.21	1.75	1.63	171
600562.SH	国睿科技	33.41	65.24	14.67	17.01	0.52	9.80	68.89	61.24	9.07	6.06	98
600990.SH	四创电子	38.20	33.00	4.06	11.96	0.25	8.34	47.40	23.51	2.54	3.65	77
002544.SZ	杰赛科技	33.56	18.75	3.55	8.31	0.77	9.95	56.30	24.51	2.82	3.49	81
601989.SH	中国重工	-7.90	-25.20	-0.62	1.23	0.20	-0.09	-115.14	34.33	2.60	1.08	1,265
600482.SH	中国动力	37.40	72.88	5.54	5.90	0.91	4.09	28.99	27.58	1.83	1.13	395
600967.SH	内蒙一机	31.30	25.25	4.40	8.52	0.29	5.56	42.66	31.30	1.26	2.61	185
300034.SZ	钢研高纳	8.16	-3.76	7.26	7.68	0.52	3.40	73.56	46.87	7.54	2.85	56
002413.SZ	雷科防务	-10.89	20.40	17.23	3.89	0.48	3.59	51.63	37.95	16.06	1.66	72
300065.SZ	海兰信	25.58	57.78	19.47	6.72	0.19	9.21	51.71	28.11	8.63	3.94	56
	均值	22.45	26.41	7.68	8.32	0.39	6.81	46.04	39.39	6.54	3.26	276
	中位数	25.79	20.52	5.94	7.53	0.44	5.67	49.33	34.33	3.10	3.14	216

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。备注: 为了对标海外, 这里的 PE (TTM) 为扣除非经常损益之后的市盈率

插图目录

图 1 中国历年国防预算情况.....	3
图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况.....	3
图 3 军队改革目标及成果.....	4
图 4 全军武器装备招标采购次数.....	5
图 5 我国十二大军工集团的历史沿革.....	9
图 6 我国十二大军工集团及其涉及领域.....	9
图 7 我国正在逐渐形成的“小核心、大协作、寓军于民”的军工产业格局.....	10
图 8 装备市场主体结构演变.....	10
图 9 未来军民融合装备市场主体结构.....	11
图 10 近期军民融合相关政策.....	11
图 11 军工集团产业结构.....	13
图 12 民口单位军品产值占比变化情况.....	13
图 13 1990 年至今美国军工行业兼并历程.....	14
图 14 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系.....	16
图 15 十二大军工集团资产证券化率数据.....	17
图 16 科研院所改制进度猜想.....	18
图 17 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况.....	22
图 18 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况.....	23
图 19 基金军工持仓占比与军工指数走势对比.....	24
图 20 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比.....	25
图 21 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比.....	26
图 22 推荐组合 19 年年初至今的表现.....	30
图 23 军工行业估值溢价情况.....	31
图 24 国际军工板块 PE 比较.....	32
图 25 国际军工板块 PB 比较.....	33

表格目录

表 1 2018Q1-Q3 军工板块利润表.....	6
表 2 2018Q1-Q3 军工板块资产负债表.....	7
表 3 2018Q1-Q3 军工板块现金流量表.....	8
表 4 央地军民融合基金发展情况.....	12
表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比.....	15
表 6 各军工集团混改思路.....	18
表 7 年初至今的股东增持情况.....	26
表 8 年初至今的股票回购情况.....	28
表 9 军工行业推荐组合及推荐理由.....	30
表 10 海外主要上市公司相关指标.....	34
表 11 国内主要上市公司相关指标.....	35

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受到任何形式的补偿。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。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
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
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn