

国防军工

大国博弈，把握军工自主可控投资机会

本周行情回顾：本周（05.20-05.26）中美贸易摩擦持续发酵，市场呈现分化行情，自主可控题材热度提升。上证综指下跌1.02%，创业板指数下跌2.37%，国防军工指数下跌1.10%，跑输大盘0.08个百分点，排名第9/29。个股方面，奥普光电（+16.05%）、天和防务（+15.98%）等涨幅居前，*ST鹏起（-22.59%）、亚光科技（-18.90%）等跌幅居前。

与前不同的观点：“改革+成长”逻辑双强化，板块趋势向上走出低谷。我们在年度策略报告《逆周期，新景气》中坚定看好2019年板块机会，在5月15日发布的中期策略报告《大国博弈，高端铸基》中重申行业逻辑，重视“改革+成长”双主线：1）成长逻辑：2018年7月我们提出军工板块“基本面反转，拐点已至”，并判断19-20年将是军工采购高峰期。2019Q1行业营收YoY+18.1%，归母净利润YoY+66.5%，预收高企，现金流改善明显，看好航空航天等板块全年业绩表现。2）改革逻辑：2017年以来改革层面曾多次低于预期，2019年船舶系重组事件再次拉开军工改革大幕。我们判断2019年改革将加速落地，近期船舶系、电科系改革事件明显增多亦是对这一判断的佐证。

与众不同的观点：大国博弈，重视军工“硬科技”投资机会。5月以来，在贸易摩擦背景下，市场对5G、芯片、操作系统等自主可控题材关注度迅速升温。通过行情回溯，我们认为市场对军工的科创属性认识并不充分。军工产业中也有多个受益于国产化替代的细分领域，应重视自主可控浪潮下军工板块的投资机会。1）我们认为，贸易摩擦背后的关键是大国科技实力的较量。军工产业作为国家高端制造的关键领域，涵盖高端装备（军机、发动机等）、新材料（高温合金、纤维等）、国防信息化（雷达卫星、芯片算等）等多方面，符合国家发展战略。2）目前科创板加速落地，具备核心技术的企业将受益，同时具备自主可控知识产权、不断推动国产替代的军工企业有望得到更多资本青睐，军工板块也有望迎来价值重估。

本周军工行业重要事件：1) 5月21日，中船工业集团有限公司所属上海船舶研究设计院与广船国际有限公司签订2+2型95000吨散货船设计合同。2) 5月21日，中国航发集团于供应商大会中提出要与供应商朋友建立长期战略合作伙伴关系，共同建设安全、高效、可持续的航空发动机供应链体系。3) 5月22日，中国船舶工业股份有限公司所属上海外高桥造船有限公司交付第五代18万吨的好望角型散货船“心梅”号。4) 5月23日，中国船舶重工集团公司宣布我国首艘万吨级海事巡逻船正式开工建设，该船由中船重工七〇一所设计。

选股思路与受益标的：1) 景气上行组合（攻防兼备的“核心配套+总装”成长白马）：中直股份、航天电器、中航沈飞。2) 国企改革组合（资产证券化、混改、股权激励等预期）：中国船舶、中船防务、中航机电、航天电子、内蒙一机。3) 科研价值重估组合（军工信息化、自主可控、新材料）：四创电子、振华科技、菲利华、耐威科技、火炬电子。

风险提示：1) 军工改革力度不及预期；2) 军工企业订单波动较大。

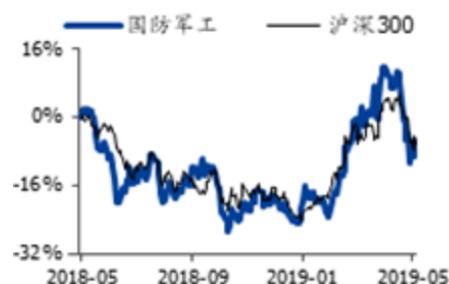
重点标的

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600038	中直股份	0.87	1.06	1.29	1.57	46.9	38.4	31.4	25.9
002025	航天电器	0.84	1.03	1.23	1.44	29.2	23.9	19.9	17.0
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	30.7	26.2	22.1	18.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS来自Wind一致预测，PE根据2019年05月24日收盘价计算

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张润毅

执业证书编号：S0680519050001

邮箱：zhangrunyi@gszq.com

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：行业景气度持续，重视电科系改革机会》2019-05-19
- 《国防军工：大国重器，高端铸基》2019-05-15
- 《国防军工：成长逻辑再强化，航空基本面表现亮眼》2019-05-13



内容目录

一、军工本周（05.20-05.26）行情回顾.....	4
1.1 行业指数表现.....	4
1.2 行业个股表现.....	4
二、军工行业最新观点与展望.....	6
2.1 “改革+成长”逻辑双强化，板块趋势向上走出低谷.....	6
2.2 行业维持景气上行，航空表现亮眼.....	6
2.3 基金持仓分析：核心白马持续受青睐，民参军和信息化热度提升.....	9
2.4 板块估值具备吸引力，成长白马持仓有望提升.....	10
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会.....	11
2.5.1 集团改革目标明确、态度积极，证券化率稳步提升.....	11
2.5.2 集团平台整合思路清晰，关键业务具备较强成长性.....	12
三、军工行业重大新闻.....	13
3.1 要闻速递.....	13
3.2 国内要闻.....	14
四、上市公司公告速递.....	16
五、军工主题投资日历.....	17
六、选股主线与受益标的.....	17
七、风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 本周（05.20-05.26）国防军工指数下跌 1.10%.....	4
图表 2: 本周（05.20-05.26）国防军工指数在行业指数中排名第 9.....	4
图表 3: 本周（05.20-05.26）军工板块个股表现列表.....	4
图表 4: 本周（05.20-05.26）核心军工板块个股表现列表.....	5
图表 5: 本周（05.20-05.26）民参军板块个股表现列表.....	5
图表 6: 本周（05.20-05.26）军工概念板块个股表现列表.....	5
图表 7: 军工行业 2016-2019Q1 总营收及增速.....	6
图表 8: 军工行业 2016-2019Q1 单季营收及增速.....	6
图表 9: 2018 年军工行业总营收构成情况.....	7
图表 10: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的总营收增速对比.....	7
图表 11: 2017 年以来军工行业各子板块单季营收增速对比.....	7
图表 12: 军工行业 2016-2019Q1 归母净利润及增速.....	7
图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利润及增速.....	7
图表 14: 2018 年军工行业总归母净利润的构成情况.....	8
图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利润增速对比.....	8
图表 16: 2017 年以来军工行业各子板块单季归母净利润增速对比.....	8
图表 17: 2019Q1 军工板块基金持仓占比 1.21%，环比下降 0.35 个百分点.....	9
图表 18: 2019Q1 军工板块基金超配比例-0.44%，较历史高点仍有较大差距.....	9
图表 19: 2018Q4/2019Q1 国防军工板块基金持股市值前十个股.....	10
图表 20: 2018Q4/2019Q1 国防军工板块基金加仓排名前十个股.....	10
图表 21: 中信军工指数市盈率处于 60 倍左右，接近 2014Q1 水平.....	11
图表 22: 中信军工指数市净率为 2.5 倍左右，接近 2013Q1 水平.....	11
图表 23: 中国电科经营状况良好，营业收入逐年增长（收入单位为亿元）.....	12
图表 24: 中国电科利润水平逐年改善（利润单位为亿元）.....	12

图表 25: 中国电科已经初步整合 12 家子集团, 旗下有 9 家上市公司	13
图表 26: 歼-11 战斗机部队进行夜间训练的现场画面.....	14
图表 27: 反电子高能微波先进导弹项目测试弹.....	15
图表 28: 近期军工主题投资日历.....	17
图表 29: 受益标的估值表.....	17

一、军工本周（05.20-05.26）行情回顾

1.1 行业指数表现

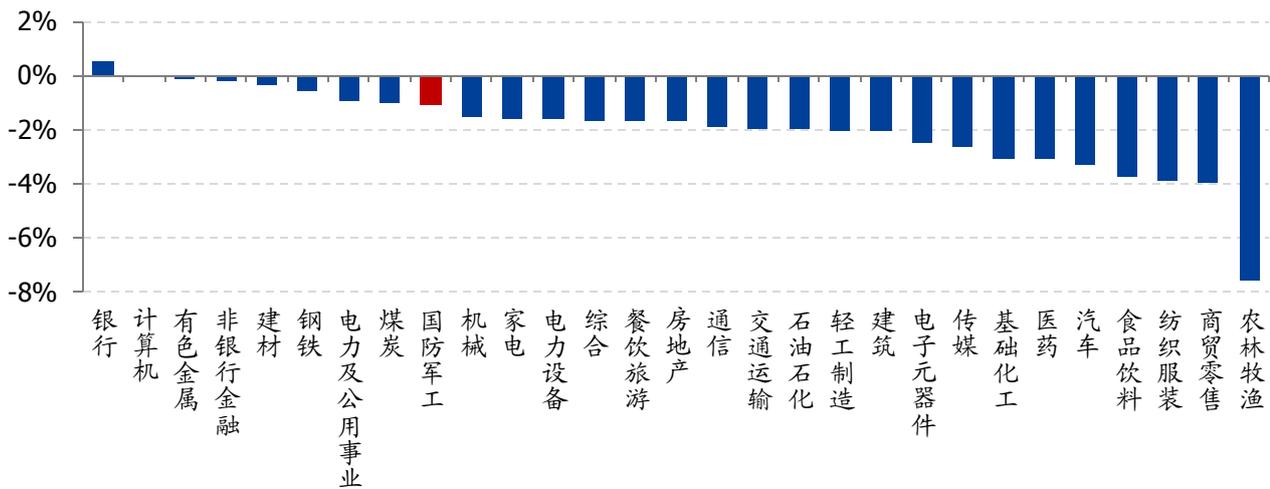
本周（05.20-05.26）上证综指下跌 1.02%，创业板指数下跌 2.37%，国防军工指数下跌 1.10%，跑输大盘 0.08 个百分点，排名第 9/29。

图表 1: 本周（05.20-05.26）国防军工指数下跌 1.10%

国防军工涨跌幅	上证综指涨跌幅	创业板指涨跌幅	相对上证收益	行业排名
-1.10%	-1.02%	-2.37%	-0.08%	9/29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 本周（05.20-05.26）国防军工指数在行业指数中排名第 9



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周（05.20-05.26）奥普光电（+16.05%）领涨，天和防务（+15.98%）、中国软件（+14.63%）等个股涨幅居前。其中，核心军工板块中国长城（+9.86%）、湘电股份（+7.20%）等股票涨幅居前；民参军板块奥普光电（+16.05%）、天和防务（+15.98%）等股票表现较好，涨幅居前；军工概念板块中国软件（+14.63%）表现较好，涨幅居前。
*ST 鹏起（-22.59%）等股票跌幅居前。

图表 3: 本周（05.20-05.26）军工板块个股表现列表

本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
002338.SZ	奥普光电	15.69	16.05%	600614.SH	*ST 鹏起	2.57	-22.59%
300397.SZ	天和防务	20.97	15.98%	300123.SZ	亚光科技	13.9	-18.90%
600536.SH	中国软件	58.28	14.63%	300342.SZ	天银机电	10.54	-16.94%
300091.SZ	金通灵	5.59	11.13%	000070.SZ	特发信息	11.78	-10.62%
000066.SZ	中国长城	9.93	9.85%	002519.SZ	银河电子	4.39	-8.73%
002383.SZ	合众思壮	11.99	8.80%	600410.SH	华胜天成	11.67	-8.69%
600416.SH	湘电股份	6.85	7.20%	300696.SZ	爱乐达	28.15	-7.67%
002465.SZ	海格通信	9.32	7.00%	600677.SH	航天通信	16.87	-6.23%
002368.SZ	太极股份	32.1	5.49%	300447.SZ	全信股份	10.27	-5.87%
300474.SZ	景嘉微	42.22	4.82%	600399.SH	ST 抚钢	3.05	-5.86%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本周 (05.20-05.26) 核心军工板块个股表现列表

核心军工							
本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
000066.SZ	中国长城	9.93	9.85%	600677.SH	航天通信	16.87	-6.23%
600416.SH	湘电股份	6.85	7.20%	600562.SH	国睿科技	15.1	-4.67%
600862.SH	中航高科	9.22	3.71%	600118.SH	中国卫星	21.95	-3.35%
300527.SZ	中国应急	12.58	3.20%	600879.SH	航天电子	6.11	-3.32%
600990.SH	四创电子	46.1	1.99%	002935.SZ	天奥电子	46.29	-3.32%
300516.SZ	久之洋	33.46	1.98%	000547.SZ	航天发展	9.77	-3.27%
000519.SZ	中兵红箭	7.26	1.68%	600760.SH	中航沈飞	28.77	-3.10%
300722.SZ	新余国科	23.17	1.47%	002025.SZ	航天电器	24.5	-2.85%
000733.SZ	振华科技	15.7	1.23%	000768.SZ	中航飞机	15.38	-2.78%
600765.SH	中航重机	9.12	0.66%	002544.SZ	杰赛科技	12.22	-2.71%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (05.20-05.26) 民参军板块个股表现列表

民参军							
本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
002338.SZ	奥普光电	15.69	16.05%	600614.SH	*ST 鹏起	2.57	-22.59%
300397.SZ	天和防务	20.97	15.98%	300123.SZ	亚光科技	13.9	-18.90%
300091.SZ	金通灵	5.59	11.13%	300342.SZ	天银机电	10.54	-16.94%
002383.SZ	合众思壮	11.99	8.80%	000070.SZ	特发信息	11.78	-10.62%
002465.SZ	海格通信	9.32	7.00%	002519.SZ	银河电子	4.39	-8.73%
300474.SZ	景嘉微	42.22	4.82%	600410.SH	华胜天成	11.67	-8.69%
300416.SZ	苏试试验	18.11	4.08%	300696.SZ	爱乐达	28.15	-7.67%
002428.SZ	云南锗业	6.6	3.77%	300447.SZ	全信股份	10.27	-5.87%
300034.SZ	钢研高纳	13.05	2.76%	600399.SH	ST 抚钢	3.05	-5.86%
603678.SH	火炬电子	19.74	2.55%	300354.SZ	东华测试	11.07	-5.71%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (05.20-05.26) 军工概念板块个股表现列表

军工概念							
本周涨幅前十				本周跌幅前十			
股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅	股票代码	股票名称	收盘价	涨跌幅
600536.SH	中国软件	58.28	14.63%	600343.SH	航天动力	9.57	-4.49%
002368.SZ	太极股份	32.1	5.49%	600855.SH	航天长峰	12.88	-3.74%
600456.SH	宝钛股份	21.15	3.78%	002190.SZ	*ST 集成	18.39	-3.67%
002163.SZ	中航三鑫	5.25	3.14%	600775.SH	南京熊猫	14.37	-3.56%
600480.SH	凌云股份	9.37	3.08%	600501.SH	航天晨光	8.1	-2.76%
000901.SZ	航天科技	12.14	1.85%	600072.SH	中船科技	12.7	-2.23%
000561.SZ	烽火电子	6.94	0.87%	002246.SZ	北化股份	7.73	-1.78%
600262.SH	北方股份	19	0.00%	600495.SH	晋西车轴	4.54	-1.30%
600148.SH	长春一东	15.03	-0.13%	600151.SH	航天机电	5.3	-0.93%
603698.SH	航天工程	16.36	-0.37%	600973.SH	宝胜股份	4.1	-0.73%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、军工行业最新观点与展望

2.1 “改革+成长”逻辑双强化，板块趋势向上走出低谷

“改革+成长”逻辑双强化，板块趋势向上走出低谷。我们在年度策略报告《逆周期，新景气》中坚定看好2019年板块机会，在5月15日发布的中期策略报告《大国博弈，高端铸基》中重申行业逻辑，重视“改革+成长”双主线：1) 成长逻辑：2018年7月我们提出军工板块“基本面反转，拐点已至”，并判断19-20年将是军工采购高峰期。2019Q1行业营收YoY+18.1%，归母净利YoY+66.5%，预收高企，现金流改善明显，看好航空航天等板块全年业绩表现。2) 改革逻辑：2017年以来改革层面曾多次低于预期，2019年船舶系重组事件再次拉开军工改革大幕。我们判断2019年改革将加速落地，近期船舶系、电科系改革事件明显增多亦是对这一判断的佐证。

2.2 行业维持景气上行，航空表现亮眼

2018年总营收增速11.0%，2019Q1同增18.1%，维持景气上行。2018年军工行业上市公司实现总营业收入3167.6亿元，同比增长11.0%，较2017年的整体增速7.5%增幅扩大了3.5pct，从年度数据的角度进一步印证了军工行业基本面反转的确立。

单季度营收来看，2018Q4、2019Q1分别同增0.1%、18.1%，或与交付节奏有关。2018年4季度军工行业实现营业收入1239.2亿元，同比微增0.1%，增速较前2个季度有明显回落，我们判断或与主机厂推行均衡生产导致交付结算节点前移有关。2019Q1军工行业实现总营收583.1亿元，同比增长18.1%，维持景气上行趋势。

图表 7: 军工行业 2016-2019Q1 总营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 军工行业 2016-2019Q1 单季营收及增速

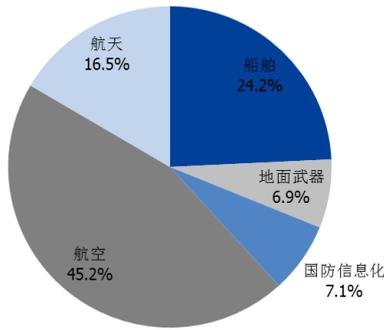


资料来源: wind, 国盛证券研究所

从总营收结构来看，航空子板块贡献比例超过40%。2018年，航空子板块以1433.1亿元的营业收入占据军工行业上市公司总营收的45.2%，之后依次是船舶767.9亿元（24.2%）、航天524.0亿元（16.5%）、国防信息化224.0亿元（7.1%）和地面武器218.5亿元（6.9%）。

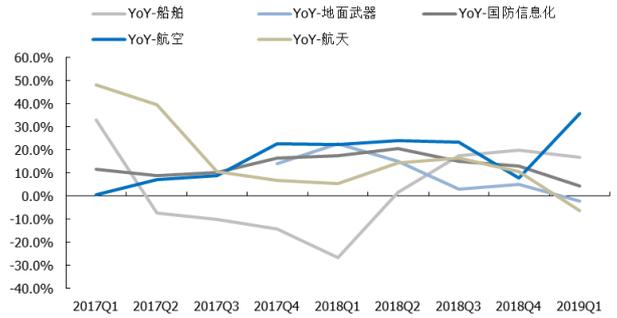
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

图表 9: 2018 年军工行业总营收构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的总营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从单季营收增速来看, 航空受均衡生产影响较大, 船舶自 2018Q2 起复苏明显。航空子板块的单季营收增速自 2017Q1 触底反转后持续走高, 2017Q4-2018Q3 连续 4 个季度领先于其他子领域, 但 2018Q4 有所下滑, 我们判断主要是受主机厂均衡生产的影响, 导致交付结算时点前移; 船舶领域复苏明显, 已连续 4 个季度单季增速超过 16%。

图表 11: 2017 年以来军工行业各子板块单季营收增速对比

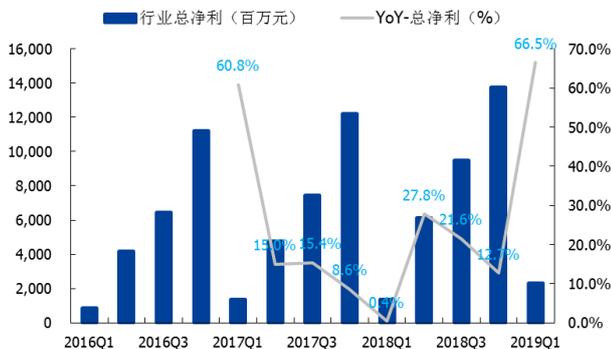
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%	-17.3%	42.7%	21.7%
2018Q4	-11.2%	1.1%	9.7%	7.9%	25.0%	0.1%
2019Q1	35.7%	-6.3%	4.3%	-2.1%	16.7%	18.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (*注: 由于内蒙一机 2016 年底重组并表对地面武器子板块的数据扰动过大, 故 2017 前三季度地面武器增速数据均不纳入对比范围)

2018 年归母净利润增速 12.7%, 与收入端趋势基本一致。2018 年军工行业上市公司累计实现归母净利润 137.6 亿元, 同比增长 12.7%, 相较于 2017 年的整体增速 8.6% 增幅扩大 4.1 pct, 利润端表现与收入端基本一致。

单季度归母净利润来看, 2018Q4、2019Q1 分别同增 -10.5%、66.5%, 波动较大。2018 年 4 季度实现归母净利润 42.5 亿元 (-10.5%), 我们判断或同样受主机厂均衡生产的交付节点前移影响。2019 年 1 季度军工行业实现总归母净利 23.1 亿元 (+66.5%), 已连续第 4 个季度归母净利润增速高于营收增速, 表明行业整体盈利能力持续提升。

图表 12: 军工行业 2016-2019Q1 归母净利及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利及增速

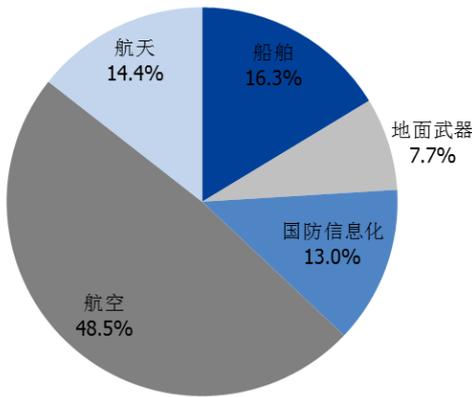


资料来源: wind, 国盛证券研究所

总归母净利润结构与营收端基本一致，航空子板块贡献近半。2018年，航空子板块以66.8亿元归母净利润贡献行业整体的48.5%，船舶贡献22.4亿元（16.3%）、航天19.8亿元（14.4%）、国防信息化17.9亿元（13.0%）和地面武器10.6亿元（7.7%）。

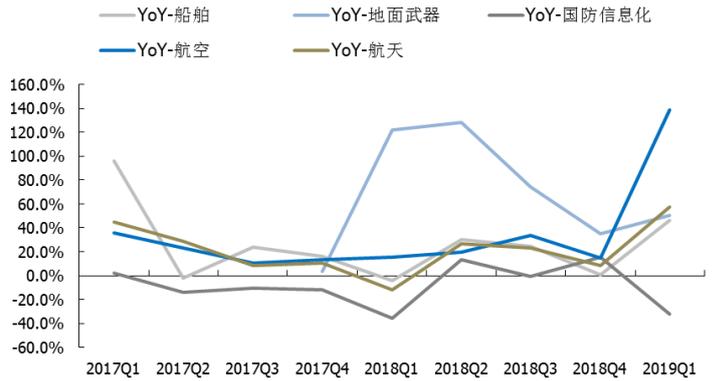
2018年地面武器同增34.9%位居第一，2019Q1航空以138.8%的增速遥遥领先。2018年，各子领域归母净利润增速：地面武器（+34.9%）> 国防信息化（+15.7%）> 航空（+15.0%）> 航天（+8.3%）> 船舶（+0.5%）。2019Q1，各子领域归母净利润增速：航空（+138.8%）> 航天（+57.2%）> 地面武器（+50.4%）> 船舶（+46.1%）> 国防信息化（-32.2%）。

图表 14: 2018年军工行业总归母净利润的构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利润增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

单季归母净利润增速来看，依然是航空子板块高增长的持续性最佳。2019Q1 航空子板块实现净利 8.8 亿元（+138.8%），除 2018Q4 可能受均衡生产影响单季有所下滑以外，航空子板块已连续 5 个季度归母净利润增速超过 15%，高增长的持续性最佳；航天和地面武器的表现紧随其后；船舶和国防信息化季度之间波动较大。

图表 16: 2017年以来军工行业各子板块单季归母净利润增速对比

单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	35.5%	45.0%	2.2%	*	95.8%	60.8%
2017Q2	22.6%	18.2%	-19.2%	*	-25.8%	3.6%
2017Q3	-8.5%	2.8%	-4.7%	*	126.6%	21.3%
2017Q4	16.4%	12.4%	-14.3%	-45.2%	-32.5%	-0.5%
2018Q1	15.4%	-12.0%	-35.6%	121.5%	-3.8%	0.4%
2018Q2	20.7%	57.4%	35.1%	130.8%	52.5%	38.9%
2018Q3	60.6%	16.2%	-24.4%	6.9%	-1.6%	22.2%
2018Q4	-5.6%	-10.1%	43.9%	-5.4%	-256.0%	-10.5%
2019Q1	138.8%	57.2%	-32.2%	50.4%	46.1%	66.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (*注: 由于内蒙一机 2016 年底重组并表对地面武器子板块的数据扰动过大, 故 2017 前三季度地面武器增速数据均不纳入对比范围)

2.3 基金持仓分析：核心白马持续受青睐，民参军和信息化热度提升

2019Q1 国防军工板块基金持仓下降 0.35 个百分点，排名 20/29。截至 2019Q1 基金持仓中，国防军工基金持仓为 1.21%，环比下降 0.35 个百分点，大幅度低于 2016Q2 的 3.13%，仍处于历史较低水平，接近 2013Q4 水平。

图表 17: 2019Q1 军工板块基金持仓占比 1.21%，环比下降 0.35 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019Q1 国防军工板块超配比例-0.44%，较历史高点仍有较大差距。从板块基金持仓相对标准配置比例观察，国防军工板块超配比例较上季度小幅下降，目前处于低配水平。2018Q3 以后，军工板块超配比例连续三个季度下降。2019Q1 国防军工板块超配比例为 -0.44%，环比下降 0.34 个百分点，排名 17/29，连续两个季度为负值，较历史高点仍有 1.14% 左右的较大差距。（基金超配比例计算：基金持仓比例-基金标准配置）

图表 18: 2019Q1 军工板块基金超配比例-0.44%，较历史高点仍有较大差距



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基金重仓标的以军工白马为主，与 2018Q4 相比未发生明显变化。与 2018Q4 相比，基金的前十大重仓股中，基金持股市值的前十名中有七家保持不变。中航光电（14 亿元）、中直股份（9.5 亿元）等核心军工白马股依旧更受机构青睐。中行光电、中直股份、航天电器、中航机电、内蒙一机、中航沈飞、四创电子七只个股与 2018Q4 保持一致。

图表 19: 2018Q4/2019Q1 国防军工板块基金持股市值前十个股

2018Q4		2019Q1		
前十名排名	基金持市值合计(亿元)	前十名排名	基金持市值合计(亿元)	较 2018Q4 变化 (亿元)
中航光电	11.81	中航光电	14.01	2.20
中直股份	8.40	中直股份	9.46	1.05
航天电器	7.10	航天电器	4.99	-2.11
内蒙一机	4.74	中航机电	4.07	-0.60
中航机电	4.67	内蒙一机	3.84	-0.91
中航沈飞	4.41	中航沈飞	3.44	-0.97
中航飞机	2.46	航天发展	2.32	2.32
航发动力	2.16	四创电子	2.24	0.34
四创电子	1.90	国睿科技	1.84	0.35
中航电子	1.51	奥普光电	1.80	1.80

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基金加仓排名中, 航天发展、奥普光电、航天长峰、海兰信等居前。与 2018Q4 相比, 2019Q1 基金对军工股的加仓方向生变化较大, 加仓排名前十中, 有七家发生变动。航天发展获机构大幅加仓超 2000 万股, 奥普光电获机构加仓超 1000 万股。基金加仓前十为: 航天发展、奥普光电、航天长峰、海兰信、钢研高纳、中国重工、洪都航空、金信诺、大立科技、航新科技。其中, 航天发展 (+2120 万股)、奥普光电 (+1122 万股)、航天长峰 (+418 万股)、钢研高纳 (+308 万股)、洪都航空 (+70 万股)、大立科技 (+25 万股)、航新科技 (+6 万股) 七只个股新进入基金加仓的前十名。我们认为航天发展、奥普光电、航天长峰等标的被大幅加仓, 说明市场对航天、国防信息化等景气度上行领域的关注度明显提升。而金信诺、大立科技等民参军公司也得到了市场关注。

图表 20: 2018Q4/2019Q1 国防军工板块基金加仓排名前十个股

2018Q4		2019Q1	
前十名排名	季报持仓变动 (万股)	前十名排名	季报持仓变动 (万股)
航天电器	815.72	航天发展	2119.92
中国重工	716.48	奥普光电	1122.37
中航光电	299.59	航天长峰	418.31
中直股份	216.11	海兰信	334.52
海兰信	163.37	钢研高纳	308.17
华力创通	80.89	中国重工	141.10
高德红外	63.64	洪都航空	70.12
金信诺	16.33	金信诺	43.96
中国动力	8.99	大立科技	24.99
中国卫星	0.95	航新科技	6.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 板块估值具备吸引力, 成长白马持仓有望提升

军工板块平均 PE 为 60 倍左右, 仍处于历史底部区域。军工是 2016-2018 年调整最充分的行业之一, 板块 PE 为 60 倍左右, 接近 2014Q1 水平; PB 约为 2.5 倍, 接近 2013Q1 水平; 其中, 核心配套企业 PE 处于 30-40 倍左右, 仍处于历史较低区间。

图表 21: 中信军工指数市盈率处于 60 倍左右, 接近 2014Q1 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 统计日期为 2019 年 4 月 30 日

成长白马和优质民参军有望维持“业绩与估值双升”。经过 2016 年之后两年多的调整，军工板块表现出成长性与弹性兼具的特征。2019 年春季攻势 A 股市场行情猛烈，各板块均有不俗表现。军工行业在 2019Q1 上涨 33%，行业排名 9/29，航天系、电科系、船舶系上市公司全面领涨，民参军公司表现也很抢眼。这几乎是军工自 2016 年蛰伏至今的最佳表现。四月份之后，市场行情震荡明显，由于军工板块具有高β的特点，单月跌幅接近 10%。我们认为在“成长+改革”双主线逻辑下，应重视改革红利释放及军工基本面持续好转等利好因素，同时成长白马与优质民参军有望维持“业绩与估值双提升”的趋势。

图表 22: 中信军工指数市净率为 2.5 倍左右, 接近 2013Q1 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 统计日期为 2019 年 4 月 30 日

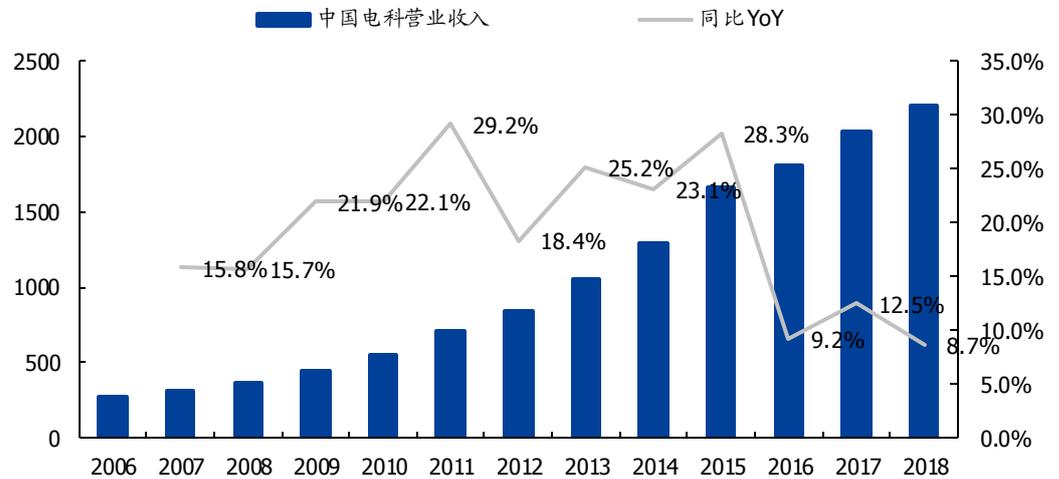
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会

2.5.1 集团改革目标明确、态度积极，证券化率稳步提升

集团资产证券化率稳步提升。中国电科在《中国电科“十三五”规划纲要》中明确提出要加强内部资源整合和对外兼并重组，同时要加强上市公司市值管理并探索多种投融资方式，推进专项产业基金建设。目前，中国电科资产证券化率依旧处于军工集团靠后位置，近几年通过院所改制，按照 100%控股计算，中国电科资产证券化率已经从 2013 年的 23%提升到 2018 年的 36%（营业收入口径）。

集团经营状况良好。根据中国电科 2018 年年报，集团总资产规模为 3547.71 亿元，较上年同期增长 16.2%，营业收入为 2204.27 亿元，较上年同期增长 8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018 年收入复合增速 20%，利润复合增速 22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019 年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高 10%，技术投入产出比优于 15% 的目标。

图表 23: 中国电科经营状况良好，营业收入逐年增长（收入单位为亿元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 中国电科利润水平逐年改善（利润单位为亿元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

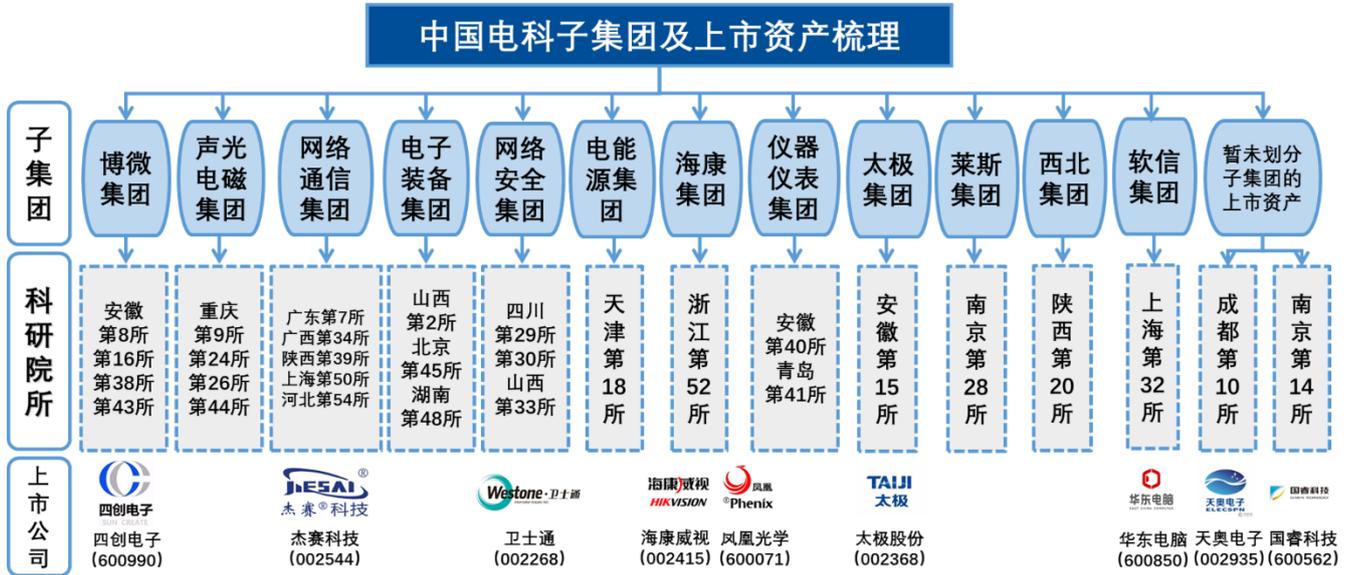
国企改革仍是集团 2019 的工作重点。2018 年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团 3 家成员单位成功入选。预计未来中国电科将进一步深化国企改革，推进混合所有制改革进程。根据年度工作会议，2019 年电科集团将“用好资产资本手段，充分发挥好上市公司平台作用，加大科研院所同质化业务整合。”我们预计，随着“十三五”后半程资产证券化进程的加快，电科集团证券化率有望提升至 50% 以上。

2.5.2 集团平台整合思路清晰，关键业务具备较强成长性

中国电科旗下科研院所众多，资产轻、盈利高。电科集团 66 家二级单位有 47 家是科研院所，多具备轻资产、高盈利的特点，但由于历史原因，研究院主业重叠情况普遍，造成内部无效竞争，也增加了集团管控难度。根据集团官网资料和公告，2008 至 2015 年

间，中国电科相继组建了重庆声光电子集团、海康子集团、装备子集团、网络安全子集团，在2017年一年间就相继组建了电能源子集团、通信子集团、太极子集团、微博子集团，集团平台整合步伐明显加快。目前中国电科已经初步形成12家子集团，9家上市公司的集团体系。

图表 25: 中国电科已经初步整合 12 家子集团，旗下有 9 家上市公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 根据最新公告, 电科集团持有的国睿科技股份已划至中电国睿子集团

子集团业务聚焦，重点关注通信及雷达重点领域。目前中国电科下属主要资产主要涉及基础元器件、雷达、军用通信几大领域。根据公司公告及集团官网信息，国睿科技拟向南京十四所发行股份购买其旗下国瑞防务、国睿信维，国睿安泰信部分股权，逐步整合十四所优质的雷达资产；同时微博子集团上市平台四创电子将继续整合38所相关资产，网络通信子集团杰赛科技将继续整合54所相关资产。38所是我国诸多新型以及高端雷达的研发基地，54所是我国电子信息领域专业覆盖面最为广泛，综合实力最为强劲的核心研究机构。未来我们建议重点关注通信以及雷达等重点领域。

1) 网络通信子集团未来整合空间巨大。杰赛科技作为网络通信子集团的上市平台，目前业务已经覆盖移动通信网络整条产业链。集团计划以杰赛科技为通信业务平台，聚焦卫星导航定位、通信和电子对抗等技术领域，形成通信产业国家队。目前中国电科网络通信子集团下属有5家军工研究所：7所，34所，39所，50所和54所，业务涵盖军工通信领域多个方向。虽然2017年上市公司已经完成了54所下属民品核心资产的股权收购，但考虑到通信子集团仍有较多优质军用类资产，未来整合空间仍然较大。

2) 雷达设备应用领域广泛，博微集团市场前景广阔。四创电子作为博微子集团下属唯一上市平台，主要业务涉及雷达以及雷达配套、公共安全产品、机动保障装备等。目前，博微子集团下属有8所、16所、38所、43所4家军工研究所。未来四创电子整合的方向主要为这4家研究所的雷达业务。从产业趋势来看，雷达产品在军民两用领域应用需求广泛。电科集团38所是雷达总体研制单位，技术处于国际领先水平，产品广泛应用于军用侦查、警戒，民用航管、气象等领域，技术的转化能力比较强。我们预期在未来资产整合后，四创电子在民用雷达领域将获得较快成长。

三、军工行业重大新闻

3.1 要闻速递

- 【国产航母飞行甲板清理完毕 舰上施工已结束】
- 【南部战区歼 11B 战机夜间出击 具备关键作战能力】
- 【北斗在轨卫星已达 38 颗 全面建成后精度优于 0.5 米】
- 【第十八届北京航展 9 月开幕 首揭秘一批未来黑科技】
- 【美法日澳在印度洋首度举行海上联演，出动航母和潜艇】
- 【美 B-52 轰炸机装备“不伤人的致命导弹”：可摧毁电脑芯片】
- 【乌克兰航空发动机总裁：没有中国，我将被迫裁员一万人】
- 【韩国防部：或在香会期间与中日举行防长会谈】

3.2 国内要闻

【国产航母飞行甲板清理完毕 舰上施工已结束】 新浪军事 5 月 22 日报道，第 1 艘国产航母飞行甲板已经清理完毕，舰岛脚手架也全部拆除，表明舰上施工已经结束，不久就能交付部队。从整体上而言，第 1 艘国产航母入列标志着海军作战能力又向前迈进一大步。还有消息说第 2 艘国产航母已经动工，不久我们就能看到它的雄姿，可以预见海军将会拥有越来越多的航母，更好维护国家安全和海洋权益。（来源：新浪军事）

【南部战区歼 11B 战机夜间出击 具备关键作战能力】 凤凰军事 5 月 23 日报道，“南部强军号”官方微信发布了南部战区海军航空兵歼-11 战斗机部队进行夜间训练的现场画面。歼 11B 战机挂载了国产霹雳 9 近距空空导弹与霹雳 12 中程空空导弹。后者是目前中国在霹雳 15 服役前性能最强的中距空空导弹，歼 11B 在夜间进行霹雳 12 导弹显示，该机已具备完整的全天候超视距空战能力。（来源：凤凰军事）

图表 26: 歼-11 战斗机部队进行夜间训练的现场画面



资料来源：新浪军事，国盛证券研究所

【北斗在轨卫星已达 38 颗 全面建成后精度优于 0.5 米】 环球网 5 月 23 日报道，中国卫星导航系统管理办公室主任冉承其表示，目前北斗系统在轨卫星共 38 颗，包括 18 颗北斗二号卫星和 20 颗北斗三号卫星，今年我国将再发射 6 至 8 颗北斗三号卫星，明年计划发射 2 至 4 颗，至 2020 年底全面完成北斗三号系统建设。届时空间信号精度将优于 0.5 米（来源：环球网）

【第十八届北京航展 9 月开幕 首揭秘一批未来黑科技】 环球网 5 月 23 日报道，第 18 届北京国际航空展将于 9 月 18 至 20 日在国家会议中心举办，来自 11 个国家和地区的 300 多家展商参展，此外，美国、爱尔兰、英国、意大利、加拿大、乌克兰等国家展团集中亮相，一批面向未来应用的“黑科技”也将首次揭开神秘的面纱，主办单位将以更大阵容、更高规格参展，全面展示中国航空航天领域 70 年来的发展成就。（来源：环球网）

3.3 国际要闻

【美法日澳在印度洋首度举行海上联演，出动航母和潜艇】 澎湃新闻5月20日报道，据美国《星条旗报》报道，法国、美国、澳大利亚、日本组成的四国海上特遣队在印度洋孟加拉湾首次举行了代号“La Perouse”的海上联合演习。根据美国第七舰队发布的通告，演习的舰艇包括法国海军“戴高乐”号航空母舰、美国海军“阿利·伯克”级“威廉·劳伦斯”号驱逐舰、日本海上自卫队“出云”级“出云”号直升机母舰及“村雨”级“村雨”号驱逐舰和澳大利亚海军“澳新军团”级“图文巴”号护卫舰及“柯林斯”号潜艇等舰艇。（来源：澎湃新闻）

【美 B-52 轰炸机装备“不伤人的致命导弹”：可摧毁电脑芯片】 澎湃新闻5月21日报道，据美国航空航天军事网站报道，美国空军已经部署了至少 20 枚装备可以摧毁军用电子设备弹头的导弹，这种导弹使用高能微波(HPMS)摧毁敌方的安全军事能力而不造成任何伤亡。这些导弹来源于反电子高能微波先进导弹项目简称 CHAMP 导弹。CHAMP 导弹空射射程为 700 英里，可以以低空姿态进入敌方领空，通过产生的高功率微波能量脉冲，摧毁被导弹瞄准的敌方计算机芯片和任何电子设备（来源：澎湃新闻）

图表 27: 反电子高能微波先进导弹项目测试弹



资料来源：参考军事，国盛证券研究所

【乌克兰航空发动机总裁：没有中国，我将被迫裁员一万人】 参考消息网5月21日报道，据美国《华盛顿邮报》网站5月20日报道称，乌克兰航空发动机企业“马达西奇”公司总裁最近接受采访时说：“如果不和中国合作，我将只能裁员一万人。”乌克兰工业与贸易协会会长柴佐科夫表示，预计明年，中国将超过俄罗斯成为乌克兰最大贸易伙伴。2018年，乌克兰与中国贸易额达到98亿美元，在过去两年中增长了51%，这是乌克兰与美国贸易额（40亿美元）的两倍还多。（来源：参考消息网）

【韩国防部：或在香会期间与中日举行防长会谈】 新浪军事5月22日报道，据韩国 news1 通讯社报道，韩国国防部副发言人卢在千21日称，韩方正正在与中日两国就在新加坡亚洲安全会议（香格里拉对话）期间举行防长会谈进行协商。卢在千表示，中韩两国正在推进防长的双边会谈，目前双方正在进行协调。另外，韩日两国也在就防长在香格里拉对话期间举行会谈进行磋商。如能成行，这将是两国防长自2018年“韩舰日机”事件以来首次举行会谈。（来源：新浪军事）

四、上市公司公告速递

【北斗星通】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本剔除已回购股份后的 4.9 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.7 元；通过深股通持有股份的香港市场投资者、QFII、RQFII 及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每 10 股派 0.63 元。

【金通灵】公司与黑龙江省双鸭山市集贤县人民政府签订生物质气化提氢、热电联产项目合作协议，预计项目建设周期为 18 个月，总投资约 13.2 亿。

【全信股份】控股股东陈祥楼先生解除质押股份 650 万股，占公司总股本的 49.5%；其累计质押股份 3177.3 万股，占其所持股份的 20.5%，占公司总股本的 10.2%。

【中航三鑫】公司股东韩平元先生减持公司 500 万股股份，价格为 5.4 元/股，占公司总股本的 0.6%，减持完成后，韩平元先生持有公司股份 710 万股，占总股本的 0.9%。

【亚光科技】公司股东周蓉女士累计减持公司股份 251.8 万股，占公司总股本的 0.5%。且周蓉女士将在 6 个月内继续减持不超过 1276.5 万股的公司股份，占公司总股本的 2.3%。

【天银机电】公司股东天恒投资将其所持有的公司的 3000 万股股份进行解除质押，占公司总股本的 6.95%，累计已质押 3967 万股股份，占公司总股本的 9.18%，天恒投资持有公司 7063.9 万股股份，占本公司总股本的 16.35%。

【中光防雷】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 1.7 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 0.8 元；以资本公积金向全体股东每 10 股转增 9 股，共转增 1.5 亿股。

【华力创通】公司股东解除公司限售股份 450.3 万股，占公司总股本的 0.7%，本次解除限售后，公司所剩未解除限售股份为 600.3 万股。

【光电股份】公布 2018 年度权益分配方案，以公司现有 5.08 亿股股份为基数，每 10 股派发现金红利 0.35 元，共 1780.66 万元。

【金信诺】更新 2018 年度报告:营业收入 25.9 亿，同比增长 13.4%，归母净利 1.3 亿，同比增长 1.1%，扣除非经常性损益的净利润由 1.01 亿更正为 9737.3 万。报告期内，公司加快实现新产品和新市场的目标达成，研发投入持续增加。

【金信诺】公司 5%以上非控股股东张田女士质押 750 万股，占其持股比例的 14.21%，累计被质押 1723 万股，占总股本比例为 2.98%。

【康达新材】公司拟使用自有资金，采用集中竞价的方式回购 2000-4000 万元人民币，回购股份数量不超过公司已发行股份总额的 10%，回购价格不超过 20 元/股。

【海格通信】发布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 23.1 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.2 元现金，本次权益分派股权登记日为 2019 年 5 月 30 日，除权除息日为 2019 年 5 月 31 日。

【通达股份】公司回购注销部分限制性股票，共计 223.4 万股，占激励计划已授予股份总数的 23%，占公司本次回购注销前总股本的 0.5%。本次回购注销完成后，注册资本由 4.46 亿元变更为 4.44 亿元，总股本由 4.46 亿股变更为 4.44 亿股。

【钢研高纳】6 名激励对象因个人原因自愿放弃公司向其授予的全部限制性股票，共计 39.2 万股。董事会对本次《激励计划》进行调整，首次授予的限制性股票数量由 1280.3 万股调整为 1241 万股，首次授予激励对象由 128 人调整为 122 人。

【天和防务】控股股东贺增林先生及其一致行动人刘丹英女士在渤海证券质押的共计 10931.3 万股股份已到期，两人已将上述股份办理了股票质押回购延期业务。

五、军工主题投资日历

图表 28: 近期军工主题投资日历



资料来源: 国盛证券研究所

六、选股主线与受益标的

- 1) 景气上行组合 (攻防兼备的“核心配套+总装”成长白马): 中直股份、航天电器、中航沈飞。
- 2) 国企改革组合 (资产证券化、混改、股权激励等预期): 中国船舶、中船防务、中航机电、航天电子、内蒙一机。
- 3) 科研价值重估组合 (军工信息化、自主可控、新材料): 四创电子、振华科技、菲利华、耐威科技、火炬电子。

催化剂: 军品定价改革、院所改制持续推进、军民融合利好政策。

图表 29: 受益标的估值表

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600038	中直股份	0.87	1.06	1.29	1.57	46.9	38.4	31.4	25.9
002025	航天电器	0.84	1.03	1.23	1.44	29.2	23.9	19.9	17.0
600760	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.86	54.3	46.2	38.8	33.6
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	30.7	26.2	22.1	18.9
600879	航天电子	0.17	0.20	0.23	0.26	36.4	31.2	26.9	23.4
600967	内蒙一机	0.32	0.39	0.46	0.53	32.2	26.6	22.4	19.3
600990	四创电子	1.62	1.74	2.03	2.37	28.5	26.5	22.7	19.5
000733	振华科技	0.55	0.62	0.76	0.93	28.7	25.5	20.5	16.9
300395	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	33.3	24.9	18.6	14.3
300456	耐威科技	0.34	0.54	0.81	0.72	77.7	48.9	32.7	36.7
603678	火炬电子	0.74	0.96	1.22	1.52	26.7	20.6	16.1	12.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS来自Wind一致预测, PE根据2019年05月24日收盘价计算

七、风险提示

- 1) 军工改革力度不及预期;
- 2) 军工企业订单波动较大。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com