

军工行业2019中期策略

看好军工材料进口替代和资产注入主题机会

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
联系电话：021-60199769
邮箱：chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹
执业证号：S0600518090001
联系电话：021-60199793
邮箱：zhoujy@dwzq.com.cn



01 行情回顾：上半年跑赢大盘，主题性强

02 投资主线一：把握高景气细分领域中的持续胜者

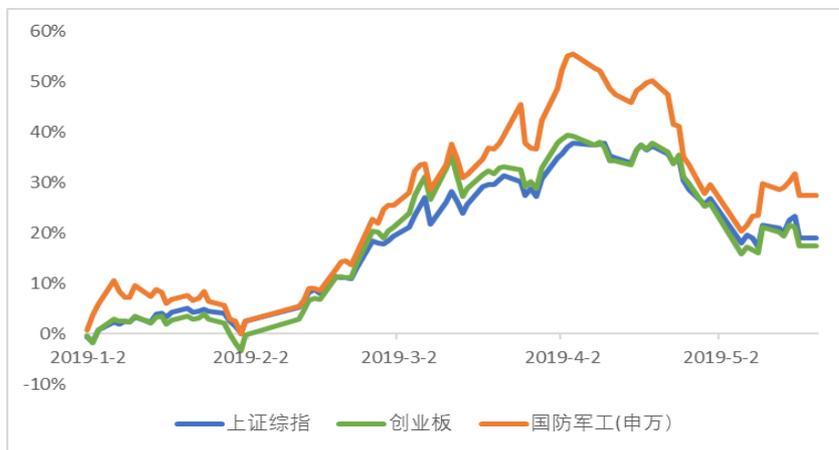
03 投资主线二：关注资产注入相关机会

第一章

行情回顾：上半年跑赢大盘，主题性强

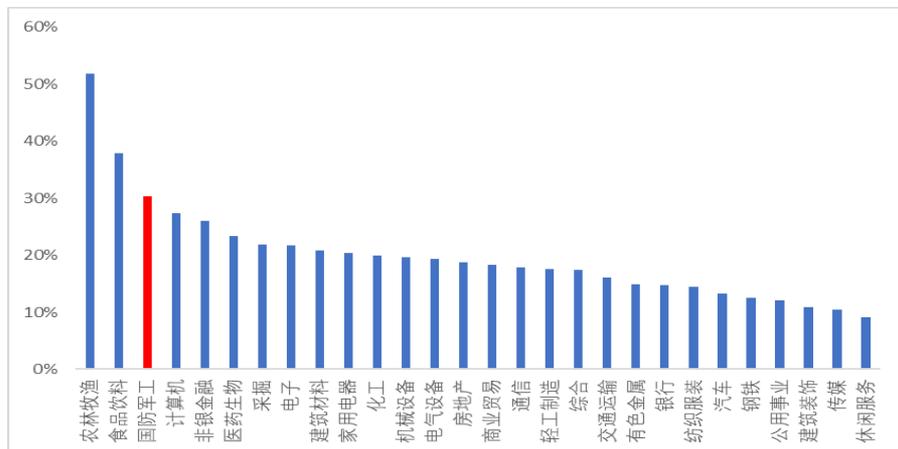
- ◆ 截至2019年6月14日，上证综指、创业板、国防军工（申万）涨幅分别为15.56%、16.27%、21.61%，军工板块跑赢大盘。

图：年初至今上证综指、创业板指及国防军工指数走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：年初至今申万各行业涨幅排名



数据来源：wind，东吴证券研究所

从标的来看，2019年军工板块涨幅居前的公司并不是由基本面驱动，主题性偏多，我们认为这与一季度整体市场风格相关。

展望下半年，我们认为整体市场风格将回归基本面，军工板块两条投资主线：

- 一、把握高景气细分领域中的持续胜出者
- 二、关注资产注入相关机会

表：95家国防军工标的年初至6月初涨幅前十

证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	PE TTM
300397.SZ	天和防务	108	-35
300099.SZ	精准信息	63	48
600072.SH	中船科技	62	59
300527.SZ	中国应急	58	41
600862.SH	中航高科	52	32
002214.SZ	大立科技	46	57
300034.SZ	钢研高纳	46	48
600855.SH	航天长峰	41	62
300342.SZ	天银机电	39	43
600316.SH	洪都航空	39	81

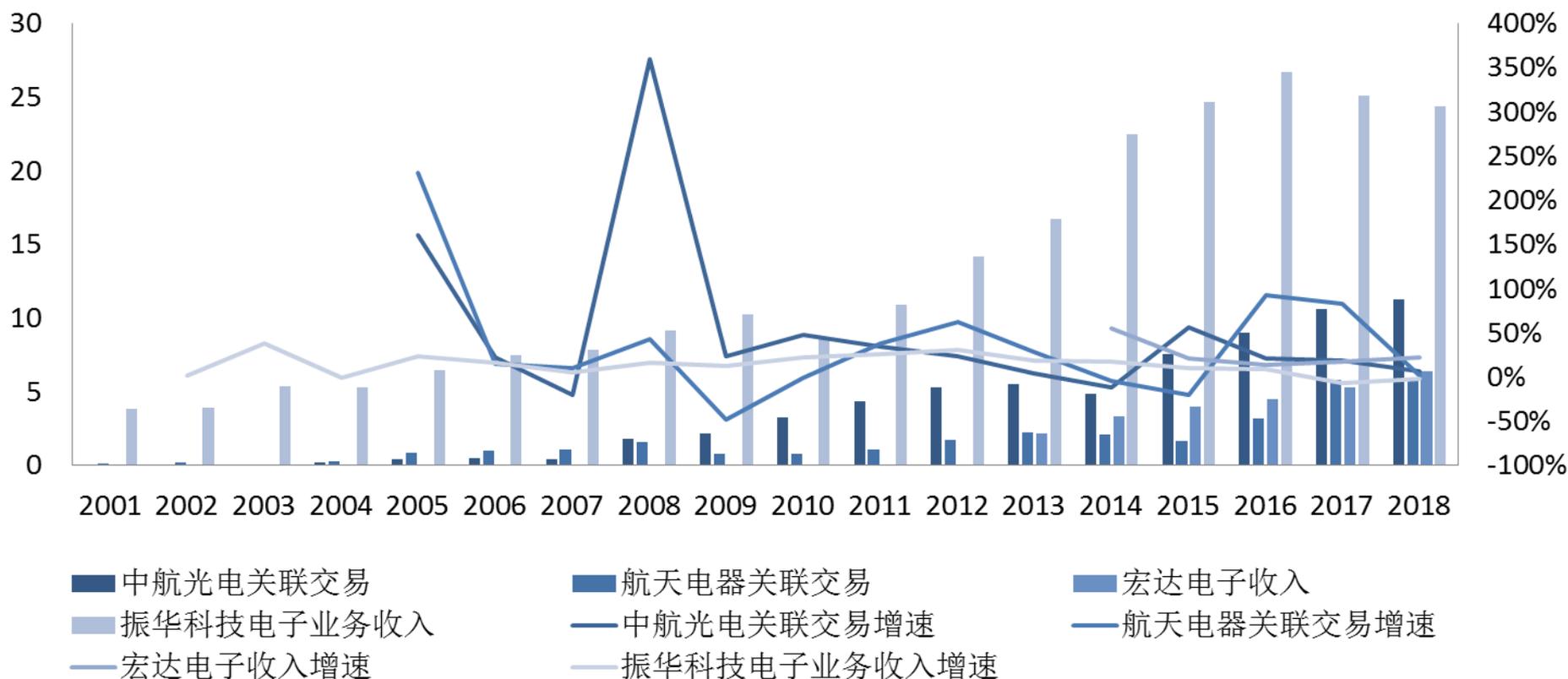
数据来源：wind，东吴证券研究所

第二章

投资主线一：把握高景气细分领域中的持续胜出者

◆ 我们在2019年度策略报告汇总提出，看好军工产业链上游能够反映行业高景气度的细分领域，比如电子元器件、新材料等。下图中4家军工电子类上市公司相关收入复合增速在14%-30%之间，明显超过国防支出增速。

图：从事军工电子的上市公司相关业务收入及增速（亿元）



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

- ◆ 我们希望在景气度的细分领域中寻找具有持续增长能力的公司，因此我们统计了军工上市公司中偏上游企业的历史业绩情况，可以看出，军工产业链上游厂商的盈利情况并不稳定，**具有持续盈利能力的少数公司主要集中于被动元件和新材料领域。**

表：军工上游领域上市公司归母净利润增速（%）

	代码	名称	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
被动元件	000733.SZ	振华科技	21	13	101	17	10	37	3	12	27
	603678.SH	火炬电子	0	0	20	7	13	12	26	22	41
	603267.SH	鸿远电子	0	0	0	0	0	-30	56	3	79
	300726.SZ	宏达电子	0	0	0	0	77	-47	162	2	12
	002179.SZ	中航光电	34	24	2	21	39	67	29	12	16
	002025.SZ	航天电器	14	16	13	14	16	15	12	19	15
主动器件	002214.SZ	大立科技	18	-42	8	1	50	-36	2	-9	82
	002338.SZ	奥普光电	18	12	6	34	-22	-26	20	-27	6
	300474.SZ	景嘉微	0	0	12	6	28	8	18	13	20
	300053.SZ	欧比特	-9	8	-22	11	-11	131	46	43	-21
	002414.SZ	高德红外	2	-26	-42	2	10	-7	12	-18	126
材料	002669.SZ	康达新材	38	-4	-45	24	74	61	-27	-47	84
	300034.SZ	钢研高纳	28	39	9	23	27	13	-23	-39	83
	600399.SH	*ST抚钢	17	-18	-20	13	-634	10	-122	-2,933	295
	300699.SZ	光威复材	0	0	0	-11	-32	246	13	19	59
	300777.SZ	中简科技	0	0	0	0	288	268	21	94	9
	300395.SZ	菲利华	0	0	7	12	1	21	28	13	32
线缆	300447.SZ	全信股份	0	0	12	1	17	46	27	35	-306
	300265.SZ	通光线缆	104	-9	44	-33	-24	181	23	-66	-12
	300252.SZ	金信诺	12	-41	4	-28	259	66	41	-33	1

注：底色为蓝色是利润基本没有下滑过、持续增长的公司，底色为黄色是业绩有过下滑，但总体经营稳健近3年能保持增长的公司。

数据来源：wind，东吴证券研究所

表：军工上游领域上市公司归母净利润增速（%）

	代码	名称	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
北斗及通信	300101.SZ	振芯科技	42	-15	-49	-163	436	52	-49	-24	-47
	002151.SZ	北斗星通	-19	-8	21	-6	-29	65	2	103	2
	002465.SZ	海格通信	14	-3	13	24	36	31	-9	-45	47
	300045.SZ	华力创通	36	21	-25	-69	228	-33	63	59	45
	000561.SZ	烽火电子	20	33	-70	-8	23	104	15	-21	24
	603712.SH	七一二	0	0	0	0	-12	-3	-12	22	16
子系统	300600.SZ	瑞特股份	0	0	38	-2	60	59	-5	6	1
	300456.SZ	耐威科技	0	0	7	12	-3	-12	24	-18	95
	002023.SZ	海特高新	6	5	33	57	24	-75	3	-16	86
	300581.SZ	晨曦航空	0	0	31	-3	49	9	4	-7	33
	300424.SZ	航新科技	0	0	21	1	9	-10	-17	11	-25
	002519.SZ	银河电子	12	8	18	19	8	89	36	-40	-723
	002829.SZ	星网宇达	0	0	256	79	15	-17	10	-14	-70
	300065.SZ	海兰信	14	-23	-154	189	52	96	131	26	2
	300719.SZ	安达维尔	0	0	0	0	-34	22	70	-2	-38
机械加工	300159.SZ	新研股份	118	53	1	27	10	168	-17	62	-27
	300696.SZ	爱乐达	0	0	0	0	90	49	35	8	-7
	002520.SZ	日发精机	30	98	-31	-88	490	-18	4	39	155
弹药	601606.SH	长城军工	0	0	23	30	-30	30	-62	163	-15
	300099.SZ	精准信息	29	39	13	-30	-93	372	28	240	-4
	300722.SZ	新余国科	0	0	0	0	25	23	25	31	65
电磁仿真	002413.SZ	雷科防务	32	13	-49	-47	31	321	-25	16	11
	300342.SZ	天银机电	35	11	22	25	-10	20	51	15	-49
其他	300008.SZ	天海防务	42	21	-69	-50	283	21	160	1	-1,244
	300397.SZ	天和防务	1,851	16	22	-10	-49	-173	-28	199	-343
	000801.SZ	四川九洲	18	15	27	4	20	8	-12	-96	1,119
	300416.SZ	苏试试验	0	0	14	-1	9	22	11	14	17

注：底色为蓝色是利润基本没有下滑过、持续增长的公司，底色为黄色是业绩有过下滑，但总体经营稳健近3年能保持增长的公司。

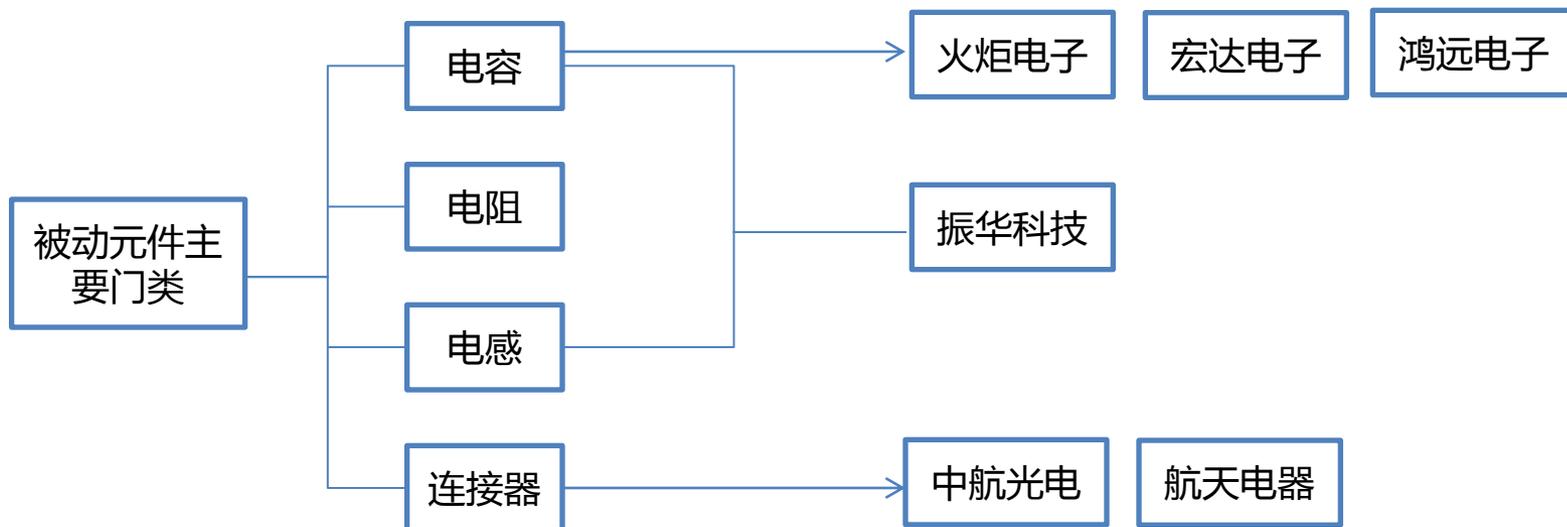
数据来源：wind，东吴证券研究所

军工被动元件是我们当前最看好的细分领域，看好理由：

- 1、国防信息化推进下行业需求增长确定；
- 2、行业竞争格局稳定；
- 3、短期国产替代需求爆发；
- 4、产品军民通用，长期在5G、新能源汽车等民用领域具有更大空间。

我们认为被动元件是军工行业所有细分领域中最好的赛道，几家上市公司作为主流供应商都能够直接受益，其中推荐【火炬电子】，建议关注【振华科技】。

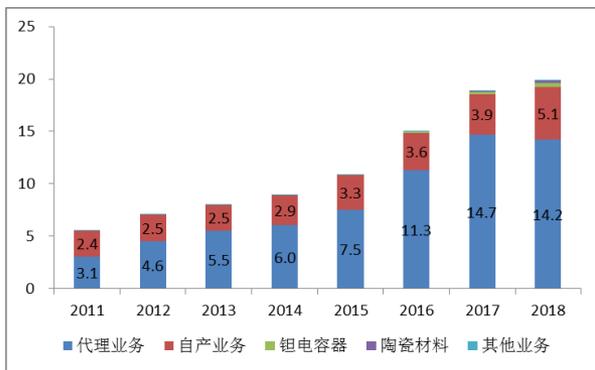
图：被动元件主要类别及相关上市公司



重点推荐标的【火炬电子】

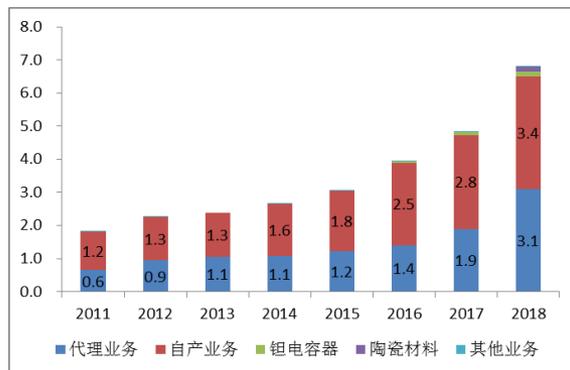
- 1、公司主业自产元器件受益于军工电子领域高度景气，以及公司自身产品门类拓展，目前处于快速增长期，2019Q1公司利润增速31%，主要由军工电子带动，预计未来3-5年将保持高增速；
- 2、陶瓷材料业务在国内稀缺性极强，该业务自2018年起步入业绩拐点，预计将于2019年开始贡献增量利润，2020年大幅增长；
- 3、预计公司2019-2021年归母净利润分别为4.35亿元、5.77亿元、7.45亿元，对应PE为20倍、15倍、12倍，维持“买入”评级。

图：公司收入情况（亿元）



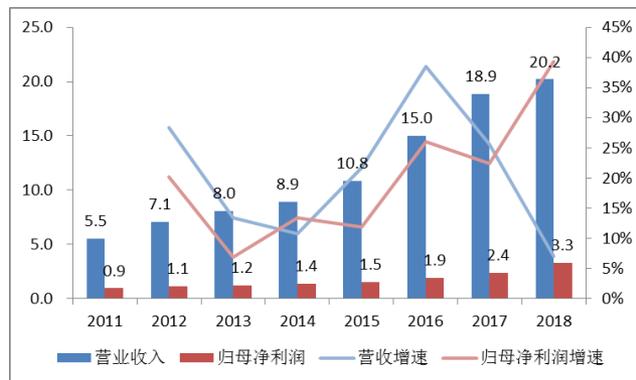
数据来源：wind，东吴证券研究所

图：公司毛利润情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：公司历年收入利润及增速情况（亿元）



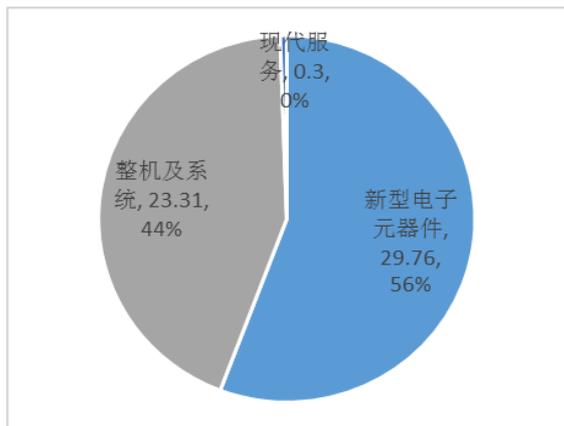
数据来源：wind，东吴证券研究所

风险提示：新材料项目产线建设进度不及预期；电子元器件代理业务景气度下滑。

建议关注标的【振华科技】

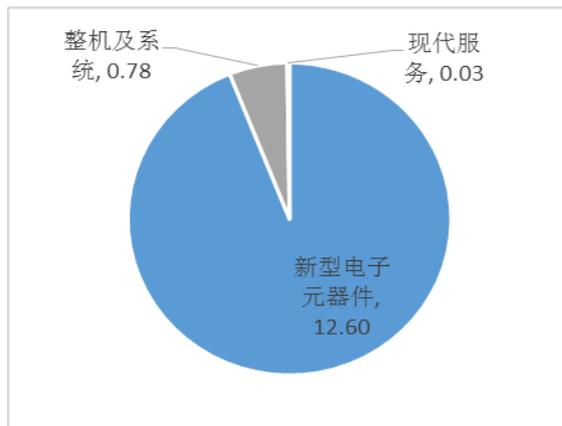
- 1、公司军工电子主业行业地位稳固，能够确定性受益于军工电子行业高度景气，以及卫星星座建设对宇航级电子元器件需求的拉动，预计主业将保持快速增长；
- 2、公司正在推进股权激励方案落地，方案实施后预计公司将提升管理效率、加强成本控制，进一步提升盈利能力；
- 3、大股东振华集团下属的成都华微（主营FPGA，AD/DA）、贵州风光（主营半导体分立器件）都是非常优质的体外资产。

图：2018年收入构成（亿元）



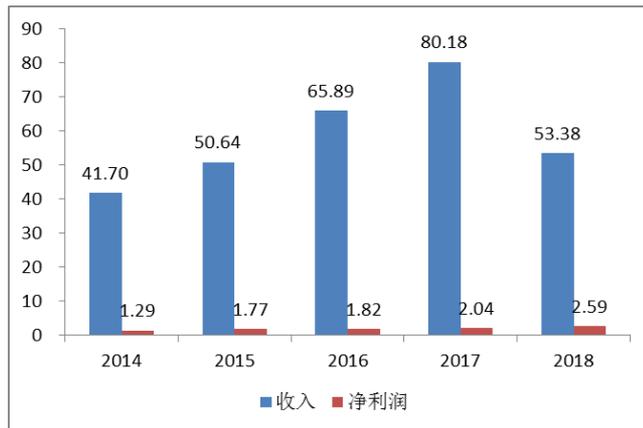
数据来源：wind，东吴证券研究所

图：2018年毛利构成（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：公司收入利润自情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

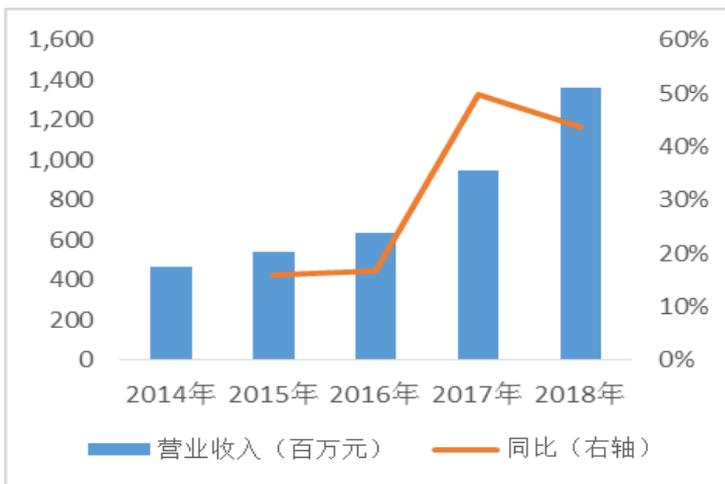
风险提示：电子元器件募投项目建设不及预期；子公司东莞新能源扭亏情况不及预期。

材料领域，光威复材、中简科技、菲利华三家公司历史业绩表现较好。我们认为材料领域的特征是前期投入巨大，在每个细分领域最终能实现产业化和盈利的厂商只有1-2家，在军工行业率先实现应用后能够享有极高的利润率水平。

推荐碳纤维龙头企业【光威复材】，公司是国内碳纤维领域的龙头企业，在军工领域处于绝对优势地位，短期来看，公司业绩增长一方面来自于以先进军机为代表的武器装备加速列装，另一方面来自于风电叶片对碳纤维需求的快速增长；长期来看，我们认为公司作为一家材料企业，随着生产工艺的进步和碳纤维成本的下降，在汽车、轨交等领域具有更大的发展空间。

我们预测公司2019-2021年归母净利润4.78亿元，5.85亿元，7.05亿元，EPS 0.92、1.13、1.36元，对应PE34倍、28倍、23倍，给予“买入”评级。

图：光威复材收入及增速情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图：光威复材归母净利润及增速情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

风险提示：军工项目进度具有不确定性；军品退税进度具有不确定性。

- ◆ 另外，除了电子元件和材料以外，军工上游领域大多数公司业绩波动幅度很大，我们根据公司年报，整理了2016-2018年利润显著下滑的公司及下滑原因。

表：2016-2018年利润显著下滑的公司及下滑原因

代码	名称	业绩下滑情况	下滑原因
300034.SZ	钢研高纳	2016和2017年归母净利润下滑23%、39%	主要原因是产品毛利率下降，公司产品原材料在成本构成中所占比重65%左右，使用的原材料主要为镍、铬、钴等有色金属，价格波动较大。
600399.SH	*ST抚钢	2016年归母净利润下滑122%，亏损0.44亿元，2017年亏损扩大为13亿元	钢铁行业产能过剩，另外公司内部控制体系经自查发现存在重大缺陷，造成公司存货、固定资产、在建工程的确认、记录和报告中失实，2017年大额计提资产减值损失
300447.SZ	全信股份	2018年归母净利润下滑-306%，亏损2.53亿元	常康环保发生商誉减值5.08亿元
300265.SZ	通光线缆	2017和2018年归母净利润下滑66%、12%	铝、光纤等主要原材料价格上涨，毛利率下降
300101.SZ	振芯科技	2016-2018年归母净利润下滑49%、24%、47%	北斗终端等产品订单下滑，管理费用增加，长期股权投资减值
002519.SZ	银河电子	2017年归母净利润下滑40%，2018年下滑723%，亏损11.67亿	机顶盒业务大幅下滑，2018年计提资产减值损失，商誉减值准备、坏账准备、存货跌价准备合计计提13.19亿元
002829.SZ	星网宇达	2018年归母净利润下滑70%	主业竞争加剧，管理费用上升，资产减值损失

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ◆ 我们希望在高景气度的细分领域中寻找具有持续增长能力的公司，因此我们统计了军工上市公司中偏上游企业的历史业绩情况，可以看出，军工产业链上游厂商的盈利情况并不稳定，**具有持续盈利能力的少数公司主要集中于被动元件和新材料领域。**

表：2016-2018年利润显著下滑的公司及下滑原因

代码	名称	业绩下滑情况	下滑原因
300342.SZ	天银机电	2018年归母净利润下滑49%	军工业务下滑，整体毛利率下降，费用率上升
300008.SZ	天海防务	2018年归母净利润下滑1244%，亏损18.78亿	大额商誉减值和重大合同减值
300397.SZ	天和防务	2018年归母净利润下滑343%，亏损1.7亿	客户采购计划延迟下达，军品订单减少，坏账损失计提
000801.SZ	四川九洲	2017年归母净利润下滑96%	数字电视业务毛利下滑，军工业务订单下滑

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为军工上游领域厂商业绩大幅波动来源于以下两点：

- 1、从行业角度看，计划经济性质的军工行业，理论上确定性高，但对于大多数上游细分领域来说，确定性并不高，主要体现为商业模式的不稳定，包括企业获得订单的途径、定价的规则等，都存在很大变数，比如表中企业涉及的北斗、空管雷达、导航等领域，从行业来看都存在很大不确定性，导致厂商业绩大幅波动；
- 2、从公司角度看，商誉减值是利润大幅下滑的重要原因，在2014-2015年牛市时以高溢价收购形成的商誉，风险在2018年集中爆发。

观点总结：

我们认为2019下半年军工领域第一条投资主线，是寻找高景气度细分领域中的持续胜出者，目前军工产业链上游景气度较高，而各细分领域中，具有可持续的商业模式、厂商能够持续盈利的是被动元件和材料领域，因此我们推荐这两个领域中行业地位稳固、主业增长稳健的上市公司：【火炬电子】【光威复材】。

而从更多业绩波动大的企业可以看出，军工行业上游领域也存在较大不确定性。我们认为这是由于在军民融合持续推进的过程中，在封闭的军工产业链逐渐打开的过程中，众多的细分领域尚未形成稳定的商业模式，同时军队改革的实施更加剧了行业的变数，以至于部分具有技术实力和优势产品的厂商，依然面临下游订单和业绩的大幅波动。在二级市场上，除了公司主业本身的波动外，还存在商誉减值等风险点，2014-2015年是军工板块牛市，那时实施的收购交易价格普遍较高，2018-2019年相当部分的公司业绩承诺到期，商誉减值风险爆发。

第三章

投资主线二：关注资产注入相关机会

监管层鼓励军工资产注入

2019年3月23日，由中国上市公司协会主办、协会国防军工行业委员会承办的国防军工上市公司座谈会在京召开，证监会副主席阎庆民指出需提升军工上市公司质量，开创军民融合新局面。国防科工局发展计划司副司长徐春荣表示将继续引导社会资本进入军工业，推动军工证券化及股份制改造，以更好践行军民融合这一国家战略。在专题讨论环节，工信部、国防科工局、国资委、证监会及沪深证券交易所的相关负责人分别围绕“军民融合 科技强军”“上市公司股权激励机制”“军工上市公司发行上市、融资及重组”等三个主题进行了交流分享。我们认为，国防军工上市公司座谈会表明监管层将完善资本市场机制制度改革，加大对军工企业的政策支持。

图：中上协召开国防军工上市公司座谈会



数据来源：证券日报网，东吴证券研究所

◆ 各军工集团重视资本运作

表：各军工集团对资本运作的计划情况

集团	集团对资本运作和改革的计划情况
航天科工集团	2019年度工作会议上提出，要抓好资本（资产）结构优化与调整工作，抓好深化国有企业改革工作。
航空工业集团	航空工业集团党组成员，总设计师李耀在2019年工作会上提出，要在2020年实现集团公司资产证券化率达70%。
航天科技集团	2018年10月航天科技一院改革总体方案提出，加快资产证券化到2025年。
中核集团	中国核工业集团有限公司董事长、党组书记余剑锋于2018年11月5日接受采访时表示，中核的资产证券化目标须达到80%左右
中船重工集团	2019年3月的国防军工上市公司座谈会中，中国船舶重工集团副总经理姜仁锋就借助资本市场促进军工企业高质量发展进行了交流分享
中国电子科技集团	2019年3月的国防军工上市公司座谈会中，中国电子科技集团副总经理、总会计师李守武就借助资本市场促进军工企业高质量发展进行了交流分享

- ◆ 2019年4-5月，中船防务和中国船舶披露资产重组方案，拟注入船舶类军品核心资产。我们认为中国船舶和中船防务的重组标志着整个行业资产证券化加速。

表：中国船舶与中船防务停牌置入与置出情况

企业名称	重组情况
中国船舶	发行股份购买资产：置入江南造船部分股权，外高桥造船 36.27%股权和中船澄西 21.46%股权，中船黄埔文冲100%股权，广船国际 100%股权。置出沪东重机100%股权。
中船防务	资产置换：置入沪东重机100%股权，中船动力100%股权，中船动力研究院51%股权，中船三井造船柴油机15%股权。置出广船国际部分股权，中船黄埔文冲部分股权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ◆ 我们整理了军工行业上市公司体外资产情况，建议关注当前估值较低的【中航机电】【四创电子】【内蒙一机】。

表：军工行业上市公司体外资产情况（市值和PE为2019年6月初数据）

	公司简称	体外资产	体外利润情况	当前市值 (亿元)	PE TTM
600372.SH	中航电子	中航工业集团航空电子相关资产	根据2017年报，2017年托管费9941万，是被托管单位营业收入的5‰，可算出2017年被托管单位收入为198.82亿元	247	49
002013.SZ	中航机电	中航工业集团航空机电相关资产	2018年10月10日关于调整股权托管事项暨关联交易的公告，截至2018年9月，托管单位销售收入合计43.30亿元，净利润为3.28亿元	235	27
600038.SH	中直股份	军用直升机总装资产		227	44
600562.SH	国睿科技	大股东电子科技集团14所	2013年公司借壳上市，当时公告大股东14所2012年净利润为7.63亿元	89	237

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：军工行业上市公司体外资产情况（市值和PE为2019年6月初数据）

	公司简称	体外资产	体外利润情况	当前市值 (亿元)	PE TTM
600990.SH	四创电子	大股东电子科技集团38所	2016年重组公告披露，大股东38所2015年净利润为4.64亿元。	70	27
002544.SZ	杰赛科技	中电通信子集团，下辖54所、7所（上市公司大股东）、34所、39所、50所		67	1,075
002935.SZ	天奥电子	大股东电子科技集团10所		50	51
600967.SH	内蒙一机	兵器工业集团陆战车辆相关资产，包括北方车辆、重庆铁马、江麓机电、哈尔滨一机		174	28
600879.SH	航天电子	大股东航天九院下有5家研究所		160	36
600118.SH	中国卫星	大股东是航天五院		260	62

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

武器装备研制生产进度不及预期。大型武器装备系统复杂，研制周期长，技术突破与试验结果具有不确定性，若研发和批产的进度不及预期，将对整个产业链的业绩放量产生影响；

军工行业改革推进不及预期。军工行业改革包括科研院所改制、混合所有制改革、军民融合、军品定价机制改革等，相关政策的出台、执行进度具有不确定性，改革推进的不及预期将影响整个军工产业链运行效率的提升。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园