

2019年中期军工行业投资策略:

**守得云开见月明，Q3军工超额收益可期**

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

军工行业分析师：李良、温肇东、周义

**中国银河证券股份有限公司**

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

1

军工板块目前估值高吗？

2

军工行业投资分析逻辑框架

3

2019Q3逻辑四因素将如何演变？

4

2019Q3投资策略：守得云开见月明

I、截至2019年7月5日，军工板块整体估值（TTM）约为46x，虽然仍高于2008年初（21.62x）和2012年底（37.48x）次低点的水平，但已经明显进入估值底部区域，且2012年底的估值水平近期已经击穿。中长期来看，目前估值水平与板块估值中枢相比，具备24%的修复空间。进入2019Q2，中证军工指数高位累计最大回撤22%，估值风险释放较为充分，中长期投资价值凸显。

II、当前军工板块的投资逻辑与2012年基本相似：行业成长+资产证券化预期，2008年的行业估值水平几乎没有反映资产证券化预期。所以对比2012年以来的板块估值变化，我们认为**军工板块正处于估值底部向上修复的通道，中间可能有反复，建议战略买入或逢低渐进加仓。**

图1 军工板块估值PE（TTM）走势情况



1

军工板块目前估值是高还是低？

2

军工行业投资分析逻辑框架

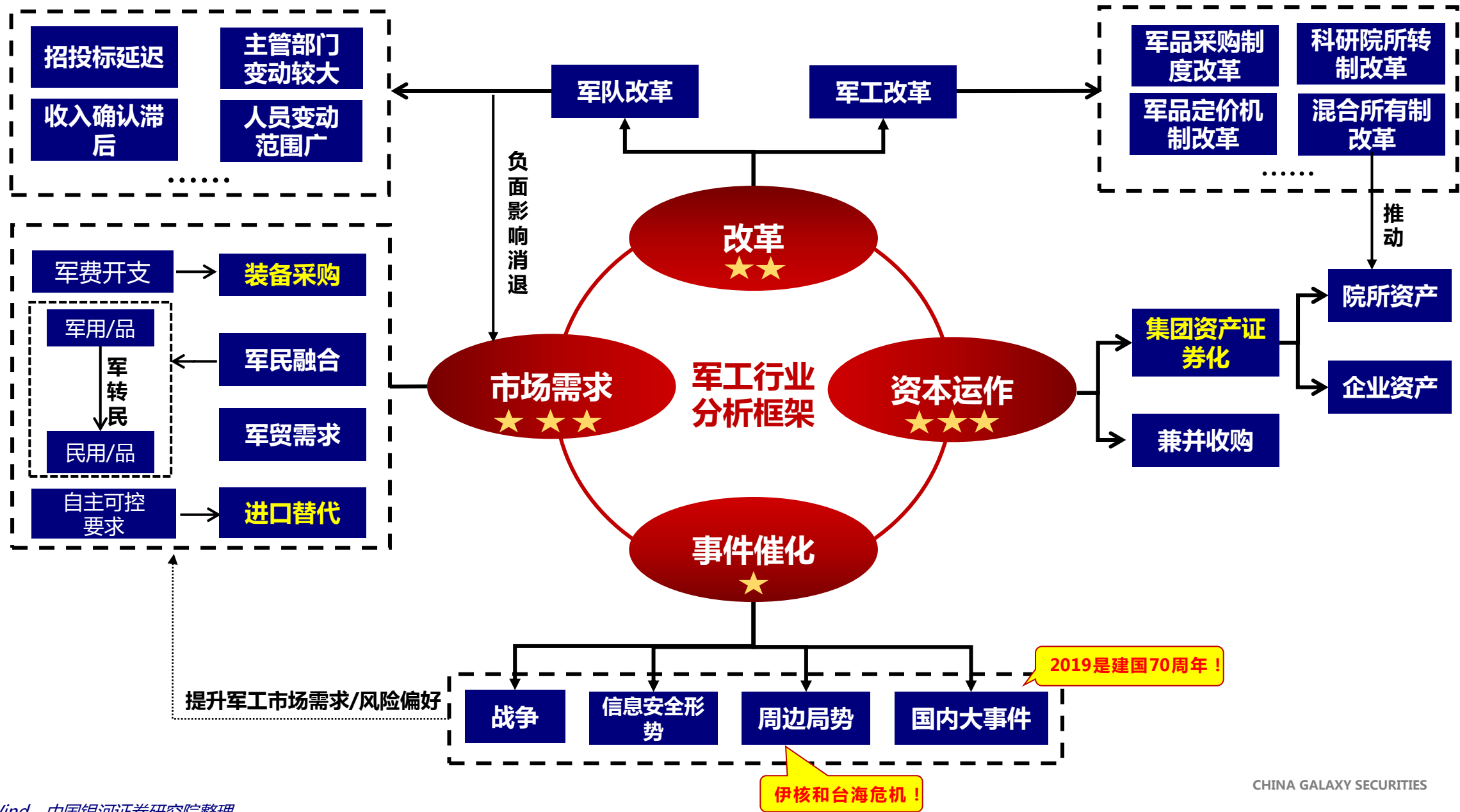
3

2019Q3逻辑四因素将如何演变？

4

2019Q3投资策略：守得云开见月明

# 军工行业分析逻辑框架



来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1

军工板块目前估值高吗？

2

军工行业投资分析逻辑框架

3

2019Q3逻辑四因素将如何演变？

4

2019Q3投资策略：守得云开见月明

## 阅兵对军工指数影响显著

I、建国以来共举行过15次阅兵。进入新世纪，我国分别于2009年10月1日和2015年9月3日，为庆祝建国60周年和抗战胜利70周年举行了两次大规模阅兵。**2019年是建国70周年，庆祝活动将层出不穷。**

II、阅兵是展示新装备，扬我国威的重要窗口。受其影响，军工板块关注度明显提升，军工指数一般提前1个半月反映，相对收益显著。预计军工板块在2019年三季度将出现明显超额收益。

399967.SZ	中证军工指数涨跌幅（%）		相对涨跌幅（%，相对于中证800）	
阅兵日期	2009-8-17至2009-9-17	2015-7-8至2015-8-17	2009-8-17至2009-9-17	2015-7-8至2015-8-17
2009.10.01	20.6		13.0	
2015.09.03		55.2		37.8

图2 2009年阅兵前指数的相对收益情况

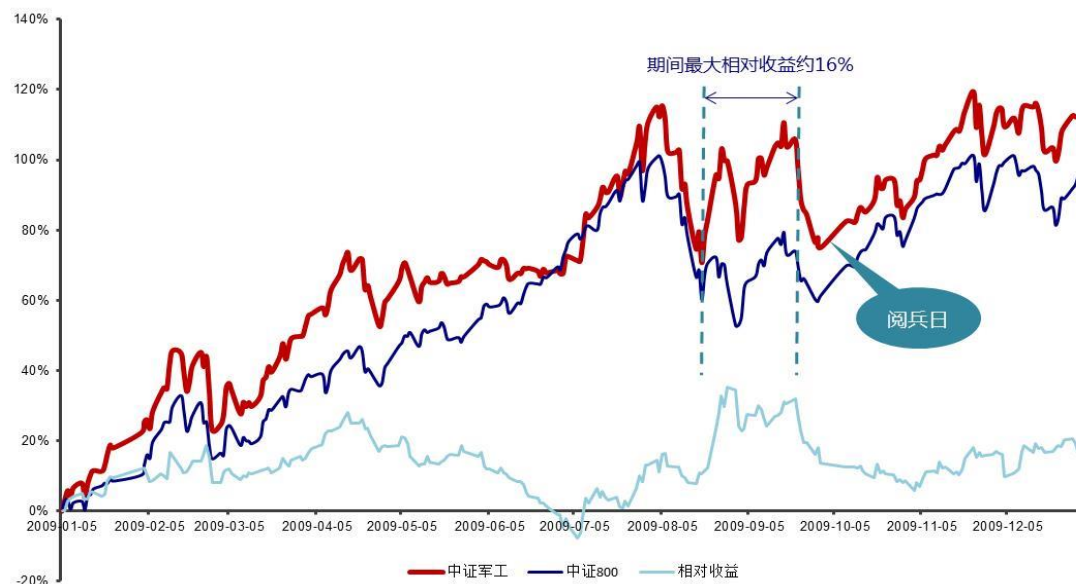


图3 2015年阅兵前指数的相对收益情况



I、军工行业不同于其他产业，典型军工企业的营收大部分来源于军费支出，几乎不受宏观经济波动的影响，行业发展与国家和军方的总体规划息息相关，呈现出较强的计划性特征。

II、从历史来看，每个五年规划的后期，军方往往都会加强军费预算的执行力度，武器装备的采购意愿也随之提升。因此军工行业的景气度周期会呈现“前低后高”的特点，2019年和2020年作为装备采购“十三五”规划最后两年，我们预计军品订单有望迎来较快增长。

- 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

- 全面建成世界一流军队



**“十九大”  
国防和军队建设“三步走”战略**

- 基本实现国防和军队现代化



图4 中国历年国防预算情况

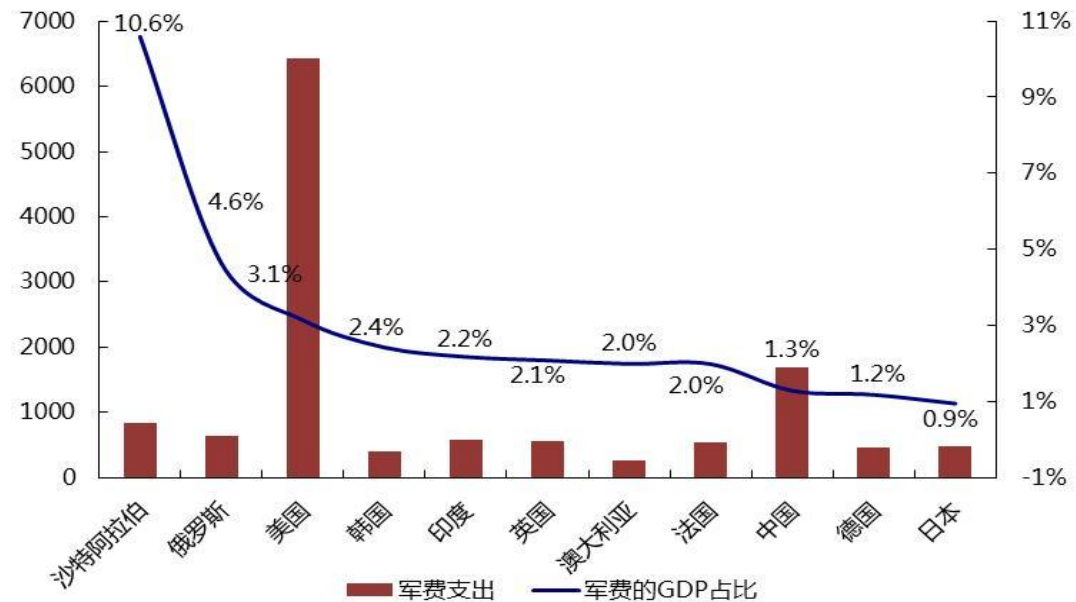
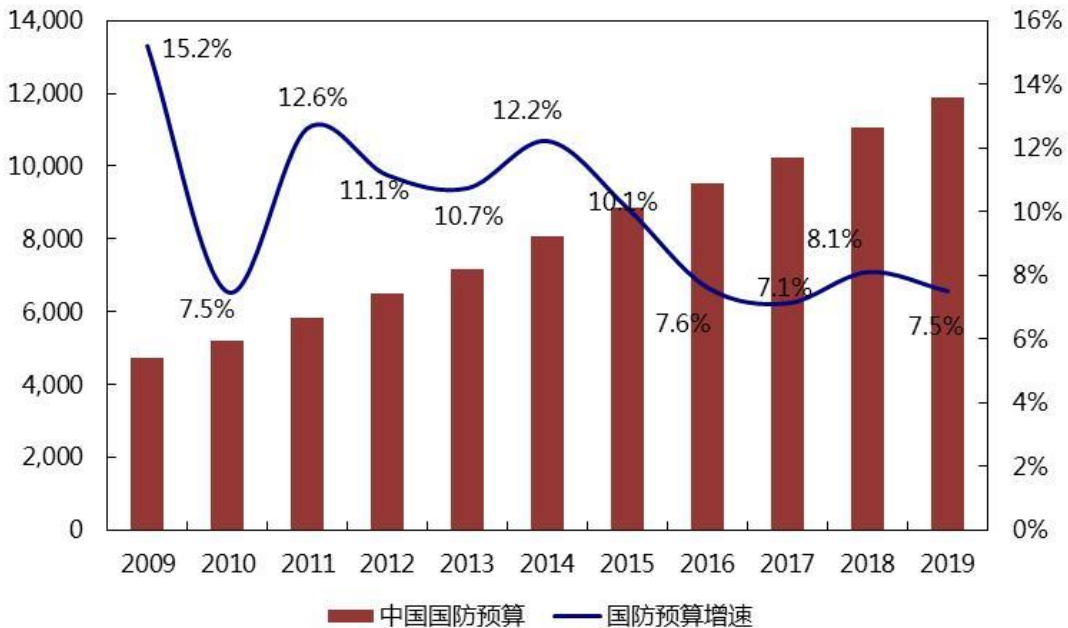
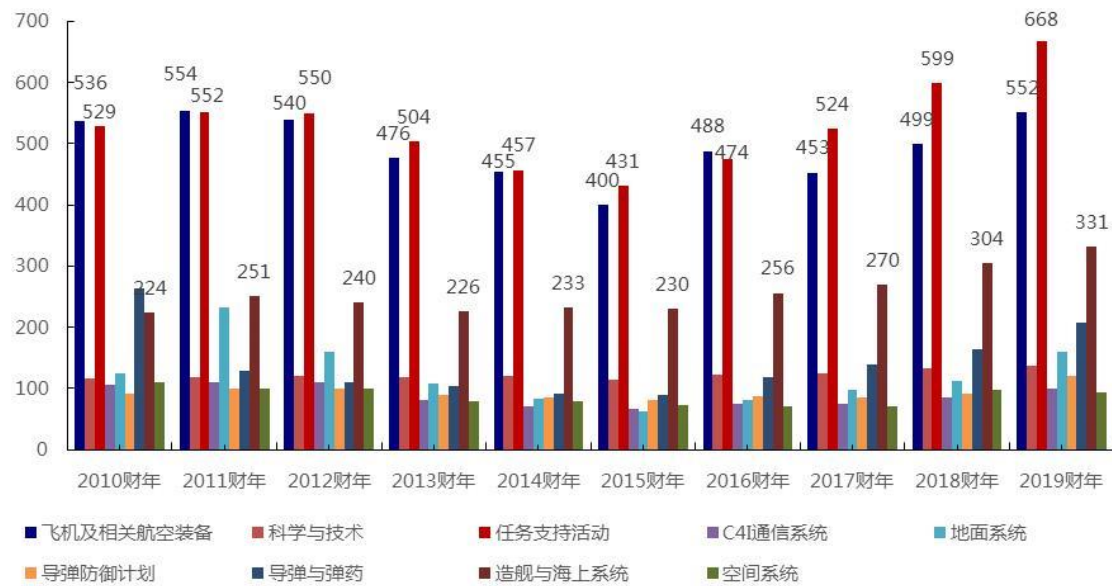
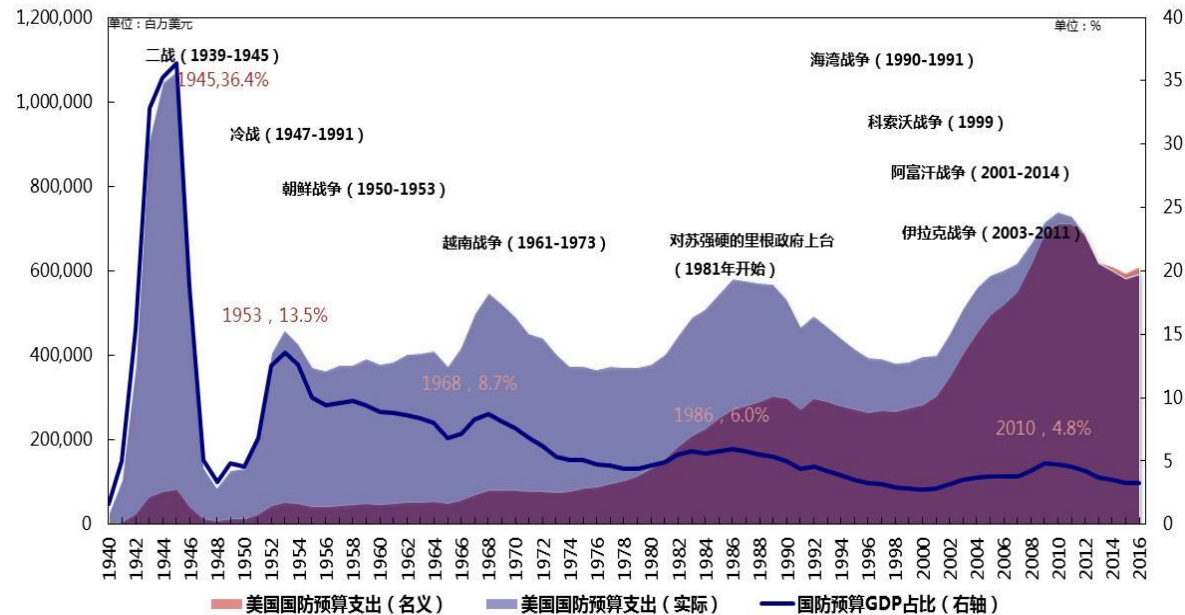


图5 美国历年军费演变情况



国防开支稳步提升  
行业增长确定性强

来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 预计上半年财报依旧靓丽

I、2018年和2019Q1军工板块分别实现营收2753亿元和522亿元，同比增长4.38%和10.57%，实现营业利润166亿元和21亿元，同比增长18.63%和27.52%，利润增长超预期。

II、我们预计二季报军工行业收入仍将维持10%左右的增长，考虑到非经营层面因素影响，预计经营利润增速将有所回落，增速约为20%，**逆周期性特征明显。**

科目(单位: 亿元)	2019Q1	2018Q1	同比	2018年末	2017年末	同比
一、营业总收入	522.53	472.58	10.57%	2,753.38	2,637.91	4.38%
二、营业总成本	514.25	436.80	17.73%	2,664.21	2,475.93	7.60%
其中: 营业成本	436.06	387.31	12.59%	2,283.88	2,173.61	5.07%
毛利率	16.55%	18.04%	-1.49%	17.05%	17.60%	-0.55%
毛利	86.47	85.26	1.41%	469.50	464.30	1.12%
期间费用	68.65	68.23	0.61%	314.23	320.53	-1.97%
期间费用率	13.14%	14.44%	-1.30%	11.41%	12.15%	-0.74%
三、营业利润	21.52	16.88	27.52%	160.23	135.36	18.37%
四、净利润	17.62	13.28	32.69%	137.51	116.64	17.89%
净利润率	3.37%	2.81%	0.56%	4.99%	4.42%	0.57%
归母净利润	16.90	12.64	33.72%	129.40	110.86	16.72%
扣非归母净利	10.23	8.99	13.75%	89.84	84.25	6.63%

# 军民融合的本质：实现军地资源全要素的双向流动、协同和共享

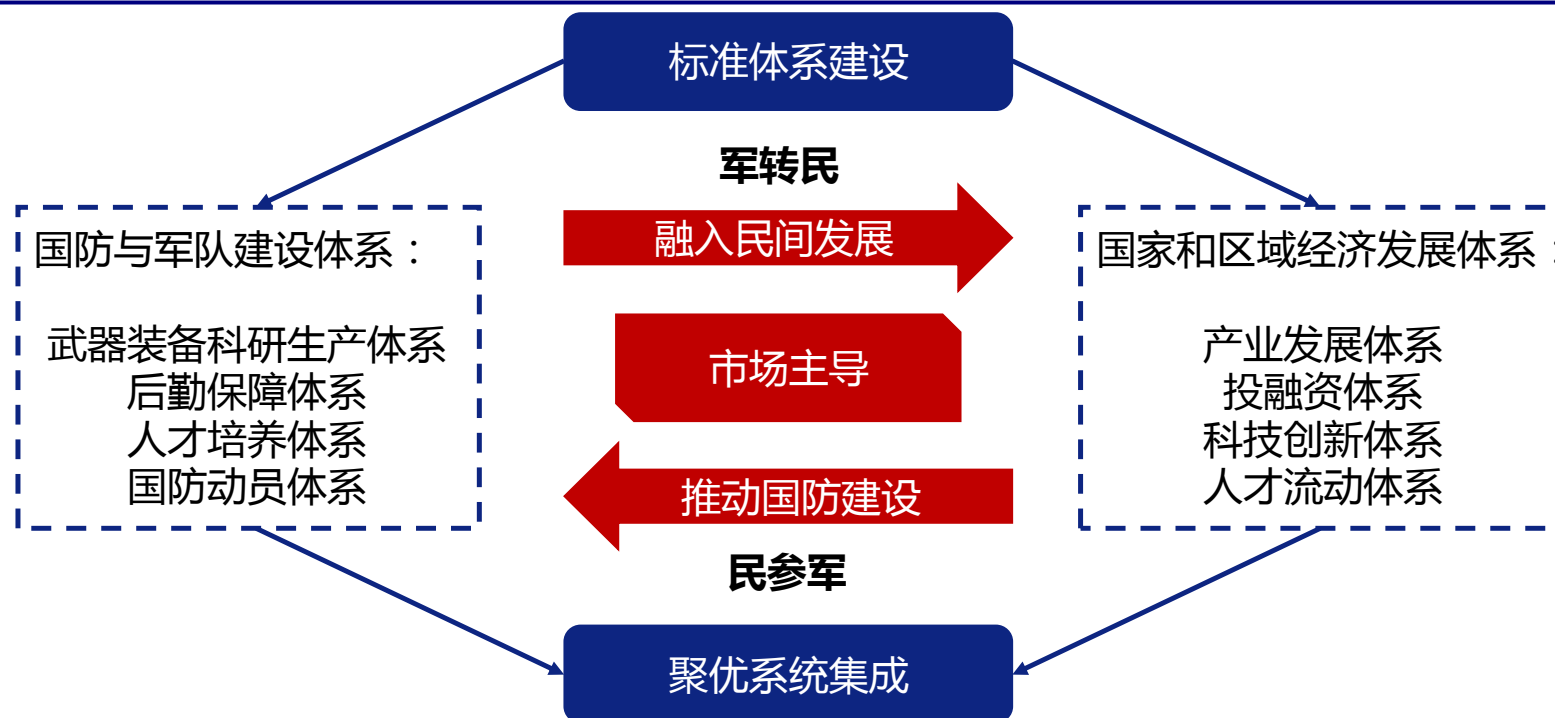
## “军转民”的涵义

- I、军工企业生产经营模式的多元化转变：单一军工产品向民用或军民两用产品领域渗透；
- II、军工企业剩余生产力的转移，通过发挥技术转化应用和人才支持战略，融入民间发展。

## “民参军”的涵义

- I、民用技术和产品进入军工市场；
- II、民营资本参与国有军工企业的股份制改造，即混合所有制改革。

图6军民融合协同路径



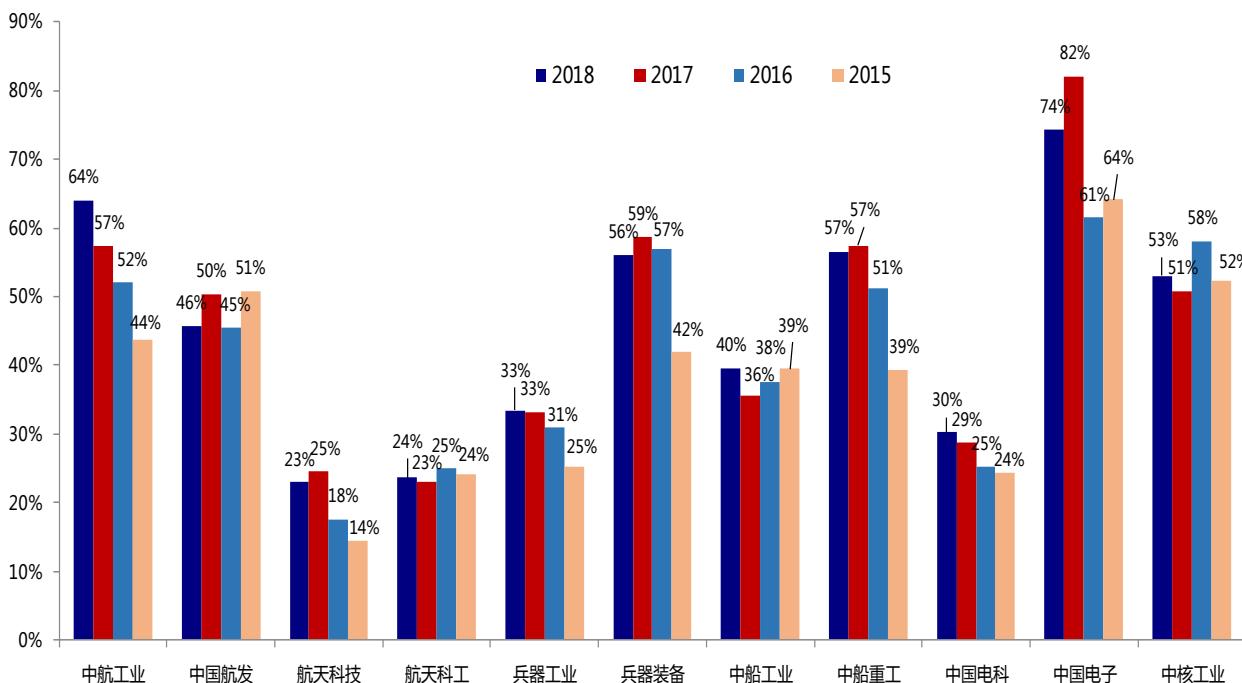
## 资本运作逢佳时，资产证券化预期再提升

I、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。此次监管松绑有利于拓宽军工板块并购重组路径，加快军工资产证券化进程。

II、军工集团资产证券化持续稳步推进(国睿科技启动资产重组，南船启动重大资产重组)

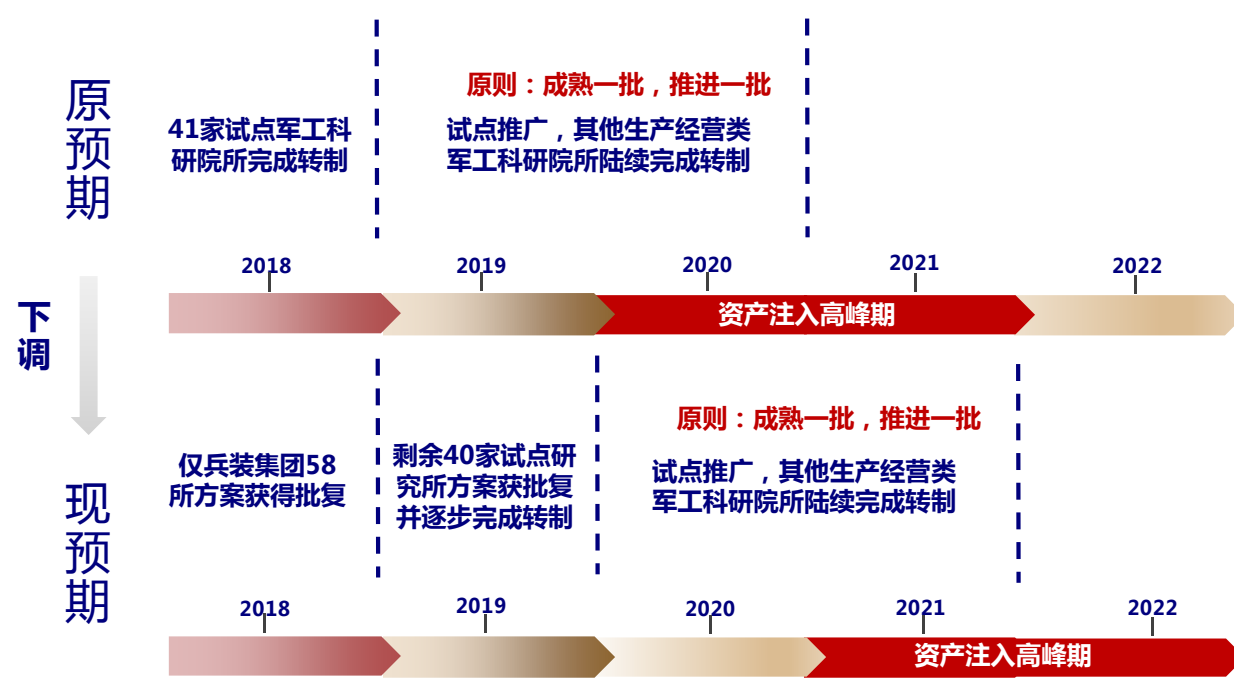
III、院所改制逐步破冰，多点开花。2020年之后有望铸就资产证券化2.0时代。

图7十二大军工集团资产证券化率数据



来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8科研院所改制进度猜想



来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 各军工集团资本运作概况及预期

集团简称	概况
中航工业	目前资产证券化率约64%，计划到2020年集团公司资产证券化率达到70%，尚有 <b>防务板块、机载设备板块、通飞板块和基础研究板块需要注入</b> 。
航天科技	集团资产证券化率约23%，计划在“十三五”期间提升至45%。 <b>航天机电、航天动力、中国卫星预期强</b> 。独立IPO和分板块注入旗下上市公司是集团资产证券化的重要方式。
航天科工	集团资产证券化率约24%，预计“十三五”期间大幅提升，存在 <b>资产IPO或第三方借壳预期</b> ，但航天科技和航天长峰仍有超预期可能。
兵器工业	集团资产证券化率约33%，计划“十三五”期间提升至50%，强调“无禁区改革”。关注 <b>北方股份、光电股份和凌云股份</b> 等。
兵器装备	集团资产证券化率约56%，目前主要以民用为主， <b>汽车产业链整合或成主要思路</b> 。
中船重工 中船工业	2019年7月1日，两集团8家上市公司发布公告称中船集团与中船重工集团正 <b>筹划战略性重组</b> 。在此之前，两集团分板块上市运作特征明显。目前，两船重组方案未明确，但北船仍有数十家优质研究所资产尚待注入，未来资产证券化提升空间依然较大。
中国电科	集团资产证券化率约30%，“十三五”期间或将提升至50%。集团拥有大量科研院所优质资产，资产整合空间较大，看好 <b>国睿科技、四创电子、杰赛科技、凤凰光学</b> 。 <b>IPO和借壳上市是集团资产证券化的重要选择，比如*ST嘉陵的重组运作</b> 。
中国电子	集团资产证券化率较高，约74%，或延续“ <b>一个产业板块一个上市公司</b> ”的布局。
中核工业 中核建设	2018年1月，国务院批准两集团实施重组，中核工业吸收合并中核建设，目前重组仍在进行。核工业集团的核心竞争力在于23个科研院所，涉及核工业所有专业方向。2018年11月，集团董事长称 <b>资产证券化期望达到80%左右</b> 。核技术应用、非核新能源、核技术服务、仪器仪表设备等相对独立资产，则考虑选择境内外市场单独上市。
地方军工国企 集团	奥普光电（大股东长春光机所旗下相关产业公司） 烽火电子（陕西电子信息产业集团旗下众多军工资产） 四川九洲（九洲电器集团旗下除空管和信息外的其它军品资产）

## 军队改革在路上，影响深远

### 第一阶段

### 第二阶段

### 第三阶段

**2015年改革目标：**  
重点组织实施领导管理体制、联合作战指挥体制改革。

**2016年改革目标：**  
组织实施军队规模结构和作战力量体系、院校、武警部队改革，基本完成阶段性改革任务

**2017-2020年改革目标：**  
对相关领域改革做进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。政策制度和军民融合深度发展改革，成熟一项推进一项。

**2015年改革成果：**

**2016年改革成果：**

**2017至今改革成果：**

深化国防和军队改革总体方案建议

审议通过《领导指挥体制改革实施方案》

中国人民解放军陆军、火箭军、战略支援部队成立

中国人民解放军战区成立大会举行

调整组建新的军事科学院、国防大学、国防科技大学

中央军民融合发展委员会成立

武警部队改革工作会议召开

军民融合发展委员会第一次全体会议，会议审议通过了一系列重要文件

2015.7 2015.9 2015.10 2015.11

2015.12 2016.1 2016.2

2016.7 2016.9

2017.1 2017.4 2017.7 2018.1 2018.3 2018.10

习近平总书记宣布裁军30万

中央军委印发《关于深化国防和军队改革的意见》

军委机关由原来的总参谋部、总政治部、总后勤部、总装备部4个总部，改为7个部（厅）、3个委员会、5个直属机构共15个职能部门

中央军委联勤保障部队成立

陆军将原18个集团军调整为13个集团军，并公布了新番号

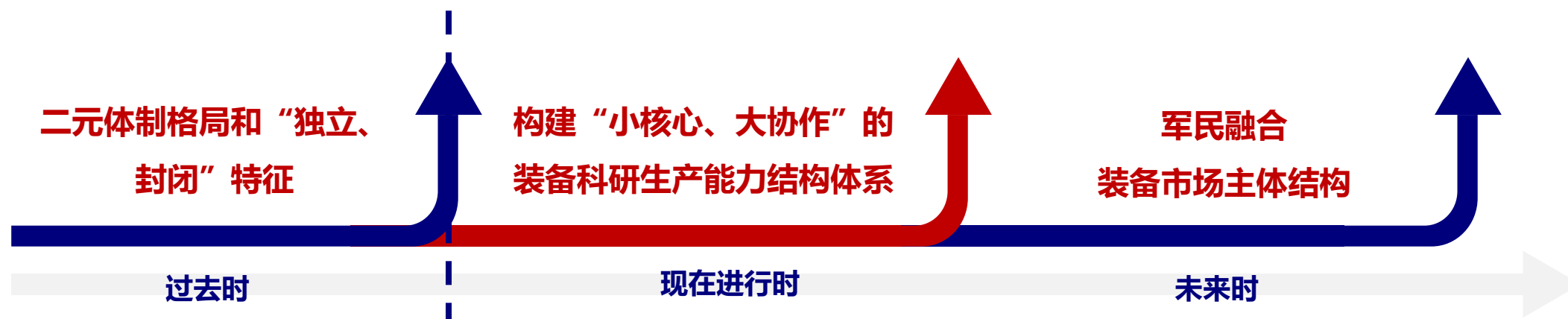
中央军委向武警部队授旗

军民融合发展委员会第二次会议，会议审议通过《关于加强军民融合法治建设的意见》

## 军工体系落后于时代，变革是大势所趋

- I、军民分割、条块分割的二元体制格局亟待打破
- II、装备市场供给主体结构单一，“独立、封闭和垄断”特征明显

图10 装备市场主体结构演变



来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1我国装备市场结构划分

市场类型	装备种类	装备类型	信息透明程度	产品可替代性	市场容量
完全垄断	核武器、机要装备等	非竞争类	保密要求极高，不完全信息	不可替代，专用性极强	1-2家，一般1家
寡头垄断	常规弹药、战斗机、装甲车、大型水面舰艇、潜艇系统总体和关键分系统	限制竞争类	保密要求高，不完全信息	可替代性差，专用性很强	一般几家，最少2家
垄断竞争	装备一般分系统及配套产品	有限竞争类	保密要求一般，部分信息透明	可替代性一般，专用性一般	10家左右
完全竞争	军民通用的产品和设备	充分竞争类	无保密要求，完全透明	可替代性强，专业性差	大量

资料来源：《军民融合装备市场结构优化\_顾桐菲》，中国银河证券研究院整理

## 混改大幕开启，市场活力涌现

I、在本轮混改中，中国核建和中船工业集团被列入第一批试点名单，混改先行先试。继2017年中核与中核建启动重组以来，近期两船也宣布启动战略重组。

II、资本市场对混改最大的期待是**员工激励机制的建立**！中航沈飞、钢研高纳等已陆续成功实施股权激励。

图11混合所有制推进时点

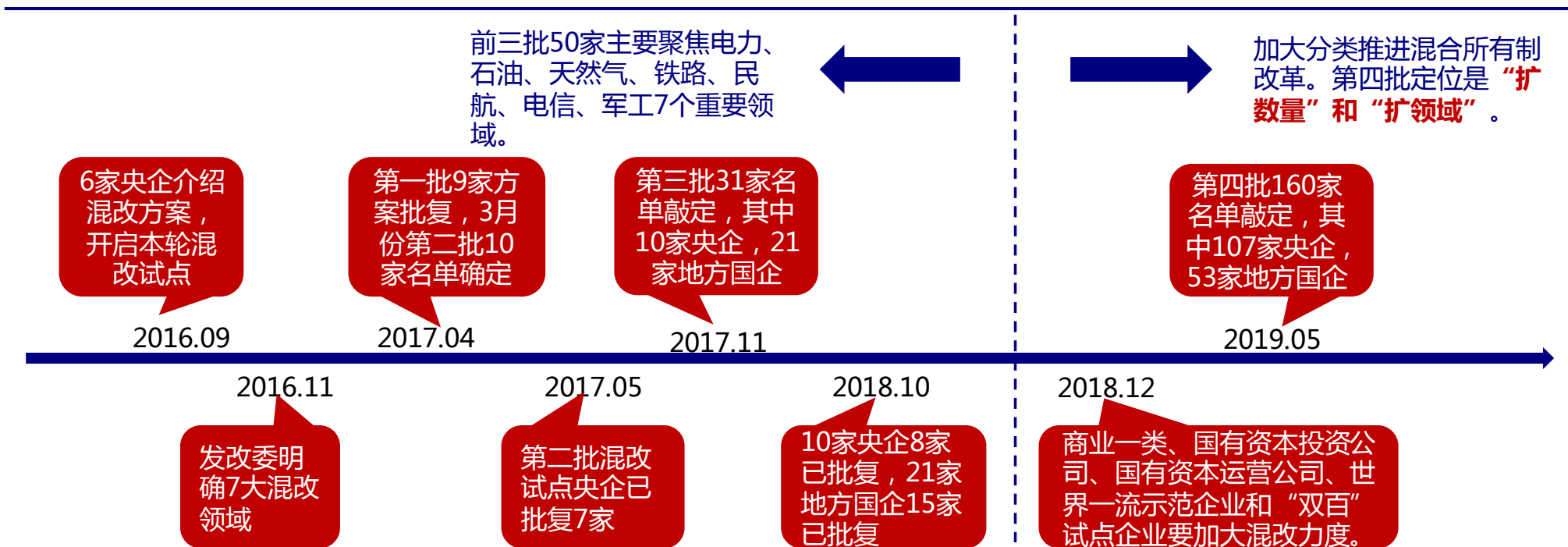
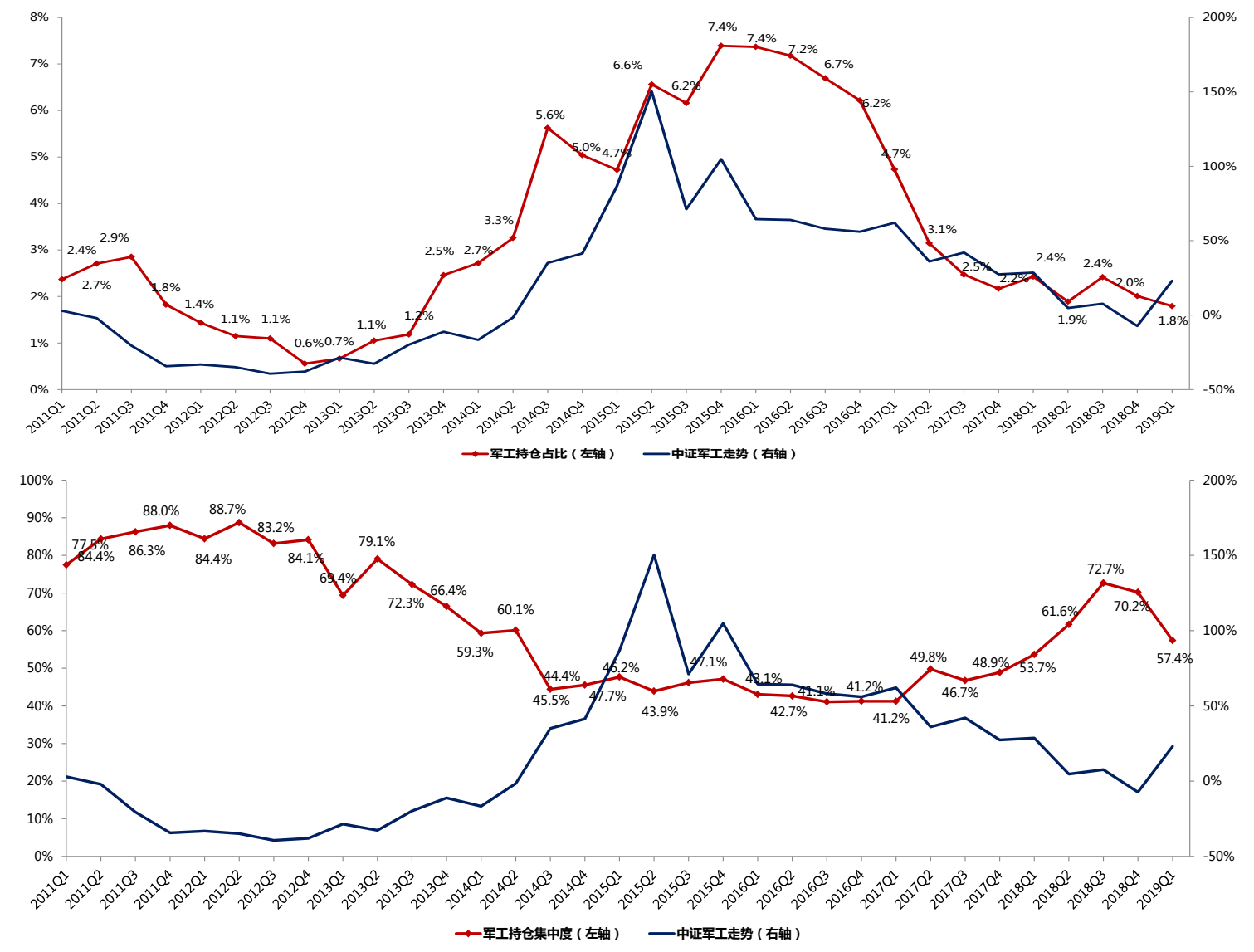




图12 基金军工持仓占比和集中度变化与军工指数走势对比



基金持仓马太效应扭转，  
军工持仓占比回升可期

I、一季度以来，前期涨幅较大，估值风险积累较高的白马股普遍跑输军工指数，而前期跌幅较深，估值下杀较大的成长股反弹力度较大。

II、展望2019Q3，我们认为市场投资风格正趋向于均衡，风险偏好有所修复，机构持股马太效应已经扭转，以龙头、白马为基，渐进布局真成长成为新时期投资主基调。

表2 2019Q1前6大军工持股股票持股变化情况

名称	2019Q1持股总市值 (亿元)	2019Q1持股市值排名	市值同比增加 (亿)
中航光电	17.27	1	0.03
中直股份	14.22	2	0.71
中航沈飞	9.37	3	-0.28
航天电器	7.42	4	-1.8
内蒙一机	5.95	5	-0.45
菲利华	5.35	6	3.61
中航机电	5.34	7	-2.49

来源：Wind，中国银河证券研究院整理

来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1

军工板块目前估值高吗？

2

军工行业投资分析逻辑框架

3

2019Q3逻辑四因素将如何演变？

4

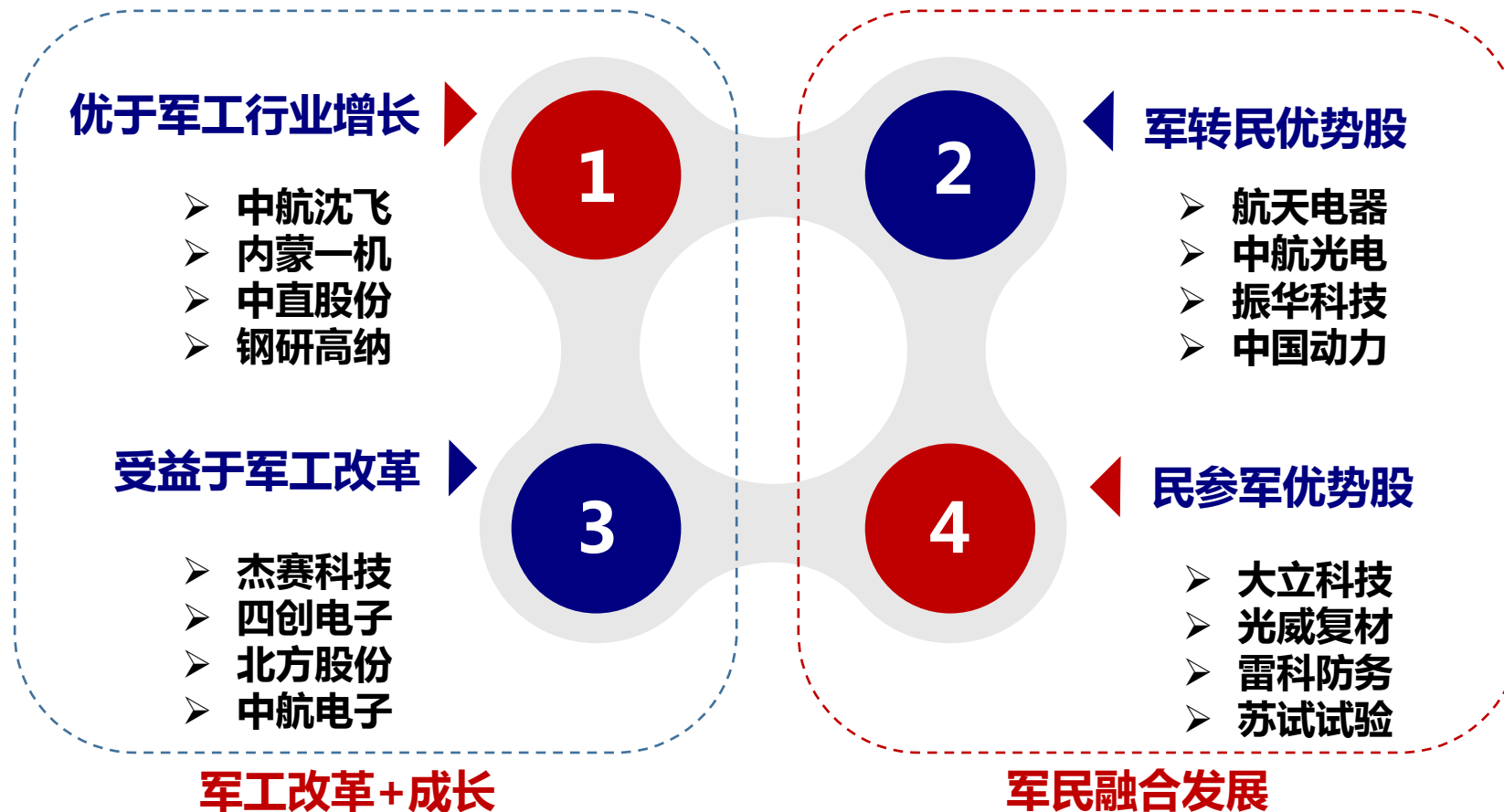
2019Q3投资策略：守得云开见月明

## 守得云开见月明，Q3军工超额收益可期

I、2019Q2以来，中证军工指数最大回撤约22%，估值风险释放较为充分。随着外围贸易局势不确定性因素减少，市场风险偏好有所走高，短期板块或持续回升。

II、中长期来看，板块估值水平仍处于历史底部区域，叠加行业基本面持续改善，改革红利陆续释放，投资机会逐步凸显，建议渐进加仓。

III、配置方面，建议**进攻和防守兼具**，重点推荐估值和成长兼备的钢研高纳（300034.SZ）、大立科技（002214.SZ）、航天发展（000547.SZ）、航天电器（002025.SZ）。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。



**李良**

**军工行业分析师**

简介：证券从业近7年，对军工行业研究有深刻的理解

执业证书编号：S0130515090001