

行业研究/中期策略

2019年05月14日

行业评级:

航天军工 增持 (维持)
航天军工 II 增持 (维持)

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbox@htsc.com

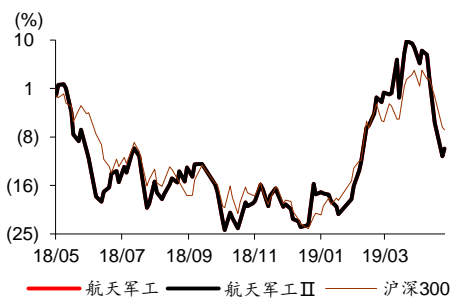
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1《航天军工: 行业周报(第十八周)》2019.05
- 2《航发动力(600893,买入): 受益下游均衡发展, 经营质量持续提升》2019.04
- 3《航新科技(300424,买入): 军品交付出现波折, 2019年有望步入正轨》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

改革加速, 成长可期

军工行业 2019 年度中期策略报告

地缘压力下改革成长加速推进, 行业有望迎来底部反转, 建议加大配置

在中美贸易摩擦持续升级, 美国对华政策愈加强硬的国际形势下, 强大军事实力是国家安全的重要保证和坚强后盾。同时, 强大的国防军工产业是科技兴军的关键, 因此在外部的地缘不稳定形势下, 有望加速推进军工改革和装备建设。我们认为, 制造业是决定全球趋势变革的主要力量, 军工是制造业中横跨行业多、技术全球领先、具有独立自主优势的大产业, 是制造强国战略的火车头, 军工有望在国企改革中担当重任。2019年两船合并预期上升, 军工集团资产证券化加速, 业绩驱动和主题投资机会并存, 我们认为行业有望迎来底部反转, 建议加大配置军工行业。

军工材料业绩增长明显, 军工行业景气度先验指标

2018年新材料板块营收同比增长8.5%, 归母净利润同比增长49.2%; 19Q1营收同比增长25.3%, 归母净利润同比增长28.9%。军工新材料行业处于整个军工产业上游, 率先受益于下游需求提升, 领先主机厂业绩约8~12月, 是军工板块景气度的先验指标。根据装备建设五年规划前低后高的规律, 目前处于十三五后期, 装备列装有望继续增长。在当前宏观经济整体下行压力较大的背景下, 武器装备采购费用来自于财政投入, 订单处在增长期, 国企改革红利释放潜力大, 又是未来引领我国高端制造产业升级的中坚力量, 逆周期投资价值凸显。

军工改革走向落地实施阶段, 关注混改和价格改革等投资机会

军工改革包括混改及股权激励、科研院所改制和资产证券化、军民融合、以及军品定价机制改革等。梳理改革进程可知, 2017年提出论证军品定价议价规则。2018年8月国资委推出国企改革行动方案, 2018年11月中航沈飞成为首家实施股权激励方案的军工总体类单位。2019年, 中国船舶、中船防务、航天长峰、航天动力等资产重组, 军工改革加速推进。我们认为, 尽管改革预期有高低, 改革进度有一定不确定性, 但军工改革将是必然趋势, 军工行业将在震荡中前行。

投资建议: 业绩驱动和改革预期两个维度进行选择

在地缘形势恶化的中长期背景和压力下, 亟需加速军工改革和装备建设, 我们认为以混改为代表的军工改革, 将给军工高端产业带来中长期制度红利; 以军机产业链为代表的高端装备行业正在从技术拐点走向财务拐点, 在军机20系列等机型上量、新材料、高精度导航、芯片国产化技术逐步成熟背景下, 建议重点投资军工高端制造产业机会。建议关注军机产业链、混改、军民融合等方面机会, 具有公司有, 业绩驱动: 航发动力、中航飞机、中直股份、内蒙一机、菲利华、火炬电子、航新科技、高德红外、华测导航等; 改革预期: 四创电子、国睿科技、航天科技等。

风险提示: 军费增长低于预期, 改革进度不达预期, 产品质量与安全生产风险, 武器装备研制进度不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600038	中直股份	40.40	买入	0.87	1.07	1.3	1.55	46.44	37.76	31.08	26.06
603678	火炬电子	19.18	买入	0.74	0.89	1.03	1.18	25.92	21.55	18.62	16.25
600893	航发动力	23.24	买入	0.47	0.5	0.58	0.67	49.45	46.48	40.07	34.69

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

2019Q1 航空及军工材料业绩靓丽，存在结构性机会	4
业绩回顾：军工材料是军工行业先验指标，预示军工行业高增长拐点临近	4
市场表现：回归产业趋势震荡上行，军工板块有望否极泰来	10
投资建议：改革、成长和地缘催化共振，建议加大配置	11
军工改革加速，资产证券化主题有望贯穿全年	13
军工改革六大方向	13
投资建议：从集团定位、资产体量和高端装备角度选受益标的	15
军工成长大幕拉开，高增长拐点显现	16
航空装备：高端装备逐步成熟，战略空军发展提速	16
航天装备：陆海空天导弹需求大，军民融合潜力足	19
海军装备：舰船持续建设，民船制造筑底前行	20
海军装备需求旺盛，带动军船建造产业持续繁荣	20
航运市场底部企稳，头部船企竞争力加强	20
中船工业集团资产重组，子公司平台地位逐渐明晰	21
陆军装备：精确打击和立体作战是方向，装甲车和直升机需求大	23
国防信息化：建设进程持续加快，雷达和卫星导航产业未来有望充分受益	25
军民融合：国家战略加速推进，高端装备发展破茧成蝶	27
新一代武器装备用新材料比例提升，军工产业发展带动新材料需求旺盛	27
装备加速列装，上游军工材料企业率先反映	27
投资建议：复材产业链具备投资价值，建议关注优质军工复材企业	28
建议关注公司：火炬电子、菲利华、光威复材、隆华科技、楚江新材	28
无人化装备：军事智能化装备，未来军用飞机重点发展方向之一	30
投资机会	31
航空航天高端配套：协同保障加速产能释放，民用航空商业航天前景广阔	31
投资机会	32
雷达和高精度技术成果民用化空间广阔，搭“科创板”东风看好军工芯片	33
投资建议：关注电科集团资产注入进展，高精度行业布局正当时	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：航空板块公司 2018 年年报业绩情况	4
图表 2：航空板块公司 2019 年一季报业绩情况	5
图表 3：航天板块公司 2018 年年报业绩情况	5
图表 4：航天板块公司 2019 年一季报业绩情况	6
图表 5：舰船板块公司 2018 年年报业绩情况	6
图表 6：舰船板块公司 2019 年一季度业绩情况	7
图表 7：地面兵装板块公司 2018 年年报业绩情况	7

图表 8: 地面兵装板块公司 2019 年一季报业绩情况	7
图表 9: 军工信息化和卫星导航板块公司 2018 年年报业绩情况	8
图表 10: 军工信息化和卫星导航板块公司 2019 年一季报业绩情况	8
图表 11: 民参军板块公司 2018 年年报业绩情况	9
图表 12: 民参军板块公司 2019 年一季报业绩情况	9
图表 13: 军工材料板块公司 2018 年年报业绩情况	10
图表 14: 军工材料板块公司 2019 年一季报业绩情况	10
图表 15: 2016 年以来国防军工指数走势	11
图表 16: 国防军工板块估值水平 PE (TTM) 变化趋势	11
图表 17: 华泰军工“一二三七”军工投资发展框架体系	12
图表 18: 军工国企改革方向和可能实施内容	13
图表 19: 军工集团资产证券化比例概况 (数据来源自 2017 年报)	14
图表 20: 2018~2019Q1 军工集团资产证券化整理	14
图表 21: 2018 珠海航展期间歼 20 首次飞行中展示弹仓挂载	16
图表 22: 2019 年 4 月我国新式固定翼反潜巡逻机曝光	16
图表 23: 空降兵武装直升机实弹射击训练	17
图表 24: 我国装备的歼 16 机群	17
图表 25: 我国航空力量仍有较大的发展空间, 新型号进入爬坡上量阶段	17
图表 26: 055 型大型区域防空驱逐舰参加青岛阅舰式	19
图表 27: 火箭军战备训练	19
图表 28: 2001 年以来 BDI 指数走势图	21
图表 29: 近年 BDI 指数走势对比图	21
图表 30: 全球海运贸易及船队运力供给增速	21
图表 31: 99 系列主战坦克已经达到国际先进水平	23
图表 32: 武直 10 是陆航部队的主要装备	23
图表 33: 2015 年以来陆军军队变化和主要装备	24
图表 34: 典型军用飞机用材比例	27
图表 35: 军工行业上游材料企业 2018 年业绩增长较为显著	28
图表 36: 全球无人系统 (无人车、无人值守、无人机、无人船)	31
图表 37: 国产大型客机 C919 三号机首次试飞	32
图表 38: 国内民营火箭公司蓝箭航天发布新型火箭产品	32
图表 39: 我国主要 FPGA 企业产品	34
图表 40: 华睿 1 号与华睿 2 号	35
图表 41: 魂芯二号 A	35

2019Q1 航空及军工材料业绩靓丽，存在结构性机会

业绩回顾：军工材料是军工行业先验指标，预示军工行业高增长拐点临近
航空装备稳健增长，均衡生产推动产业链经营改善。2018年航空板块整体实现营收1376亿元，同比增长5.70%；归母净利润65.62亿元，同比增长10.64%。其中：主机厂营收增长5.17%，归母净利润增长15.23%；航空配套企业营收增长6.79%，归母净利润增长7.00%。2019Q1航空板块整体实现营收273亿元，同比增长33.75%；归母净利润7.32亿元，同比增长97.39%。其中：主机厂营收增长43.66%，利润合计2.75亿元，实现扭亏；航空配套企业营收增长19.15%，归母净利润增长22.91%。

总体来看，航空板块18年整体增长不大，但2019年一季度营收及利润增长比较明显。其主要原因是中航工业集团推动均衡化生产，业绩由原来集中于四季度确认的模式逐步向年内各季度均衡确认的模式转变。例如，中航沈飞19Q1营收增长191.27%，归母净利润近2亿，较去年同期亏损0.22亿有显著改善。我们认为，航空装备是衡量一个国家军事装备水平的主要方面，也是我国未来国防装备建设的重点方向。随着新一代20系列机型不断成熟，我国战略空军建设开始加速推进，对航空装备板块构成坚实的订单基础，未来利润有望持续上行，具备逆经济周期投资价值。

图表1：航空板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
000768.SZ	中航飞机	310.7888	4.71	334.68	5.58	7.69%	18.38%	运20进入列装期，均衡化生产
600038.SH	中直股份	120.4811	4.55	130.66	5.10	8.44%	12.07%	新型直升机研制进度
600760.SH	中航沈飞	194.5854	7.07	201.51	7.43	3.56%	5.16%	歼15、歼16进入批产期
600316.SH	洪都航空	25.3002	0.31	24.18	1.48	-4.44%	383.59%	高教机的列装进度
600893.SH	航发动力	225.5500	9.60	231.02	10.64	2.43%	10.82%	航空发动机龙头，费用大幅降低
主机企业合计		876.71	26.24	922.05	30.24	5.17%	15.23%	
600372.SH	中航电子	70.23	5.42	76.43	4.79	8.83%	-11.63%	军用航电设备龙头
002013.SZ	中航机电	111.81	7.18	116.37	8.37	4.08%	16.49%	军用航空机电业务发展态势良好
300114.SZ	中航电测	12.41	1.29	13.88	1.56	11.87%	20.66%	军用机载电测类表现好
600765.SH	中航重机	56.63	1.65	54.44	3.33	-3.86%	102.49%	国际合作进展较快
002179.SZ	中航光电	63.62	8.25	78.16	9.54	22.86%	15.56%	军民连接器实力强
600862.SH	中航高科	30.44	0.84	26.53	3.04	-12.86%	263.85%	复合材料业务前景广阔
000738.SZ	航发控制	25.53	2.18	27.46	2.59	7.56%	19.15%	聚焦主业，降本增效
600391.SH	航发科技	22.59	0.47	23.64	-3.03	4.67%	-746.47%	加大战略产品科研力度
300034.SZ	钢研高纳	6.75	0.58	8.93	1.07	32.25%	83.49%	重点型号表现出色
300424.SZ	航新科技	4.73	0.67	7.55	0.50	59.40%	-24.58%	自动化测试设备前景广阔
300159.SZ	新研股份	18.54	4.05	18.80	2.97	1.39%	-26.67%	军用航空制造业务实力较强
300581.SZ	晨曦航空	1.78	0.49	1.74	0.65	-2.21%	33.12%	航空惯导业务技术实力强
配套企业合计		425.05	33.07	453.93	35.38	6.79%	7.00%	
总体合计		1301.76	59.31	1375.98	65.62	5.70%	10.64%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图2: 航空板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航空装备类								
000768.SZ	中航飞机	52.51	0.27	63.75	0.39	21.42%	46.13%	运20进入列装期, 均衡化生产
600038.SH	中直股份	21.41	0.71	23.87	0.79	11.50%	11.50%	新型直升机研制进度
600760.SH	中航沈飞	17.46	-0.22	50.85	1.98	191.27%	——	歼15、歼16进入批产期
600316.SH	洪都航空	2.46	-0.19	2.80	-0.45	13.68%	——	高教机的列装进度
600893.SH	航发动力	27.75	-0.58	33.40	0.04	20.36%	——	航空发动机龙头, 费用大幅降低
主机企业合计		121.59	-0.01	174.68	2.75	43.66%	——	
600372.SH	中航电子	9.02	-0.60	12.63	-0.37	39.91%	——	军用航电设备龙头
002013.SZ	中航机电	24.08	0.47	24.63	0.58	2.29%	23.55%	军用航空机电业务发展态势良好
300114.SZ	中航电测	3.05	0.23	3.21	0.31	5.28%	32.15%	军用机载电测类表现好
600765.SH	中航重机	10.61	0.27	12.01	0.29	13.15%	8.18%	国际合作进展较快
002179.SZ	中航光电	14.77	1.67	21.56	2.33	45.95%	39.14%	军民连接器实力强
600862.SH	中航高科	7.09	0.49	6.83	1.14	-3.56%	134.57%	复合材料业务前景广阔
000738.SZ	航发控制	5.51	0.58	6.14	0.67	11.51%	15.70%	聚焦主业, 降本增效
600391.SH	航发科技	3.85	-0.12	4.85	-0.23	26.11%	——	加大战略产品科研力度
300034.SZ	钢研高纳	1.62	0.20	2.99	0.32	85.21%	54.76%	重点型号表现出色
300424.SZ	航新科技	0.76	0.02	2.33	0.00	207.24%	-84.73%	自动化测试设备前景广阔
300159.SZ	新研股份	1.97	0.50	0.86	-0.50	-56.09%	-199.79%	军用航空制造业务实力较强
300581.SZ	晨曦航空	0.17	-0.01	0.24	0.03	37.51%	——	航空惯导业务技术实力强
配套企业合计		82.49	3.72	98.29	4.57	19.15%	22.91%	
总体合计		204.08	3.71	272.96	7.32	33.75%	97.39%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

航天装备平稳增长, 航天防务建设有望构成业绩催化。目前, 航天板块仍有大量资产在上市公司体外, 资产注入预期构成航天板块主要投资逻辑。在航天装备板块中, 仅有中国卫星、航天电子、航天电器、航天发展这4家上市公司拥有核心军品业务。2018年这四家公司实现营收274.6亿元, 同比增长7.52%; 归母净利润16.82亿元, 同比增长10.11%; 2019Q1这四家公司实现营收54.51亿元, 同比增长9.99%; 归母净利润3.32亿元, 同比增长11.65%。我们认为, 随着十三五末期航天重大工程推进和火箭军装备建设, 航天装备板块将有望迎来快速发展期。

图3: 航天板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航天装备类								
600118.SH	中国卫星	73.85	4.10	75.83	4.18	2.68%	1.96%	上市公司卫星制造龙头
600879.SH	航天电子	130.54	5.25	135.30	4.57	3.65%	-12.99%	航天军品增速较高
002025.SZ	航天电器	26.12	3.11	28.34	3.59	8.50%	15.27%	军品业务比重大, 弹性高
000547.SZ	航天发展	24.91	2.81	35.16	4.48	41.15%	59.34%	电子蓝军及仿真业务快速增长
合计1		255.42	15.27	274.63	16.82	7.52%	10.11%	
其他航天类								
600855.SH	航天长峰	15.04	0.10	21.10	0.76	40.31%	635.45%	大股东资产注入预期
000901.SZ	航天科技	58.02	1.70	58.01	1.57	-0.01%	-7.78%	大股东资产注入预期
600501.SH	航天晨光	26.36	0.12	26.32	-1.65	-0.14%	-1506.87%	大股东资产注入预期
600343.SH	航天动力	18.41	0.16	18.88	0.23	2.57%	46.17%	大股东资产注入预期
600677.SH	航天通信	101.96	1.00	125.06	2.10	22.66%	109.27%	大股东资产注入预期
300455.SZ	康拓红外	2.95	0.72	3.12	0.76	5.92%	5.44%	轨交领域红外检测
合计		222.73	3.80	252.49	3.77	13.36%	-0.91%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 航天板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
航天装备类								
600118.SH	中国卫星	12.74	0.60	13.31	0.65	4.45%	8.35%	上市公司卫星制造龙头
600879.SH	航天电子	26.76	1.00	26.94	0.86	0.68%	-13.65%	航天军品增速较高
002025.SZ	航天电器	4.82	0.65	6.72	0.78	39.45%	20.01%	军品业务比重大, 弹性高
000547.SZ	航天发展	5.24	0.73	7.54	1.03	43.90%	41.58%	电子蓝军及仿真业务快速增长
合计 1		49.56	2.98	54.51	3.32	9.99%	11.65%	
其他航天类								
600855.SH	航天长峰	1.61	-0.23	2.54	-0.27	57.84%	—	大股东资产注入预期
000901.SZ	航天科技	13.78	-0.10	13.56	-0.08	-1.61%	—	大股东资产注入预期
600501.SH	航天晨光	4.32	0.02	3.91	-0.11	-9.58%	-772.89%	大股东资产注入预期
600343.SH	航天动力	3.22	0.03	3.54	0.03	10.10%	1.56%	大股东资产注入预期
600677.SH	航天通信	27.73	-0.13	15.77	1.24	-43.12%	—	大股东资产注入预期
300455.SZ	康拓红外	0.41	0.13	0.51	0.13	23.15%	1.44%	轨交领域红外检测
合计		51.07	-0.29	39.83	0.94	-22.01%	—	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2018年, 船舶板块上市公司整体营业收入同比变化不大, 归母净利润同比增长显著, 主要原因是2018年中国船舶实现盈利。2018年船舶板块整体实现营收1183亿元, 同比增长3.8%; 归母净利润12.57亿元, 同比增长238%, 利润增长的主要原因是中国船舶、中国重工、中船防务3家总装企业引入债转股后财务费用下降明显, 3家企业财务费用合计减少20.84亿元。2019Q1船舶板块营收增长12.5%, 归母净利润增长15.22%, 主要是船舶配套企业增长较高, 总装厂的营收及利润增长不大。我们认为, 2019年船舶板块重组预期较强, 且目前民船制造行业处于周期底部, 未来海军装备建设投资有望维持高位, 民船制造行业有望逐步复苏, 船舶板块企业营收与净利润有望保持稳步增长。

图表5: 舰船板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
601989.SH	中国重工	387.74	8.38	444.84	6.73	14.72%	-19.68%	民船订单持续增长、债转股降
600150.SH	*ST 船舶	166.91	-23.00	169.10	4.89	1.31%	—	海工业务剥离、债转股降杠杆
600685.SH	中船防务	223.13	0.88	192.14	-18.69	-16.17%	-3600.46%	订单增长显著、债转股降杠杆
船舶总装厂合计		777.79	-13.75	806.07	-7.07	3.64%	—	
600482.SH	中国动力	275.13	11.68	296.62	13.48	7.81%	15.33%	化学动力与军用动力稳步增长
600764.SH	中国海防	3.63	0.82	3.51	0.67	-3.36%	-17.33%	优质资产注入
300527.SZ	中国应急	25.07	2.10	26.53	2.24	5.83%	6.33%	军品业务稳步增长
300516.SZ	久之洋	3.11	0.45	4.67	0.46	50.08%	2.76%	毛利率下滑明显
600072.SH	中船科技	42.64	0.30	32.64	0.65	-23.44%	115.09%	业务转型
300065.SZ	海兰信	8.05	1.03	7.70	1.06	-4.41%	2.19%	近海雷达网
600416.SH	湘电股份	97.06	0.91	61.99	-19.12	-36.13%	-2196.33%	风电业务下滑拖累业绩
300600.SZ	瑞特股份	4.15	1.08	4.89	1.08	17.68%	0.51%	军品稳步增长
配套企业合计 (剔除湘电股)		361.78	17.46	376.55	19.64	4.08%	12.44%	
总计 (剔除湘电股份)		1139.57	3.72	1182.63	12.57	3.78%	238.00%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图6: 舰船板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018 Q1		2019 Q1		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
601989.SH	中国重工	61.15	2.74	60.65	5.29	-0.82%	92.90%	民船订单持续增长、债转股降
600150.SH	*ST 船舶	29.64	0.72	46.08	0.04	55.45%	-94.83%	海工业务剥离、债转股降杠杆
600685.SH	中船防务	30.79	-0.34	24.95	-2.09	-18.96%	522.00%	订单增长显著、债转股降杠杆
船舶总装厂合计		121.58	3.13	131.68	3.24	8.30%	3.66%	
600482.SH	中国动力	56.37	1.77	70.30	1.78	24.70%	0.65%	化学动力与军用动力稳步增长
600764.SH	中国海防	0.51	0.03	0.58	0.11	14.14%	278.40%	优质资产注入
300527.SZ	中国应急	3.26	0.05	3.28	0.07	0.69%	30.82%	军品业务稳步增长
300516.SZ	久之洋	0.86	0.10	1.06	0.10	22.75%	5.79%	毛利率下滑明显
600072.SH	中船科技	5.80	0.11	5.24	0.86	-9.70%	672.99%	业务转型
300065.SZ	海兰信	1.55	0.29	1.63	0.29	4.61%	-0.56%	近海雷达网
600416.SH	湘电股份	9.74	-1.82	15.08	-1.32	54.88%	——	风电业务下滑拖累业绩
300600.SZ	瑞特股份	0.89	0.24	0.96	0.14	7.61%	-42.44%	军品稳步增长
配套企业合计(剔除湘电股)		69.24	2.59	83.03	3.35	19.92%	29.17%	
总计(剔除湘电股份)		190.82	5.72	214.71	6.59	12.52%	15.22%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

地面兵装板块 18 年及 19Q1 平稳, 19 年订单有望明显增长。2018 年地面兵装板块实现营收 350.9 亿元, 同比增长 5.3%, 实现归母净利润 13.75 亿元, 同比增长 23.7%; 19Q1 实现营收 60.27 亿元, 同比下降 7.9%, 实现归母净利润 2.67 亿元, 同比增长 17.8%。目前, 我国陆军正处于战略转型期, 装备建设开始摆脱“大而全”建设思路, 朝着加强数字化、立体化、特种化、无人化装备建设的方向迈进。我们认为, 陆军主战装备存量更新以及对外军贸出口空间广阔, 预计未来有望迎来订单的明显增长。

图7: 地面兵装板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
600967.SH	内蒙一机	119.67	5.25	122.67	5.34	2.50%	1.67%	陆军装甲总装龙头
600184.SH	光电股份	18.86	0.44	24.22	0.58	28.43%	30.51%	兵器集团唯一光电上市平台
600435.SH	北方导航	19.56	0.47	19.99	0.50	2.22%	4.76%	导航集团资产注入预期
000519.SZ	中兵火箭	47.75	1.26	49.54	3.47	3.73%	175.52%	智能弹药上市平台
600480.SH	凌云股份	118.45	3.31	122.52	2.72	3.44%	-17.82%	股权激励
600262.SH	北方股份	8.90	0.37	11.96	1.14	34.28%	205.28%	兵器集团火炮上市平台
合计		333.20	11.11	350.89	13.75	5.31%	23.72%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图8: 地面兵装板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
600967.SH	内蒙一机	15.35	0.60	16.74	1.37	9.03%	126.96%	陆军装甲总装龙头
600184.SH	光电股份	5.44	0.03	2.16	0.04	-60.19%	28.17%	兵器集团唯一光电上市平台
600435.SH	北方导航	1.79	-0.10	1.58	-0.04	-11.75%	——	导航集团资产注入预期
000519.SZ	中兵火箭	9.13	0.85	10.52	0.72	15.23%	-14.48%	智能弹药上市平台
600480.SH	凌云股份	31.07	0.68	27.67	0.48	-10.95%	-29.05%	股权激励
600262.SH	北方股份	2.68	0.21	1.60	0.09	-40.24%	-57.00%	兵器集团火炮上市平台
合计		65.46	2.27	60.27	2.67	-7.92%	17.81%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国防信息化是未来的装备发展方向, 18 及 19Q1 业绩波动不影响长期看好。国防信息化板块: 18 年实现营收 389 亿元, 同比增长 14%, 实现归母净利润 21.7 亿元, 同比下降 10.84%; 19Q1 实现营收 64.98 亿元, 同比增长 2.3%, 实现归母净利润 2.38 亿元, 同比下降 33.5%。此板块民参军企业较多, 受下游采购波动影响较大。我们认为, 军工电子企业是国防信息化产业链最上游, 或将率先受益于军用信息化建设加快, 未来业绩有望增长。

图9：军工信息化和卫星导航板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
国防信息								
600990.SH	四创电子	50.57	2.01	52.46	2.57	3.75%	27.82%	资产注入
600562.SH	国睿科技	11.54	1.69	10.43	0.38	-9.63%	-77.68%	资产注入
002544.SZ	杰赛科技	59.78	2.02	62.68	0.14	4.86%	-93.17%	资产注入
002465.SZ	海格通信	33.52	2.93	40.70	4.30	21.41%	46.68%	军工订单恢复
000547.SZ	航天发展	24.91	2.81	35.16	4.48	41.15%	59.34%	电子蓝军快速增长
000561.SZ	烽火电子	12.17	0.70	12.24	0.87	0.58%	24.10%	股权激励
000801.SZ	四川九洲	31.65	0.07	37.95	0.89	19.90%	1118.60%	资产证券化
002383.SZ	合众思壮	22.88	2.42	23.00	1.91	0.54%	-20.86%	高精度全产业链业务齐发力
002151.SZ	北斗星通	22.04	1.05	30.51	1.07	38.42%	1.66%	北斗芯片业务
300045.SZ	华力创通	5.71	0.81	6.79	1.18	18.94%	45.20%	通导一体化
300101.SZ	振芯科技	4.41	0.31	4.44	0.16	0.54%	-47.05%	军品订单恢复
300627.SZ	华测导航	6.78	1.29	9.52	1.05	40.39%	-18.56%	高精度业务布局全面
300177.SZ	中海达	10.21	0.67	12.89	0.95	26.26%	42.39%	高精度业务发展快
300065.SZ	海兰信	8.05	1.03	7.70	1.06	-4.41%	2.19%	海军信息化
300324.SZ	旋极信息	32.97	3.89	38.55	0.51	16.92%	-87.00%	国防信息化
002829.SZ	星网宇达	4.10	0.63	4.02	0.19	-1.77%	-70.49%	智能无人产业开拓
合计 1		341.29	24.34	389.04	21.70	13.99%	-10.84%	
军工电子								
002025.SZ	航天电器	26.12	3.11	28.34	3.59	8.50%	15.27%	订单快速增长
002179.SZ	中航光电	63.62	8.25	78.16	9.54	22.86%	15.56%	军民连接器实力强
合计 2		169.92	13.40	159.88	15.72	-5.91%	17.26%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图10：军工信息化和卫星导航板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
国防信息								
600990.SH	四创电子	2.93	-0.59	2.99	-0.58	2.12%	—	资产注入
600562.SH	国睿科技	1.75	0.18	2.06	0.17	17.69%	-1.55%	资产注入
002544.SZ	杰赛科技	9.79	0.33	11.09	0.26	13.31%	-22.85%	资产注入
002465.SZ	海格通信	7.62	0.27	7.55	0.31	-1.00%	16.45%	军工订单恢复
000547.SZ	航天发展	5.24	0.73	7.54	1.03	43.90%	41.58%	电子蓝军快速增长
000561.SZ	烽火电子	1.77	-0.19	1.73	-0.18	-2.28%	—	股权激励
000801.SZ	四川九洲	7.16	0.04	6.72	0.07	-6.14%	70.08%	资产证券化
002383.SZ	合众思壮	5.23	0.54	2.97	-0.28	-43.12%	-152.42%	高精度全产业链业务齐发力
002151.SZ	北斗星通	6.24	0.04	5.91	-0.17	-5.29%	-513.74%	北斗芯片业务
300045.SZ	华力创通	0.79	-0.09	1.56	0.10	96.62%	—	通导一体化
300101.SZ	振芯科技	1.03	0.26	1.01	0.03	-1.87%	-86.82%	军品订单恢复
300627.SZ	华测导航	1.55	0.12	1.88	0.18	21.26%	56.06%	高精度业务布局全面
300177.SZ	中海达	2.41	0.21	2.70	0.22	12.42%	4.92%	高精度业务发展快
300065.SZ	海兰信	1.55	0.29	1.63	0.29	4.61%	-0.56%	海军信息化
300324.SZ	旋极信息	7.65	1.40	6.84	0.86	-10.53%	-38.39%	国防信息化
002829.SZ	星网宇达	0.80	0.04	0.80	0.04	-0.32%	8.56%	智能无人产业开拓
合计 1		63.51	3.57	64.98	2.38	2.32%	-33.50%	
军工电子								
002025.SZ	航天电器	4.82	0.65	6.72	0.78	39.45%	20.01%	订单快速增长
002179.SZ	中航光电	14.77	1.67	21.56	2.33	45.95%	39.14%	军民连接器实力强
合计 2		34.39	3.18	39.86	4.17	15.92%	31.18%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

民参军板块 18 年较为困难，19Q1 业绩下滑趋势减缓，具有较大的边际改善弹性。民参军板块 2018 和 2019Q1 整体利润下降较多：2018 实现营业收入 101.65 亿元，同比增加 11.58%，实现归母净利润 17.27 亿元，同比下滑 125.2%。2019Q1 实现营业收入 18.98 亿元，同比增加 9.9%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比下降 42.04%。民参军企业目前主要为二三四级配套商，为军工系统内企业提供配套服务，回款速度相对较慢，同时订单

存在一定波动性，导致 19Q1 业绩下降明显。但一些掌握核心技术且体制灵活的民参军企业，在武器装备生产许可目录放开，国家鼓励有技术优势企业进入军工配套的环境下，有望实现业绩快速增长，边际改善弹性较大。

图表11：民参军板块公司 2018 年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
603678.SH	火炬电子	18.88	2.37	20.24	3.33	7.21%	40.71%	陶瓷电容龙头，新材料空间广阔
002414.SZ	高德红外	10.16	0.58	10.84	1.32	6.61%	125.98%	掌握红外探测器核心技术
300424.SZ	航新科技	4.73	0.67	7.55	0.50	59.40%	-24.58%	ATE 与飞参龙头
300447.SZ	全信股份	5.67	1.23	6.48	-2.53	14.33%	-305.64%	军用光电传输龙头
300581.SZ	晨曦航空	1.78	0.49	1.74	0.65	-2.21%	33.12%	航空惯性导航产品空间广阔
002520.SZ	日发精机	15.51	0.59	19.69	1.51	26.95%	154.71%	外延并购，转型航空航天
300159.SZ	新研股份	18.54	4.05	18.80	2.97	1.39%	-26.67%	规模和技术优势明显
002519.SZ	银河电子	16.24	1.87	15.19	-11.67	-6.47%	-722.91%	军用特种车辆零部件
300342.SZ	天银机电	7.73	1.91	7.46	0.97	-3.52%	-48.94%	拓展雷达业务
300474.SZ	景嘉微	3.06	1.19	3.97	1.42	29.71%	19.74%	国产 GPU 龙头
002413.SZ	雷科防务	7.67	1.23	9.94	1.36	29.57%	11.19%	雷达技术领先
合计		91.10	13.80	101.65	-3.48	11.58%	-125.22%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：民参军板块公司 2019 年一季报业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
603678.SH	火炬电子	3.76	0.55	4.64	0.72	23.53%	31.13%	陶瓷电容龙头，新材料空间广阔
002414.SZ	高德红外	1.48	0.02	1.77	0.06	19.33%	262.36%	掌握红外探测器核心技术
300424.SZ	航新科技	0.76	0.02	2.33	0.00	207.24%	-84.73%	ATE 与飞参龙头
300447.SZ	全信股份	1.39	0.31	1.24	0.24	-10.74%	-20.22%	军用光电传输龙头
300581.SZ	晨曦航空	0.17	-0.01	0.24	0.03	37.51%	—	航空惯性导航产品空间广阔
002520.SZ	日发精机	4.27	0.36	4.72	0.42	10.39%	16.82%	外延并购，转型航空航天
300159.SZ	新研股份	1.97	0.50	0.86	-0.50	-56.09%	-199.79%	规模和技术优势明显
002519.SZ	银河电子	3.45	0.40	2.95	0.35	-14.28%	-12.73%	军用特种车辆零部件
300342.SZ	天银机电	1.88	0.42	2.24	0.44	19.23%	5.11%	拓展雷达业务
300474.SZ	景嘉微	0.61	0.14	0.88	0.21	44.18%	46.38%	国产 GPU 龙头
002413.SZ	雷科防务	1.28	0.28	1.73	0.15	35.60%	-44.73%	雷达技术领先
合计		17.27	2.43	18.98	1.41	9.92%	-42.04%	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

军工材料板块业绩增速较快，是军工板块景气度的先验指标。2018 年新材料板块（剔除鹏起科技影响后）实现营收 238.72 亿元，同比增长 8.5%，实现归母净利润 23.92 亿元，同比增长 49.2%；19Q1 实现营收 58.39 亿元，同比增长 25.3%，实现归母净利润 5.01 亿元，同比增长 28.9%。军工新材料行业处于整个军工产业上游，率先受益于下游需求提升，且新材料行业民营企业较多，公司治理较好，毛利率较高，盈利能力较强，估值消化较快，建议关注军工材料板块，尤其是军工复材产业链投资机会。

图表13: 军工材料板块公司2018年年报业绩情况

证券代码	证券简称	2017 (亿元)		2018 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
300395.SZ	菲利华	5.45	1.22	7.22	1.61	32.41%	32.39%	石英纤维龙头
603678.SH	火炬电子	18.88	2.37	20.24	3.33	7.21%	40.71%	MLCC 主要供应商, 布局新材料
300699.SZ	光威复材	9.49	2.37	13.64	3.77	43.63%	58.76%	碳纤维复材龙头
300263.SZ	隆华科技	10.68	0.46	16.11	1.36	50.82%	195.21%	转型军工材料及电子材料
600862.SH	中航高科	30.44	0.84	26.53	3.04	-12.86%	263.85%	国内碳纤维复材国家队
600456.SH	宝钛股份	28.76	0.21	34.10	1.41	18.56%	556.74%	钛行业龙头
002149.SZ	西部材料	15.59	0.54	17.20	0.60	10.33%	11.54%	钛行业主要供应商之一
600765.SH	中航重机	56.63	1.65	54.44	3.33	-3.86%	102.49%	航空锻铸龙头
300159.SZ	新研股份	18.54	4.05	18.80	2.97	1.39%	-26.67%	航空机加规模最大民营企业
300034.SZ	钢研高纳	6.75	0.58	8.93	1.07	32.25%	83.49%	发动机高温合金供应商之一
603308.SH	应流股份	13.75	0.60	16.81	0.73	22.29%	21.55%	拓展军工发动机叶片业务
000534.SZ	万泽股份	2.55	0.89	2.58	0.61	1.29%	-31.57%	布局航空发动机叶片
300629.SZ	新劲刚	2.50	0.25	2.11	0.08	-15.62%	-66.77%	从事金属基复合材料
总计		220.02	16.03	238.72	23.92	8.49%	49.19%	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 军工材料板块公司2019年一季度业绩情况

证券代码	证券简称	2018Q1 (亿元)		2019Q1 (亿元)		YOY-营业收入	YOY-归母净利润	看点
		营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润			
300395.SZ	菲利华	1.32	0.21	1.75	0.28	32.14%	32.21%	石英纤维龙头
603678.SH	火炬电子	3.76	0.55	4.64	0.72	23.53%	31.13%	MLCC 主要供应商, 布局新材料
300699.SZ	光威复材	2.71	0.87	4.35	1.58	60.35%	82.88%	碳纤维复材龙头
300263.SZ	隆华科技	2.22	0.13	3.53	0.30	59.28%	126.48%	转型军工材料及电子材料
600862.SH	中航高科	7.09	0.49	6.83	1.14	-3.56%	134.57%	国内碳纤维复材国家队
600456.SH	宝钛股份	6.95	-0.08	11.50	0.29	65.50%	——	钛行业龙头
002149.SZ	西部材料	2.75	0.01	3.22	0.01	17.05%	39.05%	钛行业主要供应商之一
600765.SH	中航重机	10.61	0.27	12.01	0.29	13.15%	8.18%	航空锻铸龙头
300159.SZ	新研股份	1.97	0.50	0.86	-0.50	-56.09%	-199.79%	航空机加规模最大民营企业
300034.SZ	钢研高纳	1.62	0.20	2.99	0.32	85.21%	54.76%	发动机高温合金供应商之一
603308.SH	应流股份	4.07	0.33	5.03	0.38	23.46%	14.76%	拓展军工发动机叶片业务
000534.SZ	万泽股份	1.11	0.38	1.29	0.19	15.37%	-49.28%	布局航空发动机叶片
300629.SZ	新劲刚	0.44	0.03	0.39	0.00	-10.01%	-98.04%	从事金属基复合材料
总计		46.61	3.89	58.39	5.01	25.27%	28.89%	

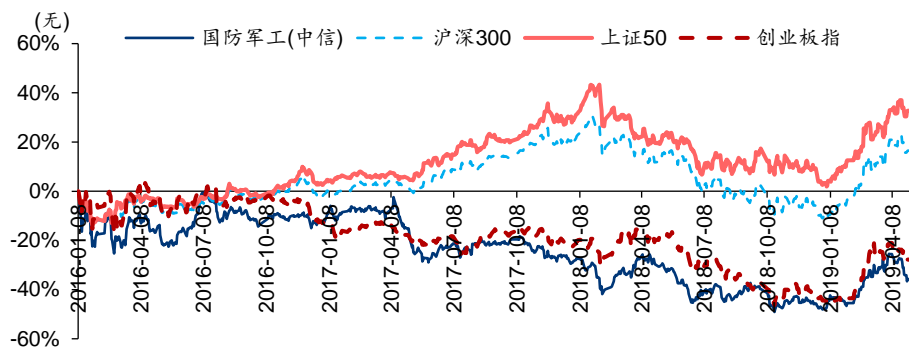
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

市场表现: 回归产业趋势震荡上行, 军工板块有望否极泰来

2016年1月至2019年5月8日, 中信国防军工指数下跌39%, 同期沪深300指数上涨9%。从2017年4月开始, 走势背离。从估值水平上来看, 国防军工(申万)行业整体估值水平PE(TTM)在不断下移, 相比之下沪深300指数估值水平有所抬升。

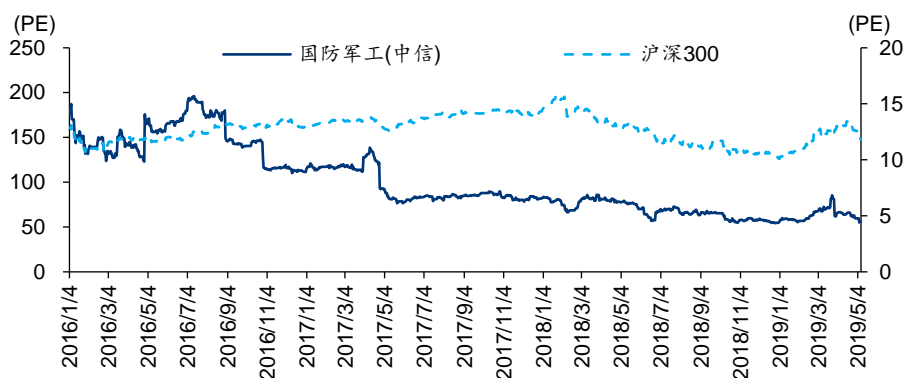
具体来看, 剔除2016年1月初熔断的影响, 2016年1月8日~2016年12月, 中信国防军工指数下跌13%, 同期沪深300指数下跌2%。2017年1月~2017年12月, 中信国防军工指数下跌17%, 同期沪深300指数上涨22%, 尤其是2017年4月下旬后急速下跌。军工板块受到市场流动性、风格切换影响被错杀。2018年1月~2018年12月, 中信国防军工指数下跌27%, 同期沪深300指数下跌25%。2019年1月~2019年5月8日, 中信国防军工指数上涨16%, 同期沪深300指数下跌22%。其中春节之后即2月11日~2019年5月8日, 中信国防军工指数上涨11%, 同期沪深300指数上涨13%。

图表15: 2016年以来国防军工指数走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 国防军工板块估值水平 PE (TTM) 变化趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

左轴为国防军工(中信) PE(TTM), 右轴为沪深300PE(TTM)

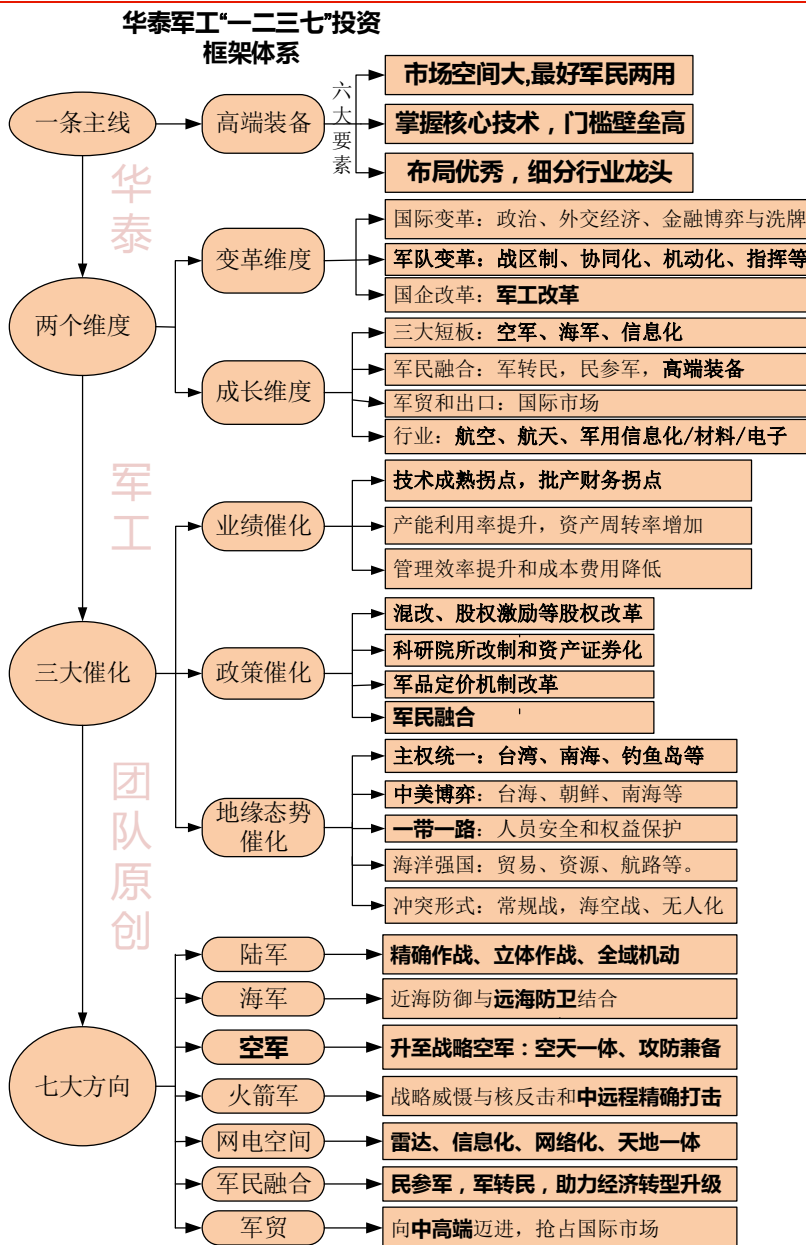
分析可知:

- 1) 2016年初至今, 军工行业整体超跌严重, 与同期沪深300指数走势相左, 连续三年跑输市场, 相对市场整体表现, 估值水平下移明显。
- 2) 2017年开始, 证券市场IPO速度大幅加快, 上市公司存量规模大幅增加, 市场更加注重上市公司质量和业绩, 军工随着市场消化估值而估值水平下移; 军工行业改革由于受军改影响, 军工订单和业绩受一定影响。
- 3) 军工市场估值处在历史低位水平, 截至2019年5月8日, 申万军工市净率^{LF} 2.28倍, 中信军工市净率^{LF} 2.38倍。
- 4) 我们认为, 军工行业正受益于军工改革和新装备批产, 属于朝阳行业, 市场表现与产业趋势不吻合。随着军工改革的深入和军改后补偿性、新武器上量订单的推出, 以及资产证券化的加速, 盈利进入向上周期, 业绩增长潜力大, 军工板块表现有望否极泰来。

投资建议: 改革、成长和地缘催化共振, 建议加大配置

军工由于涉密等原因, 又叠加改革、成长、地缘冲突等多方面因素, 投资逻辑和变量十分复杂, 华泰证券研究所军工团队根据军工行业自身特征和未来发展趋势原创“一二三七”军工投资框架体系, 即华泰军工一条主线、两个维度、三大催化和七大方向的军工发展投资体系。

图表17： 华泰军工“一二三七”军工投资发展框架体系



资料来源：华泰证券研究所

我们认为，根据华泰军工“一二三七”框架体系，2019 年随着我国国防和军队改革的阶段性任务完成，两船合并预期，资产证券化等改革快速推进的背景下，军工产业技术将更加成熟，部分新型主战装备十三五初期开始列装部队（如 J20、运 20 等），目前正处于上量期，订单驱动和资产证券化加速，将成为军工行业 2019 年的投资逻辑。

- (1) 投资主线方面，军工主机厂作为白马龙头，一方面新机型逐渐上量，成长空间大，订单驱动逻辑逐渐兑现。另一方面，军工改革加快推进，股权激励等方案的执行，深化员工与企业的联系，有望推动企业利润释放。重点推荐中直股份、中航飞机、航发动力、内蒙一机、中航沈飞等。
- (2) 核心配套方面，拥有核心技术的核心配套企业，竞争力较强，不易受价格改革对中上游的影响，作为产业链中重要的一环，也将分享产业链增长红利，重点推荐航天电器、中航电测等。
- (3) 民参军方面，军工材料业绩表现靓丽，可重点关注火炬电子、光威复材、菲利华、隆华科技等。电子信息化领域，可重点关注雷科防务、高德红外等。

军工改革加速，资产证券化主题有望贯穿全年

我们认为，军工体制改革是一个系统全面的改革，是通过科技兴军来实现强军之路的必要条件。回顾 2018 年及 2019 年一季度，军工集团资产证券化明显变快，改革逻辑正在兑现，军工改革正步入全面实施阶段。

南北船合并预期高涨，中国船舶、中船防务资产重组开启 19 年军工资产证券化序幕。2019 年 3 月 28 日，中国船舶与中船防务双双停牌，并发布重大资产重组公告，江南造船、黄埔文冲、广船国际等总装资产注入中国船舶，沪东重机、中船动力等船舶动力资产注入中船防务。据新华社 2019 年 1 月 23 日报道，国资委将积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组。中船重工集团、中船工业集团作为我国军民船艇的主力队，是十大军工集团的对应海军装备的主要供应商。船舶板块合并重组预期高涨，2019 年是“十三五”计划倒数第二年，军工集团改革有望进入加速阶段，资产证券化进程有望加快。

军工改革六大方向

中国军工行业改革的必要性毋庸置疑，但进度受多方面因素影响，在曲折中不断前行。目前我国在推进的第五轮国有企业改革，是自改革开放以来我国第四次全面深化改革的重要组成部分。当前的军工集团是大国企的缩影，虽然军品业务受经济周期影响很小，但目前其占全部业务营收比重仅约 1/3 左右，其余均是周期性强的民品业务，受经济增速下行的压力较大。如何通过改革手段发挥军工集团企业在技术、人才、资本等方面的大量资源成为较为迫切的事情，也是其提升未来效率的核心手段。我们认为军工国企改革的重点方向会是资产证券化、科研院所改制、薪酬改革和激励机制、军品定价机制改革、军民融合、混合所有制等几个方向，或将给军工高端产业带来中长期制度红利。

图表18： 军工国企改革方向和可能实施内容

框架方针	目的和方向	可能的实施内容
资产证券化	盘活存量资产，提高权益融资比重，降低资产负债率	军品资产上市，完善军工资产证券化规定，债务证券化
科研院所改制	分类，降低财政负担，市场化，有助于资产证券化	事业单位分类，部分转为公司制，资产证券化等
薪酬改革和激励机制	完善管理层和员工激励机制，利益一致	管理层/员工持股计划，创新激励，差异化薪酬激励，管理层/员工考核机制等
军品定价机制改革	增强军工企业盈利能力，助力军工企业长远发展	国家加大研发投入，提高军品整体利润率水平
军民融合	引入竞争机制，利用民用产能提高军队装备供给水平	划定军民融合目录和范围，引入民企参与军工发展
混合所有制改革	规范国企治理结构，提高国企在市场竞争力。	资产证券化是最重要的混改路径

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》，华泰证券研究所

1. **科研院所改制方面。2018 年兵装 58 所完成改制后，其它试点研究所进展较为缓慢。**我国军工研究所积累了大量先进技术和资源优势，其生产的高精尖武器产品具有高附加值，但是目前大量优质资产仍未上市。科研院所改制能激发企业活力、加快技术转化为批产武器和生产力的速度，是国防军工改革的重要前提。2017 年 7 月 7 日，国防科工局宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作，标志着军工科研院所转制工作正式启动。2018 年 5 月 7 号，八家部委联合印发《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》，批复原则同意自动化所转为企业。中国兵装集团自动化所是本次军工科研院所分类改革中批复的第一家转制为企业的单位。截至 2019 年 5 月 8 日，其余 40 家试点单位未见进一步消息，改革难度较大，进展缓慢，有待进一步观察。

2. **资产证券化方面。2019年以来显著加速，可大幅改善拟注入上市公司的财务指标和估值预期。**从国外经验来看，美国的军工企业借助资本市场实现军工资产证券化，冷战后由50多家整合到目前的五大军工集团，催生出波音、雷神、通用动力等军火巨头。根据2017年各军工集团年报数据测算，我国军工集团资产证券化率普遍较低，十大军工集团仅中航工业集团资产证券化率在60%以上，整体资产证券化率在30%左右，呈现“大院所、小上市公司”的特点，上市公司体外存在大量优质资产，资产证券化的空间大。根据我们整理统计的情况，截至目前主要军工集团的资产证券化比例情况如下：

图表19： 军工集团资产证券化比例概况（数据来源自2017年报）

军工集团	资产总量口径
中国航空工业集团公司	60%左右
中国航天科技集团公司	20%左右
中国航天科工集团公司	20%左右
中国兵器工业集团公司	21%左右
中国兵器装备集团	37%左右
中国船舶重工集团公司	55%左右
中国船舶工业集团公司	30%左右
中国电子科技集团公司	20%左右
中国核工业集团公司	60%以上

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20： 2018-2019Q1 军工集团资产证券化整理

军工集团	上市公司	时间	具体内容
航天科技集团	康拓红外	2018年5月	拟发行股份及支付现金收购轩宇空间100%股权和轩宇智能100%股权。合计作价9.68亿元
	航天长峰	2019年3月	拟发行股份购买航天朝阳电源100.00%的股权，发行价格为11.02元/股，发行数量相应为87,114,337股
	航天动力	2019年3月	拟发行股份及支付现金购买江苏瑞铁轨道装备股份有限公司部分股东合计持有的不超过4000万股的股份（约占瑞铁股份总数的71.43%）
航天科工集团	航天发展	2018年8月	拟通过发行股份的方式收购锐安科技43.34%股权、壹进制100%的股权和航天开元100%的股权。合计作价14.5亿元
中航工业集团	中航科工	2018年10月	拟通过发行股份和支付现金收购中航直升机公司100%股权
	洪都航空	2018年11月	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
中电科集团	国睿科技	2018年11月	拟通过发行股份和支付现金收购国睿防务100%股权、国睿信维95%股权和国睿安泰信59%股份，合计预估作价68.6亿元
中船重工集团	中国动力	2018年6月	以现金形式收购陕柴重工64.71%股权和重齿公司51.94%股权
	中国海防	2018年10月	以发行股份及支付现金收购海声科技100%股权、辽海装备100%股权、杰瑞控股100%股权、杰瑞电子54.08%股权、青岛杰瑞62.48%股权，中船永志49%股权，整体作价66.65亿元
	中国重工	2019年4月	拟以自有资金113,376.14万元收购控股股东中船重工集团持有的中船重工（青岛）轨道交通装备有限公司100%股权
中船工业集团	中国船舶	2018年2月	拟以发行股份方式购买“外高桥造船”36.27%股权及“中船澄西”12.09%股权
		2019年4月	调整方案，拟收购外高桥造船36.27%股权、中船澄西21.46%股权、“黄埔文冲”100%股权、“广船国际”100%股权、“江南造船”部分股权
	中船防务	2018年10月 2019年4月	拟以现金4.99亿元收购中船集团与华联船舶合计持有的文冲船坞100%股权 调整方案，拟置入中船集团持有的沪东重机100%股权、中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权，并向中船集团置出公司持有的黄埔文冲股权及广船国际股权的等值部分

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

3. **混合所有制改革方面。实现利益一致，增强企业活力。**军工企业由于体制相对保守，国有产权单一、“一股独大”等问题突出，激励机制比较传统，严重影响企业市场化经营机制的形成，不利于发挥优秀人才积极性和提高国有资产效率。2017年7月13日，中航工业集团正式印发《中国航空工业集团公司中长期激励暂行办法》，是军工集团第一份详细的股权激励方案，代表着中航工业集团在市场化薪酬体制、股权激励等国企改革方面走在了前面。2018年股权激励方案增多，中航沈飞股权激励计划落地标志着主机厂股权激励序幕拉开。国家发改委2018年10月份定时定主题新闻发布会上发言人表示：内蒙一机作为第一批、第二批中的试点企业，改革取得重要成效。在完善治理、强化激励、突出主业、提高效率等方面取得重要经验，示范效应逐步显现。我们认为，后续可进一步关注混改进展。
4. **军品定价机制改革是做大做强军工企业的重要一环，武器装备科研生产许可目录放开是重要的辅助力量。**根据2018年报，我国生产军用飞机为主的航空装备销售净利润率约1-4%，配套类企业军品部分的销售净利润率一般在10%左右，与美国同类型企业差距较大。我们认为军品定价机制改革是改变现状的重要方法，放开原来成本加成的定价机制，根据军品的特点进行分类，采用更加市场化的定价机制，提高军品利润率。2018年12月27日，国防科工局官网报道，2018年版武器装备科研生产许可目录在2015年版目录基础上减少了62%，大幅度缩减了武器装备科研生产许可的管理范围。此举有利于加快吸纳优势民营经济，带动创新创业中小企业进入武器装备科研生产和维修领域，推动军品定价机制改革。

投资建议：从集团定位、资产体量和高端装备角度选受益标的

我们认为，军工企业的国企改革将通过研究所改制、资产证券化、混合所有制改革、军品定价机制改革、军民融合等政策，从“存量资产盈利能力的提升+上市平台资产注入的资产质量改善”两个方面提升军工企业价值。这将大幅提升军工上市公司质量，增强其研发和盈利能力，提升其竞争力，成长为更具有长期投资价值和世界一流水平的军工企业。

1. 集团层面：航空、航天、电科、船舶、兵工等军工集团高端装备资产体量大，成长性好，旗下上市公司将受益军工改革制度红利。截至2018年底，航天科工、航天科技、电科、兵器工业等集团证券化比例不超过30%，资产证券化有较大提升空间。
2. 公司层面：军工高端装备产业在军用和民用及出口市场有竞争力，未来发展空间较大，因此我们建议关注上市公司或者大股东拥有高端装备资产、并市场空间大的企业，且集团对其定位相对清晰的公司。关注：四创电子、国睿科技、中航电子、航天电子、航天长峰、航天科技等。

具体详细内容请参考2015年10月华泰军工深度报告：《军工改革：变革时代下，大国崛起的必由之路——军工行业改革专题深度报告》。

军工成长大幕拉开，高增长拐点显现

航空装备：高端装备逐步成熟，战略空军发展提速

进入二十一世纪以来，我国航空工业奋起直追，在第四代隐身战斗机、矢量推力发动机和大型运输机等多个领域取得突破性进展。我国航空装备领域，基本上追平了与美国的代际差距，开始逐步赶超世界一流技术水平，并且在许多领域实现了完全自主。

2018年第十二届珠海国际航展期间，歼-20战机在公开飞行展示中挂弹开仓，表演了低空高速通场、大仰角拉起、空中滚转、大坡度盘旋等高难度动作，充分展示了优越的机动性能和作战能力水平。另外，航展期间，配备涡扇10B发动机矢量推力版的歼10B矢量验证机，表演了“眼镜蛇机动”、“落叶飘”等经典过失速动作，展示了优异的发动机技术能力和气动控制水平；大型战略运输机运20、空警500预警机、武直10等多款现役装备也参加展出。2019年4月25日，央视军事频道在《军事报道》栏目中，首次报道了我国海军列装的新型反潜战机。该反潜战机是我国首款固定翼反潜巡逻机，填补了我国在该领域的空白。

图表21：2018珠海航展期间歼20首次飞行中展示弹仓挂载



资料来源：凤凰军事，华泰证券研究所

图表22：2019年4月我国新式固定翼反潜巡逻机曝光



资料来源：央视军事频道，华泰证券研究所

空军现代化建设三步走，全面建设战略空军。根据中国空军公布的建设强大现代化空军路线图：第一步，到2020年基本跨入战略空军门槛，初步搭建起“空天一体、攻防兼备”战略空军架构，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系，不断增强基于信息系统的体系作战能力。第二步，在实现2020年目标任务的基础上，进一步构建全新的空军军事力量体系，推进空军战略能力大幅提升；再用一段时间，全面实现空军军事理论、组织形态、军事人员、武器装备现代化，基本完成空军战略转型，到2035年初步建成现代化战略空军，具备更高层次的战略能力。第三步，到本世纪中叶全面建成世界一流战略空军，成为总体实力能够支撑大国地位和民族复兴的强大空天力量。

图表23: 空降兵武装直升机实弹射击训练



资料来源: 国防部网站, 华泰证券研究所

图表24: 我国装备的歼16机群



资料来源: 央视军事频道, 华泰证券研究所

中国空军发展进入“空天一体、攻防兼备”的崭新阶段, 但现役军用飞机从数量到结构与美国差距明显。从型谱来看, 中国的军用飞机主流型号已经基本与美国一致, 但在数量、结构以及个别机型型谱方面差距明显。具体如下:

1. **数量和结构来看:** 根据《World Air Forces 2017》, 截止 2017 年底, 战斗机数量方面差距最小, 约为美国的一半, 但以歼 7、歼 8 为代表的中国二代战斗机数量仍然较多, 而美国则是以三、四代战斗机为主。我国特种飞机仅约美国的九分之一, 在电子侦察、海洋巡逻反潜等领域差距巨大, 我国运输机数量不到美国 2 成, 且以中型运输机为主, 运 20 在 2016 年才开始进入列装交付。大型加油机美国接近 600 架, 国内大型加油机还需要等待运 20 的后续加油型改装。武装直升机约为美国的七分之一, 教练机仅是美国的八分之一。综合来看, 中美在军用飞机数量方面差距大, 每种机型都有很大的发展空间。
2. **个别机型型谱来看:** 战斗机与运输机方面已经比较接近, 隐形轰炸机方面还有不足, 直升机方面型谱还有些差距, 预计随着新型 10 吨级直升机的逐步成熟, 用途众多的通用型直升机的不足将得到补充。
3. **服役时间来看:** 除了 2015 年服役的 F35 和 2006 年服役的鱼鹰直升机 (V-22), 美国军用飞机大多是八九十年代设计, 2000 年前后服役的型号较多; 而国内新一代战机基本是 2009-2014 年这段时间首飞的, 将逐步进入服役列装期。

图表25: 我国航空力量仍有较大的发展空间, 新型号进入爬坡上量阶段

机型	列装进度
战斗机	美国现役战斗机中以三代机为主, 辅以一定量的四代战斗机。中国现役战斗机三代机比重不足 60%, 四代战斗机歼-20 目前技术初步成熟, 进入小批量生产列装; 随着我国加快建设航母编队体系, 歼-15 舰载机作为配备在航空母舰上的主要武器, 也将得到快速发展。
运输机	大型军用运输机的装备数量、技术水平和运载效能已成为衡量一个国家是否具备“战略空军”能力的重要标志。根据《World Air Force 2018》统计, 中国军事航空运输的主力机型是运-8 中型中程运输机和少量伊尔-76 大型运输机, 大型运输机占比仅为 11%。运-20 作为中国独立研发设计的军用大型运输机, 有效载荷达 60 吨以上, 在载重量、巡航速度、最大航程等方面也有所提升, 性能与 C-17 接近。
武装直升机	直升机领域我国与美国的差距最大, 不仅缺乏如美国 CH-47 (20 吨级)、CH-53K (40 吨级) 等的重型运输直升机, 在通用直升机领域的差距更是最大。美国目前仅陆军就拥有 3000 余架黑鹰直升机, 我国相应的 10 吨级直 20 才刚刚进入装备批产期。
教练机	我军高级训练任务仍主要由歼教-7 (二代机) 承担, 无法为三代机及四代机培训飞行员。随着国防投入的稳步增加和战斗机的更新换代, 国内高级教练机市场迎来蓬勃发展期, L-15 是中国最新研制的高教机, 其性能优于俄罗斯雅克-130, 与美国 T-50 接相当, 且价格低廉。

资料来源: 《World Air Force 2018》, 华泰证券研究所

投资机会

综合来看，我国军用飞机发展情况与我国国力和军力严重不符、亟待提升，目前我国在快速研制各种新型战机，新机型技术成熟后开始进入列装期。我们认为，随着十三五末期我国国防现代化建设进入高峰期，军用飞机未来各军种中的列装进度将明显加快。同时，我军现役航空装备中的二代装备正在加速被四代和三代装备替代，装备替代的需求空间较确定。上市公司受益军工国企改革和产能利用率的提升，后续业绩有望持续维持高增长。

航空装备整机企业：建议关注中直股份、航发动力、中航飞机，中航沈飞等；

航空装备配套企业：建议关注中航电测、航新科技、中航机电、中航电子、中航光电等。

(1) 中直股份

军用直升机缺口，升级换代需求大。公司是我国军民用直升机龙头，是中航工业直升机板块整体上市平台。据 Air Forces 2018 统计，我军武装直升机仅为美军的 14%，配比严重不足，有大量提升的需求。我们认为，我国陆军朝着“全域机动，立体攻防”的能力目标前进，按照我国军改后十三个陆军集团级以及西藏、新疆副战区级别的陆航旅配置，以及我国空军、海军陆战队及航空兵需求，我国直升机装备规模应该在 2000 架以上。相对于 2018 年末的 800 余架，即使不计入替代性需求，装备缺口也在 1200 架以上。

通航放开，开启民用直升机高速增长时代。国务院通航政策放开，提出到 2020 年建成 500 个以上通用机场，通用航空器达到 5000 架以上，年飞行量 200 万小时以上。2017 年主要在规划和建设机场，随着 2019~20 年机场建设完成，采购需求大幅增长。按照每个机场 6 架直升机，未来五年的民用直升机将需求 3000 架，价值在 1000 亿元。

(2) 航发动力

国内航空发动机产业龙头，军用航空发动机驱动业绩快速增长。公司是国内航空发动机产业龙头，拥有国内航空发动机制造主要经营性企业资产。公司是国产军用航空发动机核心供应商，下游战斗机、运输机、直升机等国防装备列装及军用发动机国产替代驱动业绩快速增长。目前航空发动机新产品交付逐步加速，同时受益军品定价改革有望提升资产盈利能力。

管理效能不断改善，资产结构优化，期间费用大幅降低。公司响应集团号召，聚焦主业降本增效，管理费率正在稳步降低。公司 2017 年 10 月定增募集资金净额 96 亿元，大幅改善了资产负债结构和经营现金流状态，2018 年销售费用率 0.93%，2017 年为 1.12%。2018 年财务费用率 1.82%，2017 年为 3.27%，有明显的下降。2018 年管理费用率（含研发费用）为 9.48%，2017 年为 10.27%。期间费用率均有不同程度下降，管理效能改善。

(3) 中航飞机

国内军用运输机与轰炸机龙头企业，产品加速列装增量空间大。就当前装备态势和作战能力而言，我国在大型运输机和远程轰炸机方面，与美俄仍有一定差距。基于我国建设战略空军目标，预计运 20 整体列装量约 120-150 架，此外还有加油机、预警机等多种改型，因当前尚处于起步阶段未来增量空间大。短期来看，轰 6K 维持快速列装，主要增量来自于运 20 和运 8/9。其中，运 20 刚刚列装，交付量正处于爬坡期；运 8/运 9 系列正处于加速列装阶段，尤其是反潜、预警、电子侦查等特战改型。

(4) 中航电测

主营业务持续稳健发展，核心竞争力显著提升。公司依托应变电测与控制、机载配电、机动车检测等核心技术，主要业务实现持续稳健发展，核心竞争力显著提升。2018 年航空与军工业务营收同比增长 5.98%，应变电测与控制营收同比增长 12.79%，智能交通同比增长 13.62%。在航空军工领域，公司全机自动配电技术排名新一代直升机十大创新技术第七位，并获得已立项的重型直升机吊挂投放系统和无人机直升机方舱及吊挂投放系统研制配套资格，成为该专业唯一供应商，奠定了专业地位。

产品结构优化升级，民品业务转型可期。公司民品应变传感器面临较大的竞争压力，2016~2018年子公司上海耀华营收均实现增长，但是毛利率呈现下降趋势。公司加快产品结构优化升级，重点瞄准环保、物流、新零售等新兴领域，实现业务转变。2018年公司应变电测与控制业务板块营收实现12.87%的增长，前期业务转型铺垫得到验证，新领域的拓展为公司带来新的业绩增长点。

航天装备：陆海空天导弹需求大，军民融合潜力足

战略战术导弹水平逐步赶超世界先进水平。随着载人航天、探月工程、高分等重大工程实施，我国航天事业掀起发展高潮，总体航天防务技术水平达到世界前列。我国现役主力的东风-31A和巨浪-2洲际导弹作战性能基本接近甚至达到了世界现役先进水平，但由于服役时间较短，相关导弹数量较美国、俄罗斯应该有一定差距；红旗9为代表的区域防空技术水平已基本达到世界先进水平，主要劣势在于弹体小型化和数据链协同作战能力；东风10巡航导弹具有导弹良好的打击精度和毁伤效能，在远程巡航导弹领域，我国也已基本达到了世界先进水平。

2019年4月23日，中国人民解放军海军成立70周年阅舰式上，我国首艘055型大型区域防空驱逐舰南昌舰接受检阅，其拥有112个通用垂直发射单元，以红旗9、鹰击18等为主要武器，同型舰艇后续舰正在加速建造当中。我国正在批量建造的052D防空驱逐舰，其拥有的64个通用垂直发射单元也同样以红旗9、鹰击18等为主要武器，未来入役数量有望超过24艘。海军水面舰艇装备需求、空军防空兵建设以及海空军反介入能力建设，防空、反舰/对地战术导弹未来有着很大的装备需求空间。

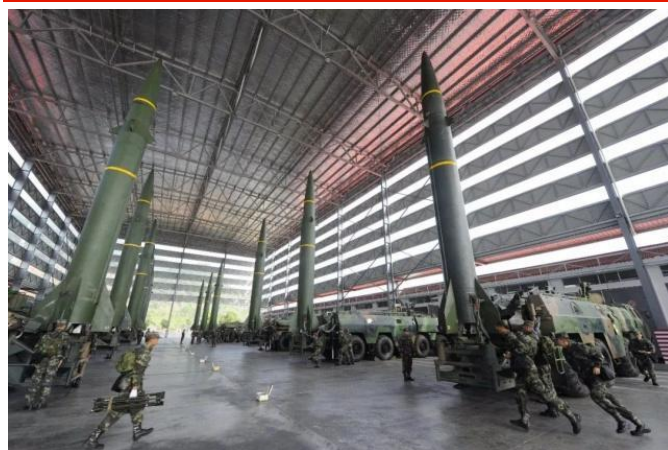
火箭军高强度的训练消耗和新装备批量列装部队，军用航天防务装备进入产业上升期。火箭军是我国战略威慑的核心力量和大国地位的战略支撑，是维护国家安全的重要基石。火箭军按照“以作战的方式训练、以训练的方式作战”的要求，近年来常态开展部队战备拉动和作战流程检验演练，先后组织40余次重大演训任务，并与战区、其他军种联手，展开突击攻防、联合行动30多场次，发射导弹数百发。目前，所有导弹旅组织过红蓝对抗演练、具备独立发射能力，担负战备值班任务部队时刻保持高度戒备状态，发射单元弹在架上、随时待发。

图表26：055型大型区域防空驱逐舰参加青岛阅舰式



资料来源：环球时报，华泰证券研究所

图表27：火箭军战备训练



资料来源：中国军网，华泰证券研究所

投资机会

中远程战略战术弹道导弹是火箭军的主要作战装备，防空反导系统是空军防空兵以及海军防空型舰艇的主要武器；巡航导弹则横跨火箭军、空军和海军三个军种。我们认为，在陆、海、空、火箭军等下游军种需求刺激下，未来导弹需求量大。未来火箭军将围绕“核常兼备、全域慑战”的战略要求，积极加强中远程精确打击力量建设，增强战略制衡能力，导弹防务装备有望保持稳健快速增长态势。同时，新成立的战略支援部队可能包括电子对抗、网络、卫星等方面力量，我们预计未来战略支援部队的战力释放很大程度上依托于我国军用地地一体化信息系统的建设。

目前，我国的航天装备产业以航天科技、航天科工两大军工集团为主导，其他军工集团辅助，民营企业作为补充。航天装备板块上市公司中，拥有核心军品业务（或者类军品，如卫星制造等）仅有航天科技集团旗下的航天电子、中国卫星，以及航天科工集团旗下的航天电器、航天发展这四家上市公司，其余航天通信、航天科技、航天长峰等拥有部分军品业务。由于航天科工集团和航天科技集团总体资产证券化率偏低，总体投资逻辑侧重于核心军品资产注入后的业绩弹性。从航天装备发展角度上看，建议重点配置航天电器，关注中国卫星、航天电子。

海军装备：舰船持续建设，民船制造筑底前行

海军装备需求旺盛，带动军船建造产业持续繁荣

近年我国海军装备发展迅速，舰艇服役数量及技术水平提升明显，但与现代化海军强国相比仍有较大差距。2012年至2016年，我国海军经历了一轮“下饺子”式造舰高峰，据美国国防部每年发布的《中国军力报告》统计，从2012年至2016年，5年内共下水、服役水面主战舰艇70多艘。整体来看，这5年新建造的舰艇主要是为替换大量性能落后、舰龄老迈的051、053等系列驱护舰，属于“还旧账、补短板”式行为。我们认为，目前我国海军现役装备与现代化海军强国相比仍有较大差距，仍无法满足未来我国海军建设要求。

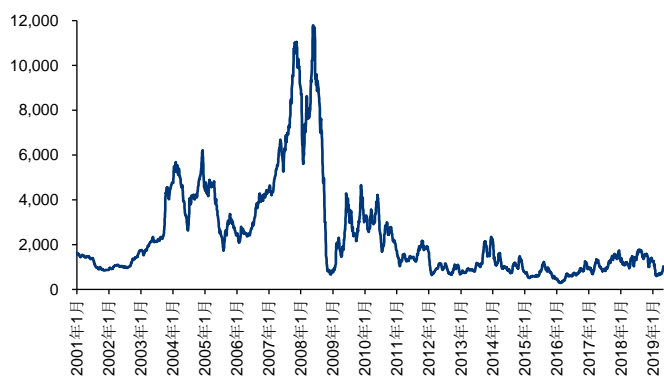
航母编队建设，叠加老旧舰艇换装，新舰艇需求旺盛。2015年中国发布《中国的军事战略》白皮书，提出海军按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变，构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。中国海军从近海防御走向远海护卫，打造航母编队驶向远洋已成必然，随着国产航母的下水，中国海军终于实现自主研制航母零的突破。此外，海军已在数个驱逐舰支队进行扩编试点，此前“4艘驱逐舰、4艘护卫舰”的编制可能被扩充为“6艘驱逐舰、6艘护卫舰”，这一试点一旦扩大至所有驱逐舰支队，将进一步增大海军对高价值舰艇的需求。我们认为，航母编队体系建设叠加老旧舰艇换装，未来几年造舰需求仍然旺盛，将带动海军装备特别是航母及大型驱逐舰等高价值主战舰艇持续快速发展。

我们认为，未来我国海军装备建设投资将回到高位，舰艇建造结构会发生较大变化，高价值量舰艇会越来越多。从舰艇建造数量来看，我们认为近两三年我国海军“下饺子”式造舰时代或将告一段落。事实上2017年我国下水舰艇数量相比2012至2016年已经大幅下滑，我们认为主要原因是056型轻护舰建造数量下降幅度较大。但我国海军舰艇建造结构正逐步变化，从以前的低价值舰艇为主转向高价值舰艇为主，单舰价值量的提升能够弥补数量上的不足，总体来看我国海军装备建设投资仍将处于高位。此外，我们认为随着全电力、燃气轮机、电磁弹射等诸多技术日益成熟，未来有望在新型号舰艇中逐步得到应用。

航运市场底部企稳，头部船企竞争力加强

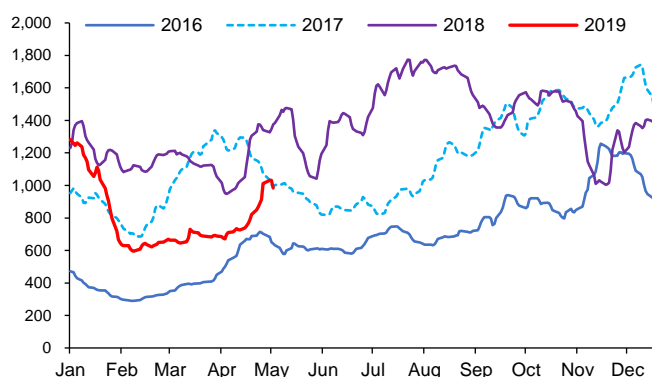
自2003年开始的本轮航运周期，在2008年达到周期波峰，之后开始步入衰退和萧条期。2008年5月，BDI指数达到本轮周期的最高点11793点，一方面受2008年金融危机影响航运需求大幅降低，另一方面航运高峰期累积了大量的运力，使得供给远远大于需求。这两方面的原因造成了航运市场的供求严重失衡，进入衰退阶段，BDI指数大幅下跌，到2016年2月触及本轮周期的最低点290点。此后，BDI指数开始逐步提升，但仍处于低位，航运业从2016年开始进入萧条阶段。受全球经济增速放缓、中美贸易摩擦、春节后传统航运淡季、巴西淡水河谷矿难等因素影响，2019年年初至今，BDI指数大幅下跌，区间最大跌幅达53.6%，目前BDI指数已经开始企稳回升。

图表28: 2001年以来BDI指数走势图



资料来源: BalticSeaExchange, 华泰证券研究所

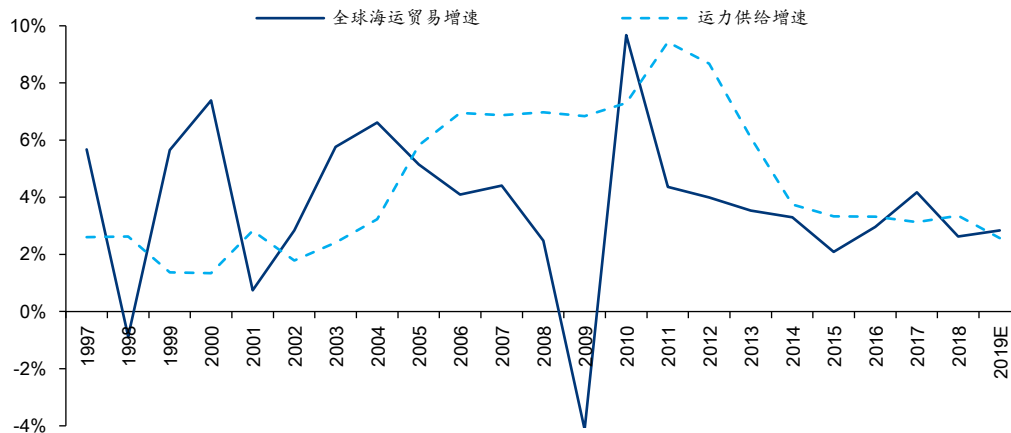
图表29: 近年BDI指数走势对比图



资料来源: BalticSeaExchange, 华泰证券研究所

航运业供需状况未来有望逐步改善。据 Clarksons 数据，从 2005 年开始航运运力供给增速开始高于海运贸易需求增速，此后供需失衡现象逐渐加剧，2005 年至 2016 年间，除了 2010 年之外其他年份的运力需求增长率曲线均处于运力供给增长率下方。2017 年，全球海运需求延续了 2016 的改善趋势，当年运力供给增速开始低于贸易需求增速。2018 年，受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦等因素影响，全球贸易增速有所下滑。据 Clarksons 预测，2019 年全球海运贸易增速为 2.84%，运力供给增速为 2.57%。分船型来看，油船及集装箱船供需格局有望改善。

图表30: 全球海运贸易及船队运力供给增速



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

中船工业集团资产重组，子公司平台地位逐渐明晰

2019 年 4 月，中国船舶与中船防务分别发布重大资产重组公告，中国船舶拟以其持有的沪东重机 100% 股权作为置出资产，与中船集团持有的江南造船股权的等值部分进行置换。中国船舶资产置换完成后，中船防务拟以其持有的广船国际部分股权及黄埔文冲部分股权作为置出资产，与中船集团持有的中船动力 100% 股权、动力研究院 51% 股权、中船三井 15% 股权及沪东重机 100% 股权进行置换，待江南造船增资、中国船舶资产置换及中船防务资产置换完成后，中国船舶拟向中船集团发行股份购买中国船舶资产置换完成后其持有的江南造船剩余部分股权，并向中船投资、工银投资等多家投资方发行股份购买江南造船增资完成后其合计持有的江南造船 29.82% 股权，拟发行股份购买外高桥造船 36.27% 股权和中船澄西 1.46% 股权，拟发行股份购买广船国际 23.58% 股权和黄埔文冲 30.98% 股权，拟向中船集团、中船防务发行股份购买中船防务资产置换完成后其合计持有的广船国际 76.42% 股权和黄埔文冲 69.02% 股权。**资产重组完成后，江南造船、外高桥造船、中船澄西、黄埔文冲和广船国际将成为中国船舶全资子公司，中国船舶将会成中船工业集团旗下军民品总装上市平台，中船防务则会成为船舶动力平台。**

资产重组后中船工业集团旗下上市公司定位逐渐明晰，集团资产证券化率仅 34.26%。据近期中船工业集团旗下上市公司公告，我们认为，目前集团旗下三家上市公司平台定位逐渐明晰，中国船舶、中船防务、中船科技有望分别成为中船工业集团旗下军民船总装制造上市平台、船用动力上市平台、高科技及新产业上市平台。据中船工业集团，截至 2018 年 12 月，中船工业集团资产总额 3014 亿元，据 2018 年中国船舶、中船防务及中船科技年报，三家上市公司平台资产总额 1032.73 亿元，从资产口径计算中船工业集团资产证券化率仅 34.26%，未来仍有较大提升空间，且 2018 年集团公司营收利润总额 34.30 亿元，仍有大量盈利性较强资产在上市公司体外。

投资建议：关注业务结构占优，业绩改善预期较大的相关公司

总装企业建议关注中国船舶，配套企业建议关注瑞特股份、中国动力。我们认为，在当前航运供过于求、造船产能过剩、海工走出低谷尚需时日的大背景下，海工业务短期难有大幅改善，民船制造业务仍在筑底前行。从成长的角度看，我们建议关注民船占比低，或者民船和海工业务对业绩不构成拖累的低估值企业，主要包括中国船舶、瑞特股份以及中国动力。

中国船舶

资产重组打造中船工业集团军民船总装平台。中国船舶是中国船舶工业集团旗下上市公司，是民船制造行业龙头。2019 年 4 月公司发布重大资产重组公告，拟对前次预案中披露的重大资产重组方案做出调整。资产重组完成后，江南造船、外高桥造船、中船澄西、黄埔文冲和广船国际将成为公司全资子公司，中国船舶将会成中船工业集团旗下军民品总装上市平台，江南造船、黄埔文冲和广船国际在军民船舶造修领域具有较强的核心竞争优势和行业地位，未来，江南造船、外高桥造船、中船澄西经营业绩的改善以及减轻财务负担效用体现，将有助于提升归属于上市公司股东的净资产和净利润规模，投资价值凸显。

目前公司 PB (MRQ) 估值 1.91，处于 08 年以来 PB 均值以下。从历史 PB 水平来看，2008 年以来中国船舶最高 PB 值 22.59 (2008 年 1 月 7 日)，最低 PB 值 0.87 (2018 年 7 月 5 日)，历史平均 PB 值 2.80，截至 2019 年 5 月 7 日，中国船舶 PB (MRQ) 估值 1.91，处于 08 年以来 PB 均值以下。

瑞特股份

舰船电气与自动化系统核心配套商，有望受益于行业成长及政策落地。瑞特股份拥有技术领先与军民融合优势，产品在军民领域都取得了较广泛地应用。从国防安全、战略需求和海军装备发展的角度看，我们认为未来我国海军还将持续保持高投入建设，伴随着军民融合政策落地，公司军品业绩有望持续上行。在民船领域，公司与国内企业相比也具有较强竞争力，未来有望受益于民船配套自主化政策的持续推进。

海军装备持续发展，带动军舰配套业务持续上行。考虑到未来海军装备发展、航母编队建设，以及在役老旧舰艇替换的多重需求，我们认为，海军高速高质量发展的势头还会持续三至五年，海军装备建设投资也有望保持高位。军舰电气与自动化系统配套行业壁垒高，公司是海军舰艇电气与自动化系统核心供应商，在行业内拥有技术领先及军民融合的双重优势，未来有望受益于海军装备持续高投入建设。此外，作为优质民参军企业，未来也将受益于军民融合政策的持续推进。

民船配套市场大，民品业务有望受益于国产化政策推进。当前外资企业占据了我国船舶电气、自动化市场的大部分份额。瑞特股份属于国内知名企业，相比其他众多中小民营企业，在业内具有较高品牌知名度、较强技术研发及自主创新能力，产品应用范围较广，未来随着舰船配套国产化政策的推进，公司的民品业务有望受益。

中国动力

军船动力龙头，军工业务增长稳定。公司在燃气、蒸汽、化学、全电、柴油机、热气机动力及传动业务领域均为我国海军舰船动力及传动装备的主要研制和供应商，为航母、潜艇、驱逐舰、护卫舰、军辅船提供动力及传动保证，是舰船动力龙头。2018 年公司军品收入 47.54 亿元，同比增长 2.44%，营收占比 16.03%，同比下降 4.02pct。伴随我国持续高投入造舰的态势，未来公司军工业务有望持续增长。

军技民用开拓广阔军民融合市场，非船业务占比提升明显。公司通过军技民用，将高端动力技术应用于非船市场，2018 年公司非船业务收入 176.57 亿元，同比增长 52.08%，收入占比为 59.53%，同比提升 9.37pct。目前民用化学动力、民用燃气动力以及海洋核动力已经形成公司非船业务三大支柱，其中，民用化学动力业务增长迅速，2018 年收入同比增长 40.57%；民用燃气动力业务方面，2018 年为客户提供 6 台 6MW 燃驱压缩机组以及 4 台 15MW 燃气轮机发电机组。

业务整改初显成效，助力民船动力业务健康发展。2018 年公司民船动力业务板块收入 69.57 亿元，同比增长 0.86%，收入占比为 23.45%，同比下降 6.35pct。2018 年公司将低速柴油机动力产业板块整合到子公司中国船柴，搭建起低速柴油机业务“一总部三基地”的管理框架，2018 年中国船柴按接单台数、功率和合同额计算分别同比上涨 42.9%、100.8% 和 96.9%。目前公司正在策划中高速柴油机动力业务整合，未来有望促进公司中高速柴油。

陆军装备：精确打击和立体作战是方向，装甲车和直升机需求大

建设一支“机动作战、立体攻防、精确打击”新式陆军，“以质换量”已成为解放军的新趋势。根据国防部 2015 年 5 月发布白皮书《中国的军事战略》中所述，陆军军事力量的建设发展规划为“陆军按照机动作战、立体攻防的战略要求，实现区域防卫型向全域机动型转变，加快小型化、多能化、模块化发展步伐，适应不同地区不同任务需要，组织作战力量分类建设，构建适应联合作战要求的作战力量体系，提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力”。根据 2016 年 3 月新华网《构建适应新型陆军的装备体系》提出“结合陆军新质作战力量建设，加强数字化、立体化、特种化、无人化装备建设”。

陆军装备技术水平已达世界前列，新型武器列装和更新换代需求较大。(1) 装甲车领域：中国的“ZTZ-99A”式主战坦克属于第三代坦克，是国际上最先进的主战坦克之一，我军装甲装备已形成完整体系，总体水平跻身国际先进行列。(2) 火炮领域：中国火炮在数量和质量上均居世界前列。中国不仅拥有大量的旧式火炮装备，也研制了一系列先进火炮，如自行榴弹炮、多管火箭炮等。(3) 反坦克武器领域：中国第四代反坦克导弹已经研制成功，具备“发射后不管”能力，达到世界先进水平。(4) 野战防空领域：35 毫米自行高炮达到世界一流水平，和红旗 7、红旗 17 一起形成对低空、中空来袭目标的拦截、摧毁防御体系。(5) 陆军航空兵装备：我国直升机正处在战略发展机遇和技术跃升的转折期，接近世界中上水平，10 吨级通用型直升机应用领域广泛，需求量大。

图表31： 99 系列主战坦克已经达到国际先进水平



资料来源：环球军事，华泰证券研究所

图表32： 武直 10 是陆航部队的主要装备



资料来源：环球军事，华泰证券研究所

图表33： 2015年以来陆军军队变化和主要装备



资料来源：国防白皮书、维基百科，华泰证券研究所

与国家大力发展空军、海军相比，陆军装备关注度相对较低，但其存在结构性机会。(1) 陆军编制成熟稳定、装备上量快，列装进度要快于空军和海军。根据2016中央军委《关于深化国防与军队改革的意见》，提出“优化武器装备规模结构，减少装备型号种类，淘汰老旧装备，发展新型装备”。2016年5月中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，提出2020年军队基本实现机械化，以及“打赢信息化条件下的局部战争”的军事战略方针。我们认为，时间节点临近将激发陆军装备采购需求。(2) 裁军对陆军调整最大，人员的减少会使得经费向装备采购倾斜。2015年，习总书记在“9.3阅兵”提出裁军30万人，并出炉新一轮军改方案。军改后的陆军占全军总员人数的比例降到了50%以下。

投资建议：建议关注陆军装备总机厂和核心器件供应商

陆军处于战略转型期，装备建设向“数字化、立体化、特种化、无人化装备”转变，关注贴合陆军发展规划和产品具有高技术含量企业。我国陆军装备的发展方向 and 涉及到的上市公司有：大力发展陆基轻型武器平台和机动突击平台（内蒙一机）、陆航空中突击装备（中航股份）、智能化直瞄打击装备（高德红外、中兵红箭）、陆军超视距精确打击装备（光电股份、北方导航、长城军工）。

内蒙一机

陆军“瘦身转型”及海军陆战队建设，市场需求旺盛。公司是我国唯一的集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地，目前已经形成轮履结合、轻中重结合、车炮一体的研制生产格局，产品面向陆军集团军、空军、海军、火箭军、战略支援部队和武警部队，并实现了向多个国家的批量出口。公司拥有“博士后科研工作站”，“智能制造企业国家重点实验室”等资源，显示出深厚的技术积累和底蕴。

公转铁或大幅增加民品需求，产能利用率提升有望提高毛利率水平。2018年9月国务院印发《推进运输结构调整三年行动计划2018年-2020年》，方案总体目标是到2020年全国铁路货运量达到47.9亿吨，较2017年增长30%，三年采购21.6万辆铁路货车。公司是铁道部定点的铁路车辆生产企业，可生产敞车、罐车、平车、棚车、漏斗车、专用车6大系列40多个型号。公司产能6000辆以上，需求的增长有望提升产能利用率，2019~2020年有望恢复至2013~14年20%左右利率水平。

国防信息化：建设进程持续加快，雷达和卫星导航产业未来有望充分受益

国防信息化建设可以分为装备信息化和体系信息化两个层级。其中，体系信息化建设将围绕信息搜集、信息传递、指挥控制、精确打击的信息传递链条，构建作战体系内的战场信息的无缝对接。体系信息化建设中的关键内容在于强化信息搜集能力，其主要措施在于增加雷达、光电以及卫星导航等战场信息传感器数量并强化其整体性能，实现对战场信息的全方位无死角覆盖。雷达用于判断敌方数量和敌我双方相对位置，卫星导航用于判断我方的绝对位置。可以说，雷达和卫星导航是战场信息搜集中的主要手段，光电等其他手段作为辅助。近年来我军联合作战体系和战略支援部队的建设，对空天一体化信息基础设施提出更高要求。

1、雷达领域：相控阵技术达到世界先进水平

我国在 052C/D 驱逐舰和空警-200/500/2000 上实现了相控阵雷达的应用突破，雷达总体系统集成能力已达到世界先进水平。预警警戒雷达和目标搜索雷达是雷达装备中最为复杂的，其技战术水平代表了一个国家整体雷达装备研发能力，正朝着阵列化、数字化、多功能化的方向发展。我们认为，新一代装备和体系信息化建设加快有望带来监视警戒、目标搜索、火控导引等单一功能或多功能化雷达的快速列装。

2、卫星导航：北斗三代全球组网加速建设，高精度应用前景显现

北斗系统是我国的国家级战略计划，具备完全自主知识产权。目前全球基本形成“1+3”格局，即美国的 GPS、俄罗斯的格洛纳斯卫星导航系统（GLONASS）、欧洲的伽利略系统（GALILEO）和中国的北斗系统（BDS）。

2018 年北斗 3 号完成一带一路地区覆盖，中国卫星导航系统管理办公室预计 2020 年完成全球组网，同时《卫星导航条例》已经完成征求意见稿。北斗三号增加星间链路、全球搜索救援等新功能，播发性能更优的导航信号。自 2018 年 11 月 25 日发射了第一颗北斗三号组网卫星，截止目前已发射 19 颗北斗 3 号卫星。根据中国卫星导航系统管理办公室预计，2019 年至 2020 年或将发射 6 颗北斗三号 MEO 卫星、3 颗北斗三号 IGSO 卫星和 2 颗北斗三号 GEO 卫星，到 2020 年完成 35 颗卫星发射组网，具备全球服务能力。同时，《卫星导航条例》已经完成征求意见稿，我们认为，《条例》出台后有利于加快推进北斗标配化和高精度应用发展。

投资建议：关注电科集团资产注入进展，高精度行业布局正当时

1、电科集团下属相关上市公司大股东旗下核心军工资产的营收和利润体量是上市公司的数倍，早前中国电科集团成立中电通信、中电海康、中电网安、中电博微等子集团，这都是为打造优质板块业务上市平台，探索军工资产资本化证券化迈出重要一步。2018 年 11 月 4 日国睿科技发布公告拟实施 68.56 亿元收购军工资产，我们认为，此次收购预示着电科集团资本运作逐步加快。对于电科集团下属上市公司，我们建议关注资产注入进展，关注国睿科技和四创电子。

2、北斗卫星导航系统保障国家安全自主可控的战略意义日益凸显，其中，高精度技术逐步成熟，政府推广力度不断加强。随着北斗地基增强建设完成，全国地基增强从无到有，动态分米/厘米精度大幅提高，同时芯片等元器件从高昂到低廉，系统解决方案完善，竞争优势将逐步显现，开辟数百亿新应用场景市场，北斗高精度应用行业迎来前所未有的发展契机。

我们建议重视卫星导航板块行业整体拐点向上的投资机会，预计随着行业进一步加速向上发展，业绩驱动的板块投资行情有望出现。重点看好掌握核心技术（尤其高精度定位技术）、产业链完善、下游应用布局优秀的公司。建议配置华测导航，关注中海达。

3、优选军工电子关键器件供应商，有望受益于国防信息化加快和装备加速列装历史机遇。关注航天电器、中航光电和红相股份。

四创电子

军民融合雷达系统供应商转型渐入佳境，未来三年有望稳定增长

2018年雷达及雷达配套业务实现收入20.90亿元/+27.23%，毛利率为21.49%，同比下滑4个百分点。报告期内，公司气象雷达成功中标多个军民品整机及系统项目，首部软件化雷达和气象综合探测系统研制等新方向取得突破；空管雷达成功中标民用航空空管雷达建设工程系统项目；警戒雷达受益于国家雷达警戒系统的逐渐完善实现稳定增长；毛利率下滑是因为大修周期内低毛利的雷达配套业务收入占比提高。我们看好公司军民融合雷达业务从设备制造商向系统供应商转型实现新跨越。

公共安全业务提效显著，拓展智慧产业新增长极

公司从2018年开始选择优质城市及项目，借助政策东风，在平安城市、智能交通等增速较高的下游领域纵深拓展，向信息化系统运营服务转型，并逐步落地新型安防产品。2018年公共安全业务实现营业收入14.11亿元/-12.19%，毛利率为12.43%，同比提升4个百分点。2017年通过收购博微长安，将智慧产业延伸至机动保障装备及智慧粮食产业，打造新增长极。2018年机动保障装备和智慧粮食产业分别实现营业收入7.26亿元/+1.22%，2.10亿元/+1359.18%。我们认为，公司在手订单充沛，为未来三年智慧城市业务营收规模和毛利率稳步提升奠定坚实基础。

背靠38所，中电博微子集团唯一上市平台，平台价值凸显

2017年11月，中电科新设博微子集团，托管8所、16所、38所和43所，将四创电子作为子集团未来经营发展和资本运作的上市平台。四创电子平台价值提升，资产证券化空间增大，继续关注公司资产注入进展。

航天电器

连接器和继电器业务：保持稳定增长，持续受益国防装备新一轮列装

2018年连接器业务实现收入16.50亿元，同比增长2.08%，毛利率为41.26%，同比提升2个百分点。继电器业务实现收入2.75亿元，同比增长1.68%，毛利率为43.25%，同比下滑1个百分点。报告期内，两大业务合计占收入比重约68%，稳定增长为公司整体业绩持续向上奠定坚实基础。我们认为，公司军用连接器在航天领域优势明显，短期有望受益于军改影响削弱后补偿订单和实战化训练加强需求；中长期来看，海陆空天电全领域覆盖，有望率先受益于新一轮装备加速列装、航天发射以及国防信息化大机遇。

微特电机和光器件业务：实现高速发展，持续加大新技术、新产品研发

2018年电机业务实现收入7.41亿元，同比增长21.05%，毛利率为24.24%，同比下滑1个百分点。光器件业务实现收入1.45亿元，同比增长42.42%，毛利率为32.20%，同比提升3个百分点。随着国防装备在信息化基础上向智能化进一步发展，军用微电机的需求日益提升。公司持续加大光电、高速及互联一体化、一体化机箱和精密微特电机新技术、新产品的研发投入。我们看好，军用微特电机在精确制导、无人机、无人艇等大型作战平台列装需求，以及传统武器装备的智能化加装需求，贵州林泉作为我国精密微特电机龙头企业，有望迎来历史大机遇。

大力推进智能制造产业，坚持军民融合大发展

报告期内，公司持续深化设备在线、工序岗位在线等自主化智能制造能力建设，以麻花针自动化产线建设为成果，以智能制造样板间建设为依托，形成了“信息化、系统化、专业化、产业化”的智能制造新格局，其中精密电子元器件智能制造新模式应用示范项目通过工信部验收。民品方面，公司积极布局5G信息产业、轨道交通、新能源汽车、人工智能等战略性新兴产业，有望受益于配套需求不断增长和国产化机遇，打造新增长极。

军民融合：国家战略加速推进，高端装备发展破茧成蝶

我们认为，军工行业投资逻辑无论是地缘冲突还是改革，都是需要或者为了发展强大的军事装备，同时很多先进的科技技术都是先军用后民用，军民融合和军民两用必将带来更广阔的市场空间。同时股票投资的是企业未来的成长性，具备国产化需求强烈、技术壁垒高、附加值高、稀缺性等特点的高端装备未来发展前景最好。在国家规划的《“十三五”国家科技创新规划》中，面向 2030 年再选择一批体现国家战略意图的重大科技项目和工程，力争有所突破。其中重大科技项目：航空发动机及燃气轮机，深海空间站，量子通信与量子计算机，国家网络空间安全，深空探测及空间飞行器在轨服务与维护系统；重大工程：天地一体化信息网络、重点新材料研发及应用（碳纤维及其复合材料、高温合金、先进半导体材料、新型显示及其材料、高端装备用特种合金、稀土新材料、军用新材料等）等都是和军工发展相关的。军工企业多是从事高端装备的业务，因此，我们看好航天的导弹、火箭、卫星（通信、导航、遥感等），航空的军用飞机、民用飞机、发动机，材料中的陶瓷基复合材料、高温合金、钛合金、碳纤维等细分行业在军民融合国家战略实施过程中的投资机会。

新材料板块：位处军工产业上游，其表现反映下游军工产业发展趋势

新一代武器装备用新材料比例提升，军工产业发展带动新材料需求旺盛

军工新材料是发展高新技术武器的物质基础，新一代武器装备用新材料比例不断提升，军工产业发展带动新材料需求旺盛。一代材料，一代装备，国防工业作为高技术最集中的技术领域，对先进材料的依赖也是最直接、最敏感的，先进材料技术始终引领、支撑着国防装备技术的发展。我国目前的部分军工材料已不能满足高新武器发展的需求，甚至成为制约武器装备发展的“瓶颈”。随着新一代先进武器装备进入爬坡上量的阶段，同时新型装备包括复合材料、钛材、高温合金在内的新材料使用比例不断提升，军工新材料或将迎来快速发展期。

图表34：典型军用飞机用材比例

国家	机型	服役时间	材料质量分数 (%)			
			钛合金	铝合金	钢	复合材料
美国	F-16	1978	2	83	5	3
	F-17Y	-	7	73	10	8
	F/A-18A/B	1980	12	50	15	9.5
	F/A-18C/D	1986	13	50	16	10
	F/A-18E/F	2002	15	29	14	23
	F/A-22	2005	41	15	5	24
	F-35	2008	27	-	-	36
	B-1	1986	21	41	9	29
	B-2	1991	26	19	6	38
	C-5	1970	6	-	-	-
俄罗斯	C17	1992	10.3	69.3	12.3	8.1
	Su-27	1985	15	63	10	12
	Su-35	2014	25	-	-	-
中国	J-8	1969	2	-	-	1-5
	J-10	1988	4	-	-	6
	J-11	1998	10	-	-	9.6
	J-20	2017	20	-	-	20
	Y-20	2016	10	-	-	8

资料来源：航空用钛合金研究进展，航空用钛合金的发展概况，华泰证券研究所

装备加速列装，上游军工材料企业率先反映

2016 和 2017 两年受军改及国企改革影响军工行业下游企业收入及利润整体增速不高，但 2018 年军工上游企业业绩增速较高，或预示下游军工行业需求快速增长。随着军改主要编制调整完成，实施科技兴军战略须加快新武器装备的批产、加速淘汰老式装备，加之补偿性订单，军工行业下游需求或将增长迅速。从军工材料企业 2018 年年报来看，上游军工原材料企业 2018 年利润普遍增长较大，或预示着下游军工行业需求的提升。例如，从事军用碳纤维生产的光威复材业绩增长 58.76%；从事军用钛合金生产的宝钛股份业绩增

长 556.74%；从事军用高温合金生产的钢研高纳业绩增长 83.49%；从事复材生产的中航高科业绩增长 263.85%。我们认为，上游原材料企业利润的增长有一部分原因是民品业务的好转，但主要原因是军工业务的增长较大，从产业链传导的角度看，上游军工材料企业的收入及利润快速增长也预示着下游需求正在提升。

图表35： 军工行业上游材料企业 2018 年业绩增长较为显著

公司名称	军品相关业务	2018 年业绩情况	业绩说明
光威复材	碳纤维	归母净利润同比增长 58.76%	2018 年公司军品业务稳定增长
菲利华	石英纤维	归母净利润同比增长 32.39%	2018 年公司受军工、半导体行业市场增长拉动，相关领域营业收入较同期继续增长
中航高科	航空复材	归母净利润同比增长 263.85%	2018 年复合材料业务收入呈现稳定增长态势，净利润实现 2.15 亿，同比增加约 28.63%
江苏天鸟	纤维编织	2018 年业绩承诺同比增长 55.56%，实际业绩扣除非经常性损益后的净利润完成比率 102.66%	2018-2021 年业绩承诺：扣除非经常损益后分别不低于净利润 6000 万元、8000 万元、1 亿元、1 亿元，同比增长 55.56%、33.33%、25%，2018 年完成业绩承诺实现扣非净利润 6159.75 万元
隆华科技	舰船复材、PMI 泡沫材料	归母净利润同比增长 195.21%	2018 年子公司湖南兆恒实现净利润 0.09 亿元，同比增长 39.99%；咸宁海威实现净利润 0.21 亿元，同比增长 8.04%
宝钛股份	钛合金	归母净利润同比增长 556.74%	2018 年营业收入同比上涨 18.56%，其中钛产品营收同比上涨 6.24%，毛利率上涨 1.99%；其他金属产品营收同比上涨 63.93%，毛利率上涨 5.37%
钢研高纳	高温合金	归母净利润同比增长 83.49%	2018 年公司销售规模扩大、工艺技术提升，致使毛利率提高

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资建议：复材产业链具备投资价值，建议关注优质军工复材企业

军工复材行业壁垒较高，行业内企业普遍毛利率较高、盈利能力较强。军工复材产业中民参军企业较多，我们认为竞争较为充分的市场，但由于技术难度高、前期投入大、进入下游周期长等原因，导致行业壁垒较高，目前大批量为军工行业配套复材的企业数量不多，但也正因为行业壁垒高，目前的军工复材企业毛利率较高。例如，最初竞争军用碳纤维配套的单位较多，但目前大批量给军工行业提供碳纤维的企业仅光威复材及中简科技 2 家；光威复材从 2001 年就开始了碳纤维技术研究，2005 年底突破百吨级工程化关键技术，截至目前已经持续高投入研发 18 年，2013 年以来研发支出占收入比例处于 13.5%~17.5% 之间；几家典型的军工复材企业毛利率均较高，军品占比高的企业毛利率水平基本在 40% 以上。

军品定价机制改革以及军民融合政策的逐步推进，可能会加大军工复材行业竞争，降低毛利率水平，但具备核心竞争力的企业仍会保持优势。我们认为，定价机制改革及军民融合政策推进，对效率低、技术含量低、成本高的受垄断保护企业将会产生不利影响，尤其传统的靠体系保护的配套类企业可能受到较大影响，但由于军品研制周期长、配套保障连续性等特点，改革是一个循环渐进的过程。而军工复材领域大多数是技术实力较强、具备核心竞争力的企业，本身就处于竞争较为充分的市场，军工复材企业大部分是凭借自身的技术实力成为配套单位的，我们认为，未来军工复材行业竞争有可能会加强，行业毛利率水平有可能会逐步下降，但有核心竞争力的企业仍会保持优势。

建议关注公司：火炬电子、菲利华、光威复材、隆华科技、楚江新材

建议关注具备核心竞争力、基本面好、业绩增速较高、且估值较低的优质军工复材个股。军工复材企业由于盈利能力较强，目前相对其他企业具备较强的低估值优势。我们认为，伴随着新一代武器装备的批产上量，未来下游军工行业对复材的需求有望持续增长，建议关注具备核心竞争力、基本面好、业绩增速较高、且估值较低的优质军工复材个股，如菲利华、火炬电子、光威复材、隆华科技、楚江新材等。

火炬电子

传统业务高速增长，军民两端 MLCC 需求旺盛，带动整体销售收入和毛利率提升。在军用 MLCC 领域，受益于国防装备信息化建设的持续推进，以及军工产业发展，下游军工企业对 MLCC 需求旺盛，军工客户需求和订单持续增加。民用 MLCC 领域，2017 年以来，由于日韩 MLCC 大厂产能向高端产品转移，常规 MLCC 供给收缩，同时 MLCC 原材料价格也在上涨，2018 年 MCLL 量价齐升，2019 年缺货状态有所缓解，MLCC 均价可能低于 18 年，但需求依然较为旺盛，我们预计整体利润呈现上升态势。

新材料布局初现效益，18 年实现 620.82 万净利润贡献。CASAS-300 特种陶瓷材料性能优异，具有低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低热膨胀系数、低蠕变等优点，可用于航空、航天、核电等多个领域，但该材料生产难度高，目前仅少数发达国家能够产业化生产，国内该材料的产业化能力较差。公司于 2016 年开始产业化项目建设，2017 年完成 5 吨/年的产能建设，并实现 648 万元销售收入。据公司 2018 年年报，2018 年公司继续推进高性能陶瓷材料剩余产能建设，目前已建成三条生产线，承担特种陶瓷新材料生产的子公司立亚新材已实现批量生产，2018 年实现净利润 620.82 万元，新材料战略布局初现效益，此外，公司加速建设立亚化学高性能陶瓷材料先驱体 (PCS) 产业化基地，以满足公司生产需要及国内复合材料厂家原材料需求。新材料售价昂贵，据公司公告约 5 万至 6 万元/kg，未来随着下游需求的增长以及产能的逐步释放，将会显著增强公司竞争力和盈利能力。

菲利华

国内半导体石英材料龙头，国产替代加速业绩有望增长。菲利华半导体石英锭 2011 年通过东京电子认证，是国内首家半导体材料通过国际主设备商认证的企业，供应用于半导体蚀刻环节的石英材料。目前，公司已通过美国应用材料公司 AMAT 及 LamResearch 的认证的石英材料规格达 22 种。下游客户认证周期长，市场准入壁垒高，保障公司产品后续持续有序成长。2015 年显示屏用光掩膜基板开始放量，公司是国内首具备生产 8 代大尺寸光掩膜基板的生产企业，目前已形成从 4.5 代到 8 代的完整产业链，产品应用于 TFT-LCD、OLED 显示屏，未来将受益于显示屏大屏化、以及 OLED 渗透率提升。2018 年公司半导体石英材料营收增速 52%，市场份额进一步提升，随 19-21 年大陆晶圆厂建设高峰来临、国内产品质量稳步提升，预计半导体石英国产替代加速，业绩有望进一步增长。

高性能纤维复材进入定型阶段，有望受益于下游航空航天产业发展。石英纤维全球仅有少数几家公司能生产，公司是国内唯一石英纤维规模生产企业。2018 年公司高性能纤维增强复合材料制品研制阶段已经结束，各项测试指标均满足设计要求，已转入定型阶段。公司已具备制造 2.5D 和 3D 机织、编织、缝合、针刺预制件的生产能力，18 年底计划建设成 36.3 吨产能的航天航空、海洋船舶领域配套的高性能纤维复材基地。军工材料盈利能力强，我们预计随着国防预算增加，石英纤维和复合材料需求有望带动业绩高速增长。

拟募投建设电熔石英和合成石英项目，加大高端应用布局。2018 年底公司拟非公开发行不超过 7.3 亿元，其中 3.03 亿元用于建设年产 120 吨合成石英玻璃锭和年产 650 吨电熔石英玻璃锭。合成石英纯度高，多用于高精度半导体和光学等领域，公司已承担国家重大专项“高品质特种光电功能玻璃关键制备技术及产业化”项目；电熔石英项目有助于拓展非气熔应用，丰富产品种类。

光威复材

军用碳纤维行业领军企业，产品在军民两端应用广泛。光威集团从 1999 年即开始碳纤维研究，是国内最早开展碳纤维研制的企业之一，经过 20 年的发展目前已成为碳纤维行业领军企业，被师昌绪院士誉为“民族之光”，并亲笔题词“发扬威海精神，创建中国碳纤维基地”。光威复材拥有从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链，并具备核心设备研制能力，产品已经应用于航空、航天、舰船、风电、体育等领域。2018 年 12 月 20 日，公司获得第一届“师昌绪新材料技术奖”，成为全国获得该奖项的 3 家单位之一。

下游军工装备列装持续增长，且新一代武器装备碳纤维应用较老装备大幅提升，带动军用碳纤维需求快速增长。根据装备建设五年规划前低后高的规律，十三五后期军工装备生产及列装有望持续增长，且过去两年受军改和改革落地慢影响，军工下游装备批产及列装不及预期，我们认为未来两年下游军工装备可能会有补偿性增长。另外，新一代武器装备的碳纤维及复材用量也高于老装备，如四代机复材占结构件比例已达 20%，比三代机高一倍，这批新装备的批产上量有望带动国产碳纤维需求的大幅提升。据公司 2018 年报，公司 T300 级碳纤维已在航空航天大量应用十余年，是型号用国产碳纤维的主供应商；CCF700S、T800H 产品分别在火箭及部分直升机型号上开展应用；CCF700G 级碳纤维具备了该级别碳纤维在涉军装备上进行设计应用的基础条件。我们认为，伴随着航空航天等高端军工装备产业的发展，公司作为军用碳纤维龙头，有望充分受益。

碳纤维民用前景广阔，目前公司碳纤维产品已经在风电领域取得规模应用，且大丝束项目已经实现小批量生产，未来民品业务有望保持高速增长。除了军用领域，碳纤维在工业领域和体育休闲用品领域也有广阔的应用前景。目前公司已与风电巨头 Vestas 签订合作谅解备忘录，将与 Vestas 共同推动碳纤维在碳梁产品上的应用和推广，2017 年公司已经开始在全球范围内批量供货，供货值达 2.6 亿元，成为 Vestas 碳梁最主要供应商。据公司 2018 年年报，公司 24K 大丝束项目实现小批量生产，产品性能与国外同级别产品水平相当，并通过验证成为风电碳梁项目的合格供应商。大丝束碳纤维成本显著低于小丝束碳纤维，公司 24K 大丝束碳纤维的批产，有助于提升公司在民用领域的竞争力，未来公司民用碳纤维业务有望保持高速增长。

隆华科技

显示靶材领先启航，阶梯式分布助成长。公司在靶材领域业务主要由四丰电子和晶联光电承担，分别从事 TFT 显示用钼靶材和 ITO 靶材研制生产。四丰电子钼靶材产品已成功进入京东方多条线的批量供应。晶联光电于 2017 年先后通过多条 TFT 面板线的测试认证并实现批量供货，开创了 ITO 靶材的国产化历史。2018 年公司靶材业务国内外订单持续增长，实现营收 1.86 亿元，同比增长 33.8%，新成立丰联科公司已作为合格供应商为国内 14 条面板线批量供货，下游 TFT-LED 显示企业积极扩产，对靶材的需求将会越来越大，公司也在不同产品线上都有着稳定的扩产计划，未来投产后有望增厚业绩。

外延布局军工复材，开启军民融合广阔空间。公司在军工领域业务主要由湖南兆恒和海威承担，其中兆恒主要产品为 PMI 泡沫，目前是国内唯一为多型军用飞机、雷达装备提供 PMI 材料的合格供应商；海威主要生产舰船复材，已为多种舰船和海洋装备提供轻质结构功能一体化复材产品。2018 年公司军工业务营收 1.14 亿元，同比增长 83.04%，随着下游军工行业发展，未来对 PMI 泡沫材料和舰船复材的需求有望不断增加，兆恒与海威位处行业前列有望持续受益。公司还在民用领域大力推广公司产品，未来有望开启广阔军民融合空间。

无人化装备：军事智能化装备，未来军用飞机重点发展方向之一

以无人机为代表的无人系统将成为未来战争中的焦点，代表了先进技术发展方向。无人系统是目前发展较为迅速的一个方向，主要包括了无人车、无人机、无人船等智能化装备，其独有的低成本、低损耗、零伤亡、可重复使用和高机动等诸多优势，使用范围已拓宽到军事、民用和科学研究等领域。虽然目前上市公司标的并不多，但其是未来技术发展方向，预计相关产业将会逐渐发展起来。根据 2017 年《简氏情报评论》的报告，今后十年，在全球防务和安全市场上，无人机的份额将从 2015 年的 64 亿美元以每年 5.5% 的速度增长。

图表36： 全球无人系统（无人车、无人值守、无人机、无人船）

资料来源：环球军事，解放军报，华泰证券研究所

陆战无人装备：根据中国军网 2018 年 9 月文章，无人化装备作为未来陆战的一支新型力量，依托实战化训练促进无人化装备在陆战中效能充分发挥，突出“环境适应性”、“一体联合性”、“高德连通性”和“军民融合性”。

空战无人装备：无人机发展历史较长，技术相对成熟，是无人化装备中发展较为迅速的分支。在军用无人机领域，美军在无人机研究方面制定了详尽的发展路线图，已研制了上百种无人机系统。

水域机器人：水面无人装置和水下无人装置，借助精确卫星定位和自身传感，可按照预设任务在航行的全自动机器人。根据《中国船检》2018 年 5 月《国内外无人船的发展现状及未来前景》文章，美国国防部高级研究计划局已经完成世界上最大无人驾驶船“海上猎手”无人水面艇项目，海军研究探索多艘无人水面艇协同能力。无人船发展正呈现出万箭齐发、百花争春之势。

投资机会

目前国内无人机公司数量较多，但军用无人机主要集中于国防军工系统内，如中航工业主机所、总装厂和航天气动院、航天九院无人机部等，以及高校内如西工大爱生集团、北航无人机所、南航无人机所等。可选上市公司标的有航天彩虹（航天十一院彩虹无人机资产等）、北航无人机所、航天电子（中小型无人机）等。

航空航天高端配套：协同保障加速产能释放，民用航空商业航天前景广阔

“小核心、大协作、专业化、开放型”的武器装备科研生产体系助力航空航天高端配套产业发展。航空航天工业既提供军品，又提供民品，是典型的军民融合的产业。从世界航空航天工业来看，无论是生产整机的波音、空客、洛马，还是生产发动机的 GE、罗罗、普惠，都建立了全球供应链体系，将大量的生产工作甚至一些零部件或子系统的研发工作转包出去，以此提升与供应商的合作关系并分担技术和商业风险，最终将国内外成百上千个供应商提供的成千上万个零部件集成到一起。由局部小协作到整体大协同，才能够促进产业最终做大做强。以波音为例，绝大部分波音飞机是全球协作的结果。另外，洛马公司的供应链遍布全世界，甚至其中 F35 战斗机内的部分零配件甚至是在中国生产。

在强国强军新征程上，习主席提出了推动军民融合深度发展的重大战略思想，提出要“**形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局**”，那在国防科研生产体制上，必然要做出创新。我们认为，航空航天工业军民融合，**必须打破军民二元分离结构，积极将优质民口企业吸纳进供应商队伍**。通过借鉴国外标杆企业的经验和国内军工企业的探索，建立严格的体系化、标准化、表单化、全生命周期的供应商管理流程，不仅有助于航空航天装备缩短研制周期，也有助于降低全生命周期的装备采购费用。

民参军企业是军民融合中发展较快，关注度较高的部分。2016年《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》是军民融合的纲领性文件，我国军民融合要建成“全要素、多领域、高效益”的发展格局。军民融合的难点在于“民参军”，军工集团延续数十年的研制生产模式，自身就可以完成从上游配套到中游分系统到下游总装的产业链，集团内部自构闭环系统，军工集团外部配套率较低。军民融合就是要打破军工产业壁垒，构建“国家主导、需求牵引、市场运作相统一的运行体系”，盘活军工运营体制，倒逼国企改革，激发企业活力，最终形成军民融合深度发展的局面。

同时，航空航天防务装备是现代高端科技的系统集成产品，其发展过程有效带动了光电传感、测控控制、通信导航、材料工艺等多学科技术的突破。许多航空航天防务装备本身即具备较大的民用化潜力。我们认为未来在国产大飞机产业配套、商业航天及卫星应用等技术领域，军民融合有着长远的发展潜力。

图表37：国产大型客机 C919 三号机首次试飞



资料来源：中国商飞，华泰证券研究所

图表38：国内民营火箭公司蓝箭航天发布新型火箭产品



资料来源：蓝箭航天，华泰证券研究所

投资机会

当前，我国航空航天防务装备处于快速增长期。空军中歼7和歼8等老式机型淘汰换装、火箭军新式武器装备以及防空反导反舰等各型防务装备的大规模列装，均有着广泛空间。产业供应链体系中细分环节的生产能力限制，对整机装备产能保障有着重大制约隐患。

我们认为，航空航天工业配套外协是一种产业趋势。顺应行业发展潮流，建立严格标准积极拓展供应商体系，有助于强化装备生产能力保障，同时有助于引入市场化机制，降低装备制造成本和缩短装备制造周期。关注公司：晨曦航空、日发精机、宝钛股份、西部超导。

1. 晨曦航空

公司惯性导航系统拥有较大的市场潜力。公司长期以来专注于航空机电产品的研发、生产和销售，主要为国有大型军工企业及其他厂商配套，最终用户主要为军方。惯性导航既是自主式导航，又能提供动态完整信息，因此其在航空中的作用不可替代，包括航天、航空、航海、陆军在内的各领域均对惯性导航系统有持续性需求。

发动机电子控制系统已完成阶段验收，有望孕育业绩新的增长点。公司在2010年开始启动发动机电子控制器项目，首开国内先河，根据2017年报，公司自主研发出的发动机电子控制系统已完成预研阶段项目验收，实现了专业技术服务收入，并在此基础上开发了第二代智能化小型化多余度发动机电子控制系统，研发成果定型后有望为公司带来后续产品销售收入。

2. 航新科技

国内第三方航空维修领军企业，MMRO 并购落地完善产业布局。公司是是国内第三方航空维修领军企业，通过收购 MMRO 从公司传统的部附件维修拓展到包含飞机航线维修、基地维修的整机维修领域，实现了航空维修及服务领域的全产业链布局。同时，公司市场也由主要集中在中国及东南亚扩展到欧洲、非洲多个国家更广阔的全球市场，走向全球化发展。

自动化测试设备技术能力突出，机载设备随下游军用直升机产业发展提速。公司正在研究和实践的下一代测试系统，目标实现内外场测试兼容的需求，减少用户配置保障设备的数量，降低成本，认为这些性能特点对提升军机出动能力和战备完好率有着很大意义。公司直升机振动监控与健康诊断系统已通过鉴定并装机试用，随着十三五计划实施进入最后两年，机载设备业务发展有望随下游军用直升机列装开始提速。

雷达和高精度技术成果民用化空间广阔，搭“科创板”东风看好军工芯片

1. 雷达领域：基础技术与其他行业具有共通性，具备强大的军民融合属性

雷达系统的诸多基础技术例如天线技术、微波元器件技术、高速信号处理技术等也是通信领域的基础技术；信号控制技术、软件信息系统技术等与物流、轨交等行业有交集；功率合成技术、特种电源、功率器件在能源电子领域也有广泛应用；DSP、FPGA、AD/DA 等集成电路基础器件更是信息化技术的基石。我们认为，在 5G 历史机遇下，随着 MMIMO 技术实现商用，有源相控阵天线、环形器及滤波器等微波元器件有望迎来民用领域的发展大机遇。

2. 卫星导航领域：北斗地基增强系统进入应用期，高精度导航行业进入高速增长阶段

2016 年千寻位置网宣布国家北斗地基增强系统正式投入运行，全球最大规模的地基增强系统正式上线，开始面向全国提供高精度位置服务。通过地基增强系统建设后，全国一张网，北斗整体定位精度将提升至 1 米级，行业达到厘米级定位精度，北斗定位精度不足的劣势得到消除。之前北斗二代的民用定位精度约水平 10m、高程 10m，且定位精度差于 10 米，GPS 的民用定位精度在 5-10 米，甚至更高达 3 米左右。根据《中国卫星导航定位协会》预测，2020 年我国高精度卫星导航定位市场规模将达到 215 亿元，2018-2020 年复合增速 40%。随着物联网发展和位置服务需求不断提升，北斗高精度技术优势进一步凸显，有望向位置服务、辅助/无人驾驶等千亿级大众领域不断渗透。

我们认为，未来高精度市场消费领域最大市场来自于辅助/无人驾驶。目前的无人驾驶或者自动驾驶技术，多是通过 GPS 进行初步定位，然后通过视觉传感装置进行车道判别，车辆行驶精度不高。千寻位置网预计 2018 年底前建成全国范围区域加密网基准站网络，除覆盖全国的亚米级服务外，全国经济发达的 18 个省市和全国主要公路干道、河道及二级以上城市将覆盖实时厘米级高精度位置服务。利用地基增强系统和高精度导航设备提供的实时厘米级动态服务，无人/自动驾驶技术的实现将会变得更加简单和可靠。

3. 科创板或将侧重“硬科技”，军工芯片为代表的高端装备制造有望充分享受制度红利

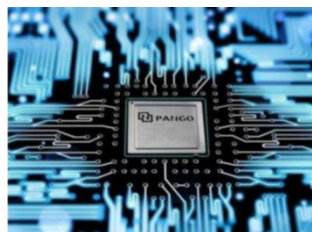
根据华泰军工团队 2017 年 9 月《华泰证券成长系列之一：军工行业国际比较深度报告，中国军工产业蓄势待发》，我国雷达总体系统集成能力已达到世界先进水平，但是在 DSP、FPGA、ADC/DAC 等高端元器件和氮化镓、砷化镓等高端材料方面与世界先进水平还有较大差距。

FPGA

可编程的“万能芯片”FPGA——现场可编程门阵列，是指一切通过软件手段更改、配置器件内部连接结构和逻辑单元，完成既定设计功能的数字集成电路。根据中国报告网发布的《2018 年中国 FPGA 市场分析报告-行业深度调研与发展趋势研究》，2017 年全球 FPGA 市场规模基本在 67.5 亿美元左右，2013-2017 年复合增长率为 8.3%，应用市场主要为传统通信市场、云计算、Io 等新兴市场。FPGA 的核心优点是可编程灵活性高、开发周期短、并行计算可编程灵活性高。当今，半导体市场格局已成三足鼎立之势，FPGA、ASIC 和 ASSP 三分天下。我们认为，基于以上三个核心优势，FPGA 有望逐步侵蚀 ASIC 和 ASSP 的传统市场，并保持快速增长。

美国占据全球 FPGA 垄断地位，特殊应用场景（军工、导弹、航天航空）的 FPGA 对华出口禁运。FPGA 技术门槛高，在全球市场中，Xilinx 和 Altera 两大公司对 FPGA 的技术与市场仍然占据垄断地位，专利达 6000 余项之多，而且这种垄断仍在加强。2016 年 Canyon Bridge 以 13 亿美元收购 Latticed 的方案被特朗普叫停，可见美国政府对 FPGA 产品与技术出口进行苛刻的审核和禁运。研发具有自主知识产权的 FPGA 技术与产品对打破美国企业和政府结合构成的垄断以及对国家利益都意义深远。

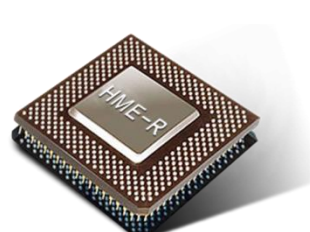
图表39：我国主要 FPGA 企业产品



紫光同创Titan系列可编程逻辑器件



西安智多晶FPGA产品



京微齐力R系列FPGA产品

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

DSP 芯片

DSP 芯片即数字信号处理器，是一种适用于密集型数据运算与实时信号处理的微处理器，特别是在高性能计算、高速实时图像处理、超大数据量处理的军用电子设备领域，如软件无线电设备、超宽带设备、电子雷达、舰载、空天、航天领域等应用场合更是不可或缺。目前，在民用领域，DSP 芯片基本被外国垄断；在军事领域，外国政府禁止出口军品级 DSP 芯片。DSP 国产化一日不解决，我国的信息安全、装备安全就存在较大威胁。随着军工装备对网络化、自动化等要求提升，特别是在当前贸易摩擦的背景下，国产 DSP 芯片需求迫在眉睫，有望在陆军下一代装甲，海军的国产化平台上、火箭军装备得到广泛装配使用。同时，工业自动化控制、深空作业、自动驾驶等民用自动控制领域进口替代空间广阔。

2018 年，“华睿 2 号”和“魂芯二号 A”陆续推出，为我国建立自主体系高端 DSP 产品谱系奠定坚实基础，有望打破中国雷达依赖进口 DSP 芯片的历史。

图40: 华睿1号与华睿2号



资料来源: 中电科十四所官网, 华泰证券研究所

图41: 魂芯二号 A



资料来源: 新华网, 华泰证券研究所

投资建议: 关注电科集团资产注入进展, 高精度行业布局正当时

我们建议重视卫星导航板块行业整体拐点向上的投资机会, 预计随着行业进一步加速向上发展, 业绩驱动的板块投资行情有望出现。重点看好掌握核心技术(尤其高精度定位技术)、产业链完善、下游应用布局优秀的公司。建议配置华测导航, 关注中海达。

3、优选军工电子关键器件供应商, 有望受益于国防信息化加快和装备加速列装历史机遇。关注航天电器、中航光电和红相股份。

华测导航

数据采集设备业务: 行业稳步发展, 一带一路打造新增长点

2018 年数据采集设备业务实现收入 6.74 亿元, 同比增长 35.24%; 毛利率为 49.72%, 同比下滑 2.4 个百分点。设备业务受益于高精度 GNSS 接收机在测绘、基础建设、建筑等行业中的应用渗透率不断提升, 行业需求稳步增长; 同时国家对新形态测绘数据需求扩大, 无人机航测、三维激光等产品贡献新增长极。此外, 公司积极扩建海外营销网络, 及时响应国家“一带一路”战略, 公司海外实现收入 1.37 亿元, 同比增长 36.51%。

数据应用及系统解决方案业务: 农业、监测和数字施工领先布局渐入佳境

2018 年数据应用及系统解决方案业务实现收入 2.78 亿元, 同比增长 54.62%; 毛利率为 65.28%, 同比下滑 1 个百分点; 营业收入占比为 29%, 同比提升 3 个百分点。2018 年公司地灾监测系统已应用在贵州地灾监测项目、广东省突发地质灾害应急抢险数据管理及展示平台项目等全国 20 多个省份的地质灾害监测项目; 数字施工机械控制系统已应用于南水北调河道修筑、南沙岛礁填筑等项目中。未来, 公司将继续基于成熟的系统解决方案, 加快拓展农业、监测和数字施工等领域定制化需求。

持续加大研发投入, 优化营销和管理体系建设, 为长期发展打下坚实基础

2018 年公司重点开展 GNSS 核心算法、高精度板卡、组合导航与自动控制技术、三维点云与摄影测量等核心技术研究, 布局微波射频、信号编码与纠错等重要技术, 共计投入 1.33 亿元, 同比增长 74.57%, 为业务拓展打下良好的技术基础。同时加大市场营销和管理体系建设, 带来人员薪酬、差旅费用等较大增长, 共计销售费用 2.52 亿元, 同比增长 53.20%, 管理费用 0.74 亿元, 同比增长 60.51%。其中, 股权激励摊销 3379 万元。

风险提示

军费增长低于预期: 军工行业与军费景气度密切相关, 也与国家军事战略及国际形势相关, 国际环境和军费增长低于预期均可能直接或间接对装备需求造成不利影响。

改革进度不达预期: 军工产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响, 相关政策的进度不达预期对公司的生产和销售均会产生影响。

产品质量与安全生产风险: 军工是典型的高端装备制造, 技术复杂, 集成度高, 研制生产周期长, 如果出现产品质量与安全生产问题, 将会有较大的不利影响。

武器装备研制进度不达预期: 军工行业属于高新技术行业, 技术水平、行业标准及客户需求日新月异。为尽快达到国际水平, 需要在总体方案设计、关键新结构、新材料、新工艺研究等多方面取得突破。如果武器装备研制进度不达预期, 将对公司经营业绩产生不利影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com