

国防军工

军工 19Q2 基金持仓略降，关注科创板映射机会

本周行情回顾：科创板开闸在即，本周（07.15-07.21）市场风险偏好有所回升。西部材料（+14.3%）、大立科技（+11.5%）、高德红外（+8.9%）、宝钛股份（+8.0%）等军工科创板映射标的表现亮眼。指数方面，上证综指下跌 0.22%，创业板指数上涨 1.57%，军工指数上涨 0.95%，跑赢大盘 1.16pct，排名 7/29。个股方面，久之洋（+30.6%）、西部材料（+14.3%）等领涨，*ST 信威（-22.6%）、四川九洲（-8.5%）等跌幅居前。

与前不同的观点：把握改革、成长双主线，中报有望验证成长逻辑。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。中报季来临，前期观点有望得到验证，看好航空航天、新材料、信息化等业绩表现。2）改革逻辑：2019 年初船舶系重组事件拉开改革大幕，7 月 1 日两船正式公布将战略性重组，市场对军工改革关注度迅速升温。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，南北船合并、科研院所改制等将持续催化板块行情。

与众不同的观点：2019Q2 军工基金持仓略降，板块明显分化，我们预计中报业绩向好将提振信心，新材料/元器件是关注焦点。1）中报季来临，关注绩优个股：截至目前，61 家军工标的披露业绩预报，其中预增 11 家、略增 18 家，报喜率约 55%；以净利润增速上下限均值计算，业绩增速 ≥ 15% 的有 24 家，0-15% 区间有 9 家。宝钛股份（+224%）、钢研高纳（+83%）、光威复材（+40%）等新材料个股，大立科技（+175%）、高德红外（+40%）等红外领域个股表现亮眼。2）19Q2 基金数据发布，新材料及信息化标的被加仓：19Q2 基金重仓军工比重为 0.88%，较 19Q1 环比-0.33pct，行业排名 23/29；板块超配比例为-0.62%，环比-0.18pct，接近 13Q3 水平。个股方面，基金重仓标的的变化不大，中航光电、中直股份等核心白马更受机构青睐；钢研高纳（+1077 万股）、海格通信（+489 万股）等被大幅加仓，热点向新材料、信息化等景气上行领域转移。

科创板开闸在即，关注新材料龙头西部超导。1）科创板将于 7 月 22 日正式开闸，军工“硬科技”特点符合科创板定位。我们认为具备自主可控知识产权、推动国产替代的军工企业将得到更多资本青睐，同时与科创板公司业务相近、赛道相似的 A 股映射标的有望迎来价值重估。2）西部超导是我国航空航天用高端钛合金重要供应商。公司背靠西北有色研究院，在高温合金领域技术储备深厚。同时作为全球领先的超导线材供应商，产品在军民领域应用前景较好。3）公司科创板 IPO 发行 4420 万股，发行价 15 元/股、市盈率 68 倍，预计完成募资 6.63 亿元，主要投入发动机用高性能高温合金项目。A 股可比公司西部材料、钢研高纳。

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、火炬电子、四创电子、菲利华、耐威科技。

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。

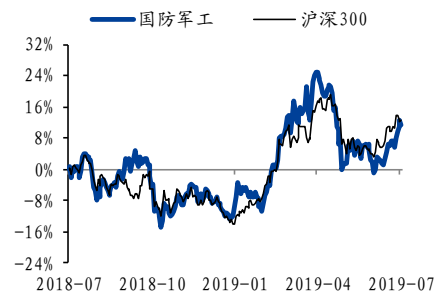
重点标的

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	48.1	39.4	32.2	26.5
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	30.5	25.1	20.8	17.7

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 07 月 19 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：科创板开闸在即，关注军工映射受益标的》2019-07-14
- 《国防军工：两船合并催化行情，关注船舶系与电科系改革机会》2019-07-07
- 《国防军工：南北船战略性重组官宣，军工重组预期全面升温》2019-07-02



内容目录

一、军工本周 (07.15-07.21) 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 把握改革、成长双主线，中报有望验证成长逻辑.....	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：航空航天仍是热点，关注新材料、信息化等细分领域.....	9
2.4 板块估值具备吸引力，成长白马持仓有望提升.....	11
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会.....	12
2.5.1 集团改革目标明确、态度积极，证券化率稳步提升.....	12
2.5.2 集团平台整合思路清晰，关键业务具备较强成长性.....	13
三、军工行业重大新闻.....	14
3.1 要闻速递.....	14
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.....	18

图表目录

图表 1: 本周 (07.15-07.21) 国防军工指数上涨 0.95%.....	4
图表 2: 本周 (07.15-07.21) 国防军工指数在行业指数中排名第 7.....	4
图表 3: 本周 (07.15-07.21) 军工板块个股表现列表.....	4
图表 4: 本周 (07.15-07.21) 核心军工板块个股表现列表.....	5
图表 5: 本周 (07.15-07.21) 民参军板块个股表现列表.....	5
图表 6: 本周 (07.15-07.21) 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 归母净利及增速.....	7
图表 13: 军工行业 2016-2019Q1 单季归母净利及增速.....	7
图表 14: 2018 年军工行业总归母净利的构成情况.....	8
图表 15: 2017-2019Q1 军工行业各子领域的归母净利增速对比.....	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: 2019Q2 军工板块基金持仓占比 0.88%，环比下降 0.33 个百分点.....	9
图表 18: 2019Q2 军工板块基金超配比例-0.62%，较历史高点仍有较大差距.....	9
图表 19: 2019Q1/2019Q2 国防军工板块基金持股市值前十个股.....	10
图表 20: 2019Q1/2019Q2 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 2.6 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: 7月 19 日, 天宫二号受控再入大气层	14
图表 27: 7月 17 日, 日本海上自卫队第二艘万吨驱逐舰“羽黑”号下水.....	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（07.15-07.21）行情回顾

1.1 行业指数表现

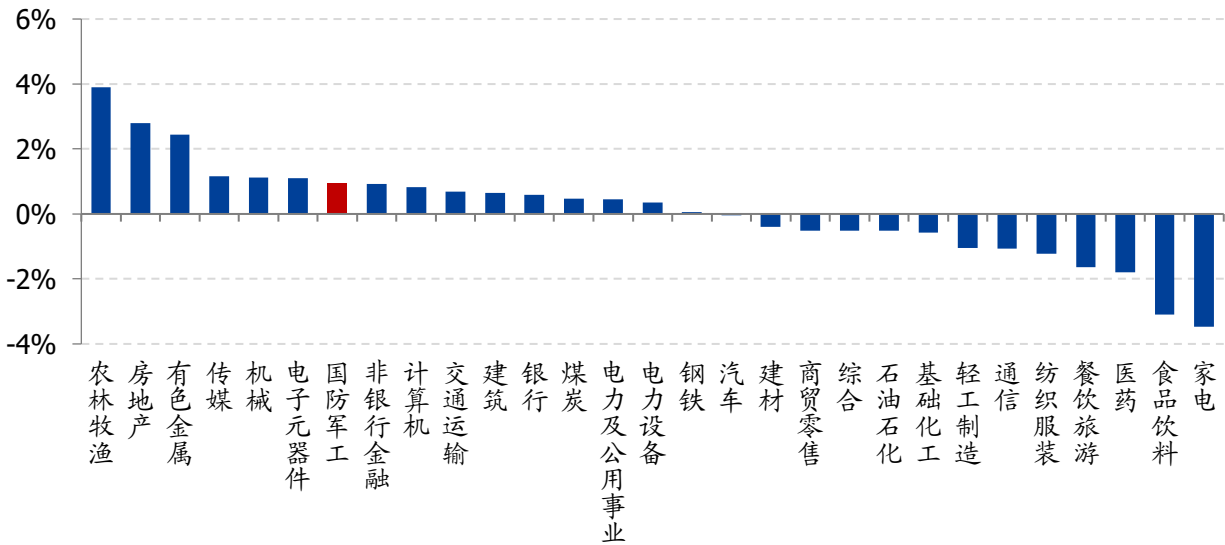
本周（07.15-07.21）上证综指下跌0.22%，创业板指数上涨1.57%，国防军工指数上涨0.95%，跑赢大盘1.16个百分点，排名第7/29。

图表1：本周（07.15-07.21）国防军工指数上涨0.95%

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
0.95%	-0.22%	1.57%	1.16%	7/29

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：本周（07.15-07.21）国防军工指数在行业指数中排名第7



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周（07.15-07.21）久之洋(+30.58%)领涨，西部材料(+14.32%)、航新科技(+14.08%)等个股涨幅居前。其中，核心军工版块久之洋(+30.58%)、中国应急(+9.38%)等股票表现较好，涨幅居前；民参军版块西部材料(+14.32%)、航新科技(+14.08%)等个股表现较好，涨幅居前；军工概念版块中船科技(+8.39%)、宝钛股份(+8.04%)等个股表现较好，涨幅居前。*ST信威(-22.58%)等股票跌幅居前。

图表3：本周（07.15-07.21）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
300516.SZ	久之洋	38.52	30.58%	600485.SH	*ST信威	10.73	-22.58%
002149.SZ	西部材料	9.9	14.32%	000801.SZ	四川九洲	5.4	-8.47%
300424.SZ	航新科技	18.23	14.08%	000818.SZ	航锦科技	8.96	-5.88%
300354.SZ	东华测试	12.06	12.40%	300456.SZ	耐威科技	12.88	-5.50%
002214.SZ	大立科技	10.76	11.50%	600677.SH	航天通信	15.7	-5.19%
300095.SZ	华伍股份	6.32	10.30%	002246.SZ	北化股份	8.37	-4.99%
300527.SZ	中国应急	13.3	9.38%	300177.SZ	中海达	7.92	-4.92%
002414.SZ	高德红外	20.68	8.90%	300397.SZ	天和防务	19.05	-4.85%
300447.SZ	全信股份	12.08	8.83%	002669.SZ	康达新材	13.59	-4.36%
300581.SZ	晨曦航空	15.74	8.40%	000687.SZ	华讯方舟	6.4	-3.90%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4: 本周 (07.15-07.21) 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
300516.SZ	久之洋	38.52	30.58%	000801.SZ	四川九洲	5.4	-8.47%
300527.SZ	中国应急	13.3	9.38%	600677.SH	航天通信	15.7	-5.19%
002268.SZ	卫士通	23.8	5.45%	600416.SH	湘电股份	5.6	-3.45%
600150.SH	中国船舶	24.38	4.86%	300722.SZ	新余国科	23.19	-3.17%
000547.SZ	航天发展	9.57	4.36%	600990.SH	四创电子	46.74	-2.85%
300114.SZ	中航电测	9.75	3.72%	600184.SH	光电股份	11.38	-2.32%
600862.SH	中航高科	9.66	3.21%	600372.SH	中航电子	14.77	-2.06%
000066.SZ	中国长城	9.37	3.16%	600562.SH	国睿科技	15.07	-1.82%
600038.SH	中直股份	41.61	2.24%	002935.SZ	天奥电子	32.37	-1.76%
600685.SH	中船防务	16.56	2.22%	600765.SH	中航重机	9.36	-1.37%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (07.15-07.21) 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
002149.SZ	西部材料	9.9	14.32%	600485.SH	*ST 信威	10.73	-22.58%
300424.SZ	航新科技	18.23	14.08%	000818.SZ	航锦科技	8.96	-5.88%
300354.SZ	东华测试	12.06	12.40%	300456.SZ	耐威科技	12.88	-5.50%
002214.SZ	大立科技	10.76	11.50%	300177.SZ	中海达	7.92	-4.92%
300095.SZ	华伍股份	6.32	10.30%	300397.SZ	天和防务	19.05	-4.85%
002414.SZ	高德红外	20.68	8.90%	002669.SZ	康达新材	13.59	-4.36%
300447.SZ	全信股份	12.08	8.83%	000687.SZ	华讯方舟	6.4	-3.90%
300581.SZ	晨曦航空	15.74	8.40%	002297.SZ	博云新材	7.41	-3.64%
603678.SH	火炬电子	23.62	8.10%	300696.SZ	爱乐达	28.53	-3.58%
300474.SZ	景嘉微	40.81	6.89%	300252.SZ	金信诺	9.45	-3.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (07.15-07.21) 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
600072.SH	中船科技	15.89	8.39%	002246.SZ	北化股份	8.37	-4.99%
600456.SH	宝钛股份	24.45	8.04%	603698.SH	航天工程	13.06	-3.76%
600536.SH	中国软件	50.76	6.33%	000561.SZ	烽火电子	6.67	-3.47%
600171.SH	上海贝岭	15.7	5.94%	600151.SH	航天机电	4.87	-2.40%
600973.SH	宝胜股份	3.98	4.74%	600501.SH	航天晨光	8.79	-1.24%
600262.SH	北方股份	21.59	3.65%	600480.SH	凌云股份	8.58	-1.15%
600495.SH	晋西车轴	4.93	3.14%	600855.SH	航天长峰	14.11	-0.84%
600775.SH	南京熊猫	11.25	0.54%	002190.SZ	*ST 集成	18.68	-0.74%
600148.SH	长春一东	15.49	0.45%	000901.SZ	航天科技	12.26	-0.49%
002368.SZ	太极股份	26.95	0.15%	002254.SZ	泰和新材	10.39	-0.38%

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 把握改革、成长双主线，中报有望验证成长逻辑

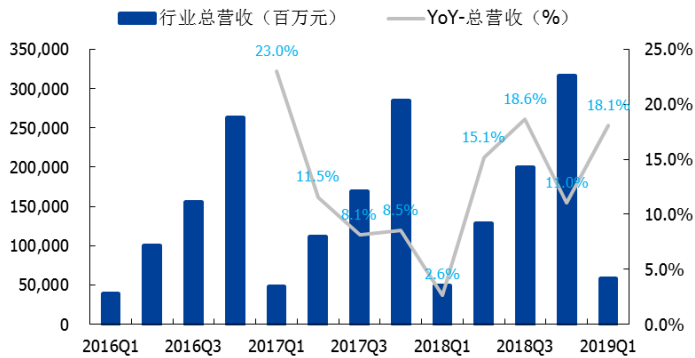
把握改革、成长双主线，中报有望验证成长逻辑。我们在策略报告《逆周期，新景气》、《大国重器，高端铸基》中坚定看好2019年板块机会，重视“改革+成长”双主线：1) 成长逻辑：2018年7月我们提出“基本面反转，拐点已至”，并判断19-20年将是军工采购高峰期。19Q1军工行业收入YOY+18%，归母净利YoY+67%，预收高企，现金流改善明显。18年国防信息化子板块营收YOY+13%，归母净利YOY+16%，均列“海陆空天信息化”第二位；随着新式装备进入批产阶段，2019年对新材料的需求将逐步放量，同时看好航空航天、信息化等板块全年业绩表现，观点有望在中报期得到初步验证。2) 改革逻辑：2019年初船舶系重组事件拉开改革大幕，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。南北船战略重组事件再次引发市场对改革动向的关注，我们认为两船合并、院系改制等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。

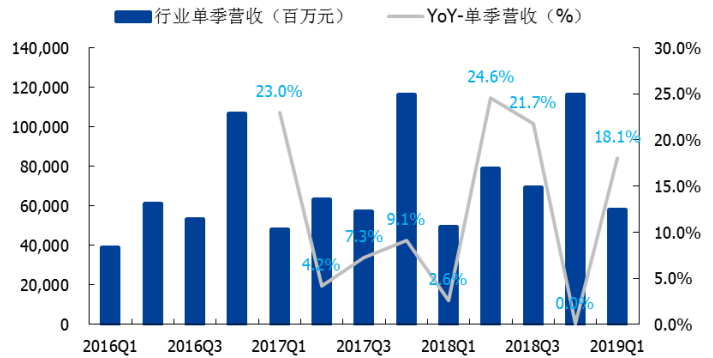
单季度营收来看，2018Q4、2019Q1分别同增0.1%、18.1%，或与交付节奏有关。2018年4季度军工行业实现营业收入1239.2亿元，同比微增0.1%，增速较前2个季度有明显回落，我们判断或与主机厂推行均衡生产导致交付结算节点前移有关。2019Q1军工行业实现总营收583.1亿元，同比增长18.1%，维持景气上行趋势。

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

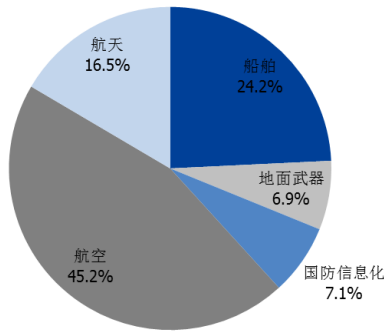


资料来源：wind，国盛证券研究所

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%）。

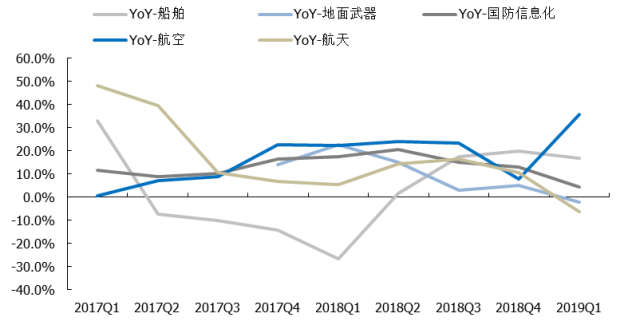
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

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

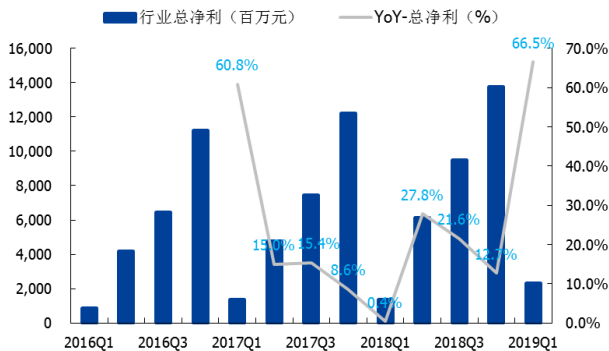
单季营收增速 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%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

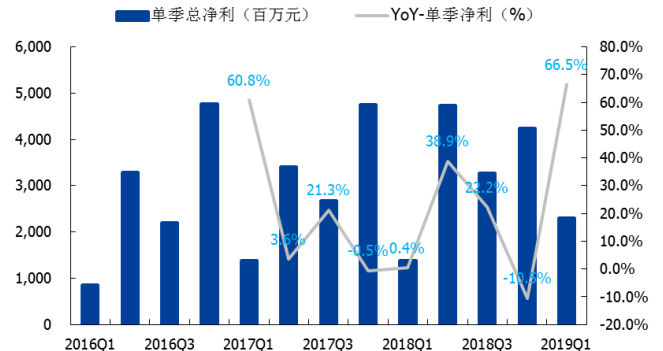
单季度归母净利润来看, 2018Q4、2019Q1 分别同增 -10.5%、66.5%, 波动较大。2018 年 4 季度实现归母净利润 42.5 亿元 (-10.5%), 我们判断或同样受主机厂均衡生产的交付节点前移影响。2019 年 1 季度军工行业实现总归母净利 23.1 亿元 (+66.5%), 已连续第 4 个季度归母净利润增速高于营收增速, 表明行业整体盈利能力持续提升。

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

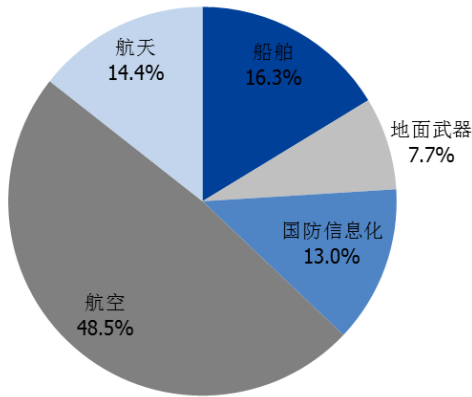


资料来源: wind, 国盛证券研究所

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%）。

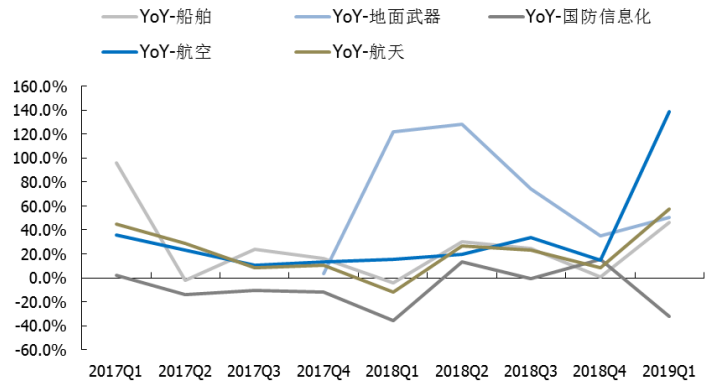
2018年地面武器同增34.9%位居第一，2019Q1航空以138.8%的增速遥遥领先。2018年，各子领域归母净利增速：地面武器（+34.9%）> 国防信息化（+15.7%）> 航空（+15.0%）> 航天（+8.3%）> 船舶（+0.5%）。2019Q1，各子领域归母净利增速：航空（+138.8%）> 航天（+57.2%）> 地面武器（+50.4%）> 船舶（+46.1%）> 国防信息化（-32.2%）。

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

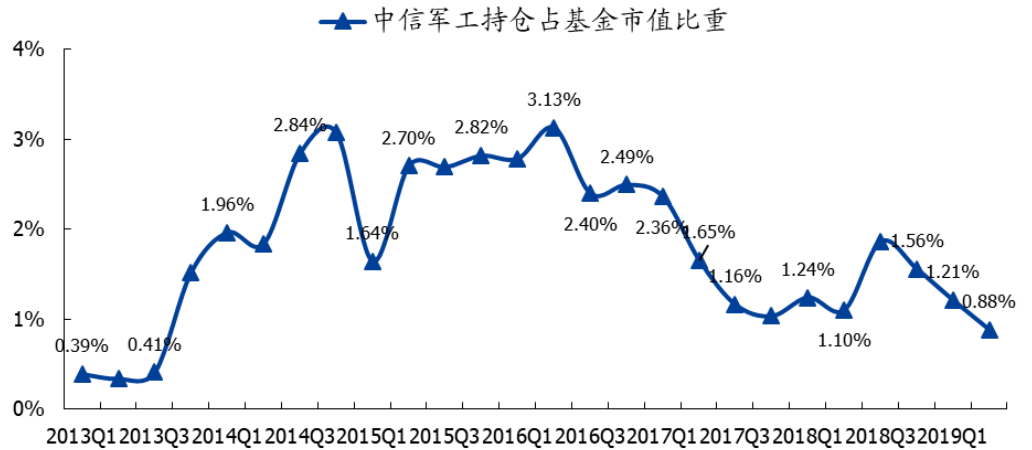
单季营收增速 (%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	35.5%	45.0%	2.2%	*	95.8%	60.8%
2017Q2	22.6%	18.2%	-19.2%	*	-25.8%	3.6%
2017Q3	-8.5%	2.8%	-4.7%	*	126.6%	21.3%
2017Q4	16.4%	12.4%	-14.3%	-45.2%	-32.5%	-0.5%
2018Q1	15.4%	-12.0%	-35.6%	121.5%	-3.8%	0.4%
2018Q2	20.7%	57.4%	35.1%	130.8%	52.5%	38.9%
2018Q3	60.6%	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：航空航天仍是热点，关注新材料、信息化等细分领域

2019Q2 国防军工板块基金持仓下降 0.33 个百分点，排名 23/29。截至 2019Q2 基金持仓中，国防军工基金持仓为 0.88%，环比下降 0.33 个百分点，大幅度低于 2016Q2 的 3.13%，仍处于历史较低水平，接近 2017Q4 水平。我们认为在建国 70 周年的大背景下，展望 2019Q3，国防军工板块基金持仓将有望提升。

图表 17: 2019Q2 军工板块基金持仓占比 0.88%，环比下降 0.33 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019Q2 国防军工板块超配比例-0.62%，逼近历史低位。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，目前仍处于低配水平。2018Q3 以后，军工板块超配比例连续三个季度下降。2019Q2 国防军工板块超配比例为-0.62%，环比下降 0.18 个百分点，排名 16/29，连续三个季度为负值，较 2014Q3 的高点 1.14% 有较大差距。（基金超配比例计算：基金持仓比例-基金标准配置）

图表 18: 2019Q2 军工板块基金超配比例-0.62%，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 2019Q1 相比未发生明显变化。与 2019Q1 相比，基金的前十大重仓股中，基金持股市值的前十名中有八家保持不变。中航光电（13 亿元）、中直股份（6 亿元）等核心军工白马股依旧更受机构青睐。钢研高纳、海格通信两只个股为新进入基金重仓的前十名；同时，国睿科技、奥普光电退出基金重仓的前十名。中航光电、中直股份、航天电器、内蒙一机、中航机电、中航沈飞、航天发展、四创电子八个个股与 2019Q1 保持一致。

图表 19: 2019Q1/2019Q2 国防军工板块基金持股市值前十个股

2019Q1		2019Q2		
前十排名	基金持市值合计(亿元)	前十排名	基金持市值合计(亿元)	较 2019Q1 变化 (亿元)
中航光电	14.01	中航光电	12.50	-1.51
中直股份	9.46	中直股份	5.75	-3.70
航天电器	4.99	航天电器	4.79	-0.20
中航机电	4.07	内蒙一机	3.40	-0.43
内蒙一机	3.84	中航机电	2.73	-1.34
中航沈飞	3.44	中航沈飞	2.54	-0.91
航天发展	2.32	航天发展	2.46	0.13
四创电子	2.24	四创电子	2.29	0.05
国睿科技	1.84	钢研高纳	2.06	1.64
奥普光电	1.80	海格通信	1.63	0.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基金加仓排名中，钢研高纳、海格通信、航天发展、中航机电等居前。与 2019Q1 相比，2019Q2 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。钢研高纳获机构大幅加仓超 1000 万股，海格通信获机构加仓近 500 万股。基金加仓前十为：钢研高纳、海格通信、航天发展、中航光电、航天电器、大立科技、四创电子、中国重工、中国卫通、威海广泰。其中，海格通信（+489 万股）、航天发展（+448 万股）、中航光电（+289 万股）、航天电器（+168 万股）、四创电子（+66 万股）、中国卫通（+1.01 万股）、威海广泰（+0.46）七只个股新进入基金加仓的前十名。我们认为钢研高纳、海格通信、航天发展等标的被大幅加仓，说明市场对新材料、国防信息化等景气度上升领域的关注度明显提升，而大立科技等民参军公司也得到了市场关注。

图表 20: 2019Q1/2019Q2 国防军工板块基金加仓排名前十个股

2019Q1		2019Q2	
前十排名	季报持仓变动 (万股)	前十排名	季报持仓变动 (万股)
航天发展	2119.92	钢研高纳	1077.11
奥普光电	1122.37	海格通信	488.73
航天长峰	418.31	航天发展	447.80
海兰信	334.52	中航光电	288.27
钢研高纳	308.17	航天电器	167.53
中国重工	141.10	大立科技	70.81
洪都航空	70.12	四创电子	66.01
金信诺	43.96	中国重工	32.09
大立科技	24.99	中国卫通	1.01
航新科技	6.00	威海广泰	0.46

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 2.6 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 注: 统计日期为 2019 年 7 月 20 日

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，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 2.6 倍左右，接近 2013Q1 水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 统计日期为 2019 年 7 月 20 日

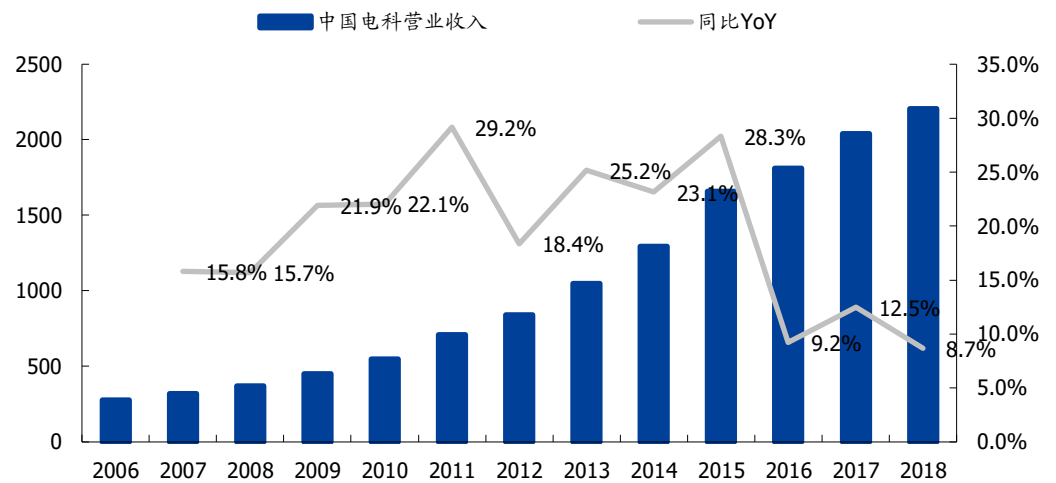
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会

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）。

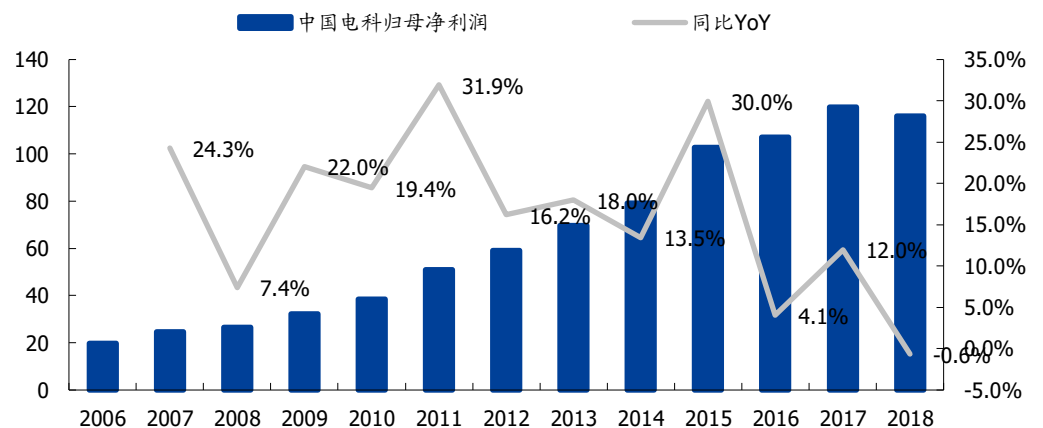
集团经营状况良好。根据中国电科2018年年报，集团总资产规模为3547.71亿元，较上年同期增长16.2%，营业收入为2204.27亿元，较上年同期增长8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018年收入复合增速20%，利润复合增速22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高10%，技术投入产出比优于15%的目标。

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

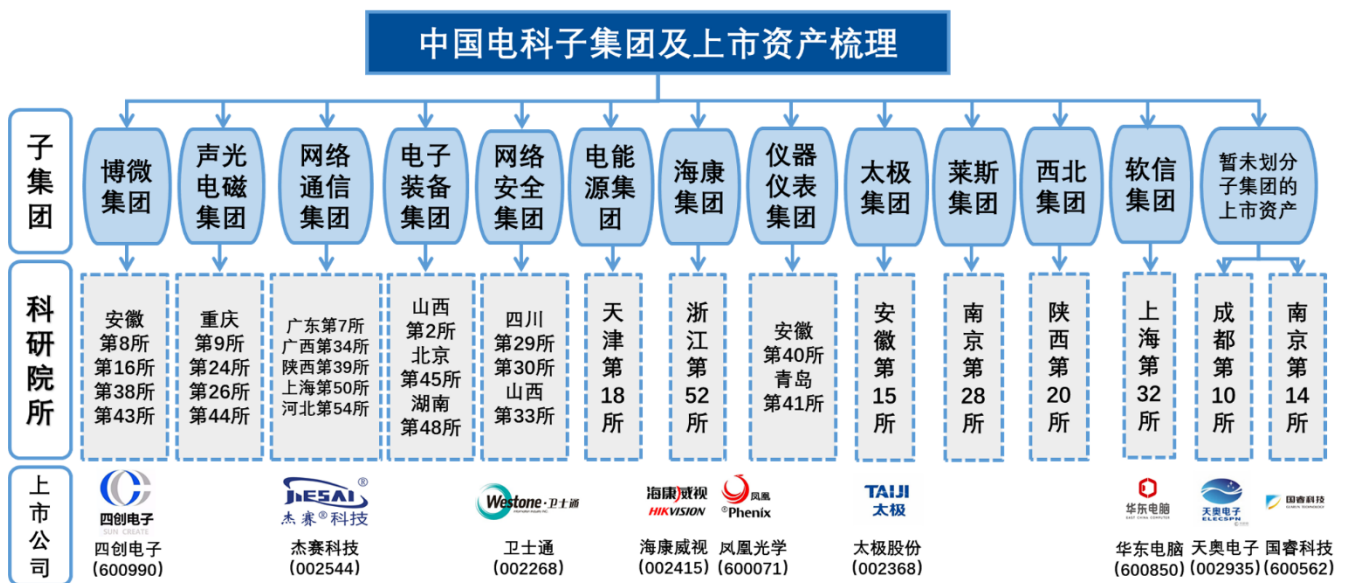
国企改革仍是集团2019的工作重点。2018年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团3家成员单位成功入选。预

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。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，产品广泛应用在军用侦查、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

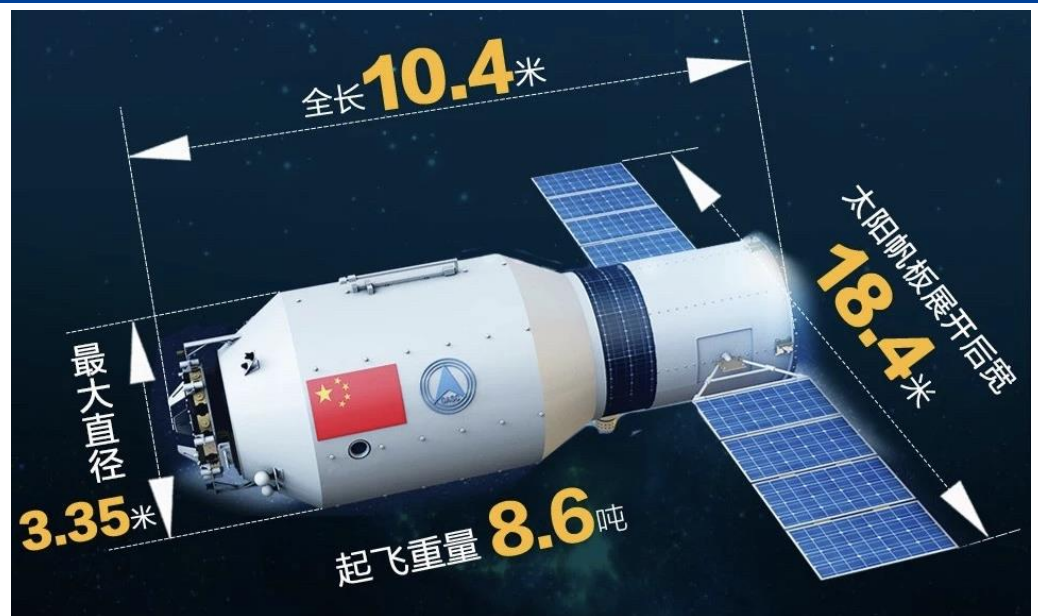
- 【美称将就伊核问题制裁4家中国公司 中方：坚决反对】
- 【天宫二号实验室受控再入大气层 残骸落入南太平洋】
- 【我军参加“国际军事比赛-2019”列车梯队启程】
- 【我赴刚果(金)维和工兵分队修复当地关键道路】
- 【印度空军参谋长：向俄发出苏30战机升级方案征集书】
- 【日本第二艘万吨驱逐舰下水，防空反导能力大幅提升】
- 【美国杀敌一千自损八百：F35有900种零件在土制造】
- 【俄研发出舰载集装箱式防空系统 可同时攻击400公里外16个目标】

3.2 国内要闻

【美称将就伊核问题制裁4家中国公司 中方：坚决反对】据美国财政部网站7月18日消息，美国将与伊朗有联系的和涉及核不扩散问题的5名个人和7家实体列入制裁名单，其中包括4家中国公司。19日，外交部发言人耿爽在外交部例会上就美方做法做出回应，称中方已经就此问题向美方提出交涉。耿爽表示，我们坚决反对任何形式的扩散活动，始终严格履行相关的国际义务，并本着相互尊重、平等互利的原则，致力于开展防扩散领域的国际合作。（来源：新浪军事）

【天宫二号实验室受控再入大气层 残骸落入南太平洋】据中国载人航天工程办公室7月19日消息，天宫二号空间实验室已于北京时间2019年7月19日晚间受控离轨并再入大气层，少量残骸落入南太平洋预定安全海域，标志着中国载人航天工程空间实验室任务圆满完成，我国正式进入空间站时代。（来源：新浪军事）

图表 26: 7月19日，天宫二号受控再入大气层



资料来源：新浪军事，国盛证券研究所

【我军参加“国际军事比赛-2019”列车梯队启程】据解放军报7月18日报道，7月14日上午，我军赴俄罗斯参加“国际军事比赛-2019”的列车梯队从满洲里驶出国门，标志着此次跨国铁路运输国外段保障任务正式开始。据了解，“国际军事比赛-2019”将于8月3日起在中国、俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦等10国举行。此次出境列车梯队为参加“军事拉力”“工程方程赛”“航空飞镖”“坦克两项”“空降排”5个项目的武器装备和技术保障人员。（来源：观察者网军事）

【我赴刚果(金)维和工兵分队修复当地关键道路】据解放军报7月18日报道，近日，中国第22批赴刚果(金)维和工兵分队瓦伦古分遣队，成功修复瓦伦古地区尼泊尔维和步兵营营区至卡桑加的道路。据了解，瓦伦古距“中国半岛”主营区40余公里。我分遣队负责施工的该段道路全长15公里，地处茂密丛林，是当地群众外出、尼泊尔友军拉运物资和巡逻的关键道路。今年5月，联刚稳定团命令我维和工兵分队对该段道路进行修复。（来源：人民网军事）

3.3 国际要闻

【印度空军参谋长：向俄发出苏30战机升级方案征集书】据俄罗斯卫星网7月19日报道，印度空军参谋长、空军元帅达诺亚表示，已经向俄罗斯发出了现役苏-30MKI歼击机升级方案征集书。他指出，“近期我们在研究苏-30升级的可行性。该型机已经服役近20年，航电设备和武器系统需要升级。我们根据当前的需求向俄方发出了方案征集书。”（来源：新浪军事）

【日本第二艘万吨驱逐舰下水，防空反导能力大幅提升】据日本《朝日新闻》7月17日报道，日本海上自卫队的第二艘“摩耶”级导弹驱逐舰在日本联合海洋株式会社横滨社矶子造船厂正式下水。海上自卫队在水下仪式上宣布该舰命名为“羽黑”号（Haguro）。另据日本共同社17日报道，“羽黑”号导弹驱逐舰将于2021年3月服役，届时，日本将有8艘装备可拦截弹道导弹的“宙斯盾”战舰。（来源：澎湃防务）

图表 27: 7月17日，日本海上自卫队第二艘万吨驱逐舰“羽黑”号下水



资料来源：澎湃防务，国盛证券研究所

【美国杀敌一千自损八百：F35有900种零件在土制造】据美国《防务新闻》7月17日报道，美国政府17日最终决定，将不听劝阻、坚持引进俄制S-400防空导弹的土耳其踢出F-35隐形战机项目。美国国防部负责采购和保障业务的副部长洛德表示，目前F-35战机有超过900种零部件由土耳其制造，随着土耳其供应商被剔除，供应链多数将转移

至美国工厂。迁移 F-35 战机的供应链，将给美国造成 5 亿到 6 亿美元损失。（来源：环球军事）

【俄研发出舰载集装箱式防空系统 可同时攻击 400 公里外 16 个目标】据俄罗斯《消息报》网站 7 月 17 日报道，供“果敢”号（20386 型）隐身轻型护卫舰和“瓦西里·贝科夫”号（22160 型）巡逻舰使用的、独特的集装箱式防空系统已经研发成功，装有这些防空系统的集装箱能通过运输船或运输机运送到世界大洋的任何区域，并仅需数小时内就能安装到军舰上。这 2 种防空系统为防空平台能够防范来自敌方无人机、巡航导弹和反舰导弹以及护航战机和沿海地区的攻击。（来源：参考消息网）

四、上市公司公告速递

【航天动力】公司积极推进资产重组工作，根据 2019 年 4 月 1 日发布的资产重组预案，公司拟发行股份及支付现金购买瑞铁股份 0.40 亿股，占瑞铁股份总股本的 71.43%，预估作价 2.93 亿~3.14 亿。

【中船科技】公司积极推进资产重组工作，根据 2019 年 3 月 6 日发布的资产重组预案，公司控股股东中船集团拟发行股份及支付现金购买海鹰集团 100% 股权、中诚装备 80% 股权并募集配套资金。

【洪都航空】公布 2018 年度权益分派方案，以公司现有总股本 7.17 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 0.12 元。QFII、RQFII 以及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每 10 股派 0.11 元。

【景嘉微】公司 2019 年半年度业绩预盈，归母净利 0.65 亿~0.80 亿，同比增长 4.37%~28.45%。

【久之洋】公司股东派鑫科贸计划以集中竞价交易或大宗交易方式减持公司股份不超过 180.00 万股。截至目前，派鑫科贸持有公司股份 0.26 亿股，占公司总股本的 14.25%。

【中国动力】公司以集中竞价方式累计回购 0.21 亿股，占公司总股本的 1.24%，支付金额 5.00 亿，回购均价 23.50 元/股。

【通裕重工】公司控股股东、实际控制人、董事长司兴奎先生拟向山东国惠协议转让所持公司 1.12 亿股非限售流通股，占通裕重工总股本的 3.44%；山东高新投拟向山东国惠协议转让所持通裕重工 0.52 亿股非限售流通股，占通裕重工总股本的 1.60%。

【中航沈飞】公司股东中航工业及其一致行动人中航投资、中航科工将持有的公司股份共 0.36 亿股换购市值对应的富国中证军工龙头 ETF 基金份额，占公司总股本的 2.54%。

【中航机电】公司股东救生研究所完成富国中证军工龙头 ETF 份额的认购，认购对价为其所持有的公司股票 3600 万股（占公司总股本的 1.00%），均价为 6.75 元/股。认购完成后，其所持公司股份 4.03 亿股，占公司总股本的 11.16%；公司股东盖克机电完成富国中证军工龙头 ETF 份额的认购，认购对价为其所持有股票的 1400 万股（占公司总股本的 0.39%），均价为 6.75 元/股。认购完成后，其所持公司股份 0.09 亿股，占公司总股本的 0.26%。

【中直股份】公司信息披露义务人哈尔滨飞机工业集团以大宗交易（ETF 换购）和竞价交易（ETF 换购）方式换购公司股份 0.18 亿股，占公司总股本的 3%。截止目前，其所持公司股份 0.19 亿股，占公司总股本的 3.25%。

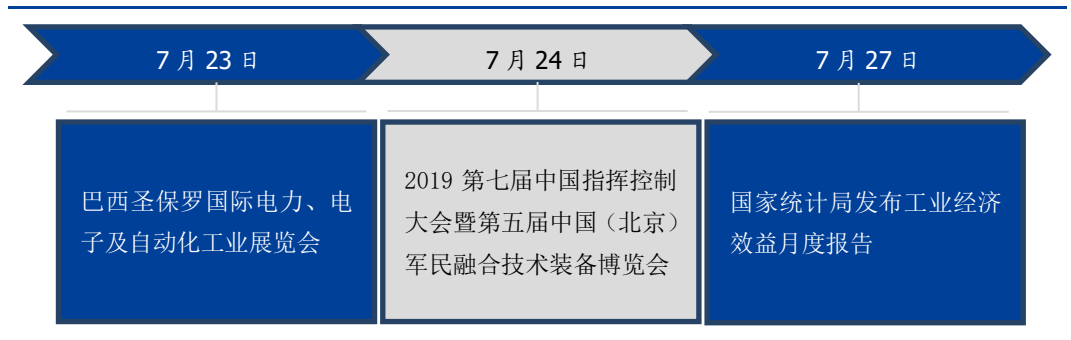
【中航飞机】公司股东中航投资完成富国军工 ETF 基金份额的认购，认购对价为其所持有股票的 0.50 亿股（占公司总股本的 1.81%），均价为 15.71 元/股。认购完成后，其所持公司股份 1.60 亿股，占公司总股本的 5.78%。

【光电股份】公司股东中兵投资以其持有的公司股份0.15亿股换购市值对应的富国中证军工龙头ETF份额,占公司总股本的3.00%,价格为11.79元/股。认购完成后,其所持公司股份为0.46亿股,占公司总股本的9.05%。

【耐威科技】集团接待日:公司定于2019年7月18日参加北京辖区深市上市公司投资者集体接待日活动,出席本次集体接待日的人员有:公司董事长杨云春先生,副总经理兼董事会秘书张阿斌先生,财务总监蔡猛先生。工商变更登记:公司完成部分限制性股票的回购注销,办理了相关工商变更登记手续并领取了新的营业执照。

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、火炬电子、四创电子、菲利华、耐威科技。

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.SH	中直股份	0.87	1.06	1.29	1.57	48.1	39.4	32.2	26.5
002025.SZ	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.44	30.5	25.1	20.8	17.7
600760.SH	中航沈飞	0.53	0.62	0.74	0.86	55.7	47.7	40.0	34.3
002013.SZ	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	29.5	25.2	21.3	18.3
600879.SH	航天电子	0.17	0.19	0.22	0.26	36.5	31.7	27.5	23.5
600967.SH	内蒙一机	0.32	0.38	0.45	0.52	33.7	28.5	24.1	20.7
600990.SH	四创电子	1.62	1.74	2.04	2.37	28.9	26.9	23.0	19.7
000733.SZ	振华科技	0.55	0.62	0.77	0.92	27.6	24.2	19.7	16.4
300395.SZ	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	32.1	24.1	17.9	13.9
300456.SZ	耐威科技	0.34	0.13	0.20	0.29	37.9	98.4	63.1	44.9
603678.SH	火炬电子	0.74	0.95	1.21	1.49	31.9	24.8	19.5	15.8

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 07 月 19 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