

国防军工行业 19 中报综述

中报验证行业景气度，看好行业投资机会

行业评级

买入

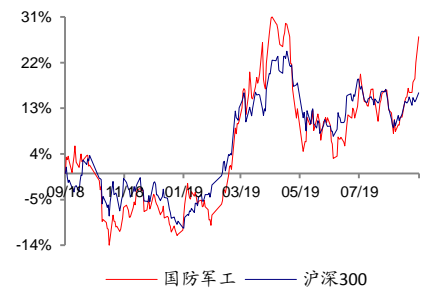
前次评级

买入

报告日期

2019-09-02

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

相关研究:

国防军工行业 18 年报&19 一 2019-05-06

季报综述:一季度行业景气度
显著提升,将向上游公司传导

联系人: 袁晓宣 010-59136613

yuanxiaoxuan@gf.com.cn

联系人: 李炼 021-60750604

gflilian@gf.com.cn

核心观点:

● 军工板块营收、业绩稳增长，行业景气度提升得到验证

本报告以 56 家军品业务占比较大且业务在军工产业链中较为核心的公司作为样本进行研究，营收和业绩同比增速均不考虑资本运作的影响。军工板块 2019H1 营收同比增长 15%，归母净利润同比增长 20%，实现营收、业绩稳定增长。

● 军工集团上市公司经营效率持续提升，民参军公司分化显著

不考虑资本运作影响，军工集团军工主业公司营收增速为 15%，同比提升 6pct；归母净利润增速为 27%，同比提升 11pct；今年军工集团主业公司营收、归母净利润增长主要是内生增长。民参军军工主业公司营收增速为 14%，归母净利润增速为 9%，增速均出现下滑，主要原因是民参军公司受行业订单、订货渠道影响较大出现分化。

● 航空装备板块保持高景气度，材料板块明显改善

剔除资本运作影响后，航空装备板块营收、归母净利润分别同比增长 22%、35%；材料及加工板块营收同比增长 10%、21%。航空装备板块主要受新机型列装加速以及交付节奏变化影响，而材料及加工板块同比改善则是航空材料类公司受益于航空产业链的高景气度。

● 总装公司保持较快增长，配套类公司营收端增速提升

剔除资本运作影响后，总装公司营收、净利润分别增长 21%、37%，保持较快增长。设备及零部件、材料及加工、后市场板块营收增速分别同比提升 6pct、13pct、43pct，可以认为订单有效在产业链进行传导。

● 投资建议

中报验证行业景气度，阅兵式等事件改善行业投资情绪，看好军工板块投资机会。军工板块中报整体情况较好，受益于新型号列装，部分公司业绩超出预期，行业景气度得到验证。根据国防部新闻，国庆将举行阅兵式，受此影响，行业投资情绪得到改善。在中报情况较好和行业情绪改善的双重因素下，我们认为军工板块投资机会较大。

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：中航光电、航天电器、火炬电子、光威复材等；关注国企改革领域相关公司。

● 风险提示

相关政策出台时间低于预期，资产证券化存在较大不确定性，国际局势变化具有不可预知性。

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	CNY	35.58	2019/08/27	买入	40.32	0.64	0.77	55.59	46.21	25.87	21.48	10.2	10.9
中直股份	600038	CNY	50.96	2019/08/25	买入	57.77	1.09	1.38	46.75	36.93	23.57	18.82	7.7	8.9
内蒙一机	600967	CNY	12.05	2019/08/27	买入	13.53	0.38	0.45	31.71	26.78	11.15	8.88	7.1	7.8
光威复材	300699	CNY	42.20	2019/08/20	买入	48.50	0.97	1.23	43.44	34.35	33.65	26.75	15.8	17.9
火炬电子	603678	CNY	24.91	2019/04/26	买入	29.1	0.97	1.27	25.68	19.61	17.45	13.57	13.8	15.5

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, 中航光电合理价值按除权后折算

目录索引

样本与研究方法	5
2019H1 军工行业基本面回顾	7
行业营收、业绩稳健增长，行业景气度得到确认	7
军工集团经营效率持续提升，民参军公司分化显著	9
子行业：航空装备板块保持高景气，材料板块显著改善	11
产业链：总装公司营收或受交付节奏变化影响，配套公司景气度有所提升	12
投资建议	13
风险提示	14

图表索引

图 1: 军工行业历年收入情况	7
图 2: 军工行业历年归母净利润情况	7
图 3: 军工主业公司历年收入情况	8
图 4: 军工主业公司历年归母净利润情况	8
图 5: 军工主业公司毛利率和净利率情况	8
图 6: 军工主业公司期间费用率情况	8
图 7: 2019H1 军工主业公司收入分布增速	9
图 8: 2019H1 军工主业公司净利润增速分布	9
图 9: 军工集团军工主业公司历年收入情况	9
图 10: 军工集团军工主业公司历年归母净利润情况	9
图 11: 军工集团军工主业公司毛利率和净利率情况	10
图 12: 军工集团军工主业公司期间费用率情况	10
图 13: 民参军军工主业公司历年收入情况	10
图 14: 民参军军工主业公司历年归母净利润情况	10
图 15: 民参军军工主业公司毛利率和净利率情况	11
图 16: 民参军军工主业公司期间费用率情况	11
图 17: 子行业军工主业公司 19H1 收入增速	11
图 18: 子行业军工主业公司剔除资本运作 19H1 收入增速	11
图 19: 子行业军工主业公司 19H1 净利润增速	12
图 20: 子行业军工主业公司剔除资本运作 19H1 净利润增速	12
图 21: 产业链军工主业公司营收增速	13
图 22: 产业链军工主业公司剔除资本运作营收增速	13
图 23: 产业链军工主业公司净利润增速	13
图 24: 产业链军工主业公司剔除资本运作净利润增速	13
表 1: 样本选择与分类	5

样本与研究方法

样本选择: 本报告以56家军品业务占比较大且业务在军工产业链中较为核心的公司作为样本进行研究；不包含军工业务尚未产生大规模收入或对公司整体业务影响较小公司。

- **业务结构:** 为了使统计数据更具备说服力，我们将公司主营业务中军工业务占比较大或对利润影响较大的公司归类为军工主业型公司；公司主营业务中包含军工业务，但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归类为军工混业公司（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，统计中列为军工混业类）；此外在我们覆盖跟踪池中还有部分具有军工业务，但当期财报中军工业务对公司整体业绩贡献较小的上市公司，以及出现一次性大额亏损的公司，这些公司未体现在我们的统计口径中。样本中军工主业类公司43家，包含军工混业类公司13家。
- **股东结构:** 军工集团上市公司30家，民参军公司26家。
- **子行业结构:** 航天装备公司6家，航空装备公司12家，兵器装备公司6家，舰船装备公司4家，电子信息设备公司21家，材料及加工公司7家。
- **产业链结构:** 总装公司11家，系统公司10家，设备及零部件公司26家，材料及加工公司7家，后市场公司2家；部分公司同时纳入多个产业机构统计。

研究方法:

- **整体法:** 采用整体法进行统计计算，即将样本上市公司财务数据加总，再进行营业收入、归母净利润（后文所有净利润均指归母净利润）、ROE等财务分析数据计算。
- **纳入统计时间:** 公司报表中首次包含军工业务的财年起纳入统计口径（剔除借壳、资产注入或转型收购前数据）。
- **以军工主业公司为主进行分析:** 军工主业公司为样本的统计数据更具代表性，本报告更多对军工主业为样本的上市公司数据进行分析。
- **剔除资本运作影响:** 当年因借壳、IPO等方式首次获取军工业务，以及通过并购方式扩大军工业务的，我们通过在总量中去掉该公司在当年以及前一年的全部财务数据方式获取剔除资本运作影响的增长数据。

表 1: 样本选择与分类

代码	简称	集团	分类	分类	主业分布
600038.SH	中直股份	中航工业	总装	航空装备	军工主业
600760.SH	中航沈飞	中航工业	总装	航空装备	军工主业
000768.SZ	中航飞机	中航工业	总装	航空装备	军工主业
600316.SH	洪都航空	中航工业	总装	航空装备	军工主业
002013.SZ	中航机电	中航工业	系统	航空装备	军工主业
600372.SH	中航电子	中航工业	系统	航空装备	军工主业
002179.SZ	中航光电	中航工业	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600862.SH	中航高科	中航工业	材料及加工	材料及加工	军工主业

600893.SH	航发动力	中国航发	总装	航空装备	军工主业
000738.SZ	航发控制	中国航发	设备及零部件	航空装备	军工主业
600118.SH	中国卫星	航天科技	总装	航天装备	军工主业
002389.SZ	航天彩虹	航天科技	总装	航空装备	军工主业
600879.SH	航天电子	航天科技	系统	航天装备	军工主业
002025.SZ	航天电器	航天科工	设备及零部件	航天装备	军工主业
600990.SH	四创电子	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600562.SH	国睿科技	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
002935.SZ	天奥电子	中电科	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
600764.SH	中国海防	中船重工	系统	舰船装备	军工主业
600482.SH	中国动力	中船重工	系统	舰船装备	军工主业
300516.SZ	久之洋	中船重工	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300527.SZ	中国应急	中船重工	设备及零部件	兵器装备	军工主业
600184.SH	光电股份	兵器工业	总装、设备零部件	兵器装备	军工主业
600967.SH	内蒙一机	兵器工业	总装	兵器装备	军工主业
600435.SH	北方导航	兵器工业	总装	兵器装备	军工主业
600260.SH	凯乐科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300101.SZ	振芯科技	民参军	设备及零部件	航天装备	军工主业
300123.SZ	亚光科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300600.SZ	瑞特股份	民参军	设备及零部件	舰船装备	军工主业
002413.SZ	雷科防务	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
002414.SZ	高德红外	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300581.SZ	晨曦航空	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工主业
300719.SZ	安达维尔	民参军	设备及零部件	航空装备	军工主业
002933.SZ	新兴装备	民参军	设备及零部件	航空装备	军工主业
300424.SZ	航新科技	民参军	设备及零部件	航空装备	军工主业
300416.SZ	苏试试验	民参军	后市场	电子信息设备	军工主业
300699.SZ	光威复材	民参军	材料及加工	材料及加工	军工主业
300159.SZ	新研股份	民参军	材料及加工	材料及加工	军工主业
300696.SZ	爱乐达	民参军	材料及加工	材料及加工	军工主业
603712.SH	七一二	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
002465.SZ	海格通信	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
000561.SZ	烽火电子	国有涉军	系统	电子信息设备	军工主业
601606.SH	长城军工	国有涉军	系统	兵器装备	军工主业
300034.SZ	钢研高纳	国有涉军	材料及加工	材料及加工	军工主业
300114.SZ	中航电测	中航工业	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
600765.SH	中航重机	中航工业	材料及加工	材料及加工	军工混业
000547.SZ	航天发展	航天科工	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
000519.SZ	中兵红箭	兵器工业	系统	兵器装备	军工混业
000733.SZ	振华科技	中国电子	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
601989.SH	中国重工	中船重工	总装	舰船装备	军工混业

002023.SZ	海特高新	民参军	设备零部件、后市场	电子信息设备	军工混业
300053.SZ	欧比特	民参军	设备及零部件	航天装备	军工混业
300252.SZ	金信诺	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
300427.SZ	红相股份	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
002214.SZ	大立科技	民参军	设备及零部件	电子信息设备	军工混业
002151.SZ	北斗星通	民参军	设备及零部件	航天装备	军工混业
603678.SH	火炬电子	民参军	材料及加工、设备零部件	材料及加工	军工混业

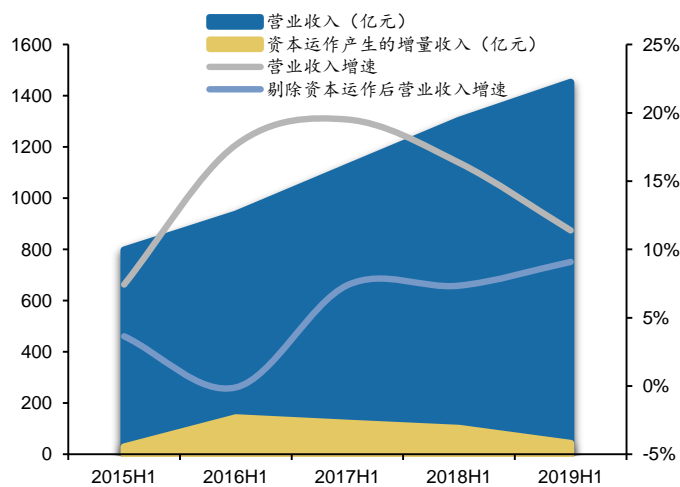
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019H1 军工行业基本面回顾

行业营收、业绩稳健增长，行业景气度得到确认

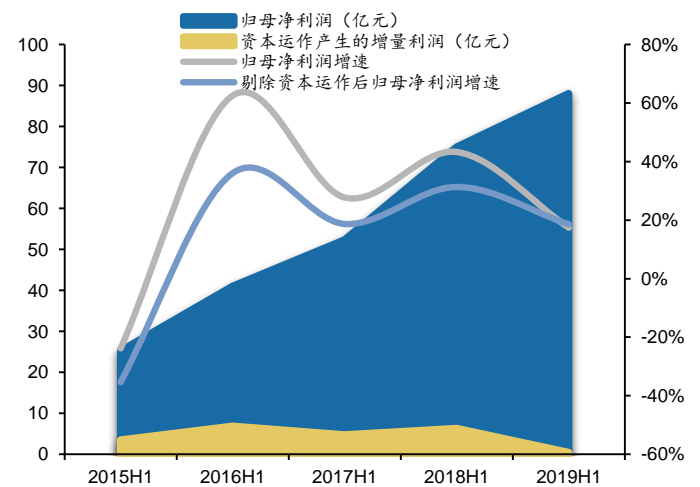
2019H1军工板块营业收入增长11%，归母净利润增长17%。依据我们的样本统计口径，2019H1军工行业营收共计1453亿元，同比增长11%，增速同比下滑5pct；归母净利润共计88亿元，同比增长17%，增速同比下滑26pct。剔除资本运作影响后，2019H1军工行业营收和归母净利润分别同比增长9%、19%，增速分别同比变动+2pct、-12pct。

图 1: 军工行业历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 军工行业历年归母净利润情况

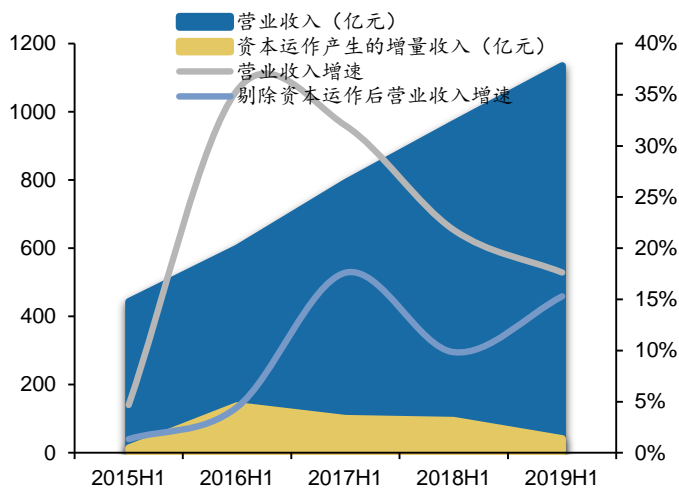


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

主业军工板块营业收入增长18%，归母净利润增长18%。2019H1军工行业营收共计1135亿元，同比增长18%，增速同比下滑4pct；归母净利润共计63亿元，同比增长18%，增速同比下滑22pct。剔除资本运作影响后，2019H1主业军工板块营收和归母净利润分别同比增长15%、20%，增速分别同比变动+5pct、-7pct。

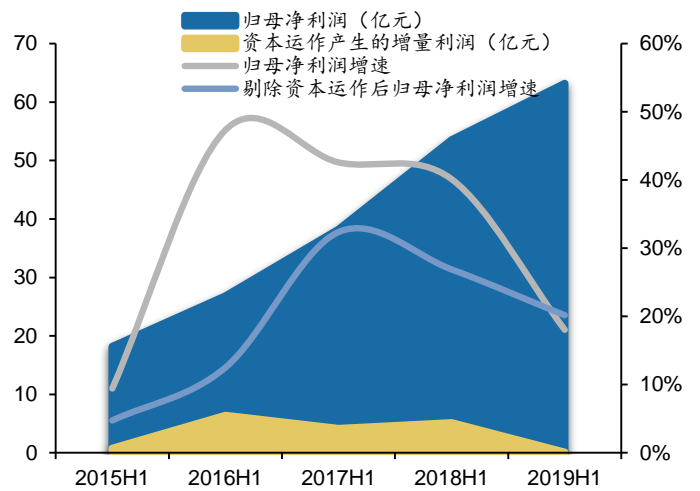
军工行业资本运作多处于推进中，尚未并表增厚行业业绩，行业营收、业绩增长主要来自于资产的内生增长。2019H1中国船舶、中船防务、中国动力、洪都航空等多家公司的资本运作仍处于推进中，较为优质的资产尚未注入上市公司，故营收、归母净利润增速的下滑主要是由于行业资本运作大多尚未完成，资本运作带来的增长有限。故2019H1行业的增长主要来自于行业资产内生的成长，虽然受部分公司的影响，在剔除资本运作后归母净利润增速同比下滑，但行业整体仍属于高质量成长。

图 3: 军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

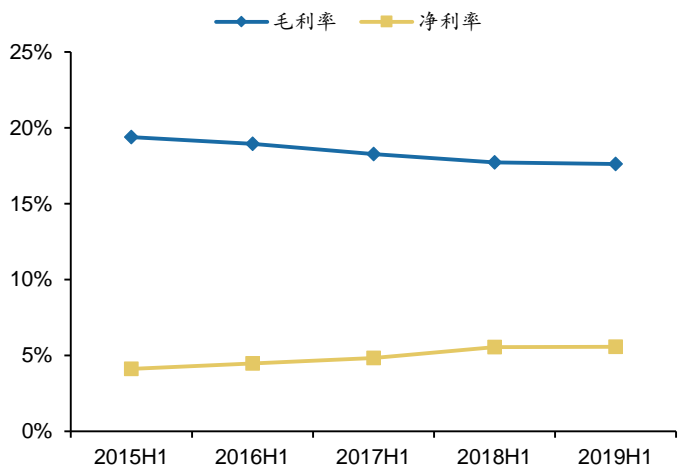
图 4: 军工主业公司历年归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

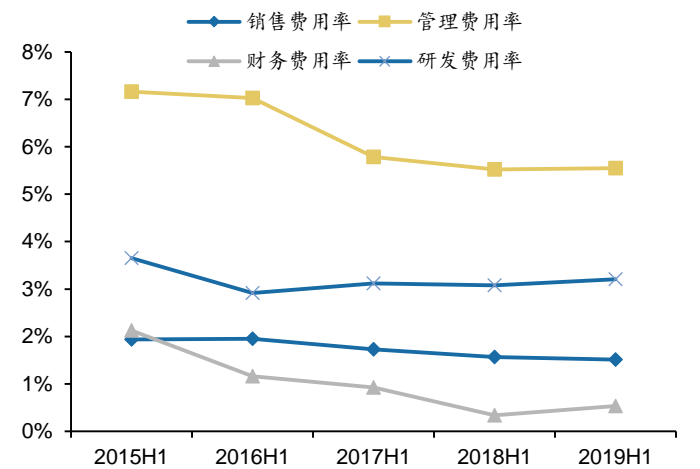
军工主业公司毛利率有所下滑, 净利率略有提升。2019H1军工主业公司的毛利率为17.61%, 同比下滑0.11pct; 整体期间费用率为10.81%, 同比提升0.3pct; 军工主业公司的净利率为5.57%, 同比提升0.02pct, 已连续五年提升。净利率维持的原因是部分公司资产减值减少、投资收益增加所致。

图 5: 军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 军工主业公司期间费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2015-2018 年管理费用已剔除研发费用

军工主业公司中, 14家营收增速在20%以上, 14家净利润增速在20%以上。除去2019年新纳入统计范围的公司, 总共对40家军工主业公司进行统计。2019年上半年, 营收方面, 14家公司增速在20%以上, 洪都航空(同比增长102%)、高德红外(同比增长101%)、航新科技(同比增长97%)、钢研高纳(同比增长96%)、中航沈飞(同比增长80%)增速较高, 其中; 净利润方面, 中航沈飞(同比增长332%)、晨曦航空(同比增长241%)、大立科技(同比增长182%)、中航高科(同比增长98%)、钢研高纳(同比增长86%), 增速较高。

图 7: 2019H1 军工主业公司收入分布增速

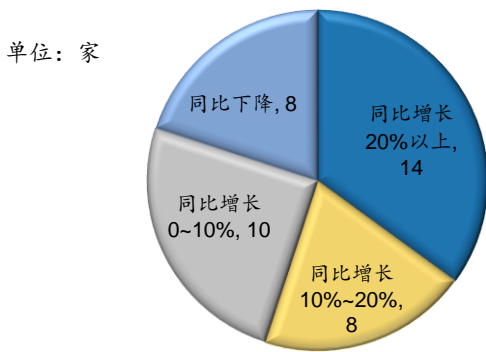
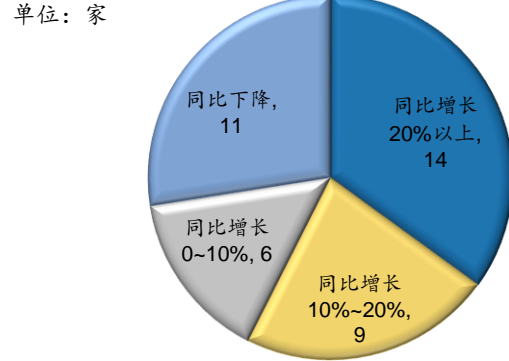


图 8: 2019H1 军工主业公司净利润增速分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

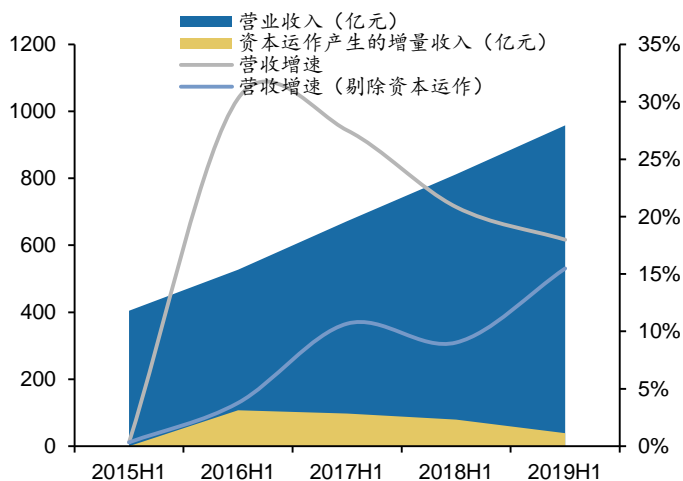
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工集团经营效率持续提升, 民参军公司分化显著

军工集团军工主业公司营业收入和归母净利润增速均同比小幅下降。2019H1 军工集团军工主业公司营业收入总计958亿元, 同比增长18%, 增速同比下降3pct; 归母净利润总计44亿元, 同比增长21%, 增速同比下降2pct。

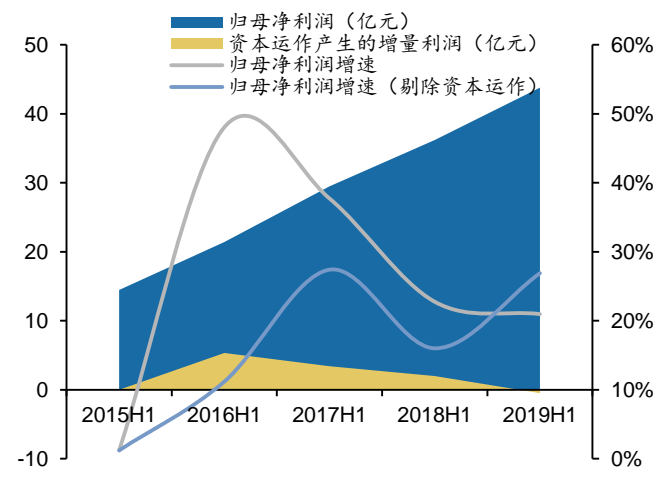
剔除资本运作影响, 军工集团军工主业公司资产内生长带带动营收、归母净利润增速同比提升。由于军工集团多项资产注入正处于推进中, 故营收、归母净利润增速小幅下降主要是由于资本运作带来的增量收入、利润减少。在剔除资本运作并表影响后, 军工集团军工主业公司营收增速为15%, 同比提升6pct; 净利润增速为27%, 同比提升11pct; 军工集团军工主业公司营收、净利润增速均出现提升。与以往资产注入增厚业绩不同, 2019年军工集团主业公司营收、净利润增长主要是内生增长。

图 9: 军工集团军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 军工集团军工主业公司历年归母净利润情况

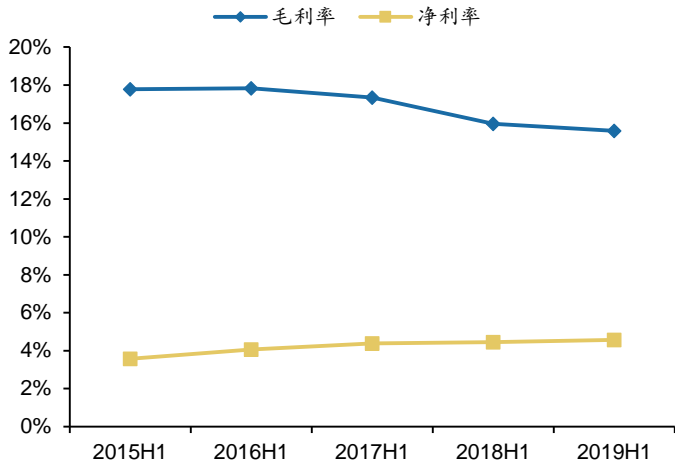


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

降本增效持续推进, 军工集团军工主业公司提升受益于期间费用率下降。军工集团军工主业公司的毛利率为15.58%, 同比下滑0.37pct; 净利率为4.57%, 同比提升0.11pct, 已连续五年提升。净利率的持续提升主要受益于15-19年期间费用率的持

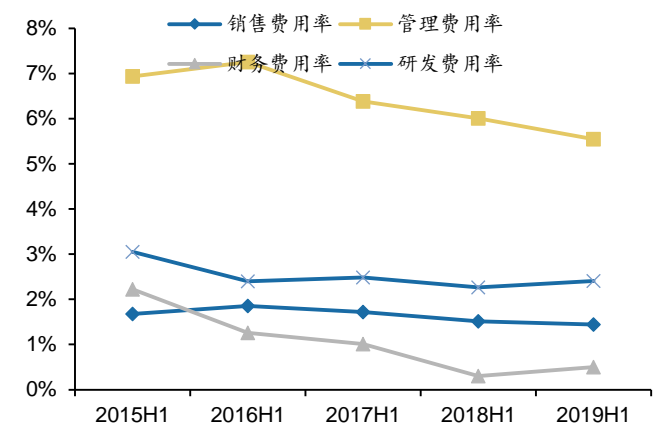
续下降，由15年的13.89%下降至9.89%。近年来，军工集团陆续剥离非核心资产，移交“三供一业”，积极“瘦身健体”，经营与管理效率持续提升，我们预计提升效率的方向不会发生变化，未来期间费用率有望继续下降。

图 11: 军工集团军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 军工集团军工主业公司期间费用率情况



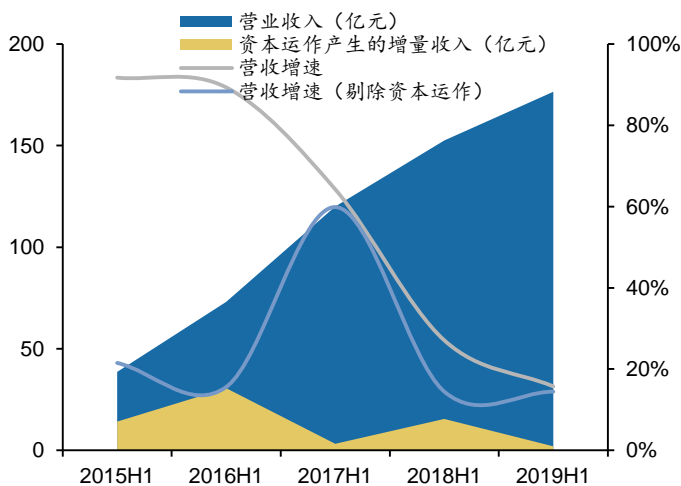
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2015-2018 年管理费用已剔除研发费用

民参军军工主业公司营业收入增长16%，归母净利润增长12%。2019H1民参军军工主业公司营收总计177亿元，同比增长16%，增速同比下降11pct；归母净利润总计19亿元，同比增长12%，增速同比下降87pct。

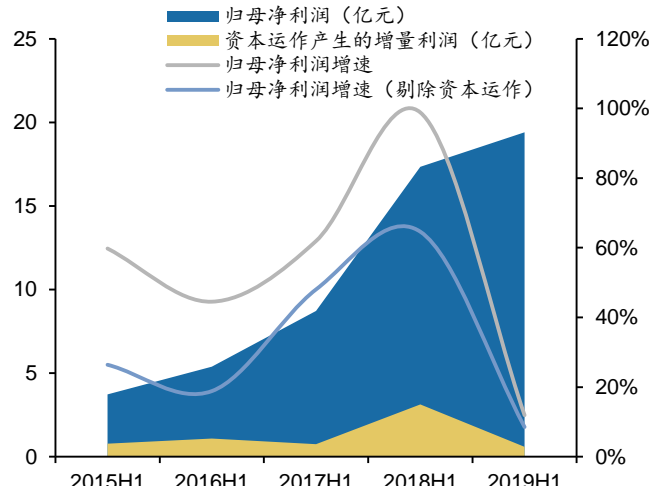
剔除资本运作影响，民参军军工主业公司营收增速为14%，归母净利润增速为9%，持续出现分化。剔除资本运作并表影响，民参军军工主业公司营收、归母净利润增速均同比出现下滑，主要原因是民参军公司出现分化，部分公司营收、业绩增速较快，如大立科技、高德红外、光威复材，部分公司则出现下滑，核心原因是民参军公司多处于细分领域，受行业订单、订贷渠道影响较大，要成长成一个大公司仍然具有难度。

图 13: 民参军军工主业公司历年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 民参军军工主业公司历年归母净利润情况

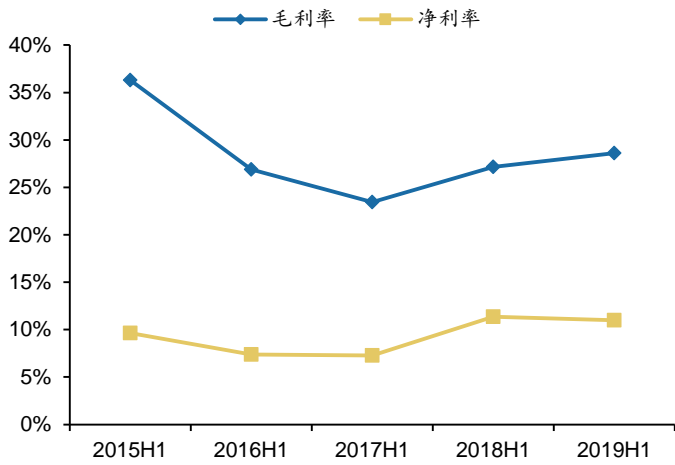


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

民参军军工主业公司净利率出现下滑，主要原因是期间费用率提升。民参军军工主业公司的毛利率为28.62%，同比提升1.48pct；净利率为10.99%，同比下滑0.37pct；

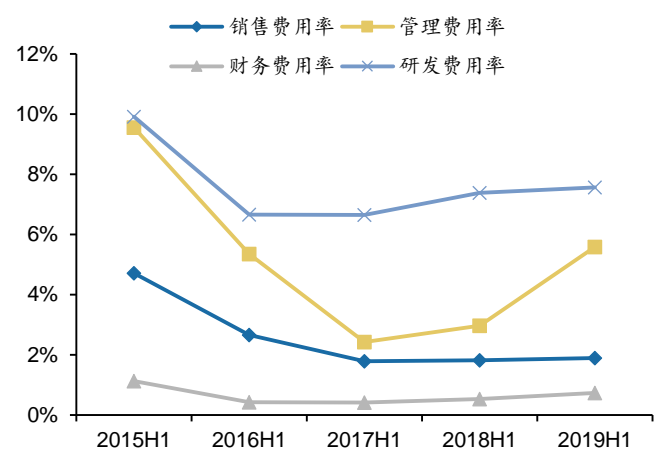
期间费用率为15.77%，同比提升3.07pct；受期间费用率提升影响，公司净利率出现下滑。

图 15: 民参军军工主业公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 民参军军工主业公司期间费用率情况



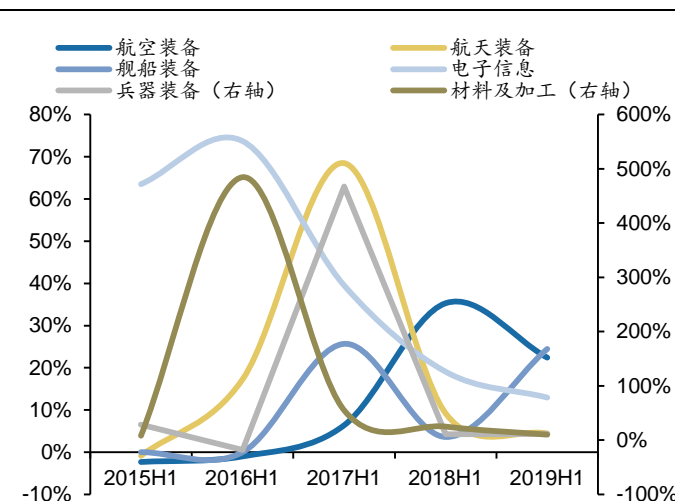
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2015-2018 年管理费用已剔除研发费用

子行业: 航空装备板块保持高景气, 材料板块显著改善

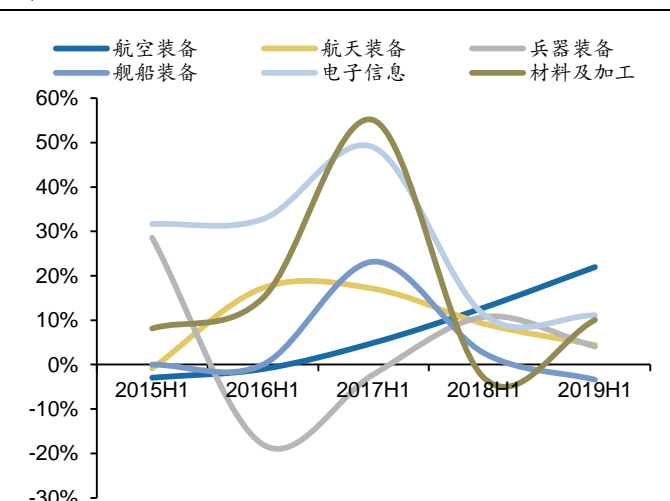
航空装备、材料及加工板块营收增速较快, 同比提升, 其他板块营收增速出现不同程度下滑。剔除资本运作影响后, 航空装备板块营收同比增长22%, 增速同比提升9pct; 材料及加工板块营收同比增长10%, 增速同比提升13pct; 其他板块营收增速均出现不同程度的下滑。航空装备板块营收增速较高, 主要受新机型列装加速以及交付节奏变化影响, 而材料及加工板块同比改善则是航空材料类公司受益于航空产业链的高景气度, 营收增幅较为显著。

图 17: 子行业军工主业公司19H1收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 子行业军工主业公司剔除资本运作19H1收入增速



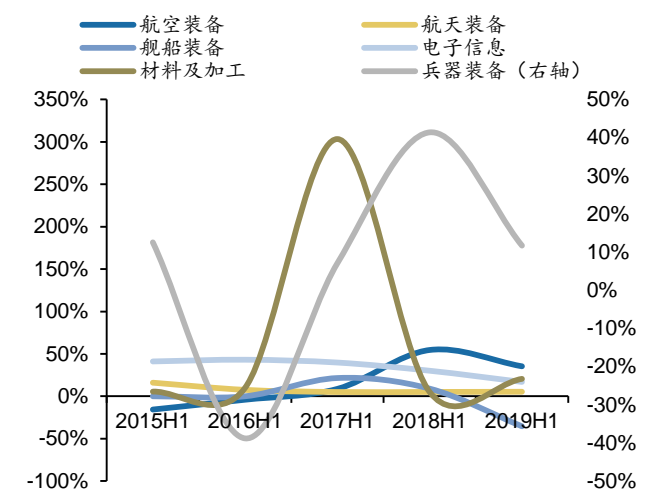
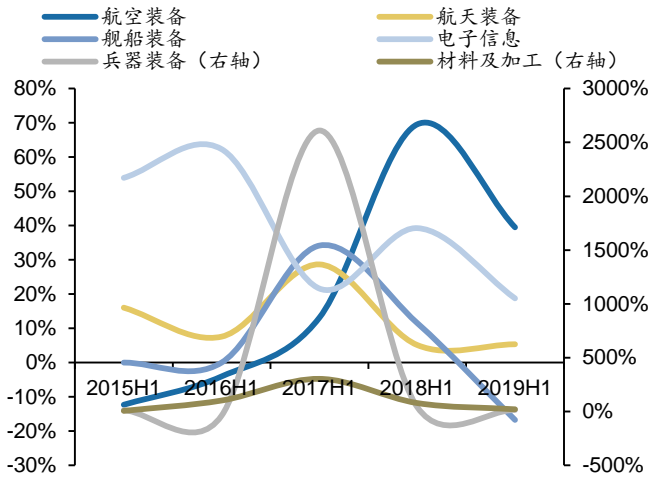
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

航空装备板块净利润增速较快, 材料及加工板块净利润增速同比提升。在剔除资本运作影响后, 与营收情况类似, 航空装备、材料及加工板块净利润增长情况较好: 航空装备板块净利润同比增长35%, 增速较快, 同比回落是由于2017H1基数过低造

成2018H1增速较快；材料及加工板块净利润同比增长21%，增速同比提升16pct，主要受益于航空装备高景气度。

图 19: 子行业军工主业公司19H1净利润增速

图 20: 子行业军工主业公司剔除资本运作19H1净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

产业链: 总装公司营收或受交付节奏变化影响, 配套公司景气度有所提升

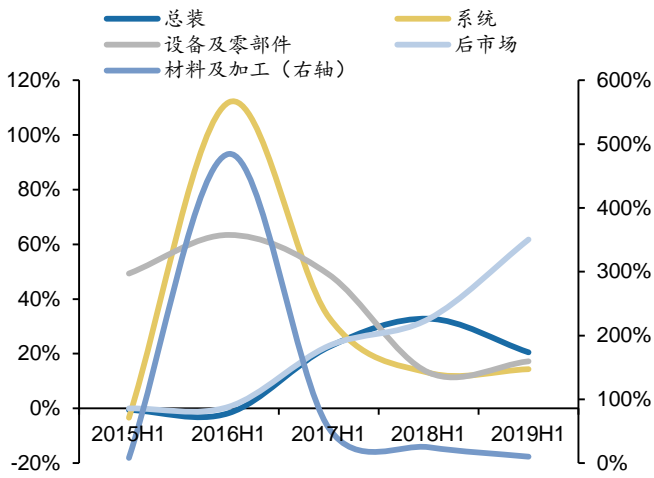
总装公司营收、净利润增速较快, 18H1增速高基数造成增速同比下降。收入方面, 总装公司营收增速为21%, 同比下降12pct (剔除资本运作后, 营收增速为21%, 同比提升9pct); 净利润方面, 总装公司净利润增速为37%, 同比下降40pct (剔除资本运作后, 净利润增速为37%, 同比下降23pct)。总装公司保持较高景气度, 但由于总装公司 (尤其是航空总装公司) 18、19年持续推进交付节奏调整, 造成18H1增速基数非常高, 故19H1营收、净利润增速均出现下滑。

部分配套企业营收、归母净利润增速提升, 订单沿产业链传导持续得到体现。剔除资本运作后, 设备及零部件、材料及加工、后市场板块营收增速分别同比提升6pct、13pct、43pct, 虽然净利润增速提升不太显著, 但考虑军工行业相关费用确认的节奏, 可以认为订单有效在产业链进行传导。

- **系统板块:** 营收增速为14%, 同比提升1pct (剔除资本运作后, 营收增速为4%, 同比下降6pct); 归母净利润增速为1%, 同比下降23pct (剔除资本运作后, 归母净利润增速为11%, 同比下降8pct)。
- **设备及零部件板块:** 营收增速为17%, 同比提升4pct (剔除资本运作后, 营收增速为14%, 同比提升6pct); 归母净利润增速为18%, 同比下降8pct (剔除资本运作后, 归母净利润增速为13%, 同比下降9pct)。
- **材料及加工板块:** 营收增速为10%, 同比下降15pct (剔除资本运作后, 营收增速为10%, 同比提升13pct); 归母净利润增速为21%, 同比大幅下滑 (剔除资本运作后, 归母净利润增速为21%, 同比提升16pct)。
- **后市场板块:** 营收增速为62%, 同比提升29pct (剔除资本运作后, 营收增速为62%, 同比提升43pct); 归母净利润增速为12%, 同比下降23pct (剔除资本

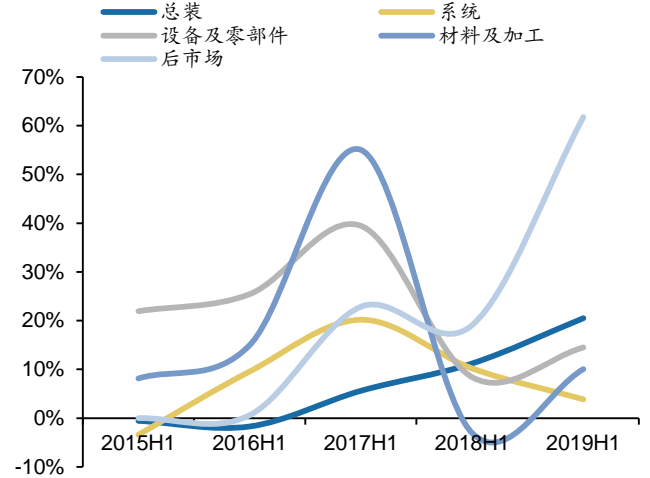
运作后，归母净利润增速为12%，同比下降17pct）。

图 21: 产业链军工主业公司营收增速



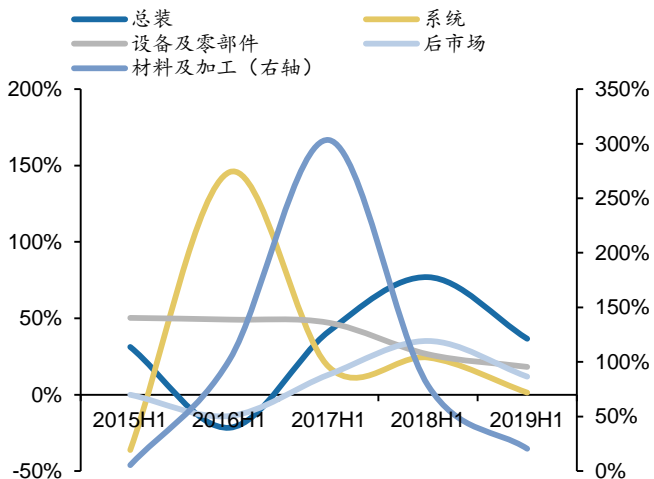
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 产业链军工主业公司剔除资本运作营收增速



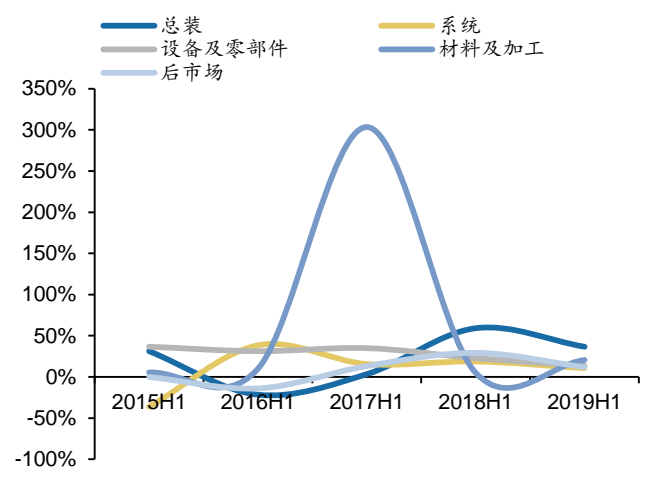
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 产业链军工主业公司净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 产业链军工主业公司剔除资本运作净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议

军工投资仍然聚焦“景气度提升+改革深化”双主线，持续看好19-20年军工行业投资机会。

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，军工企业在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。

中报验证行业景气度，阅兵式等事件改善行业投资情绪，看好军工板块投资机会。军工板块中报整体情况较好，受益于新型号列装，部分公司业绩超出预期，行业景气度得到验证。根据国防部新闻，国庆将举行阅兵式，受此影响，行业投资情绪得到改善。在中报情况较好和行业情绪改善的双重因素下，我们认为军工板块投资机会较大。

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：中航光电、航天电器、火炬电子、光威复材等；关注国企改革领域相关公司。

风险提示

相关政策出台时间低于预期，资产证券化存在较大不确定性，国际局势变化具有不可预知性。

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。