

买入军工自主可控标的

2019年05月27日

看好/维持

国防军工 | 周度报告

投资策略及重点推荐：中美摩擦已从贸易延伸到科技安全领域。军工行业很多信息技术已实现自主可控，并在关键电子元器件、集成电路、网络安全的民用领域有规模化应用。

电子元器件领域，中航光电去年成为华为金牌供应商，作为华为线缆与连接器物料领域供应商，中航光电是国内唯一获此荣誉的厂家，公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备，而华为在高速背板产品方面每年采购额或超过 10 亿元。航天电器也在瞄准华为产业链的进口替代，公司年初成立广东华旗主攻民用高速背板连接器，目前已获取了华为 2 个编码，由于中美贸易摩擦加剧，未来进口替代必将加速。

集成电路领域，在 FPGA 芯片、北斗芯片、ADDA 芯片领域军工企业引领突破。振华科技大股东旗下的成都华微在军用 FPGA 方面与紫光国微、复旦微属于第一梯队，和国微两家承担国家十三五重大专项，是国内极少数开发 28nm 制程 7000 门 FPGA 产品的公司。在北斗芯片领域，海格通信刚刚发布“海豚一号”基带芯片和北斗三号 RX37 系列射频芯片，应用载体可实现每秒 100 次的定位更新，实时定位精度可达到厘米级。振芯科技是 ADDA 芯片的领军者，高速接口芯片的传输速率已实现从 3.125Gbps 向 12.5Gbps 提升。此外，国睿科技和四创电子在军用 DSP 芯片上也有自己的成熟成果，并应用于多种型号雷达。

网络安全领域，卫士通作为网络安全国家队，深耕密码主业，打造党政军信息安全服务商。同时，卫士通与阿里云共同成立网安飞天安全云，结合双方优势为党政军和央企提供安全私有云服务。基于“PK 体系”，中国长城拥有整机、服务器、一体机、笔记本等一系列国产自主的产品及应用解决方案，继党政军市场实现全覆盖后，将向金融、电力等行业市场逐步推广。

本周市场回顾：本周中信军工指数下跌 1.10%，同期沪深 300 指数下跌 1.50%，跑赢大盘 0.40 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 9 位。

本周主要报告：本周我们围绕中航光电、利达光电和中航飞机发布 3 篇事件点评：中航光电去年成为华为金牌供应商，受益于华为供应链国产替代，公司高速背板连接器将有 10 亿空间份额；利达光电单兵装备迎来高景气期，军品今明两年高增长有保证；中国商飞 ARJ21 飞机大规模扩产，C919 飞机研发顺利将在 2021 年投入运营，中航飞机最为受益。

本周我们就北斗导航产业发布专题研究报告。随着北斗全球组网时代的到来，北斗三号芯片订单将集中落地，自动驾驶成主要消费级应用场景。

重点推荐：综合成长性，估值，技术实力等指标，重点推荐：1、进口替代电子元器件标的：**中航光电，振华科技**；2、网络对抗与信息安全标的：**卫士通和中国长城**；3、军品订单驱动优质标的：**利达光电、四创电子、国睿科技**；4、国产“争气”大飞机标的：**中航飞机、中航沈飞、洪都航空和中航科工**。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018

Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

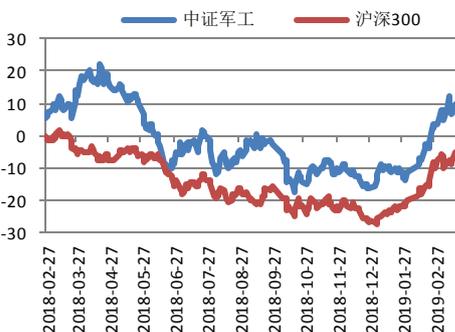
S1480117080010

行业基本资料

占比%

股票家数	53	1.53%
重点公司家数	-	-
行业市值	8182.75 亿元	1.26%
流通市值	6581.8 亿元	1.42%
行业平均市盈率	79.88	/
市场平均市盈率	20.19	/

行业指数走势图



资料来源：贝格数据，东兴证券研究所

相关行业报告

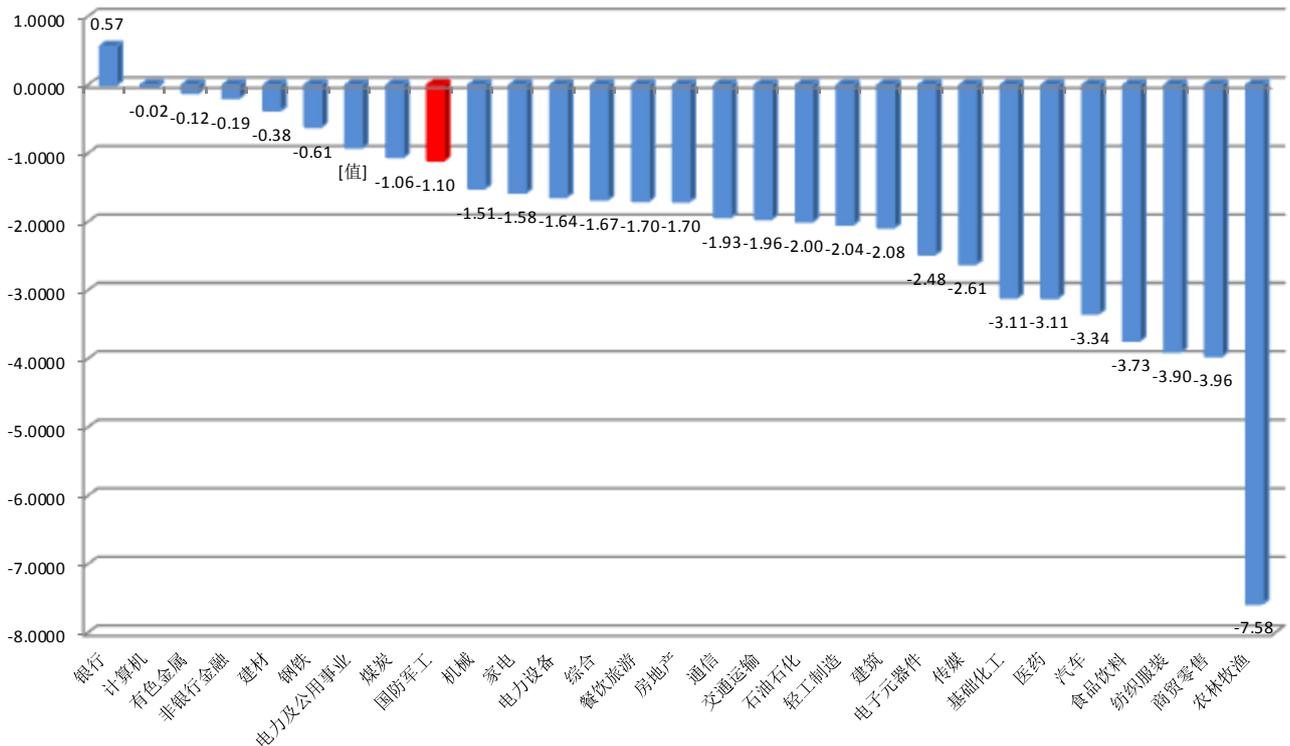
- 1、《中航光电（002179）事件点评：华为金牌供应商 2 未来或充分受益于国产替代加速》2019-05-22
- 2、《利达光电（002189）：单兵装备迎来高景气期，军品今明两年高增长有保证》2019-05-23
- 3、《国防军工行业事件点评：国产大飞机展露锋芒》2019-05-23
- 4、《北斗导航产业研究：北斗三号芯片订单将集中落地，自动驾驶成主要消费级应用场景》2019-05-24

1. 市场回顾

1.1 板块指数

本周中信军工指数下跌 1.10%，同期沪深 300 指数下跌 1.50%，军工板块跑赢大盘 0.40 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 9 位，军工行业跌幅低于行业平均水平。本周军工板块小幅下跌，周一军工单日涨幅 1.89%。

图 1:本周中信一级行业涨幅排名



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2 个股表现

本周军工板块跌幅低于行业平均水平，军工股监控池 160 支股票中 47 支股票上涨。本周中信军工周一单日涨幅达 1.89%。

表 1:东兴军工股票池周涨跌幅排名

周涨幅前十名			周跌幅前十名		
证券代码	证券名称	本周涨幅(%)	证券代码	证券名称	本周跌幅(%)
300777.SZ	中简科技	61.15%	300123.SZ	亚光科技	-18.90%
002338.SZ	奥普光电	16.05%	002683.SZ	宏大爆破	-17.51%
300397.SZ	天和防务	15.98%	300342.SZ	天银机电	-16.94%
000066.SZ	中国长城	9.85%	600698.SH	*ST 天雁	-15.86%

002383.SZ	合众思壮	8.80%	002224.SZ	三力士	-15.19%
300265.SZ	通光线缆	7.32%	300726.SZ	宏达电子	-12.76%
600416.SH	湘电股份	7.20%	000965.SZ	天保基建	-11.76%
002465.SZ	海格通信	7.00%	000070.SZ	特发信息	-10.62%
002368.SZ	太极股份	5.49%	002519.SZ	银河电子	-8.73%
300474.SZ	景嘉微	4.82%	000043.SZ	中航善达	-7.72%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 本周主要报告和观点

本周我们发表了 3 篇事件点评：中航光电去年成为华为金牌供应商，受益于华为供应链国产替代，公司未来高速背板连接器有 10 亿空间份额；利达光电单兵装备迎来高景气期，军品今明两年高增长有保证；ARJ21 飞机大规模扩产，C919 飞机研发顺商业运营可期，中航飞机最为受益。

本周我们就北斗导航产业进行专题研究，随着北斗全球组网时代的到来，北斗三号芯片订单将集中落地，自动驾驶成主要消费级应用场景。

2.1 中航光电（002179）事件点评：华为金牌供应商，未来或充分受益于国产替代加速

5 月 16 日，美国商务部工业与安全局(BIS)将华为列入所谓“实体清单”。进入名单后，未来没有美国政府的许可，所有美国企业或将不能再给华为供货。我们认为，作为华为公司的“全球金牌供应商”，公司未来或充分受益于国产替代进程，而华为在高速背板产品方面每年采购额或超过 10 亿元。

连接器在通信设备中价值量占比约 3-5%，通信行业上游核心电子元器件缺失

连接器作为通信设备中不可缺少的重要配件之一，在通信设备中价值量占比较大。通信终端设备主要包括交换机、路由器、调制调解器(Modem)、用户接入终端设备等。根据《中国连接器制造行业市场需求预测与投资战略规划研究报告》，连接器在通信设备中的价值占比约 3~5%，在一些大型通信设备中价值占比超过 10%。从全球范围看，通信设备制造业经过近二十年的历程，目前仍属于高速发展期，通信设备市场规模持续放大。与此同时，我国通信行业上游核心电子元器件的缺失问题不容忽视目前我国在通信基带芯片、射频器件、光芯片等领域均已经取得突破，逐渐开始实现国产替代，但目前来看，CPU、FPGA、AD/DA、射频芯片等高端电子元器件在全球市场都几乎无可替代。此前的中兴事件事件突显了国内关键芯片及上游零部件自主可控的重要性。

观点：1. 公司为华为的“金牌供应商”，公司或将充分受益于国产替代进程加速

2018 年 11 月 7 日，中航光电荣获“华为全球金牌供应商”。作为华为线缆与连接器物料领域供应商，中航光电是国内唯一获此荣誉的厂家。我们认为，华为被列入所谓“实体清单”后，或将加快国产替代和自主可控进程，而中航光电未来或将充分受益。公

司通讯业务 2014 年达到高峰，随后业务保持平稳增长状态，2018 年通讯领域仍处于 4G 向 5G 的过渡前期，5G 方面，公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备，客户主要为中兴、华为等我国通讯基站的核心供应商。同时公司也是国内首家拥有 56Gbps 高速连接器的高速互联解决方案的供应商，并获得国家扶持基金 4620 万元，随着项目的落成，公司有望实现生产 56Gbps 高速连接器 1000 万套的能力。

2. 公司高速背板连接器目前已进展到第五代，高速背板连接器未来需求或大幅攀升
2018 年，公司发布了其研制取得突破性进展的第五代高速背板连接器。高速背板是一个典型电子系统中各模块间进行物理连接的部分，复杂系统依赖于背板上的连线、走线和连接器来处理大量的高速数据流。三网融合、4G 通信加快建设，促使背板连接器、板对板连接器和 I/O 连接器产品走向高速的发展道路。

根据中航光电副总经理李森接受采访时透露，第五代高速背板连接器实现传输速率高达 25Gbps，可以说打破了由 FCI 等国际巨头把持的高速连接器市场，主要应用在大型数据中心、交换机、路由器、基站等领域。此外，除了高速率外，高密度、低成本、高可靠性也是最重要的特性。公司高速背板连接器最早应用于民用高端通讯领域，后来根据军工市场需求进行完善推广，2014 年下半年中航光电技术产业基地建成投用，生产自动化水平逐步提升，产品加工过程一致性高，产能将逐步放量。

此外，从 4G 到 5G 到 6G，高速背板产品需求正得到企业数据中心、云计算等应用的刺激而大幅攀升，仅华为一家通信设备厂商的用量每年就高达几只，中国区市场采购额约为 12~15 亿人民币，占据全球近半壁江山，背板连接器行业需求在未来几年仍将保持高速增长。

3. 一季报业绩超预期，全年高增长无忧

2019 年第一季度公司营收超市场预期，主要原因为，去年一季度基数较低，今年通讯、新能源汽车和军工业务的收入确认好于去年，同时去年 12 月由于若干子行业完成全年目标后压缩的合同在今年一季度集中释放，带来收入增量。

一季度利润增速与收入增速匹配且超市场预期，主要原因为，第一，发行可转债费用并非如市场此前预期之高，财务费用只增加不到 700 万，主要原因或为发行可转债募集的资金用作协议存款，所获取的利息收入抵消一部分可转债发行按照贷款基准利率计提的财务费用，实际利率或为 2% 左右。第二，研发费用控制较好，同比增长 23.50%，增速低于营业收入和营业成本增速，第三，管理费用控制较好，同比增长 13.48%，我们判断主要原因或为去年一季度研发人员工资和奖金大幅发放所带来的管理费用增长，今年同比出现边际改善。

展望全年，我们预计公司营收增速有望保持在 20% 以上，而由于产品结构的变化，净利润增速或快于营收增速。

4. 投资建议：中航光电是我们团队重点覆盖标的，站在当前时点，我们认为公司 2019 年业绩有望超市场预期，同时军品迎来高景气周期，通讯方面将充分受益于国产替代

加速,建议积极参与。我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.19 元、1.55 元、1.84 元,对应 5 月 17 日收盘价 PE 分别为 27X、21X、18X。

5.风险提示:武器装备交付进度低于预期,增值税影响高于预期,军品定价改革影响高于预期。

2.2 利达光电 (002189): 单兵装备迎来高景气期, 军品今明两年高增长有保证

根据公告,公司所收购的中光学公司核心军品已列装多个型号,中光学 2018 年实际业绩大幅超过业绩承诺。

观点: 1. 单兵装备未来需求巨大,我国单兵装备与世界先进水平差距较大

随着新世纪作战烈度的降低,以及单兵战术,单兵装备的发展,现代陆军必须考虑大量的进行传统的步兵作战。单兵主要用于侦察,盗取,爆破,通讯,情报,长期潜伏作战,特殊任务作战等等。美军特种部队的单兵装备种类繁多,性能精良,如头盔从 MICH 到 FAST,作战装具从 MLCS 到 SFLCS、SPCS 战术背心。俄军则在传统单兵武器领域占据非常重要的地位,其独到的发展理念在于不削弱原有优势技术。以士兵系统为例,美国追求高科技含量,经过不断评估与实战测试,其“奈特勇士”已简化为以手持智能终端和手持电台为核心的系统,系统重量大幅减轻,操作的便捷性得到提高。俄罗斯“战士”士兵系统则更注重提升系统的防护能力及武器的打击能力,但在态势感知、信息融合等领域存在差距。

近年来,随着经济实力的增长,我军的武器装备水平实现了稳步发展。其中,单兵装备的品类不断增多,性能大幅提升,逐步形成了自卫防御、突击进攻、火力支援与压制、攻坚反装甲、防低空相结合的较为完整的装备体系。

2. 信息化是装备是美军单兵装备中技术含量最高,也是最昂贵的装备

以美军的“陆战勇士”单兵作战系统为例,其系统结构由五大部分和 20 多个中小部件组成:一是综合头盔系统:主要包括盔盖及悬挂装置、视频强化像增强器、平板式显示器、听筒(人造耳)、防护面罩、微型摄像机、视听觉及呼吸保障装置等,总重量达 2.3 千克。二是探测器、计算机和电台系统。这部分装置的重量在 500 克以下。三是武器系统:包括单兵自卫武器、单兵战斗武器和班组支援武器,总重达 26.4 千克。四是多用途服装系统:包括军服、避弹衣、背囊、弹袋、手套、战斗靴等,重量可达 7.6 千克。五是微气候及动力装置系统:包括微型制冷系统和动力装置,重量达 4.5 千克。

根据互联网资料,信息化是装备是美军单兵装备中技术含量最高,也是最昂贵的装备,这些信息化装备包括夜视仪(4000 美元)、军用平板电脑(1 万美元)、军用单兵电台(6000 美元)、瞄准镜(900 美元)、单兵激光测距仪(2000 美元)等,此外还有一些后勤装备,比如单兵医疗包(200 美元)、ILBE 背包系统(550 美元)、军用口粮(100 美元),加强型步兵还配备有单兵火箭筒(900 美元),美军一套单兵装备总价值或超过 18 万美元。

3. 中光学核心产品已批量列装多个型号,下游市场空间巨大

目前，中光学在研新产品和技术多达十余项，包括多种类型的微光瞄准镜、红外瞄准镜、融合型望远镜、光电探测与干扰装置、自动标校装置、智能应用和智慧安防综合管理平台系统等。

根据公司公告，1.微光产品方面：中光学于2000年首次成功将近贴式超二代国产像增强器应用于枪用微光瞄准镜，实现了重量、体积的大幅度降低，现批量装备多个型号产品。2.红外产品方面：中光学于2006年首次将红外成像技术应用于轻武器红外枪用瞄准镜的研制与生产，目前已具备其核心电路红外驱动组件的研发能力，研制生产了多种非制冷探测器成像组件，并已应用于军方新型主战装备。3.激光产品方面：中光学长期进行激光器与激光测距产品的研发工作，目前已掌握激光器制造、激光测距、激光压制干扰系统等技术，并应用于军方新型主战装备。

裁军后我国军队规模约为200万人，我们假设夜视仪价格为5万元，瞄准镜价格为2万元，按照我军10%的部队装备夜视仪和瞄准镜来推算，则夜视仪+瞄准镜市场规模合计为140亿元。此外，坦克装甲系列、火炮及校靶系统也是瞄准镜的重要应用领域。

4. 中光学超额完成业绩承诺，十三五后两年军品高增速有保证。

2018年上市公司实现营业收入25.84亿元(+55.34%)，实现归属于上市公司股东的净利润1.62亿元(+237.74%)，实现扣非净利润4156.53万元(+8.96%)，其中中光学2018年实现营收16.71亿元(+107.65%)，净利润为9045.61万元(+298.83%)，中光学母公司实现扣非归母净利润为1.07亿元，大幅超额完成业绩承诺(2018年承诺业绩为3388.94万元)，公司2019年一季度营收同比增长23.38%，归母净利润和扣非净利润同比增速分别为198.99%和197.94%。

公司2018年军品订单大幅增长，而中光学的光电防务及要地监控业务收入同比增速为147.61%，我们判断主要原因，第一，主要原因或为此前军改所挤压的补偿性订单释放；第二，新的产品列装部队，进入批量交付期；第三，军方或因为某种客观因素加大采购。展望十三五后两年，我们判断补偿性订单的落实和每个五年计划前紧后松的装备采购计划，2019、2020年军品收入增速会在2018年基础上稳步加快。

5.投资建议

公司2018年完成收购中光学成功切入光学防务+光电产业链下游，未来或更名为“中光学”，中光学军品自2018年起已迎来高景气阶段，并将持续数年，而上市公司民品方面已进入华为P30供应链体系，未来将受益于高端手机出货量的增加，此外公司为兵装集团光电板块唯一上市公司，体外资产注入预期较强。预测公司2019-2021年公司营收为33.10亿元、38.76亿元、48.76亿元，归母净利润为2.19亿元、2.63亿元、3.41亿元，同比增长31.37%、20.35%、29.28%，EPS为0.83元、1.00元、1.29元，对应5月24日收盘价PE为26X/22X/17X，维持“强烈推荐”评级。

2.4 中船国防军工行业事件点评：海军成立70周年，两船合并有望取得实质性进展

国防部在例行会议上确认2019年4月23日是中国人民解放军海军成立70周年纪念日，届时将在山东青岛举行多国海军活动。3月9日，国资委主任肖亚庆在记者会上

强调积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组。3月23日，国防军工上市公司座谈会在北京召开，会议主题为“落实军民融合发展战略提升军工上市公司质量”，中国证监会、国资委、工信部、国防科工局和国家军民融合基金相关领导出席会议，十一大军工集团以及部分军工上市公司代表等参加了会议。我们认为在此背景下，两船合并有望取得重大进展。

观点：1.民船市场持续低迷，国际巨头合并加剧市场竞争，两船合并有利于减少内部竞争

从必要性角度来看，船舶行业作为典型的产能过剩行业，也是未来供给侧改革重点突破的领域，两船合并可以作为落实中央关于供给侧结构性改革“三去一降一补”任务的有力手段。国际船市竞争进一步加剧，2019年3月8日，现代重工与韩国产业银行签署了收购大宇造船的正式协议。合并后，两家船厂总体手持订单量占全球总手持订单量的五分之一以上，市场份额高达21.2%。自2000年以来，没有任何一家造船集团能够掌控全球市场20%以上的份额。特别在LNG市场，截止今年年初，这两家船厂拥有订单占全球市场份额的60%，合并后将加剧国际市场的竞争程度。目前船市持续低迷，2019年前两月新船订单同比下降50%以上，特别是2月全球新船订单量明显减少，韩国船企获得2月90%订单的情况下，两船合并能够促进我国船企做大做强，有效减少国内船企间的恶性竞争，集中与国外船企竞争，所以两船有合并的必要性。

2.互补短板，优化资源配置，军工资产证券化助力打造海洋强国

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

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

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

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

中国船舶工业集团（南船）旗下上市公司：中船防务、中船科技等。

中国船舶重工集团（北船）旗下上市公司：中国重工、中国动力、乐普医疗、中国应急、久之洋、中国海防。

今年是改革年，南北船一旦合并将强化国企改革和军工资产证券化预期。

3.加大分类推进混合所有制改革力度，四批试点名单即将公布。

党的十八大以来，国企混合所有制改革进入新的阶段，改革措施不断深化，通过 IPO、控股上市公司增发、资产重组等方法吸引社会资本。在 2019 年政府工作任务部署中，提到“加快国资国企改革”“积极稳妥推进混合所有制改革。”

近期，混合所有制改革消息频频释放。3 月 9 日，国资委主任肖亚庆在记者会上表示 2019 年是国企改革攻坚年，将加大分类推进混合所有制改革力度，扩大重点领域混合所有制改革，第四批会有一百多家试点企业，在重点领域进一步加大混改步伐。积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组。3 月 14 日，中船集团党组书记、董事长雷凡培在中船集团总部会见了来访的中国重工党组书记、董事长胡问鸣一行，就共同服务国家战略，扩大合作范围、促进优势互补，携手推动我国船舶工业实现高质量发展达成广泛共识。3 月 23 日，国防军工上市公司座谈会在北京召开，会议主题为“落实军民融合发展战略提升军工上市公司质量”，中国证监会、国资委、工信部、国防科工局和国家军民融合基金相关领导出席会议，十一大军工集团以及部分军工上市公司代表等参加了会议。3 月 27 日，国资委主任肖亚庆表示第四批混改试点名单很快要公布。

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

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

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

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

军工央企成员单位分企业和事业两种属性。涉及到资产注入的军工企业主要为军工央企和军工地方国企，目前军工集团控股的上市公司已经达到 80 余家。军工央企多由原国家部委逐步演变而来，其下属研究所仍保留事业编制，而军工厂历经多次国企改革

革后绝大部分已完全转变为真正企业即完全自负盈亏，无国家事业费投入。由于研究所涉及武器系统总体设计、分系统设计及制造等多个核心环节，技术门槛高、垄断属性强，目前军工央企绝大部分优质军品资产存在于研究所体内。受限于“事业编”身份，军工研究所优质军品资产目前尚难以实现整体上市。

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

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

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

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

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

5. 行业观点及投资标的梳理。

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

军工行业本身的比较优势：1. 军工科技股具备成长性和进攻性，符合科创板的定位。科创板的推出标志着股权融资将承担重大使命，要为中国高科技转型贡献力量。科技

类公司需要资本市场的浇灌才能长大，科创板将显著带动 A 股科技成长股。因此在布局上，建议更加重视成长性和进攻性。对估值的容忍度可以上升，对技术先进性和科技含量的评判更为重要。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，具有较强成长性的企业——这是科创板的定位，也是高科技军工股的定位；2. 基本面角度来看，2019 年盈利增速有望加快。包括中航光电、航天电器等飞机产业链上游的上市公司一季报或超市场预期，从而修正市场此前对于军工股业绩的悲观预期；3. 今年一系列改革政策或将落地。军品定价改革定价方面，《军品定价议价机制改革》文件或已经下发至各集团，新增“激励（约束）利润”对于新型号的独家总装企业是重大利好，其净利率有望从当前的 4% 以下提升至 7%-10%；4. 军工持仓低配，估值相对自身处于低位。截止至 2018 年四季度末，公募基金军工股持仓总市值占比仅为 1.54%，环比下降 0.45 个百分点，板块安全边际凸显。

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

主流标的中，建议重点关注卫士通、洪都航空、中国长城、湘电股份、中国海防等个股，其核心是“基本面反转”+“价值重估”。这类拐点型标的拥有更大的弹性。

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

2.3 国防军工行业事件点评：国产大飞机展露锋芒

5 月 20 日，中国民用航空局与欧盟委员会移动运输事务部门共同签署了《中华人民共和国政府和欧洲联盟民用航空安全协定》和《中华人民共和国政府和欧洲联盟关于航班若干方面的协定》。

观点：1. 安全协定增强国产大飞机进入欧盟市场的可能性

《中欧民用航空安全协定》谈判历时近 6 年，终于达成协议。据官方口径，《安全协定》确立了中国与欧盟在适航和环保审定、飞行运行、空管服务、人员执照与培训等民航安全领域进行广泛合作的法律框架。该协议作为适航和环保审定框架性协议，是未来附件实施细则的基础，为我国大飞机未来取得 EASA（欧洲航空安全局）适航认证创造了条件。此次中欧双方签署历史性协议，不但利好空客在国内的产业链公司，也增强了日后国产大飞机打进欧洲等发达国家市场的可能性。

2. ARJ21 新支线飞机密集生产批量交付 C919 大飞机 2021 年投入运营

在狮航和埃航相继发生波音 737max 客机坠毁事故之后，有两百多家航空公司取消了波音订单。空客作为世界第二大航空工业公司，虽然目前还没有发生过像波音一样的

严重安全事故，但空客的飞机由于多为联合研发，所以售价偏高，导致其出口率和成交量也不如意。也正是因为波音和空客的种种原因，我国 C919 飞机开始在国际上展露锋芒。

国产大飞机是“争气机”。从 2007 年中国商飞成立至今，已有 3 架 C919 原型机试飞，今年还将有 3 架飞机投入试飞。据 C919 大飞机发动机供应商 GE 航空集团大中华区总裁向伟明透露，C919 有望在 2020 年取得试飞证照，2021 年投入使用。

ARJ21 新支线飞机的密集生产和批量交付为 C919 大飞机探明了道路。国产 ARJ21 支线飞机于 2016 年正式投入航线运营，成都航空、天骄航空和乌鲁木齐航空率先购买，反馈较好。目前 ARJ21 已拥有 24 家客户的 528 架订单。今年 4 月，有媒体报道称东航将设立子公司运营 ARJ21，国航和南航也有意为运营 ARJ21 申请成立新的航空公司。目前 ARJ21 机型年产量为 20 多架，单价约为 2700 万-2900 万美元，低于国外同类产品，性价比较高。受旺盛的需求拉动，ARJ-21 飞机今年将启用第二条生产线，产量由 2018 年的 15 架提升至 22 架。后续还将扩产。

3. 中航飞机最受益大飞机产业链

目前，C919 已经获得 815 架订单，其中包括国内航空公司的 135 架订单。据预测，到 2036 年末将有 8575 架新机需求，市场空间达 8 万亿元。国内供应链方面，中航飞机、中航沈飞、洪都航空等总装厂面临“军品需求旺盛、民品拐点来临”的大好形势。特别是中航飞机，承担了 C919 飞机 6 个主要工作包和 ARJ21 支线客机 85% 以上零部件制造，是国产民用飞机生产的主力军。在零部件方面，中航机电与中航电子分别作为我国飞机机载设备中机电板块和航电板块的龙头企业，在进口替代进程中将发挥重要作用。

4. 建议关注：大飞机产业链核心标的：中航飞机、中航沈飞、洪都航空、中航电子、中航机电和中航光电。

5. 风险提示：大飞机试飞和国内取证进展不及预期，国产化替代进度不及预期。

2.4 北斗导航产业研究：北斗三号芯片订单将集中落地，自动驾驶成主要消费级应用场景

北斗导航产业主要围绕卫星定位和导航开展，产业参与者主要以军工集团和部分民参军企业为主。因其科技含量高、自主可控性强、应用领域广泛，发展前景良好，产业链拥有极高的投资价值。随着北斗全球组网时代的到来，北斗三号芯片订单将集中落地。同时，无人汽车与自动驾驶将成为北斗最主要的消费级应用场景。

北斗“三步走”战略已到最后一步，2020 年实现全球服务

北斗卫星导航系统形成了“三步走”发展战略：(1) 试验系统阶段，向中国提供服务；(2) 区域系统建设阶段，建成覆盖亚太地区的北斗区域系统；(3) 北斗三号全球组网，向全球提供相关服务。目前“三步走”战略已进行到最后一步，北斗三号已发射 19 颗全球组网卫星，各项评估指标反映良好。我国将在 2020 年完成 35 颗北斗三号卫

星的组网，为全球用户提供服务。到那时，世界上任何一个地方都可以用上北斗提供的高精度、高可靠的导航、授时服务。

自主可控性强，产业链完备且分布合理

目前全球共有四大卫星导航系统，GPS、北斗、GLONASS 和 GALILEO。北斗系统由中国自行研制，从基础的芯片、板卡到终端设备和地图全部实现了国产化，系统整体自主可控性强，已成为 GPS 系统最有力的竞争对手。同时，北斗是唯一一个使用了地球静止轨道（36000 公里高）、地球倾斜同步轨道（36000 公里高）和中轨轨道（20000+公里高）的卫星导航系统。我国重点覆盖的区域是亚太地区及“一带一路”地区，系统建成后，这些地区均将获得优于 GPS 系统的精准定位。

应用领域广阔，自动驾驶驱动产业发展

近年来，我国卫星导航与位置服务产业规模持续扩大，特别是在自动驾驶领域，北斗支持的高精度定位、高精度地图产业正迎来高速发展。当前我国卫星导航定位消费级市场主要以手机、汽车为主要载体，定位精度在 3-10 米，以 GPS 为主。对消费级市场而言，随着人工智能、物联网、大数据等应用场景逐渐出现，高精度位置信息的需求日益旺盛，北斗的渗透率也在逐步攀升，其最主要的应用场景就是无人汽车与自动驾驶。

北斗产业链重点投资标的：

中海达 高精度地图助力业绩腾飞：深耕高精度定位行业，2018 年取得十分稀缺的高精度地图绘制资质，有望借力自动驾驶实现业绩腾飞。

振芯科技 北斗芯片实力领先：老牌北斗企业，特别是在国防领域的芯片研发实力突出。北斗二号、北斗三号芯片供货领军企业。

海格通信 军用北斗领军企业：以军用无线电装备起家，目前已发展为全频段覆盖的无线通信与全产业链布局的北斗导航装备研制专家、电子信息系统解决方案提供商。

北斗星通 业绩稳步增长：我国卫星导航产业首家上市公司，近年来业绩稳步增长，营收、利润表现亮眼。

3. 热点聚焦

- 1、**国产航母雷达天线已开始转动 为交付部队做最后准备。**5月23日第1艘国产航母又传来喜讯，舰上雷达天线已经开始转动，表明舰上设备正在紧张调试之中，如果一切顺利，交付部队已经为期不远。从相关画面来看，第1艘国产航母桅杆最顶端海鹰 S/C 对空探测雷达天线正在转动，表明雷达正在工作。从所周知，雷达是高度敏感电子设备，开/关机、工作频率都有严格审批手续，所以外界推测第1艘国产航母设备调试已经进入重要阶段。（新浪网）
- 2、**美军将为 F-35 配备无人僚机 空战进入全新时代。**美国《防务新闻》23 日称，美国空军正在评估使用研发中的“空中博格人”（Skyborg）人工智能技术，让新一代

F-35 或 F-15EX 战斗机飞行员得以控制像 XQ-58“女武神”这样的无人作战空中平台。美空军计划将低成本、消耗性无人机送入遍布敌人的拥挤空域，飞行员驾驶的战机可以远离危险。而人工智能甚至可能比人类飞行员更快地响应威胁。(凤凰网)

4. 投资策略

美国鹰牌代表班侬认为围剿华为比与中国开展贸易更为重要，中美之间摩擦已从贸易延伸到信息、技术安全领域。军工行业很多信息、技术安全技术已实现自主可控，并在关键电子元器件、集成电路、网络安全的民用领域有规模化应用。

电子元器件领域，中航光电去年成为华为金牌供应商，作为华为线缆与连接器物料领域供应商，中航光电是国内唯一获此荣誉的厂家，公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备，而华为在高速背板产品方面每年采购额或超过 10 亿元。航天电器也在瞄准华为产业链的进口替代，公司年初成立广东华旃主攻民用高速背板连接器，目前已获取了华为 2 个编码，由于中美贸易摩擦加剧，未来进口替代必将加速。

集成电路领域，在 FPGA 芯片、北斗芯片、ADDA 芯片领域军工企业引领突破。振华科技大股东旗下的成都华微在军用 FPGA 方面，公司基本上跟紫光国微、复旦微都属于第一梯队，跟国微两家承担国家十三五重大专项，是国内极少数开发 28nm 制程 7000 门 FPGA 产品的公司。北斗芯片领域，海格通信刚刚发布“海豚一号”基带芯片、北斗三号 RX37 系列射频芯片，应用载体可实现每秒 100 次的定位更新，实时定位精度可达到厘米级。振芯科技是 ADDA 芯片的领军者，高速接口芯片的传输速率已实现从 3.125Gbps 向 12.5Gbps 提升。此外，国睿科技和四创电子在军用 DSP 芯片上也有自己的成熟成果，并应用于多种型号雷达。

网络安全领域，安全建设要与新一代信息化系统融合。卫士通作为国家队深耕密码主业，打造党政军信息安全服务商，同时，卫士通与阿里云共同成立网安飞天安全云，结合双方优势为党政军和央企提供安全私有云服务。基于“PK 体系”，中国长城拥有整机、服务器、一体机、笔记本等一系列国产自主的产品及应用解决方案，继党政军市场实现全覆盖后，将向金融、电力等行业市场逐步推广。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

5. 行业新闻

5.1 国际安全局势

- ◆ **叙利亚恐怖分子发起大规模攻势 俄军基地遭袭击**。当地时间 5 月 22 日，在叙利亚的俄罗斯赫梅米姆空军基地(Khmeimim)遭到 17 枚火箭袭击，均被俄军拦截或中途坠地。据今日俄罗斯(RT)网站 5 月 22 日报道指出，这次袭击发生时，正是伊德利卜省的恐怖组织向叙利亚政府军发动大规模武装攻势期间。据俄罗斯国防部称，这

次袭击是用多管火箭炮系统实施的，发射地点位于叙利亚伊德利卜省的一个恐怖分子控制区。赫梅米姆基地的防空武器拦截了 9 枚火箭，其余的 8 枚在抵达基地之前撞地坠毁。（凤凰网）

- ◆ **俄战略轰炸机连闯美防空识别区 节奏不断加快。**据美国《空军时报》网站 23 日报道，北美防空司令部通报称，美军战机连续两天在阿拉斯加附近拦截俄军战略轰炸机和护航战斗机编队，这是今年以来俄军机第 5 次闯入美国防空识别区。21 日，两架俄军图-95 战略轰炸机突然不请自来，进入阿拉斯加防空识别区。美军出动 2 架 F-22“猛禽”战斗机进行拦截，一架 E-3“望楼”预警机负责监控整个过程。俄轰炸机随后飞离。但不久后，它们在 2 架苏-35 战机的护航下，再次进入美防空识别区，美空军不得不派出两架 F-22 战机和 1 架 E-3 预警机予以拦截，同时还出动 1 架 KC-135 空中加油机保障拦截行动。负责北美空天预警和防御任务的北美防空司令部表示，俄军机始终处于国际空域，没有进入美国和加拿大领空。（新华网）

5.2 军工科技及产业动态

- ◆ **美公司一次发射 60 颗互联网卫星。**电美国太空探索技术公司 23 日用一枚“猎鹰 9”火箭将首批 60 颗“星链”卫星送入太空，迈出该公司构建全球卫星互联网的重要一步。当地时间 23 日，搭载 60 颗卫星的“猎鹰 9”火箭从美国佛罗里达州卡纳维拉尔角空军基地升空。太空探索技术公司计划在 2019 年至 2024 年间在太空搭建由约 1.2 万颗卫星组成的“星链”网络，其中 1584 颗将部署在地球上空 550 千米处的近地轨道。“星链”建成后，这一卫星互联网项目将从太空向地球提供高速互联网接入服务。（新华网）
- ◆ **印度苏 30MKI 战斗机再次成功试射布拉莫斯导弹。**据《今日印度》(India Today)网站 5 月 22 日报道，印度空军在当天宣布苏-30MKI 战斗机成功试射了一枚“布拉莫斯”超音速巡航导弹，这是该导弹空射型的第二次成功试射。报道称，此次发射过程很顺利，导弹在打击到陆地目标之前都按照预定的轨迹飞行。空射型“布拉莫斯”导弹是一种重量达到 2.5 吨的超音速空对地巡航导弹，射程约为 300 公里，由印度和俄罗斯联合研发。2017 年 11 月 22 日，印度空军首次成功试射了空射型的“布拉莫斯”导弹，5 月 22 日是该导弹的第二次成功试射（新华网）

5.3 军民融合专题

- ◆ **美商购中国制造军服再贴牌卖美军 质量比美国造还好。**一条“中国制造回国贴牌”的美军制服非法产业链近期被曝光。据美军半官方媒体“军事时报”网站 5 月 22 日报道，纽约州罗德岛联邦检察官 22 日指控了一名纽约男子科恩巴什，他涉嫌勾结中国厂商，生产未经授权的“仿制”的美军军服，再将军服贴上“made in USA”的标签，卖给美军，并从中获利 2000 万美元。（新浪网）
- ◆ **简氏：中船重工有意收购克罗地亚造船厂 已参观考察。**英国《简氏防务周刊》网站报道称，中国船舶重工集团有限公司已证实，正在考虑可能对克罗地亚一些造船厂进行投资。报道称，这家中国国有集团公司 5 月 14 日发布声明称，计划对可能的投资进行“深入考察”。该公司确认了乌利亚尼克造船集团旗下的两个目标。其中

包括乌利亚尼克造船集团旗下、位于克瓦内尔湾沿海主要海港城市里耶卡的五三造船厂和位于伊斯特拉半岛西南部城市普拉的一个造船厂。中船重工证实，该公司官员最近数周已两次参观这些造船厂。（新浪网）

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，主要研究军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。