

国防军工行业

军工行业景气度持续提升，龙头投资价值值得期待

核心观点：

● 军工行业景气度提升，看好 2019-2020 年军工行业投资机会

根据国防白皮书，中国国防预算增速持续高于 GDP 预期增速，装备费在军费中的占比由 10 年的 33.2% 提升至 17 年的 41.1%。根据新时代中国国防和军队建设的战略目标，我们预计国防预算有望长期保持稳定增长，且在使用上仍然向装备费倾斜，军工行业景气度将持续提升。随着军改“脖子以下”改革完成、“肃清合同”结束，部分公司在 2018 年报、2019 年中报中持续反映出较高景气度，看好 2019-2020 年军工行业投资机会。

● 改革持续深化，资产证券化加快有望改善行业预期

军工行业改革持续深化，在央企重组、装备采购与定价、资产证券化、混合所有制改革、科研院所转制等多个领域同步推进，有望激发行业活力、提升企业的经营效率与盈利能力。从部分公司资产证券化的进展来看，表现为方式灵活、进度加快，2019-2020 年，资产证券化可能持续超预期，尤其是资产证券化率较低的集团，可能会加快资产证券化的进程。资产证券化的加快会使得市场对军工集团资产证券化预期发生变化，相关公司将面临价值重估过程。

● 军工投资优选龙头公司，从业务结构、资产质量、盈利能力等方面进行选择

对于军工主业类公司，我们认为龙头公司应该具备军工业务在营收、业绩中占比较高；资产较为优质，具备可持续成长性；盈利状况较好；控股股东质押比例较低等特征。对于军民融合类公司，我们认为应该具备民品业务对公司业绩具有显著影响；技术具有军民融合特征；盈利状况较好；控股股东质押比例较低等特征。

● 中证军工龙头指数聚焦龙头企业，具备较大的投资价值

中证军工龙头指数成分股优选了行业中资产质量较优、成长性较好、盈利能力较强的公司，符合龙头公司的选择标准。我们看好军工行业 2019-2020 年的投资机会，目前中证军工龙头板块和个股估值处于历史底部区间，随着行业景气度进一步提升和军工集团资本证券化动作的加强，我们认为中证军工龙头指数在 2019-2020 年有望跑赢大盘，具备较大投资机会。

● 投资建议

我们认为中证军工龙头指数在 2019-2020 年有望跑赢大盘，具备较大投资机会，建议配置富国中证军工龙头 ETF；个股方面，关注中证军工龙头指数成分股，看好主战装备板块：中航沈飞、中直股份、内蒙一机等；看好国产化替代空间大的关键设备、关键元器件和原材料领域：航发动力、中国动力、中航光电、光威复材等。

● 风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

行业评级

买入

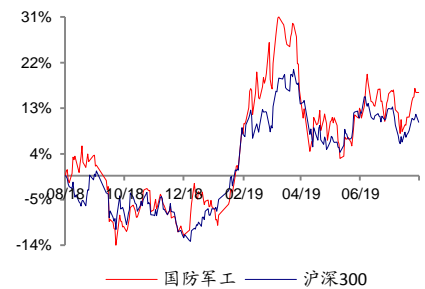
前次评级

买入

报告日期

2019-08-27

相对市场表现



分析师：

赵炳楠



SAC 执证号：S0260516070004

SFC CE No. BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

分析师：

马普凡



SAC 执证号：S0260514050001



021-60750623



mapufan@gf.com.cn

请注意，马普凡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

国防军工行业：《新时代的中国 2019-07-24

国防》白皮书发表，看好军工领域投资机会

国防军工 2019 年中期投资策略 2019-06-18

略：布局核心资产和资产证券化两条主线

联系人：

袁晓宣 010-59136613

yuanxiaoxuan@gf.com.cn

联系人：

李炼 021-60750604

gflilian@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中航沈飞	600760.SH	人民币	31.29	2019/4/28	买入	40.32	0.64	0.77	48.89	40.64	22.01	18.16	10.2	10.9
中直股份	600038.SH	人民币	47.71	2019/4/26	买入	57.77	1.04	1.30	43.77	34.57	21.79	17.36	7.4	8.4
内蒙一机	600967.SH	人民币	11.41	2019/4/30	买入	13.53	0.38	0.45	30.03	25.36	10.04	7.94	7.1	7.8
航发动力	600893.SH	人民币	23.10	2018/10/30	买入	-	0.58	0.72	39.55	32.31	12.33	10.75	4.6	5.4
中国动力	600482.SH	人民币	24.50	2019/4/18	买入	31.85	0.91	1.07	26.92	22.90	12.33	10.75	5.7	6.3
中航光电	002179.SZ	人民币	42.77	2019/4/25	买入	38.94	1.12	1.35	38.34	31.77	29.30	23.80	16.0	16.1
光威复材	300699.SZ	人民币	38.82	2019/8/22	买入	48.50	0.97	1.23	39.96	31.60	30.88	24.55	15.8	17.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 中航光电除权, 盈利预测进行相应变动

目录索引

军工投资聚焦双主线，看好 2019-2020 投资机会	5
主线一：军工行业景气度提升	5
主线二：改革持续深化，激发行业活力	6
估值处于底部区间，看好军工行业 2019-2020 年投资机会	13
中证军工龙头指数具备较大投资机会	13
军工投资优选龙头公司	13
中证军工龙头指数成分股是核心军工企业	14
中证军工龙头指数具备较大投资机会	16
投资建议	17
风险提示	17

图表索引

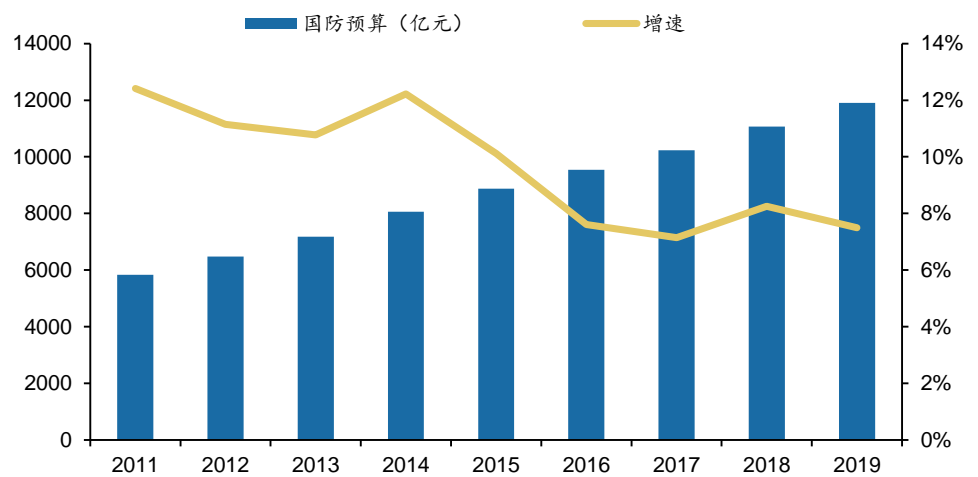
图 1: 中国军费预算及增速	5
图 2: 中国、美国、俄罗斯军费占 GDP 比例对比	5
图 3: 中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况	7
图 4: 改革后的采购体系方法展望	7
图 5: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望	8
图 6: 军工综合资产证券化率变化 (A 股市场)	8
图 7: 军工综合资产证券化率变化 (全市场: A+H+海外)	9
图 8: 中证军工指数 PE (动态)	13
图 9: 中证军工龙头指数表现对比	16
图 10: 中证军工龙头指数 PE (TTM)	16
表 1: 中国军费结构	6
表 2: 已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司	10
表 3: 近三年军工科研院所改制相关政策	11
表 4: 国有资本投资公司运行模式	12
表 5: 国有资本投资公司相关配套政策	12
表 6: 中证军工龙头指数主要权重成分股简况	14

军工投资聚焦双主线，看好 2019-2020 投资机会

主线一：军工行业景气度提升

2019年中国国防预算增长高于GDP预期增速，预计未来依然保持合理增长。根据国防部网站3月5日新闻，2019年中国国防预算同比增长7.5%，达到1.19万亿元，高于GDP预期增速，符合预期。从外来看，国际形势日趋复杂，印度、美国等国家均大幅增加军费预算，美国还向北约国家施压要求增加军费；从内来看，根据国防白皮书，新时代中国国防和军队建设的战略目标是“到2020年基本实现机械化，力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，我们预计国防预算有望长期保持稳定增长。

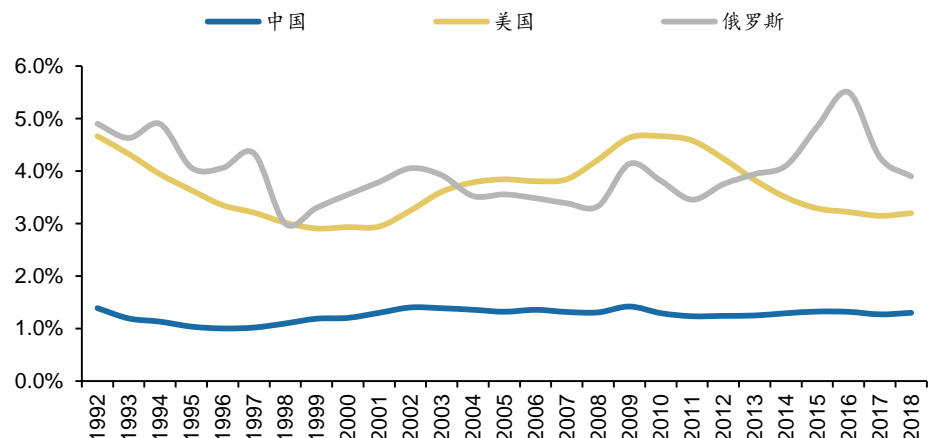
图 1：中国军费预算及增速



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

中国军费占GDP比例仍然较低，存在较大增长潜力。根据中国财政部以及SIPRI数据，长期以来，中国国防预算占GDP比例一直低于1.3%，而美国的数据为3%-4%、俄罗斯为3%-5%、法国和印度为2%-3%，中国国防预算占GDP比例与世界主要国家仍有一定差距，存在增长潜力。

图 2：中国、美国、俄罗斯军费占GDP比例对比



数据来源：中国财政部，SIPRI，广发证券发展研究中心

军费使用向装备费倾斜，我们预计未来装备采购仍是重点。10-17年，中国军费使用持续向装备费倾斜，装备费年复合增长率13.44%，高于国防军费10%的年复合增速，在军费中的占比由10年的33.2%提升至17年的41.1%。目前解放军的装备升级尚未完成，我们预计军费使用仍将向装备费倾斜。

表 1: 中国军费结构

年份	人员生活费 (亿元)	占军费比 (%)	训练维持费 (亿元)	占军费比 (%)	装备费 (亿元)	占军费比 (%)	军费合计 (亿元)
1998	322.7	34.5	298	31.9	314	33.6	934.70
1999	348.6	32.4	380.3	35.3	347.8	32.3	1076.70
2000	405.5	33.6	412.74	34.2	389.3	32.2	1207.54
2001	461.63	32.0	485.81	33.7	494.6	34.3	1442.04
2002	540.43	31.9	581.23	34.3	572.78	33.8	1694.44
2003	620.06	32.5	641.04	33.6	646.77	33.9	1907.87
2005	831.59	33.6	806.83	32.6	836.54	33.8	2474.96
2007	1200.15	33.8	1210.42	34.1	1144.34	32.2	3554.91
2009	1685.28	34.0	1669.95	33.7	1595.87	32.2	4951.10
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.4

数据来源：国防部，广发证券发展研究中心

装备采购进入景气周期，“十三五”后两年采购量有望加大。装备采购按五年规划制定项目及经费使用规划，根据军工行业历年来收入增速变化，我们发现行业整体收入在“十二五”的第二年是最低点，之后逐步恢复至景气周期。受军队改革影响，装备采购计划的实施和确认在2016-2018年均受不同影响，进而影响军工企业的订单落地和产品验收交付。随着“十三五”进入后两年，以及军改的影响逐步消除，装备采购量有望提升。

主线二：改革持续深化，激发行业活力

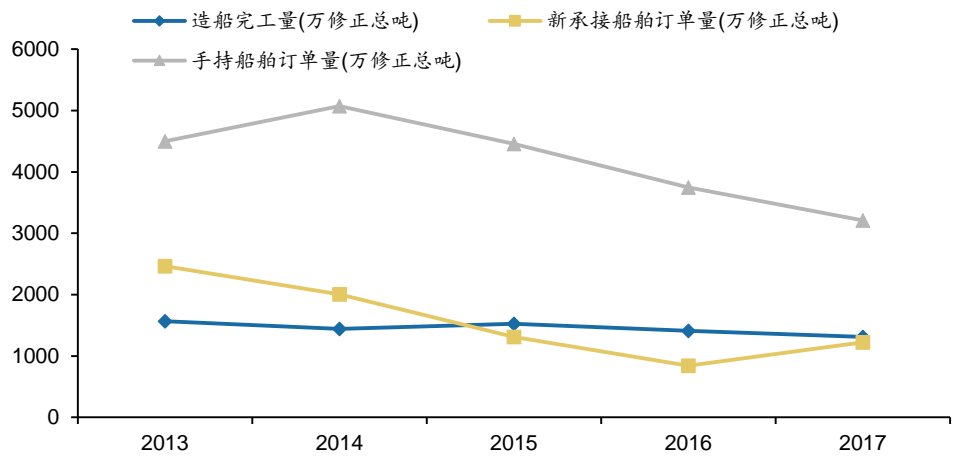
军工行业改革持续深化，在央企重组、采购与定价、资产证券化、科研院所改制等多个领域同步推进。

(1) 中船集团与中船重工集团战略性重组

中船集团与中船重工集团战略性重组，顺应国企改革方向和产业发展需求。国内造船业面临国外竞争压力加大和国内产能依然过剩的双重挑战：现代重工收购大宇造船，合并后市场份额超过20%，给中国造船业带来较大竞争压力；国内造船业在手订单持续下滑，造船产能依然过剩。在国外竞争压力加大和国内造船产能依然

过剩的大背景下，造船领域战略性重组顺应国企改革方向和产业发展需求，可有效提升我国造船业的国际竞争力。

图 3：中国造船产业造船完工量、新接订单量、手持订单量情况



数据来源：中国船舶工业协会，广发证券发展研究中心

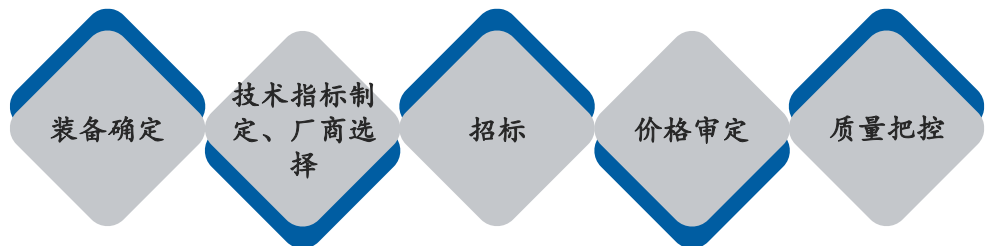
(2) 采购与定价体系改革

军品采购法规体系、装备采购体系、军品定价方法全面改革，军品采购转向市场化：

军品采购法规体系更加完善。建立基于市场化经济的军品采购法规体系，明确定型装备、科研试制、软件、知识产权的定价方法，法规体系更加完善，定价体系更加科学。

采购职权明确，权利实现分立。改革后，有望将装备采购种类、装备技术参数确定、装备供应商确定、装备招标、装备审价、装备质量审核与监督等职权划分到无从属关系的不同部门，各部门职责明确，加强采购规范化运作。过去以渠道为主的供货方式将被取代，竞争力强的企业有望受益。

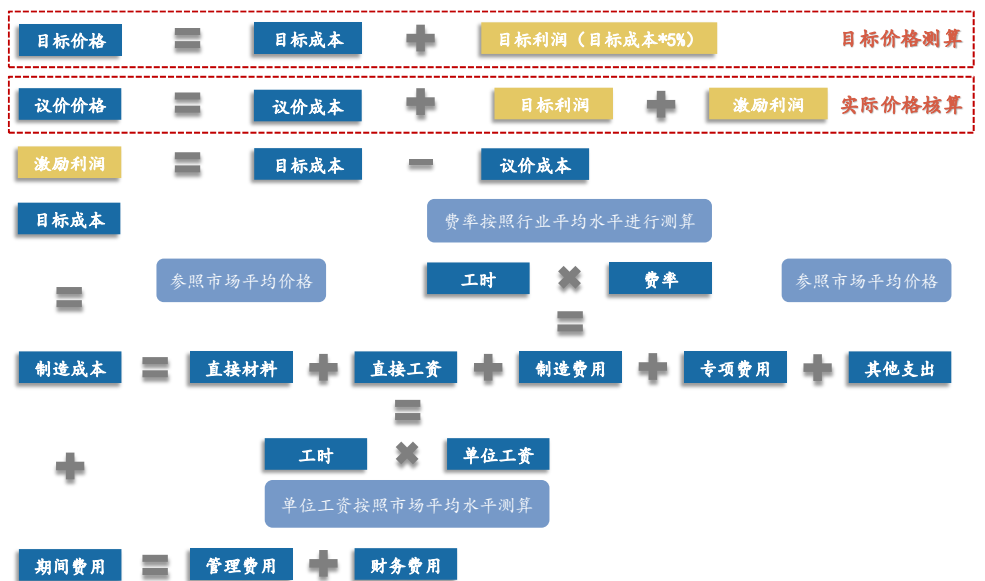
图 4：改革后的采购体系方法展望



数据来源：广发证券发展研究中心

定价方式更加丰富，市场化程度逐步提升。改革后，有望采用定价与议价两种形式，使得不同类型的军品定价更加合理。有望改变“成本加成”的模式，引入“约束激励议价”模式，企业通过降本增效可以获得更多的利润。成本将采用市场化的测算方法，更加精准，定价方法更加符合市场规律。民参军企业的准入门槛有望降低，加强竞争，鼓励创新优质产品进入军品市场。

图 5: 改革后的价格体系军品价格测算方法展望



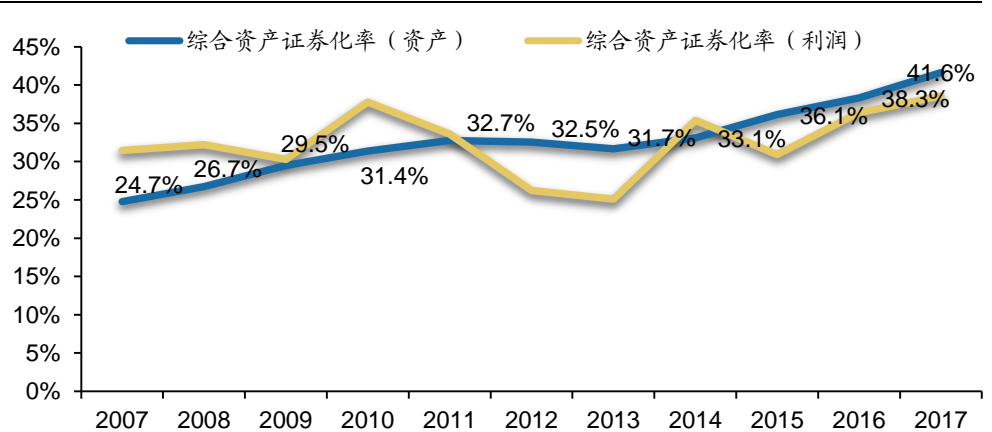
数据来源: 根据《军品价格管理办法》(1996年)推测, 广发证券发展研究中心

军品定价改革打开企业的利润空间, 有望大幅提高军工企业整体效益和研制生产积极性。军品定价机制改革后, 军品定价的指导思想由“保本微利”转变为“鼓励企业降本增效、加强盈利”, 打破了原来严格设定的净利率上限, 打开了企业的利润空间。改革后从装备立项、到最后批量采购, 每一个环节都涉及到成本的管控与价格的审议, 使得军工企业难以虚增成本, 盈利需通过降本增效来完成, 未来军工企业将更加注重生产效率, 并更有热情和动力进行创新技术的研发。

(3) 资产证券化: 方式多样化, 有望加快资产证券化进程

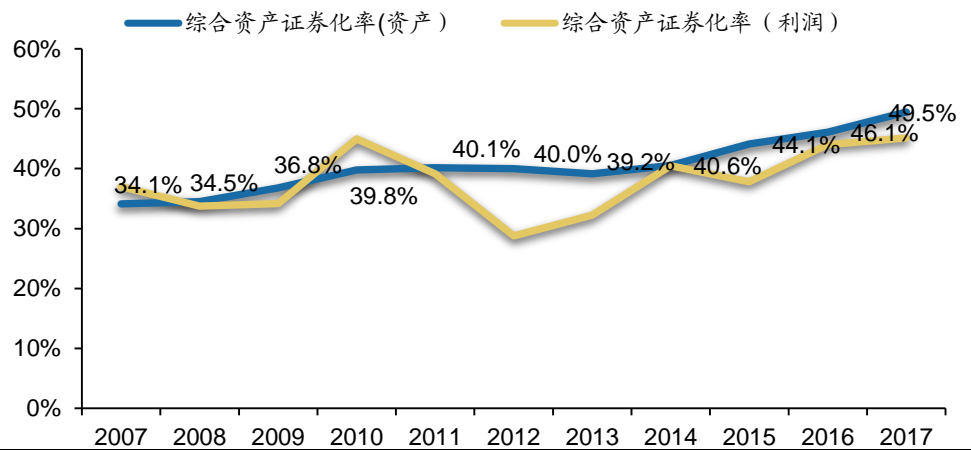
军工集团整体资产证券化率稳步提升, 仍远低于央企平均水平。国务院国资委主任肖亚庆在十三届全国人大二次会议3月9日的记者会上表示, 2018年, 中央企业资产的65%、营业收入的61%、利润总额来源的88%都在上市公司。从资产口径来看, 军工集团2017年资产证券化率为49.5%; 从净利润口径看, 军工集团2017年资产证券化率为46.1%; 在考虑2018年军工集团资本运作行为后, 预计军工集团的资产证券化率仍低于央企平均水平。

图 6: 军工综合资产证券化率变化 (A股市场)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 军工综合资产证券化率变化 (全市场: A+H+海外)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

各军工集团资产证券化发展阶段不同, 其资产证券化呈现特点也不尽相同:

- **部分军工集团进入核心军品资产阶段。**部分集团资产证券化启动早, 目前资产证券化率已经较高, 未来集团资产证券化将向迈向深水区, 例如核心军品总装资产及军工科研院所等, 逐步完成业务板块的整体上市;
- **部分军工集团可能仍体现为民品及配套类军工资产注入。**部分集团资产证券化率较低, 未来一段时间可能体现为资产证券化初期阶段的特点, 例如某业务板块内单一或部分军工企业先注入, 注入资产以民品和配套类军品为主。

目前估值、股价、市场预期均处于底部区间, 市场条件适合做资产证券化。从周期上来看, 2012-2013年是军工集团资产证券化的低谷期, 2014-2016年是高峰期。当前的市场环境与2012-2013年极为相似, 板块估值、个股价格、市场预期均处于底部区间, 市场条件适合做资产证券化。

军工集团资产证券化过程展现出新特点。从中国船舶、中船防务、国睿科技、洪都航空、中航科工的公告中我们可以看到军工集团资产证券化过程有**公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化**等特点:

- **公司间资产整合:** 中国船舶的船舶动力资产置入中船防务, 中船防务的船舶制造资产置入中国船舶, 实现了同一集团下的不同上市公司间的战略性资产整合, 调整并进一步明确了上市公司的平台定位。
- **事业单位资产的证券化方式的扩充:** 国睿科技拟收购的国睿防务公司, 是控股股东中电科14所于2018年9月通过资产划转等方式新成立的企业; 我们认为本次方案将改变市场原有对事业单位资产无法资产证券化的预期, 有望对控股股东为事业单位的上市公司资产证券化预期进行一次较大调整。
- **核心资产整体上市:** 中航科工公告拟收购中航直升机100%股权, 洪都航空公告拟通过资产置换将导弹资产注入上市公司, 资产证券化率高的集团正不断推进核心资产整体上市。
- **不停牌:** 国睿科技、洪都航空预案发布前后均处于正常交易状态, 改变了以往启动资产证券化方案制定, 尤其是重大资产重组方案制定需要三个月甚至半年

以上停牌无法交易的情况，保证了标的的流动性，也减少了方案制定失败对股价的重大冲击。

- **配套融资比例降低：**国睿科技交易资产作价68.56亿元，配套融资规模6亿元，配套融资比例不到10%；配套融资基本用于补充上市公司流动资金，体现了在股价较低区间上市公司的资产证券化更多的表现为资产注入行为，而非融资行为。
- **方式多样化：**资产证券化的形式丰富多样，可通过发行股份、资产置换、IPO、债转股等多种形式完成。

重点关注国睿科技案例中事业单位资产证券化的新方式，也许未来还有其他事业单位资产通过这种方式实现资产证券化。

(4) 混合所有制改革：融资和股权激励有望全面推广

军工是混改重要领域之一，资本是助推军工企业发展的重要力量。2015年国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，其中提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域开展混改试点示范。随着武器装备采购体系、军品定价机制向市场化转变，资本将是推动军工企业发展的重要力量。军工企业有望通过股份制改造、债转股、战略投资、二级市场等多种渠道、多种方式进行混改并获得资金，从而推动企业发展。

中航沈飞混改具有示范效应，股权激励有望在各军工上市公司中全面推广。2018年11月，中航沈飞股权激励计划正式实施，首期授予限制性股票317.1万股；12月，振华科技、利达光电股权激励计划相继发布。此前中航机电、中国动力等系统级军工上市公司分别通过员工持股、股权激励等方式实现混改，中航光电等零部件配套企业也有过股权激励案例。我们认为，作为整体上市的核心武器装备生产商，中航沈飞此次股权激励将在行业内具有更强的示范效应；以股权激励为代表的混合所有制改革有望在军工集团上市公司中全面推广。

表 2：已完成及正在实施股权激励或员工持股的军工集团上市公司

公司	最新公告日	实施进度	激励方式	激励总数 (万股/万份)	占当时总股本比例	股票授予价格/期权 行权价格 (元/股, 元/份)
振华科技	2019-08-16	国资委批复	股票期权	938.00	2.00%	11.92
利达光电	2019-02-15	实施	限制性股票	176.70	0.75%	5.65
中航电测	2018-12-25	终止	限制性股票	1,602.00	2.71%	7.28
中航沈飞	2018-11-03	实施	限制性股票	317.10	0.23%	22.53
宝胜股份	2018-04-16	实施	持股计划	79.63	0.07%	4.34
中国长城	2018-01-17	实施	股票期权	4,410.00	1.50%	8.27
凌云股份	2017-10-18	实施	限制性股票	413.68	0.92%	10.44
中国动力	2017-03-11	实施	股票期权	1,724.10	0.99%	32.40
中航光电	2017-03-22	实施	限制性股票	595.72	0.99%	28.19
贵航股份	2015-03-24	实施	股票期权	273.00	0.95%	12.20

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

(5) 科研院所转制：军工科研院所转制有望提速

军工科研院所转制开始实施，2019年有望加速推进，“十三五”期间有望全面推广。2018年5月7日，兵器装备自动化研究所转制获批，成为首家转制获批的军工科研院所，标志着军工科研院所转制进入实施阶段。首家科研院所转制获批具有示范效应，其经验可在其他科研院所推广，我们预计2019年科研院所改制有望加速推进。科研院所是军工集团旗下的优质资产，大部分军工科研院所盈利能力强于企业公司。军工科研院所改制是相关资产证券化的前提，转制完成后军工资产证券化有望加速。

表 3：近三年军工科研院所改制相关政策

时间	政策文件	发布单位	意义	内容描述
2016年3月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》	国防科工局	规范涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作行为。	在涉军企事业单位改制重组军工事项审查申报材料，涉军企事业单位上市及上市后资本运作军工事项审查申报材料等多方面做出规范。
2017年5月	《关于从事生产经营活动事业单位改革中国有资产管理的若干规定》	财政部	明确经营类事业单位应将全部资产纳入资产清查。	经营类事业单位应当在明晰产权关系的基础上，根据单位实际情况，改革的途径、方式和步骤，分别依据相应的资产管理制度，切实做好国有资产清查、处置、运营和监管工作。
2017年7月	《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局	标志着军工科研院所转制工作正式启动，军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。	会议解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作，研究部署了相关工作。
2018年1月	《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查申报指南(2018年版)》	国防科工局	指导涉军企事业单位在改制、重组、上市及上市后资本运作过程中规范操作	就涉军企事业单位改制、重组、上市及上市后资本运作军工事项审查申报中的重点问题，制定详细指南文件。
2018年3月	《关于继续支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》	财政部	事业单位改制的财政支出。	在企业改制、事业单位改制、公司合并、公司分立等多种企业、事业单位改制重组涉及的契税政策进行规定。
2018年5月	《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	国务院	改革工资制度，收入与效益挂钩	在工资总额决定机制、工资总额管理方式、企业内部工资分配管理、工资分配监管体制机制四个方面进行改革。

数据来源：新华网，财政部，国防科工局，广发证券发展研究中心

(6) 国有资本投资、运营公司拓展至军工领域

中航工业集团成为首家军工类国有资本投资公司，工作重心向资本运营转换。转型国有资本投资公司后，中航工业集团的工作重心将从“企业运营”向“资本运营”转换，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。

国有资本投资公司市场化运作，完善监督体系，实施绩效评价。国有资本投资公司采用市场化的管理模式，相较于原来更加重视经营效率，实施绩效评价，考察国有资本的运营效率、保值增值、财务效益。由于国有资本投资公司具有更大的自主权，在监督体系上也会更加严格，按照“事前规范制度、事中加强监控、事后强

化问责”的原则，对党组织、董事会、经理层进行监督。

表 4：国有资本投资公司运行模式

类别	要求
组织架构	结合职能定位具体负责战略规划、制度建设、资源配置、资本运营、财务监管、风险管控、绩效评价等事项。
履职行权	通过股东大会表决、委派董事和监事等方式行使股东权利，形成以资本为纽带的投资与被投资关系，协调和引导所持股企业发展，实现有关战略意图。
选人用人机制	建立派出董事、监事候选人员库，由董事会下设的提名委员会根据拟任职公司情况提出差额适任人选，报董事会审议、任命；同时，要加强对派出董事、监事的业务培训、管理和考核评价。
财务监管	加强公司财务管理，防范财务风险；督促所持股企业加强财务管理，落实风险管控责任，提高运营效率。
收益管理	以出资人身份，按照有关法律法规和公司章程，对所持股企业的利润分配进行审议表决，及时收取分红，并依规上交国有资本收益和使用管理留存收益。
考核机制	建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，对所持股企业考核侧重于执行公司战略和资本回报状况。
监督体系	按照事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责的原则，加强对国有资本投资、运营公司的统筹监督。纪检监察机构加强对国有资本投资、运营公司党组织、董事会、经理层的监督，强化对国有资本投资、运营公司领导人员廉洁从业、行使权力等的监督。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

进一步简政放权，有利于资本运作和员工激励的落地。对于国有资本投资公司，开放国有产权流转决策的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权，对于符合条件的公司，可以优先支持开展混改、员工持股等试点。简政放权之后，国有资本投资公司及所控公司的资本运作、员工激励的决策权将交由国有资本投资公司决策，有望大幅缩短相关事项的审批进程。

表 5：国有资本投资公司相关配套政策

类别	要求
推进简政放权	围绕落实出资人职责的定位，有序推进对国有资本投资、运营公司的放权。将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资、运营公司，相关管理要求和运行规则通过公司组建方案和公司章程予以明确。
综合改革试点	国有资本投资、运营公司所持股国有控股企业中，符合条件的可优先支持同时开展混合所有制改革、混合所有制企业员工持股、推行职业经理人制度、薪酬分配差异化改革等其他改革试点，充分发挥各项改革工作的综合效应。
完善支持政策	严格落实国有企业重组整合涉及的资产评估增值、土地变更登记和国有资产无偿划转等方面税收优惠政策。简化工商税务登记、变更程序。鼓励国有资本投资、运营公司妥善解决历史遗留问题、处置低效无效资产。制定国有资本投资、运营公司的国有资本经营预算收支管理政策。

数据来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见（国发〔2018〕23号）》，广发证券发展研究中心

中航工业旗下七家上市公司股东以股份换购ETF基金，资本经营向多样化转变。中航工业集团旗下七家上市公司公告股东以股份换购富国中证军工龙头ETF基金份额，我们认为，本次换购ETF并不会对二级市场造成冲击，符合国资委“提高国有资本配置效率”的要求。此外，富国中证军工龙头ETF基金发行后，将会丰富军工类ETF基金投资品种，增加板块资金流入。

中航工业资本化转型模式有望向其他军工集团复制推广。中航工业集团入选国有资本投资公司试点，说明央企资本化转型正向关系到国家安全的领域推进。中航工业集团在军工集团中拥有的上市公司数量最多，资本运作也最为活跃，中航工业

在试点中所操作的资本运作、员工激励、薪酬分配方案将会成为军工企业的样本。随着中航工业集团试点工作的不断推进，有望快速向其他军工集团推广。

估值处于底部区间，看好军工行业 2019-2020 年投资机会

中证军工指数估值处于历史底部区间。以中证军工指数（去除船舶以及壳类公司）目前整体PE估值处于2011年以来的底部区间，约为40倍；其中军品配套类龙头企业PE在30-35倍，总装类公司PS在1.5倍左右，均处于历史底部区间。

图 8：中证军工指数PE（动态）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：去除船舶以及壳类公司

行业景气度提升，改革加速，看好2019-2020年军工行业投资机会。我们认为行业有两条投资主线：（1）“十三五”进入后两年，军改“脖子以下”改革完成，“肃清合同”已接近尾声，行业景气度将逐步提升；（2）资产证券化展现出多样化特点，可能持续超预期，资产证券化的加快会使得市场对军工集团资产证券化预期发生变化，相关公司将面临价值重估过程。随着行业景气度提升，行业预期改善，目前军工龙头公司的估值处于底部区间，具备投资价值，看好2019-2020年军工行业投资机会。

中证军工龙头指数具备较大投资机会

军工投资优选龙头公司

军工龙头公司将显著受益于装备采购量提升，具备更大的投资价值。军工产业链可分为“总装—系统—器件—材料及加工”，总装、系统级产品市场集中度很高，器件、材料类产品市场集中度较高，军工行业龙头公司是核心参与者。随着装备采购量的加大，拥有核心资产的军工龙头公司所获得的订单量将显著高于非核心公司；部分存在资产证券化预期的公司，在完成核心资产注入后，将受益于资产证券化带来的利润增厚以及资产质量改善带来的持续成长性。

军工板块存在军工主业类和军民融合两大类公司，在选择龙头公司时需采用不同标准。

对于军工主业类公司，我们认为应该具备以下特征：

(1) **业务构成**：军工业务在营收、业绩中具有较高占比，不考虑其他非军工主营业务对公司业绩也有重大影响的多主业上市公司（例如舰船装备总装类企业军工业务规模大，但非军工业务对业绩影响巨大）；

(2) **资产性质**：公司资产在军工产业链中具有核心竞争力，资产较为优质，具备可持续成长性；

(3) **公司财务**：公司盈利状况较好；

(4) **股东情况**：控股股东财务状况良好，质押比例较低。

对于军民融合类公司，我们认为应该具备以下特征：

(1) **业务构成**：民品业务对公司业绩具有显著影响；

(2) **资产性质**：属于高端制造业，技术具有军民融合特征；

(3) **公司财务**：公司盈利状况较好；

(4) **股东情况**：控股股东财务状况良好，质押比例较低。

中证军工龙头指数成分股是核心军工企业

中证军工龙头指数的主要成分股均是国内最核心的军工及军转民企业。中证军工龙头指数前5大重仓股整体权重占指数的33%，前10大重仓股整体权重占指数的53%，权重较为集中。从成分股构成来看，我们认为符合龙头公司筛选标准：

细分行业：从军工细分行业来看，成分股全面覆盖航空航天、地面兵装、船舶装备、电子信息化、材料等军工子行业，但数量上以航空装备、电子信息化为主，考虑到空军及国防信息化在国防建设中的重要地位，我们认为航空产业链、电子信息化领域将具有可持续成长性。

资产质量：从资产质量来看，对于成分股中的军工主业类公司，大多拥有军工核心资产，体内资产处于稳健增长期，例如中航沈飞、中直股份、中航飞机、航发动力等，部分存资产注入预期的公司体内资产也具备一定盈利能力和成长性，例如国睿科技、四创电子等。对于军民融合类公司，技术优良，在军民品市场均具备较强的市场竞争力，例如海康威视、中航光电等。

盈利情况：从盈利情况来看，成分股公司均未出现亏损。

从以上三个方面来看，中证军工龙头指数成分股并非追求对军工行业进行大而全的覆盖，而是优选了行业中资产质量较优、成长性较好、盈利能力较强的公司。

表 6：中证军工龙头指数主要权重成分股简况

股票代码	股票名称	指数权重	总市值(亿元)	申万行业	主营业务	PE(TTM)	PE(2019E)	PB(LF)	归母净利润 TTM(亿元)
002415.SZ	海康威视	9.3%	2865.1	电子	视频监控产品、行业解决方案	25.1	21.9	7.85	113.36
000768.SZ	中航飞机	6.8%	425.5	国防军工	大中型军民机、起落架和机刹车系统的研发、制造、销售、维修与服务	74.6	65.0	2.66	5.58
600893.SH	航发动力	6.3%	516.1	国防军工	军民航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件出口、军民用燃气轮机、军民航空发动机维修保障服务	50.3	42.7	1.95	10.64

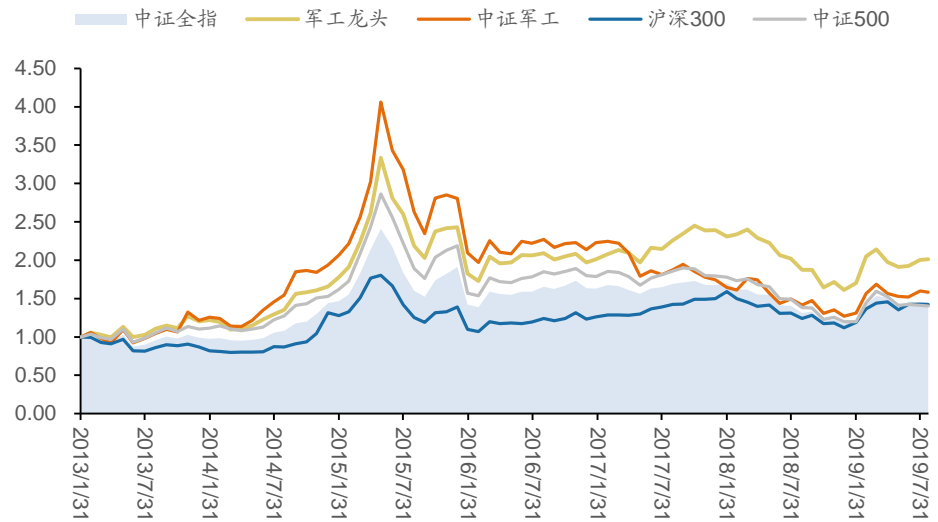
002179.SZ	中航光电	5.6%	425.0	国防军工	连接器产品, 互连解决方案	40.0	36.4	6.74	9.54
000066.SZ	中国长城	5.0%	293.1	计算机	芯片、整机、操作系统、中间件、数据库、安全产品、应用系统等产品及系统	33.0	23.6	4.77	4.90
002465.SZ	海格通信	4.6%	230.1	国防军工	军用无线通信、北斗导航产品; 航空模拟器、飞机零部件产品; 通信工程服务	49.4	40.3	2.75	4.30
600118.SH	中国卫星	4.1%	262.9	国防军工	小卫星及微小卫星研制、卫星地面应用系统及设备制造和卫星运营服务	61.6	56.3	4.77	4.18
600879.SH	航天电子	4.1%	169.1	国防军工	航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件	38.2	32.1	1.41	5.52
600038.SH	中直股份	3.8%	278.4	国防军工	直升机整机及零部件生产制造	48.5	44.2	3.63	5.10
600760.SH	中航沈飞	3.8%	429.5	国防军工	战斗机整机及零部件生产制造	44.6	49.5	5.32	7.43
002013.SZ	中航机电	3.7%	233.1	国防军工	航空机电系统业务	26.7	24.1	2.57	8.37
000547.SZ	航天发展	3.4%	158.3	国防军工	电子蓝军产品	33.6	28.2	2.18	3.35
600435.SH	北方导航	2.9%	133.3	国防军工	导航控制和弹药信息化产品	365.9	233.7	6.27	0.48
600967.SH	内蒙一机	2.8%	191.4	国防军工	坦克、装甲车、火炮整机及零部件生产制造; 铁路货车制造	31.4	29.9	2.24	5.54
000738.SZ	航发控制	2.6%	163.5	国防军工	航空发动机控制系统	60.3	55.0	2.97	2.59
600372.SH	中航电子	2.4%	246.5	国防军工	航空电子系统业务	49.2	42.9	3.48	4.79
300699.SZ	光威复材	2.3%	202.2	化工	碳纤维材料、预浸料、碳梁生产制造	42.8	41.3	6.75	3.77
600705.SH	中航资本	2.2%	416.5	非银金融	金融投资平台	13.2	10.6	1.44	31.66
002414.SZ	高德红外	2.1%	173.9	电子	红外探测器整机、芯片、制导系统	127.5	73.5	5.25	1.32
600271.SH	航天信息	2.1%	406.0	计算机	专网通信产品、通信光纤、光缆、通信磁管、量子保密通信等产品	20.0	20.1	3.75	16.18
002025.SZ	航天电器	2.0%	119.3	国防军工	连接器及光电连接方案, 电机	30.7	27.3	4.23	3.61
600562.SH	国睿科技	1.8%	95.2	国防军工	雷达整机、微波组件	280.4	65.6	5.37	0.70
000519.SZ	中兵红箭	1.7%	131.6	国防军工	弹药产品	37.3	33.2	1.65	3.61
600862.SH	中航高科	1.7%	151.4	国防军工	航空新材料	35.4	41.7	3.88	3.04
600765.SH	中航重机	1.6%	71.6	国防军工	高端宇航锻造业务、高端液压系统业务、高端散热系统业务、中小型燃机成套业务	21.3	18.8	1.68	3.33
002389.SZ	航天彩虹	1.5%	104.8	国防军工	无人机整机及零部件	44.8	29.6	1.69	2.42
603712.SH	七一二	1.4%	190.5	通信	无线通信等军民专用网产品	79.6	70.5	8.35	1.95
000733.SZ	振华科技	1.4%	83.2	电子	电子元器件	26.5	26.3	1.62	2.41
600482.SH	中国动力	1.4%	405.6	国防军工	船舶动力整机、核心零部件	30.8	24.6	1.58	13.89
600990.SH	四创电子	1.4%	79.6	国防军工	雷达整机、微波组件、安全产品	32.3	28.9	3.44	2.57
300527.SZ	中国应急	1.1%	127.4	国防军工	舟桥、停机坪等军民应急产品	53.8	49.2	6.15	2.24
002916.SZ	深南电路	1.0%	448.0	电子	印制电路板、封装基板及电子装联	50.5	46.7	11.18	6.97
600184.SH	光电股份	0.9%	62.8	国防军工	光电防务类产品、光学材料和器件	98.4	71.7	2.69	0.58
300114.SZ	中航电测	0.7%	58.7	机械设备	航空机载系统、逆变器、智能交通产品	35.8	30.3	4.02	1.56
000561.SZ	烽火电子	0.6%	43.8	国防军工	无线通信、电声产品	50.0	43.0	3.23	0.71

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 数据截止 2019.8.26, 预测数据来自 Wind 提供一致预期

中证军工龙头指数具备较大投资机会

中证军工龙头指数长期跑赢中证军工、沪深300及中证500等指数。2017年以来，中证军工龙头指数长期跑赢中证军工指数，在市场上涨时表现更加突出。近5年年化收益率超过10%，但波动率也明显高于宽基指数，具有较强的交易价值。

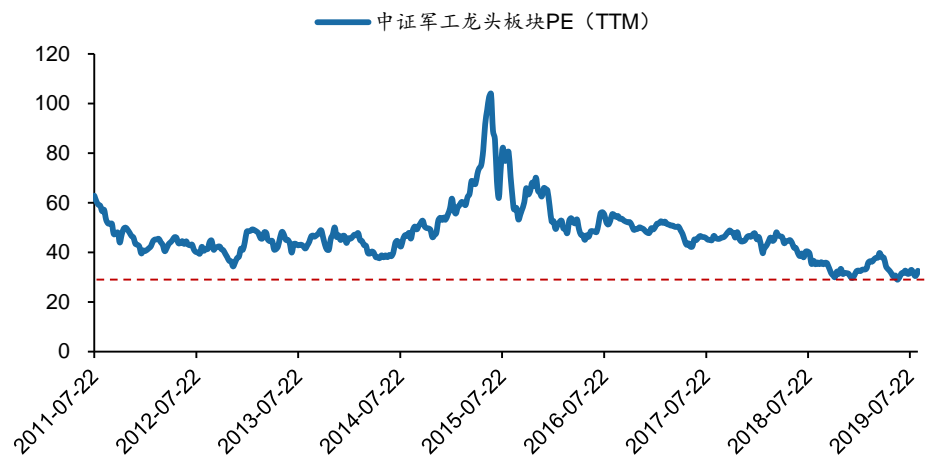
图 9：中证军工龙头指数表现对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截止 2019.8.26

中证军工龙头指数估值处于历史底部区间。目前中证军工龙头指数整体PE (TTM) 估值处于2011年以来的底部区间，约为32倍。

图 10：中证军工龙头指数PE (TTM)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截止 2019.8.26

中证军工龙头指数具备较大投资机会。我们看好军工行业2019-2020年的投资机会，中证军工龙头指数成分股资产质量较高、业务成长性较好、盈利能力较强，目前板块和个股估值处于历史底部区间，随着行业景气度进一步提升和军工集团资本证券化动作的加强，我们认为中证军工龙头指数在2019-2020年有望跑赢大盘，

具备较大投资机会。

投资建议

我们认为中证军工龙头指数在2019-2020年有望跑赢大盘 具备较大投资机会，建议配置富国中证军工龙头ETF；个股方面，关注中证军工龙头指数成分股，看好主战装备板块：中航沈飞、中直股份、内蒙一机等；看好国产化替代空间大的关键设备、关键元器件和原材料领域：航发动力、中国动力、中航光电、光威复材等。

风险提示

资产注入进度与方案具有不确定性，相关改革政策进度低于预期，科研院所改制进度具有不确定性，相关装备研发进度低于预期。相关公司外延并购具有不确定性，军品订单具有不确定性，毛利率下降的风险。

广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发金融工程研究小组

罗军：首席分析师，华南理工大学硕士，从业14年，2010年进入广发证券发展研究中心。

安宁宁：联席首席分析师，暨南大学硕士，从业12年，2011年进入广发证券发展研究中心。

史庆盛：资深分析师，华南理工大学硕士，从业8年，2011年进入广发证券发展研究中心。

马普凡：资深分析师，英国拉夫堡大学硕士，从业9年，2014年进入广发证券发展研究中心。

张超：资深分析师，中山大学硕士，从业7年，2012年进入广发证券发展研究中心。

文巧钧：资深分析师，浙江大学博士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈原文：资深分析师，中山大学硕士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。

樊瑞铎：资深分析师，南开大学硕士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。

李豪：资深分析师，上海交通大学硕士，从业3年，2016年进入广发证券发展研究中心。

郭圳滨：研究助理，中山大学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。