

国防军工

中报预期向好+多重利好叠加，军工板块配置价值提升

本周行情回顾：本周（07.29-08.04）受贸易摩擦影响，大盘表现较弱。指数方面，上证综指下跌 2.60%，创业板指数下跌 0.33%，军工指数下跌 2.52%，跑赢大盘 0.08pct，排名 18/29。个股方面，华讯方舟（+33.1%）领涨，通达股份（+11.4%）、亿利达（+9.1%）等领涨，*ST 信威（-22.5%）、*ST 鹏起（-16.4%）等跌幅居前。

与前不同的观点：多重利好叠加市场风险偏好提升，我们看好 8-9 月军工板块行情，紧抓“两大主线”。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，紧握“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、科研院所改制等将催化板块行情。

与众不同的观点：重视军工的成长性和逆周期属性。7 月以来外部国际形势不确定因素加大，中美贸易摩擦加剧，我们认为军工板块兼具避险及逆周期属性，但市场对此认识并不充分。1) 2019 年是新中国成立 70 周年，亦是实现 2020 国防建设目标的攻坚之年。7 月 24 日《新时代的中国国防》白皮书发布，强调了强军信心，标志国防事业步入新时代；近日我国首个歼-20 作战旅公布、东海炮兵实弹演习启动、驻港部队成立，暂停台湾自由行签证等，表明了维护国家主权的坚定决心。2) 装备采购力度加大，军工逆周期强化：军改结束后，我们曾判断军工基本面将在 18-20 年迎来全面复苏。根据白皮书，2019 年军费增速（+7.5%）及向装备倾斜程度（装备费占比约 41%）均超预期，以 2019 年军费预算约 1.19 万亿计算，预计有 4880 亿元将投入装备采购。随着新一代战机、直升机、舰船加速列装，我们认为主机厂，核心配套、信息化及新材料等领域公司将受益。同时在经济增速放缓背景下，军工逆周期属性将进一步强化。

2019Q2 军工基金持仓略降，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 8 月 2 日，64 家军工标的披露业绩预报，其中预增 13 家、略增 18 家，报喜率约 58%；以净利润增速上下限均值计算，业绩增速 ≥ 15% 的有 26 家，0-15% 区间有 11 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) 近期 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、海格通信等被大幅加仓，热点向新材料、信息化等景气上行领域转移。

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。

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。

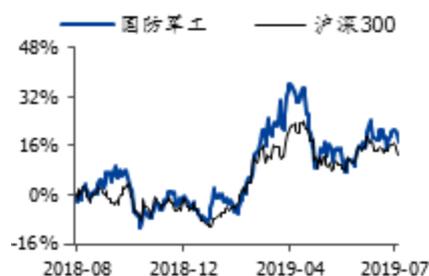
重点标的

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	1.05	1.29	1.57	50.4	41.4	33.8	27.7
002025	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.45	31.9	26.2	21.7	18.5

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 08 月 02 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：百年强军梦，解读《新时代的中国国防》白皮书》2019-07-25
- 《国防军工：19Q2 军工持仓下降，新材料及信息化热度提升》2019-07-24
- 《国防军工：军工 19Q2 基金持仓略降，关注科创板映射机会》2019-07-21



内容目录

一、军工本周（07.29-08.04）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（07.29-08.04）国防军工指数下跌 2.52%.....	4
图表 2: 本周（07.29-08.04）国防军工指数在行业指数中排名第 18.....	4
图表 3: 本周（07.29-08.04）军工板块个股表现列表.....	4
图表 4: 本周（07.29-08.04）核心军工板块个股表现列表.....	5
图表 5: 本周（07.29-08.04）民参军板块个股表现列表.....	5
图表 6: 本周（07.29-08.04）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: 001A 型航母由中国自行改进研发而成, 是中国真正意义上的第一艘国产航空母舰.....	14
图表 27: 作为俄罗斯的第五代战斗机, 苏-57 的量产标志着俄罗斯空军实力的突破性提升.....	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.....	18

一、军工本周（07.29-08.04）行情回顾

1.1 行业指数表现

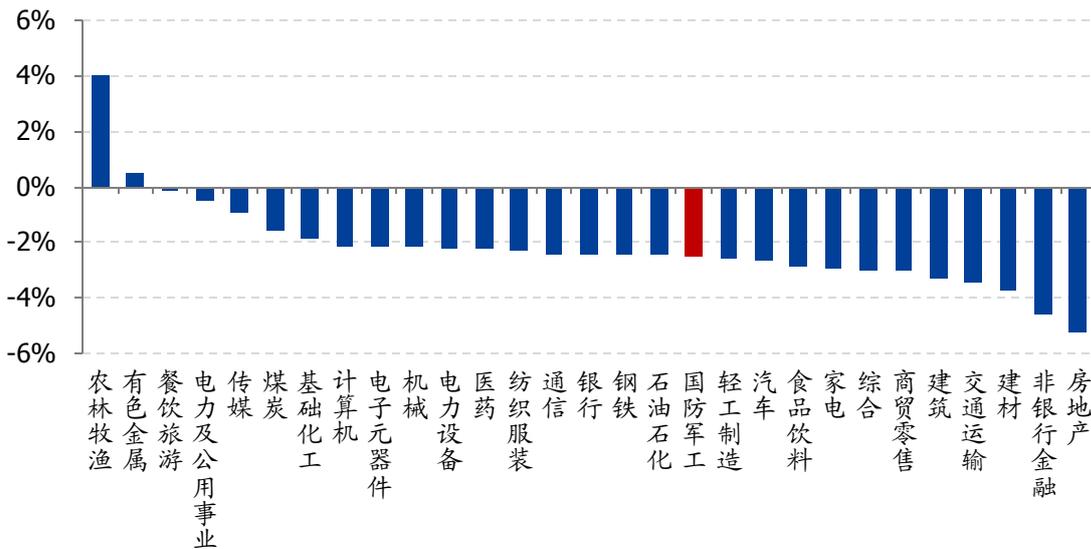
本周（07.29-08.04）上证综指下跌 2.60%，创业板指数下跌 0.33%，国防军工指数下跌 2.52%，跑赢大盘 0.09 个百分点，排名第 18/29。

图表 1: 本周（07.29-08.04）国防军工指数下跌 2.52%

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
-2.52%	-2.60%	-0.33%	0.09%	18/29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 本周（07.29-08.04）国防军工指数在行业指数中排名第 18



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业个股表现

本周（07.29-08.04）华讯方舟(+33.10%)领涨，通达股份(+11.40%)、亿利达(+9.10%)等个股涨幅居前。其中，核心军工板块航天电器(+3.28%)、卫士通(+1.95%)等股票表现较好，涨幅居前；民参军板块华讯方舟(+33.12%)、通达股份(+11.41%)等个股表现较好，涨幅居前；军工概念板块烽火电子(+2.25%)、泰和新材(+2.07%)等个股表现较好，涨幅居前。*ST信威(-22.53%)等股票跌幅居前。

图表 3: 本周（07.29-08.04）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
000687.SZ	华讯方舟	8.48	33.12%	600485.SH	*ST信威	6.43	-22.53%
002560.SZ	通达股份	6.15	11.41%	600614.SH	*ST鹏起	1.79	-16.36%
002686.SZ	亿利达	6.7	9.12%	300527.SZ	中国应急	11.89	-10.40%
002664.SZ	长鹰信质	15.11	4.71%	002163.SZ	中航三鑫	4.34	-9.96%
300065.SZ	海兰信	13.23	3.36%	300516.SZ	久之洋	31.34	-7.28%
002025.SZ	航天电器	26.76	3.28%	300581.SZ	晨曦航空	15.65	-7.01%
300053.SZ	欧比特	11.3	2.54%	600072.SH	中船科技	14.33	-7.01%
000561.SZ	烽火电子	6.82	2.25%	600677.SH	航天通信	13.25	-6.82%
002254.SZ	泰和新材	10.37	2.07%	601606.SH	长城军工	13.8	-6.76%
002268.SZ	卫士通	26.11	1.95%	600501.SH	航天晨光	8.56	-6.75%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本周 (07.29-08.04) 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
002025.SZ	航天电器	26.76	3.28%	300527.SZ	中国应急	11.89	-10.40%
002268.SZ	卫士通	26.11	1.95%	300516.SZ	久之洋	31.34	-7.28%
002179.SZ	中航光电	37.62	1.21%	600677.SH	航天通信	13.25	-6.82%
600038.SH	中直股份	43.61	0.79%	601606.SH	长城军工	13.8	-6.76%
600482.SH	中国动力	24.53	0.62%	600685.SH	中船防务	15.26	-6.09%
600990.SH	四创电子	49.05	0.35%	002935.SZ	天奥电子	30.47	-6.04%
600764.SH	中国海防	28.28	0.11%	000066.SZ	中国长城	9.17	-5.95%
600416.SH	湘电股份	5.67	0.00%	300114.SZ	中航电测	9.71	-5.64%
300722.SZ	新余国科	23.09	-0.26%	000738.SZ	航发控制	14.14	-5.61%
000801.SZ	四川九洲	5.45	-0.55%	600372.SH	中航电子	14.31	-5.36%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 本周 (07.29-08.04) 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
000687.SZ	华讯方舟	8.48	33.12%	600485.SH	*ST信威	6.43	-22.53%
002560.SZ	通达股份	6.15	11.41%	600614.SH	*ST鹏起	1.79	-16.36%
002686.SZ	亿利达	6.7	9.12%	300581.SZ	晨曦航空	15.65	-7.01%
002664.SZ	长鹰信质	15.11	4.71%	600590.SH	泰豪科技	5.87	-6.68%
300065.SZ	海兰信	13.23	3.36%	300008.SZ	天海防务	3.11	-6.61%
300053.SZ	欧比特	11.3	2.54%	002383.SZ	合众思壮	9.89	-6.43%
002428.SZ	云南锗业	6.8	1.95%	002413.SZ	雷科防务	5.9	-6.35%
600399.SH	ST抚钢	3.06	1.66%	300447.SZ	全信股份	11.4	-6.17%
300095.SZ	华伍股份	6.2	1.31%	300091.SZ	金通灵	3.95	-5.95%
002214.SZ	大立科技	9.46	1.18%	000070.SZ	特发信息	10.13	-5.94%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 本周 (07.29-08.04) 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
000561.SZ	烽火电子	6.82	2.25%	002163.SZ	中航三鑫	4.34	-9.96%
002254.SZ	泰和新材	10.37	2.07%	600072.SH	中船科技	14.33	-7.01%
002368.SZ	太极股份	27.62	0.99%	600501.SH	航天晨光	8.56	-6.75%
600262.SH	北方股份	21.6	-0.46%	600495.SH	晋西车轴	4.38	-6.61%
600456.SH	宝钛股份	22.75	-0.91%	600148.SH	长春一东	14.96	-6.03%
600536.SH	中国软件	48.5	-1.68%	600775.SH	南京熊猫	10.65	-5.50%
600151.SH	航天机电	4.88	-2.20%	000901.SZ	航天科技	11.6	-5.38%
600973.SH	宝胜股份	3.72	-2.87%	002190.SZ	*ST集成	17.86	-5.25%
600855.SH	航天长峰	13.98	-3.59%	600171.SH	上海贝岭	15.3	-4.20%
603698.SH	航天工程	12.57	-3.68%	600343.SH	航天动力	9.83	-4.10%

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

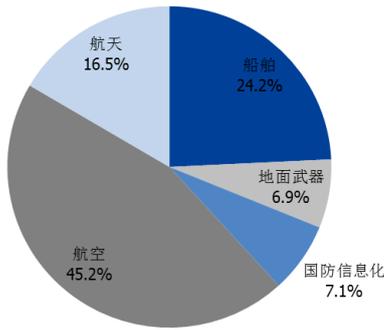


资料来源：wind，国盛证券研究所

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%）。

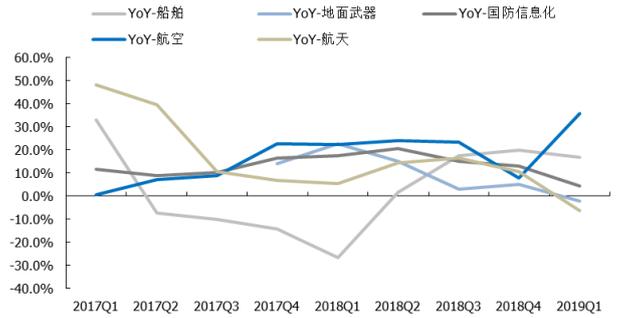
从各子领域的营收增速来看，2018年船舶增速最快，2019Q1航空增幅领先。2018年各子领域营收增速：船舶（+19.8%）>国防信息化（+12.9%）>航天（+10.6%）>航空（+7.7%）>地面武器（+5.2%）。2019Q1各子领域营收增速：航空（+35.7%）>船舶（+16.7%）>国防信息化（+4.3%）>地面武器（-2.1%）>航天（-6.3%）。

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

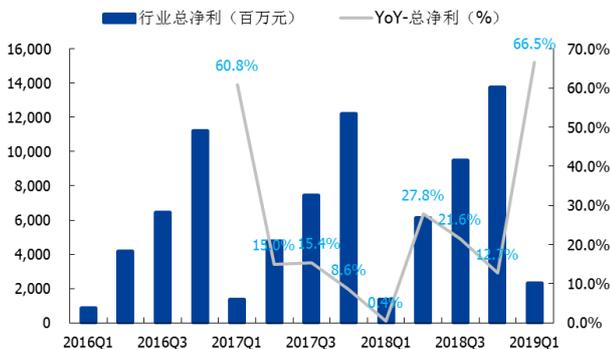
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	0.6%	48.2%	11.5%	*	32.8%	23.0%
2017Q2	11.5%	31.8%	7.2%	*	-28.2%	4.2%
2017Q3	12.1%	-1.9%	12.7%	*	-16.7%	7.3%
2017Q4	45.2%	1.6%	26.3%	-37.5%	-22.0%	9.1%
2018Q1	22.2%	5.3%	17.5%	22.6%	-26.7%	2.6%
2018Q2	25.0%	23.5%	22.8%	11.0%	29.2%	24.6%
2018Q3	21.9%	20.6%	6.0%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

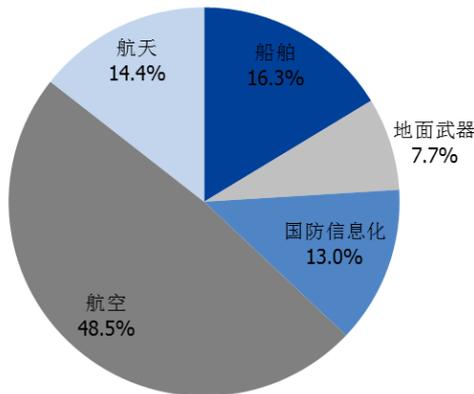


资料来源: wind, 国盛证券研究所

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%）。

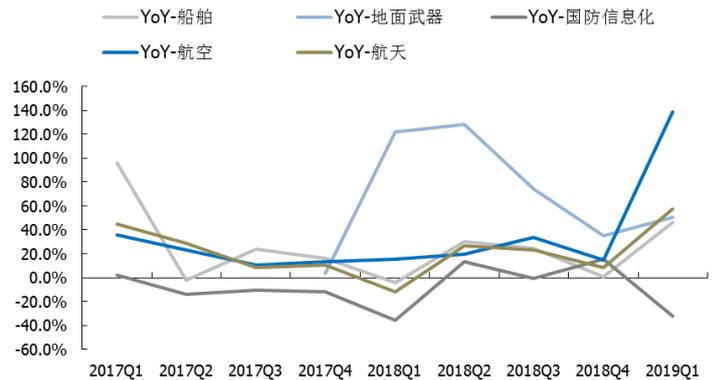
2018年地面武器同增34.9%位居第一，2019Q1航空以138.8%的增速遥遥领先。2018年，各子领域归母净利润增速：地面武器（+34.9%）> 国防信息化（+15.7%）> 航空（+15.0%）> 航天（+8.3%）> 船舶（+0.5%）。2019Q1，各子领域归母净利润增速：航空（+138.8%）> 航天（+57.2%）> 地面武器（+50.4%）> 船舶（+46.1%）> 国防信息化（-32.2%）。

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

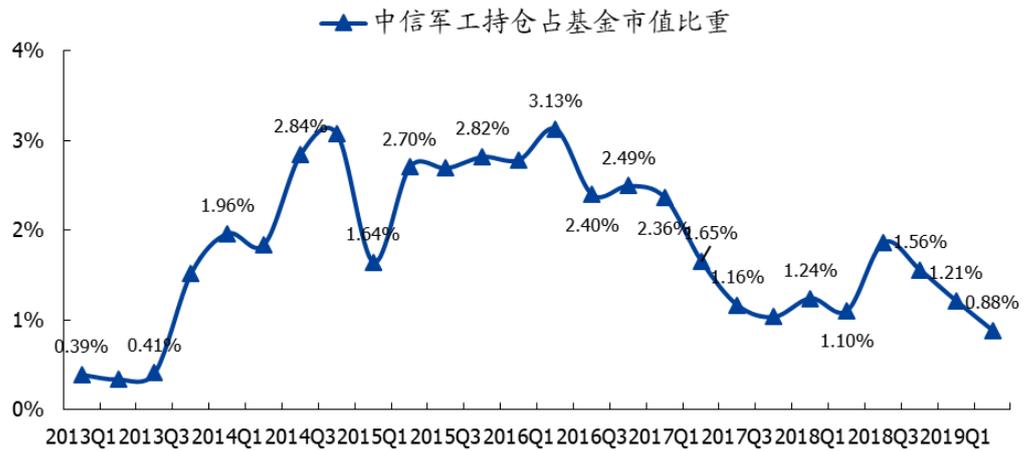
单季营收增速(%)	航空	航天	国防信息化	地面武器	船舶	军工行业整体
2017Q1	35.5%	45.0%	2.2%	*	95.8%	60.8%
2017Q2	22.6%	18.2%	-19.2%	*	-25.8%	3.6%
2017Q3	-8.5%	2.8%	-4.7%	*	126.6%	21.3%
2017Q4	16.4%	12.4%	-14.3%	-45.2%	-32.5%	-0.5%
2018Q1	15.4%	-12.0%	-35.6%	121.5%	-3.8%	0.4%
2018Q2	20.7%	57.4%	35.1%	130.8%	52.5%	38.9%
2018Q3	60.6%	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：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。

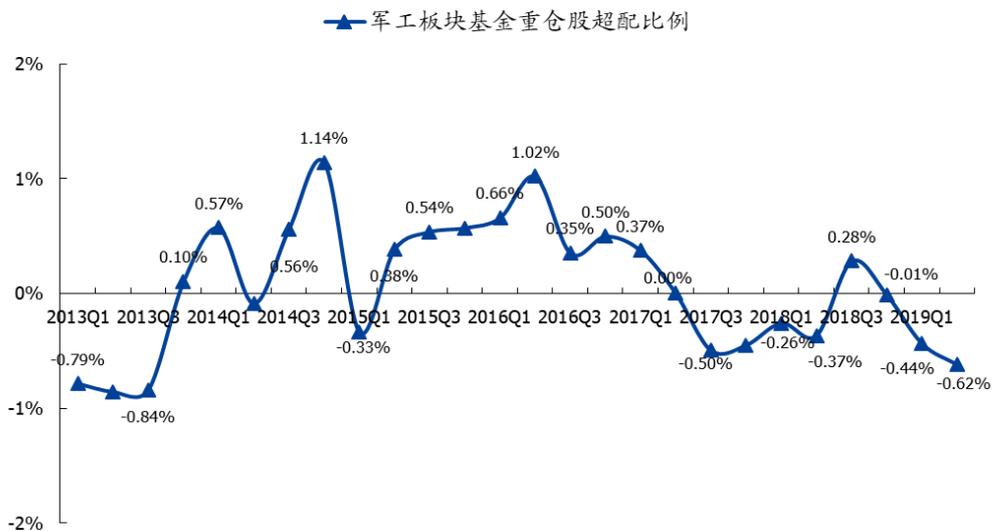
图表 17: 2019Q2 军工板块基金持仓占比 0.88%，环比下降 0.33 个百分点



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、四创电子八只个股与 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

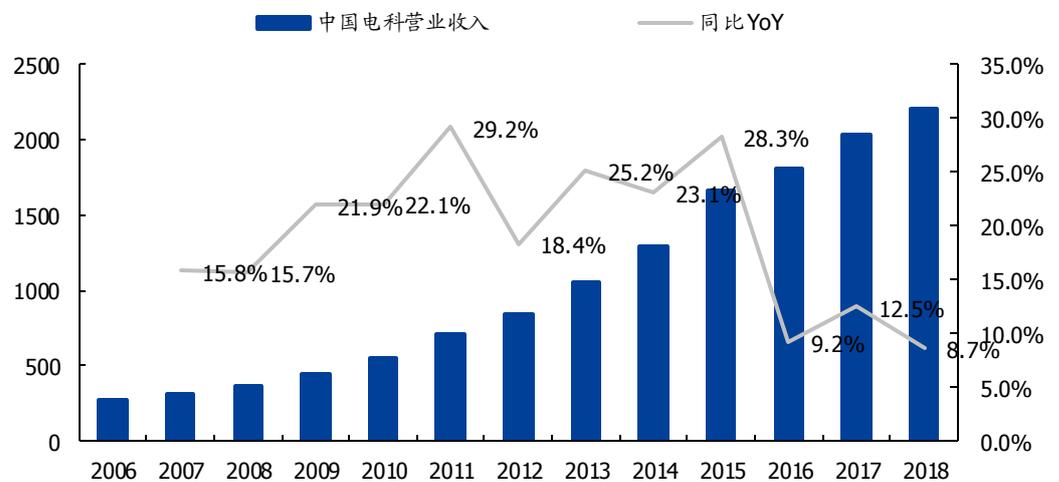
2.5 科研院所改制节奏加快，重视中国电科集团投资机会

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）。

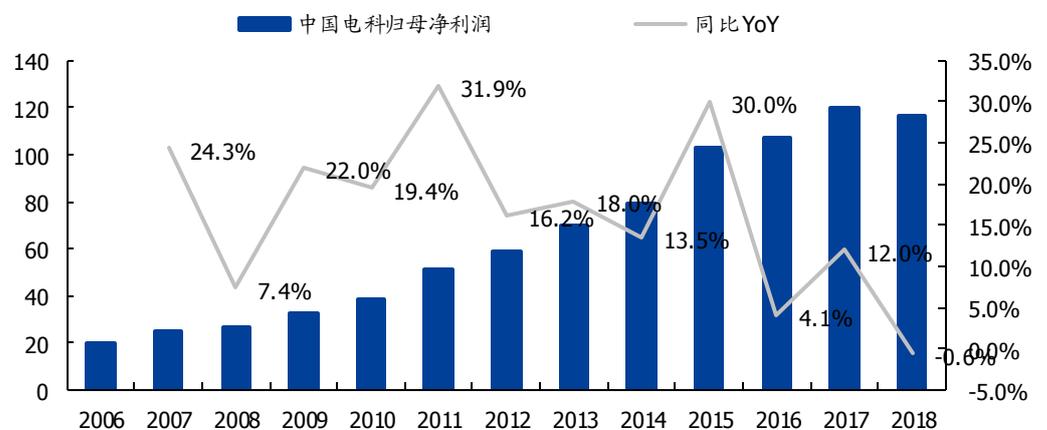
集团经营状况良好。根据中国电科2018年年报，集团总资产规模为3547.71亿元，较上年同期增长16.2%，营业收入为2204.27亿元，较上年同期增长8.7%。根据年度工作会议数据，2001-2018年收入复合增速20%，利润复合增速22%，产业规模和成长性均处于军工集团前列。2019年中国电科年度工作明确提出实现主营业务收入、净利润、收入利润率、EVA、全员劳动生产率提高10%，技术投入产出比优于15%的目标。

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

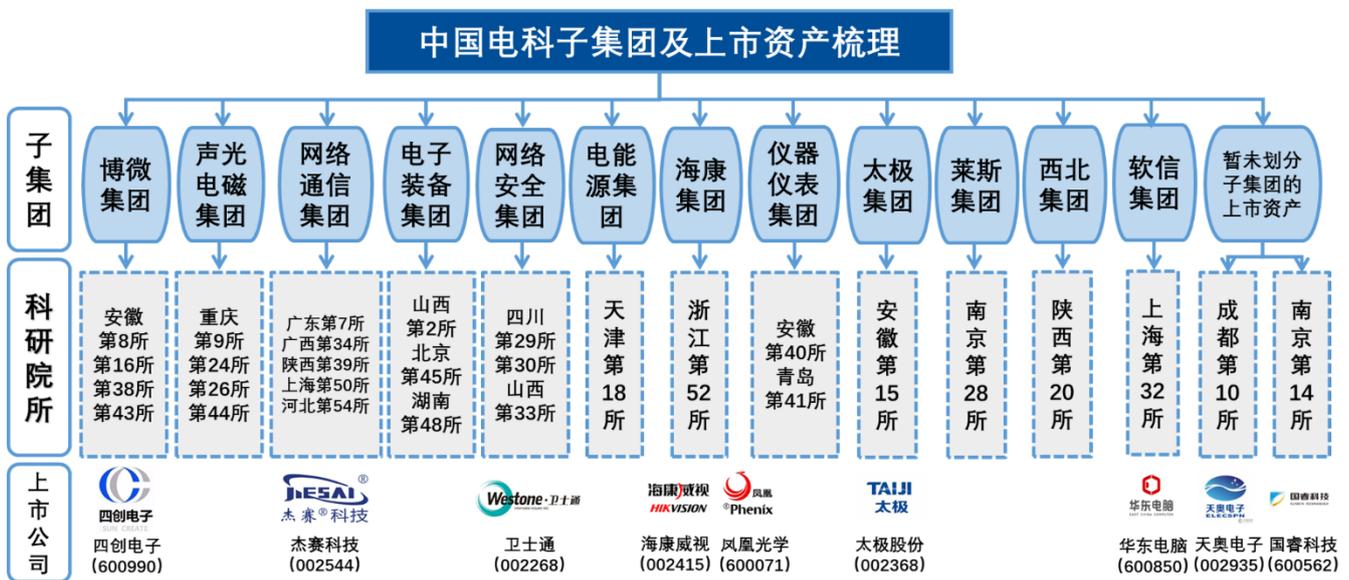
国企改革仍是集团2019的工作重点。2018年，国资委印发《国企改革“双百行动”工作方案》，中国电科下属网安公司、力神公司、装备子集团3家成员单位成功入选。预

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股份购买其旗下国睿防务、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

- 【中国首艘国产航母出海海试】
- 【中国空军发布宣传片《初心伴我去战斗》歼20轰6K出镜】
- 【中国海军今年最大规模编队6舰粤东演习】
- 【中国台湾军演出动F-16演练“反航母”】
- 【俄罗斯开始量产第五代战斗机苏-57，首批约70架】
- 【特朗普不顾参议院反对向沙特出售81亿美元军火】
- 【印度将采购R-27空对空导弹用以装备苏-30MKI战斗机】
- 【以美合研的“箭-3”反导系统试射成功，可拦截大气层外目标】

3.2 国内要闻

【中国空军发布宣传片《初心伴我去战斗》歼20轰6K出镜】8月1日，中国空军发布强军宣传片《初心伴我去战斗》，歼-20、轰-6K等“国字号”新型战机实战实训的震撼图景，展现了新时代练兵备战的新气象，彰显了空军官兵坚定不移维护国家主权、保卫国家安全、保障和平发展的意志能力。此外，宣传片中还包含中俄联合空中巡航，外军F-15战机跟踪监视我国轰-6轰炸机等多组画面。（来源：观察者军事网）

【中国首艘国产航母出海海试】8月1日上午10时左右，首艘国产航母001A型出海海试。图片显示，航母甲板上有一架疑似歼15舰载机模型。此前，国产航母001A型曾于今年5月31日进行第六次海试，因此此次海试应为第七次海试。（来源：观察者军事网）

图表 26: 001A型航母由中国自行改进研发而成，是中国真正意义上的第一艘国产航空母舰



资料来源：百度百科，国盛证券研究所

【中国海军今年最大规模编队 6 舰粤东演习】7 月 28 日至 29 日，中国海事局连续 2 日发布“航行警告”，称解放军近日将在东海、南海与粤东海海域进行军事活动，禁止驶入。8 月 1 日，日本防卫省发布公告称发现中国海军 6 舰编队穿越宫古海峡进入东海，包括 052D 型导弹驱逐舰 117“西宁”舰、131“太原”舰、054A 型导弹护卫舰 576“大庆”舰、598“日照”舰、532“荆州”舰以及 901A 型远洋综合补给舰“呼伦湖”舰。（来源：观察者军事网）

【中国台湾军演出动 F-16 演练“反航母”】7 月 29 日，台军中山科学研究院在九鹏基地实施对海、对空实弹射击，射击弹道无限高，射击范围从九鹏基地延伸至约 250 公里海域，其管制规模和去年“汉光演习”类似。此外，台军还出动 2 架携带侦查吊舱的 RF-16 和 4 架携带反舰导弹的 F-16，分别对模拟“辽宁”舰的退役登陆舰靶船进行侦查和射击演练。（来源：观察者军事网）

3.3 国际要闻

【特朗普不顾参议院反对 向沙特出售 81 亿美元军火】7 月 29 日，美国参议院未能阻止特朗普向沙特和阿联酋等国出售 81 亿美元军火的军售协议，此次协议共计 22 笔军售，涉及飞机支持性维护、精确制导弹药以及其他武器装备。此前，特朗普曾采取特别举措，绕开国会批准了这项军售计划，并否决了国会关于阻止该协议的决议。特朗普的这一举动将加剧也门的毁灭性战争，备受争议和多方批评。（来源：参考消息）

【俄罗斯开始量产第五代战斗机苏-57，首批约 70 架】俄罗斯卫星通讯社 29 日消息，研制苏-57 的俄罗斯苏霍伊设计局在该局成立 80 周年的纪念册中称，苏-57 已开始批量生产。该局已与俄罗斯国防部签订了长期合同，将于 2019 年开始陆续向俄军交付 70 多架苏-57，预计 2019 年内将交付 12 架。普京还指出，在 2028 年之前将为俄罗斯空天军改装三个航空团的苏-57 未来战机系统。（来源：澎湃防务）

图表 27: 作为俄罗斯的第五代战斗机，苏-57 的量产标志着俄罗斯空军实力的突破性提升



资料来源：百度百科，国盛证券研究所

【印度将采购 R-27 空对空导弹 用以装备苏-30MKI 战斗机】印度 ANI 通讯社报道称，印度政府表示，印度已与俄罗斯签署合同，购买 R-27 空对空导弹，用于装备印度空军的苏-30MKI 战斗机。合同总价约 150 亿印度卢比，折合 2.18 亿美元。R-27（北约代号 AA-10“杨树”）是苏联研制的一款中程空对空导弹，于 1983 年开始服役，具有多种型号，其中射程最大者为 R-27EM，可达 170 千米。R-27EM 使用无源雷达追踪目标，飞行速度可达 4.5 马赫。（来源：澎湃防务）

【以美合研的“箭-3”反导系统试射成功，可拦截大气层外目标】当地时间7月28日，以色列与美国联合研制的“箭-3”（Arrow 3/Hetz 3）反导系统在美国阿拉斯加州科迪亚克发射中心试射成功，成功拦截大气层外的高空目标。此款导弹射程可达2400千米，是以色列多层次反导体系的组成部分。美国导弹防御署主任希尔声称，美国将致力于帮助以色列提升其反导能力，以应对潜在威胁。以色列总理兼国防部长内塔尼亚胡表示，“箭-3”的试射分为三个阶段，均在最近几周进行。（来源：澎湃防务）

四、上市公司公告速递

【通达股份】据公司2019年中报，报告期营业总收入9.35亿，同比增长4.56%，归母净利0.56亿，同比增长321.97%。主要原因是2019年上半年公司募集资金0.74亿，承诺投资项目航空零部件制造基地项目；此外，利用阶梯电价错峰生产，降低生产成本，优化资金结构，降低管理财务费用。

【中光防雷】据公司2019年中报，报告期营业总收入1.88亿，同比增长10.38%，归母净利0.24亿，同比增长7.60%。其中，铁路与轨道交通领域营收同比增长41.55%，航天国防营收同比增长75.71%。

【亚光科技】据公司2019年中报，报告期营业总收入6.45亿，同比增长12.64%，归母净利0.74亿，同比增长44.41%。2019年上半年，受益于国防信息化建设和相控阵、宽带技术的广泛应用，军工电子订单需求旺盛；智能船舶方面游艇实现全模块化量产，高技术船取得量产突破，新增订单较多。

【苏试试验】据公司2019年中报，报告期营业总收入3.19亿，同比增长22.58%，归母净利0.35亿，同比增长17.19%。2019年上半年，公司收购重庆四达，扩展公司环境试验设备产品线，新增订单金额同比增长170%，获得了大额订单；设立全资子公司苏试广博，完善业务布局，优化资源配置。

【苏试试验】公司拟为全资子公司环境仪器十年期1.0亿固定资产借款合同业务提供连带责任保证担保，金额不超过1.1亿，保证期为两年。截至目前，公司及控股子公司的担保总额为1.1亿。

【中航机电】公司以集中竞价方式回购公司股份0.13亿股，占公司总股本的0.37%，回购价格为6.75~7.09元/股，支付金额为0.92亿。

【火炬电子】公司拟以集中竞价方式回购公司股份100万股，占公司总股本的0.22%，回购金额不超过3000万，回购价格不超过30元/股。

【振华科技】公司以闲置募集资金2.00亿购买工商银行人民币结构性存款产品，获得投资收益66.63万，目前已收回本金及收益。公司以闲置募集资金1.90亿续购该理财产品，预期最高年化收益率为3.70%。

【长城军工】公司首次向社会公开发行人A股股票1.48亿股，并于2018年8月6日在上海证券交易所挂牌上市。

【高德红外】公司与客户签订某型号军品红外热像仪和某型号军品（综合光电系统类产品）订货合同，金额分别为0.39亿和0.38亿。

【金通灵】公司与西安交通大学签订了《新能源与动力先进技术研发中心合作协议》。本协议涉及金额为990万元。

【长鹰信质】公司控股子公司天宇长鹰与某客户签订无人机系统与服务订货合同，金额为7.8亿。

【中航光电】公司控股子公司深圳翔通光电拟为其全资子公司东莞翔通提供0.65亿综合授信额度担保。同时，东莞翔通为深圳翔通光电提供0.25亿的综合授信额度担保，担保期限均为两年。

【华讯方舟】公司控股股东华讯科技拟向远致投资转让其所持公司股份1.45亿股，占公司总股本的18.94%。本次权益变动后，远致投资将成为公司第一大股东。

【天银机电】公司鉴于原授予激励对象中任良、邵占帅、田增春、李林林以及王秋莉因个人原因已离职，失去本次限制性股票激励资格，因此公司对上述人员持有的尚未解除限售的限制性股票9.6万股进行了回购注销，并已完成工商变更手续。

【天银机电】公司持股5%以上股东天恒投资及其一致行动人赵云文拟以大宗交易或集中竞价方式减持公司股份不超过0.13亿股。截至目前，天恒投资和赵云文共持有公司股份0.83亿股，占公司总股本的19.29%。

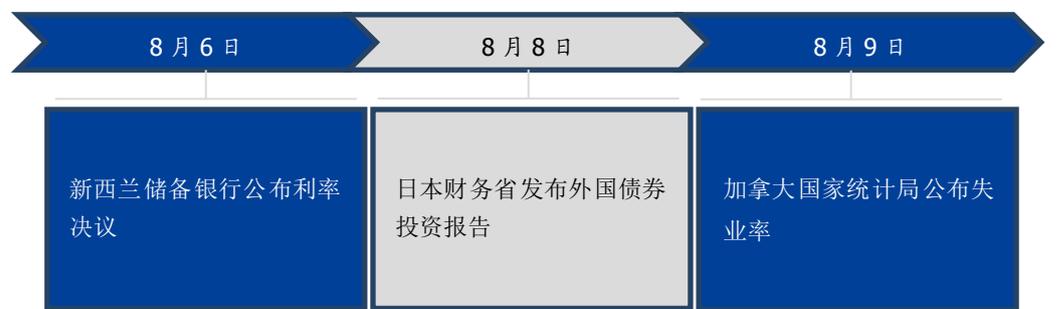
【通裕重工】公司控股股东实际控制人司兴奎和山东高新投拟向山东国惠分别转让其所持公司股份1.12亿股和0.52亿股，占公司总股本的3.44%和1.60%。截至目前，司兴奎和山东高新投分别持有公司股份3.37亿股和1.85亿股，占公司总股本的10.32%和5.67%。

【华胜天成】公司持有和润恺安股份966万股，占其总股本的30%，该公司股票自2019年8月2日起在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。

【*ST鹏起】公司实际控制人张朋起所持公司股份1.53亿股被法院冻结，期限三年，其所持公司全部股份1.53亿股被多次轮候冻结，已全部质押。

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。

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	1.05	1.29	1.57	50.4	41.4	33.8	27.7
002025.SZ	航天电器	0.84	1.02	1.23	1.45	31.9	26.2	21.7	18.5
002179.SZ	中航光电	1.22	1.13	1.40	1.70	30.9	33.3	26.8	22.1
002013.SZ	中航机电	0.23	0.27	0.32	0.37	29.2	24.9	21.1	18.1
600879.SH	航天电子	0.17	0.19	0.22	0.26	36.8	32.0	27.7	23.7
600967.SH	内蒙一机	0.32	0.38	0.45	0.52	33.9	28.7	24.3	20.8
600990.SH	四创电子	1.62	1.74	2.04	2.37	30.3	28.2	24.1	20.7
000733.SZ	振华科技	0.55	0.62	0.77	0.92	27.2	23.9	19.4	16.2
300395.SZ	菲利华	0.55	0.73	0.98	1.27	31.8	23.9	17.7	13.7
603678.SH	火炬电子	0.74	0.95	1.21	1.49	31.6	24.6	19.3	15.6

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08月02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