

# 国防军工

证券研究报告  
2019年06月04日

换股 ETF 不应理解为“减持”，或为国有资产配置优化及产业投入

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

事件：中航工业旗下五上市公司公告控股股东股份换购 ETF

全景网显示，6月2日晚间，中国航空工业集团有限公司（简称“中航工业”）旗下五家上市公司同日公告称，公司控股股东或相关股东拟以其持有的相应公司股份换购基金份额，该基金为“富国军工龙头 ETF”，其中三家公司均承诺在基金成立后180天内不减持基金份额。

作者

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人  
xulitian@tfzq.com

战略级央企进行的换购 ETF 份额不应简单理解为“减持”，可场内交易不对二级市场造成压力

全景网统计，今年以来，此前三七互娱、中兴通讯、中国石油、先导智能等多家上市公司均已发布股东以股份换购 ETF 的公告。不能否认换股 ETF 份额是进行减持的一种便利渠道，但中航工业集团此举目的我们认为不应被理解为减持行为。中航工业集团为中国航空产业中唯一的央企，承担着航空产业发展的重任，且五家上市公司包含了航空工业仅有的三大主机厂，因此换股 ETF 不存在上市公司控制人减持套现淡出产业和上市公司的可能，主要原因预计为围绕国改优化配置、发展航空产业的目的。换股 ETF 方式并不对二级市场造成压力，因换购后获得的 ETF 份额可直接进行场内交易。

行业走势图



资料来源：贝格数据

或为“提高国有资本配置效率”要求下产生的换购 ETF 行为

中航飞机6月2日公告显示，控股股东参与认购基金份额的原因为“丰富投资组合，优化资产配置”。我们认为中航工业集团为“双百行动”企业，肩负着成为治理结构科学完善、经营机制灵活高效、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵的重要使命。中航工业集团官网2018年3月1日文章强调，国资委主任肖亚庆抓好八个方面重点工作中的一项为“进一步提高国有资本配置效率”。我们认为本次股份换购 ETF 的行为符合国资委对“提高国有资本配置效率的要求”。

相关报告

- 1 《国防军工-行业研究周报:PMI 破荣枯线，寻找具备基本面确定性的军工逆周期资产正当时》2019-06-02
- 2 《国防军工-行业点评:民用航空产业走出第一步，持续强调三类逆周期品种》2019-05-26
- 3 《国防军工-行业点评:中美宏观存在反复，逆周期科创与改革配置优势再次凸显》2019-05-12

此举是灵活利用上市平台、分散航空产业单一发展风险的重要举措

此举是国有企业灵活运用上市公司平台的资本市场功能、优化国有资产的资本配置效率的举措。中航工业集团可在不大幅影响资本市场的情况下，灵活进行 ETF 交易获得中国航空工业的发展资金，也可通过对军工业的指数型投资分散航空产业发展的单一风险。

航空产业进入放量阶段，推荐以基本面为核心考量标准进行投资

中信国防军工指数62个股19年Q1营收总额638.59亿元，同比实现14.53%稳健增长，归母净利润21.18亿元，实现同比65.7%的较高速增长（剔除沈飞、内蒙一机权重影响较大个股，中信军工指数同比实现11.91%稳健增长，归母净利润实现同比30.61%中高速增长）。航空产业细分方向Q1实现收入36.47%增长，净利润实现547.32%增长。因此考虑经济指标承压、贸易摩擦加剧，在大环境不确定下需关注军工等基本面有稳定增长的逆周期行业，推荐关注军工行业高景气、自主可控、国改三条逆经济周期主线。

风险提示：军品定价机制改革推动速度不及预期，军工行业需求低于预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
600967.SH	内蒙一机	10.69	买入	0.38	0.50	0.63		28.13	21.38	16.97	
600150.SH	中国船舶	19.30	买入	0.35	0.46	0.55	0.59	55.14	41.96	35.09	32.71
600760.SH	中航沈飞	28.76	买入	0.53	0.64	0.76	0.93	54.26	44.94	37.84	30.92
000768.SZ	中航飞机	15.40	买入	0.20	0.25	0.31	0.40	77.00	61.60	49.68	38.50
000547.SZ	航天发展	9.65	买入	0.27	0.38	0.47		35.74	25.39	20.53	

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com