

国防军工

并购重组再放开，握紧军工双主线

本周行情回顾：本周（6.17-6.23）贸易摩擦缓和、美联储降息预期升温与并购重组松绑，叠加科创板发行在即，市场情绪明显提振。上证综指上涨4.16%，创业板指数上涨4.80%，军工指数上涨4.27%，跑赢大盘0.1个百分点，排名第13/29。个股航天晨光(+22.88%)、东华测试(+15.73%)等涨幅居前，航锦科技(-8.92%)、云南锗业(-7.67%)等跌幅居前。

与前不同的观点：把握“改革+成长”双逻辑，聚焦高景气板块。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%，归母净利润YoY+67%，预收高企现金流改善明显，看好2019年航空航天、信息化等板块全年业绩表现。2) 改革逻辑：2019年初船舶系重组事件拉开军工改革大幕。我们认为，随着军工改革持续推进，2019年下半年各大军工集团资本运作有望加速，两船合并预期、院系改制进展等有望催化板块行情。

与众不同的观点：反弹行情下，重视军工板块投资机会。本周被贸易摩擦压制许久的股市迎来反弹，“反弹行情买什么？”成为市场疑问，我们认为当前军工板块具备较强的配置价值。1) 估值角度：4月中旬以来，军工板块估值再次回落，当前板块PE不足60倍，接近2014Q1水平，仍处于历史较低水平。2) β 的角度：军工板块的高 β 属性表现为与创业板同涨同跌，作为高弹性品种在19年春季攻势中超额收益明显，2月1日至4月1日区间跑赢上证综指14.6pct。3) 当前板块“改革+成长”的内在逻辑持续强化，我们判断在2019年这两方面均有超预期的可能。我们认为应重视军工反弹行情，继续聚焦高景气领域，尤其关注电子元器件、军工新材料等受益科创价值重估、国产替代的优质标的。

并购重组政策松绑，利好军工板块。6月20日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见。1) 政策基调支持并购重组：16年9月至18年10月监管收紧并购重组，继在18年10月推出“小额快速”审核施行宽松机制后，此次的新办法将取消“净利润”核准，恢复重组上市配套融资、创业板允许借壳上市等为并购重组松绑。2) 军工重组有望增多：据我们的统计，2013年至今军工板块重大重组事件37起，在监管收紧的16-18年合计11起，这仅与15年一年数量持平。我们认为此次监管松绑利于激活军工板块并购重组，加快军工资产证券化进程。3) 助力军工产业改革，关注重组概念股：资本运作是企业发展的的重要途径，我们认为宽松政策下集团资产整合到上市公司、上市公司分拆上市的障碍有望逐步清除，利于上市公司提质增效，军工重组概念股将显著受益。

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。

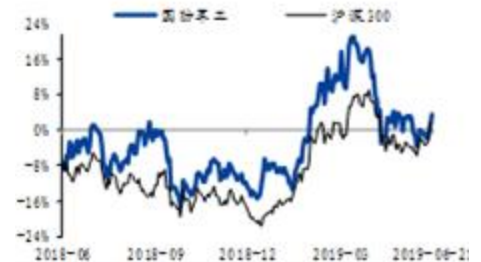
重点标的

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	47.0	38.4	31.4	25.9
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	29.7	24.4	20.2	17.3

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21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：寻找国产替代趋势下的高景气领域》
2019-06-16
- 《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



内容目录

一、军工本周（06.17-06.23）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 握紧军工双主线，继续看好反弹行情	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（06.17-06.23）国防军工指数上涨 4.16%	4
图表 2: 本周（06.17-06.23）国防军工指数在行业指数中排名第 13	4
图表 3: 本周（06.17-06.23）军工板块个股表现列表	4
图表 4: 本周（06.17-06.23）核心军工板块个股表现列表	5
图表 5: 本周（06.17-06.23）民参军板块个股表现列表	5
图表 6: 本周（06.17-06.23）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 归母净利润及增速	7
图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利润及增速	7
图表 14: 2018 年军工行业总归母净利润的构成情况	8
图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利润增速对比	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: 美军一架 P-8A 海上巡逻机被派往南海上空.....	14
图表 27: NGF 战机全尺寸模型亮相巴黎航展.....	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（06.17-06.23）行情回顾

1.1 行业指数表现

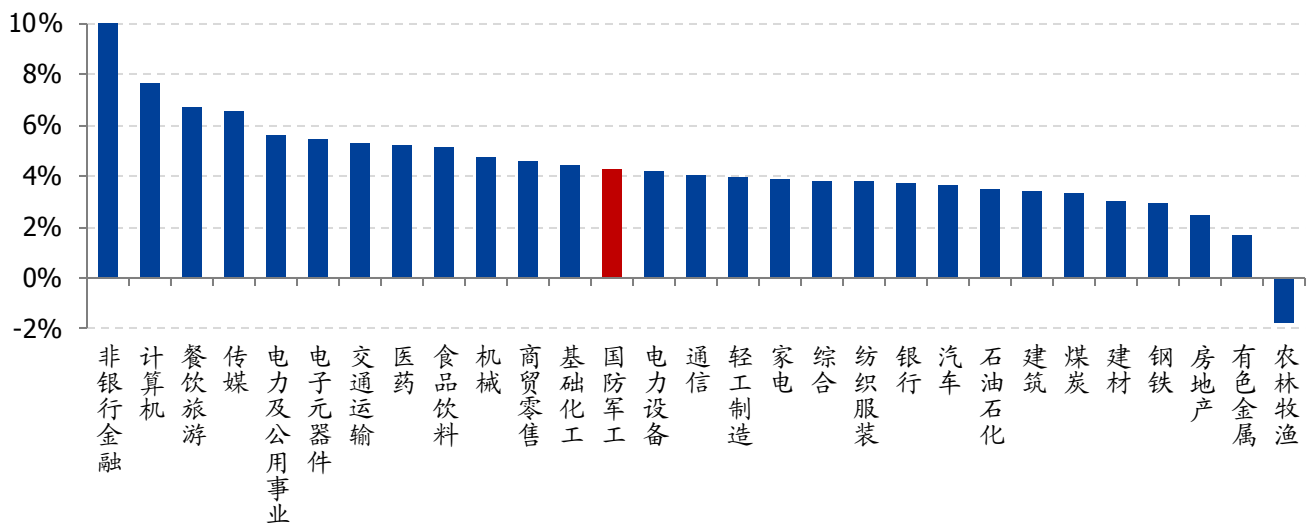
本周（06.17-06.23）上证综指上涨4.16%，创业板指数上涨4.80%，国防军工指数上涨4.27%，跑赢大盘0.1个百分点，排名第13/29。

图表 1: 本周（06.17-06.23）国防军工指数上涨4.16%

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
4.27%	4.16%	4.80%	0.10%	13/29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 本周（06.17-06.23）国防军工指数在行业指数中排名第13



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周（06.17-06.23）航天晨光（+22.88%）领涨，东华测试（+15.73%）、安达维尔（+13.22%）等个股涨幅居前。其中，核心军工版块天奥电子（9.60%）、长城军工（8.77%）等股票表现较好，涨幅居前；民参军版块东华测试（15.73%）、安达维尔（13.22%）等个股表现较好，涨幅居前；军工概念版块航天晨光（22.88%）、上海贝岭（8.66%）等个股表现较好，涨幅居前。航锦科技（-8.92%）等股票跌幅居前。

图表 3: 本周（06.17-06.23）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
600501.SH	航天晨光	9.99	22.88%	000818.SZ	航锦科技	10.93	-8.92%
300354.SZ	东华测试	11.77	15.73%	002428.SZ	云南锗业	8.07	-7.67%
300719.SZ	安达维尔	12.85	13.22%	300414.SZ	中光防雷	11.66	-5.74%
300324.SZ	旋极信息	5.72	10.42%	002519.SZ	银河电子	4.66	-4.51%
002935.SZ	天奥电子	37.45	9.60%	300123.SZ	亚光科技	8.45	-1.05%
002576.SZ	通达动力	12.05	9.35%	002254.SZ	泰和新材	10.79	-0.92%
300008.SZ	天海防务	3.69	9.17%	600416.SH	湘电股份	6.3	-0.79%
002338.SZ	奥普光电	13.83	8.90%	002171.SZ	楚江新材	6.49	-0.76%
601606.SH	长城军工	16.37	8.77%	002664.SZ	长鹰信质	13.38	-0.37%
600410.SH	华胜天成	11.4	8.67%	002149.SZ	西部材料	9.21	-0.10%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本周 (06.17-06.23) 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
002935.SZ	天奥电子	37.45	9.60%	600416.SH	湘电股份	6.3	-0.79%
601606.SH	长城军工	16.37	8.77%	600893.SH	航发动力	22.64	1.94%
600391.SH	航发科技	14.96	8.56%	600764.SH	中国海防	27.02	1.96%
300722.SZ	新余国科	26	7.84%	300527.SZ	中国应急	11.46	2.60%
600316.SH	洪都航空	15.02	7.52%	600184.SH	光电股份	11.8	2.61%
002268.SZ	卫士通	24.8	6.71%	601989.SH	中国重工	5.43	2.65%
600372.SH	中航电子	15	6.46%	600967.SH	内蒙一机	11.1	2.87%
300516.SZ	久之洋	24.67	6.34%	600677.SH	航天通信	17.54	3.12%
300114.SZ	中航电测	9.27	6.31%	600482.SH	中国动力	23.57	3.29%
000066.SZ	中国长城	9.59	5.73%	000801.SZ	四川九洲	6.22	3.49%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (06.17-06.23) 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
300354.SZ	东华测试	11.77	15.73%	000818.SZ	航锦科技	10.93	-8.92%
300719.SZ	安达维尔	12.85	13.22%	002428.SZ	云南锗业	8.07	-7.67%
300324.SZ	旋极信息	5.72	10.42%	300414.SZ	中光防雷	11.66	-5.74%
002576.SZ	通达动力	12.05	9.35%	002519.SZ	银河电子	4.66	-4.51%
300008.SZ	天海防务	3.69	9.17%	300123.SZ	亚光科技	8.45	-1.05%
002338.SZ	奥普光电	13.83	8.90%	002171.SZ	楚江新材	6.49	-0.76%
600410.SH	华胜天成	11.4	8.67%	002664.SZ	长鹰信质	13.38	-0.37%
300159.SZ	新研股份	5.23	8.06%	002149.SZ	西部材料	9.21	-0.10%
300416.SZ	苏试试验	19.04	7.69%	600614.SH	*ST 鹏起	2.38	0.85%
300397.SZ	天和防务	21.5	7.55%	000697.SZ	炼石航空	11.6	1.31%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (06.17-06.23) 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
600501.SH	航天晨光	9.99	22.88%	002254.SZ	泰和新材	10.79	-0.92%
600171.SH	上海贝岭	15.05	8.66%	600775.SH	南京熊猫	13.25	1.07%
600855.SH	航天长峰	14.19	7.67%	600262.SH	北方股份	20.19	1.15%
600148.SH	长春一东	15.94	7.12%	000561.SZ	烽火电子	7.2	1.98%
000901.SZ	航天科技	12.65	6.67%	002163.SZ	中航三鑫	5.32	2.50%
600343.SH	航天动力	10.61	6.53%	600536.SH	中国软件	55.8	2.61%
600973.SH	宝胜股份	4.04	6.32%	600072.SH	中船科技	12.81	2.81%
002368.SZ	太极股份	31.72	5.59%	600480.SH	凌云股份	9.07	2.83%
002190.SZ	*ST 集成	17.75	5.15%	603698.SH	航天工程	12.89	3.04%
002246.SZ	北化股份	8.08	5.07%	600495.SH	晋西车轴	4.71	3.29%

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 握紧军工双主线，继续看好反弹行情

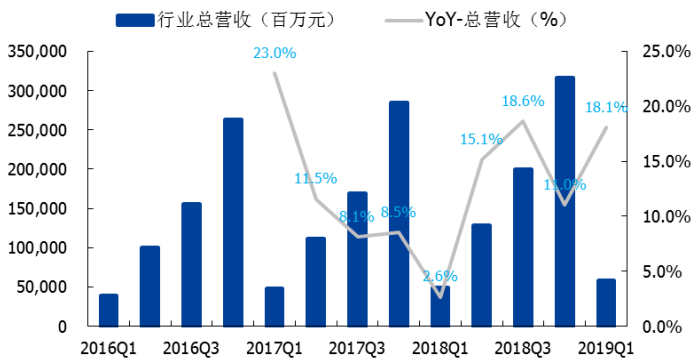
把握“改革+成长”双逻辑，重视高景气板块。我们在策略报告《逆周期，新景气》、《大国重器，高端铸基》中坚定看好2019年板块机会，重视“改革+成长”双主线：1) 成长逻辑：2018年7月我们提出“基本面反转，拐点已至”，并判断19-20年将是军工采购高峰期。19Q1军工行业收入YOY+18%，归母净利YoY+67%，预收高企，现金流改善明显。18年国防信息化子板块营收YOY+13%，归母净利YOY+16%，均列“海陆空天信息化”第二位；随着新式装备进入批产阶段，2019年对新材料的需求将逐步放量，同时看好航空航天、信息化等板块全年业绩表现。2) 改革逻辑：2019年初船舶系重组事件拉开军工改革序幕。我们认为，随着军工改革持续推进，2019年下半年各大军工集团资本运作有望加速，两船合并、院系改制等事件将持续催化板块行情。

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。

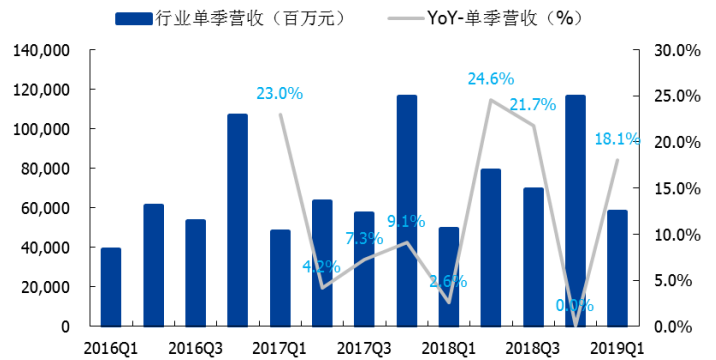
单季度营收来看，2018Q4、2019Q1分别同增0.1%、18.1%，或与交付节奏有关。2018年4季度军工行业实现营业收入1239.2亿元，同比微增0.1%，增速较前2个季度有明显回落，我们判断或与主机厂推行均衡生产导致交付结算节点前移有关。2019Q1军工行业实现总营收583.1亿元，同比增长18.1%，维持景气上行趋势。

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

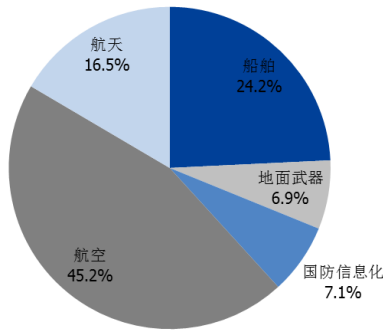


资料来源：wind，国盛证券研究所

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%）。

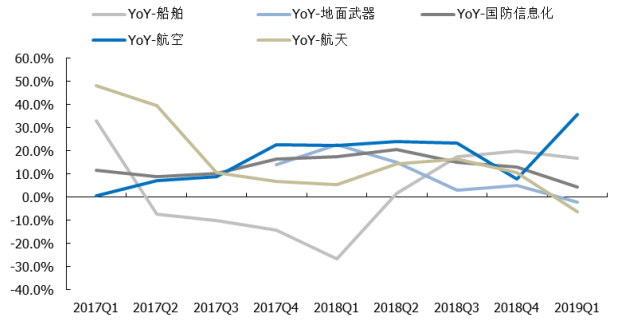
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

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

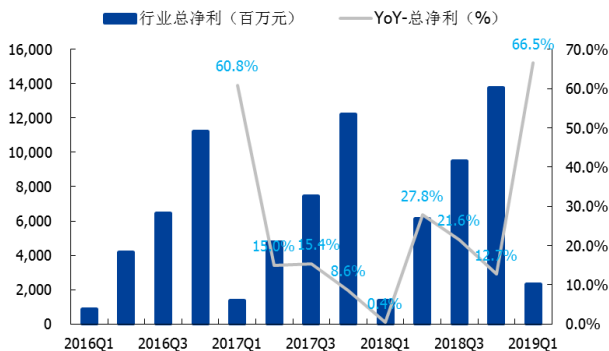
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%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

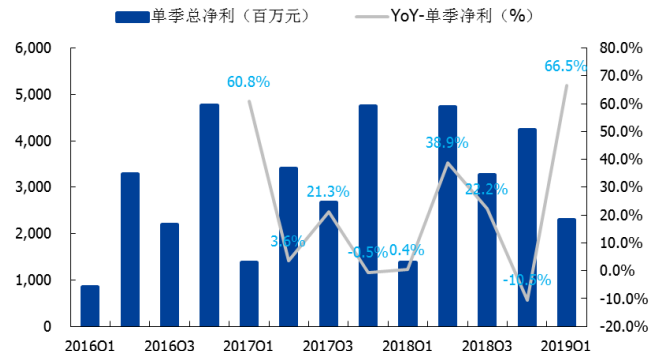
单季度归母净利润来看, 2018Q4、2019Q1 分别同增 -10.5%、66.5%, 波动较大。2018 年 4 季度实现归母净利润 42.5 亿元 (-10.5%), 我们判断或同样受主机厂均衡生产的交付节点前移影响。2019 年 1 季度军工行业实现总归母净利 23.1 亿元 (+66.5%), 已连续第 4 个季度归母净利润增速高于营收增速, 表明行业整体盈利能力持续提升。

图表 12: 军工行业 2016-2019Q1 归母净利及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利及增速

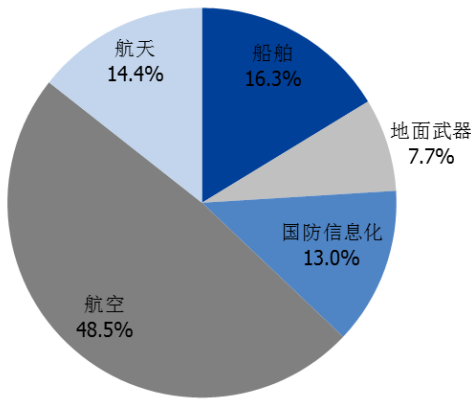


资料来源: wind, 国盛证券研究所

总归母净利润结构与营收端基本一致，航空子板块贡献近半。2018年，航空子板块以66.8亿元归母净利润贡献行业整体的48.5%，船舶贡献22.4亿元（16.3%）、航天19.8亿元（14.4%）、国防信息化17.9亿元（13.0%）和地面武器10.6亿元（7.7%）。

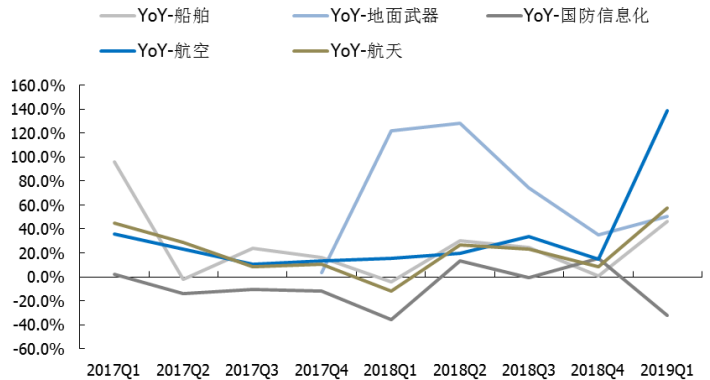
2018年地面武器同增34.9%位居第一，2019Q1航空以138.8%的增速遥遥领先。2018年，各子领域归母净利润增速：地面武器（+34.9%）> 国防信息化（+15.7%）> 航空（+15.0%）> 航天（+8.3%）> 船舶（+0.5%）。2019Q1，各子领域归母净利润增速：航空（+138.8%）> 航天（+57.2%）> 地面武器（+50.4%）> 船舶（+46.1%）> 国防信息化（-32.2%）。

图表 14: 2018 年军工行业总归母净利润的构成情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利润增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

单季归母净利润增速来看，依然是航空子板块高增长的持续性最佳。2019Q1 航空子板块实现净利 8.8 亿元（+138.8%），除 2018Q4 可能受均衡生产影响单季有所下滑以外，航空子板块已连续 5 个季度归母净利润增速超过 15%，高增长的持续性最佳；航天和地面武器的表现紧随其后；船舶和国防信息化季度之间波动较大。

图表 16: 2017 年以来军工行业各子板块单季归母净利润增速对比

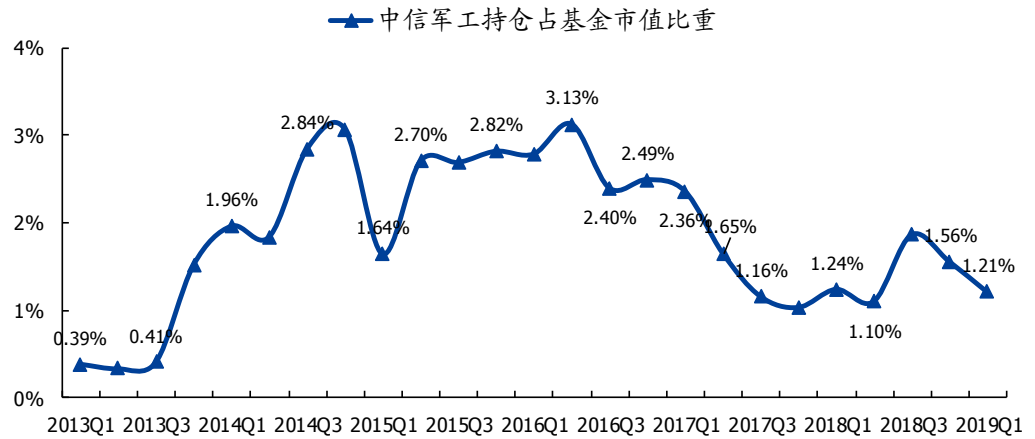
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	35.5%	45.0%	2.2%	*	95.8%	60.8%
2017Q2	22.6%	18.2%	-19.2%	*	-25.8%	3.6%
2017Q3	-8.5%	2.8%	-4.7%	*	126.6%	21.3%
2017Q4	16.4%	12.4%	-14.3%	-45.2%	-32.5%	-0.5%
2018Q1	15.4%	-12.0%	-35.6%	121.5%	-3.8%	0.4%
2018Q2	20.7%	57.4%	35.1%	130.8%	52.5%	38.9%
2018Q3	60.6%	16.2%	-24.4%	6.9%	-1.6%	22.2%
2018Q4	-5.6%	-10.1%	43.9%	-5.4%	-256.0%	-10.5%
2019Q1	138.8%	57.2%	-32.2%	50.4%	46.1%	66.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (*注: 由于内蒙一机 2016 年底重组并表对地面武器子板块的数据扰动过大, 故 2017 前三季度地面武器增速数据均不纳入对比范围)

2.3 基金持仓分析：核心白马持续受青睐，民参军和信息化热度提升

2019Q1 国防军工板块基金持仓下降 0.35 个百分点，排名 20/29。截至 2019Q1 基金持仓中，国防军工基金持仓为 1.21%，环比下降 0.35 个百分点，大幅度低于 2016Q2 的 3.13%，仍处于历史较低水平，接近 2013Q4 水平。

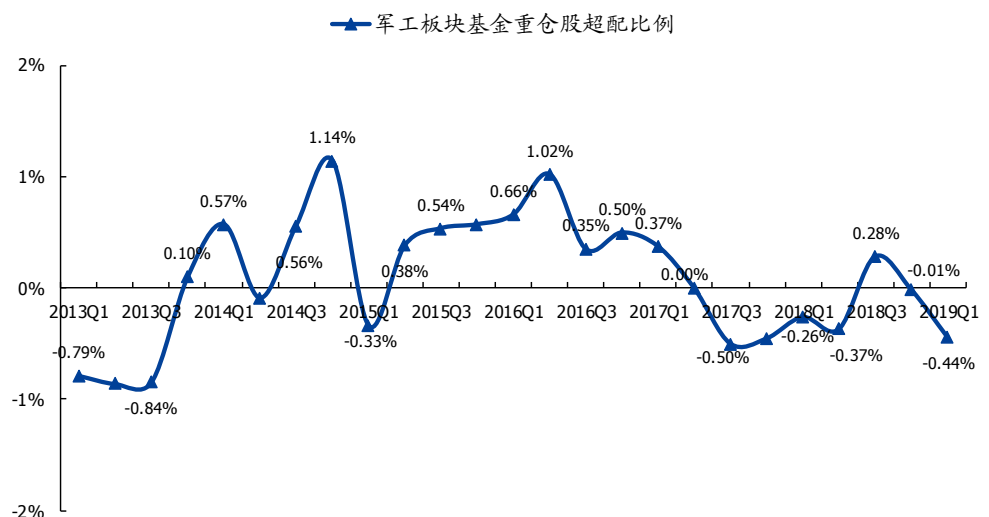
图表 17: 2019Q1 军工板块基金持仓占比 1.21%，环比下降 0.35 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019Q1 国防军工板块超配比例-0.44%，较历史高点仍有较大差距。从板块基金持仓相对标准配置比例观察，国防军工板块超配比例较上季度小幅下降，目前处于低配水平。2018Q3 以后，军工板块超配比例连续三个季度下降。2019Q1 国防军工板块超配比例为 -0.44%，环比下降 0.34 个百分点，排名 17/29，连续两个季度为负值，较历史高点仍有 1.14% 左右的较大差距。（基金超配比例计算：基金持仓比例-基金标准配置）

图表 18: 2019Q1 军工板块基金超配比例-0.44%，较历史高点仍有较大差距



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基金重仓标的以军工白马为主，与 2018Q4 相比未发生明显变化。与 2018Q4 相比，基金的前十大重仓股中，基金持股市值的前十名中有七家保持不变。中航光电（14 亿元）、中直股份（9.5 亿元）等核心军工白马股依旧更受机构青睐。中行光电、中直股份、航天电器、中航机电、内蒙一机、中航沈飞、四创电子七只个股与 2018Q4 保持一致。

图表 19: 2018Q4/2019Q1 国防军工板块基金持股市值前十个股

2018Q4		2019Q1		
前十名排名	基金持市值合计(亿元)	前十名排名	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) 七个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	
前十名排名	季报持仓变动 (万股)	前十名排名	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。

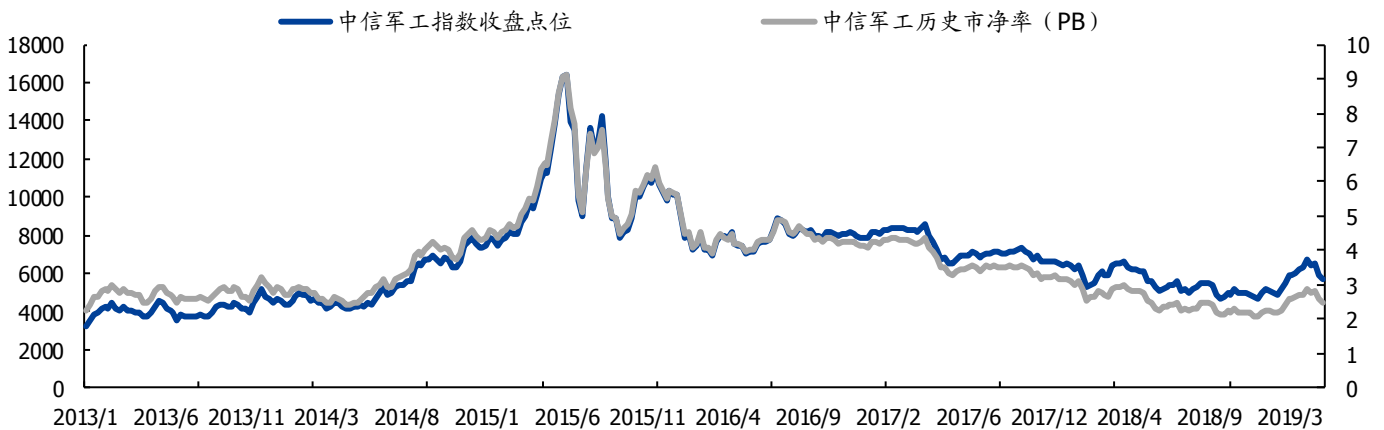
图表 21: 中信军工指数市盈率处于 60 倍左右, 接近 2014Q1 水平



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，各板块均有不俗表现。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

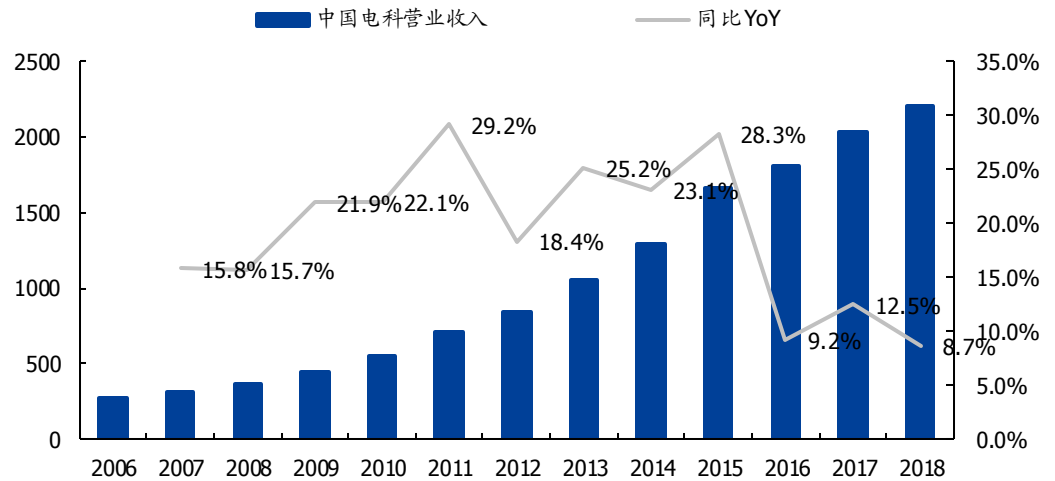
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会

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，同时要加强对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）。

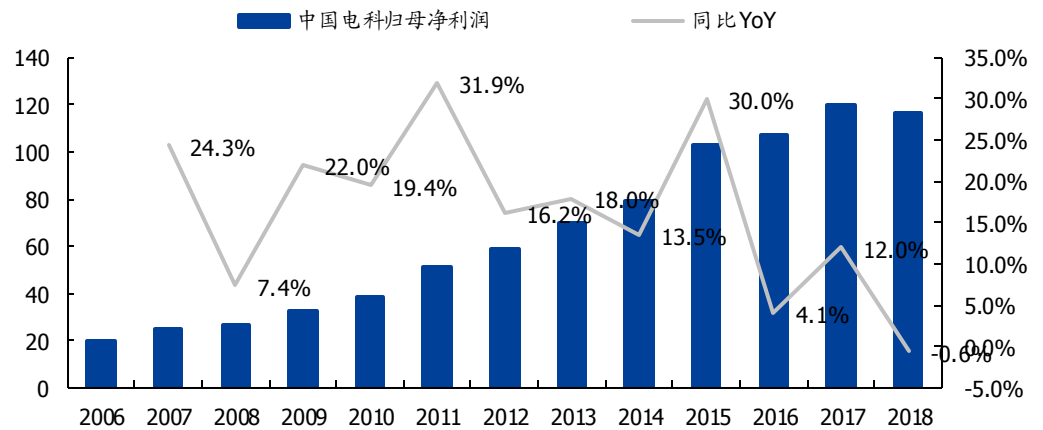
集团经营状况良好。根据中国电科 2018 年年报，集团总资产规模为 3547.71 亿元，较上年同期增长 16.2%，营业收入为 2204.27 亿元，较上年同期增长 8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018 年收入复合增速 20%，利润复合增速 22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019 年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高 10%，技术投入产出比优于 15% 的目标。

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

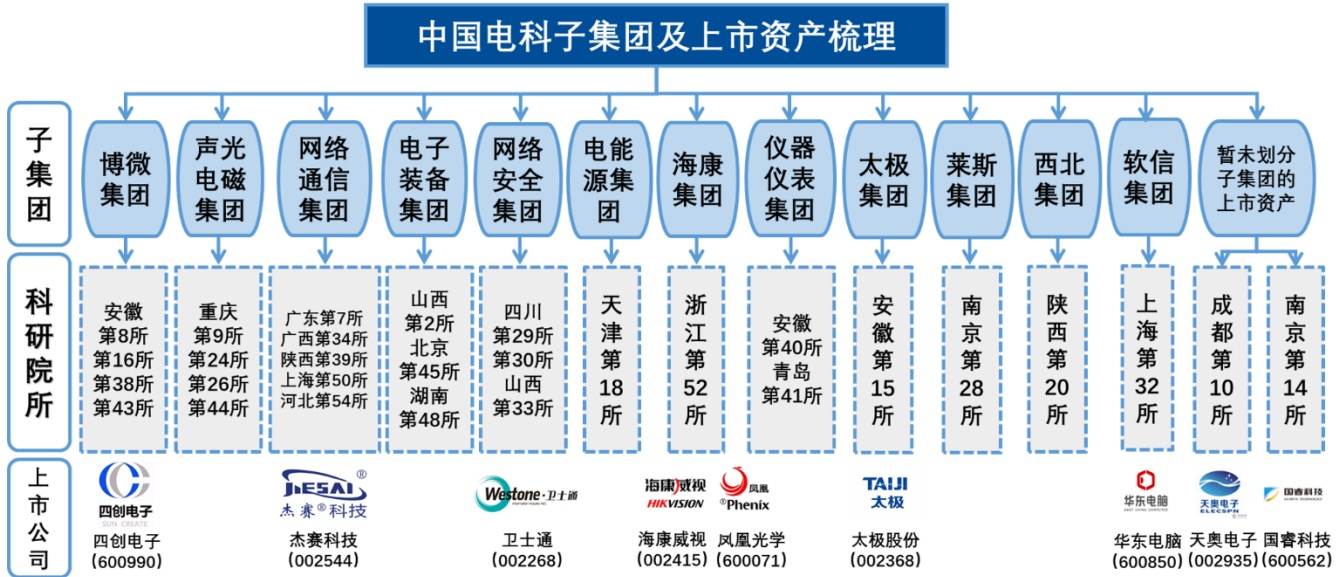
国企改革仍是集团 2019 的工作重点。2018 年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团 3 家成员单位成功入选。预计未来中国电科将进一步深化国企改革，推进混合所有制改革进程。根据年度工作会议，2019 年电科集团将“用好资产资本手段，充分发挥好上市公司平台作用，加大科研院所同质化业务整合。”我们预计，随着“十三五”后半程资产证券化进程的加快，电科集团证券化率有望提升至 50% 以上。

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，产品广泛应用于军用侦查、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

- 【中国政府向斯里兰卡议会捐赠安保设备】
- 【台媒：辽宁舰进南海当日 美国反潜机首次绕台飞行】
- 【以色列卫星图显示歼 10 “首次” 部署永兴岛】
- 【外媒：习主席访朝为中朝关系翻开新一页】
- 【法德西五代机亮相，装“空战云”可与无人机协同作战】
- 【“全球鹰”无人机遭伊朗击落，美国或遭受重大技术损失】
- 【日本追随美国在南海军演 无助于中日互信构建】
- 【土耳其总统称 S400 合同已完成 美国酝酿制裁方案】

3.2 国内要闻

【中国政府向斯里兰卡议会捐赠安保设备】参考消息6月20日报道,在斯里兰卡科伦坡,斯里兰卡议长贾亚苏里亚和中国驻斯里兰卡大使程学源共同查看中方捐赠的安保设备。中国政府6月19日向斯里兰卡议会捐赠多套安保设备。此次中方捐赠的安保设备包括便携式X光机和金属探测门。(来源:参考消息)

【台媒：辽宁舰进南海当日 美国反潜机首次绕台飞行】新浪军事6月21日报道,美军一架P-8A海上巡逻机被派往南海上空。对于辽宁舰进入南海当日美军P-8A也被派往南海上空的举动,台媒认为,这架P-8A应该是执行了对辽宁舰的监视任务。台媒还表示,这架P-8A当天的飞行路线几乎相当于绕着台湾飞了一圈,而这也被看做是美国军机有史以来第一次“绕台飞行”,相当罕见。(来源:新浪军事)

图表 26: 美军一架 P-8A 海上巡逻机被派往南海上空



资料来源:新浪军事,国盛证券研究所

【以色列卫星图显示歼 10 “首次” 部署永兴岛】新浪军事6月22日报道,以色列情报公司“国际卫星图像”6月19日拍摄的卫星图像显示,中国在西沙永兴岛上至少部署了4架歼-10战机。报道宣称,这是首次在永兴岛或其他南海岛屿上看到歼-10战机,也是2017年后中国主战飞机再次亮相永兴岛。(来源:新浪军事)

【外媒：习主席访朝为中朝关系翻开新一页】参考消息6月22日报道,外媒称,中国国家主席习主席访问朝鲜受到全方位的、最高规格的礼遇,中朝关系发展实现突破,这是中国领袖访朝的成果之一。访问打造了新的政治平台,以此为基础,北京和平壤呼吁美国,就朝鲜半岛无核化继续对话。(来源:参考消息)

3.3 国际要闻

【法德西五代机亮相，装“空战云”可与无人机协同作战】澎湃新闻6月19日报道，第53届巴黎-布尔歇国际航空航天展览会（即巴黎航展）6月17日开幕。开幕当天，法国总统马克龙亲自为法国、德国与西班牙三国联合研制的“新一代战斗机”（NGF）的全尺寸模型揭幕。法、德、西三国防长也出席了模型揭幕仪式，并在仪式后签署了三方合作协议，正式欢迎西班牙加入“新一代战斗机”的联合研制。NGF与美国的F-22、F-35、俄罗斯的苏-57以及中国的歼-20一样，同属第五代战斗机。（来源：澎湃新闻）

图表 27: NGF 战机全尺寸模型亮相巴黎航展



资料来源：澎湃新闻，国盛证券研究所

【“全球鹰”无人机遭伊朗击落，美国或遭受重大技术损失】澎湃新闻6月21日报道，伊朗革命卫队6月20日称，在霍尔木兹省库默巴拉克附近击落一架美国RQ-4A“全球鹰”高空无人机；美国则指出该无人机是在国际区域被伊朗击落的。由于近期美国正在争取国际社会支持其指控伊朗涉嫌参与袭击阿曼油轮，加之RQ-4A“全球鹰”无人机是美国最先进的高空长航时战略无人机，因此其被击落引发各方广泛关注。（来源：澎湃新闻）

【日本追随美国在南海军演 无助于中日互信构建】环球军事6月22日报道，日本海上自卫队“出云”号直升机护卫舰与美海军核动力航母“罗纳德·里根”号在南海进行了联合训练，此举有制约中国海洋行动的意图。日本海上自卫队从去年开始实施“印太地区派遣训练”，派军舰在南海及印度洋巡回两个月以上，与沿岸东南亚各国进行防务交流，并联合训练。日美接连实施联合海上训练，意在制约中国在东海及南海的行动。（来源：环球军事）

【土耳其总统称 S400 合同已完成 美国酝酿制裁方案】环球军事6月22日报道，土耳其总统埃尔多安近日表示，购买 S-400 俄罗斯防空导弹系统的合同已完成，供货预计从7月上旬开始。美国负责军事政治事务的助理国务卿克拉克·库珀向记者表示，国务卿蓬佩奥正在研究所有可能实施的制裁方案，以回应土耳其购买俄罗斯 S-400 防空系统。此前美国已经警告过土耳其，如果土耳其购买 S-400，那么美国可能拒绝向土耳其出售 F-35 战斗机。土耳其是美国 F-35 型战斗机国际项目的参与国之一，土耳其也多次表示，俄 S-400 系统不会对美国 F-35 构成威胁。（来源：环球军事）

四、上市公司公告速递

【日发精机】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 7 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 1 元。

【航发控制】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 11.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.4 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 0.4 元。

【中船科技】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 7.36 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。

【泰和新材】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 6.1 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 0.4 元。

【通裕重工】公司实际控制人司兴奎先生解除质押公司股份 1.7 万股。解除质押后，其所持有公司股份累计被质押 2.5 亿股，占公司总股本的 7.7%。

【华伍股份】公司控股股东聂景华先生质押公司股份 2500 万股，占公司总股本的 6.6%。本次股份质押后，聂景华先生直接及间接持有的公司股份共质押了 5892 万股，占公司总股本的 15.56%。

【耐威科技】公司控股股东、实际控制人杨云春先生解除质押 675 万股，占其所持股份 4.38%；质押 555 万股，占其所持股份 3.60%。截至目前，杨云春先生累计质押 1.35 亿股，占公司总股本的 39.91%。

【中国应急】公司回购注销股份 442 万股，占公司总股本的 0.51%，成交均价为 12.01 元/股，回购金额为 0.53 亿。

【中海达】公司注销股票期权数量合计为 145 万份，涉及人数为 57 人，约占注销前总股本的比例 0.22%。

【金信诺】公司及其子公司自 2019 年 1 月 1 日累计获得政府补助资金 1346.04 万，预计增加归属于公司归母净利 991.69 万元。

【景嘉微】公司将 2017 年限制性股票激励计划首次授予部分限制性股票回购价格由 17.26 元/股调整为 16.93 元/股；将 2017 年限制性股票激励计划预留授予部分限制性股票回购价格由 26.13 元/股调整为 25.95 元/股。

【亿利达】公司重组标的杭州铁城信息未完成业绩承诺，业绩补偿条款生效。公司回购注销股份 612.05 万股，占公司总股本的 1.39%，成交均价为 1 元/股，回购金额为 612.05 万。

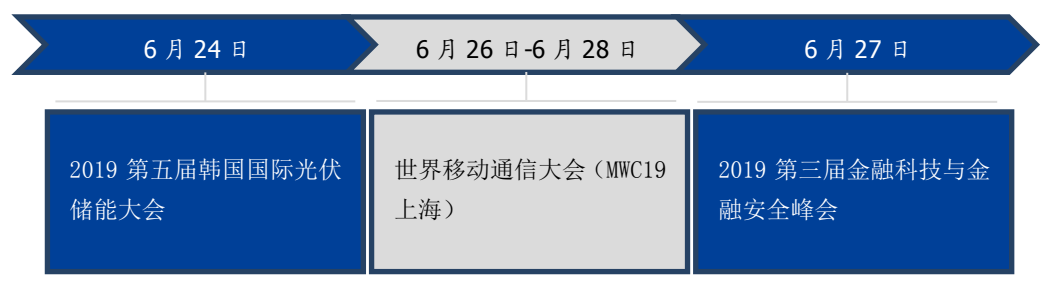
【中兵红箭】公司股东中兵投资拟以持有的不超过 4177.6 万股流通股（不超过公司总股本的 3%）认购富国中证军工龙头 ETF 份额，拟认购不超过 4177.6 万股公司股份价值对应的基金份额。

【凌云股份】截至认购缴款结束日 2019 年 6 月 18 日，公司配股有效认购数量为 9558.5 万股，占本次可配售股份总数 1.37 亿股的 70%，认购金额为 8.4 亿。

【中航三鑫】公司拟收购子公司海南特玻所持重庆鑫景 4.69% 股权暨关联交易。股权转让价格将由机构进行评估并以集团公司备案后的重庆鑫景 4.69% 股权净资产值为定价依据。

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	47.0	38.4	31.4	25.9
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	29.7	24.4	20.2	17.3
600760	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.86	54.4	46.3	38.8	33.7
002013	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	30.5	26.1	22.0	18.9
600879	航天电子	0.17	0.20	0.23	0.26	37.3	31.9	27.6	24.0
600967	内蒙一机	0.32	0.39	0.46	0.53	34.7	28.7	24.1	20.8
600990	四创电子	1.62	1.74	2.03	2.37	28.0	26.1	22.3	19.2
000733	振华科技	0.55	0.62	0.76	0.93	29.2	25.9	20.9	17.3
300395	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	32.4	24.2	18.1	14.0
603678	火炬电子	0.74	0.96	1.22	1.52	27.2	21.0	16.4	13.2

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21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