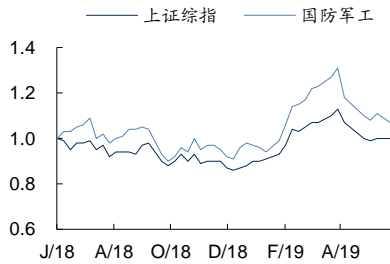


一年该行业与走势比较



相关研究报告:

《国防军工 2018 年年报及 2019 年一季报回顾暨 5 月投资策略: 行业改革影响开始显现, 关注企业预收账款及存货变化》——2019-05-07
 《国防军工 04 月暨二季度投资策略: 改革落地预期增强, 事件性题材影响提升》——2019-03-28
 《国防军工 03 月投资策略: 市场情绪好转, 关注低估值及题材利好标的》——2019-03-14
 《国防军工 2019 年 2 月月度投资策略: 核心军工产业业绩上行, 盈利能力与改革题材并重》——2019-02-14
 《国防军工 2019 年投资策略: 行业指数渐独立于创业板, 关注核心产业业绩与改革进度》——2018-12-12

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308
 E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080004

行业改革持续推进, 武器装备外贸前景繁荣

● 板块估值水平处于历史低位, 继续下行空间有限

行业一季度预收款情况总体上依然呈现上升的趋势, 行业订单总量随着军费的增长继续保持上行, 去年发生的军工体系内部的改革也已经基本完成各企业交付进度趋于正常, 且去年受改革因素影响而未实现交付的产品在上半年完成了交付, 因此 2019 年的行业业绩前景是乐观的。目前行业中部分核心标的的估值水平已经在 30 倍市盈率左右, 亦处于历史低位, 再考虑到未来的国企改革及资产证券化的预期和军工行业业绩长期持续增长的确切性, 我们认为军工板块整体上不具备大幅下行的空间。

● 下半年行业业绩及改革进度从基本面和题材两方面形成利好

在整个十三五期间, 由于军改的影响, 为了完成全军的装备计划, 2019 和 2020 两年除了要完成当年的订单外, 还要完成军改期间受到影响而未执行的订单。因此行业基本面基础是十分坚实的。临近十三五末期, 各军工集团为完成中央改革要求, 改革有可能加速。

● 定价机制改革驱动利润向总装及核心配套企业流动

新军品定价机制下, 总装企业获得了对于部分上游配套产品的定价权, 并且取消 5% 的净利率限制, 改为一定的净利率加上激励净利率的定价方式。从这个长期趋势上看, 定价机制改革将有利于提升总装企业及重大分系统企业的业绩水平。

● 国际局势动荡加剧, 武器装备外贸市场有望成为新兴增长点

到 2020 年以后, 可能世界上的多个传统热点地区的地区对抗将大幅增加, 战争与冲突可能取代和平与发展而成为这些地区的主题, 而我国在这些地区的友好国家, 目前已经对于高新技术武器装备产生了极大的兴趣与需求以应对在不远的将来的地缘政治的不确定性, 以捍卫本国的诸多地区利益。中国军工系统经过几十年的发展, 武器装备的性能与可靠性均处于国际市场同类装备前列, 是很多客户国家的最佳选择。

● 关注总装及核心配套标的

考虑到总装及核心配套类标的受到各类改革措施的利好, 及国内武器装备换装和军品外贸市场为其带来的业绩成长性。建议关注总装类标的: 内蒙一机、中航沈飞, 核心配套类标的: 四创电子、航天电器、中航机电。

风险提示: 企业业绩增长可能低于预期, 相关政策落地进度可能不达预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600967	内蒙一机	买入	10.81	18,265	0.39	0.50	27.72	21.62
600760	中航沈飞	买入	27.38	38,343	0.63	0.75	43.46	36.51
600990	四创电子	买入	43.36	6,902	1.70	1.90	25.51	22.82
002025	航天电器	买入	23.80	10,210	0.94	1.22	25.32	19.51
002013	中航机电	买入	6.74	24,322	0.27	0.32	24.96	21.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

2019年上半年，由于其他板块出现了市场关注度较高的题材，一季度市场情绪转暖加之2018年及2019年一季度的军工行业的整体业绩水平并未超出市场预期，因此之前进来避险的资金流出到了其他板块寻找投资机会。但就目前行业已经公布的数据来看，行业一季度预收款情况总体上依然呈现上升的趋势，行业订单总量随着军费的增长继续保持上行，去年发生的军工体系内部的改革也已经基本完成各企业交付进度趋于正常，且去年受改革因素影响而未实现交付的产品在上半年完成了交付，因此2019年的行业业绩前景是乐观的。目前行业中部分核心标的的估值水平已经在30倍市盈率左右，亦处于历史低位，再考虑到未来的国企改革及资产证券化的预期和军工行业业绩长期持续增长的确定性，我们认为军工板块整体上不具备大幅下行的空间。

核心假设或逻辑

本报告中的行业逻辑有两个核心观点：首先是军工板块估值水平不具备大幅下行的基础；其次是定价机制改革和军品采购目录调整将驱动行业利润向总装及核心配套企业流动。

板块估值水平不具备大幅下行的基础。2019年上半年，由于其他板块出现了市场关注度较高的题材，一季度市场情绪转暖加之2018年及2019年一季度的军工行业的整体业绩水平并未超出市场预期，因此之前进来避险的资金流出到了其他板块寻找投资机会。但就目前行业已经公布的数据来看，行业一季度预收款情况总体上依然呈现上升的趋势，行业订单总量随着军费的增长继续保持上行，去年发生的军工体系内部的改革也已经基本完成各企业交付进度趋于正常，且去年受改革因素影响而未实现交付的产品在上半年完成了交付，因此2019年的行业业绩前景是乐观的。目前行业中部分核心标的的估值水平已经在30倍市盈率左右，亦处于历史低位，再考虑到未来的国企改革及资产证券化的预期和军工行业业绩长期持续增长的确定性，我们认为军工板块整体上不具备大幅下行的空间。

关于定价机制。对于部分在旧有定价机制下享受了高毛利率的配套企业来说，在新定价机制下企业的产品技术及稀缺性将成为保证企业净利率的主要因素。尤其是2018年军工行业进行了军品采购目录的调整，被调出目录的产品将要缴纳增值税，表面上看这些产品仅是不享受军品免税待遇。但实则不然，真正对这类产品产生了较大的影响的是目录内外产品的不同竞标机制。

在军品采购目录内的产品在进行竞标时，只能有持证企业参与竞标，由于持证企业数量较少，因此该类产品的净利率水平容易受到保证。但是对于目录外产品来说，产品招标是面向全社会的企业进行招标的，不要求只有持证企业才能参与竞标。因此，目录外产品的竞标企业数量多，这就导致在竞标阶段的竞争就十分激烈，以至于难免发生价格战。因此，真正影响目录外产品净利率的是竞标机制。

因此，在经历了军品定价机制改革和军品采购目录调整后，要特别关注企业受到这两项改革的影响的程度和方向。

与市场预期不同之处

市场目前普遍认行业业绩增长主要取决于国内的军品换装进度，对武器装备外贸市场认识不足，研究不够充分。通过我们长期的对中东局势及印巴边境态势的跟踪，我们认为这两个地区的武器装备外贸市场有可能成为行业在未来一段时间的爆发性增长点。

内容目录

上半年行情回顾与总结	5
军工板块在 2019 年上半年受市场情绪影响较大.....	5
公募重仓持股行业占比处于历史低位，板块不具备大幅下行空间.....	7
军工行业在贸易战背景下避险能力较强.....	7
下半年建议关注行业业绩及改革进度	9
对于军工行业投资的三个时期的判断.....	9
现阶段军工行业基本面基础扎实.....	9
定价机制改革有利于提升产业链下游企业的业绩水平.....	10
军品采购目录内产品继续保持高净利率水平.....	10
军工行业改革及资产证券化速度开始加快.....	12
国际局势动荡加剧，关注武器装备外贸	17
中东地区冲突加剧，相关国家备战加速.....	17
印巴边境冲突加剧，巴基斯坦换装需求提升.....	19
关注总装及核心配套企业.....	21
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 军工板块 2019 年上半年走势图	5
图 2: 2019 年上半年军工板块总装企业走势与板块、大盘及创业板走势对比	6
图 3: 2019 年上半年军工板块核心配套企业走势与板块、大盘及创业板走势对比	6
图 4: 军工板块公募重仓持股行业占比变化 (2015-2019Q1)	7
图 5: 中国军费增长走势 (2010-2019)	9
图 6: 美国军费增长走势 (2010-2019 财年)	9
图 7: 各军工集团的资产证券化率 (以净资产为统计口径)	16
表 1: 全军建军目标的内容与时间节点	7
表 2: 2019 年中美贸易战热点事件时间表	8
表 3: 武器装备科研生产许可目录改革前后对比	10
表 4: 军工板块上市公司 2019 年 1 季度财务状况 (国信军工组分类, 亿元, %) ...	11
表 5: 2015 年以来提出的军工行业的改革政策	13
表 6: 2019 年上半年的军工板块并购重组情况	13
表 7: 历次中东地区战争年表	17
表 8: 伊朗现役坦克型号	19
表 9: 伊朗现役战斗机存量	19
表 10: 巴基斯坦现役战斗机存量	20
表 11: 巴基斯坦陆军现役坦克装备情况	20
表 12: 历次印巴战争与冲突年表	21

上半年行情回顾与总结

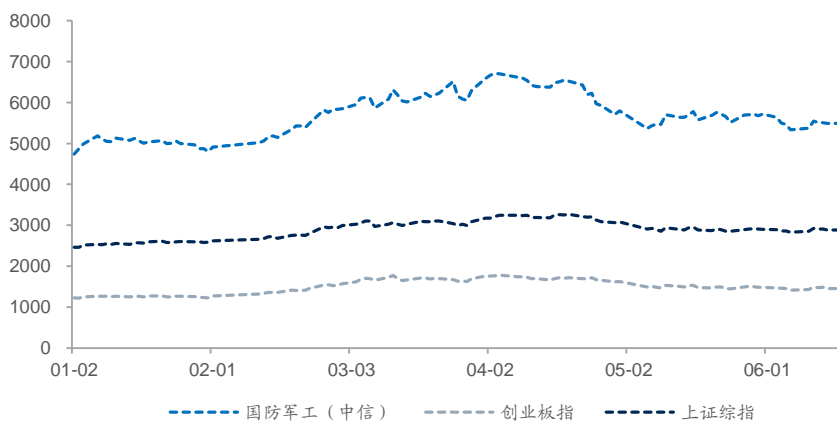
军工板块在 2019 年上半年受市场情绪影响较大

国防军工行业指数（中信）在上半年上涨 15.52%，上证指数上涨 15.89%，创业板指数上涨 16.41%，军工板块指数在 2019 年上半年走势略微跑输大盘，同时也落后于创业板指。在子板块方面，航空航天（中信）上涨 14.39%，兵器兵装（中信）上涨 18.52%，其他军工（中信）上涨 16.56%。我们将 2019 年上半年可以分为三个阶段。

第一个阶段是春节以前的这段时间，在这段时间里我们可以看到，板块走势可以看做 2018 年的延续，整个市场的情绪总体上依然相对比较悲观，尤其是市场依然在担心整个 A 股受到外部因素的影响导致下行对 2018 年跌幅较小的军工板块是否会补跌。但是由于机构投资者对于军工企业业绩及生产经营状况有着较为准确的预期，因此，使得整个板块并未出现大幅的下行，依然表现出了较强的抗跌性。

第二个阶段是在春节以后一直到 4 月底美国方面又掀起对华贸易战的这段时间，在这段时间里由于春节后市场情绪的回暖，其他板块又有 5G、工业大麻、边缘计算等题材助力，出现了较大幅度的上行。此时的军工板块整体上虽然涨幅较小，但是受到中国船舶公布江南造船厂等资产进入上市公司的影响，情绪出现了一定修复的市场对于军工板块改革的预期又有所回升。在全市场情绪回暖和板块核心公司改革推进的双重影响下，之前跌幅较大的一些公司以及一些改革类的标的出现了大幅的上行，部分民参军标的涨幅接近 50%，这说明市场情绪一旦开始回暖军工民参军及改革类标的依然有比较大的弹性。但是在段时间里，2018 年表现较强的总装类标的则表现相对较弱，我们认为主要原因是市场对于这些标的的业绩与改革的预期均较为充分，预期差相对较小所致。

图 1：军工板块 2019 年上半年走势图



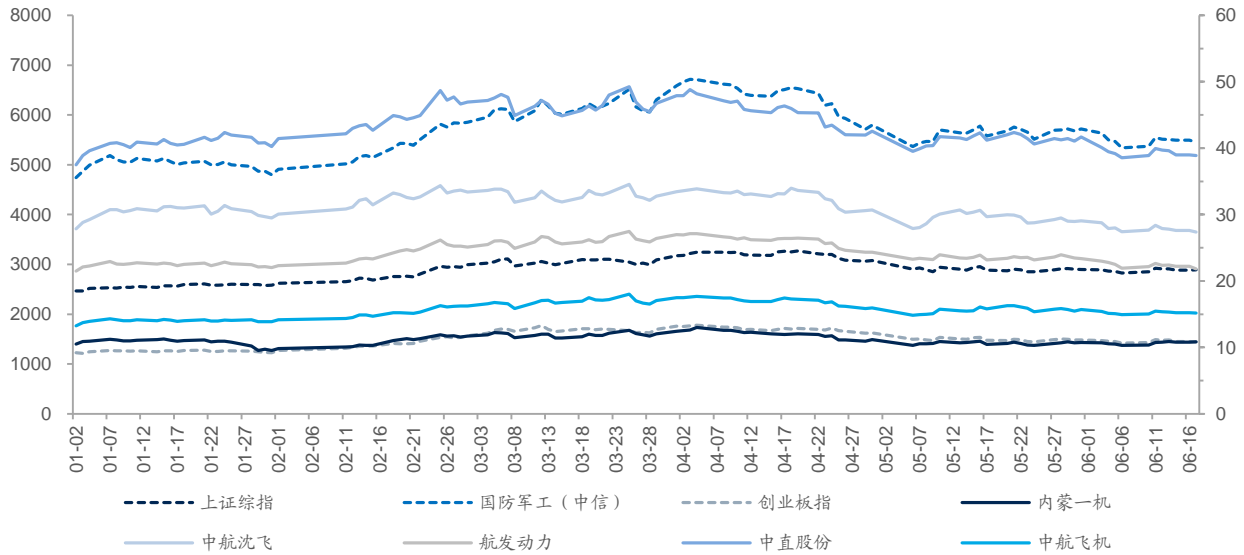
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第三个阶段是四月底到现在的这段时间，因为四月的时候由于美国方面重新挑起贸易战争端，导致全市场的情绪下行，这使得军工板块随着 A 股市场出现了下行趋势。但是就各子板块来说，总装类及核心配套类标的由于前期涨幅较小，因此回调幅度不大，继续表现出了较强的抗跌性。而在第二个阶段出现较大涨幅的民参军及资产注入题材类公司则出现了较大幅度的回调，现在基本上已经回调到了行情启动前的位置。

根据市场对于军工板块在贸易战重启争端之前的预期，由于春节以后全市场情绪有所修复，当其他板块的题材股及板块自身的一些市值较小的标的出现了大幅上行后，根据市场的轮动规律，预期在接下来的一段时间里军工总装企业应

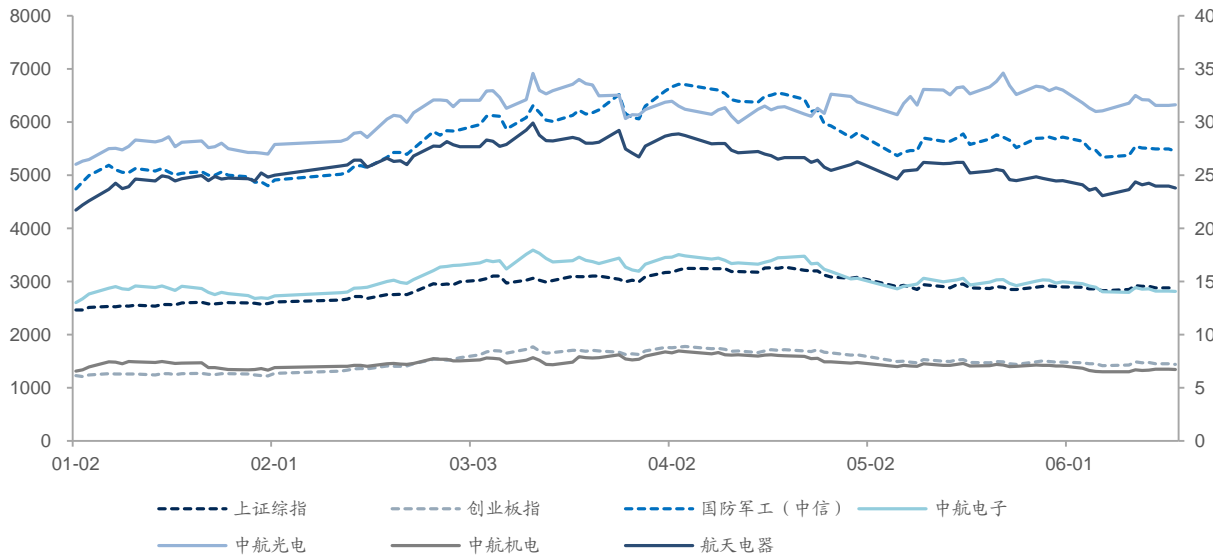
该会有所表现。但是美国突然单方面宣布重新计划对华进口商品征收高额关税对全市场情绪造成了较大的打击，使得大盘从 3200 点下跌到了 2800 点附近，这导致总装类标的在市场情绪突然转向悲观之时难以逆势上涨，但依然表现出了较强的抗跌性。

图 2：2019 年上半年军工板块总装企业走势与板块、大盘及创业板走势对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：2019 年上半年军工板块核心配套企业走势与板块、大盘及创业板走势对比



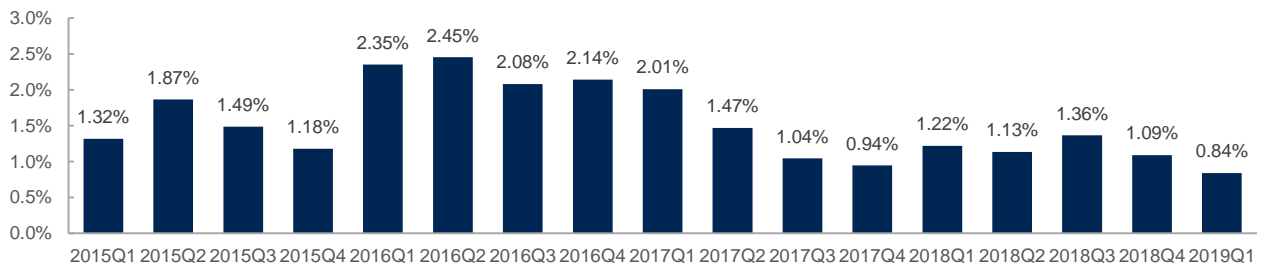
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公募重仓持股行业占比处于历史低位，板块不具备大幅下行空间

回顾自 2015 年以来军工板块的公募重仓持股行业占比，我们可以发现 2019 年一季度的公募重仓持股行业占比情况达到了 2015 年一月以来的最低水平，仅为 0.84%，低于 2017 年四季度的 0.94%。我们分析一下原因，则需要回顾一下 2018 年全年的板块持仓变化，2018 年全年的 A 股市场均处于贸易战的阴影下，尤其是 A 股市场目前的投资主体并没有经历过中美两国的直接冲突，因此市场当时对此形成了过度反应，正是在此背景下市场上的资金开始寻找业绩与经济周期不相关的可避险标的，军工行业由于其自身的计划性特点，正好符合市场的这个要求，因此在 2018 年的前三个季度公募基金的总仓持股行业占比呈现出了上升的趋势，但去年四季度由于军工体系内部的改革对企业业绩的影响为市场所知，行业占比又出现了下降。

2019 年上半年，由于其他板块出现了市场关注度较高的题材，一季度市场情绪转暖加之 2018 年及 2019 年一季度的军工行业的整体业绩水平并未超出市场预期，因此之前进来避险的资金流出到了其他板块寻找投资机会。但就目前行业已经公布的数据来看，行业一季度预收款情况总体上依然呈现上升的趋势，行业订单总量随着军费的增长继续保持上行，去年发生的军工体系内部的改革也已经基本完成各企业交付进度趋于正常，且去年受改革因素影响而未实现交付的产品在上半年完成了交付，因此 2019 年的行业业绩前景是乐观的。目前行业中部分核心标的的估值水平已经在 30 倍市盈率左右，亦处于历史低位，再考虑到未来的国企改革及资产证券化的预期和军工行业业绩长期持续增长的确性，我们认为军工板块整体上不具备大幅下行的空间。

图 4：军工板块公募重仓持股行业占比变化（2015-2019Q1）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

军工行业在贸易战背景下避险能力较强

在这个时期，贸易战是个不得不说的一个大的背景，现在看来贸易战可能持续一段时间，任何行业的前景和投资价值均要考虑在这个大背景下的表现。关于贸易战，在春节前后中美双方高层磋商后，不断传出缓和的信息，市场情绪因此而出现回暖。在接下来的四月末和五月初，又由于美国方面突然宣布加征关税，市场情绪又因此回落。回顾自 2018 年以来的贸易战历程，我们可以发现，在此过程中美国方面出现了多次的出尔反尔，而这可能成为以后的常态。为了规避贸易战带来的不确定性风险，需要对于与贸易战关系较小的行业进行重点关注。而军工行业是最为符合这个特点的行业。

表 1：全军建军目标的内容与时间节点

时间节点	内容
2020 年	要确保到 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
2035 年	力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化
2050 年	到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队
习近平指出，中国特色社会主义进入了新时代，国防和军队建设也进入了新时代。要深入学习贯彻党的十九大精神，深入学习贯彻新时代党的强军思想，坚定不移走中国特色强军之路，全面推进国防和军队现代化，为实现党在新时代的强军目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而努力奋斗	

资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

回顾军工板块在美国方面单方面发起贸易战后的表现和行情，我们可以发现板块的表现出了受到大盘影响以外，个股和细分板块的独立行情则很依赖于公司自身的业绩情况。

相比于其他行业，军工行业是一个计划性很强的行业，尤其是在装备采购方面高度依赖国家计划及外国军队的采购。从长期来看，决策层已经提出了强军目标以应对世界局势在未来的长期变化，从短期来看，2020年的全军机械化的目标亟待完成，中国军费占GDP的比例依然处于比较低的水平，十三五乃至十四五期间的军费保持持续增长的方向不会变。

正因为军工行业自身的计划性特点，使得军工行业天然具备与经济周期及国民经济的波动相关性小的特点，这使得军工行业在贸易战背景下有天然的避险性。

表 2: 2019 年中美贸易战热点事件时间表

时间	事件
1月7日	美国贸易代表团抵达中国，与中方工作组就落实两国元首阿根廷会晤重要共识进行积极和建设性讨论，开启两天的中美副部级经贸磋商
2月14日	中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第六轮中美经贸高级别磋商。双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。
2月25日	第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施
3月28日	第八轮中美经贸高级别磋商在北京举行，双方讨论了协议有关文本，并取得新的进展
4月3日	第九轮中美经贸高级别磋商在华盛顿举行，双方在两国元首重要共识的指引下，就遗留问题开展进一步的磋商
4月30日	第十轮中美经贸高级别磋商在北京举行
5月6日	美方不顾中国坚决反对，自5月10日起将2000亿美元中国输美商品加征关税税率由10%提高至25%，中美经贸磋商严重受挫
5月9日	第十一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿举行。刘鹤表示，中方强烈反对美方加征关税的做法，这不利于中国，不利于美国，也不利于整个世界，中方将不得不采取必要反制措施
5月13日	美国宣布启动对剩余约3000亿美元中国输美商品加征关税的程序
5月13日	国务院关税税则委员会办公室决定，自6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税。对之前加征5%关税的税目商品，仍继续加征5%关税
5月17日	美国商务部工业和安全局（BIS）表示，将把中国公司华为及其70家附属公司列入“实体名单”，禁止华为在未经美国政府批准的情况下从美国企业获得元器件和相关技术
5月31日	中国商务部表示，根据相关法律法规，中国将建立不可靠实体清单制度，不遵守市场规则、背离契约精神、出于非商业目的对中国企业实施封锁或断供、严重损害中国企业正当权益的外国企业、组织或个人，将被列入不可靠实体清单
6月1日	美国贸易代表办公室（USTR）消息表示，美国将推迟部分自中国进口商品加征关税时间至6月15日
6月2日	国务院新闻办公室发布《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书

资料来源：新华社、国务院、商务部、美国商务部、国信证券经济研究所整理

下半年建议关注行业业绩及改革进度

对于军工行业投资的三个时期的判断

在这里还是要先说一下我们对于军工行业投资周期的三个时期的判断。

第一个时期是 2014 年以前，这个时期没有明确的行业主线，市场认为核心军工资产进入上市公司几乎不可能，同时上市公司自身又缺乏核心资产。

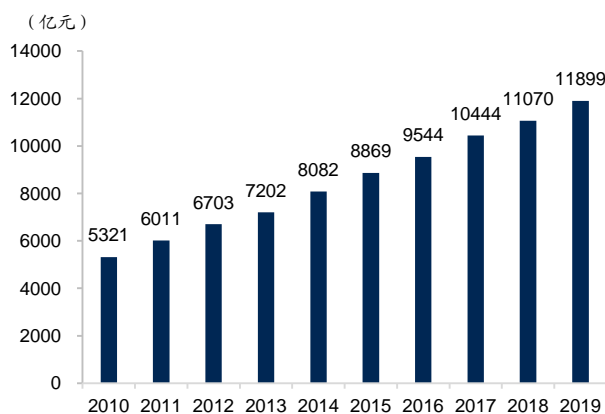
第二个时期是 2014 年以军民融合战略的提出和成飞集成重组（虽然最后失败了）为开始标志，到所有军工集团资产证券化率达到 50%以上（净资产口径）、大部分院所资产完成了事业单位转企并注入上市公司的这段时间，考虑到改革的艰巨性和资产的规模，这个时期可能持续到 2020 年以后，如果进展比较顺利，预计在 2023 年这个时期就结束了。这个时期的主要逻辑是资产的证券化进程和核心资产的改革，但由于在这个时期中，核心的企业资产进入上市公司给予了上市公司一定程度的基本面支撑，相比于之前业绩大幅好转。因此诞生了一批既有优质核心军工资产又有大规模的体外资产注入预期的标的，这些标的成为了板块的龙头标的。这是一个承前启后的关键时期，也是一二级市场投资机会均比较多的时期。

第三个时期简单来讲就是现阶段的改革完成之后的时期，军工资产证券化率已经达到了相当高的水平，大部分优质资产已经进入了上市公司的阶段。这个时期上市公司自身的业绩情况的好坏和行业的基本面情况会成为行业的投资主线，但事件性题材将会继续对板块形成刺激。而由于世界安全环境前景的不确定性，反恐形势恶化、地区冲突、高科技条件下的局部战争爆发的风险增加，如果这些事情发生，那么板块将会受到很大的影响。

现阶段军工行业基本面基础扎实

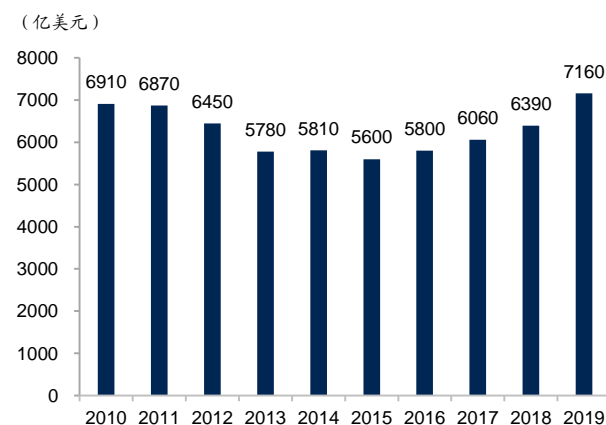
我国的军费将维持长期增长的趋势，这是我国经济发展的客观需求。自 2018 年以来中国军费总量首次达到 1.1 万亿人民币，2019 年继续保持了 7.5% 左右的增长，为整个军工行业的基本面提供了坚实的保证。

图 5：中国军费增长走势（2010-2019）



资料来源：财政部、新华社、国信证券经济研究所整理

图 6：美国军费增长走势（2010-2019 财年）



资料来源：美国国防部、国信证券经济研究所整理

经历了 2017 年的军队编制体制改革，在军改期间，除少数重大总装产品外的多数产品的采购受到了巨大影响，导致企业在此期间业绩下滑。随着军委装备发展部的正式开始运行，行业订单执行情况开始恢复。这就造成了在整个十三五期间，由于军改的影响，为了完成全军的装备计划，2019 和 2020 两年除了要完成当年的订单外，还要完成军改期间受到影响而未执行的订单。因此行业基本面基础是十分坚实的。

定价机制改革有利于提升产业链下游企业的业绩水平

去年开始的军品定价机制改革和军品采购目录调整对于行业业绩分布的影响是十分深远的。

军品定价机制改革的根本目的是驱动行业利润向有核心技术的企业流动，以激发这些企业的创新动力。在旧有定价机制下，总装类产品和一级一类配套产品的净利率水平受到成本加成定价体制的束缚，而总装类产品的技术水平、测试水平、制造难度均处于产业链顶端，这样的体制使得总装类企业为了保证自己的实际净利率水平，不得不尽可能的提升内部配套率，将业绩尽可能的体现在产业链上游，这就造成一些产业链上游的低技术产品享受了较高的净利率水平。旧有体制束缚了总装企业的创新动力，降低了产业链的总体效率。

新的军品定价机制下，总装企业获得了对于部分上游配套产品的定价权，并且取消了 5% 的净利率限制，改为一定的净利率加上激励净利率的定价方式。也就是说，在生产周期内，如果总装企业通过提高生产效率等手段实现了成本的降低所导致的净利率提升，那么在该采购周期里，这部分利润将有一定的比例作为激励业绩留给总装企业。从这个长期趋势上看，定价机制改革将有利于提升总装企业及重大分系统企业的业绩水平。

军品采购目录内产品继续保持高净利率水平

对于部分在旧有定价机制下享受了高毛利率的配套企业来说，在新定价机制下企业的产品技术及稀缺性将成为保证企业净利率的主要因素。尤其是 2018 年军工行业进行了军品采购目录的调整，被调出目录的产品将要缴纳增值税，表面上看这些产品仅是不享受军品免税待遇。但实则不然，真正对这类产品产生了较大的影响的是目录内外产品的不同竞标机制。

在军品采购目录内的产品在进行竞标时，只能有持证企业参与竞标，由于持证企业数量较少，因此该类产品的净利率水平容易受到保证。但是对于目录外产品来说，产品招标是面向全社会的企业进行招标的，不要求只有持证企业才能参与竞标。因此，目录外产品的竞标企业数量多，这就导致在竞标阶段的竞争就十分激烈，以至于难免发生价格战。因此，真正影响目录外产品净利率的是竞标机制。

因此，在经历了军品定价机制改革和军品采购目录调整后，要特别关注企业受到这两项改革的影响的程度和方向。我们认为，总装类企业及分系统总体类企业是这两项改革的最大受益方，有核心技术的配套企业也将极大受益。

表 3: 武器装备科研生产许可目录改革前后对比

项目	内容
2015 年新版武器装备科研生产许可目录	核武器与军用动力、军用航空器等 11 大类，共 755 项，与 2005 年版许可目录相比减少约 2/3
生产许可目录内的竞标机制	只有持证企业能参与竞标，该类产品的净利率水平容易受到保证
生产许可目录外的竞标机制	产品招标面向全社会的企业，目录外产品的竞标企业数量多，竞标阶段竞争十分激烈，难免发生价格战

资料来源：国防科工局、新华社、国信证券经济研究所整理

均衡生产背景下预收款情况可以反映企业订单状况

自从 2018 年年底以来，军方高层在全军工系统大力推行均衡生产，这对于军方预付款到账时间和行业内企业产品交付周期的影响较大。在推行均衡生产前，军工的总装产品交付呈现出极强的三、四季度集中交付的特点。而上游企业的现金流状况又受到军方给总装企业的付款周期的影响，因此企业的上半年的各项财务指标均不是很好看，有的时候也对企业的正常经营造成了影响。因此在这个时期，很多军工企业的上半年的财务报表并不能真实反映企业的生产经营状况。

军方及军工系统推行均衡生产以来，军方的付款周期有所提前，各企业得到回

款的进度也比之前有大幅提前，因此相关上市公司的各期财务报表的参考意义则变得重要了起来。对于已经发布的 2019 年的一季度报表，我们建议关注企业的预收账款项目，因为由于军方对于均衡生产的推行，企业的预收账款情况可以在一定程度上反应企业全年的订单情况。尤其是在行业总订单量上行，定价机制改革和军品采购目录调整已经结束之时，企业的财务状况可以真实反映其在本行业的竞争力。

关于行业的企业存货一项，需要注意的是，在过去三年里，由于相关改革的影响，军方采购及接装机构的调整，导致有的企业的存货出现增加。对于存货何时可以为企业贡献利润，则需要对行业的改革进度有清晰的把握。我们认为，在未来的一段时间内，企业的存货项目短期内会呈现出增速下滑或者负增长的情况，这是因为随着军方采购部门的各机构开始理顺，企业的存货交付进度加快。

表 4: 军工板块上市公司 2019 年 1 季度财务状况 (国信军工组分类, 亿元, %)

公司名称	代码	营业收入	同比	归母净利润	同比	存货	同比	预收账款	同比	应收账款	同比	经营性现金流量净额	同比
内蒙一机	600967.SH	16.74	9.03	1.37	126.96	22.10	13.37	70.22	33.94	8.08	-35.38	8.33	-31.2
中航沈飞	600760.SH	50.85	191.27	1.98	989.37	85.40	3.18	75.93	-29.54	27.75	40.75	1.81	196.6
中航飞机	000768.SZ	63.75	21.42	0.39	46.13	147.04	-8.53	10.42	57.10	154.1	39.44	-30.82	-463
中直股份	600038.SH	23.87	11.50	0.79	11.50	137.92	7.86	0.00	-100.00	12.19	-30.02	1.01	135.4
洪都航空	600316.SH	2.80	13.68	-0.45	-142.53	37.95	3.61	0.36	-71.13	2.74	-73.21	2.89	1,006
贵航股份	600523.SH	5.19	-22.75	0.06	-49.81	4.92	-9.39	0.10	3.99	6.47	-29.34	0.09	2,622
中国重工	601989.SH	60.65	-0.82	5.29	92.90	277.39	-39.13	116.7	-26.16	98.08	0.79	-32.08	-1531
中国船舶	600150.SH	46.08	55.45	0.04	-94.83	68.91	-14.71	14.37	5.47	16.11	12.81	2.01	100.85
中船防务	600685.SH	24.95	-18.96	-2.09	-522.00	51.48	-50.79	0.00	-100.00	26.35	56.75	-28.95	-57.27
中兵红箭	000519.SZ	10.52	15.23	0.72	-14.48	17.20	9.27	2.63	-13.23	6.25	-2.97	0.56	-78.61
长城军工	601606.SH	1.35	6.41	-0.40	-7.47	6.05	-	0.23	-	6.93	-	-0.98	2.26
国睿科技	600562.SH	2.06	17.69	0.17	-1.55	11.29	3.63	2.00	114.06	5.37	1.42	-0.78	31.32
四创电子	600990.SH	2.99	2.12	-0.58	1.98	15.01	18.24	2.88	44.52	16.90	25.41	-5.32	9.55
天和防务	300397.SZ	1.65	358.46	0.22	272.25	2.02	0.97	0.08	14.32	2.44	2.26	-0.11	73.60
四川九洲	000801.SZ	6.72	-6.14	0.07	70.08	7.29	-13.48	0.62	-31.84	28.12	24.74	-2.19	-376.46
中国卫星	600118.SH	13.31	4.45	0.65	8.35	14.31	-4.17	3.22	-26.78	36.06	15.83	-3.71	-113.37
光电股份	600184.SH	2.16	-60.19	0.04	28.17	5.12	-14.40	0.18	-91.63	6.39	18.02	-1.44	-170.99
高德红外	002414.SZ	1.77	19.33	0.06	262.36	8.53	2.23	0.66	-15.67	5.11	-40.42	2.12	327.04
雷科防务	002413.SZ	1.73	35.60	0.15	-44.73	4.57	7.67	0.47	-15.69	8.04	22.34	-1.47	-146.41
久之洋	300516.SZ	1.06	22.75	0.10	5.79	3.53	4.57	0.08	645.69	1.31	1.41	-0.70	-1,750
奥普光电	002338.SZ	0.80	-1.77	0.09	1.34	2.59	2.38	0.06	-36.25	1.65	-0.16	-0.33	-30.66
大立科技	002214.SZ	0.70	32.50	0.12	470.46	4.18	9.48	0.05	24.97	4.00	5.04	-0.33	-973.85
航天动力	600343.SH	3.54	10.10	0.03	1.56	10.50	12.20	2.88	61.29	8.63	-5.97	-1.07	52.84
航发动力	600893.SH	33.40	20.36	0.04	106.77	170.15	15.52	18.89	16.83	84.06	14.81	-7.86	52.74
航发科技	600391.SH	4.85	26.11	-0.23	-99.36	27.98	12.09	0.22	-51.60	7.32	4.67	0.11	-65.57
中国动力	600482.SH	70.30	24.70	1.78	0.65	84.86	30.69	24.07	-0.44	152.8	82.18	-7.38	-759.59
湘电股份	600416.SH	15.08	54.88	-1.32	27.69	25.81	-17.78	8.99	84.04	59.33	-19.00	-2.29	57.70
航发控制	000738.SZ	6.14	11.51	0.67	15.70	10.30	19.27	0.89	120.90	12.72	14.08	-0.85	72.89
海特高新	002023.SZ	1.50	44.97	0.39	9.80	3.63	4.07	0.16	102.75	6.03	13.24	0.26	-22.23
卫士通	002268.SZ	1.65	14.35	-0.79	7.55	3.50	33.27	0.86	21.78	16.80	5.84	-4.61	-24.17
烽火电子	000561.SZ	1.73	-2.28	-0.18	6.22	7.57	15.72	0.59	93.18	7.26	12.05	-0.96	-98.48
天银机电	300342.SZ	2.24	19.23	0.44	5.11	2.46	31.58	0.45	211.57	3.83	13.49	-0.17	-52.97
欧比特	300053.SZ	1.86	6.42	0.23	2.15	2.81	0.63	1.76	13.05	6.54	17.91	-1.51	-364.79
华讯方舟	000687.SZ	3.17	-16.09	-0.21	-218.21	2.77	0.69	0.41	-11.84	14.29	61.67	0.08	105.15
川大智胜	002253.SZ	0.43	12.14	0.04	-41.92	1.56	25.91	0.34	67.86	1.46	10.02	-0.08	-65.95
航天电子	600879.SH	26.94	0.68	0.86	-13.65	83.77	18.09	12.81	40.78	68.98	-8.76	-6.02	18.60
杰赛科技	002544.SZ	11.09	13.31	0.26	-22.85	10.82	-10.32	3.32	31.39	33.06	37.23	-6.89	-11.33
航天发展	000547.SZ	7.54	43.90	1.03	41.58	7.81	37.16	1.01	103.36	18.92	49.36	-3.38	18.85
海格通信	002465.SZ	7.55	-1.00	0.31	16.45	17.66	-11.17	4.87	8.22	23.88	7.76	-2.59	-39.91
航天通信	600677.SH	15.77	-43.12	1.24	1,055.0	17.12	-38.34	3.71	-70.18	80.34	52.11	1.17	174.45
中国海防	600764.SH	0.58	14.14	0.11	278.40	1.54	22.37	0.02	-37.47	4.15	53.59	0.07	113.52
振芯科技	300101.SZ	1.01	-1.87	0.03	-86.82	2.28	4.00	0.17	2.23	3.29	13.34	-0.36	-144.56
华力创通	300045.SZ	1.56	96.62	0.10	214.43	1.99	7.78	0.26	-36.38	9.68	41.38	-0.81	-586.76

北方股份	600262.SH	1.60	-40.24	0.09	-57.00	7.68	62.65	0.26	-69.93	3.28	-28.85	-1.49	-2.98
银河电子	002519.SZ	2.95	-14.28	0.35	-12.73	4.60	-13.28	0.26	-45.09	7.14	-21.02	-0.10	75.17
瑞特股份	300600.SZ	0.96	7.61	0.14	-42.44	2.02	14.87	0.07	-68.17	3.28	47.44	-0.33	4.48
泰豪科技	600590.SH	12.36	23.43	0.55	21.85	8.93	-22.14	2.20	20.17	41.82	30.26	10.27	545.81
航天机电	600151.SH	13.87	-3.85	-1.03	23.39	8.98	-39.84	1.32	-47.74	17.80	-34.53	-1.38	68.28
中航电子	600372.SH	12.63	39.91	-0.37	37.12	40.96	7.60	0.00	-100.00	70.61	15.99	-1.76	35.98
航新科技	300424.SZ	2.33	207.24	0.00	-84.73	3.86	43.64	0.31	485.50	4.81	71.52	-0.22	-2,253
长鹰信质	002664.SZ	6.00	-3.48	0.56	-2.23	3.47	-11.91	0.04	-20.41	6.01	-1.49	0.40	125.97
晨曦航空	300581.SZ	0.24	37.51	0.03	349.12	1.91	14.59	0.11	-41.99	1.60	19.51	-0.14	-90.96
中航电测	300114.SZ	3.21	5.28	0.31	32.15	2.90	-4.67	1.14	-30.94	5.56	28.95	-0.13	80.37
耐威科技	300456.SZ	1.33	-5.44	0.12	99.67	1.89	53.53	1.37	130.31	3.99	4.57	0.57	214.35
北方导航	600435.SH	1.58	-11.75	-0.04	65.22	7.03	9.78	1.67	543.68	6.88	-23.05	-0.68	-397.99
光威复材	300699.SZ	4.35	60.35	1.58	82.88	1.98	16.40	0.12	8.89	11.12	39.26	1.05	715.11
*ST 抚钢	600399.SH	15.81	1.47	0.50	329.73	14.72	10.42	2.07	121.84	8.54	31.27	-0.45	66.71
钢研高纳	300034.SZ	2.99	85.21	0.32	54.76	5.17	36.34	0.45	15.80	6.16	119.73	-0.35	-4.09
炼石航空	000697.SZ	5.41	59.07	-0.31	-21.14	2.71	58.17	0.13	51.47	4.46	27.86	-1.12	-326.40
西部材料	002149.SZ	3.22	17.05	0.01	39.05	9.43	18.89	0.93	17.76	7.14	23.64	-0.60	-222.51
宝胜股份	600973.SH	70.39	6.97	0.41	25.16	18.33	-15.65	3.89	-23.00	50.29	-6.22	6.71	177.42
泰和新材	002254.SZ	6.56	49.86	0.41	14.75	4.38	23.99	0.28	3.48	2.01	-0.49	0.46	-17.75
火炬电子	603678.SH	4.64	23.53	0.72	31.13	6.03	53.50	0.01	-51.38	8.30	10.07	0.84	250.17
台海核电	002366.SZ	3.52	-24.34	1.03	-44.18	24.11	-10.34	1.50	-12.57	12.59	54.50	0.39	163.57
菲利华	300395.SZ	1.75	32.14	0.28	32.21	1.43	50.09	0.02	-44.21	1.81	31.97	0.42	103.01
中航高科	600862.SH	6.83	-3.56	1.14	134.57	30.21	82.46	6.22	10.53	11.28	14.60	-0.76	-2,550
新研股份	300159.SZ	0.86	-56.09	-0.50	-199.79	6.68	17.83	0.41	-61.59	20.37	38.83	-0.64	29.04
中航机电	002013.SZ	24.63	2.29	0.58	23.55	43.24	8.56	2.16	35.69	73.96	53.13	-4.11	16.74
中船科技	600072.SH	5.24	-9.70	0.86	672.99	10.13	-21.16	1.92	-56.36	11.38	15.32	-4.73	-35.19
银邦股份	300337.SZ	4.04	-14.95	-0.33	-411.10	5.79	-6.65	0.35	172.28	4.11	6.33	-0.31	-40.55
中航三鑫	002163.SZ	8.92	-17.59	-0.34	-326.89	9.23	-4.07	1.42	7.39	7.24	-8.91	0.36	229.15
爱乐达	300696.SZ	0.35	85.16	0.24	162.94	0.88	37.42	0.00	-	0.86	-7.93	0.11	193.42
鹏起科技	600614.SH	4.08	-16.44	-0.19	-125.87	14.14	-35.92	1.12	33.95	5.43	81.30	-1.08	49.42
航天长峰	600855.SH	2.54	57.84	-0.27	-14.73	2.53	16.72	3.02	112.47	8.03	51.10	-2.55	-24.82
航天晨光	600501.SH	3.91	-9.58	-0.11	-772.89	7.77	1.93	3.08	22.88	12.71	2.62	-3.53	9.11
振华科技	000733.SZ	11.59	-21.72	1.06	24.08	16.18	44.78	2.03	352.42	22.90	11.43	-1.92	18.64
亚光科技	300123.SZ	2.87	33.75	0.40	114.50	7.71	14.56	1.66	83.17	0.00	-100.00	-0.38	74.20
中航光电	002179.SZ	21.56	45.95	2.33	39.14	19.74	19.15	0.00	-100.00	45.57	33.76	-0.18	93.64
航天电器	002025.SZ	6.72	39.45	0.78	20.01	4.99	25.31	0.22	80.70	18.89	25.52	-2.76	-72.11
旋极信息	300324.SZ	6.84	-10.53	0.86	-38.39	8.37	24.26	4.64	-10.13	11.66	20.87	-2.38	20.25
航天彩虹	002389.SZ	5.41	19.65	0.06	-55.71	4.54	1.74	0.14	-20.79	17.31	53.09	-2.74	-353.46
航天科技	000901.SZ	13.56	-1.61	-0.08	18.94	11.17	5.86	1.21	-20.51	11.55	0.41	-0.47	39.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

军工行业改革及资产证券化速度开始加快

从军工板块投资的三个时期来看,在现阶段,改革和资产证券化是军工行业在这个阶段的逻辑。在过去的几年里,决策层对于军工行业提出了多项改革要求,从加快军工资产证券化到推行国有企业的激励机制,从两机专项到院所改制,从推进军品采购体系建设到定价机制改革。这些目标中的每一项的每一步推进均对行业自身均会产生深远的影响。这些题材的存在也是资本市场愿意给军工行业较高的市盈率的主要原因。

表 5: 2015 年以来提出的军工行业的改革政策

时间	改革政策
2015 年 8 月	中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，这是新时期指导和推进中国国企改革的纲领性文件
2015 年 9 月	国务院印发《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中，在部分军工领域中，分类逐步放宽市场准入，建立竞争性采购体制机制，支持非国有企业参与武器装备科研生产、维修服务和竞争性采购
2016 年 1 月	为贯彻落实党中央、习主席的战略部署和决策指示，扎实推进深化国防和军队改革提出的指导性意见，提出《中央军委关于深化国防和军队改革的意见》
2016 年 11 月	工信部部长苗圩在全国工业和信息化创新大会上介绍，“十三五”期间，我国将以组织实施重大科技专项为抓手，持续推进高端装备制造业的发展，全面启动实施航空发动机和燃气轮机重大专项
2016 年 12 月	中央经济工作会议强调“混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按完善公司治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在军工等领域迈出实质性步伐”
2017 年 5 月	财政部印发《关于从事生产经营活动事业单位改革中国有资产管理的若干规定》，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确产权关系的基础上，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	国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作推进会。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
2017 年 8 月	科技部、军委科技委联合印发《“十三五”科技军民融合发展专项规划》，部署“十三五”期间推进科技军民融合发展有关工作
2017 年 12 月	国务院办公厅印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，积极稳妥推动军工企业混合所有制改革，鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资产注入上市公司，建立军工独立董事制度，探索建立国家特殊管理制度
2018 年 1 月	国家发改委、国资委、科技部等七部门联合发布《关于支持中央单位深入参与所在区域全面创新改革试验的通知》，提出要大力推动军民融合创新，积极推进军工企业股份制改造和混合所有制改革
2018 年 1 月	经国务院国资委批复同意，中国航空工业集团完成了公司制改制。这也是十二大军工集团中最后一波公布完成改制的集团，标志着十二大军工集团全部成为公司制体制
2018 年 3 月	十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议在北京召开，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。会议强调，国家军民融合创新示范区是推动军民融合深度发展的“试验田”
2018 年 5 月	国防科工局等 8 部门联合批复首家生产经营类军工科研院所转制为企业，中国兵器装备集团自动化研究所成为本次军工科研院所分类改革获得批复的第一家转制为企业的单位
对于定价机制改革的预期	军品定价议价规则等价格改革是解决当前成本加成定价体制下军工企业盈利能力过低，提高收益率的关键环节，装备采购体制改革将会促进军工采购更加公开、透明和规范化，有利于合理分配军工行业的利润，让有核心技术的企业享受军品高毛利率，降低可以社会化采购的产品军方采购成本

资料来源：国务院、财政部、国防科工局、国信证券经济研究所整理

这些改革措施的落地速度是低于市场的预期的，这也是为什么现在二级市场对于这些题材的期待程度大幅减少的原因。但是不可否认的是，这些题材虽然兑现的很慢，但是这些逻辑永远都不会破，改革的大方向也是坚定不移的。我们认为，越是临近 2020 年，就越要关注这些改革的落地情况，而且现在板块的标的估值水平普遍偏低，一旦市场情绪回暖或者改革题材落地，改革类标的可能表现出较大的弹性。

今年上半年军工企业的改革依然在稳步推进，尤其是在核心资产进入上市公司的层面，上海江南造船厂进入中国船舶上市公司及洪都航空置换进入导弹资产证明了军工行业对于落实改革政策的决心。临近十三五末期，各个军工集团为完成改革要求，各项改革推进有望加速。

表 6: 2019 年上半年的军工板块并购重组情况

上市公司	时间	交易方案名称	标的资产	交易方案	标的资产评估价值 (万元)	交易价格 (万元)	支付方式	发行价 (发行股份方式)	现金支付 (万元)
中航高科	2019/5/30	拟挂牌转让全资子公司江苏致豪 100% 股权	江苏致豪 100% 股权	公司拟通过北京产权交易所公开挂牌转让所持江苏致豪房地产开发有限公司 100% 股权，挂牌价格不低于具有从事证券、期货业务资格的资产评估机构出具的并经有权之国有资产监督管理机构备案的评估结果。本次交易尚须经公司股东大会审议批准。	107,960.58				
洪都航空	2019/6/1	公司资产置换暨关联交易	洪都航空的零部件制造业务及相关资产、负债	公司拟将零部件制造业务及相关资产负债与江西洪都航空工业集团有限责任公司导弹业务及相关资产负债进行置换	220,846.23	220,846.23	置入资产与置出资产的交易价格差额部分 84,603.78 万元由洪都集团在交割日后的 12		84,603.78

			置入洪都集团的导弹业务及相关资产、部分资产及相应的经营性质负债		136,242.45	136,242.45	个月内向洪都航空以现金补足。	
中国重工	2019/4/5	公司资产置换暨关联交易	青岛轨道100%股权	公司以支付现金的方式收购控股股东中船重工集团持有的中船重工(青岛)轨道交通装备有限公司100%股权	113,376.14	113,376.14	现金支付	113,376.14
中船防务	2019/4/5	公司重大资产置换暨关联交易预案调整	置入与置入资产等值的黄埔文冲股权及广船国际股权 置入中船集团持有的中船动力100%股权 置入中船动力研究院51%股权 置入中船三井15%股权 置入中国船舶资产置换完成后中船集团持有的沪东重机100%股权	本次重组拟将中船集团持有的中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权及中国船舶资产置换完成后中船集团持有的沪东重机100%股权置入上市公司,与上市公司持有的黄埔文冲股权及广船国际股权的等值部分进行资产置换,保留部分为上市公司持有的黄埔文冲少数股权及广船国际少数股权	黄埔文冲100%股权预估值为78.25亿元,广船国际100%股权预估值为104.37亿元 25.92亿元左右 7.72亿元左右 2.60亿元左右 75.00亿元左右			
中国船舶	2019/4/27	公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案(修订稿)	江南造船部分股权 外高桥造船36.27%股权 中船澄西21.46%股权 广船国际100%股权 黄埔文冲100%股权	在江南造船增资、中国船舶资产置换及中船防务资产置换完成后,中国船舶拟向交易对方发行股份购买资产,同时公司拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金	暂未确定(100%股权的预估值为224.38亿元左右) 47.81亿元左右 11.30亿元左右 104.37亿元左右 78.25亿元左右		13.24元/股	
中国动力	2019/1/31	公司发行普通股和可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案(修订稿)	广瀚动力7.79%股权 长海电推8.42%股权 中国船柴47.82%股权 武汉船机44.94%股权 河柴重工28.20%股权 陕柴重工35.29%股权 重齿公司48.44%股权 江苏永瀚少数股权	中国动力拟向中船重工集团、中国重工发行普通股购买其持有的武汉船机、中国船柴、河柴重工少数股权;向中国信达、太平国发、中国华融、国家军民融合产业投资基金、大连防务投资、中银投资发行普通股及可转换公司债券购买其持有的广瀚动力、长海电推、武汉船机、中国船柴、河柴重工、陕柴重工、重齿公司少数股权;向哈尔滨广瀚发行普通股及/或支付现金购买其持有的江苏永瀚的少数股权;非公开发行可转换公司债券募集配套资金不超过15亿元			普通股 普通股 普通股 普通股 普通股及可转换公司债券 普通股及可转换公司债券 普通股及/或支付现金	20.23元/股
中国海防	2019/4/20	公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	海声科技100.00%股权 辽海装备100.00%股权 杰瑞控股100.00%股权 杰瑞电子54.08%股权 青岛杰瑞62.48%股权 中船永志49.00%股权	公司拟分别向中船重工集团、七一五研究所、七一六研究所、七二六研究所、杰瑞集团、中船投资、国风投、泰兴永志发行股份及支付现金购买资产。同时拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金,募集配套资金总额不超过320,125.91万元,未超过本次发行股份购买资产交易价格的100%	325,336.77 67,276.05 133,877.14 132,996.59 13,175.52 2,362.93	325,336.77 67,276.05 133,877.14 132,996.59 13,175.52 2,362.93	发行股份及支付现金 发行股份及支付现金 发行股份及支付现金 发行股份及支付现金 发行股份 发行股份	21.49元/股(待确定)
中船科技	2019/4/9	公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易	海鹰集团100%股权	公司拟分别向中船集团、中船电科发行股份购买其合计持有的海鹰集团100%股权。同时,向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金。	17-21亿元			7.44元/股

易

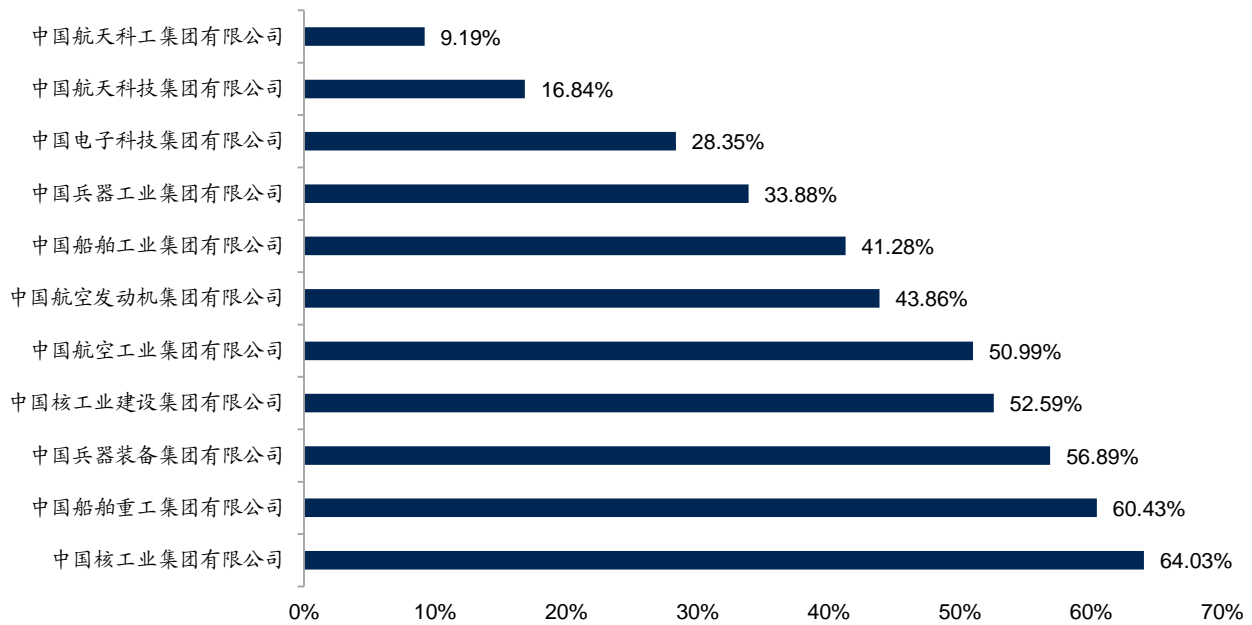
国睿科技	2019/4/30	公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	国睿防务100%股权 国睿信维95%股权	上市公司拟向十四所发行股份购买其持有的国睿防务100%股权,拟向国睿集团、翼潜投资、华夏智讯、张少华、胡华波发行股份及支付现金购买其合计持有的国睿信维95%股权。同时拟采用询价方式向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金,募集资金总额不超过60,000万元,不超过本次拟购买资产交易价格的100%,且发行股份数量不超过本次发行前上市公司股本总额的20%,即12,447.01万股	630,860.95 54,173.24	631,860.95 54,173.24	11.78元/股	3,800.00
四川九洲	2019/4/8	公司控股子公司转让绵阳九洲北斗新时空能源有限公司12%股权	北斗能源公司12%股权	公司控股子公司四川九洲空管科技有限责任公司拟与绵阳安州投资控股集团有限公司签署《股权转让协议》,空管公司将持有的绵阳九洲北斗新时空能源有限公司12%股权通过协议转让方式转让给安投集团	235.50			
雷科防务	2019/1/3	全资子公司拟收购苏州博海创业微系统有限公司14.84%股权	苏州博海14.84%股权	公司全资子公司北京理工雷科电子信息技术有限公司拟以自有资金公开摘牌收购北方电子研究院有限公司持有的苏州博海创业微系统有限公司14.84%股权。标的资产在北京产权交易所的挂牌底价为3,959.312万元				
	2019/2/15	发行可转换债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	西安恒达100%股权 江苏恒达100%股权	公司拟通过向交易对方发行可转换债券、股份及支付现金相结合的方式以62,500万元的对价购买西安恒达及江苏恒达100%股权,同时,上市公司拟向不超过10名特定投资者非公开发行可转换债券及股份募集配套资金不超过39,700万元。本次拟以发行可转换债券支付交易对价28,374.99万元,本次发行的可转换债券按照初始转股价格转股后的股份数量为51,590,890股;拟以发行股份支付交易对价11,375.00万元,直接发行股份的数量为20,681,817股;拟以现金支付交易对价22,750.01万元。本次拟发行可转换债券转股后的股份数量与本次发行股份数量两者合计为72,272,707股。	56,250.00 6,250.00	56,250.00 6,250.00		
奥普光电	2019/6/4	公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	光华微电子100%股权	上市公司向交易对方光机所、长光财兴、风华高科、光机科技、华盈科技、光盈科技、光聚科技及华聚科技发行股份及支付现金,购买其合计持有的光华微电子100%股权,并向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过16,000万元。	39,100.00	39,100.00	12.19元/股	11,730.00
航天动力	2019/4/30	公司发行股份及支付现金购	江苏瑞铁轨道交通装备股份有限公司71.43%的股权	公司发行股份及支付现金购买文生等股东持有的瑞铁股份4000万股股份,占瑞铁股份总股份数的71.43%	2.93-3.14亿元		8.21元/股	

买资产

航发动力	2019/3/29	子公司 精铸公司 股东 减资退 出暨关 联交易		精铸公司股东中国航空发动机集团有限公司拟通过减资方式退出精铸公司。本次减资完成后,公司及其全资子公司合计持有精铸公司100%的股权,精铸公司将成为公司全资子公司			
航天发展	2019/1/16	公司发 行股份 购买资 产并募 集配套 资金暨 关联交 易	锐安科技43.34%股权 壹进制100%股权 航天开元100%股权	发行股份购买交易对方合计持有的锐安科技43.34%股权、壹进制100%股权和航天开元100%股权;同时,包括航天科工在内的10名投资者非公开发行股份募集配套资金	95,363.41 27,024.23 22,621.82	95,354.60 27,000.00 22,621.82	10.69 元/ 股
航天长峰	2019/5/30	公司发 行股份 购买资 产暨关 联交易	航天朝阳电源100.00%股 权	公司拟向交易对方非公开发行股份购买其持有的航天朝阳电源100.00%的股权		96,000.00	11.02 元/ 股

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 各军工集团的资产证券化率 (以净资产为统计口径)



资料来源: Wind、各军工集团2018年Q3季度报表、国信证券经济研究所整理

国际局势动荡加剧，关注武器装备外贸

叙利亚内战打到现在，虽然巴沙尔政权在俄罗斯的帮助下取得了重大胜利，反对派武装只能盘踞在叙利亚北部的部分地区。但是叙利亚战争是中东局势的分界点，叙利亚内战后中东地区的各势力由于矛盾的激化而将逐步走向对抗。而东边的印巴边境自从 2019 年 2 月底的空战后，双方的边境局势出现了进一步的紧张。到 2020 年以后，可能世界上的多个传统热点地区的地区对抗将大幅增加，战争与冲突可能取代和平与发展而成为这些地区的主题，而我国在这些地区的友好国家，目前已经对于高新技术武器装备产生了极大的兴趣与需求以应对在不远的将来的地缘政治的不确定性，以捍卫本国的诸多地区利益。中国军工系统经过几十年的发展，武器装备的性能与可靠性均处于国际市场同类装备前列，是很多客户国家的最优选择。

中东地区冲突加剧，相关国家备战加速

近年来，随着美军撤出伊拉克，中东地区的局势动荡加剧，已经持续近十年的叙利亚内战依然没有打完，而中东地区则已经呈现出了地区强国开始争夺地区霸权和控制权的态势。目前来看，中东国家根据信仰伊斯兰教派的不同，可以分为两个大的阵营，一个是以沙特阿拉伯为代表的逊尼派穆斯林阵营，一个是以伊朗为首的什叶派穆斯林阵营，这两个阵营又因为自身对于东西方国家的政治立场的不同而成为了东西方冲突的排头兵。总体来看逊尼派阵营是亲西方的，什叶派阵营则亲东方。美军撤出中东以后，中东的各个势力的角逐便越发激烈。短期内来看，以伊朗为后盾的也门胡赛武装与沙特阿拉伯等国的冲突又可能长期持续下去，而以俄罗斯为后盾的叙利亚巴沙尔政权清缴残留在叙利亚北方的反对派势力的行动也将持续很长时间。现在中东各国对于本地区安全形势的担心已经促使他们为未来有可能出现的地区大规模冲突乃至局部战争做相应的准备，这使得他们成为各国武器装备制造企业竞相追逐的对象。

表 7: 历次中东地区战争年表

时间	名称	参战方	各方人员与兵力	参战装备情况	结果和装备损失
1948-1949	第一次中东战争 (巴勒斯坦战争)	阿拉伯国家联盟军队	埃及 7000 人，外约旦“阿拉伯军团” 7500 人，叙利亚 5000 人，伊拉克 1 万人，黎巴嫩 2000 人，“阿拉伯解放军”和“阿拉伯拯救军” 1 万余人，合计 4 万余人	空军装备有各类飞机 131 架，舰船 12 艘，坦克装甲车 240 辆，各种野战炮 140 门	战败。阿拉伯国家军队死亡 1.5 万人
		以色列	3.4 万人 (后增至 9 万人)	各类飞机 33 架，舰船 3 艘，几乎没有大炮、装甲车 (后增至 100 多架飞机和 16 艘舰船)	获胜。以色列军队死亡约 6000 人
1956-1957	第二次中东战争 (苏伊士运河战争)	英、法、以色列	以军 10 万人	英法联军出动各型舰艇 100 余艘 (含航空母舰和巡洋舰 10 余艘)、200 余架飞机; 以军有坦克 400 辆、火炮 150 门、作战飞机 155 架	接受联合国停火决议，撤出埃及。英法伤亡 300-400 人，损失飞机 50 余架; 以色列伤亡约 1000 人
		埃及	约 15 万人	坦克 530 辆、火炮 500 门、作战飞机 255 架，但仅 100 余架能完成作战任务	死亡 1000 多人，伤 2 万多人，损失飞机 200 架。五大城市遭到严重破坏，1.2 万幢住宅毁于战火
1967	第三次中东战争 (六日战争)	以色列	25 万人	1000 辆坦克、1500 辆武装车辆、290 架飞机	获胜。以色列占领了加沙地带和埃及的西奈半岛，约旦河西岸，耶路撒冷旧城和叙利亚的戈兰高地共 6.5 万平方公里的土地。阵亡 680 人，伤 2600 人。损失 40 架战飞机、400 辆坦克
		埃及、叙利亚、约旦和伊拉克	33 万人	2300 辆坦克、1800 辆武装车辆、951 架飞机	战败。阵亡 4300 人，伤 6100 人，被俘 7500 人。损失 440 多架飞机、960 多辆坦克

1973	第四次中东战争 (赎罪日战争)	以色列	常备军 11.5 万人、预备役 20 余万人	坦克 1700 辆, 作战飞机 360 架和“霍克”防空导弹发射架 75 部, 海军舰艇约 40 艘	埃及在联合国安理会的调解下决议停战。埃、叙同以分别于次年 1 月和 5 月签署第 1 阶段脱离军事接触协议。埃控制了运河东岸纵深约 10 公里的狭长地带。双方飞机损失约 60%, 舰艇损失 80% 以上, 大部被毁坦克均为各种导弹所击毁
		埃及、叙利亚	埃军兵力约 32 万人、叙军兵力约 15 万人	埃军坦克 2000 辆、作战飞机约 600 架、另有大量防空导弹、反坦克导弹、以及海军舰艇约 100 艘; 叙军坦克约 1300 辆、作战飞机 280 架、另有大量防空导弹、反坦克导弹、以及海军舰艇约 30 艘	
1982	第五次中东战争 (黎巴嫩战争)	以色列	10 万余人	坦克 1500 辆, 装甲车 1500 辆, 飞机 400 架, 舰船 20 余艘	以色列军队伤亡 2000 余人, 损失坦克 140 台, 武装车辆 135 辆, 飞机 10 余架
		黎巴嫩、巴勒斯坦解放组织、叙利亚	巴解游击队约 2.5 万人(其中野战部队 6000 人)、黎政府军共 23700 多人、叙利亚军队 46000 人	巴解有坦克 300 辆, 装甲车 300 辆及各种火炮 1100 门; 黎政府军有装甲车辆 200 余辆、火炮 230 门; 叙军有坦克 900 辆, 装甲车 600 辆, 飞机 350 架	
1980-1988	两伊战争(第一次波斯湾战争)	伊朗	305,000 名正规军士兵	900 辆坦克、470 架战机	伤亡被俘 108 万人, 损失作战飞机 150 架, 坦克 1500 辆, 火炮 1200 门, 舰艇 16 艘
		伊拉克	190,000 名士兵	2,200 辆坦克、450 多架战机	
1990-1991	海湾战争	科威特、美国、英国、沙特阿拉伯、埃及、卡塔尔、法国、加拿大、意大利、澳大利亚、韩国、阿联酋	66 万人	坦克 3700 辆, 其中美国 2000 辆; 装甲车 5600 辆; 作战飞机 1740 架, 包括了美国 F-117A 隐形战斗机 59 架, B-52 轰炸机 40 架; 战舰 247 艘, 航空母舰 9 艘	以美国为首联军胜利, 伊拉克从科威特撤军。阵亡 340 人, 负伤 697 人, 13 人被俘。美军损失飞机 56 架(多国部队共 68 架)、坦克 35 辆、舰艇 2 艘
		伊拉克	54 万人	坦克 4280 辆、火炮 2800 门、装甲输送车 2800 辆	
2003-2011	伊拉克战争	美国、英国	24 万人	-	4700 人死亡, 50000 人受伤或者生病; 耗军费 7630 亿美元
		伊拉克	萨达姆政府军队 45 万人, 预备役 65 万人	-	
2006	第二次黎巴嫩战争	黎巴嫩真主党	-	-	1087 人死亡, 3568 人受伤
		以色列	-	-	
2011 至今	叙利亚内战	叙利亚政府军(民兵、伊朗、黎巴嫩真主党的武装支持、俄罗斯空军支援)	总兵源 26 万人左右, 陆军 18-20 万人, 空军 5-6 万人, 海军 2-3 千人	剩余 1000 枚导弹, 1000 辆左右各种装甲坦克可用于作战, 1200 门左右火炮。原有各种固定机翼飞机 450 架和 150 余架军用直升机, 现有固定翼各型战斗机 150 架左右和各型号武装直升机 80 架左右。R 级水面小型导弹舰艇 2 艘, 其他舰艇 70 艘左右	叙利亚有 46.5 万人丧生, 四分之三的叙利亚人(约 1350 万)需要人道主义援助, 600 万叙利亚人出逃沦为难民, 引发欧洲难民危机
		叙利亚反对派(英美支持)	-	-	

资料来源: 新华社、维基百科、国信证券经济研究所整理

中东地区的冲突的特点向来以高烈度、高强度、较高技术水平为特点, 中东很多国家有购买我国武器装备的历史, 比如沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克等国。

从武器装备外贸对象的购买力和政治倾向来分析, 沙特阿拉伯在政治上较为亲美, 其购买我国的武器装备主要以 PLZ-45 型自行火炮为代表的地面装备为主,

而其战斗机、坦克等攻击性装备则多为美国产品，大规模购买我国主战武器装备的可能性不大。

伊朗是中东地区的传统地区强国，其在政治上与美国等西方国家可以说是到了水火不容的境地，绝不会采购美国的武器装备。而自从 20 世纪 90 代，伊朗核问题爆发而受到国际社会的武器禁运制裁之后，其全军武器装备已经有近 30 年没有更新，相比于他们的潜在敌人（沙特阿拉伯、以色列等），其常规武器装备总体水平已经落后了 1-2 代。根据联合国的决议，伊朗武器禁运将于 2020 年 10 月解禁，如果该决议执行进展顺利，那么伊朗将有约为 1000 辆的坦克换装需求及 500 架以上（虽然目前伊朗空军现役战斗机总数约为 303 架，但是这是长期受到国际社会制裁而得不到新装备的结果，如果可以向国际社会采购，伊朗空军战斗机航空兵部队的扩编是必然的）的战斗机换装需求，而对于无人机、无人作战机器人等其他新兴的武器装备，伊朗也有极大需求。

如果伊朗武器禁运顺利解禁，其将是中东地区乃至世界上最大的高科技武器装备换装市场，而其需求主要以第三代主战坦克和第三代乃至第四代战斗机为主。而伊朗的武器装备采购来源只有我国和俄罗斯，我国的武器装备技术水平已经超越俄罗斯，从技术上的优势在国际市场上将转化为市场竞争力。

表 8：伊朗现役坦克型号

型号	数量	生产厂家	原产国	战后划代
佐勒菲卡尔	150	—	伊朗	第三代
T-72Z（两伊战争中，缴获伊拉克 T-55、59 式系列的伊朗改进型，区别于俄罗斯 T-72 系列）	480	乌拉尔车辆厂、内蒙一机	前苏联、中国	第一代
M-60A1	150	克莱斯勒特拉华工厂	美国	第二代
T-62	75	乌拉尔车辆厂	前苏联	第一代
酋长 MK3/MK5	100	阿尔维特·维克斯公司	英国	第一代
T-54/55、59 式	540	乌拉尔车辆厂、内蒙一机	前苏联、中国	第一代
M-47/48	168	克莱斯勒特拉华工厂	美国	第一代
蝎式	80	阿尔维特·维克斯公司	英国	—

注：伊朗于 20 世纪 90 年代从俄罗斯和波兰引进了近 200 辆 T-72 坦克，后期引进了该坦克的生产线，但由于伊朗核问题受到国际社会制裁，生产线是否能正常运作不得而知，购买的 T-72 系列主战坦克由于缺乏备件，如今装备完好率无法统计，因此此表未列出

资料来源：Military balance2017、国信证券经济研究所整理

表 9：伊朗现役战斗机存量

型号	生产国	数量
F-5B	美国	20
F-5E/F	美国	55+
F-7M	中国	24
F-14	美国	43
Mig-29 A/U/UB	俄罗斯	36
Azaraksh	伊朗	6
F-4 D/E	美国	64
Mirage F-1E	法国	10
Saegheh	伊朗	6
Su-24MK	俄罗斯	29
Su-25K	俄罗斯	7
Su-25UBK	俄罗斯	3
P-3MP	美国	5
RF-4E	美国	6+
合计		314+

资料来源：The Military Balance 2017、国信证券经济研究所整理

印巴边境冲突加剧，巴基斯坦换装需求提升

历史上印巴边境总是伴随着战争与冲突，尤其是印度和巴基斯坦两国对于克什米尔地区的争夺已经导致了数次印巴战争。

巴基斯坦空军在历次印巴战争中对战争的胜利均发挥了决定性的作用，目前由于印度空军开始大规模装备俄制苏-30MKI 重型多用途战斗机，使得巴基斯坦对于第三代战斗机和第四代隐身战斗机的需求逐渐旺盛。在向中国购买了 150 架左右的枭龙战斗机后，其战斗机部队中的 F-7P 等第二代战斗机依然需要替换，剩余换装空间约为 200 架左右。

表 10: 巴基斯坦现役战斗机存量

型号	生产国	数量
F-7PG	中国	48
F-7P	中国	60
F-16A	美国	33
F-16B	美国	25
FT-7	中国	21
FT-7PG	中国	6
Mirage IIIB	法国	2
F-16C	美国	12
F-16D	美国	6
JF-17 (FC-1 Block 1)	中国	49
JF-17 (FC-1 Block 2)	中国	20
Mirage IIID	法国	7
Mirage IIIE	法国	63
Mirage 5 (5PA) /5PA2	法国	39
Mirage 5D	法国	2
Mirage 5PA3	法国	10
合计		403

资料来源：The Military Balance 2017、国信证券经济研究所整理

而印度陆军在目前阶段依然在大规模换装 T-90S 坦克，现役装备数量为 1057 辆，到 2019 年总采购订单数量已经达到了 2121 辆。而巴基斯坦的坦克部队也急需可以压制 T-90S 坦克的主战装备，而由于巴基斯坦与西方的微妙关系，目前在国际市场上只有我国的 VT-4 型主战坦克可供其选择，而其也有长期使用我国地面武器的传统。预计巴基斯坦坦克换装需求约为 500 辆，其现役的第一代坦克 T-55、59 式、69 式和第二代的 85 式均是急需换装的对象，而其中部分 59 式有可能被轮式突击炮产品所替代。

表 11: 巴基斯坦陆军现役坦克装备情况

型号	数量	生产厂家	原产国	技术水平 (战后划代)
MBT-2000 (哈立德)	385	内蒙一机	中国	第三代
T-80UD	320	哈尔科夫厂	乌克兰	第三代
T-54/T-55	51	乌拉尔车辆厂	前苏联	第一代
59 式	1100	内蒙一机	中国	第一代
69 式	400	内蒙一机	中国	第一代
85 式	275	内蒙一机	中国	第二代

资料来源：The Military Balance 2015、国信证券经济研究所整理

巴基斯坦的武器装备外贸，几乎不存在政治上的障碍，巴基斯坦从需求上来讲是我国第二大的海外客户。

表 12: 历次印巴战争与冲突年表

时间	冲突简述	交战结果
1947-1949	第一次印巴战争，是印巴双方就克什米尔地区的主权问题爆发的大规模战争。新组建不久的印度和巴基斯坦空军都参加了作战	克什米尔丧失了其独立，1948 年的停火线实际上成为克什米尔的分裂线。印度控制了克什米尔地区大约 2/3 的土地与 3/4 的人口。巴基斯坦控制了另外 1/3 的土地与 1/4 人口
1965	印巴双方在库奇兰恩发生小规模的武装冲突（该地区可能蕴藏石油及其矿产资源）	双方在英国首相道格拉斯·霍姆的调停下，签订停火协议。此次冲突加重了两国在领土争端中的矛盾，预示着冲突将发生连锁反应并将进一步升级
1965-1966	第二次印巴战争，是印巴双方关于克什米尔地区分治问题而展开的战争。8 月初，克什米尔游击队和印度军队在印巴停火线附近发生激烈交火。随后，双方展开激烈空战，巴基斯坦地面部队在坦克的配合下，给印度军队以重创	印度败。印巴双方接受联合国调停，于 1965 年 9 月 23 日正式停火。1966 年 1 月，双方签署《塔什干宣言》，一致同意停火撤军，并宣布不使用武力而是通过和平手段解决争端
1971	第三次印巴战争，是印巴双方关于克什米尔地区分治问题而展开的战争。印度利用东巴基斯坦发生动乱的局势，向东巴基斯坦地区发动大规模突然袭击。12 月，战争进一步扩展到西巴基斯坦，战争在东西两个战场展开	双方签署《西姆拉协议》。东巴基斯坦独立，成为孟加拉国。1975 年 10 月，孟加拉国与巴基斯坦正式建交
1988	因核军备竞赛，以及印控克什米尔地区遭到恐袭，印巴关系再度紧张。7 月底至 8 月初，双方在该地区接连发生炮战	国际社会调解和制裁并施。11 月，美国部分解除对印巴的经济制裁
1999	两国于 1999 年在印控克什米尔的卡吉尔地区爆发的边境冲突，是双方自 1988 年以来无数次小型冲突中最为严重的一次。冲突持续了 74 天，两方空军是此次作战的重要力量	印军在空军的支持下，夺回了卡吉尔。整场冲突造成了印度 530 多人阵亡
2013	印军“无缘无故”向实控线附近的巴方军事哨所开火，印发一周内多起严重暴力冲突	多名人员伤亡，双方军队进入戒备状态
2016	印巴两军 11 月 23 日于克什米尔地区印巴实际控制线附近再次发生交火	多名士兵和平民伤亡
2017	印巴双方多次在克什米尔地区印巴实际控制线附近交火	多名士兵和平民伤亡，哨所和建筑物损毁
2018	2 月 15 日，巴基斯坦称印度军队越过印巴实控线蓄意向一辆校车开火。同日，巴基斯坦军队做出反击，摧毁一处印军据点。2 月 25 日，印度军队炮击克什米尔实控线附近的巴基斯坦哨所	多名士兵和平民伤亡，哨所和建筑物损毁
2019	2 月 26 日，印度空军多架战机越过克什米尔巴方实控线，对巴方一侧多处目标营地进行轰炸。几小时后，巴方进行报复，对印方多地进行炮击。27 日，巴基斯坦空军越过克什米尔印方实控线进行轰炸并与印度空军交战	1 架印度空军米格-21bison 被击落，1 名飞行员被俘。印度将德里、孟买等 7 个城市提至“最高警戒”级别

资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

我们认为，总装类企业及核心武器系统配套企业，由于与外军常年的供货关系及其技术水平，在武器装备外贸方面有着市场和渠道的双重优势。获得国家相关部门签发武器装备出口许可证的民参军企业如果可以与军工系统的出口公司进行合作，也将受益于武器装备外贸。

关注总装及核心配套企业

总装类企业和核心配套企业在新的军品定价机制下及新的改革措施不断落地的过程中，毛利率水平及自身活力有望持续提升；军品采购目录调整后，总装及核心配套企业由于自身常年积累的技术优势，其产品依然是采购目录内产品，继续享受军品的竞标及免税待遇；在武器装备外贸领域，由于其产品在国际市场上的竞争力的增强和所提供的高新技术装备的稀缺性，将是外贸市场的最大受益者。因此我们继续推荐关注该类企业。

内蒙一机是我国最重要的坦克装甲车辆生产企业，将持续受益于全军装备换装。虽然 2018 年业绩增长低于市场预期，但其主要原因是受到军代表制度改革等不可抗力因素影响其产品交付。但其 2019 年一季度存货及预收账款相比于 2018 年年末均呈现出 20% 以上增长，说明公司 2018 年的存货及 2019 年的新增订单量均比较可观，随着军代表制度改革影响的结束，公司产品交付趋于正常，积压存货实现交付，公司业绩有可能呈现较大增长。

中航沈飞是 A 股战斗机第一股，是我国战斗机的主要生产企业。随着空军现代化的加速和海军舰载航空兵建设的加速，公司将持续受益。不论是新型多用途战斗机还是舰载战斗机，均可保持较长时间的增长。随着国际市场对于新型隐身战斗机需求的兴起，FC-31 战斗机的外贸前景将更加明朗。

中航机电的主营业务是为我国航空及航空发动机产业进行零配件及分系统级别的配套，其处于整个航空产业链中游，具有承上启下的作用。我国生产的绝大多数战机和发动机均由其进行配套，是最能代表我国航空产业链各个子行业的企业。

航天电器的主营业务是宇航级连接器，主要应用于运载火箭、弹道导弹、巡航导弹等航天产品。数年来，我国的火箭发射次数保持持续增长，火箭军建设不断加速，公司将持续受益。

四创电子自身主营业务是安防产品、雷达电源等，子公司博微长安为军用雷达。其民品业务受到经济周期影响较大，军品业务持续增长。其大股东电子科技集团第 38 所是我国主要的雷达研制单位，随着电科院所改制及资产证券化的不断深入，公司将持续受益。而且公司经历去年的调整，估值处于历史低位。

风险提示：企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032