

# 国防军工

## 关注军民融合下的国产替代机会

**本周行情回顾：**本周（06.03-06.09）大盘表现较弱，29个行业中仅银行板块上涨，农业、医药等跌幅较大。本周上证综指下跌2.45%，创业板指数下跌4.56%，国防军工指数下跌6.63%，跑输大盘4.18个百分点，排名第27/29。个股方面，中光防雷（+11.76%）、尚纬股份（+1.80%）等涨幅居前，海兰信（-19.87%）、华伍股份（-19.52%）等跌幅居前。

**与前不同的观点：军工板块“改革+成长”逻辑双强化。**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：重视连接器产业国产替代机会。**华为事件提升了市场对5G、芯片等自主可控题材的关注度，但我们认为市场对军工国产替代的投资逻辑认识并不充分，建议关注军民融合下的国产替代机会，例如连接器行业：1) 军民需求广泛：军用方面连接器是航空航天、舰艇等装备用量最多的电子元器件。民用方面主要配套领域为通信电子、汽车等，下游需求的快速增长牵引产业发展。2) 美日占据产业头部：根据Bishop&Associates数据，预计2020年全球市场规模将达600亿美元。美欧日韩依托技术、渠道等优势，引领产业高端市场。3) 国产厂商有望弯道超车：随着泰科电子等巨头把产能转移到国内，国内厂商制造水平迅速提高，立讯精密、中航光电、航天电器等快速成长。我们认为虽然我国起步较晚，但产业规模已实现反超，技术能力也有所突破，高端连接器国产替代进程将加快。

**本周军工行业重要事件：**1) 6月4日，由航天科技集团一院设计研制适配长三甲系列运载火箭的4.2米直径全透波火箭整流罩交付。2) 6月4日，中船重工集团亮相挪威国际海事展，为进一步开拓国际市场、互利合作创造条件。3) 6月5日，由航天科技集团一院研制的长征十一号海上发射实现“一箭七星”，这是我国首次在海面上实施运载火箭发射技术试验。4) 6月6日，中船海洋与防务装备股份有限公司子公司中船黄埔文冲有限公司承接的深中通道项目的18米足尺变宽试验段正式验收移交。

**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）：中航光电、航天电器、中直股份。2) 国企改革组合（资产证券化、混改、股权激励等预期）：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。

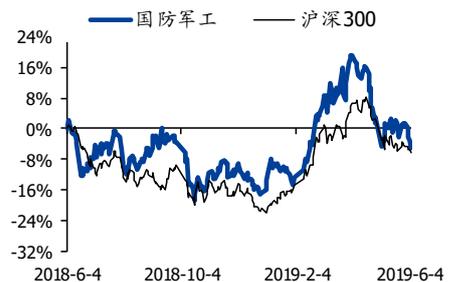
### 重点标的

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	44.5	36.4	29.8	24.5
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	27.5	22.5	18.7	16.0
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	28.3	24.2	20.5	17.6

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06月06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：国产替代趋势加速，重视军工自主可控》2019-06-02
- 《国防军工：大国博弈，把握军工自主可控投资机会》2019-05-26
- 《国防军工：行业景气度持续，重视电科系改革机会》2019-05-19



## 内容目录

一、军工本周（06.03-06.09）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，重视军工板块投资机会 .....	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（06.03-06.09）国防军工指数下跌 6.63% .....	4
图表 2: 本周（06.03-06.09）国防军工指数在行业指数中排名第 27 .....	4
图表 3: 本周（06.03-06.09）军工板块个股表现列表 .....	4
图表 4: 本周（06.03-06.09）核心军工板块个股表现列表 .....	5
图表 5: 本周（06.03-06.09）民参军板块个股表现列表 .....	5
图表 6: 本周（06.03-06.09）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 归母净利及增速 .....	7
图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利及增速 .....	7
图表 14: 2018 年军工行业总归母净利的构成情况 .....	8
图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利增速对比 .....	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: S-400 进行反导拦截测试.....	14
图表 27: 俄新型空降迫榴炮: 2S42"莲花"自行迫击榴弹炮.....	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（06.03-06.09）行情回顾

### 1.1 行业指数表现

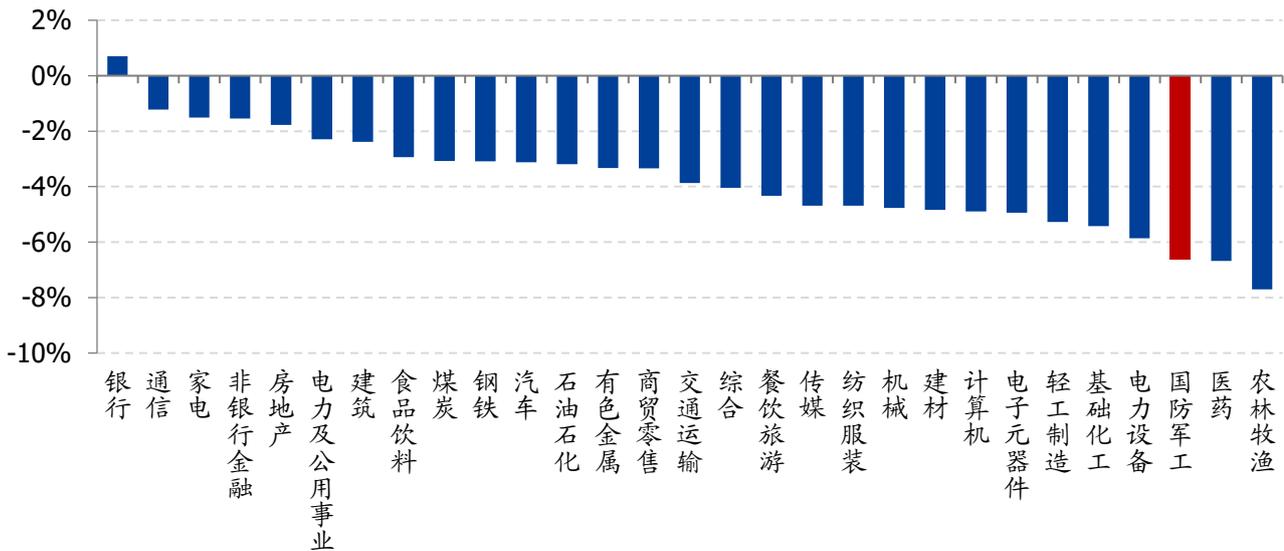
本周（06.03-06.09）上证综指下跌 2.45%，创业板指数下跌 4.56%，国防军工指数下跌 6.63%，跑输大盘 4.18 个百分点，排名第 27/29。

图表 1: 本周（06.03-06.09）国防军工指数下跌 6.63%

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
-6.63%	-2.45%	-4.56%	-4.18%	27/29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 本周（06.03-06.09）国防军工指数在行业指数中排名第 27



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.2 行业个股表现

本周（06.03-06.09）中光防雷（+11.76%）领涨，尚纬股份（+1.80%）个股涨幅居前。其中，核心军工板块整体均下跌，中国动力（-1.79%）、久之洋（-2.02%）等股票跌幅较小；民参军板块中光防雷（+11.76%）、尚纬股份（+1.80%）等股票表现较好，涨幅居前；军工概念板块北方股份（+1.55%）表现较好，涨幅居前。海兰信（-19.87%）等股票跌幅居前。

图表 3: 本周（06.03-06.09）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
300414.SZ	中光防雷	11.21	11.76%	300065.SZ	海兰信	11.45	-19.87%
603333.SH	尚纬股份	9.06	1.80%	300095.SZ	华伍股份	5.65	-19.52%
600262.SH	北方股份	19.71	1.55%	002338.SZ	奥普光电	12.64	-19.44%
002254.SZ	泰和新材	10.7	1.04%	300527.SZ	中国应急	10.44	-17.86%
002297.SZ	博云新材	8.26	0.49%	601606.SH	长城军工	13.67	-17.50%
002686.SZ	亿利达	6.9	0.29%	300696.SZ	爱乐达	26.22	-15.45%
300252.SZ	金信诺	10.85	-0.09%	600316.SH	洪都航空	13.78	-14.25%
002190.SZ	*ST 集成	16.7	-1.47%	300397.SZ	天和防务	19.65	-13.89%
002253.SZ	川大智胜	14.17	-1.73%	600072.SH	中船科技	11.28	-13.76%
600482.SH	中国动力	21.9	-1.79%	300447.SZ	全信股份	9.3	-13.73%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本周 (06.03-06.09) 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
600482.SH	中国动力	21.9	-1.79%	300527.SZ	中国应急	10.44	-17.86%
300516.SZ	久之洋	33.52	-2.02%	601606.SH	长城军工	13.67	-17.50%
601989.SH	中国重工	5	-2.53%	600316.SH	洪都航空	13.78	-14.25%
000801.SZ	四川九洲	5.88	-4.08%	600677.SH	航天通信	16.1	-12.78%
600764.SH	中国海防	25.63	-4.15%	002935.SZ	天奥电子	47.19	-12.77%
600967.SH	内蒙一机	10.28	-4.19%	600150.SH	中国船舶	17.15	-12.10%
002389.SZ	航天彩虹	10.8	-4.75%	600416.SH	湘电股份	6.21	-10.90%
000768.SZ	中航飞机	14.94	-4.84%	600391.SH	航发科技	13.51	-9.87%
600765.SH	中航重机	8.65	-5.46%	600685.SH	中船防务	12.19	-9.64%
000547.SZ	航天发展	9.33	-5.47%	300722.SZ	新余国科	23.01	-9.37%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (06.03-06.09) 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
300414.SZ	中光防雷	11.21	11.76%	300065.SZ	海兰信	11.45	-19.87%
603333.SH	尚纬股份	9.06	1.80%	300095.SZ	华伍股份	5.65	-19.52%
002297.SZ	博云新材	8.26	0.49%	002338.SZ	奥普光电	12.64	-19.44%
002686.SZ	亿利达	6.9	0.29%	300696.SZ	爱乐达	26.22	-15.45%
300252.SZ	金信诺	10.85	-0.09%	300397.SZ	天和防务	19.65	-13.89%
002253.SZ	川大智胜	14.17	-1.73%	300447.SZ	全信股份	9.3	-13.73%
002414.SZ	高德红外	17.79	-2.52%	300719.SZ	安达维尔	10.66	-13.40%
600260.SH	凯乐科技	16.9	-2.65%	300177.SZ	中海达	8.79	-13.31%
002171.SZ	楚江新材	6.41	-2.73%	300324.SZ	旋极信息	5.02	-12.70%
000070.SZ	特发信息	11.94	-2.77%	002023.SZ	海特高新	12.2	-12.23%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (06.03-06.09) 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
600262.SH	北方股份	19.71	1.55%	600072.SH	中船科技	11.28	-13.76%
002254.SZ	泰和新材	10.7	1.04%	600151.SH	航天机电	5.08	-9.45%
002190.SZ	*ST 集成	16.7	-1.47%	600171.SH	上海贝岭	13.31	-9.39%
600536.SH	中国软件	56	-2.76%	600855.SH	航天长峰	12.73	-9.27%
600148.SH	长春一东	14.6	-4.14%	000901.SZ	航天科技	11.58	-9.03%
600456.SH	宝钛股份	20.9	-4.26%	600501.SH	航天晨光	8.04	-8.32%
002368.SZ	太极股份	30.75	-4.68%	603698.SH	航天工程	15.22	-8.04%
002163.SZ	中航三鑫	5.08	-5.05%	600775.SH	南京熊猫	13.04	-7.97%
000561.SZ	烽火电子	6.87	-5.63%	002246.SZ	北化股份	7.43	-7.70%
600480.SH	凌云股份	9.06	-6.21%	600973.SH	宝胜股份	3.75	-7.41%

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，重视军工板块投资机会

“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

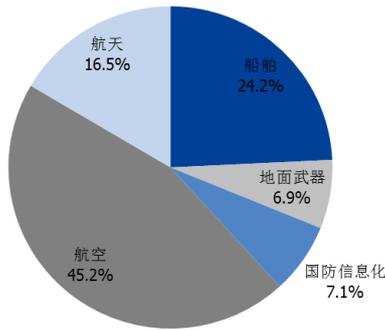


资料来源：wind，国盛证券研究所

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%）。

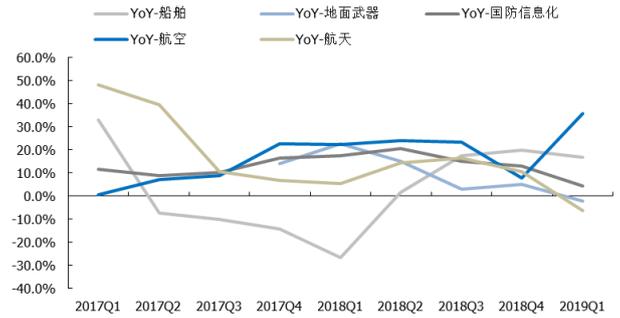
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

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

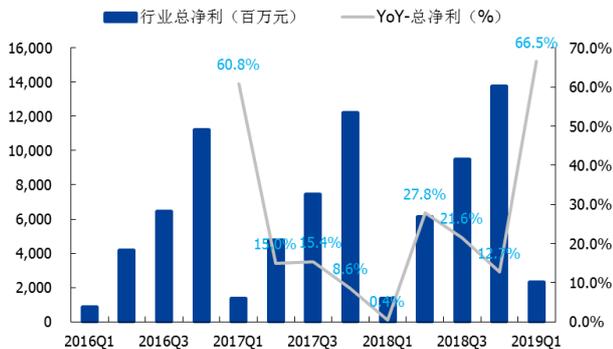
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%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

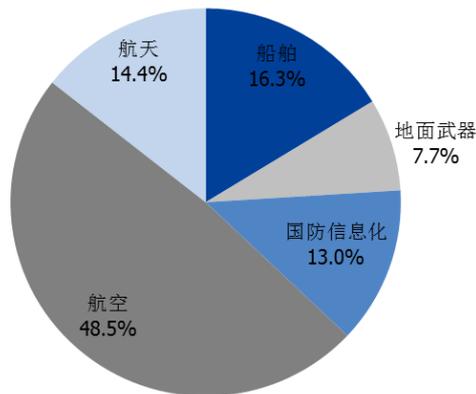


资料来源: wind, 国盛证券研究所

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%）。

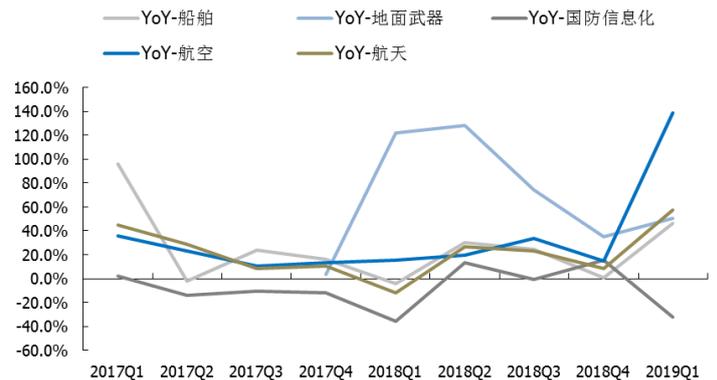
**2018年地面武器同增34.9%位居第一，2019Q1航空以138.8%的增速遥遥领先。**2018年，各子领域归母净利润增速：地面武器（+34.9%）> 国防信息化（+15.7%）> 航空（+15.0%）> 航天（+8.3%）> 船舶（+0.5%）。2019Q1，各子领域归母净利润增速：航空（+138.8%）> 航天（+57.2%）> 地面武器（+50.4%）> 船舶（+46.1%）> 国防信息化（-32.2%）。

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		
前十排名	基金持市值合计(亿元)	前十排名	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	<b>14.01</b>	<b>2.20</b>
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	
前十排名	季报持仓变动 (万股)	前十排名	季报持仓变动 (万股)
航天电器	815.72	<b>航天发展</b>	<b>2119.92</b>
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

**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, 各版块均有不俗表现。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

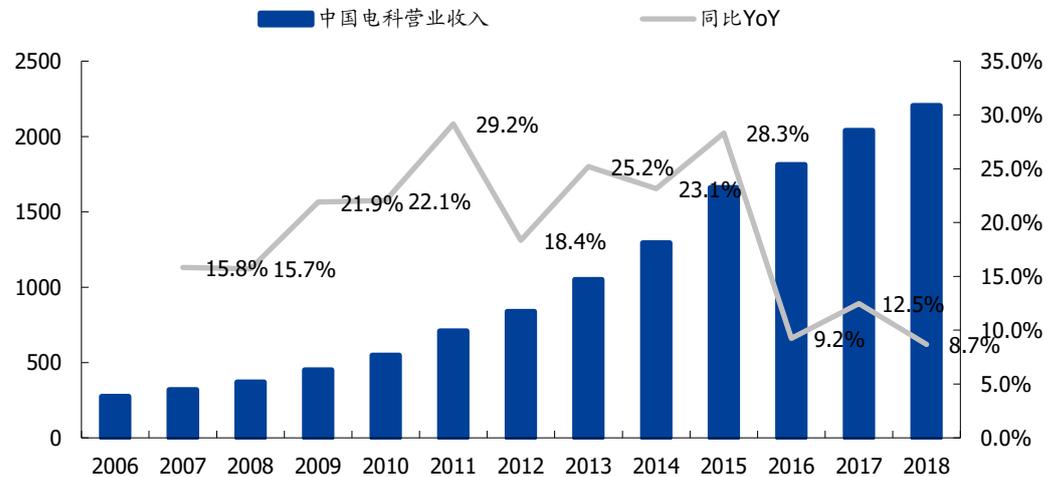
## 2.5 科研院所改制节奏加快, 重视中国电科集团投资机会

### 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)。

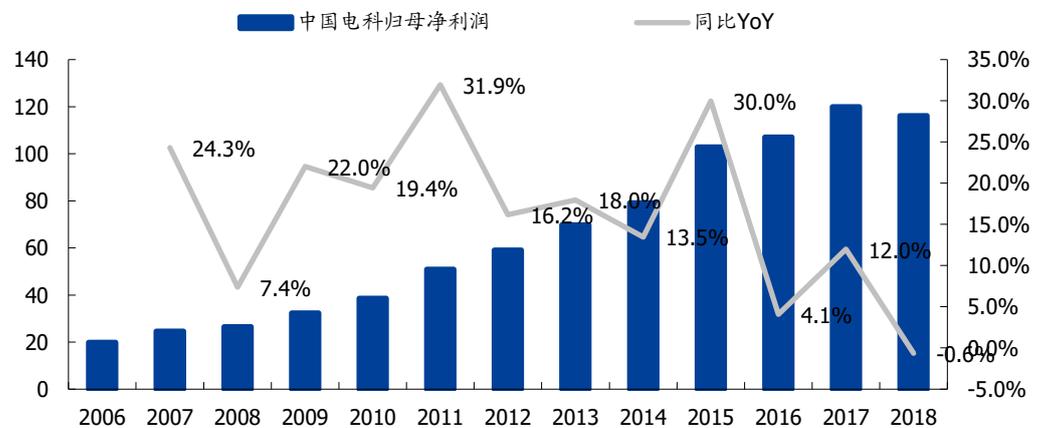
**集团经营状况良好。**根据中国电科 2018 年年报，集团总资产规模为 3547.71 亿元，较上年同期增长 16.2%，营业收入为 2204.27 亿元，较上年同期增长 8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018 年收入复合增速 20%，利润复合增速 22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019 年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高 10%，技术投入产出比优于 15% 的目标。

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

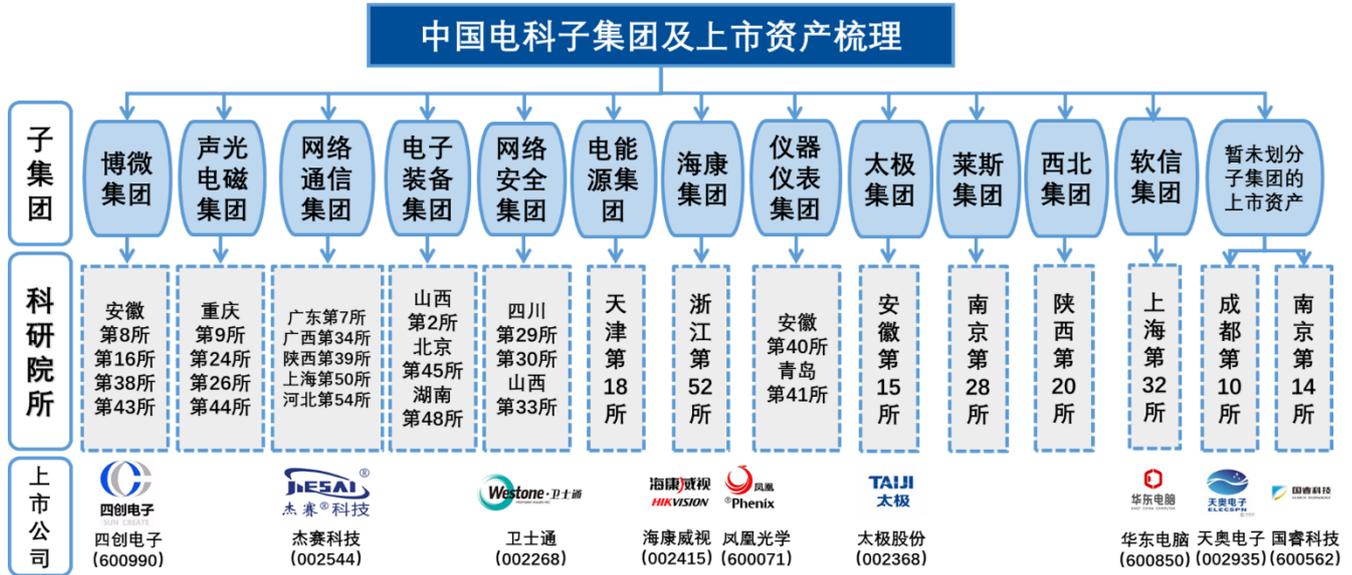
**国企改革仍是集团 2019 的工作重点。**2018 年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团 3 家成员单位成功入选。预计未来中国电科将进一步深化国企改革，推进混合所有制改革进程。根据年度工作会议，2019 年电科集团将“用好资产资本手段，充分发挥好上市公司平台作用，加大科研院所同质化业务整合。”我们预计，随着“十三五”后半程资产证券化进程的加快，电科集团证券化率有望提升至 50% 以上。

### 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，微博集团市场前景广阔。四创电子作为微博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，微博子集团下属有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，产品广泛应用在军用侦查、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

- 【首次边境反恐演练 中老两军出动特战等摧毁匪徒据点】
- 【我军第2批次 S400 将进行反导测试 土印誓言不放弃采购】
- 【中国航天海射“首秀”解读：陆地那么大，为何海上飞？】
- 【美售台 20 亿美元武器 外交部：严重关切 坚决反对】
- 【美国拟向保加利亚出售 8 架 F-16 战机，价值约 17 亿美元】
- 【俄媒：“先锋”导弹团将在今年年底前战备值班】
- 【俄新型空降迫榴炮火力大增，或将助推俄空降军改革】
- 【技术派 | 美研制中程高超声速导弹，如部署岛链将冲击西太格局】

### 3.2 国内要闻

【首次边境反恐演练 中老两军出动特战等摧毁匪徒据点】 新浪军事 6 月 7 日报道，中国和老挝两军今天首次在滇南边境地区，以边境联合反恐为背景组织实兵实弹演练，检验两军部队联合筹划、联合指挥、联合行动、联合保障等能力。参加这次演练的官兵来自解放军驻澳门部队、陆军边防某旅和老挝人民军某装甲团、边防部队的部分兵力。（来源：新浪军事）

【我军第2批次 S400 将进行反导测试 土印誓言不放弃采购】 新浪军事 6 月 7 日报道，中国军方预计将在 6 月的头十天在某练习靶场进行第二批 S-400 系统的反导测试。同样的采购 S-400 导弹系统，土耳其依旧声言即使放弃采购 100 架 F-35 也不会改变引进 S-400。而印度也声称即使遭受制裁也绝不放弃采购 S-400。（来源：新浪军事）

图表 26: S-400 进行反导拦截测试



资料来源：新浪军事，国盛证券研究所

【中国航天海射“首秀”解读：陆地那么大，为何海上飞？】 澎湃新闻 6 月 6 日报道，我国在黄海海域用长征十一号海射运载火箭，试验取得成功。这是我国首次在海上实施运载火箭发射技术试验。长征十一号运载火箭副总指挥金鑫告诉记者，火箭发射落区安全问题日益突出：发射前夕，需要确保地面人身安全。同时，落区的选择不仅制约发射轨道设计，也可能影响火箭的运载能力。（来源：澎湃新闻）

【美售台 20 亿美元武器 外交部：严重关切 坚决反对】 新浪军事 6 月 7 日报道，美国寻求对台出售价值超过 20 亿美元武器。在 6 日下午举行的外交部例行记者会上，发言人耿爽在回应路透社就此事提问时表示，中方对美方的有关动向表示严重关切，敦促美方停止售台武器和美台军事联系，慎重、妥善地处理涉台问题。（来源：新浪军事）

### 3.3 国际要闻

**【美国拟向保加利亚出售 8 架 F-16 战机，价值约 17 亿美元】** 澎湃新闻 6 月 4 日报道，美国国防安全合作局 6 月 3 日表示，美国国防部通过了向保加利亚出售 8 架 F-16 战机及其相关零件的军售草案。据俄罗斯卫星通讯社 4 日报道，美国拟向保加利亚出售的 F-16 战机型号为 F-16C/D Block 70/72，8 架战机及其相关零件的总价将超过 16.73 亿美元，折合人民币 115.58 亿人民币。保加利亚希望通过进口 F-16 来替换本国空军中日益老化的苏制米格系列战机。（来源：澎湃新闻）

**【俄媒：“先锋”导弹团将在今年年底前战备值班】** 环球军事 6 月 5 日报道，俄罗斯战略导弹部队信息保障队 5 日发布消息，2019 年年底之前，俄战略导弹部队将接装超过 90 件武器装备，将保证部署在约什卡尔奥拉、伊尔库茨克和巴尔瑙尔的导弹部队三个公路机动式“亚尔斯”导弹团，部署在科泽利斯科的导弹团、两个固定井式发射装置以及部署在亚斯内的导弹部队“先锋”战略导弹团齐装满员进入战备值班。俄罗斯国防部表示，到 2019 年底，战略火箭军将接装 30 多枚洲际弹道导弹，现代装备的比例将提高到 76%。（来源：环球军事）

**【俄新型空降迫榴炮火力大增，或将助推俄空降军改革】** 澎湃新闻 6 月 6 日报道，2S42“莲花”自行迫击榴弹炮已完成了组装，并首次依靠自身动力驶出了车间。其搭载了 120 毫米迫击榴弹炮，其载弹量达到了 40 发，是空降军使用的上一代 2S9“秋牡丹”自行迫击炮载弹量的两倍。2S42“莲花”使用了可用于空降的 BMD-4 步兵战车底盘，乘员 4 人，全重约 18 吨，最高时速可达每小时 70 千米，最大行驶 500 千米。（来源：澎湃新闻）

图表 27: 俄新型空降迫榴炮: 2S42“莲花”自行迫击榴弹炮



资料来源：参考军事，国盛证券研究所

**【技术派 | 美研制中程高超声速导弹，如部署岛链将冲击西太格局】** 澎湃新闻 6 月 6 日报道，美国陆军将在明年开始试验中程高超声速导弹（LRHW），它可以看作是潘兴-II 中程弹道导弹的继任者。美军预算文件明确表示 LRHW 使用集成的通用高超声速滑翔飞行器，并使用两级固体火箭助推发射。美军希望 2021 财年能把通用高超弹头和助推器组装为远程高超声速武器导弹，并在 2023 财年开始系统飞行试验。该导弹可以利用自身移动发射的优势躲避对方的攻击，一旦部署到第一岛链，将对亚太军力格局产生重大影响。（来源：澎湃新闻）

## 四、上市公司公告速递

【奥普光电】公司拟以12.19元/股的价格发行股份2245.28万股,收购光华微电子100%股权,收购金额为3.91亿。其中,涉及标的公司股东风华高科愿以所持光华微电子股权认购公司新发行股份,交易完成后其持有公司股份占总股本6.25%。

【太极股份】公布2018年度权益分派方案,以公司现有总股本4.14亿股为基数,向全体股东每10股派2.30元。QFII、RQFII、境外战略投资者以及持有首发限售股的个人和证券投资基金每10股派2.07元。

【晨曦航空】公布2018年度权益分派方案,以公司现有总股本1.72亿股为基数,向全体股东每10股派0.76元。QFII、RQFII、境外战略投资者以及持有首发限售股的个人和证券投资基金每10股派0.68元。

【凯乐科技】公司第二大股东上海卓凡减持公司股份361.98万股,占公司总股本0.51%。减持后,上海卓凡持有公司股份3866.42万股,占公司总股本的5.41%。

【北斗星通】公司董事李建辉以集中竞价方式减持公司股份268.76万股,占公司总股本0.55%。减持后,李建辉先生持有公司股份约1897.12万股,占公司总股本的3.87%。

【亚光科技】公司控股股东太阳鸟控股与湖南资产签署《表决权委托解除协议》,解除表决权委托的公司股份数量为2240万股,占公司总股本的4%。

【天和防务】控股股东、实际控制人贺增林先生及其一致行动人刘丹英女士因偿还股票质押融资本金及利息、自身资金需求,计划在未来6个月内减持公司股份不超过1440万股,占总股本比例不超过6%。

【光威复材】公司募投项目军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目、先进复合材料研发中心项目因实施地点变更延期,目前项目正常推进,本次延期不会对公司造成重大影响。

【中航电子】公司董事、总经理王建刚先生、副总经理张灵斌先生分别增持公司股份10000股、5200股。本次增持后,分别持有公司股份0.0011%、0.0006%。

【金通灵】季伟先生向南通产控转让其持有的4680.6万股上市公司股份,约占总股本的3.8%;转让其持有的3724.4万股无限售条件股份,约占总股本的3%。权益变动后,南通产控将直接持有公司股份8405万股,占总股本的6.8%,为公司实际控制人。

【航天工程】2018年度权益分派方案为:以本方案实施前总股本4.12亿股为基数,以资本公积金向全体股东每股转增0.3股,共计转增1.24亿股,本次分配后总股本为5.36亿股。

【中光防雷】公司持股5%以上股东上海广信减持公司股份324.73万股,占公司总股本的1%。本次减持后,上海广信仍持有公司股份5510万股,占公司总股本的16.97%。

【安达维尔】2018年度权益分派方案为:以现有总股本剔除已回购股份2.53亿股为基数,向全体股东每10股派发现金红利2.003398元;QFII、RQFII以及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每10股派1.803058元。

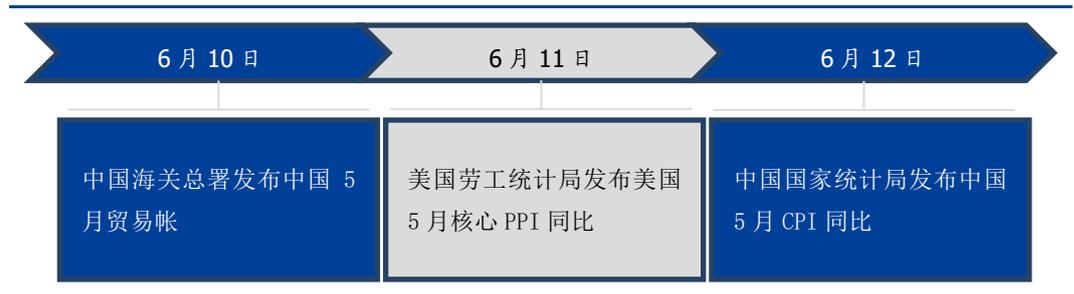
【宝钛股份】2018年度权益分派方案为:以本次利润分配以方案实施前的公司总股本4.3亿股为基数,向全体股东每股派发现金红利0.1元。

【天海防务】控股股东一致行动人佳船企业所持公司股份新增轮候冻结股数1441.5万股,占其所持公司股份的100%,占公司总股本的1.5%。

【中光防雷】股票交易价格连续两个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过20%,属于股票交易异常波动。

## 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	44.5	36.4	29.8	24.5
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	27.5	22.5	18.7	16.0
600760	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.86	51.8	44.1	37.0	32.1
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	28.3	24.2	20.5	17.6
600879	航天电子	0.17	0.20	0.23	0.26	35.1	30.1	25.9	22.6
600967	内蒙一机	0.32	0.39	0.46	0.53	32.1	26.6	22.3	19.3
600990	四创电子	1.62	1.74	2.03	2.37	27.0	25.2	21.5	18.5
000733	振华科技	0.55	0.62	0.76	0.93	27.6	24.5	19.7	16.3
300395	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	30.5	22.8	17.0	13.1
300456	耐威科技	0.34	0.54	0.81	0.72	76.3	48.1	32.1	36.0
603678	火炬电子	0.74	0.96	1.22	1.52	25.8	20.0	15.6	12.5

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 06 月 06 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