

国防军工

寻找国产替代趋势下的高景气领域

本周行情回顾: 本周(06.10-06.16)大盘表现较好,上证综指上涨1.92%,创业板指上涨2.68%,国防军工指上涨2.92%,跑赢大盘1pct,排名10/29。个股方面,中国船舶(+15.69%)、天海防务(+13.42%)等涨幅居前,欧比特(-9.17%)、光威复材(-6.38%)等跌幅居前。

与前不同的观点:把握“改革+成长”双逻辑,重视高景气板块。我们在策略报告《逆周期,新景气》、《大国重器,高端铸基》中坚定看好2019年板块机会,重视“改革+成长”双主线:1)成长逻辑:2018年7月我们提出“基本面反转,拐点已至”,并判断19-20年将是军工采购高峰期。19Q1军工行业收入YOY+18%,归母净利YoY+67%,预收高企,现金流改善明显。18年国防信息化子板块营收YOY+13%,归母净利YOY+16%,均列“海陆空天信息化”第二位;我们认为随着新式装备进入批产阶段,2019年对新材料的需求将逐步放量,同时看好航空航天、信息化等板块全年业绩表现。2)改革逻辑:2019年船舶系重组事件拉开军工改革大幕。我们判断2019年改革将加速落地,近期船舶系改革有序推进、两船合并预期再次强化,同时电科系改革事件增多亦是对这一判断的佐证。

与众不同的观点:寻找国产替代趋势下的高景气领域。华为事件后,国产替代的主线逻辑已普遍被市场接受,但对细分投资领域认识并不充分,我们梳理了受益自主可控的细分行业。1)连接器:在新能源汽车、5G通信等机遇下,行业将进入快速发展阶段。随着高端产能向国内转移,国内厂商有望弯道超车。中航光电:19Q1归母净利YOY+39%,略超市场预期;军品业务步入高增长周期、民品新能源及通信业务有望上升到新高度。2)被动元器件:信息化离不开基础元器件的应用,目前我国国防信息化水平仍不高,随着军费向信息化领域倾斜,未来行业发展可期。振华科技:19Q1归母净利YOY+24%;聚焦军工电子优势主业,产品竞争力将进一步提升。3)军工新材料:航空航天对新材料需求广泛,虽然我国起步较晚,但近年在取得可多项技术突破,国产替代市场空间巨大。火炬电子:19Q1归母净利YOY+31%;特种陶瓷材料产品有望于2019年进入放量阶段。

本周军工行业重要事件: 1)6月10日,中船防务子公司广船国际与意大利MOBY公司签订的2+1+1项目中的2艘实船建造合同宣布生效。2)根据航空工业集团微信公众号信息,6月11日某型民机全状态飞机成功运抵航空工业强度所,后续将开展相关气候环境适应性试验。3)6月12日,中国载人航天工程办公室与联合国外空司共同召开发布会,宣布中国空间站科学实验的第一批入选项目。

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):振华科技、四创电子、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	45.1	36.9	30.2	24.8
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	28.6	23.4	19.4	16.6
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	29.4	25.1	21.2	18.2

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14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: 关注军民融合下的国产替代机会》2019-06-10
- 《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



内容目录

一、军工本周（06.10-06.16）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 把握“改革+成长”双逻辑，重视高景气板块	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（06.10-06.16）国防军工指数上涨 2.92%	4
图表 2: 本周（06.10-06.16）国防军工指数在行业指数中排名第 10	4
图表 3: 本周（06.10-06.16）军工板块个股表现列表	4
图表 4: 本周（06.10-06.16）核心军工板块个股表现列表	5
图表 5: 本周（06.10-06.16）民参军板块个股表现列表	5
图表 6: 本周（06.10-06.16）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: 辽宁“舰穿越宫古海峡赴西太平洋.....	14
图表 27: 印度研制的高超音速飞行器.....	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（06.10-06.16）行情回顾

1.1 行业指数表现

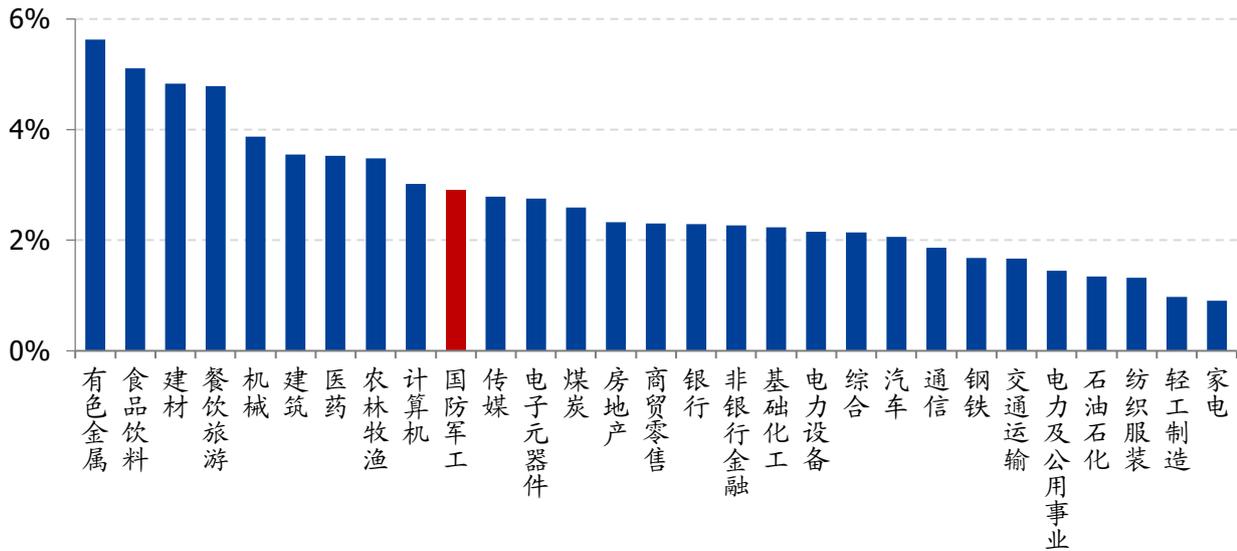
本周（06.10-06.16）上证综指上涨 1.92%，创业板指数上涨 2.68%，国防军工指数上涨 2.92%，跑输大盘 1 个百分点，排名第 10/29。

图表 1：本周（06.10-06.16）国防军工指数上涨 2.92%

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
2.92%	1.92%	2.68%	1.00%	10/29

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周（06.10-06.16）国防军工指数在行业指数中排名第 10



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周（06.10-06.16）中国船舶（+15.69%）领涨，天海防务（+13.42%）、云南锗业（+12.77%）等个股涨幅居前。其中，核心军工板块中国船舶（15.69%）、光电股份（12.41%）等股票表现较好，涨幅居前；民参军板块天海防务（13.42%）、云南锗业（12.77%）等个股表现较好，涨幅居前；军工概念板块中船科技（10.46%）、宝钛股份（7.95%）等个股表现较好，涨幅居前。欧比特（-9.17%）等股票跌幅居前。

图表 3：本周（06.10-06.16）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
600150.SH	中国船舶	19.84	15.69%	300053.SZ	欧比特	9.9	-9.17%
300008.SZ	天海防务	3.38	13.42%	300699.SZ	光威复材	31.4	-6.38%
002428.SZ	云南锗业	8.74	12.77%	300474.SZ	景嘉微	38.22	-3.61%
600399.SH	ST 抚钢	3.11	12.68%	002383.SZ	合众思壮	10.61	-3.37%
600184.SH	光电股份	11.5	12.41%	600614.SH	*ST 鹏起	2.36	-3.28%
002149.SZ	西部材料	9.32	12.02%	002414.SZ	高德红外	17.23	-3.15%
300447.SZ	全信股份	10.37	11.51%	600536.SH	中国软件	54.38	-2.89%
300034.SZ	钢研高纳	13.95	11.33%	300101.SZ	振芯科技	10.32	-2.64%
601890.SH	亚星锚链	5.99	11.13%	002465.SZ	海格通信	9.02	-2.49%
600260.SH	凯乐科技	18.77	11.07%	600480.SH	凌云股份	8.85	-2.32%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4: 本周 (06.10-06.16) 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
600150.SH	中国船舶	19.84	15.69%	600990.SH	四创电子	43.92	0.27%
600184.SH	光电股份	11.5	12.41%	600372.SH	中航电子	14.09	0.28%
600685.SH	中船防务	13.44	10.25%	600118.SH	中国卫星	22.07	0.36%
601606.SH	长城军工	15.05	10.10%	000547.SZ	航天发展	9.38	0.54%
002935.SZ	天奥电子	51.51	9.15%	600760.SH	中航沈飞	27.6	0.62%
300527.SZ	中国应急	11.17	6.99%	002389.SZ	航天彩虹	10.88	0.74%
601989.SH	中国重工	5.29	5.80%	000738.SZ	航发控制	13.23	1.07%
600677.SH	航天通信	17.01	5.65%	600038.SH	中直股份	39	1.17%
600862.SH	中航高科	8.95	5.05%	600893.SH	航发动力	22.21	1.32%
600967.SH	内蒙一机	10.79	4.96%	600316.SH	洪都航空	13.97	1.38%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (06.10-06.16) 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
300008.SZ	天海防务	3.38	13.42%	300053.SZ	欧比特	9.9	-9.17%
002428.SZ	云南锗业	8.74	12.77%	300699.SZ	光威复材	31.4	-6.38%
600399.SH	ST 抚钢	3.11	12.68%	300474.SZ	景嘉微	38.22	-3.61%
002149.SZ	西部材料	9.32	12.02%	002383.SZ	合众思壮	10.61	-3.37%
300447.SZ	全信股份	10.37	11.51%	600614.SH	*ST 鹏起	2.36	-3.28%
300034.SZ	钢研高纳	13.95	11.33%	002414.SZ	高德红外	17.23	-3.15%
601890.SH	亚星锚链	5.99	11.13%	300101.SZ	振芯科技	10.32	-2.64%
600260.SH	凯乐科技	18.77	11.07%	002465.SZ	海格通信	9.02	-2.49%
300414.SZ	中光防雷	12.37	10.35%	300342.SZ	天银机电	9.65	-2.23%
300719.SZ	安达维尔	11.35	8.39%	300177.SZ	中海达	8.73	-0.68%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (06.10-06.16) 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
600072.SH	中船科技	12.46	10.46%	600536.SH	中国软件	54.38	-2.89%
600456.SH	宝钛股份	22.46	7.95%	600480.SH	凌云股份	8.85	-2.32%
603698.SH	航天工程	12.51	6.86%	002368.SZ	太极股份	30.04	-1.59%
600343.SH	航天动力	9.96	5.51%	600151.SH	航天机电	5.1	0.39%
600495.SH	晋西车轴	4.56	5.07%	600775.SH	南京熊猫	13.11	0.54%
600171.SH	上海贝岭	13.85	4.06%	002190.SZ	*ST 集成	16.88	1.08%
600855.SH	航天长峰	13.24	4.01%	600501.SH	航天晨光	8.13	1.12%
002246.SZ	北化股份	7.69	3.50%	600262.SH	北方股份	19.96	1.27%
000901.SZ	航天科技	11.93	3.02%	002254.SZ	泰和新材	10.89	1.78%
000561.SZ	烽火电子	7.06	2.77%	600148.SH	长春一东	14.88	1.92%

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 把握“改革+成长”双逻辑，重视高景气板块

把握“改革+成长”双逻辑，重视高景气板块。我们在年度及中期策略报告《逆周期，新景气》、《大国博弈，高端铸基》中坚定看好2019年板块机会，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军工行业收入YOY+18%，归母净利YoY+67%，预收高企，现金流改善明显。2018年国防信息化板块营收YOY+13%，归母净利YOY+16%，均位列“海陆空天信息化”第二位；我们认为随着新式装备进入批产阶段，2019年新材料供应商业绩有望逐步放量，同时看好航空航天、信息化等板块全年业绩表现。2) 改革逻辑：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，近期船舶系改革有序推进、两船合并预期再次强化，同时电科系改革事件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

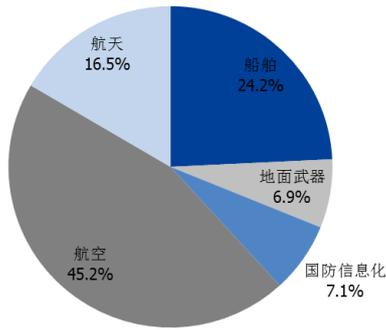


资料来源：wind，国盛证券研究所

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%）。

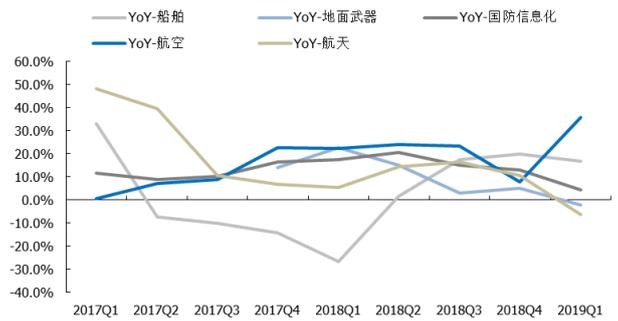
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

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

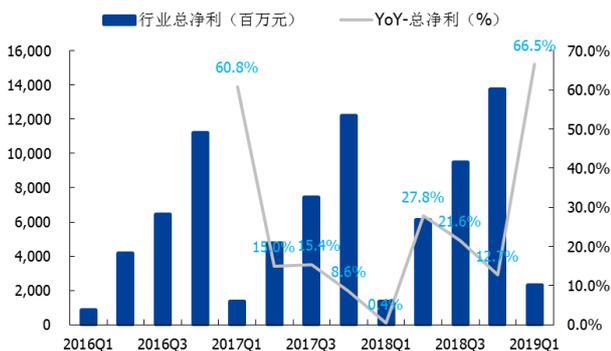
单季营收增速 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%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



图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利及增速

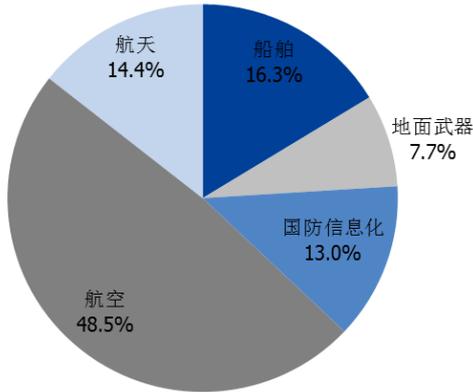


资料来源: wind, 国盛证券研究所

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%)。

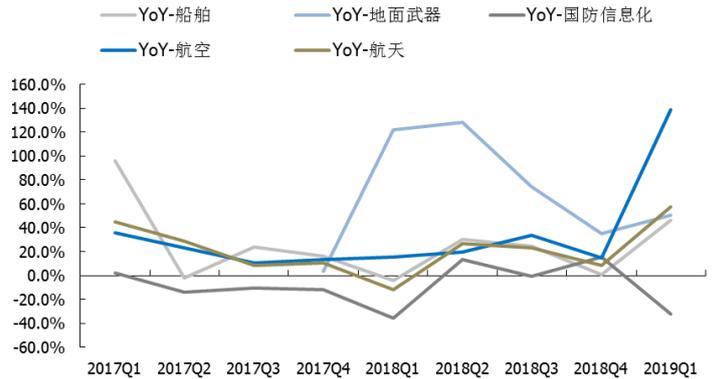
图表 14: 2018 年军工行业总归母净利润的构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

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	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	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

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

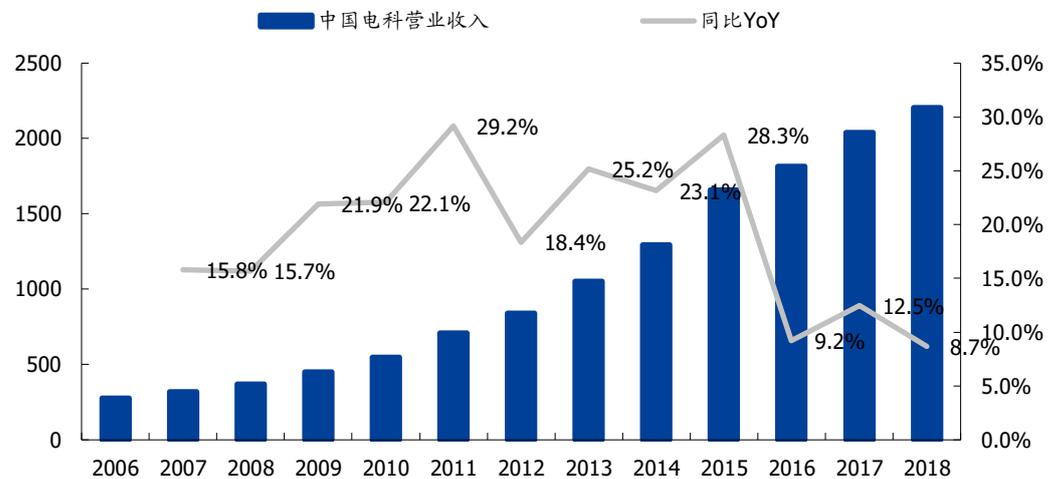
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会

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）。

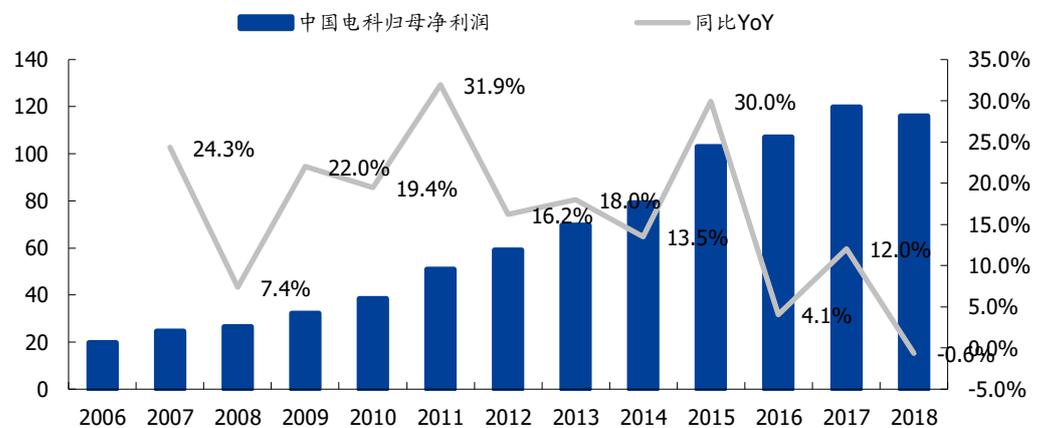
集团经营状况良好。根据中国电科 2018 年年报，集团总资产规模为 3547.71 亿元，较上年同期增长 16.2%，营业收入为 2204.27 亿元，较上年同期增长 8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018 年收入复合增速 20%，利润复合增速 22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019 年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高 10%，技术投入产出比优于 15% 的目标。

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

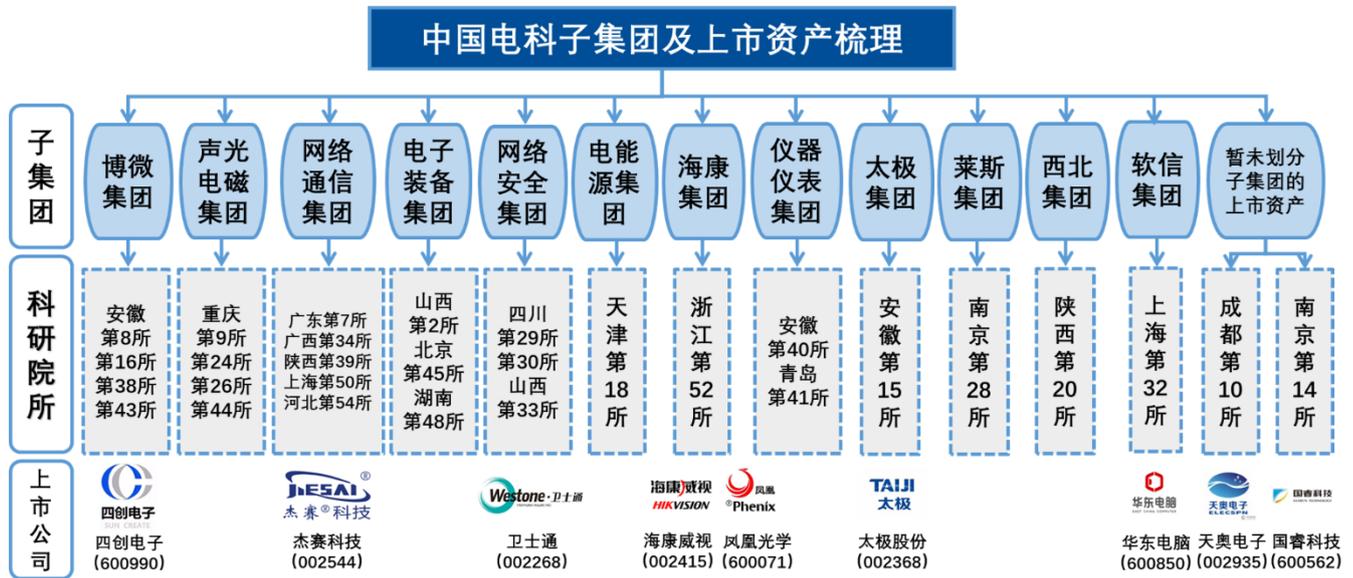
国企改革仍是集团 2019 的工作重点。2018 年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团 3 家成员单位成功入选。预计未来中国电科将进一步深化国企改革，推进混合所有制改革进程。根据年度工作会议，2019 年电科集团将“用好资产资本手段，充分发挥好上市公司平台作用，加大科研院所同质化业务整合。”我们预计，随着“十三五”后半程资产证券化进程的加快，电科集团证券化率有望提升至 50% 以上。

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，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

- 【嫦娥四号着陆器、“玉兔二号”巡视器进入第六月夜】
- 【中国航母编队再出第一岛链 侠客岛-大国标配】
- 【燃油含水太多致台君海测舰熄火，一度在海上漂】
- 【中国空间站向世界开放合作 来自 17 国 9 个项目入选】
- 【外媒：斯里兰卡接收中国护卫舰 将用于海上巡逻】
- 【一分钟灭敌坦克连！瑞典新双管火炮亮相】
- 【印度高超音速飞行器首飞 用上超燃冲压发动机】
- 【美国将在波兰部署 MQ-9 “死神” 无人机编队，增派一千美军】

3.2 国内要闻

【嫦娥四号着陆器、“玉兔二号”巡视器进入第六月夜】 国家航天局 6 月 10 日报道，在本月昼期，嫦娥四号着陆器工况正常，月球中子及辐射剂量探测器、低频射电谱仪等有效载荷按计划开展探测工作，地面接收数据正常。“玉兔二号”巡视器主要完成对目标点及移动车辙的科学探测，感知周围的环境和地形。本次月昼巡视器总里程成功突破 200 米，目前累计行驶 212.99 米。（来源：国家航天局）

【中国航母编队再出第一岛链 侠客岛-大国标配】 观察者网 6 月 11 日报道，日本防卫省发现，中国海军航母辽宁舰在当地时间 11 日早晨穿过“宫古海峡”，由东海进入太平洋，随行的还有补给舰等其他军舰。日本防卫省高度紧张，立刻出动海上自卫队的山雾号、海雾号、松雪号三艘驱逐舰跟踪监视，称这是自 2016 年 12 月以来，中国航母第二次通过该海域。（来源：观察者网）

图表 26: 辽宁”舰穿越宫古海峡赴西太平洋



资料来源：新浪军事，国盛证券研究所

【燃油含水太多致台君海测舰熄火，一度在海上漂】 澎湃新闻 6 月 6 日报人士称，上月汉光演习前夕，台海军 192 舰队海测舰“达观号”在台湾海峡中执行水文探勘任务时，舰上主机突然故障熄火，经过轮机人员不断尝试修复，仍无法恢复动力，船舰当时只能在台湾海峡上漂流，经查发现是燃油含水量太高才导致主机故障。（来源：澎湃新闻）

【中国空间站向世界开放合作 来自 17 国 9 个项目入选】 环球军事 6 月 13 日报道，中国载人航天工程办公室与联合国外空司在奥地利维也纳举办的联合国外空委第 62 届会议期间，共同宣布联合国/中国围绕中国空间站开展空间科学实验的第一批项目入选结果，共有来自 17 个国家、23 个实体的 9 个项目成功入选。（来源：环球军事）

3.3 国际要闻

【外媒：斯里兰卡接收中国护卫舰 将用于海上巡逻】 环球军事6月12日报道，斯里兰卡海军已经正式接收从中国海军退役的053H2G型护卫舰。报道称，该国海军在一份声明中说，海军6月5日在中国沪东中华造船厂举行的一场仪式上正式接收这艘经过整修的护卫舰，该舰长111.7米、宽12.4米。报道称，这艘护卫舰满载排水量为2286吨，船员配置为110人，将被用于“在斯里兰卡附近深海执行巡逻和监视任务，为搜索和营救行动提供海上安全服务”（来源：环球军事）

【一分钟灭敌坦克连！瑞典新双管火炮亮相】 参考军事6月12日报道，瑞典陆军与英国BAE系统公司签下6800万美元合同，将于2019年采购40套“雷神之锤”自行火炮，“雷神之锤”自行迫击炮以瑞典CV90步兵战车为底盘，搭载了一座配备有双联模块化120毫米迫击炮的封闭式炮塔，主要为瑞典陆军在战场上提供速射间瞄火力支援。理论上，一辆“雷神之锤”可以在一分钟发射16发“林鹳”制导炮弹，消灭敌军一个坦克连。（来源：参考军事）

【印度高超音速飞行器首飞 用上超燃冲压发动机】 环球军事6月13日报道，印度国防研究与发展组织于6月12日上午11点27分，在奥里萨省外海的卡兰岛的综合试验场成功试射了印度国产的高超音速技术验证飞行器，这是该高超音速飞行器首次进行发射测试。印度国防部在随后的声明中表示，印度国防研究与发展组织此次发射是为验证用于未来任务的一系列关键技术。声明中还补充说到：“验证飞行器成功发射。各种雷达、遥测站和光电跟踪传感器在飞行路线上进行了跟踪观测，收集相关数据并进行分析，以验证这些关键技术”（来源：环球军事）

图表 27: 印度研制的高超音速飞行器



资料来源：参考军事，国盛证券研究所

【美国将在波兰部署MQ-9“死神”无人机编队，增派一千美军】 澎湃新闻6月13日报道，美国总统特朗普与波兰总统安杰伊·杜达于6月12日签署了防务合作联合宣言，美国空军在波兰建立MQ-9无人机编队，目的是进行侦察、观测、勘察行动。为实现“共同防御目标”，美国准备在必要情况下共享该飞行中队获取的情报。此外，美国还寻求将现有的美在波兰驻军人员编制从4500人增加至5500人。而波兰的义务是自筹经费建设这批美军人员和装备所需的基础设施。（来源：澎湃新闻）

四、上市公司公告速递

【国睿科技】公司重大资产重组方案截至今日已获得国务院国资委的原则性同意。标的公司国睿防务涉及的资产无偿划转获财政部批准。本次重组尚需取得国家相关部门的批准，需召开股东大会审议通过并经证监会核准。

【火炬电子】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 4.53 亿股为基数，向全体股东每股派 0.1 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股派 0.09 元。

【中兵红箭】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 13.93 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.41 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 0.37 元。

【通达动力】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 1.65 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.5 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 0.45 元。

【西部材料】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 4.25 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1 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 0.9 元。

【四川九洲】公布 2018 年度利润分配方案，以公司现有总股本 10.22 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.2 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 0.18 元。

【钢研高纳】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 4.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.2 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 1.1 元。

【久之洋】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 1.2 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.77 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 0.69 元。同时，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

【安达维尔】公司限制性股票激励计划授予激励对象共 57 人，授予股票数量 146.25 万股，占总股本 0.58%，授予价格 5.8 元/股，限售期为 12 个月、24 个月和 36 个月。

【亚光科技】公司持股 5%以上股东周蓉以集中竞价方式减持公司股份 14.56 万股，占总股本 0.01%，减持均价 8.76 元/股，减持后所持股份占总股本 5.00%。

【航天彩虹】公司股东邵奕兴先生解除质押公司股份 3000 万股，占其持股 25.46%。本次股份解除质押后，其所持有公司股份累计被质押的数量为 7694 万股，占公司总股本的 8.13%。

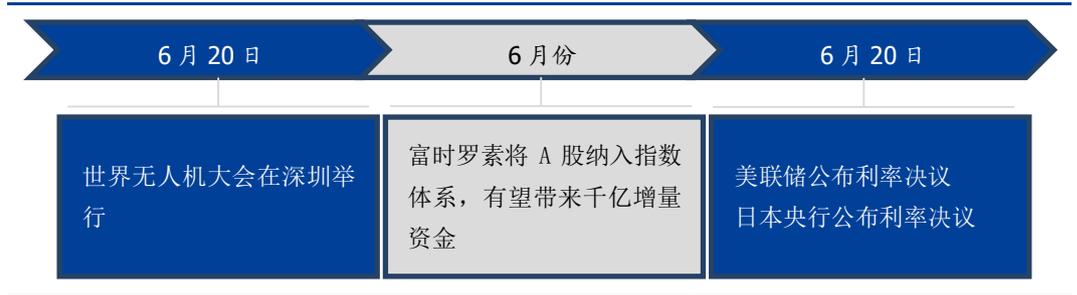
【杰赛科技】公司控股子公司互教通公司破产清算申请已由法院裁定受理，并由广州市中级人民法院摇珠确定广东格林律师事务所为管理人后，互教通公司不再纳入公司合并报表范围。

【烽火电子】公司通过控股子公司艾科特增资预案，每 10 元注册资本可认购新注册资本 4 元，增资价格为 1 元。公司需增资 80 万，控股子公司烽火宏声参与本次增资扩股，需增资 240 万。

【尚纬股份】公司与子公司尚纬销售于近期中标千万元以上合同累计金额为 18587.18 万元，占最近一个会计年度经营营业收入的 11.80%。

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）：振华科技、四创电子、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	45.1	36.9	30.2	24.8
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	28.6	23.4	19.4	16.6
600760	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.86	52.1	44.3	37.2	32.3
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	29.4	25.1	21.2	18.2
600879	航天电子	0.17	0.20	0.23	0.26	36.0	30.8	26.6	23.2
600967	内蒙一机	0.32	0.39	0.46	0.53	33.7	27.9	23.4	20.2
600990	四创电子	1.62	1.74	2.03	2.37	27.1	25.3	21.6	18.5
000733	振华科技	0.55	0.62	0.76	0.93	28.1	25.0	20.1	16.6
300395	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	30.7	23.0	17.1	13.2
603678	火炬电子	0.74	0.96	1.22	1.52	25.9	20.0	15.7	12.6

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 14 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