

国防军工 2019 年中期投资策略

布局核心资产和资产证券化两条主线

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-06-18

核心观点:

● 看好 2019-2020 年基本面的持续提升

2019 年策略报告中我们提出,看好行业景气度的提升。部分公司已在 2018 年年报中体现出了较高景气度,我们认为,随着相关改革的逐步落地,“十三五”后两年行业景气度将持续提升,在 2019 年半年报中的印证范围有望扩大。

● 2019 年下半年资产证券化的节奏有望加快

2019 年策略报告中我们提出,资产证券化领域的变化可能是 2019 年最大的超预期点。2019 年上半年,各军工集团在资产证券化领域确实出现量的变化,中船科技、中国船舶、中船防务、洪都航空先后发布重组或资产置换方案,方案中的部分资产为核心军品资产,资产注入的进度以及资产质量均超出市场预期。

我们认为,随着各军工集团领导完成换届,上市公司股价和估值处于历史底部区间,2019 年下半年资产证券化可能持续超预期,尤其是资产证券化率较低的集团,可能会加快资产证券化的进程。资产证券化的加快会使得市场对军工集团资产证券化预期发生变化,相关公司将面临价值重估过程。

● 估值处于历史底部区间,行业景气度持续提升,凸显行业投资价值

目前中证军工指数静态 PE 处于历史底部区间(接近 2012 年 12 月初);军品配套类龙头企业静态 PE 在 20-30 倍,总装类公司 PS 在 1.50 倍左右,均处于历史底部区间。

军工板块经历近三年的调整,实现了对 2014-2015 年行业过高估值的调整,目前行业核心军品配套企业静态 PE 在 20-30 倍左右。我们认为,行业估值已经处于历史底部区间,随着装备采购景气度提升,资产证券化和改革快速推进,我们看好 2019-2020 年两年军工板块投资机会,维持军工行业“买入”评级。

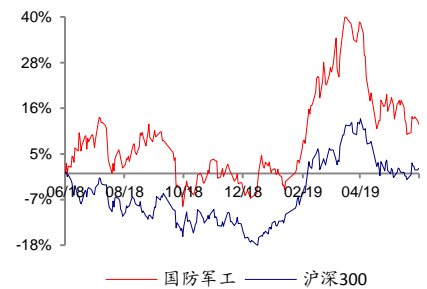
● 投资建议

我们建议军工行业投资布局两条主线:一是核心资产板块,包括核心装备及核心配套,核心装备重点推荐中直股份、内蒙一机、中航沈飞,核心配套推荐中国动力、中航光电、火炬电子、凯乐科技;二是关注集团资产证券化进程,关注四创电子、中国船舶。

● 风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性,相关改革政策进度低于预期,科研院所改制进度具有不确定性,相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性,军品订单具有不确定性,毛利率下降的风险。

相对市场表现



分析师:

赵炳楠



SAC 执证号: S0260516070004

SFC CE No. BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究:

国防军工 2019 年投资策略: 2018-12-10
 景气度继续上升,资产证券化
 值得期待

联系人:

袁晓宣 010-59136613

yuanyuaxuan@gf.com.cn

联系人:

李炼 021-60750604

glilian@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中直股份	600038.SH	人民币	38.96	2019/4/26	买入	55.12	1.04	1.30	37.46	29.97	17.96	14.51	7.4	8.4
内蒙一机	600967.SH	人民币	10.73	2019/4/30	买入	13.53	0.38	0.45	28.24	23.84	8.86	6.94	7.1	7.8
航发动力	600893.SH	人民币	21.74	2018/10/30	买入	-	0.58	0.72	37.23	30.41	11.61	10.13	4.6	5.4
国睿科技	600562.SH	人民币	14.37	2018/11/14	买入	-	0.23	0.33	62.48	43.55	58.12	39.29	7.1	9.1
中国动力	600482.SH	人民币	22.60	2019/4/18	买入	31.85	0.91	1.07	24.84	21.12	11.38	9.57	5.7	6.3
中航光电	002179.SZ	人民币	31.34	2019/4/25	买入	38.94	1.12	1.35	28.10	23.28	21.21	17.10	16.0	16.1
中航沈飞	600760.SH	人民币	27.30	2019/4/28	买入	40.32	0.64	0.77	42.66	35.45	18.42	15.08	9.8	10.2
凯乐科技	600260.SH	人民币	18.30	2019/4/28	买入	41.76	1.74	2.26	10.52	8.10	6.84	4.49	18.4	19.2
火炬电子	603678.SH	人民币	19.31	2019/4/26	买入	29.1	0.97	1.27	19.91	15.20	13.54	10.50	13.8	15.5
光威复材	300699.SZ	人民币	31.58	2019/4/22	买入	48.21	0.97	1.23	32.51	25.70	24.96	19.84	15.8	17.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 中航光电、光威复材除权, 盈利预测进行相应变动

目录索引

2019 年下半年展望	5
大环境篇	7
美国：贸易战升级，中美博弈常态化	7
台海：蔡英文拒不接受“九二共识”，关注选举对两岸关系的影响	8
朝鲜半岛：朝美二次会晤未达预期，朝韩关系转淡	8
行业篇	9
中国军费增速有望持续高于 GDP 增速	9
装备采购进入景气周期，采购量有望加大	11
改革篇	12
行业层面进行企业间战略性重组，关注造船行业重组进展	12
军品采购和价格改革落地，有望打开企业盈利空间	15
混合所有制改革：融资和股权激励有望全面推广	17
科研院所转制：军工科研院所转制有望提速	19
国有资本投资、运营公司拓展至军工领域	20
资产证券化：资产证券化率提升空间较大，方式呈现多样化	21
军民融合篇	25
军民融合政策深化	25
军民融合基金：数量多、规模大	26
出口管制收紧，“军转民”有望助力民用领域国产化替代	27
民参军标的增速有所放缓	28
公司篇	31
中航光电	31
内蒙一机	32
中国动力	33
火炬电子	34
凯乐科技	35
风险提示	36

图表索引

图 1: 中证军工指数 2019 年行业走势	6
图 2: 军工行业静态 PE (倍) 处于历史底部区间	6
图 3: 美国军费支出 (亿美元) 及增速	9
图 4: 中国军费预算及增速	10
图 5: 中国、美国、俄罗斯军费占 GDP 比例对比	10
图 6: 历年美国军费中“采购+研发”占比	11
图 7: 装备向大型化和信息化发展	12
图 8: 军工集团改革重组历程	13
图 9: 现代重工营收及净利润	14
图 10: 大宇造船营收及净利润	14
图 11: 中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况	15
图 12: 改革前装备采购职权集中	16
图 13: 改革前的价格体系军品价格测算方法	16
图 14: 改革后的采购体系方法展望	17
图 15: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望	17
图 16: 军工综合资产证券化率变化 (A 股市场)	21
图 17: 军工综合资产证券化率变化 (全市场: A+H+海外)	21
图 18: 各集团资产证券化率 (资产口径)	23
图 19: 各集团资产证券化率 (利润口径)	23
图 20: 中证军工 PE (静态)	24
图 21: 中证军工 PE (动态)	24
图 22: 特朗普执政时期美国对中国出口管制的变化情况	28
图 23: 民参军公司并购标的总量 (单位: 件) 及业绩承诺完成率	29
表 1: 军工行业重点事件 (2019 年上半年)	6
表 2: 部分央企合并重组情况梳理	12
表 3: 两船集团上市公司情况	14
表 4: 2013-2016 中国部分造船产业兼并重组动向	15
表 5: 军民融合相关政策整理	18
表 6: 已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司	18
表 7: 近三年军工科研院所改制相关政策	19
表 8: 国有资本投资公司运行模式	20
表 9: 国有资本投资公司相关配套政策	20
表 10: 各大军工集团关于推进资产证券化出台的相关媒体报道	22
表 11: 军民融合相关政策整理	25
表 12: 军民融合基金	26
表 13: 2018 年以来民参军企业 IPO 情况	28
表 14: 民参军 2018 年以来并购动作	29

2019年下半年展望

在2019年投资策略中，我们提出“资产证券化领域的变化可能是2019年最大的超预期点”。

回顾2019年上半年行业发展的变化，我们此前的判断陆续得到了验证：中船科技、中国船舶、中船防务、洪都航空先后发布重组或资产置换方案，方案中的部分资产为核心军品资产，资产注入的进度以及资产质量均超出市场预期。

展望2019年下半年军工行业的变化，我们认为：**行业景气度将持续提升，下半年资产证券化领域的变化可能持续超预期。**

行业基本面：“十三五”进入后两年，军改“脖子以下”改革完成，“肃清合同”已接近尾声，部分公司在2018年年报中已反映出较高景气度；**行业景气度的进一步提升有望在2019年半年报中得到印证。**

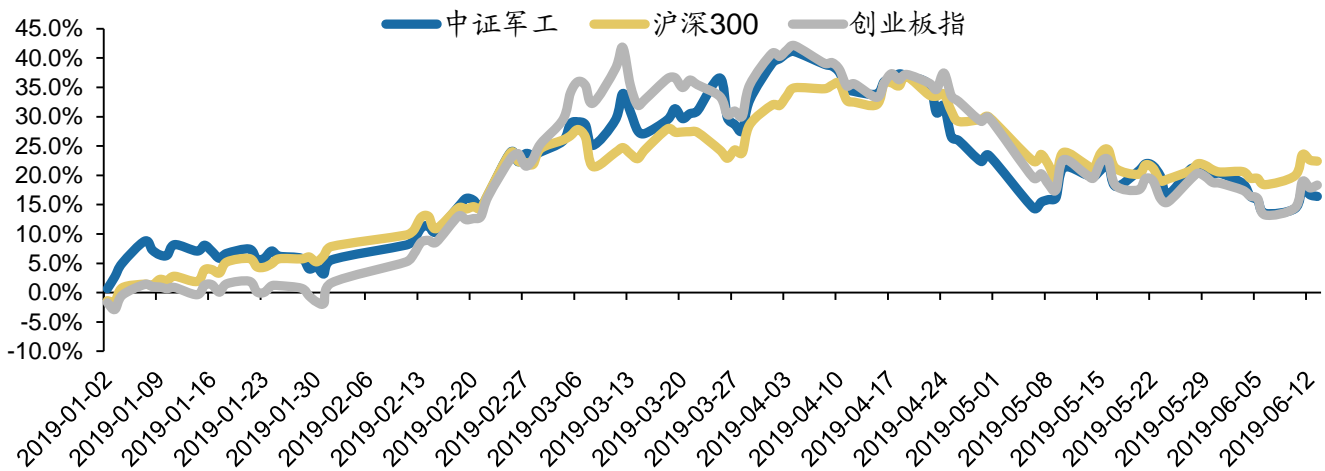
资产证券化：我们依然坚持资产证券化同样存在五年周期的判断，随着各军工集团管理层换届完成，为资产证券化的展开奠定了基础；在目前的股价和估值位置上，军工集团在资产证券化上存在较大的灵活性，也有利于未上市资产的价值实现。**2019年下半年，资产证券化可能持续超预期，尤其是资产证券化率较低的集团，可能会加快资产证券化的进程。资产证券化的加快会使得市场对军工集团资产证券化预期发生变化，相关公司将面临价值重估过程。**

改革与政策：2018年，在军队体制编制“脖子以下”改革基本完成，一些新的军队条令逐步推出。2019年下半年，新编制下新的法律法规条令有望继续推出；军民融合深化，推行竞争性采购，民营企业参与竞争的比例提高。

2019年上半年，军工板块走势波动大，上半年收益与沪深300和创业板指数基本持平。从行情上，上半年军工行业走势位于全市场全行业中位，中证军工指数涨跌幅和沪深300和创业板指数基本相同。从行情上来讲，军工行情和创业板走势有极大的一致性，从估值的角度来讲，随着板块的调整，越来越多的军工股估值回归价值领域，体现出较强的抗跌性。

2019年下半年军工板块全年有望跑赢大盘。展望2019年下半年，我们认为，随着行业景气度进一步提升和军工集团资本证券化动作的加强，板块和个股估值处于历史底部区间，2019年军工板块全年有望跑赢大盘。从时间上来讲，我们认为半年报是重要事件节点，行业景气度有望在公司报表中得到确认；下半年重点关注产品交付变化以及资产证券化节奏变化。

图 1：中证军工指数2019年行业走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：军工行业静态PE（倍）处于历史底部区间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：估值计算剔除掉指数成分股中两只造船行业个股

军工板块经历近三年的调整，实现了对2014-2015年行业过高估值的调整，目前行业核心军品配套企业静态PE在20-30倍左右。我们认为，行业估值已经处于历史底部区间，装备采购进入两年高景气周期，资产证券化和改革快速推进，我们看好2019-2020年两年军工板块高景气周期，维持军工行业“买入”评级。

风险提示：资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

表 1：军工行业重点事件（2019年上半年）

分类	2019 年上半年
国际局势和地缘政治	习近平主席强调“祖国必须统一也必然统一”，蔡英文拒不承认“九二共识”（2019.01）

金正恩在新年贺词中强调实现朝鲜半岛完全无核化的坚定意志，并表示愿意进一步发展朝韩、朝美关系。
(2019.01)

习近平主席与金正恩举行会谈，就中朝关系和共同关心的问题达成重要共识 (2019.01)

美俄退出《中导条约》 (2019.01~03)

第二次朝美领导人会晤，未达成协议 (2019.02)

美国同意向台湾提供提供价值 5 亿美元的 F-16 飞行员培训及后勤服务 (2019.04)

中美贸易争端升级，美国商务部将华为、大疆创新、海康威视、大华股份、科大讯飞、旷视科技、美亚柏科等公司列入“实体名单” (2019.05)

美众议院通过“台湾保证法” (2019.05)

装备相关	嫦娥四号探测器着陆成功 (2019.01)
	中俄签署联合研发 AHL 重型直升机合同 (2019.03)
	高分五号和高分六号投入使用 (2019.03)
	海上阅兵举行，055 驱逐舰首舰公开亮相 (2019.04)
	成功发射“北斗三号”系统首颗倾斜地球同步轨道卫星 (2019.04)
	长征 11 号一箭七星完成中国首次海上发射 (2019.06)
改革相关	习近平主席强调，全军要在新的起点上做好军事斗争准备工作，开创强军事新局面 (2019.01)
	中央军委深化国防和军队改革领导小组第五~七次会议在京召开 (2019.01~04)
	国资委表示推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组 (2019.03)
	航空工业集团在成都组织开展了 2019 年装备价格业务工作培训 (2019.03)
政策相关	证监会及相关部门在国防军工上市公司座谈会上表示，将不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度 (2019.03)
	官方证实海军陆战队已扩编成军 (2019.04)
	中央军委印发《关于全面加强部队管理的意见》 (2019.01)
	财政部发布修改《事业单位国有资产管理暂行办法》 (2019.03)

数据来源：新华网、中华网，广发证券发展研究中心

大环境篇

美国：贸易战升级，中美博弈常态化

中美分歧不可避免，两国博弈成常态。特朗普政府奉行的“美国优先”与中国制定的“中国制造2025”、“一带一路”等战略存在分歧。此外，中美两国意识形态、市场理念、体系制度等方面也存在根本性的差异。今年以来，两国贸易战升级，博弈呈现常态化。

贸易战方面，中美互征关税，争端升级。在经历了3个月的谈判期后，2019年5月10日，美方决定对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%；作为回应，6月1日，国务院关税税则委员会对原产于美国约600亿美元进口商品清单中的部分商品，分别实施加征25%、20%、10%的关税；中美贸易争端升级。

贸易战呈现多变特征。中美贸易问题从2017年8月开始，到2019年5月争端升级，表现出了波折多变的特征。从以往的经验来看，贸易争端多变主要受制度、理念、利益、立场等方面的影响，在各种结构性问题中，往往存在可敲定、可协商、不可接受的各类问题，磋商过程与结果仍然存在较大不确定性。

高新技术方面，美国加大对中国高科技企业的封锁，将华为等公司列入限制性名单。美国《特别301报告》认为中国对美进行强制技术转让，知识产权执法及包括窃取商业秘密、网络盗版猖獗和盗版伪造的大范围侵权活动。对此，美国加大了高新技术保护、技术封锁的力度：2018年8月，美国商务部将44家中国企业列入出口管制名单；2018年11月，征询对AI/微处理器/量子技术等14类新技术进行出口管制框架意见；2019年5月，美国商务部陆续将华为、大疆创新、海康威视、大华股份、科大讯飞、旷视科技、美亚柏科等列入“实体名单”。

台海：蔡英文拒不接受“九二共识”，关注选举对两岸关系的影响

蔡英文拒不接受“九二共识”，两岸关系持续转淡。2019年1月2日，习近平主席在《告台湾同胞书》发表40周年纪念会上强调“祖国必须统一也必然统一，和平统一之后，台湾将永保太平”。随后蔡英文则强硬表态“始终未接受九二共识，也绝不会接受一国两制”。自蔡英文执政以来，两岸关系持续转淡。

美国众议院通过“台湾保证法”，两岸关系趋于复杂化。2019年5月7日，美国众议院通过“台湾保证法”，要求美国对台军售常态化、重启美台贸易协定会谈、支持台湾加入国际组织等。在中美争端升级的大背景下，美国打“台湾牌”的力度加大，两岸关系趋于复杂化。

2020年地区选举将近，关注选举进展及结果。台湾“九合一”选举后，岛内民意正在发生变化，开始出现“重经济民生、轻意识形态”的趋势。2020年台湾地区选举将近，选举结果将决定两岸关系走向，同时也将是国民党展现处理两岸关系能力的机遇，不仅关系到国民党今后的政治路线，也关系到未来两岸关系发展走向。

朝鲜半岛：朝美二次会晤未达预期，朝韩关系转淡

朝美二次会晤如期进行，双方未签订相关协议。2019年2月27日-28日，朝美两国领导人在越南首都河内进行了第二次会晤，双方未举行原定的共同文件签署仪式。会晤结果表明朝美双方在关键问题上仍然存在分歧，后续会晤安排及能否通过会晤解决分歧仍然存在较大不确定性。

受朝美会晤结果影响，朝韩关系逐渐转淡。在2018年，朝韩双方实现了《9月平壤共同宣言》的签订，以及跨境铁路联合项目的考察，两国关系有所回暖。受朝美会晤结果影响，2019年朝韩关系在“韩美同盟”以及韩国国内保守势力的压力下逐渐转淡，朝韩关系存在反复性。

美国在半岛的利益点与盟友并不完全相同，担心朝韩关系进展过快。美国在朝鲜的主要利益点有两个：一是彻底消除朝鲜核能力，实现半岛无核化；二是将朝鲜设立为一种威胁，以便提供“美韩日”联盟的必要性，并向盟友兜售武器装备以及提供保护。美国与其盟友的利益点并不完全相同，朝韩关系迅速回暖，美国认为朝韩关系发展速度超越了朝鲜无核化的进程。美国国务卿蓬佩奥于2018年11月22日在记者会表示，朝鲜半岛无核化及建立和平机制，应与韩朝关系发展双轨并进，两者要保持一致步伐。而韩国代表则要求美方采取相关措施，包括解除部分对朝制裁，以引导朝鲜走向无核化，但美方强烈反对。

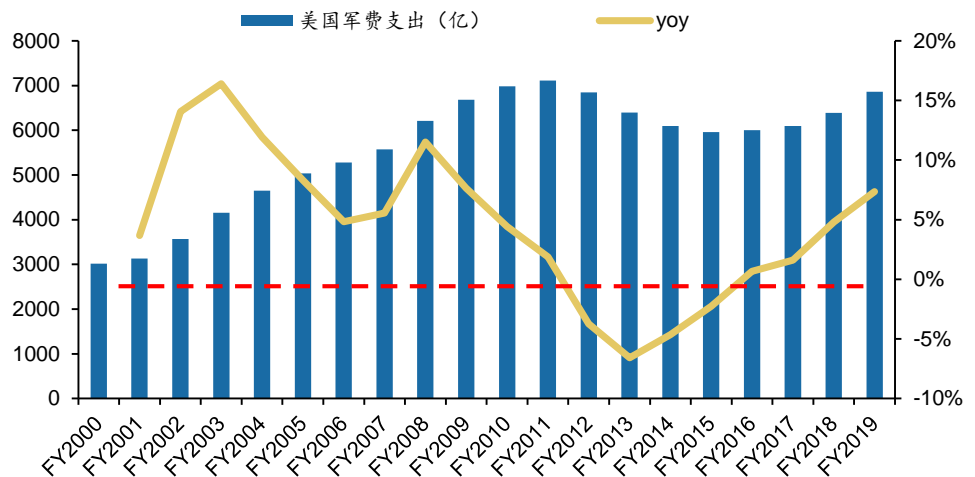
未来朝鲜无核化进程仍是影响局势的关键。半岛之外对于半岛问题关注的核心是半岛无核化，未来朝鲜如何一步步实现无核化进程，并且在过程中能否如愿获得利益是半岛局势演变的关键因素。

行业篇

中国军费增速有望持续高于 GDP 增速

2019财年美国军费增幅达7.35%，预计2020财年仍将保持快速增长。根据美国国防部的军费预算文件提供的数据，美国2019财年军费预算共计6861亿美元（不包含核武器投入的299亿美元），同比增长7.35%；根据2019年3月11日特朗普政府提交的2020年财年预算显示，预计2020财年国防预算为7500亿美元，同比增长4.7%。

图 3：美国军费支出（亿美元）及增速



数据来源：SIPRI，美国国防部，广发证券发展研究中心

注 1：所有时间为财年时间（从十月一日到九月三十日）；注 2：数据不包括核武器支出。

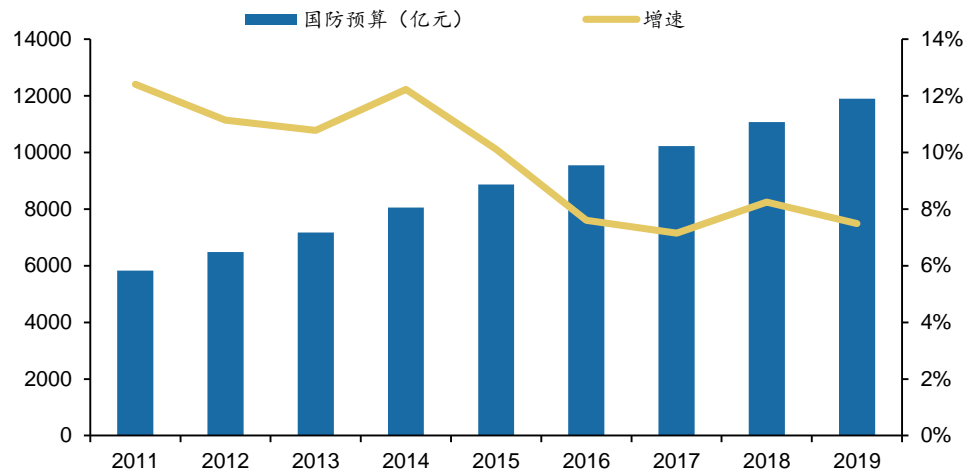
美国军费增速回升，同时特朗普向北约施压要求增加军费，全球军费规模呈扩大趋势。考虑到美国军费已经占据全球军费三分之一以上的庞大规模，2019财年军费预算增速已达7.35%，说明美国为了实现“美国优先”“重建美军”等计划加大军费投入，美国军费增速已经回升到高位。与此同时，特朗普还在2018年7月的北约峰会上向北约国家施压，要求盟国立即将军费提高至GDP的2%。在此背景下，全球军费规模有继续扩大的趋势。

2019年中国国防预算增长7.5%，高于GDP预期增速。根据国防部网站3月5日新闻，2019年中国国防预算同比增长7.5%，达到1.19万亿元。十三届全国人大二次会议发言人张业遂表示，“保持国防费的合理适度增长是维护国家安全、适应中国特色军事变革的需要”。2019年国防预算增速高于GDP预期增速，符合预期。虽然增速同比回落，但随着军改、军品定价机制改革的落地，军费的使用效率将得到提升，武器装备的采购、更新仍将处于快速发展期。

预计2020年中国军费在2019年基础上依然保持合理增长。从外来看，国际形势日趋复杂，印度、美国等国家均大幅增加军费预算，美国还向北约国家施压要求增加军费；从内来看，十九大报告指出，“确保到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升”，空军也在2018年公布了“现代化建设三步走战略”。十九大提出了新时代的强军目标，首次指出，力争到2035年基本实现国防

和军队现代化，到本世纪中叶全面建成世界一流军队，预计国防预算有望长期保持稳定增长。

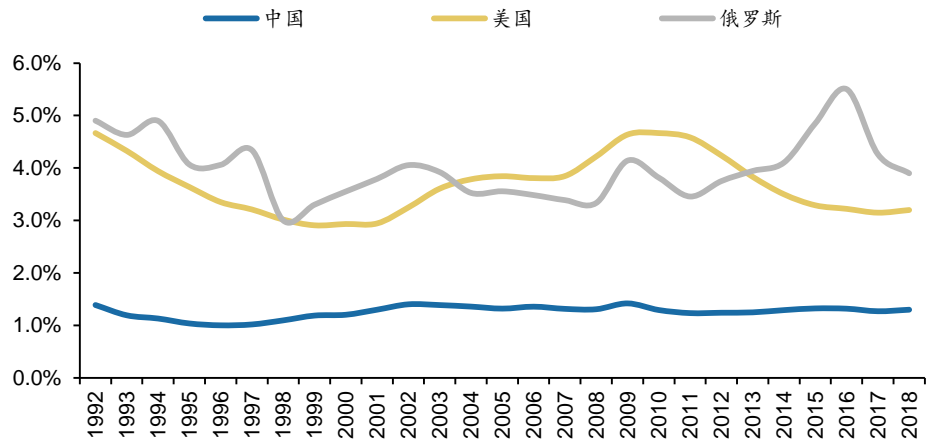
图 4：中国军费预算及增速



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

中国军费占GDP比例仍然较低，存在较大增长潜力。根据中国财政部以及SIPRI数据，长期以来，中国国防预算占GDP比例一直低于1.3%，而美国的数据为3%-4%、俄罗斯为3%-5%、法国和印度为2%-3%，中国国防预算占GDP比例与世界主要国家仍有一定差距，存在增长潜力。

图 5：中国、美国、俄罗斯军费占GDP比例对比



数据来源：中国财政部，SIPRI，广发证券发展研究中心

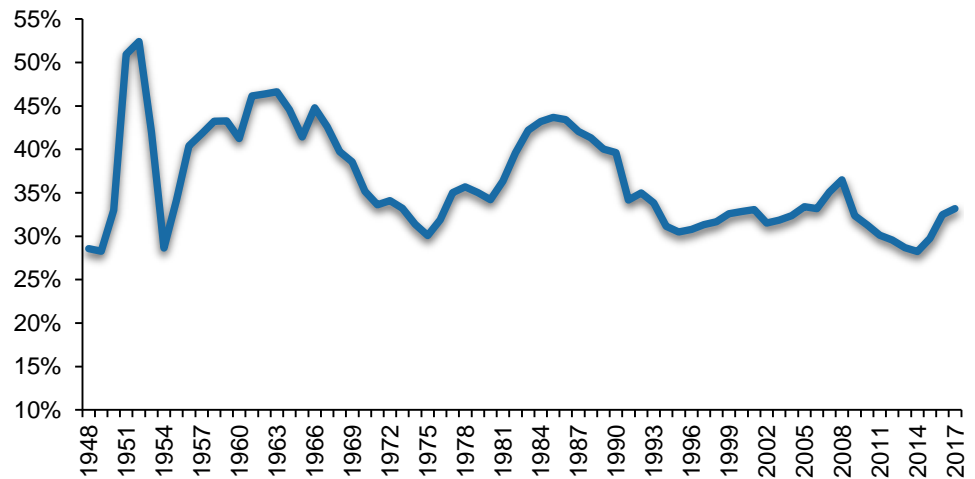
军费结构或将继续向装备费倾斜。中国军费由人员生活费、训练维持费、装备采购维修费构成。根据国防部发布的国防白皮书，进入2013年之后，军费增长的重心由之前的“改善部队保障条件”转变为注重“武装力量的建设与发展”。中国军费支出或将继续向装备费倾斜，具体有以下两点原因：

- **中国武器装备陆续服役。**在新型号服役、军队跨越式发展期间，军费支出将向装备采购费用倾斜；而随着装备数量增加，维修运营费用也将持续增长。目前，

解放军各军种处于新装备陆续服役换装阶段，整体装备规模也有望持续增加。

- **美军武装力量快速发展时期，装备相关费用能达到40%以上。**冷战期间，美军装备得到了高速发展，在经历多个波峰之后，2017年与装备相关的“采购+研发”费用占比仍为33.2%。此外，与美国军费结构设置不同的是，中国的装备费还涵盖“装备维修费”类别，2017年美军该部分费用占总军费的5.6%。因此，考虑到解放军正处于装备发展时期，并且中国军费中的装备费从官方定义上涵盖“采购+研发+维护”，装备费用在中国军费中的重要性很有可能高于美国。

图 6: 历年美国军费中“采购+研发”占比



数据来源: FY17 Green Book, 美国国防部, 广发证券发展研究中心

军改接近尾声，军费使用效率有望持续提升。此轮军队领导体制改革，原来的军委总部制改为军委多部门制，原来的七大军区改为五大战区。机关的大幅裁撤和合并，可以节省大量的行政开支；而建立新领导指挥体制，理顺国防建设各方面的发展，也可以大幅减少重复建设的浪费；这些都会极大提高军费使用效率。

装备采购进入景气周期，采购量有望加大

装备采购5年计划大体遵循“前三年一半，后二年一半，逐年增长的规律”。装备采购按五年规划制定项目及经费使用规划，从历史经验来看，往往存在前低后高的特点，前两年订单和收入确认较少，后三年逐年增加。

装备采购进入景气周期，“十三五”后两年采购量有望加大。根据军工行业历年来收入增速变化，我们发现行业整体收入在“十二五”的第二年是最低点，之后逐步恢复至景气周期。受军队改革影响，装备采购计划的实施和确认在2016-2018年均受不同影响，进而影响军工企业的订单落地和产品验收交付。随着“十三五”进入后两年，以及军改的影响逐步消除，装备采购量有望提升。

装备持续向大型化和信息化升级，科技含量越来越高。以驱逐舰为例，建国初期引进的鞍山级驱逐舰的满载排水量仅为2500吨，中国自主研发的052型驱逐舰的排水量上升为4800吨，最新服役的055驱逐舰的排水量超过10000吨，同时随着“信息化”战争正逐步成为未来战争的发展趋势，舰船上的电子装备已成为整个舰船工业的重要组成部分，发挥着举足轻重的作用。装备持续向大型化和信息化升级，代表着武器装备结构的调整。

图 7: 装备向大型化和信息化发展



数据来源: 中华网, 凤凰军事, 广发证券发展研究中心

武器装备的数量持续提升。以海军为例,从“近岸防御”的300公里以内,发展到“远洋护卫”的上千公里,海军的作战范围进一步拓展,海上战略纵深大大增加。中国海军是全球近十年以来水面舰艇的更新换代速度最快的海军之一,未来中国将发展由导弹护卫舰、导弹驱逐舰、两栖攻击舰、攻击核潜艇等多种舰船构成的航母战斗群,将会加快新型战舰的列装。

改革篇

行业层面进行企业间战略性重组, 关注造船行业重组进展

央企战略重组常态化。自启动国企改革以来,中央企业重组已形成常态化,中央企业先后完成了20组38家集团的重组,中央企业数量从116家调整至96家。央企重组涉及粮油、航运、能源、装备制造、通信等多个领域,是国企改革的重要趋势之一。

表 2: 部分央企合并重组情况梳理

合并或公告合并时间	合并之前	合并之后
2014年12月30日	中国北车、中国南车	新轨交装备集团
2015年5月29日	中国电力投资集团公司、国家核电技术有限公司	国家电力投资集团公司
2015年12月8日	中国冶金科工集团有限公司、中国五矿集团公司	中国五矿集团公司
2015年12月11日	中国远洋运输(集团)公司、中国海运(集团)总公司	中国远洋海运集团有限公司
2015年12月29日	中国外运长航集团、招商局集团	招商局集团
2016年1月25日	中国建筑材料集团公司、中国中材集团有限公司	中国建材集团有限公司
2016年6月26日	宝钢集团有限公司、武汉钢铁(集团)公司	宝武集团
2016年7月11日	中国港中旅集团公司、中国国旅集团有限公司	中国港中旅集团公司
2016年7月15日	中粮集团有限公司、中国中纺集团有限公司	中粮集团有限公司
2016年11月23日	中储粮总公司、中储棉总公司	中储粮总公司
2017年3月20日	中国保利集团公司、中国轻工业品进出口总公司	中国保利集团
2017年6月29日	中国机械工业集团公司、中国恒天集团有限公司	中国机械工业集团
2017年8月28日	国家电力投资集团公司、神华集团	国家能源投资集团有限责任公司

2018年1月24日

中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司

中国核工业集团公司

2018年7月20日

武汉邮电科学研究院有限公司、电信科学技术研究院有限公司

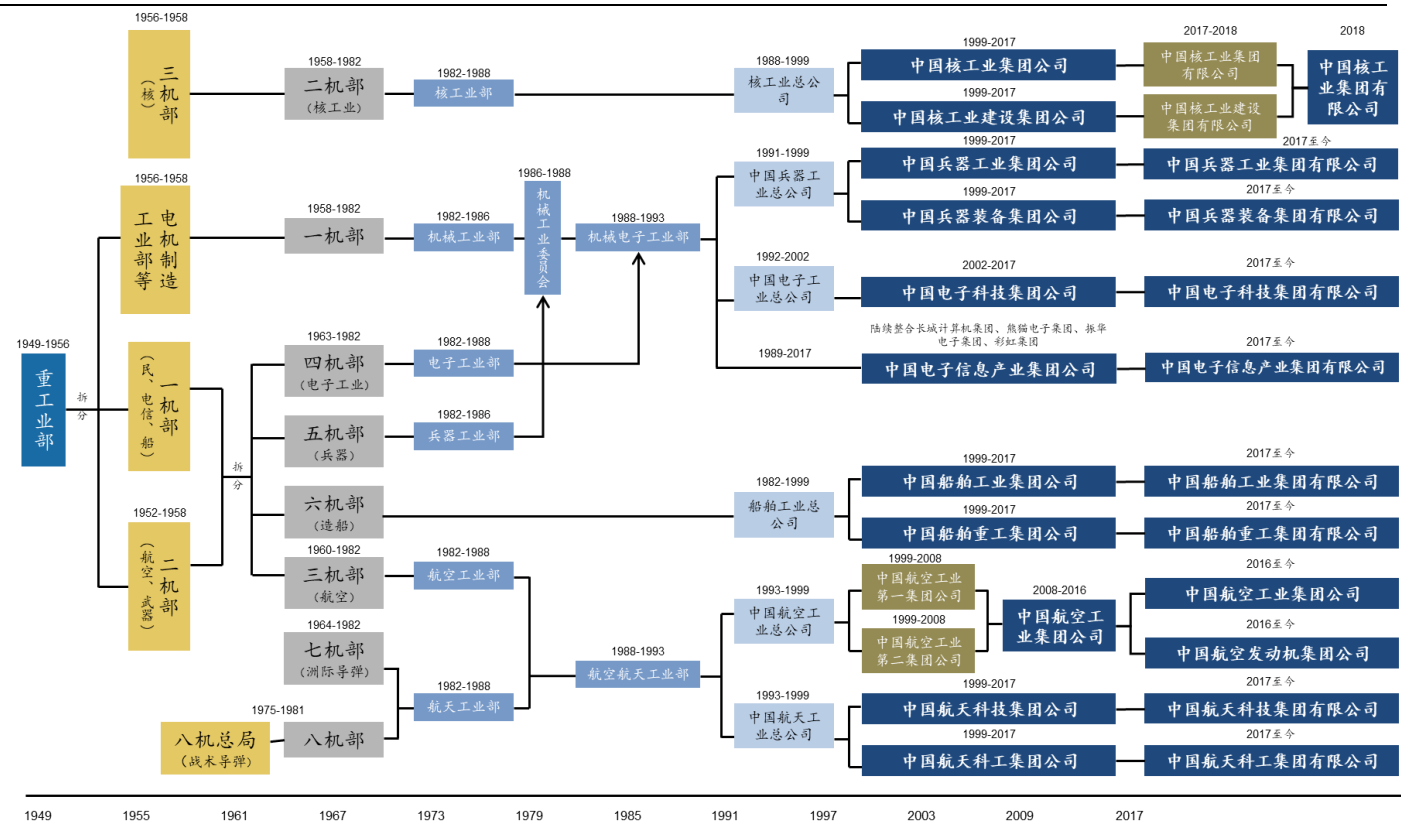
中国信息通信科技集团

数据来源：以上集团官网、国资委网站，广发证券发展研究中心

国企改革持续深入，加大专项整合，进一步推动央企战略性重组及融合。根据国新办网站消息，1月17日，国新办举行落实中央经济工作会议精神新闻发布会。国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示，将在专项整合、战略性重组、重组后融合三个重点方面继续深入推进国企改革。

军工集团的发展历程中经历多次战略性重组。军工集团是我国国防工业发展的阶段性成果之一，其形成可分为三个阶段：第一阶段—军工科研生产单位实施企业化改革，成立六大总公司；第二阶段—军工总公司改组为十二大集团；第三阶段—军工集团由全民所有制企业改制国有独资公司，开始新一轮战略性重组。

图 8：军工集团改革重组历程



数据来源：以上集团官网、天眼查，广发证券发展研究中心

国企改革积极推进，船舶行业有望迎来新一轮整合。国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会以及国资委2019年1月的工作会议中表示，“加大结构调整力度，积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组，持续推动电力、有色、钢铁、海工设备、环保等领域的专业化整合”。在国外竞争压力加大和国内造船产能依然过剩的大背景下，造船领域战略性重组顺应国企改革方向和产业发展需求，可有效提升我国造船业的国际竞争力。

两船集团董事长实现会面，关注两船集团相关动态。根据中船工业集团报道，3月14日，中船工业集团党组书记、董事长雷凡培，党组副书记、总经理杨金成在中船工业集团总部会见了来访的中船重工集团党组书记、董事长胡问鸣，党组副书记、总经理吴永杰一行。双方围绕共同服务国家战略，就进一步加强交流沟通、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进行了深入交流并达成广泛共识。

表 3: 两船集团上市公司情况

所属集团	公司名称	集团持股比例	2018 年营收 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	主要业务
中船重工集团	中国重工	63.46%	444.84	6.73	军民用船舶生产制造
	中国动力	63.98%	296.62	13.48	主要业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、民用核动力、柴油机动力、热气机动力七大动力板块
	中国海防	66.09%	3.51	0.67	水声信息传输装备
	中国应急	67.99%	26.53	2.24	应急交通装备
	久之洋	58.25%	4.67	0.46	红外热像仪整机、机芯组件
中船工业集团	中国船舶	52.98%	169.10	4.89	民用船舶生产制造
	中船防务	59.97%	192.14	-18.69	军民用船舶生产制造
	中船科技	41.28%	32.64	0.65	工程咨询、工程设计、勘察、工程项目总承包

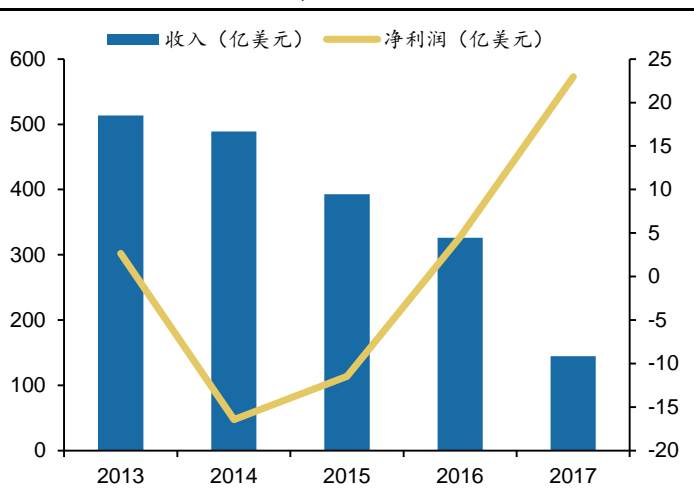
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

国内造船业面临国外竞争压力加大和国内产能依然过剩的双重挑战。

国外竞争压力加大:

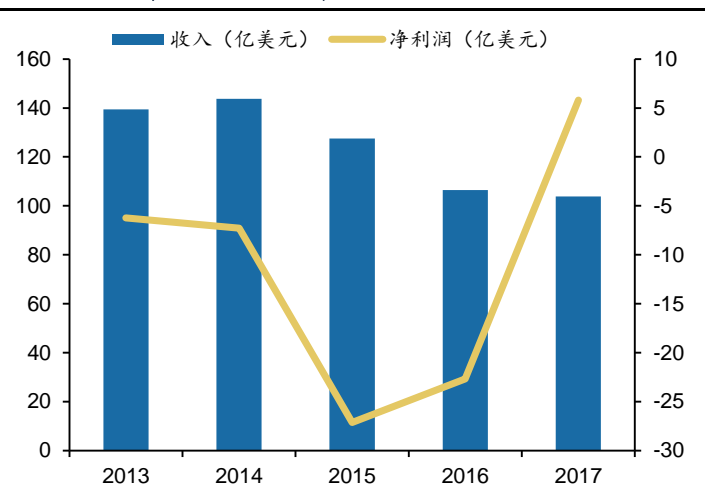
现代重工正式收购大宇造船。3月8日, 现代重工与韩国产业银行签署了正式的收购协议, 现代重工以17.8亿美元收购韩国产业银行所持大宇造船55.7%的股份。

图 9: 现代重工营收及净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 大宇造船营收及净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

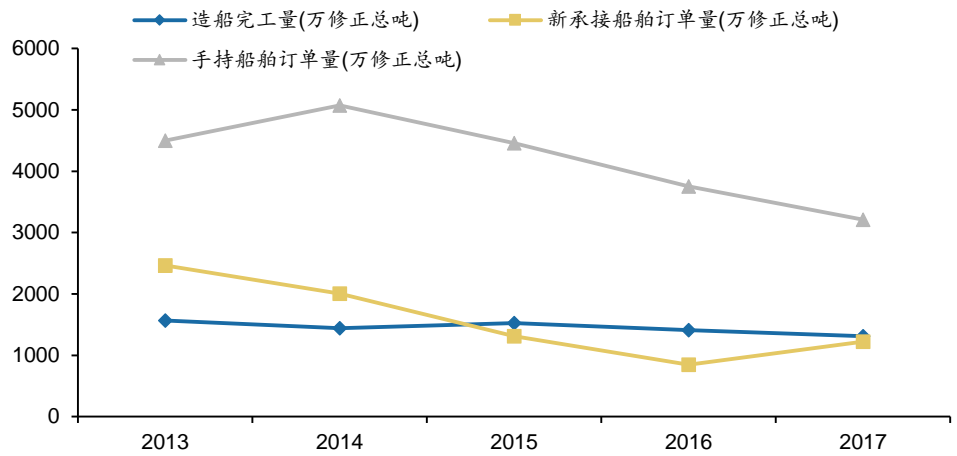
韩国造船新集团市场份额高达21.2%，将给中国造船业带来较大竞争压力。根据国际船舶网数据, 在合并以后, 两家船厂总体手持订单量将达到365艘、1700万CGT, 占全球总手持订单量的五分之一以上, 市场份额高达21.2%。合并后手持订单量远远高于手持订单量排名全球第二的今治造船 (166艘、525万CGT)。新集团技术实力强、市场占有率高, 将给中国造船业带来较大竞争压力。

国内造船产能仍然过剩:

在手订单持续下滑, 中国造船业压力仍然较大。新接订单自2013年开始持续下滑, 2017年有所回暖; 手持订单量自2014年起持续下滑; 造船完工量保持稳定。从造船业的

三大指标来看，中国造船业仍然面临较大压力。

图 11：中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况



数据来源：中国船舶工业协会，广发证券发展研究中心

国内造船业持续整合，造船产能依然过剩。在运力过剩、造船业竞争加剧的国际背景下，中国造船业积极推进兼并重组，淘汰落后产能，造船产能向中船重工集团、中船工业集团、扬子江造船集团等央企及大型民企集中。虽然我国造船业去产能已经取得

表 4：2013-2016中国部分造船产业兼并重组动向

披露时间	事件
2013 年	中船工业集团旗下黄埔船厂、文冲船厂合并，成为黄埔文冲船厂
2013 年	中船工业集团旗下广船国际（现中船防务）收购龙穴造船 100% 股权
2014 年	中船工业集团旗下广船国际（现中船防务）收购黄埔文冲 100% 股权、扬州科进相关造船资产
2015 年	泰州口岸船舶收购泰州中航船舶重工 45% 股权，共计持有其 100% 股权
2015 年	中船工业集团关闭上海船厂船舶有限公司的部分修船业务
2015 年	中国外运长航集团压缩青山船厂产能、整合江东船厂、退出宜昌船厂船舶制造业务
2016 年	中船重工集团旗下武船重工的青岛海西湾基地资产将划入北船重工，而北船重工资产划归武船重工，新武船重工重点建设武汉双柳和青岛海西湾基地
2016 年	中远海运集团旗下 13 家造船厂及 20 多家配套服务公司注入中远海运重工有限公司成为其子公司，使中远海运重工成为集团造船海工业务的重要板块

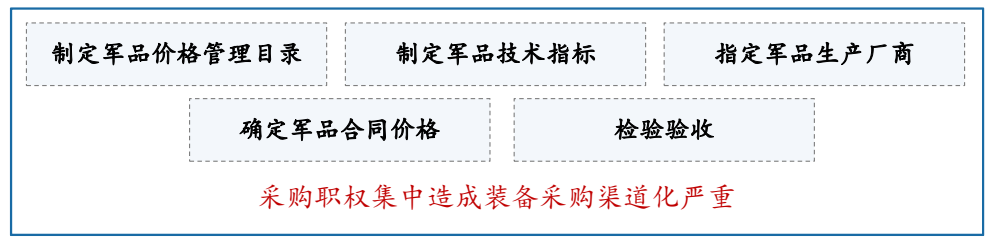
数据来源：上市公司收购公告，中国船舶工业行业协会，公司官网，广发证券发展研究中心

军品采购和价格改革落地，有望打开企业盈利空间

装备采购制度、军品定价机制改革正式落地。随着军改的不断推进，武器装备采购制度、军品定价机制改革已正式落地。

改革前，装备采购职权集中，渠道化现行较为严重。改革前，军品采购由军方装备主管部门全权负责，涉及“确定装备构成、制定技术指标、选定生产厂商、商定装备价格、把控装备质量”五大环节。由于权力集中，装备采购渠道化现象严重，使得产业链的竞争力变弱。

图 12: 改革前装备采购职权集中

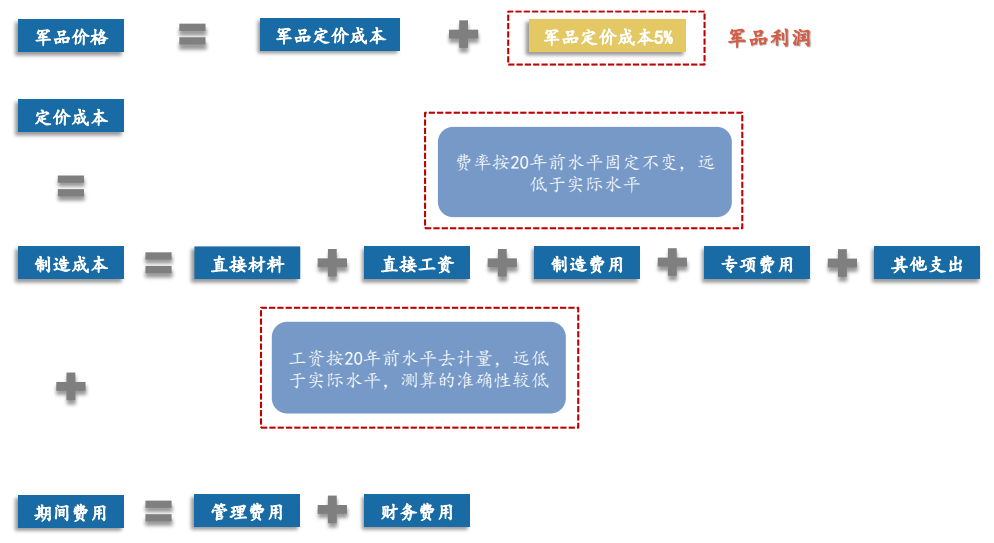


数据来源:《军品价格管理办法》(1996年), 广发证券发展研究中心

改革前的军品采购原则是“保本微利”，定价方法脱离市场规律。改革前的定价方法采用的是1996年出台的《军品价格管理办法》，以“保本微利”为原则，单纯采用“成本加成”模式。在此模式下，材料、制造费用、期间费用可全部列入定价成本，并沿用1996年的计价标准，严重脱离市场规律。

改革前军品成本测算方式粗略化、教条化，企业缺乏动力进行技术升级和降本增效。军品的价格由生产单位和军代表室及军方主管部门确定，缺乏监管，企业可以通过做高定价成本，得到全成本补偿，实现真实的高额利润。较高的真实利润水平使得企业失去了通过改善生产工艺及技术水平来降低成本、费用的动力，一定程度上抑制了技术创新与工艺升级，造成装备的价格涨幅超过了性能的提升程度。

图 13: 改革前的价格体系军品价格测算方法



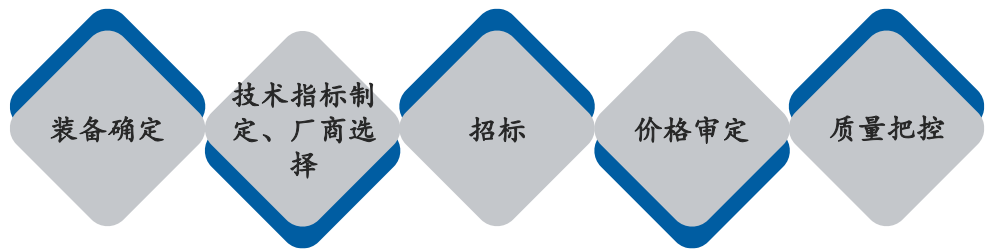
数据来源:《军品价格管理办法》(1996年), 广发证券发展研究中心

军品采购法规体系、装备采购体系、军品定价方法全面改革，军品采购转向市场化：

军品采购法规体系更加完善。建立基于市场化经济的军品采购法规体系，明确定型装备、科研试制、软件、知识产权的定价方法，法规体系更加完善，定价体系更加科学。

采购职权明确，权利实现分立。改革后，有望将装备采购种类、装备技术参数确定、装备供应商确定、装备招标、装备审价、装备质量审核与监督等职权划分到无从属关系的不同部门，各部门职责明确，加强采购规范化运作。过去以渠道为主的供货方式将被取代，竞争力强的企业有望受益。

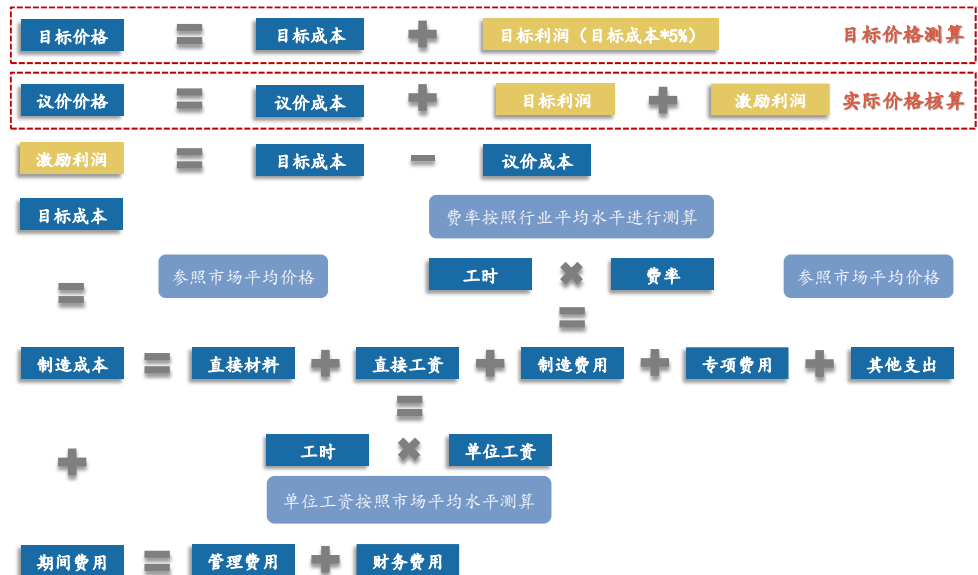
图 14: 改革后的采购体系方法展望



数据来源: 广发证券发展研究中心

定价方式更加丰富, 市场化程度逐步提升。改革后, 有望采用定价与议价两种形式, 使得不同类型的军品定价更加合理。有望改变“成本加成”的模式, 引入“约束激励议价”模式, 企业通过降本增效可以获得更多的利润。成本将采用市场化的测算方法, 更加精准, 定价方法更加符合市场规律。民参军企业的准入门槛有望降低, 加强竞争, 鼓励创新优质产品进入军品市场。

图 15: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望



数据来源: 根据《军品价格管理办法》(1996年) 推测, 广发证券发展研究中心

军品定价改革打开企业的利润空间, 有望大幅提高军工企业整体效益和研制生产积极性。军品定价机制改革后, 军品定价的指导思想由“保本微利”转变为“鼓励企业降本增效、加强盈利”, 打破了原来严格设定的净利率上限, 打开了企业的利润空间。改革后从装备立项、到最后批量采购, 每一个环节都涉及到成本的管控与价格的审议, 使得军工企业难以虚增成本, 盈利需通过降本增效来完成, 未来军工企业将更加注重生产效率, 并更有热情和动力进行创新技术的研发。

混合所有制改革: 融资和股权激励有望全面推广

军工是混改重要领域之一, 资本是助推军工企业发展的重要力量。2015年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》, 其中提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域开展混改试点示范。随着武器装备采购体系、军品定价机制向市场化转变, 资本将是推动军工企业发展的重要力量。军工企业有望通过股份制改造、债转股、战略投资、二级市场等多种渠道、多种方式进行混改

并获得资金，从而推动企业发展。

第四批混改试点启动，民营企业参与度有望提升。国家发改委会同相关部门已推出第三批共50家混改试点示范项目，5月17日，国家发改委发言人孟玮在发布会上表示，第四批混改试点名单已经国务院国有企业改革领导小组审议通过，第四批混改试点企业共160家，其中，中央企业系统107家，地方企业53家，资产总量超过2.5万亿元。同时，2018年11月4日，工信部部长苗圩表示将放宽民间资本在电信、军工等领域市场准入，国务院也鼓励积极引入社会资本参与军工企业股份制改造。我们认为，在第四批混改试点中，民营企业有望在军工企业改革中有更强参与感，发展空间将会更大。

表 5: 军民融合相关政策整理

时间	分类	政策
2014 年	实施办法	《促进军民融合式发展的指导意见》
	实施办法	《关于加快吸纳优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域的措施意见》
2015 年	顶层文件	《国防科技工业“十三五”规划总体思路》
	实施办法	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》
2016 年	实施办法	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》
2017 年	实施办法	《“十三五”科技军民融合发展专项规划》
		《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》
		《中央军民融合发展委员会工作规则》
		《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》
		《中央军民融合发展委员会近期工作要点》
		《省(区、市)军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》
		《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》
		《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》
2018 年	实施办法	《共同推进军事设施建设军民融合战略合作协议》
		《关于推进军民融合深度发展若干财政政策的意见》
		《深化军民融合发展推进陆军军事设施转型建设战略合作协议》

数据来源：国务院，国防科工局，新华社，广发证券发展研究中心

中航沈飞混改具有示范效应，股权激励有望在各军工上市公司中全面推广。2018年11月，中航沈飞股权激励计划正式实施，首期授予限制性股票317.1万股；12月，振华科技、利达光电股权激励计划相继发布。此前中航机电、中国动力等系统级军工上市公司分别通过员工持股、股权激励等方式实现混改，中航光电等零部件配套企业也有过股权激励案例。我们认为，作为整体上市的核心武器装备生产商，中航沈飞此次股权激励将在行业内具有更强的示范效应；以股权激励为代表的混合所有制改革有望在军工集团上市公司中全面推广。

表 6: 已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司

公司	最新公告日	实施进度	激励方式	激励总数 (万股/万份)	占当时总股本比例	股票授予价格/期权 行权价格 (元/股, 元/份)
利达光电	2019-2-15	实施	限制性股票	176.70	0.75%	5.65
中航电测	2018-12-25	终止	限制性股票	1,602.00	2.71%	7.28

振华科技	2018-12-01	董事会预案	股票期权	938.00	2.00%	11.92
中航沈飞	2018-11-03	实施	限制性股票	317.10	0.23%	22.53
宝胜股份	2018-04-16	实施	持股计划	79.63	0.07%	4.34
中国长城	2018-01-17	实施	股票期权	4,410.00	1.50%	8.27
凌云股份	2017-10-18	实施	限制性股票	413.68	0.92%	10.44
中国动力	2017-03-11	实施	股票期权	1,724.10	0.99%	32.40
中航光电	2017-03-22	实施	限制性股票	595.72	0.99%	28.19
贵航股份	2015-03-24	实施	股票期权	273.00	0.95%	12.20

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

科研院所转制：军工科研院所转制有望提速

军工科研院所转制开始实施，2019年有望加速推进，“十三五”期间有望全面推广。

2018年5月7日，兵器装备自动化研究所转制获批，成为首家转制获批的军工科研院所，标志着军工科研院所转制进入实施阶段。首家科研院所转制获批具有示范效应，其经验可在其他科研院所推广，我们预计2019年科研院所改制有望加速推进。科研院所是军工集团旗下的优质资产，大部分军工科研院所盈利能力强于企业公司。军工科研院所改制是相关资产证券化的前提，转制完成后军工资产证券化有望加速。

表 7：近三年军工科研院所改制相关政策

时间	政策文件	发布单位	意义	内容描述
2016年3月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》	国防科工局	规范涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作行为。	在涉军企事业单位改制重组军工事项审查申报材料，涉军企事业单位上市及上市后资本运作军工事项审查申报材料等多方面做出规范。
2017年5月	《关于从事生产经营活动事业单位改革中国有资产管理若干规定》	财政部	明确经营类事业单位应将全部资产纳入资产清查。	经营类事业单位应当在明晰产权关系的基础上，根据单位实际情况，改革的途径、方式和步骤，分别依据相应的资产管理制度，切实做好国有资产清查、处置、运营和监管工作。
2017年7月	《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局	标志着军工科研院所转制工作正式启动，军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。	会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作，研究部署了相关工作。
2018年1月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查申报指南（2018年版）》	国防科工局	指导涉军企事业单位在改制、重组、上市及上市后资本运作过程中规范操作	就涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作军工事项审查申报中的重点问题，制定详细指南文件。
2018年3月	《关于继续支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》	财政部	事业单位改制的财政支出。	在企业改制、事业单位改制、公司合并、公司分立等多种企业、事业单位改制重组涉及的契税政策进行规定。
2018年5月	《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	国务院	改革工资制度，收入与效益挂钩	在工资总额决定机制、工资总额管理方式、企业内部工资分配管理、工资分配监管体制机制四个方面进行改革。

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

国有资本投资、运营公司拓展至军工领域

中航工业集团成为首家军工类国有资本投资公司，工作重心向资本运营转换。转型国有资本投资公司后，中航工业集团的工作重心将从“企业运营”向“资本运营”转换，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。

国有资本投资公司市场化运作，完善监督体系，实施绩效评价。国有资本投资公司采用市场化的管理模式，相较于原来更加重视经营效率，实施绩效评价，考察国有资本的运营效率、保值增值、财务效益。由于国有资本投资公司具有更大的自主权，在监督体系上也会更加严格，按照“事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责”的原则，对党组织、董事会、经理层进行监督。

表 8: 国有资本投资公司运行模式

类别	要求
组织架构	结合职能定位具体负责战略规划、制度建设、资源配置、资本运营、财务监管、风险管控、绩效评价等事项。
履职行权	通过股东大会表决、委派董事和监事等方式行使股东权利，形成以资本为纽带的投资与被投资关系，协调和引导所持股企业发展，实现有关战略意图。
选人用人机制	建立派出董事、监事候选人员库，由董事会下设的提名委员会根据拟任职公司情况提出差额适任人选，报董事会审议、任命；同时，要加强对派出董事、监事的业务培训、管理和考核评价。
财务监管	加强公司财务管理，防范财务风险；督促所持股企业加强财务管理，落实风险管控责任，提高运营效率。
收益管理	以出资人身份，按照有关法律法规和公司章程，对所持股企业的利润分配进行审议表决，及时收取分红，并依规上交国有资本收益和使用管理留存收益。
考核机制	建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，对所持股企业考核侧重于执行公司战略和资本回报状况。
监督体系	按照事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责的原则，加强对国有资本投资、运营公司的统筹监督。纪检监察机构加强对国有资本投资、运营公司党组织、董事会、经理层的监督，强化对国有资本投资、运营公司领导人员廉洁从业、行使权力等的监督。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

进一步简政放权，有利于资本运作和员工激励的落地。对于国有资本投资公司，开放国有产权流转决策的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权，对于符合条件的公司，可以优先支持开展混改、员工持股等试点。简政放权之后，国有资本投资公司及所控公司的资本运作、员工激励的决策权将交由国有资本投资公司决策，有望大幅缩短相关事项的审批进程。

表 9: 国有资本投资公司相关配套政策

类别	要求
推进简政放权	围绕落实出资人职责的定位，有序推进对国有资本投资、运营公司的放权。将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资、运营公司，相关管理要求和运行规则通过公司组建方案和公司章程予以明确。
综合改革试点	国有资本投资、运营公司所持股国有控股企业中，符合条件的可优先支持同时开展混合所有制改革、混合所有制企业员工持股、推行职业经理人制度、薪酬分配差异化改革等其他改革试点，充分发挥各项改革工作的综合效应。
完善支持政策	严格落实国有企业重组整合涉及的资产评估增值、土地变更登记和国有资产无偿划转等方面税收优惠政策。简化工商税务登记、变更程序。鼓励国有资本投资、运营公司妥善解决历史遗留问题、处置低效无效资产。制定国有资本投资、运营公司的国有资本经营预算收支管理政策。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

中航工业旗下七家上市公司股东拟以股份换购ETF基金，资本经营向多样化转变。6

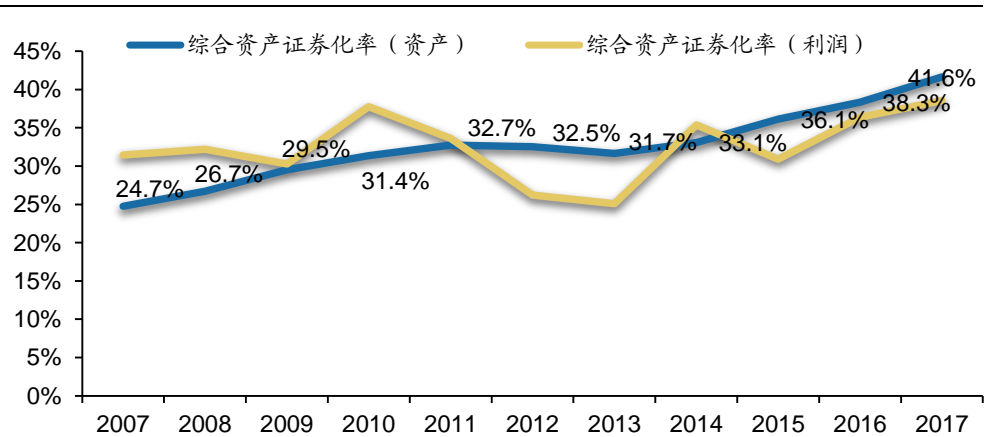
月2日，中航工业集团旗下七家上市公司公告股东拟以股份换购富国中证军工龙头ETF基金份额。我们认为，本次换购ETF并不会对二级市场造成冲击，符合国资委“提高国有资本配置效率”的要求。此外，富国中证军工龙头ETF基金发行后，将会丰富军工类ETF基金投资品种，增加板块资金流入。

中航工业资本化转型模式有望向其他军工集团复制推广。中航工业集团入选国有资本投资公司试点，说明央企资本化转型正向关系到国家安全的领域推进。中航工业集团在军工集团中拥有的上市公司数量最多，资本运作也最为活跃，中航工业在试点中所操作的资本运作、员工激励、薪酬分配方案将会成为军工企业的样本。随着中航工业集团试点工作的不断推进，有望快速向其他军工集团推广。

资产证券化：资产证券化率提升空间较大，方式呈现多样化

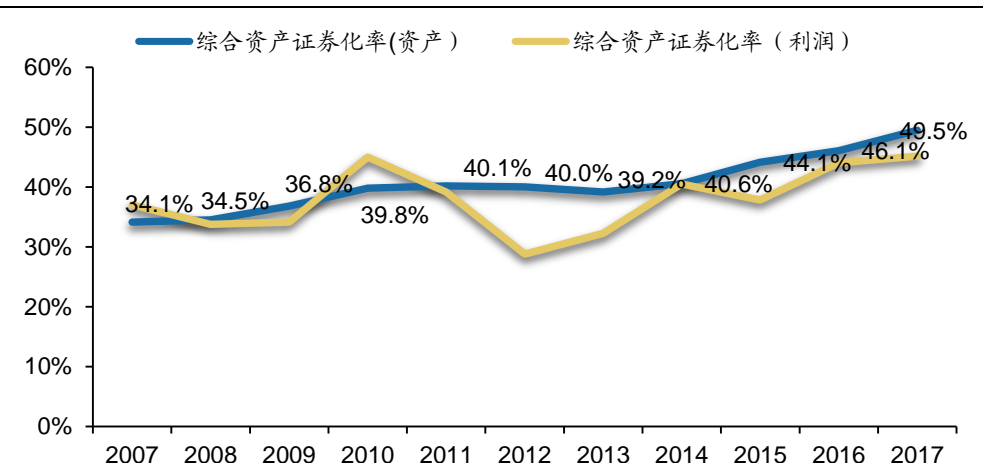
军工集团整体资产证券化率稳步提升，仍远低于央企平均水平。国务院国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会上表示，2018年，中央企业资产的65%、营业收入的61%、利润总额来源的88%都在上市公司。从资产口径来看，军工集团2017年资产证券化率为49.5%；从净利润口径看，军工集团2017年资产证券化率为46.1%；在考虑2018年军工集团资本运作行为后，预计军工集团的资产证券化率仍低于央企平均水平。

图 16：军工综合资产证券化率变化（A股市场）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：军工综合资产证券化率变化（全市场：A+H+海外）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

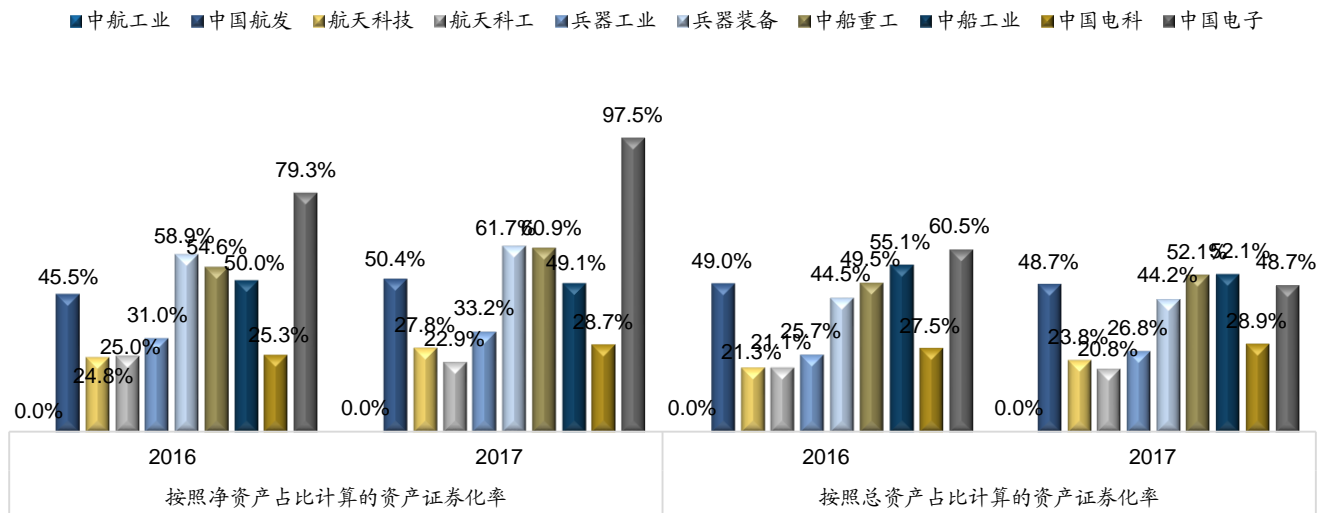
各军工集团积极推进军工资产证券化，“十三五”甚至更远期间，军工资产证券化方向不会发生变化。2014年以来，各军工集团分别通过集团文件或相关文章、报道传递积极推动军工资产证券化的决心和目标。中国航天科技集团等集团对“十三五”期间提升集团资产证券化率制定了具体的目标。考虑目前军工集团的综合资产证券化率较低，以及国家和各军工集团推动相关资产证券化的决心，我们认为，在“十三五”甚至更远的时间范围内，军工集团的资产证券化的方向不会发生变化。

表 10: 各大军工集团关于推进资产证券化出台的相关媒体报道

军工集团	时间	报道媒体	关于集团资产证券化的相关媒体报道
中国兵器工业集团	2017年1月	《中国证券报》	在2016年提出“通过资产重组上市和新三板挂牌上市加快推进混合所有制经济改革”，并设定了集团公司资产证券化率目标。
中国兵器装备集团	2017年1月	《中国证券报》	正积极研究编制军工改革方案，制订了军工企业混合所有制改革试点初步方案，确定了4家试点单位，并在上市公司长安汽车中推行中高管持股试点。
中国船舶重工集团	2017年10月	《中国证券报》	到“十三五”末集团资产证券化率由目前的 46%提升至70% 。
中国航空工业集团	2018年5月	《中国证券报》	计划到2020年实现三个“70%”：军民融合产业收入占比达到70%，军品一般制造能力社会化配套率达到70%，集团公司资产证券化率达到70%。
中国航天科技集团	2016年3月	《上海证券报》	集团计划在“十三五”期间，将资产证券化率从现有 15%提升至45% 。
中国航天科工集团	2016年6月	《中国航天报》	资产运营工作在“十三五”期间主要任务是：着力优化构建集团公司管控体系， 提升集团公司资产证券化水平 ，加强对外收并购，推进亏损和低效公司治理，促进国有企业体制机制转变。
中国船舶工业集团	2016年6月	《中国证券报》	集团资产证券化率在“十三五”期间将从目前的 30%提升至70% 。
中国电子科技集团	2017年11月	《中国证券报》	全面深化改革总体方案，全面推进事业单位企业化改革”，要让“ 资产证券化率达到35% ”。

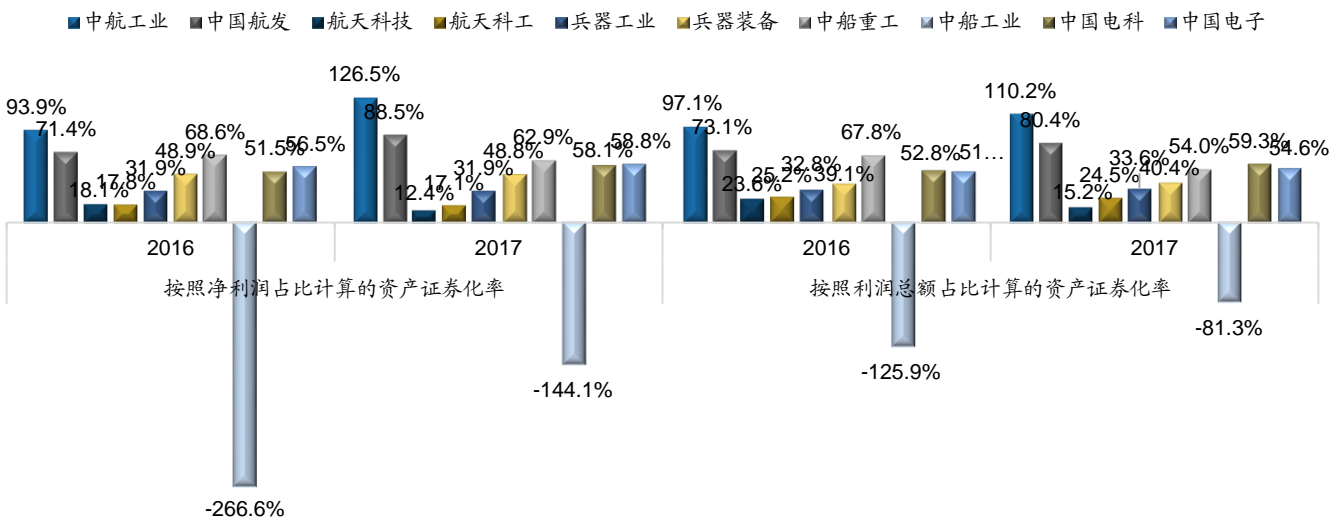
数据来源：中国证券报，每日经济新闻，上海证券报，中国证券报，广发证券发展研究中心

图 18: 各集团资产证券化率 (资产口径)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 各集团资产证券化率 (利润口径)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

各军工集团资产证券化发展阶段不同, 其资产证券化呈现特点也不尽相同:

- 部分军工集团进入核心军品资产阶段。部分集团资产证券化启动早, 目前资产证券化率已经较高, 未来集团资产证券化将向迈向深水区, 例如核心军品总装资产及军工科研院所等, 逐步完成业务板块的整体上市;
- 部分军工集团可能仍体现为民品及配套类军工资产注入。部分集团资产证券化率较低, 未来一段时间可能体现为资产证券化初期阶段的特点, 例如某业务板块内单一或部分军工企业先注入, 注入资产以民品和配套类军品为主。

目前估值、股价、市场预期均处于底部区间, 市场条件适合做资产证券化。从周期上来看, 2012-2013年是军工集团资产证券化的低谷期, 2014-2016年是高峰期。当前的市场环境与2012-2013年极为相似, 板块估值、个股价格、市场预期均处于底部区间, 市场条件适合做资产证券化。

图 20: 中证军工PE (静态)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 剔除掉造船行业和以壳价值为主的尚未有军工业务的成分股

图 21: 中证军工PE (动态)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 剔除掉造船行业和以壳价值为主的尚未有军工业务的成分股

军工集团资产证券化过程展现出新特点。从中国船舶、中船防务、国睿科技、洪都航空、中航科工的公告中我们可以看到军工集团资产证券化过程有**公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化**等特点:

- **公司间资产整合:** 中国船舶的船舶动力资产置入中船防务, 中船防务的船舶制造资产置入中国船舶, 实现了同一集团下的不同上市公司间的战略性资产整合, 调整并进一步明确了上市公司的平台定位。
- **事业单位资产的证券化方式的扩充:** 国睿科技拟收购的国睿防务公司, 是控股股东中电科14所于2018年9月通过资产划转等方式新成立的企业; 我们认为本次方案将改变市场原有对事业单位资产无法资产证券化的预期, 有望对控股股东为事业单位的上市公司资产证券化预期进行一次较大调整。
- **核心资产整体上市:** 中航科工公告拟收购中航直升机100%股权, 洪都航空公告拟通过资产置换将导弹资产注入上市公司, 资产证券化率高的集团正不断推进核心资产整体上市。
- **不停牌:** 国睿科技、洪都航空预案发布前后均处于正常交易状态, 改变了以往启动资产证券化方案制定, 尤其是重大资产重组方案制定需要三个月甚至半年以上停牌无法交易的情况, 保证了标的的流动性, 也减少了方案制定失败对股价的重大冲击。
- **配套融资比例降低:** 国睿科技交易资产作价68.56亿元, 配套融资规模6亿元, 配套融资比例不到10%; 配套融资基本用于补充上市公司流动资金, 体现了在股价较低区间上市公司的资产证券化更多的表现为资产注入行为, 而非融资行为。
- **方式多样化:** 资产证券化的形式丰富多样, 可通过发行股份、资产置换、IPO、债转股等多种形式完成。

关注造船行业战略性重组对中船重工集团和中国船舶工业集团资本运作和相关资产证券化带来的推动作用。2019年1月和3月, 国资委主任肖亚庆先后两次表示, “加大结构调整力度, 积极稳妥地推进装备制造、造船、化工等领域的战略性重组”。根据中船工业集团报道, 3月14日, 中船工业集团领导和中船重工集团领导进行会面,

双方围绕共同服务国家战略，就进一步加强交流沟通、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进行了深入交流并达成广泛共识。随后，中船科技、中国船舶、中船防务相继停牌进行重组，建议持续关注造船行业战略性重组对中船重工集团和中国船舶工业集团资本运作和相关资产证券化带来的推动作用。

重点关注国睿科技案例中事业单位资产证券化的新方式，也许未来还有其他事业单位资产通过这种方式实现资产证券化。

军民融合篇

军民融合政策深化

2018年，十九届中央军民融合委员会共召开两次会议，重点强调制度建设和法制建设，从两次会议内容变化来看，军民融合工作正在细化落实：

第一次会议要求实现关键性改革突破：

- 会议审议通过了《军民融合发展战略纲要》、《中央军民融合发展委员会2018年工作要点》、《国家军民融合创新示范区建设实施方案》及第一批创新示范区建设名单。
- 推动军民融合发展战略在各地各部门落地生根，在重点领域、重点区域、重点行业取得实效。
- 加快国防科技工业体制、装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革，加快破除“民参军”、“军转民”壁垒。
- 加大法治建设力度，推动军民融合发展综合性立法和重点领域立法进程。

第二次会议强调法制建设，营造公平环境，降低准入门槛：

- 会议审议通过《关于加强军民融合发展法治建设的意见》。
- 完善法律制度，推进军民融合领域立法，尽快实现重点领域立法全覆盖。
- 降低准入门槛，优化付款、退税、资质办理等流程，释放社会生产力。
- 营造公平环境，推行竞争性采购，引导国有军工企业有序开放，提高民口民营企业参与竞争的比例。
- 按照规则公平的要求，完善投资、税收、评标等方面的政策，把权利保护贯穿于军民融合发展立法、决策、执法、司法各环节，有效维护各类主体合法权益。
- 扩大国产技术和产品规模化应用，更多立足国产产品开展研制，在使用中不断迭代优化，进而带动国家整体创新实力提升。

表 11：军民融合相关政策整理

时间	分类	政策
2014 年	实施办法	《促进军民融合式发展的指导意见》
	实施办法	《关于加快吸纳优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域的措施意见》
2015 年	顶层文件	《国防科技工业“十三五”规划总体思路》
	实施办法	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》

2016年	实施办法	《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》 《“十三五”科技军民融合发展专项规划》 《2017年国防科工局军民融合专项行动计划》 《中央军民融合发展委员会工作规则》 《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》
2017年	实施办法	《中央军民融合发展委员会近期工作要点》 《省(区、市)军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》 《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》 《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》 《共同推进军事设施建设军民融合战略合作协议》
2018年	实施办法	《关于推进军民融合深度发展若干财政政策的意见》 《深化军民融合发展推进陆军军事设施转型建设战略合作协议》

数据来源：国务院，国防科工局，新华社，广发证券发展研究中心

军民融合基金：数量多、规模大

军民融合产业基金迅速发展。在国家政策的支持下，央企、地方政府以及部分企业均成立了不同规模的军民融合产业基金，其中中央企业国创投资引导基金和国华基金的总规模高达1500亿元和1000亿元，

军民融合基金有望带动军工投资热潮。从各基金的投资方向上来说，军民融合基金主要用来支持军工企业军事技术转移转化，促进军工资产证券化，军民融合企业产业投资等；投资标的上，以一级市场项目和二级市场定增为主。我们认为，随着军民融合基金的陆续成立，在目前一二级市场估值差不多的背景下，偏二级市场投资将成为军民融合基金的一个重要投资领域。

表 12: 军民融合基金

基金名称	基金规模	基金发起方	投资方向
国华基金	总规模 1000 亿元	14 家军工集团及金融机构	军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术以及军工国企改革
中央企业国创投资引导基金	总规模 1500 亿元	中车资本、国创基金管理公司、航天投资、中国保险基金、中信信托、工银瑞信	航天、核能、船舶等军民融合产业、高铁装备、先进电网装备、清洁能源及新能源汽车等领域
中船重工军民融合产业发展基金	总规模 200 亿元	中船重工集团、金融机构	新能源（风电、海上核电站、深海空间站）、新材料、电子信息、智慧城市、节能环保等领域
河北军民融合产业投资基金	总规模 100 亿元	河北省国防科工局、中菊资产、北京锦尚高德	河北省军民融合产业相关项目和优质企业、军工产业园区
四川省军民融合产业发展基金	总规模 100 亿元	四川省	1、支持军用技术转移转化、军民两用技术发展形成的军民结合高技术产业； 2、支持相关民营企业加快技术改造，提升企业武器装备生产能力；3、支持军工能力专业化重组，包括参与军工企业的股份制改造、军工科研院所改制、产业化转型； 4、支持参与符合省委省政府发展战略的特色军民融合产业基

地。

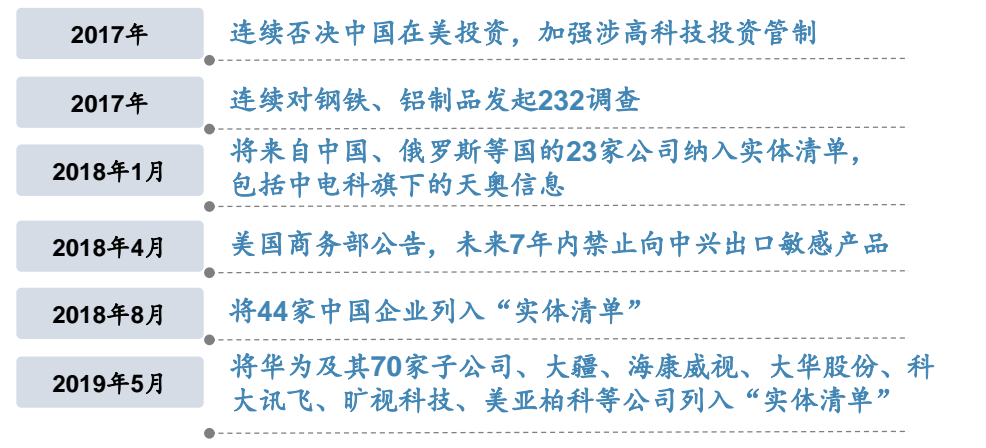
陕西军民整合产业投资基金	总规模 100 亿元	陕西金融控股集团	陕西省军民融合项目
湖北长江航天产业投资基金	总规模 100 亿元	湖北省长江经济带产业基、航天科工集团	商业航天产业
贵州省军民融合产业发展基金	总规模 100 亿元	贵州省经信委、贵阳市、遵义市、安顺市、贵安新区	贵州省军民融合项目
山东军民融合产业基金	总规模 100 亿元	青岛军民融合发展集团有限公司、青岛西海岸新区民营企业联合投资集团有限公司	支持涉及军民融合的土地征收、土地并购及一二级联动开发；面向军工、通信、新材料、新能源、生态环保等领域，进行军民融合产业导入和企业孵化；医疗机构收购、医疗机构建设和社区卫生服务中心建设
佛山市军民融合产业投资基金	初步规模 100 亿元	佛山市人民政府	军用环境系统研发制造、军民融合信息安全保障平台
湖南航天军民融合基金	总规模 50 亿元	湖南省、航天科工集团	航天科工集团产业相关的、湖南省重点产业布局的军民融合项目，重点关注军工资产证券化、“军转民”和“民参军”等投资领域。
上海市军民融合产业投资基金	总规模 40 亿元	上海市国盛集团	军民融合重点产业、两用技术成果转化、军工企事业单位改制重组等
成都军民融合产业投资基金	总规模 20 亿元	成都高新区	军民融合公共服务平台建设、军用技术转移转化、军民融合企业改组改制

数据来源：政府相关网站，广发证券发展研究中心

出口管制收紧，“军转民”有望助力民用领域国产化替代

特朗普推出“美国优先”，以“国家安全”为掩护，全面限制中国引入高新技术。特朗普在《国家安全战略》中将中国定为“战略竞争者”，从进出口、投资等各方面对中国进行限制。2017年，配合美国外资投资委员会（CFIUS）审查的外商投资案件增长45%。受“实体清单”管控的中国机构或个人数量达到134个，设计航空航天、半导体、光学仪器等多个领域，若要脱离清单，则需要支付高额罚款。2018年8月，美国商务部将44家军工企业列入“实体清单”，加强对中国的出口管制。2019年5月，美国商务部将华为及其70家子公司、大疆创新、海康威视、大华股份、科大讯飞、旷视科技、美亚柏科等公司列入“实体清单”。

图 22: 特朗普执政时期美国对中国出口管制的变化情况



数据来源：新华网，广发证券发展研究中心

美国长期对华进行出口管制，军工工业体系相对独立自主。美长期对中国军工企业严格管控，从解放军装备发展历程来看，国产化率有显著提升，以动力系统为例，驱逐舰动力系统已完成国产化替代；从美国限制出口的产品类型来看，已由限制核心系统转向限制核心器件，在军工产业链中下调了一个层级；从军品研发方案来看，军品一般都有备选方案，包含进口产品的武器型号通常具有替代方案；从中国装备长期发展来看，封锁反而帮助中国建立了独立自主的国防体系。新一轮的封锁不会使国防需求有任何缩水，反而在传统的薄弱领域有望得到更大的投入与扶持，使国防军工体系全产业链向自主可控目标迈进。

“军转民”有望推动民用领域国产化进程。在全面限制中国引入高新技术的背景下，推动军用技术向民用领域转化是解决国产化替代的重要方法，在“军转民”初期，会面临成本端的劣势，但随着“军转民”的持续推进以及产量对成本的有效摊薄，有望推动民用领域的国产化进程。

民参军标的增速有所放缓

2018年民参军企业并购军工资产数量以及民营军工企业IPO数量出现减少。并购和IPO是民参军企业进入军工领域的重要方式，2018年至今，民参军企业以并购为主。两类“参军”行为数量都出现下滑。

表 13: 2018年以来民参军企业IPO情况

公司名称	上市时间	主营业务
新兴装备	2018年8月28日	挂架随动系统、炮塔随动系统、雷达天线收放装置、电动吊钩绞车、浮标投放装置等机载设备
长城军工	2018年8月6日	解放军迫击炮弹、光电对抗弹药、单兵火箭的主要供应商，也是我国国防科技工业中引信、子弹药、火工品的重要供应商
七一二	2018年2月26日	无线通信装备的核心供应商与主要承制单位
上海瀚讯	2019年3月14日	军用宽带移动通信设备
中简科技	2019年5月16日	高性能碳纤维材料
三角防务	2019年5月21日	特种合金锻件

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 14: 民参军2018年以来并购动作

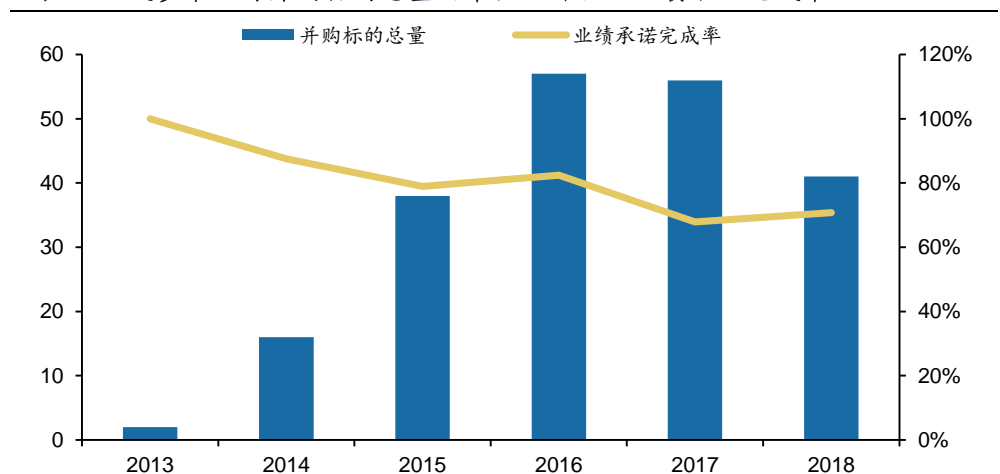
公司名称	时间	事件	并购涉及业务领域
北斗星通	2018年2月27日; 2018年3月10日	全资子公司重庆北斗星通完成收购德国 in-tech GmbH 50%股权, 并增资 2000 万欧元; 公告以自有资金 1.8 亿元收购银河微波 60%股权	通信及相关设备; 遥控遥测、卫星定位等
炼石有色	2018年4月24日	公告拟发行股份 1.12 亿股, 募集资金 3.26 亿英镑, 购买 Gardner100%的股权, 交易完成	航空航天制造
和而泰	2018年6月1日	公告以现金 6.24 亿元收购铖昌科技 100%股权, 交易完成	军工电子
海兰信	2018年10月30日	发行股份以 6.46 亿元收购海兰劳雷 45.62%股权, 交易完成	海洋监测、勘测设备
航锦科技	2018年11月1日	以现金 3.73 亿元收购长沙韶光 30%的少数股权	军工电子
特发信息	2018年11月20日	以现金 3.15 亿元收购神州飞航 70%股权	军工电子
楚江新材	2018年11月21日	拟发行股份及支付现金以 10.62 亿元收购天鸟高新 90%的股权, 并募集配套资金不超过 7.48 亿元, 证监会批准	碳纤维复合材料

数据来源: 各公司增发公告、收购报告书等, 广发证券发展研究中心注: 日期为最新公告日期

民参军公司的五个风险点分别是: 估值较高、业绩承诺、盈利能力、治理结构和股权质押; 绝大部分民参军企业业绩承诺在2018年到期, 2019年面临业绩下滑和商誉减值的风险。

- **估值风险:** 部分公司估值回归合理, 风险得到释放; 部分公司估值仍较高。民参军企业在进入军工领域后, 市场偏向给予其较高估值。由于市场风险偏好下行, 民参军企业估值持续下滑, 进入历史底部区间。由于部分民参军企业的业绩增长有限, 仍面临估值较高的风险。
- **业绩承诺风险:** 依据我们统计, 约三分之一公司并购项目的业绩承诺已于2017年到期, 更多公司2018年是业绩承诺最后一年。2019年民参军公司中处于承诺期最后一年和处于承诺期结束后一年的公司占比较高, 完成业绩承诺期之后, 部分民参军公司存在业绩下滑和商誉减值风险。

图 23: 民参军公司并购标的总量 (单位: 件) 及业绩承诺完成率



数据来源: 新华网, 广发证券发展研究中心

- **盈利能力风险:** 民参军公司盈利能力普遍较高, 我们认为在军品采购体系改革、定价机制改革和下游客户对利润敏感性提高的大环境下, 部分民参军公司存在长期盈利能力下滑风险。
- **治理结构风险:** 大部分民参军上市公司通过并购进入军工行业, 被并购公司的

军工业务贡献了上市公司主要利润和市值，上市公司与被并购企业管理层的关系如何平衡是民参军企业所面临的一大考验。此外，上市公司与被并购企业业务和管理如何融合也是民参军企业可能存在的治理风险。

- **股权质押风险：**部分民参军公司的大股东股权质押比例较高，随着股价下行，大股东质押股份有平仓风险；部分民参军公司大股东涉及诉讼，所持股份被司法冻结，影响公司经营活动。

公司篇

中航光电

军用连接器龙头，军民融合领军企业。中航光电隶属于中航工业集团，是中国规模最大的军工防务及高端制造领域互连技术解决方案提供商，公司军品业务涵盖航空、航天、兵器、舰船、电子和总参等众多领域，民品业务在新能源汽车、通讯设备、轨道交通等领域迅速拓展，通过军品+民品双轮驱动的业务模式，成为我国军用连接器龙头以及军民融合的领军企业。

武器装备升级+部队信息化提升，公司军品业务有望重回高增速。随着军队武器装备的升级和电子化、信息化水平的提高，以及公司产品由单个连接器向集成化产品的拓展，公司所配套武器装备的单机价值量得到提升；同时，新型号装备逐步进入量产阶段，公司有望充分受益于行业的快速成长。加上“十三五”进入后两年，以及军改进入收尾阶段，前期积累的订单有望得到充分释放，我们认为，公司军品业务有望重回高增速。

民用领域布局正逐步开花结果。公司军技民用，布局新能源、通讯等民用领域，在新能源领域，公司推进设立德国分公司，进入国际一流车企供应链，有望受益于行业的快速增长；通讯领域，18年荣获华为“全球金牌供应商”，成为国际通讯龙头企业5G优选供应商，随着我国5G建设的逐步展开，公司通信业务有望重回高增速。

国企激励充分，再次扩产有望迎来新一轮高速成长期。公司在上市前已实现了管理层持股，2017年第一期股权激励也彰显了管理层信心。公司分别在“十一五”和“十二五”的中期募集资金进行扩产，并在五年规划的后期投产时迎来一段高速成长期，此次公司再次于“十三五”中期进行扩产，有望迎来一段新的高速成长期。

盈利预测及投资建议：公司军品有望受益于十三五国防订单增长，民品有望受益于新能源汽车和5G行业发展，预计公司19-21年归母净利润为11.49/13.83/16.63亿元，看好公司依托军工集团雄厚背景军民融合发展的前景，维持“买入”评级。

风险提示：由于成本等因素影响，毛利率有下滑风险；军民用业务拓展可能会受到产品研发进度、市场竞争、下游需求等方面的影响。

内蒙一机

地面兵器装备唯一上市平台，陆军装备领先企业。公司隶属中国兵器工业集团，是国家唯一的集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地，主要研制生产履带、轮式、火炮三大系列产品，是8x8轮式装甲车唯一生产厂家。

十九大指出“2020年基本实现机械化”，陆军机械化装备市场空间提升。十九大报告指出，“确保到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。”机械化的实施主体主要为陆军装备，中国在步兵战车方面与美国尚存较大差距，未来三年陆军机械化装备市场空间广阔。

长期看好军品业务发展，有望受益于陆军装备发展和军贸市场开拓。军品业务稳步增长，多军兵种市场拓展取得新突破，当前处于陆军装备更新换代阶段，公司军品有望长期受益于陆军装备的补课式换装以及新型装备需求的增长。同时，公司积极拓展军贸业务，2018年，火炮首次进入尼日利亚市场，VT4坦克和VN1型轮式战车出口创出新业绩，未来军贸业务有望带来新的业绩增量。

有望受益于大股东内蒙一机集团的混合所有制改革。公司控股股东一机集团是混改试点单位，2016年已将全部经营性资产注入上市公司，大股东混改有望对公司的经营管理带来积极影响。

投资建议和盈利预测：公司是国家唯一集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地，考虑公司军品受益于陆军装备发展和军贸市场开拓，民品受益于铁路投资需求增长，预计19-21年归母净利润分别为6.45/7.69/9.12亿元。看好公司军品业务发展前景，公司有望进一步受益于一机集团的混合所有制改革和军工科研院所改制，维持公司“买入”评级。

风险提示：军品研制以及交付进度可能低于预期；铁路投资可能低于预期；军工改革进度低于预期；资产减值损失波动对业绩的影响。

中国动力

海军舰船动力核心供应商，受益于海军舰船加速列装。公司是中船重工集团旗下舰船动力业务平台，一直承担海军装备重大配套供货任务，是海军大中型舰船燃气动力装置和蒸汽动力装置的主要供货单位，高速柴油机在海军水面舰船占有90%以上的市场份额。随着我国海洋强国战略持续，海军舰船装备升级需求强烈，公司作为动力系统供应商，将从舰船加速列装中受益。

民船柴油机具有较强竞争优势，全电动力市场空间广阔。公司低速柴油机产品所配船舶涵盖了从散货、油轮到集装箱船等几乎所有主流船型，占据国内低速机市场40%-45%份额；中高速柴油机在海事、渔政、海警等高端公务船市场地位稳固，并成功出口海外；全电动力覆盖海洋工程平台、科考船、豪华游船、内河工程船等各类船型，是未来船用动力发展方向，市场空间广阔。

持续推进业务专业化整合，军民融合协同发展。2018年公司已完成低速柴油机动力及化学动力产业板块整合，初见成效，子公司中国船柴新接柴油机订单按接单台数、功率和合同额计算较2017年分别上涨了42.9%、100.8%和96.9%；化学动力实现专业化、规模化运营，收入同比增长34.32%。后续将对中高速柴油机业务、动力-传动业务进行整合，有望进一步改善公司经营效率。

盈利预测及投资建议：公司军品稳健，军民融合产品市场空间较大，暂不考虑增发，预计公司19-21年归母净利润分别为15.54/18.42/20.90亿元，考虑到19-20年军船行业景气度将持续提升，公司军品业务将充分受益，公司动力业务专业化整合将进一步改善经营效率，船舶领域战略重组有望对公司产生积极影响，维持公司“买入”评级。

风险提示：未来军费增速可能低于预期致使装备采购费用总额下滑；军舰研发、采购具有不确定性，可能影响配套企业的业绩。

火炬电子

军民用陶瓷电容器龙头企业，布局三板块平台战略。火炬电子是我国军民用高端陶瓷电容器领域的龙头企业，主营业务包括自产业务和代理业务，其中自产业务用于军工和高端民用领域，代理业务用于普通民用市场。2016年公司在现有业务的基础上，布局了“电容器（陶瓷电容、钽电容等）、新材料和贸易公司”三大板块平台战略，拓展业务领域，为未来的发展奠定基础。

顺应武器装备换代和部队信息化提升，军用陶瓷电容器业务保持高速增长。公司在军用陶瓷电容器领域深耕多年，形成了从产品设计、材料开发到生产工艺的一系列陶瓷电容器制造的核心技术，与各大军工集团和研究所等建立了良好的合作关系。2018年，公司收购天极电子60%股权，增加单层瓷介质及薄膜电路产品，完成产品线。随着武器装备的升级换代和部队信息化的提升，军用陶瓷电容器业务有望保持高速增长。

新材料业务实现批量化生产，看好未来成长空间。公司子公司立亚新材已获得军工资质，科研能力、生产能力、技术水平均达到了军用装备采购标准。公司高性能陶瓷材料已建成三条生产线，实现批量化生产。高性能陶瓷材料是大推重比航空发动机高温部件的理想材料，主要用于喷管、燃烧室火焰筒、低压涡轮静子叶片等热端部件。特种陶瓷材料技术含量高，盈利能力强，随着立亚新材相关产品生产负荷提升，特种陶瓷材料将成为公司成长新动力。

盈利预测及投资建议：公司自营MLCC业务有望受益于“十三五”后半段国防订单的充分释放，新材料业务已实现批量化生产，预计19-21年归母净利润分别为4.39/5.75/7.44亿元。公司从事的新材料业务在国外仅有日本、美国的少数企业能够进行产业化生产，填补了国内空白，且需求量较大，维持“买入”评级。

风险提示：特种陶瓷材料生产负荷提升进度不及预期；MLCC材料涨价持续性不及预期。

凯乐科技

国内专网产品需求量较大，公司产品充分受益于国防信息化建设。从美军实战情况来看，数据链可大幅提升作战效能，美军数据链较为成熟，当前的采购处于稳定期；国内处于装备信息化建设快速推进期，是专网投入最大的时期；国内军队人数总量高于美军，需要装备的节点数量也会更大，相应的专网规模会更大。公司专网通信产品具有较多应用场景，将充分受益于国防信息化建设。

公司专网业务结构持续改善，盈利能力有望提升。公司自19年起停止承接毛利率仅为4%左右的后端加工业务，将资金投入多环节生产制造业务。多环节生产制造业务包含设计研发、集成总装到产品调试、软件灌装加密及测试检测等过程，随着业务的逐步推进，毛利率有望持续提升。我们预计，公司专网业务营收受后端加工业务停止接单影响会出现下滑，但公司多环节生产制造业务接单量将持续提升，从而带动公司整体毛利率和业绩持续增长。

量子保密通信产品实现量产，并签订相关订单，有望持续增厚业绩。公司量子保密通信产品实现量产，并签订相关订单，量子保密数据链通信终端、量子保密数据链存储终端等产品系公司自主研发，毛利率较高，在国防、政务、金融等领域应用较广，有望成为公司业绩新的增长点。

盈利预测及投资建议：暂不考虑公司分红及转股，预计19-21年归母净利润分别为12.43/16.16/20.92亿元，公司数据链产品毛利率将持续提升，带动业绩增长；量子保密通信产品量产，毛利率较高，将成为公司新的利润增长点；原材料采购付款方式改变，将持续改善公司现金流，维持公司“买入”评级。

风险提示：国家和地方政府对量子保密通信网络建设推进进度存在不确定性，市场开拓存在不确定性；专网通信订单下达时间节点及订单结构存在不确定性，会造成公司整体营收及毛利率的波动。

风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。