

军工自主可控属性强，海外疫情冲击不改行业向好态势

——3月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1、新冠疫情海外蔓延对军工行业冲击有限。随着国内疫情得到基本控制，海外疫情却开始接力扩散，并对全球产业链造成一定影响。但由于军工行业自主可控属性较强，供应链绝大部分在国内，受到全球供应链冲击较小。

2、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大。我国军费将保持稳定增长，与GDP占比有望进一步提升。随着军改影响逐渐消除，2018年全军装备采购次数激增，行业需求明显回暖。2020年进入“十三五”规划末期，军费预算执行力度有望加大，行业基本面持续改善可期。

3、政策持续发力，改革红利逐步释放。去年底，国资委举办的中央企业负责人会议明确，2020年初国企改革三年行动方案将出台实施。我们认为未来一年国企改革将大幅提速。通过构建“两利三率”新考核目标体系、分类推进混合所有制改革和加大放管服力度等措施，国企上市公司的盈利能力和管理水平有望大幅提升。军工行业作为国企改革的重点领域，各军工集团的改革积极性或将被充分激发，军工国企上市公司的发展优势将进一步凸显，发展潜力有望持续释放。

4、再融资新规的出台助力行业企业可持续发展。首先，从供给端看，军工股票池包括94只成分股，新规之前只有33家上市公司符合再融资规定中资产负债率条件，占比约35%。我们认为，新规的出台取消了这一限制，将有效提升整个板块融资能力，助力企业长远发展；其次，从需求端来看，新规中对定价基准日和限售期限的松绑，实质性提升了资金对再融资的需求偏好。

● 投资建议

危中存机，战略性看多军工板块。首先，当前军工板块估值水平PE(TTM)约46倍，具备19%的估值回归空间，部分主机厂估值水平接近近10年的最低；其次，军工板块2019年业绩依然保持稳健增长，作为军工大小周期共振的关键之年，2020年行业基本面持续改善可期；再次，行业受疫情影响较小，具备一定的避风港效应。随着四月份公司财报的陆续披露，叠加四月份海外或将出现疫情拐点，利空有望逐步出尽，因此我们认为四月下旬是比较好的加仓窗口，战略看多军工板块。建议关注航天发展(000547.SZ)、中航机电(002013.SZ)、光威复材(300699.SZ)和四创电子(600990.SH)等。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	证券代码	证券简称	月涨幅(%)
000547.SZ	航天发展	0.71	300699.SZ	光威复材	-1.73
002013.SZ	中航机电	-7.35	600967.SH	内蒙一机	-6.08
002214.SZ	大立科技	-11.55	600990.SH	四创电子	-11.08

● **风险提示：**军工改革力度不及预期和军工订单不及预期的风险。

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-6656 8330

✉：liliang_vj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515090001

联系人：

周义

☎：010-6656 8330

✉：zhouyi_vj@chinastock.com.cn

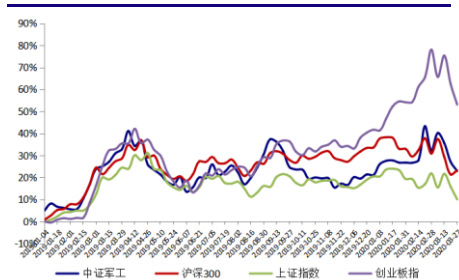
温肇东

☎：010-6656 8330

✉：wenzhaodong_vj@chinastock.com.cn

行业数据

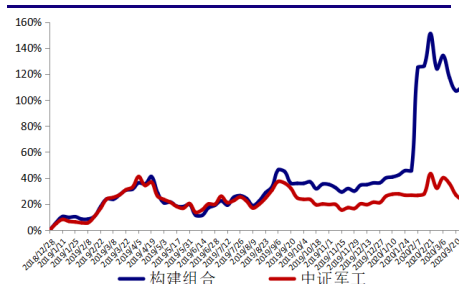
2020.3.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020.3.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度提升	3
(一) 军工行业是国民经济发展的重要引擎	3
(二) 我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升	3
(三) 军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快	3
1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除	3
2. “十三五”规划末期，军费预算执行力度有望明显加大	4
3. 全军装备采购次数激增，行业需求明显增强	4
(四) 2019Q3 行业景气度有所回落	5
1. 利润表简析：Q3 营收和净利增速延续了 Q2 的下滑态势	5
2. 资产负债表简析：存货增速高企，行业主动备货意愿较强	7
3. 民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象	8
二、军工行业处于成长期，军工改革预期升温，红利释放助力行业发展	10
(一) 军工行业正处于成长期，新型军工产业格局正在形成	10
1. 经历三次大规模改革重组，形成以十大军工集团为主导的军工产业体系	10
2. “小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成	11
(二) 中美军工企业盈利能力差异大，总装厂有望受益于军品定价改革	11
1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革	11
2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大	12
3. 政策改进利好军工总装厂	13
(三) 资本运作逢佳时，资产证券化预期再提升	14
1. 军工集团资产证券化持续稳步推进	14
2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代	15
3. 混改大幕开启，市场活力涌现	16
(四) 股权激励政策进一步完善，军工央企上市公司经营效率有望提升	17
1. 以往股权激励政策力度有限，央企上市公司参与度不高	17
2. 进一步完善股权激励政策，有望促进相关改革加速落地	17
3. 股权激励政策松绑，军工板块有望受益	18
(五) 再融资新规的出台助力行业企业可持续发展	18
三、行业面临的问题及建议	19
(一) 现存问题	19
1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间	19
2. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位	19
3. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力	19
(二) 建议及对策	19
1. 适当提高实际用于装备采购的费用	19
2. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场	19
3. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐	20

四、军工行业在资本市场中的发展情况	20
(一) 当前共 158 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.98%	20
(二) 军工板块估值水平正逐步回归，行业高估值具有合理性	21
1. 纵向看，军工板块估值水平正逐步回归	21
2. 横向看，军工板块估值水平在科技类板块中仍具备吸引力	22
3. 军工行业高估值具有合理性	23
(三) 军工持仓占比继续走低，持仓集中度有所回升	23
(四) 产业资本现增持/回购潮，估值底信心大幅提升	25
五、投资策略及组合表现	26
六、风险提示	28

一、军队改革渐近尾声，军费预算执行力度加大，军工行业景气度提升

（一）军工行业是国民经济发展的重要引擎

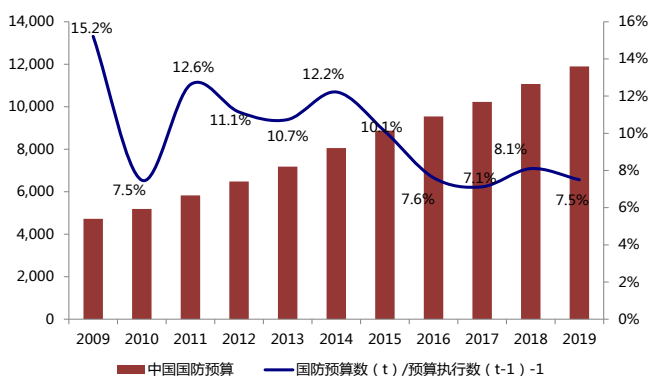
各国间激烈的军事竞争促使军工行业往往聚集最先进的科学技术。为了战争的胜利和夺取军事优势,各国之间的军事竞争具有强烈的对抗性,最先进的技术往往首先应用于军事领域。这使得军工行业成为各国优质智力资源的集聚区,呈现知识密集性和资本密集性的特点。上个世纪70年代的冷战时期,受世界政局动荡的影响,各大军事强国开展激烈的军备竞赛。据统计,美国在此阶段曾将约1/2的财政预算和全国2/3的科研人员投入到国防工业建设中,苏联更是有过之而无不及,美苏之间的大国之争一时间更是进入白热化状态。

军工行业维护国家安全,也是国民经济发展的重要引擎。21世纪军工行业所面临的两大重要任务是满足军事需求和服务于国家经济建设。先进的国防科学技术,不仅保障国家主权和领土完整,同时还能最大程度地拉动国民经济,成为经济发展及产业结构升级的重要引擎。时下许多与国民生活密不可分的高科技皆源自于国防科学技术,例如卫星导航、电子计算机、通信技术等。只有把国防和军队建设根植于国家经济社会发展体系之中,才能彰显军工行业对国民经济的拉动效应,提升国家产业竞争力。

（二）我国军费持续稳定增长，军费 GDP 占比有望进一步提升

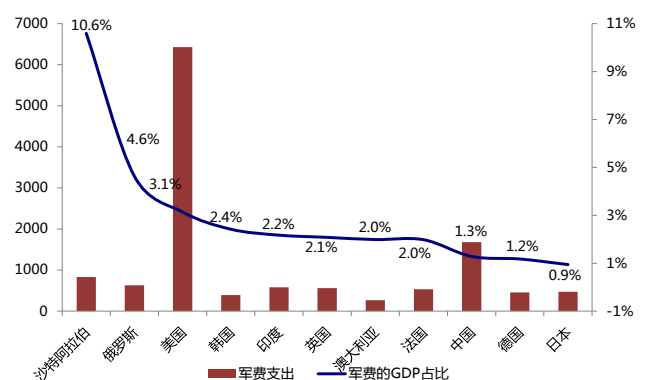
2019年中国国防军费预算约为1.19万亿元,同比增长7.5%。从绝对额来看,中国军费规模已位居世界第二位,但仍不足美国军费支出的1/4,且GDP占比仅为1.3%左右,远低于美国3.1%和俄罗斯的4.6%。我们认为,未来“三步走”战略的顺利实施,尤其是装备的大规模升级和列装均离不开国防支出的大力支持。长期来看,在宏观经济下行压力较大、GDP增速下滑的背景下,军费支出的GDP占比或将缓慢抬升,军费的稳步增长可期。

图 1 中国历年国防预算情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

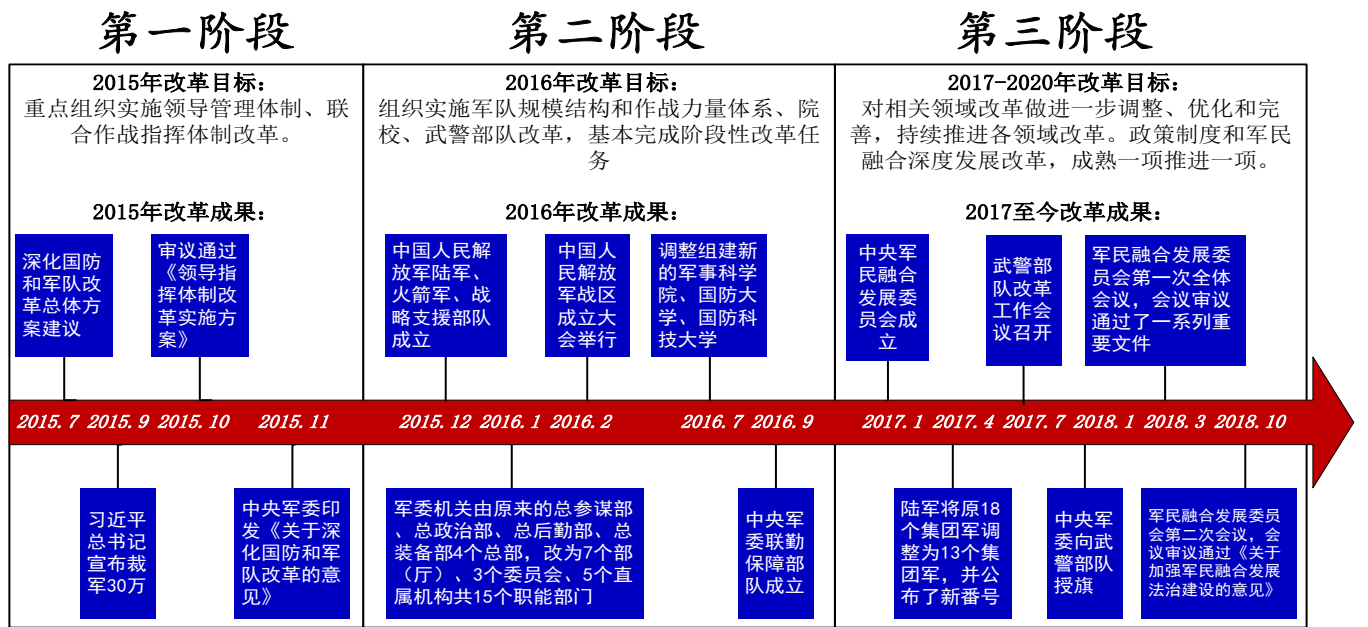
（三）军队改革渐近尾声，“十三五”末期装备采购节奏加快

1. 军队改革渐近尾声，对军工企业的影响将逐渐消除

按照军队改革实施要求,2019年将进入军改第三阶段,对相关领域改革作进一步调整、

优化和完善,持续推进各领域改革。军改已然进入尾声,受军改影响的军品采购开始逐步恢复,行业需求明显改善。

图 3 军队改革目标及成果



资料来源:中国军网,中国银河证券研究院整理

2. “十三五”规划末期,军费预算执行力度有望明显加大

军工行业不同于其他行业,军工企业营业收入主要来源于军费预算,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。

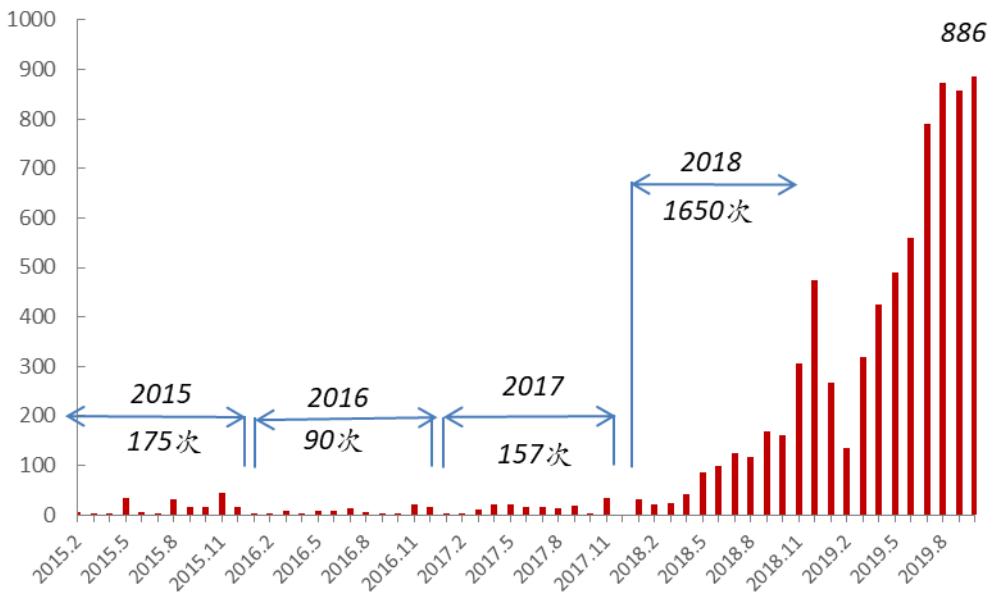
从历史来看,由于在每个五年规划的后期,军方往往会加强军费预算的执行力度,增强采购先进武器装备的意愿。因此,军工行业的景气度周期也会随之呈现出“前低后高”的特点:每个五年计划前三年和后两年的产值基本持平;前两年行业的增速较低,从第三年开始行业的增速逐步提高,2019年作为“十三五”的第四年,行业总体增速开始提高,预计2019年和2020年,军品订单有望迎来较快增长。

3. 全军装备采购次数激增,行业需求明显增强

2016年,是国防和军队改革具体实施的开始,是“十三五”规划的元年,受双重影响,2016-2017年军工板块出现了明显的业绩低谷。2018年,随着军队改革逐步落地,军工行业迎来装备订单的补偿性增长,确立了板块业绩拐点;2019年,进入“十三五”规划末期,“前低后高”的采购节奏有望进一步助力军工行业基本面的持续改善。

从装备采购次数来看,全军武器装备采购信息网的招标采购次数从2015年的175次下降至2016年的90次,随着军队改革的逐步落地,2017年全年装备采购上升至157次。进入2018年以来,军队装备采购已经实现快速增长,全年装备招标采购次数累计已达1650次之多,远高于2015-2017年同期水平,体现了军品采购的开放性越来越高。2019年10月对外披露采购信息达886条,再创新高,是军工行业高景气度的外在表现。

图 4 全军武器装备招标采购次数



资料来源：全军武器装备采购信息网，中国银河证券研究院整理

(四) 2019Q3 行业景气度有所回落

提示：

①研究样本选取情况。首先，民营企业商誉减值计提大多发生在 2018 年末，因此 2018 年三季度数据依然可以反映民营企业基本面的变化；其次，民船行业不景气，船舶总装厂业绩波动较大，可比性较差，因此剔除船舶总装厂，我们选取 89 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为本次分析样本。

②选取财务三张表中的关键科目进行比对分析。

③对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行手动调整。

将 89 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

1. 利润表简析：Q3 营收和净利增速延续了 Q2 的下滑态势

分析利润表中各科目，2019 前三季度军工板块整体实现营业收入 2373.64 亿元，同比增长 5.90%，实现归母净利 125.69 亿，同比增长 6.19%，利润增长与收入增长基本一致；Q3 单季营收 785.17 亿元，同比下滑 1.56%，增速环比减少 7.2pct；Q3 单季归母净利 39.84 亿，同比下滑 2.81%，增速环比减少 5.16pct。

表 1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2018 3Q	同比	2019 Q3	2018 Q3	同比
一、营业总收入	2,373.64	2,241.39	5.90%	785.17	797.62	-1.56%
二、营业总成本						
其中: 营业成本	1,900.91	1,805.10	5.31%	627.27	644.57	-2.69%
毛利率	19.92%	19.47%	0.45%	20.11%	19.19%	0.92%
毛利	472.74	436.29	8.35%	157.91	153.04	3.18%
销售费用	56.67	51.82	9.37%	19.80	18.83	5.18%
销售费用率	2.39%	2.31%	0.08%	2.52%	2.36%	0.16%
管理费用	151.20	146.23	3.40%	52.14	53.27	-2.12%
管理费用率	6.37%	6.52%	-0.15%	6.64%	6.68%	-0.04%
研发费用	96.03	79.15	21.32%	34.74	29.42	18.05%
研发费用率	4.05%	3.53%	0.51%	4.42%	3.69%	0.73%
财务费用	21.03	17.68	-56.97%	6.49	5.44	-56.97%
财务费用率	0.89%	0.79%	0.10%	0.83%	0.68%	0.14%
期间费用	324.94	294.89	10.19%	113.17	106.96	5.80%
期间费用率	9.64%	9.63%	0.02%	9.99%	9.72%	0.27%
三、营业利润	147.72	143.82	2.71%	45.82	47.82	-4.18%
四、净利润	129.77	124.74	4.03%	41.13	43.84	-6.17%
净利润率	5.47%	5.57%	-0.10%	5.24%	5.50%	-0.26%
归母净利润	125.69	118.36	6.19%	39.84	40.99	-2.81%
扣非归母净利	100.33	88.17	13.78%	31.43	28.43	10.57%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度; 2019 Q3 表示 2019 年第三季度

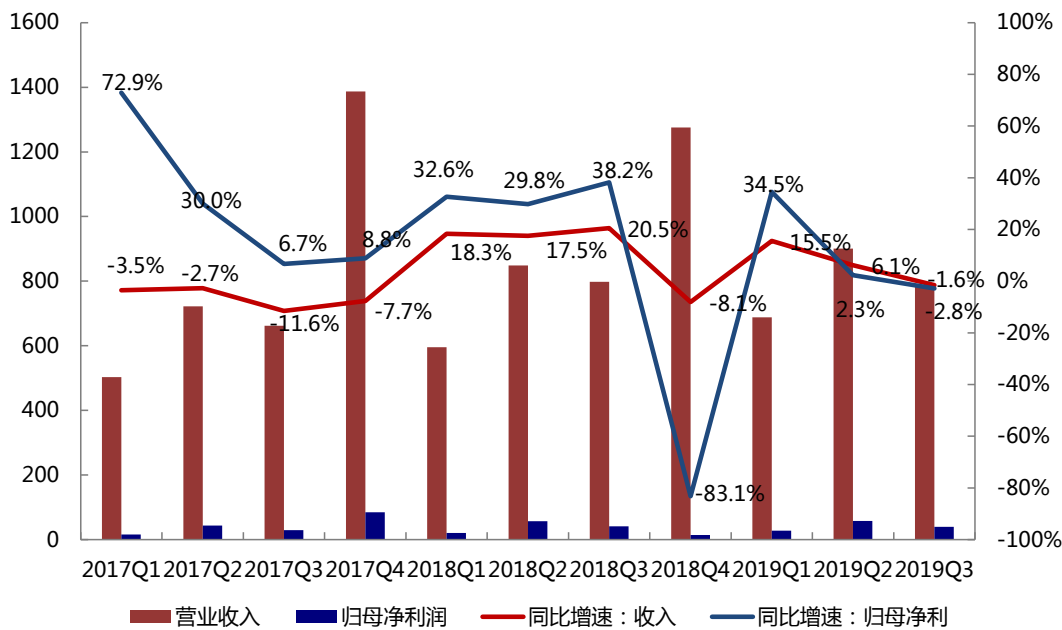
从盈利能力角度看, 板块盈利能力略有下滑

军工板块 2019 前三季度净利润率 5.47%, 同比下滑 0.10pct, 直接原因是 Q3 净利润率下滑 0.26pct, 延续了 Q2 的负增长态势。虽然板块净利润率有所下滑, 但毛利率水平自 Q2 开始表现为小幅回升。我们认为毛利率回升趋势主要与原材料端价格上升趋缓和收入端军品审价影响边际减小有关, 趋势可持续性仍待观察, 而期间费用率提升幅度不大, 净利率却持续走低的原因可能与板块非经营性收益减少有关。

从成长能力角度看, 板块成长性短期受挫

2019 前三季度军工板块实现营收 2373.64 亿元, 同比增长 5.90%, 低于我们之前 10% 左右的增速预期, Q3 单季营收 785.17 亿元, 同比下滑 1.56%。2019 年前三季度归母净利增长 6.19%, 扣非归母净利增长 13.78%, 低于我们之前 15% 左右的增速预期。分季度来看, Q1、Q2 和 Q3 收入增速分别为 26.53%、3.52% 和 -15.67%, 表现为逐季走低; 受益于期间费用率下滑和非经常项目贡献, Q1 归母净利大幅增长 34.55%, 但 Q2 费用高企压低业绩增速, 回落至 2.35%, Q3 归母净利增速进一步下滑至 -2.81%, 与收入增速表现基本一致。我们认为板块之所以会出现收入和利润增速逐季双下滑的局面, 直接原因是去年高基数的经营数据, 但根本原因可能是军改影响减弱带来的行业补偿性订单增长的边际效应正在降低。

图 5 2017 年至今单季度军工板块经营情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

展望全年，如果不考虑 2018 年末的商誉减值因素，预计 2019 年全年军工板块收入和归母净利增速分别为 7.0% 和 7.5%。由于 2018 年末，很多民营军工企业计提了商誉减值，当年业绩基数较低，因此 2019 年军工板块归母净利将出现两位数的较快增长。

2. 资产负债表简析：存货增速高企，行业主动备货意愿较强

分析资产负债表中各科目，2019 前三季度军工板块总资产为 7286.99 亿元，总负债为 3423.61 亿元，资产负债率 46.98%，比期初减少近 1 个百分点，资本结构有所优化。

资产项下，应收账款余额为 1747.92 亿，较期初大幅增长 23.86%，增速显著高于收入增速。在 2019 全年收入增长 7.0% 的预期下，Q3 的应收账款周转率约为 2.38，较期初下滑 0.36pct。此外，货币资金余额较期初下滑 27.21%，由于该指标具有明显季节性波动，与 2018 年同期相比，该指标依然下滑 6.54%，表明行业回款能力有所下降。存货余额较期初增长 23.66%，增速同比提高 3.22pct，表明在行业总需求较为旺盛的背景下，企业正主动加大备货力度，应对潜在订单的增加。

负债项下，预收账款较期初增长 3.5%，扭转了 Q1 和 Q2 的负增长态势，反映军工板块接单情况有所好转，进而抬升了我们对四季度和明年板块的收入增速展望。

军工板块杜邦拆解分析

军工板块 ROE 水平小幅下滑，2019 前三季度军工板块净资产收益率为 3.44%，同比降低 0.42pct。通过杜邦分析，净利润率、总资产周转率和权益乘数均呈现不同程度下滑，营运能力和盈利能力都有所减弱。

表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2019 3Q	2019 期初	相比期初变化	2018 3Q	同比
一、资产总计	7,286.99	6,948.98	4.86%	6,782.86	7.43%
总资产周转率	0.33	0.53	-0.19	0.36	-0.02
流动资产					
货币资金	854.63	1,174.16	-27.21%	914.48	-6.54%
应收票据	286.82	366.00	-21.63%	206.68	38.77%
应收账款	1,747.92	1,411.16	23.86%	1,341.89	30.26%
应收账款周转率	1.50	2.74	-1.24	1.74	-0.24
存货	1,664.21	1,345.75	23.66%	1,479.56	12.48%
存货周转率	1.26	2.19	-0.93	1.33	-0.07
非流动资产					
固定资产	1,057.45	1,064.17	-0.63%	990.94	6.71%
在建工程	279.68	285.16	-1.92%	235.15	18.94%
商誉	266.39	263.75	1.00%	292.85	-9.03%
二、负债总计	3,423.61	3,324.87	2.97%	3,304.85	3.59%
资产负债率	46.98%	47.85%	-0.01	48.72%	-1.74%
流动负债					
短期借款	588.16	630.34	-6.69%	709.07	-17.05%
应付票据及应付账款	1,746.49	1,520.78	14.84%	1,500.01	16.43%
预收账款	302.45	292.23	3.50%	279.06	8.38%
非流动负债					
长期借款	190.68	160.73	18.64%	192.90	-1.15%
三、股东权益	3,863.38	3,624.11	6.60%	3,478.01	11.08%
权益乘数	1.89	1.92	-0.03	1.95	-0.06
净资产收益率	3.44%	4.13%	-0.69%	3.86%	-0.42%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q 表示 2019 年前三季度

3. 民营企业和信息化板块盈利能力存改善迹象

提示:

①研究样本选取情况。我们将军工板块分为 9 个细分板块, 包括航空板块 (11 家)、航发板块 (3 家)、航天科技板块 (5 家)、航天科工板块 (3 家)、中电科板块 (5 家)、兵器工业板块 (4 家)、军工信息化板块 (45 家)、地方军企板块 (11 家) 和民营企业涉军板块 (39 家), 并根据涉军程度选取各版块上市公司, 详细见附录;

②通过整体法对 9 个细分板块进行分析。

前瞻分析: 存货和预收账款

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况, 我们认为军工行业未来若干年仍将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放, 军工行业存货增加大概率属于行业主体的主动备货行为, 而预收账款的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度, 两者均有望转

化为未来的营收增长。

从存货来看，9个细分板块均呈现较快增长态势，其中航发板块、航天科工板块和兵器工业板块存货增速都在40%以上，增长尤其明显。航空板块由于“压两金”考核制度，导致存货增速较低。民营企业涉军板块增速最低，主要与其民品业务占比相对较高有关。

从预收账款来看，仅有航发、中电科和地方军企板块实现了20%以上的较快增长，预示着三个细分板块接单情况良好，未来收入或将逐步抬升。其余板块除航天科工和兵器工业板块微增外，悉数下滑，其中航空板块大幅下降9.21%，叠加存货增长数据欠佳，未来收入增长现隐忧。

表 3 军工六大细分板块存货和预收账款情况

	存货	相比期初变化	预收账款	相比期初变化
航空板块	663.50	18.23%	104.59	-9.21%
航发板块	255.40	42.57%	21.93	30.01%
航天科技板块	147.24	25.55%	19.87	-0.79%
航天科工板块	21.59	61.10%	1.22	17.32%
中电科板块	54.10	40.33%	9.62	20.69%
兵器工业板块	72.87	52.10%	68.23	6.79%
军工信息化板块	440.89	23.98%	50.66	-2.40%
地方军企板块	149.53	19.47%	20.41	28.32%
民营企业涉军板块	168.07	17.48%	135.89	-1.01%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

同步分析：收入和利润端

从收入端来看，2019年前三季度9大细分板块除航发和中电科板块外，收入均实现正增长，其中航天科工和航空两板块位列前二，收入增长分别为35.44%和13.31%。从Q3单季度来看，航空板块收入同比增速由Q2的15.42%下滑至Q3的-3.23%，增速放缓明显。而航天科工板块则延续了Q2的高增速态势，Q3依然实现了21.58%的高增长。航发板块和中电科板块不论从合并口径还是单季度口径均呈现负增长，但航发板块Q3的存货和预收款较Q2均有较大幅度改善，因此未来两个季度收入增速有望实现正增长。

从利润端来看，2019年前三季度航空和航天科技板块盈利能力较强，归母净利润增长分别达29.44%和31.12%。航发和中电科板块盈利能力较弱，归母净利润增速分别为-19.99%和-183.74%。从Q3单季来看，除兵器、中电科、信息化和民营企业板块外，其它板块单季业绩增速均低于上半年增速，反映Q3行业盈利能力进一步趋弱，其中，航发、航天科工、中电科和地方军企板块单季业绩出现负增长，我们认为上述板块Q3净利润的整体回落反映了军工行业因军改带来的补偿性增长逻辑在边际弱化，但该逻辑依然需要Q4的数据来进一步验证。

值得一提的是民营企业和信息化板块业绩增速分别从Q2的7.57%和-0.64%提升至Q3的19.12%和28.52%，反映两板块盈利能力正边际改善。

表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况

	2019 3Q				2019 Q3			
	营收	同比增速	归母净利润	QOQ	营收	同比增速	归母净利润	QOQ
航空板块	774.55	13.31%	37.48	29.44%	241.28	-3.23%	13.92	8.88%
航发板块	165.20	-3.44%	6.45	-19.99%	51.94	-21.54%	1.70	-47.79%
航天科技板块	220.17	4.78%	6.06	31.12%	75.88	11.92%	2.64	28.69%
航天科工板块	62.82	35.44%	8.85	1.97%	21.58	28.01%	2.56	-11.86%
中电科板块	72.81	-3.23%	-0.22	-183.74%	24.92	-9.40%	0.23	-69.97%
兵器工业板块	127.56	5.30%	7.55	14.48%	40.49	12.80%	2.29	29.10%
军工信息化板块	681.54	7.02%	56.16	10.98%	232.89	10.49%	18.75	19.12%
地方国企板块	163.82	8.25%	12.13	10.75%	56.31	6.47%	3.44	-6.96%
民营企业涉军板块	410.14	11.86%	40.08	7.28%	151.69	18.30%	14.49	28.52%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 备注: 2019 3Q表示 2019 年前三季度

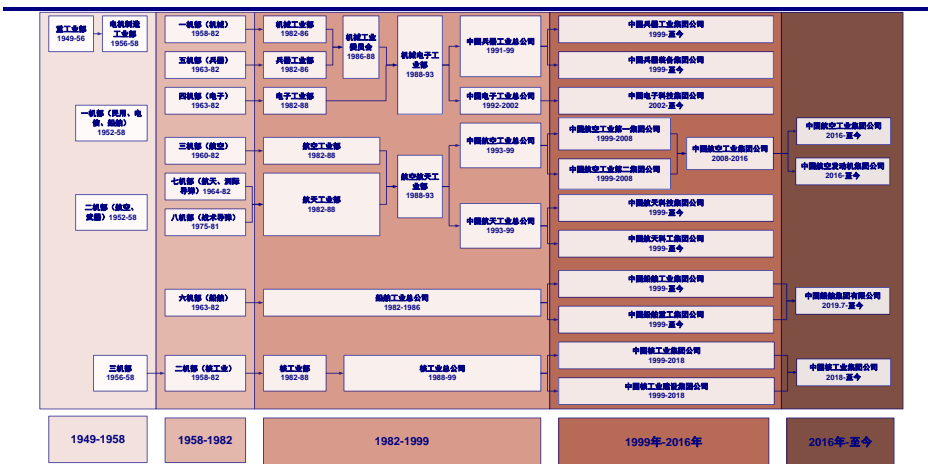
二、军工行业处于成长期，军工改革预期升温，红利释放助力行业发展

(一) 军工行业正处于成长期，新型军工产业格局正在形成

1. 经历三次大规模改革重组，形成以十大军工集团为主导的军工产业体系



2015 年 7 月中央军委常务会议和中央政治局常委会会议召开，审议和审定《深化国防和军队改革总体方案建议》。1986 年到 1998 年，我国军工产业体系进入第一次大规模改组时期。这期间，中央政府将许多与军工产业相关的部门整编为五大国有军工总公司，使原来庞大、复杂的军工产业体系变得组织化、系统化和效率化。1999 年至 2008 年，我国军工产业体系经历了第二次大规模改组，突破了资产运作形式，形成了十一大军工集团，业务涵盖电子、核工业、兵器、船舶、航天和航空六大领域。2016 年至今，基于对重点军工产业的支持以及化解过剩产能等考量，第三次大规模重组开始浮出水面，此次通过兼并和拆分，形成了当前的十大军工集团，分别承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务，从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。

图 6 我国十大军工集团的历史沿革



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 7 我国十大军工集团及其涉及领域

	电子	核工业	兵器	船舶	航天	航空
军 工 集 团	中国电科  中国电子 	中核集团 	中国兵器  兵装集团 	中船集团  中国船舶工业集团公司	航天科工  航天科技 	中航工业  中航工业 中国航发 
	中国电子：侧重民用 高新电子技术 中电科：，侧重军用信 息化装备	中核集团： 专业从事核电、核技术 应用、核环保工程等领 域业务	两者均从事军火力 弹药与装甲车辆等作 战装备设计与制造业 务 中国兵器：侧重轻武器 中国兵装：侧重重武器	中船集团： 从事军舰的设计、建 造与销售。	航天科工：侧重于航 天工程与战略导弹。 航天科技：侧重于航 天武器与军用信息设 备。	中航工业：主攻军 民飞机研制 中国航发：全力研 制飞机发动机

资料来源：中国银河证券研究院整理

2. “小核心、大协作”的军工产业格局正在逐渐形成

在十大军工集团的引领下，我国的军工行业在发展进程中逐渐形成了“小核心、大协作”的产业格局：将重大项目的系统设计、关键技术和系统集成等研制生产能力，作为十大军工集团主承包商发展的主体，形成“小核心”；分系统配套和零部件原材料供应立足全社会布局，分层次展开竞争，最终形成基于国民经济基础的“大协作”。这种产业格局突出了主营业务，强化了军品基业，提高了资源的利用率，形成了整体上的优化。

（二）中美军工企业盈利能力差异大，总装厂有望受益于军品定价改革

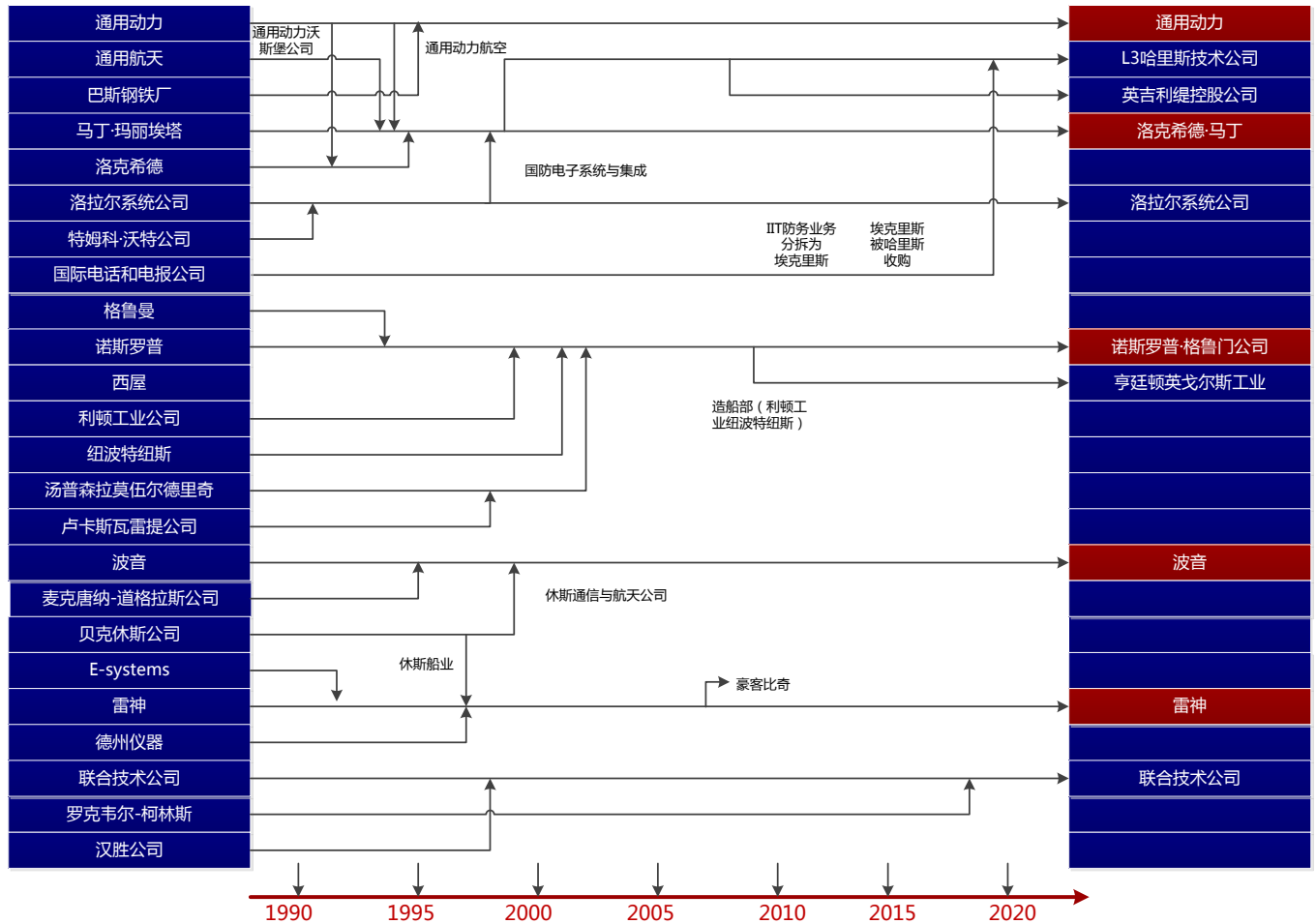
1. 上个世纪 90 年代美国军工企业兼并潮有力支撑了新军事变革

美国国防工业一直走在世界国防工业的前列，而重组兼并始终是其发展的主旋律，并具有产业整合主线明晰的特点。经历了 20 世纪 90 年代的世界国防工业变革后，美国武器装备主承包商数量急剧减少。很多原先的武器装备主承包商面临两种境况，要么退出军工领域，要么被其他军工企业兼并，而剩余存续的军工企业产业规模逐渐扩大。1990 年，美国武器制造主承包商为 62 家，到 2002 年至今，仅剩余 5 家，即洛克希德一马丁、波音、诺思罗普一格鲁门、雷神和通用动力。这 5 家高度集中的跨军种、跨平台的系统集成商和作战能力提供商，有力支撑了美国新军事变革。

时至今日，美国军工行业的整合仍在继续，2018 年 11 月，联合技术公司宣布完成对罗克韦尔柯林斯公司的收购，联合技术随即分拆为三个全球性的、行业领先的公司联合技术（罗克韦尔柯林斯将与联合技术航空系统合并）、奥的斯（电梯、自动扶梯和移动人行道制造商）和开利（全球暖通空调、制冷、楼宇自动化、消防安全及安全产品的供应商）。2019 年 7 月，L3 技术公司与哈里斯完成合并，成为 L3 哈里斯技术公司，年收入约 170 亿美元，拥有 5 万名

员工，成为美国第六大国防承包商。L3 哈里斯公司下设综合任务系统部、航天与机载系统部、通信系统部和航空系统部四大业务部。

图 8 1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程



资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 中美主要军工企业盈利能力差异较大

通过选取美国 5 家最大的综合性武器装备提供商，以及中国 5 家主要的军工总装厂，并比较两者盈利能力情况的差异，我们发现美国上市公司的净利率、ROE 和 ROIC 指标均值均显著高于国内主机厂，市值体量约为国内 5 家企业的 10 倍。我们认为上市公司市值除了与利润体量或收入体量明显相关外，与企业自身盈利能力也密切相关，后者可通过影响估值水平来间接影响市值。

表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比

所在 地区	证券代码	公司名称	净利率	ROE	ROIC	市值 (亿美元)
美国	LMT UN Equity	洛·马	9.39	247.52	45.43	988
	BA UN Equity	波音	10.34	N/A	21.49	1017
	GD UN Equity	通用动力	9.24	25.68	13.24	386
	NOC UN Equity	诺·格	10.73	35.19	11.06	538
	RTN UN Equity	雷神	10.75	27.09	26.36	432
		平均值		10.09	83.87	23.516
中国	000768.SZ	中航飞机	1.52	3.51	2.46	65.94
	600760.SH	中航沈飞	3.70	9.89	7.74	55.25
	600118.SH	中国卫星	6.19	7.82	6.66	49.72
	601989.SH	中国重工	-0.41	0.84	-9.15	134.39
	600967.SH	内蒙一机	4.38	6.63	4.63	22.47
		平均值		3.08	5.74	2.47

资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位,除了国有企业自身特点以及肩负社会责任等因素外,更直接的是政策方面的桎梏。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》,办法的制定符合当时的背景和产业规律,而时至今日国内军工产业取得了长足发展,信息化升级需求越发迫切,该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化,执行中的不足之处愈发明显。因此,办法的与时俱进对于健全和完善军品生产、订货的价格管理体系,促进国防建设可持续发展意义重大。

3. 政策改进利好军工总装厂

根据中国航空报,我国装备定价议价新规则及其实施细则年内已经下发,将对行业发展产生深远影响。相较于96版的《军品价格管理办法》,新规则或将引进激励机制。根据总装综合计划部2013年发布的《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》,针对单一来源的装备采购,首次明确了激励利润,并且首次明确了承研单位和承制单位的激励约束分配。具体为,承研承制单位承担节约(超支)部分的70%,军方承担30%。激励(约束)利润的上限为5%目标成本,下限为-5%目标成本。

我们认为,2013版《工作指南(试行)》经过近5年的检验,有望固化下来并持续指导军品采购实践,作为单一来源装备采购对象——军工总装厂将显著受益。

根据《工作指南(试行)》激励公式如下:

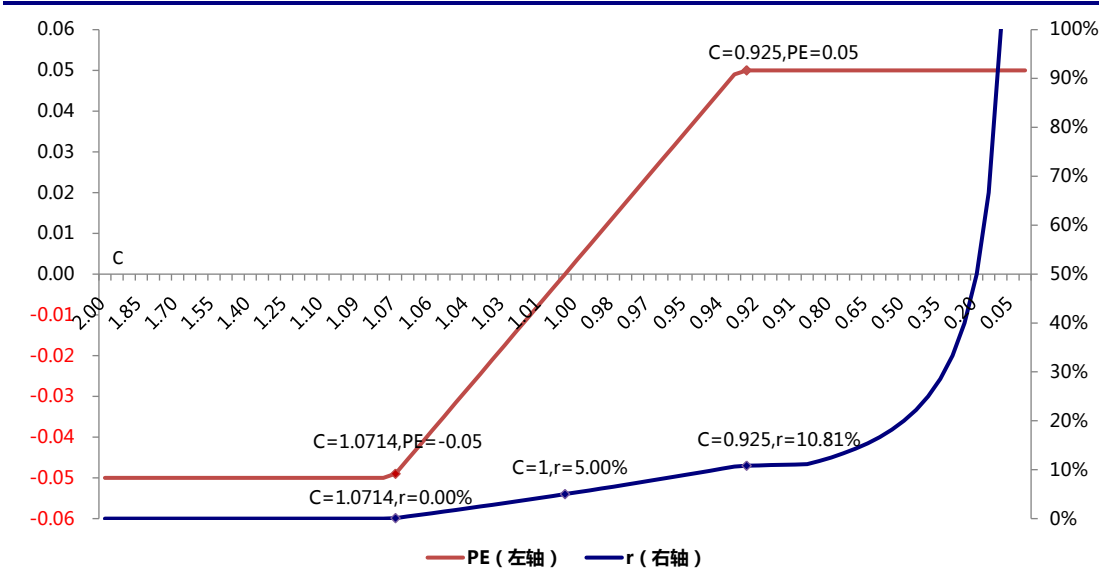
当 $C \geq 107.14\%CT$ 时, $PE = -5\%CT$;

当 $107.14\%CT > C > 92.86\%CT$ 时, $PE = 70\% (CT - C)$;

当 $C \leq 92.86\%CT$ 时, $PE = 5\%CT$ 。

价格方案为 $P = C + 5\%CT + PE$ ，其中， P 为装备价格， PE 为激励（约束）利润， CT 为目标成本， C 为定价成本。假设 $CT=1$ ， C 的变化区间为 $[0.01, 2]$ ，即 $1\% \leq C/CT \leq 200\%$ ，则由上述公式计算得到 PE 和利润率 r 相对定价成本 c 的变化。

图 9 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系



资料来源：《装备购置目标价格论证，过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》、中国银河证券研究院整理

虽然激励（约束）利润的上限为 5% 目标成本，下限为 -5% 目标成本，但是理论上项目利润率 r 相对于定价成本 C 的减少而呈近似指数增长。我们认为，一方面，《定价工作指南（试行）》对军品定价方案的改进有望大幅改善目前军工主机厂盈利能力较低的现状；另一方面，主机厂对定价成本的压缩或对上游配套商形成价格压力。

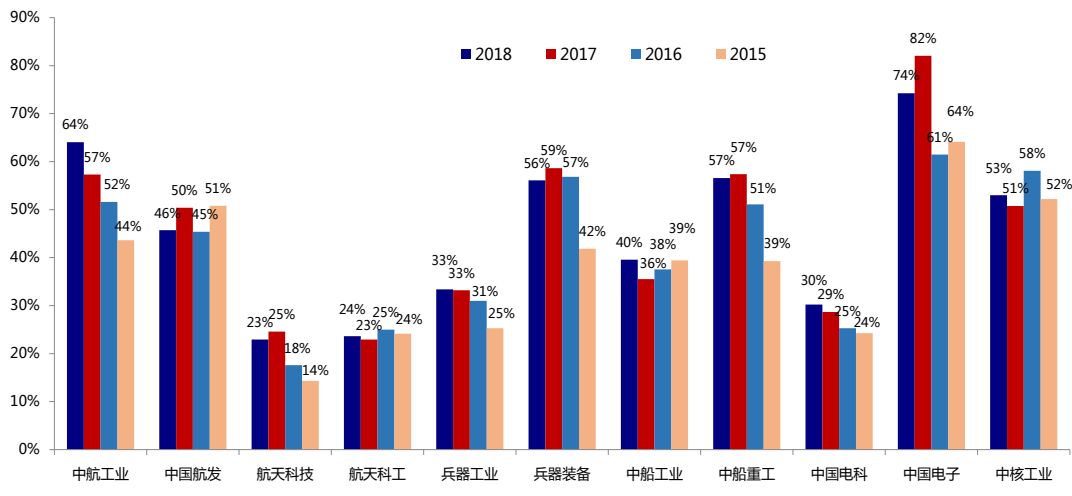
（三）资本运作逢佳时，资产证券化预期再提升

1. 军工集团资产证券化持续稳步推进

经过三年的调整，军工指数已经回落到一个相对较低的点位，个股调整也基本到位，这就为军工集团资产重组提供了较好的运作窗口。随着国睿科技重组方案的出台，资产证券化预期有望增强，并显著提升行业风险偏好。

近年来，军工集团资产证券化运作持续不断，包括独立 IPO、分板块注入上市公司等，资产证券化率不断提升。根据 2018 年最新数据，分集团来看，资产证券化率在 50% 以上的有 5 家，分别是中航工业集团、兵器装备集团、中船重工集团、中国电子集团和中国核工业集团，其中中国电子集团最高，约为 74%，中航工业集团起步较早，资本运作积极，船舶系两集团后来居上，近年来也取得较大进展。资产证券化率在 30% 及以下的军工集团有 3 家，分别是中国航天科工集团、中国航天科技集团和中国电子科技集团，3 家集团资产优质，证券化空间较大，未来注入预期有望走高。从注入资产性质的演变进程来看，整体呈现出从早期的外围元器件资产到系统级资产再进一步到核心军品、总装类资产的循序渐进注入过程。

图 10 十二大军工集团资产证券化率数据



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理及估算(净资产口径)

2. 院所改制逐步破冰，多点开花有望铸就资产证券化 2.0 时代

2017 年 7 月 7 日，国防科工局在京组织召开军工科研院所转制工作推进会，解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，并宣布启动首批 41 家军工科研院所转制工作。2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。

首家方案获批，改制进入实施初期。兵装自动化所（58 所）改制方案得到国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局 8 个部委的联合批复，说明方案的可实施性强，未来反复概率低。随着 58 所方案的批复，并明确转制适用政策，我们认为前期困扰院所改制的相关配套政策正逐步成熟。

改制任务的艰巨性超预期。根据国防科工局《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》总体目标，到 2018 年首批生产经营类军工科研院所完成转制，2020 年其他生产经营类军工科研院所基本完成转制。之前试点的 41 家多数为非核心、军品配套类研究所，但即便如此，截至目前，剩余 40 家科研院所改制方案均未得到批复，改制任务的艰巨性超预期。虽然 58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，但军工科研院所改革覆盖面宽、涉及领域广、人员数量多、牵涉利益错综复杂，叠加内部改制动力不足，我们认为试点院所改制推进预期不易过度乐观，或应下调至 2020 年底，其他经营类院所顺延至 2022 年底完成改制。

2021-2023 将迎院所改制注入高峰，进入资产证券化 2.0 时代。2018 年初，国防科工局发布《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）》，我们认为作为后续配套政策，随着院所改制试点工作逐步完成，研究所优质资产注入上市公司政策障碍将逐步消除，事业单位资产注入预期有望大幅提升。

我们预计 2020 年以后，科研院所改制试点将有序铺开，院所改制有望秉承“成熟一批，推进一批”的原则，从“非核心”向“核心”、“战术”装备向“战略”装备领域过渡。预计 2021-2023 年将成为军工科研院所改制和资本化的高潮期，军工集团资产证券化有望进入从企业类资产向院所资产过渡的 2.0 时代。

图 11 科研院所改制进度猜想



资料来源：中国银河证券研究院整理

3. 混改大幕开启，市场活力涌现

军工行业由于战略性较强，自我封闭特征明显，在市场经济的大潮下，僵化的管理机制严重阻碍了军工企业的发展步伐，市场化改革迫在眉睫。混合所有制作为国企改革的重要形式，通过引入战略投资者来优化管理结构，逐步实现市场化接轨和可持续发展。在本轮混改中，中国核建设集团和中国船舶工业集团被列入第一批试点名单，混改先行先试。除了列入试点的企业之外，多家军工集团也相继发布了混改的指导意见和相关规划。

表 6 各军工集团混改思路

集团	核心内容
中国电科	1、在三级及以下成员单位积极探索推进混合所有制改革 2、2018年三级及以下成员发展混合所有制经济取得进展
中国电子	二级子公司混改完成比例超过50%，引入地方国资等方式撬动更多社会资本，优化资本结构
兵器工业	1、“无禁区改革”、“通过资产重组上市和新三板挂牌上市加快推进混合所有制经济改革”，充分发挥现有上市公司平台作用，加快科研院所等优质军工资产注入，通过资产证券化盘活军工资产 2、分类实施混合所有制改革。在部分领域引入强力的战略投资者，整合双方在技术、渠道、资源优势，鼓励并规范经营者和技术骨干持股 3、制定《中国兵器工业集团关于发展混合所有制经济的指导意见》、《子集团和直管单位混合所有制改制试点操作指引》、集团公司《骨干员工持股管理暂行办法》 4、混改后可能会面临企业失控的问题，需要在章程、投资管理制度、决策程序上进行约束
兵器装备	1、目前下属企业60%已实现混合所有制，下一步计划推动军品企业和二级企业的混合所有制。已制定军工企业混合所有制改革试点初步方案，确定4家试点单位，并探索实施汽车产业股权激励计划 2、围绕“2+4”先进军工和现代产业体系，有针对地开展资本运作
中国航发	探索推进非航业务的混合所有制改革
航天科技	吸引各类社会资本，推进公司股权多元化，支持具有条件的二级专业公司整体上市。从企业发展的实际需求（融资、市场、技术、管理、品牌等）出发，有侧重、有分配、多种方式、分步推进混合所有制

航天科工	1、改革的总基调是“创新驱动、潜移默化、润物细无声” 2、主要关注的是极致的优化和创新，以软整合的方式为主 3、事业单位改革后，需维护员工队伍稳定，避免人才流失
中航工业	1、控制不必控股的思路，进一步放开对非核心军工能力的混改限制，允许先行先试倡导开放合作，特别鼓励“两头”企业，即基础条件特别好的企业和困难企业积极有所作为 2、多渠道引入社会资本，提升军品企业非国有股权比重和军工资产证券化比例 3、出台中长期激励暂行方案，明确提出集团公司中长期激励的总体框架和具体要求，积极探索引入多方面投资者和员工持股计划，对 11 家企业探索股权激励试点。2018 年沈飞出台激励计划

资料来源：公司网站，中国银河证券研究院整理

随着混改范围的扩大，将有更多军工企业进入混改序列，不断优化公司治理结构的同时，军工集团资产证券化率、经营质量和盈利能力也将有大幅提升。与此同时，战略资本有望通过举牌、参与增发、股权转让等方式借道资本市场深入参与国企改革，谋求战略投资机会。资本市场或将成为实现混合所有制最可行、最有效的途径。

（四）股权激励政策进一步完善，军工央企上市公司经营效率有望提升

1. 以往股权激励政策力度有限，央企上市公司参与度不高

自国资委成立以来，先后印发《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》以及《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》，从总体上构建了国有控股上市公司规范实施股权激励的政策框架体系，并且按照上述政策规定稳步推进央企控股上市公司开展股权激励，但总体来看，实施股权激励的央企上市公司数量和比例仍然存在明显不足。究其原因，我们认为：

一是目前国有上市公司，特别是央企上市公司，规模、体量较大，股权激励的金额比较大；二是央企上市公司，一般国有持股比例较高，如果进行股权激励，事实上是国有资本单方面的利益让渡；三是在工资总额管理条件下，上市公司的激励会不可避免地出现企业内部分配平衡的问题。

2. 进一步完善股权激励政策，有望促进相关改革加速落地

2019 年 11 月 11 日，国务院发布《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》。《通知》进一步完善了股权激励业绩考核有关要求，引导企业开展国际对标、行业对标方面，建立更加科学的业绩考核体系，合理调整权益授予时的业绩考核要求，规范权益行权时的业绩条件。

（1）合理设置业绩考核

造成部分央企上市公司不愿意开展股权激励的重要原因，或与此前业绩考核要求过于刚性有很大关系。因此，此次《通知》强调，股权激励的业绩考核，应当体现股东对公司经营发展的业绩要求和考核导向。如在权益授予环节，业绩考核目标应当根据公司发展战略规划合理设置，股权激励计划无分次实施安排的，可以不设置业绩考核条件；在解锁环节，业绩考核目标应当结合公司经营趋势、所处行业发展周期科学设置，体现前瞻性、挑战性，可以通过与境内外同行业优秀企业业绩水平横向对标的方式确定。

（2）科学制定计划，加大激励力度

《通知》在科学制定股权激励计划、健全股权激励管理体制等方面对央企规范实施股权激励做出制度上的完善。其中，在强化正向激励导向上，《通知》对中央企业控股上市公司股权激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益分别做出进一步的规范，以加大股权激励力度。

首先，提高授予数量占比：将科技创新型上市公司首次实施股权激励计划授予的股票数量从总股本的1%提高至3%，重大战略转型等特殊需要的上市公司两个完整年度内累计授予数量放宽至5%；

其次，提高权益授予价值，将董事、高级管理人员股权激励权益授予价值占授予时薪酬总水平的比例统一提升至40%；管理、技术和业务骨干等其他激励对象的权益授予价值，由上市公司董事会合理确定。

第三、股权激励对象实际获得的收益，属于投资性收益，不再设置调控上限。

（3）支持科创板上市公司实施股权激励

《通知》专门提出了“支持科创板上市公司实施股权激励”，并给出了有针对性的操作指南，其中特别明确了尚未盈利的科创板上市公司股权激励方式。科创板上市公司以限制性股票方式实施股权激励的，若授予价格低于公平市场价格的50%，上市公司应当适当延长限制性股票的禁售期及解锁期，并设置不低于公司近三年平均业绩水平或同行业75分位值水平的解锁业绩目标条件。

3. 股权激励政策松绑，军工板块有望受益

股权激励能够把员工和公司的利益进行绑定，激发员工积极性，有利于中长期提升经营业绩。从过往实践经验看，推出股权激励计划的公司，营收、利润增速水平在整体上要高于无股权激励计划的公司。激励力度较大、业绩要求较高者，股价的超额收益率更加突出。同时，我们认为，股权激励不应是“一锤子买卖”，而是要通过建立常态化的股权激励体系，更有效地实现企业的长期发展。

此番激励政策松绑，表明国资委对央企上市公司的股权激励的支持，激励力度的加大也将进一步打开上市公司的改革空间。与此同时，中航光电发布第二期股权激励草案，相比2016年底发布的第一期股权激励，此次在激励股权梳理、激励范围、授予价格方面力度进一步加大。军工行业有望以此为起点，全面推行各类激励措施，广度和深度上或将有所扩大，持续激发员工的工作潜力和积极性、创造性，进而提高军工上市公司的经营水平和盈利能力。

（五）再融资新规的出台助力行业企业可持续发展

从中长期来看，再融资新规的出台将切实提升行业上市公司发展质量。首先，从供给端看，军工股票池包括94只成分股，新规之前只有33家上市公司符合再融资规定中资产负债率条件，占比约35%。我们认为，新规的出台取消了这一限制，将有效提升整个板块融资能力，助力企业长远发展；其次，从需求端来看，新规中对定价基准日和限售期限的松绑，实质性提升了资金对再融资的需求偏好。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 装备采购费的比重较低，仍有提升空间

随着新军事变革的兴起，高技术武器装备大量研制和列装部队，装备费在军费中的地位越来越重要。根据《中美军费规模、结构与管理体制比较》一文统计，美国装备费用长期稳定在32%左右。而中国这一比例在33%左右，看起来似乎略高于美国，但考虑到中美两国装备费内部的结构差异，中国装备采购费占军费的比例实际上是低于美国的。在美国军费支出中，没有单独的装备维修费，装备维修费主要包含在活动维持费和装备采购费中，并且大部分包括在活动维持费中。因此，在美国占军费总额32%的装备费用中，绝大部分都属于采购费，而中国装备维修费主要是包含在装备费中，并且由于中国武器装备普遍老化，维修费占装备费的比例较高。因此中国装备采购费占军费支出的比例实际上大大低于美国。

2. 国内军工主机厂盈利能力长期处于低位

国内军工主机厂盈利能力长期处于低位，主要原因是受到成本加成政策的限制。目前国内执行的军品定价文件还是1996年由国家计划委员会、国防科工委等联合发布的《军品价格管理办法》，办法的制定符合当时的背景和产业规律，5%的利润率与当时的社会平均利润率基本相当，而时至今日国内军工产业取得了长足发展，信息化升级需求越发迫切，该办法的制定背景和运用环境都发生了较大变化，执行中的不足之处愈发明显。

3. 军工集团资产证券化率处于较低水平，限制上市公司的盈利能力

截至2018年底，军工集团资产证券化率虽然高于40%，但仍处于较低的水平。由于受到事业单位转制缓慢等因素的影响，各大军工集团仍有大量优质资产未注入到上市公司，特别是中国航天科工集团、中国航天科技集团以及中国电子科技集团，资产证券化率均在30%以下，大大限制了集团旗下上市公司的资产规模和盈利能力。

(二) 建议及对策

1. 适当提高实际用于装备采购的费用

维持现有模式，适当提高装备采购费用占比。维持现有模式，不设单独的装备维修费用，通过提高采购费用占比的方式，使实际用于装备采购费用与军费支出的占比到达1/3。

维持装备采购费用现有占比，设置单独的装备维修费用。修改现有模式，设置单独的装备维修费用，不再占用装备购置费用，使实际用于装备采购费用与军费支出占比到达1/3。

2. 建立以竞争为核心的装备采购机制，盘活军工市场

针对非单一来源的装备采购，要以强化科研竞争为基础，以推进购置竞争为重点，灵活开展分类、分层次、分阶段和一体化竞争。具体而言，可以采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、评审确认等竞争性采购方式，全力推行竞争性采购。

针对单一来源的装备采购，加速《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》的落地实施，建立激励机制，充分调动总装厂的积极性，从而盘活军工市场。对于分系统或配套产品具备开展竞争性采购条件时，应当开展竞争性采购，引入竞争机制。

3. 发挥 58 所成功转制的示范效应，加速科研院所改制的步伐

2018 年 5 月 7 日，国防科工局等 8 部门联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所改制为企业实施方案的批复》，院所改制实质破冰。58 所改制方案具有较强的标杆示范效应，未来有望以点带面，生产经营类军工科研院所改制将正式拉开序幕。

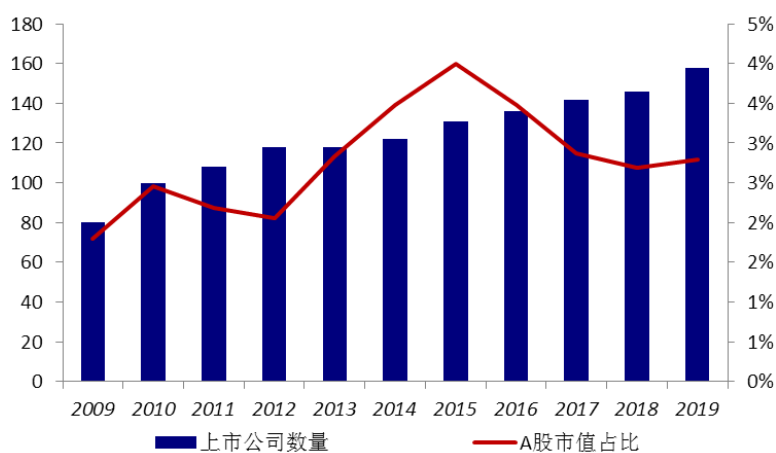
按照“成熟一批，推进一批”、“从边缘到核心”的基本原则，2020 年国家层面应该着力推进剩余 40 家试点研究所的改制工作，逐步消除研究所优质资产注入上市公司的政策障碍，提升上市公司的资产规模和盈利能力。

四、军工行业在资本市场中的发展情况

（一）当前共 158 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.87%

2019 年底，军工上市公司共 158 家，数量占比 A 股整体的 4.15%，市值占比为 2.87%。从 A 股上市公司数量来看，2009 年至今军工行业平均每年有约 7 家公司新上市，其中 2010 年上市数量创历年之最，达到 20 家。从 A 股市值占比来看，2009 年-2015 年军工板块市值占 A 股总市值比例分别为 1.79%、2.46%、2.18%、2.06%、2.83%、3.48%、3.99%，A 股市值占比逐年提升。截至到 2020 年 3 月 27 日，市值排名前五位的上市分别是中国重工、北方华创、中国卫通、航发动力、中航飞机。

图 12 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

在上市公司数量方面，截至 2020 年 3 月 27 日，中国 A 股共有上市公司 3809 家，其中军工行业上市公司 158 家，占比 4.15%；美股上市公司总数为 5042，高于 A 股，但军工行业上市公司数仅 46 家，同 A 股相比占比相差较大，仅 0.91%。在市值规模方面，中国 A 股总

市值为 612572.38 亿元，其中军工行业 17564.15 亿元，占比为 2.87%；美股上市公司总市值为 2636325.04 亿元，其中军工行业 45648.05 亿元，占比 1.73%。我们认为，美国军工行业在上个世纪 90 年代经历了并购浪潮后，上市公司数量急剧减少，虽然美国军工行业公司数量占比明显少于中国，但其市值规模却是中国的 4 倍多，相比之下中国军工行业上市公司的市值规模仍有较大上升空间。

表 7 2019 年中国与美国军工行业上市公司情况对比（截至：2020 年 3 月 27 日）

国家	军工行业上市公司数量	上市公司总数量	军工行业上市公司数量占比
中国	158	3809	4.15%
美国	46	5042	0.91%

国家	军工行业上市公司市值（亿元）	总市值（亿元）	军工行业市值占比
中国	17564.15	612572.38	2.87%
美国	45648.05	2636325.04	1.73%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数（ β ）约为 1.076，说明军工行业相对于市场具有更强波动性。

（二）军工板块估值水平正逐步回归，行业高估值具有合理性

1. 纵向看，军工板块估值水平正逐步回归

从军工板块（剔除船舶总装类上市公司）估值水平的历史走势来看，我们将 2008 年 1 月至 2015 年 6 月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期，其中包含两个次级周期，经测算，大周期的板块估值中枢（取中位数）约为 57x，两个次级周期分别为 53x 和 59x。

次 I 周期阶段，板块上市公司军品业务占比较小，主管部门对军工资产注入的态度并不明确，此阶段行业估值水平主要反映公司的内生增长和外延并购情况，集团资产注入因素几乎没有纳入考量；次 II 周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入预期对板块估值水平的边际影响减弱。展望未来，我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次 I 周期和次 II 周期两个阶段，因此我们选取 2008 年 1 月至 2015 年 6 月大周期的估值中枢来作为参照标准。

截至 2020 年 3 月 31 日，军工板块整体估值约为 46.06x，处于底部回归阶段，具备 19% 的估值修复空间。

图 13 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况

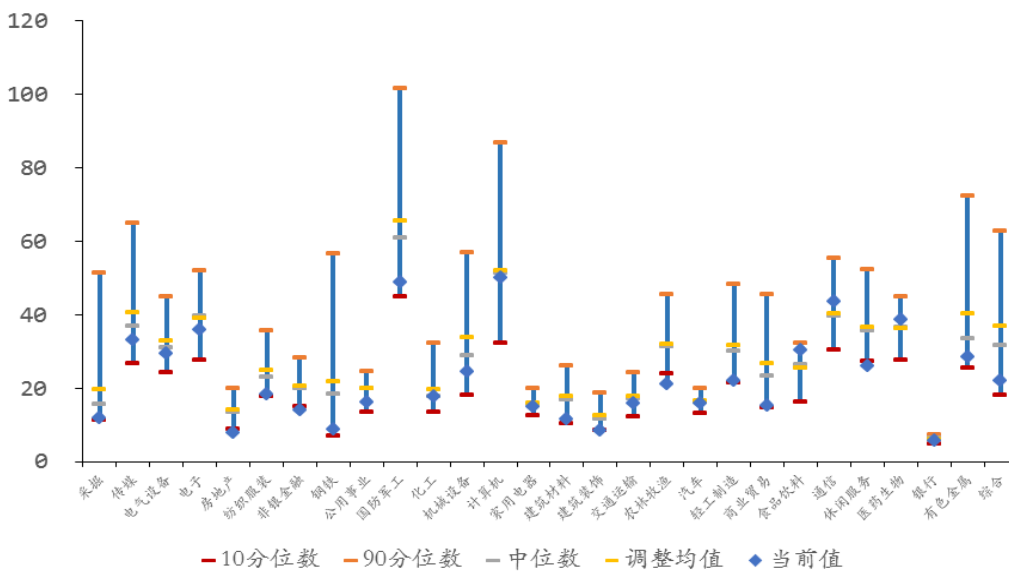


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 (数据截止到 2020 年 3 月 27 日收盘)

2. 横向看，军工板块估值水平在科技类板块中仍具备一定吸引力

从横向对比来看，参照申万一级行业分类，截至 2020 年 3 月 27 日，估值前三位的行业分别为计算机 (50.26 倍)、国防军工 (47.65 倍)、通信 (43.75 倍)，估值后三位的行业分别为银行 (6.00 倍)，房地产 (7.96 倍)，建筑装饰 (8.56 倍)。对比各行业历史均值水平，食品饮料、通信等行业估值明显高于历史均值，而房地产、商业贸易、建筑装饰、建筑材料等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块，军工行业在估值水平上仍具备一定的吸引力。

图 14 申万各行业 PE 估值分位数情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 (数据截止到 2020 年 2 月 28 日收盘)

3. 军工行业高估值具有合理性

截至 2020 年 3 月 27 日，军工行业最近一年的滚动市盈率为 48 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 14 倍，高出 A 股约 34 倍。我们认为，与其他行业相比，军工行业属性特殊，估值相对较高具有其合理性：

首先，军工行业具有逆周期属性以及高确定成长性。军工企业营业收入主要来源于国家军费支出，几乎不受宏观经济波动的影响，呈现较强逆周期属性。且中国军费支出一直保持稳定增长，为行业业绩提供较强支撑，提质增效行动大幅提升军工集团的经营效率，未来军工行业业绩增长具有较高的确定性。

其次，优质核心资产注入预期支撑军工行业高估值。受涉密等原因的影响，军工集团大量的核心资产还未能注入到上市公司，导致各集团资产证券化率普遍较低。随着资产证券化的持续推进，优质资产注入预期强烈，一旦注入将大幅提升上市公司的资产规模和质量以及盈利能力，为军工板块的高估值提供有力支撑。

第三，军工改革预期升温，为行业估值提供想象空间。我国军工装备市场体制机制较为僵化，导致竞争不充分，垄断特征明显，整机领域基本垄断，竞争只局限于配套层面且程度较低。随着军队改革的逐步落地，科研院所改制、混合所有制改革、军品定价机制改革等一系列改革预期升温，为军工行业估值提供了足够的想象空间。

（三）军工持仓占比继续走低，持仓集中度有所回升

1、2019Q4 基金军工持仓占比持续走低。2019Q4 基金军工持仓占比为 1.1%，同比回落 0.9pct，环比回落 0.1 pct。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q4 的基金军工持仓占比指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.84，呈现正相关关系。2018Q3 至今，该指标持续走低，但降幅环比收窄。进入 2019 年以来，虽然军工板块在二级市场出现三次持续性较好的阶段性行情（Q1、Q3 中期以及 Q4 后期），但主动型公募基金持仓占比不升反降、持续走低，显示机构投资者的信心严重不足。但我们认为，随着行业基本面的持续改善、资产证券化预期提升，叠加军工自主可控属性，公募投资机构有望重拾信心，军工持仓占比大概率会回升，板块弹性有望重新体现。

图 15 基金军工持仓占比与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

2、基金军工持仓集中度反复中继续回落。从指数走势相关性来看，2010Q1至2019Q4基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.84，呈负相关关系。2014Q2至2017Q1基金持仓集中度主要集中在41%至47%间窄幅波动。为了增强弱市环境中的抗风险能力，2017Q2之后，随着军工指数持续下探，基金持仓集中度逐步提升至2018Q3的73%，主动型公募基金对白马股抱团现象凸显。进入2018Q4，基金持仓集中度指标一年来首次回落，公募基金持仓风格出现分化迹象，真成长中小盘个股受到基金青睐。2019年全年，持仓集中度指标虽有所反复，但整体依然呈现回落态势。展望未来，我们认为军工行业受疫情影响较小，行业基本面景气度较高，军工指数有望呈现震荡上行态势，配置上仍建议以龙头白马为基，择机布局真成长中小盘个股。

图 16 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据对公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从2019Q4表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括13家军工集团央企、1家地方军工国企以及6家民营企业，市值占比分别为68.78%、3.24%、和27.98%，环比分别下降4.48%、下降0.06%和上升4.54%。在市场风险偏好走弱的背景下，以内蒙一机、中航沈飞、中航机电、航发动力为代表的低估值白马股成为投资者加仓首选，而中航光电、航天电器和中直股份等长期居于榜单前列的白马股遭大幅减仓，白马股轮动趋势较为明显。此外，军工新材料（光威复材、中航高科）、电子元器件（火炬电子）和军工半导体检测（苏试试验）等细分领域的真成长个股受到投资者的一致青睐，加仓非常坚定。

表 8 2019Q4 前二十大军工持股股票持股变化情况（按 2019Q4 持股市值排序）

序号	名称	2019Q4 持股总市值 (亿元)	2019Q4 持股市值环比	2019Q4 持股数量环比
1	内蒙一机	8.47	66.77%	65.21%
2	中直股份	6.56	-12.93%	-18.02%
3	中航沈飞	6.48	21.76%	19.45%
4	火炬电子	6.08	16.68%	11.89%
5	中航机电	6.04	30.53%	22.44%
6	航天电器	5.85	-21.17%	-22.98%
7	中航光电	5.79	-50.65%	-47.98%

8	光威复材	4.73	61.41%	40.12%
9	菲利华	4.24	-32.63%	-32.04%
10	四创电子	3.27	-15.40%	-5.55%
11	应流股份	2.99	82.32%	51.23%
12	湘电股份	2.50	1.13%	0.00%
13	苏试试验	2.29	823.55%	618.09%
14	振华科技	2.20	13.49%	5.09%
15	中航飞机	1.97	-0.46%	-5.51%
16	中航电子	1.83	19.34%	19.00%
17	钢研高纳	1.69	-35.92%	-33.99%
18	中航高科	1.57	301.94%	253.43%
19	航发动力	1.42	76.15%	77.69%
20	海兰信	1.28	4.07%	5.01%

资料来源：中国银河证券研究部整理

3、军工板块低配格局现企稳迹象，未来有望逐步走高。从指数走势相关性来看，2010Q1至2019Q4的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为0.76，呈正相关关系。2019年全年军工板块持续低配，但2019Q4低配指标与Q3持平，现企稳迹象，随着市场风险偏好的回升，基金配置积极性有望逐步走高。

图 17 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

(四) 产业资本现增持/回购潮，估值底信心大幅提升

2019年下半年至今，数十家军工上市公司中已经有数十家为了彰显公司发展信心而出台了股票增持、股票回购、员工持股、股权激励等强有力举措。我们认为产业资本增持是资本市场投资的底部信号之一，叠加行业景气度持续回升，行业投资价值有望逐步凸显。

表 9 2019 年下半年至今的股东增持情况

证券代码	公司简称	当前价	增持日期	增持价 (元)	增持股数 (万)	增持金额 (千万)	自由流通市值占比	整个增持计划
002179.SZ	中航光电	35.04	2019.6.18 完毕	34.77	171.13	5.95	9.37%	2018.12.18 起 6 个月; 0.5 亿≤增持金额≤1 亿; 单价≤40
600764.SH	中国海防	26.98	截至 2019.6.25	23.8	898.91	21.39	5.92%	2018.12.26 起 6 个月; 1 亿≤增持金额≤4 亿
002829.SZ	星网宇达	25.11	2019.11.11 完毕	22.89	162.42	3.72	2.15%	2018.2.6 起 6 个月(后延期), 1%≤总股本≤2%
300065.SZ	海兰信	10.19	截至 2020.2.11	11.13	229.4	2.55	0.87%	
000818.SZ	航锦科技	21.78	截至 2020.2.28	25.62	69.7	1.786	0.17%	2020.2.3 起 6 个月, 3000 万元≤增持金额≤5000 万元
002520.SZ	日发精机	6.88	2019.7.3 完毕	6.76	296.82	2.01	1.19%	2018.9.5 起 12 个月, 增持数量≥95 万股
002625.SZ	光启技术	7.53	2019.7.18 完毕		319.2		0.00%	2018.7.23 起六个月内; 增持比例≤2%; 增持金额≥3000 万; 单价≤12
000534.SZ	万泽股份	9.21	截至 2020.2.14	8.93	195.1	1.742	0.81%	2019.11.15 起六个月内; 1500 万≤增持金额≤3000 万; 单价≤10.15
300345.SZ	红宇新材	6.11	截至 2019.11.27	7.34	40	0.294	0.16%	2019.11.26 起 10 个交易日内, 20 万股≤累计增持
300345.SZ	红宇新材	6.11	2019.12.5 完毕		100.32			2019.11.28 起 10 个交易日内, 100 万股≤累计增持

资料来源: 中国银河证券研究院整理

表 10 2019 年下半年至今的股票回购情况

证券代码	公司简称	股票回购日期	股票回购均价 (元)	股票回购金额 (千万)	自由流通市值占比	整个回购计划
600372.SH	中航电子	2020.01.21 回购完成	14.47	15.07	2.42%	2019.1.21 起 12 个月; 1.5 亿≤回购金额≤3 亿; 单价≤18.5
002013.SZ	中航机电	2020.01.21 回购完成	6.86	15.49	1.29%	2019.1.30 起 12 个月; 1.5 亿≤回购金额≤3 亿; 单价≤9.95
002179.SZ	中航光电	2019.12.9 回购完成	39.75	1.18	0.06%	2019.1.21 起 12 个月; 回购金额≤1.35 亿; 单价≤31.44
300114.SZ	中航电测	截至 2020.2.29	9.25	5.05	1.93%	2019.5.7 起 12 个月; 0.5 亿≤回购金额≤1 亿; 450 万≤回购股数≤900 万; 单价≤11.12 元
603678.SH	火炬电子	2019.11.5 回购完成	21.54	3	0.51%	2019.7.24 起 12 个月; 回购金额≤3000 万; 单价≤30
002413.SZ	雷科防务	2019.11.6 回购完成	5.83	16	2.68%	2018.11.15 至 2019.11.6; 3 亿≤回购金额≤5 亿; 单价≤9
002171.SZ	楚江新材	截至 2020.2.29	6.53	27.96	5.31%	4 亿≤回购金额≤6 亿; 单价≤9
002520.SZ	日发精机	2019.11.8 回购完成	7.33	11	6.54%	2018.11.09 起 12 个月; 1 亿≤回购金额≤2 亿; 单价≤11
002669.SZ	康达新材	2019.10.29 回购完成	13.22	4	1.60%	2019.5.23 起 12 个月; 2000 万≤回购金额≤4000 万; 单价≤20
002669.SZ	康达新材	截至 2020.3.24	13.57	0.008	0.00%	2020.3.17 起 6 个月; 1000 万≤回购金额≤2000 万; 单价≤20
002224.SZ	三力士	2020.2.20 起 12 个月	6.81	0.68	0.22%	1 亿≤回购金额≤2 亿, 回购价格≤9.5
002214.SZ	大立科技	截至 2020.02.29	11.28	0.368	0.05%	2019.12.9 起 12 个月; 5000 万≤回购金额≤1 亿; 单价≤26

资料来源: 中国银河证券研究院整理

五、投资策略及组合表现

(一) 新冠疫情对军工行业冲击有限

新冠疫情已经历两个阶段, 分别为国内爆发阶段和国外蔓延阶段。

首先看国内爆发阶段，我们认为新冠疫情对军工行业日常经营存在短期冲击，这个不可否认，但是相较于餐饮、旅游、交通运输等行业，军工行业受影响程度还是有限的。主要原因有两点：

第一点，从整体来看，军工板块一季度的收入占全年收入的比重约为 18%左右，军品的交付及收入确认主要集中在下半年进行，所以从收入角度看疫情对行业整体冲击有限。

第二点，从结构来看，军工企业保军意识强，军品的排产优先级高，疫情过后通过加班加点完全可以弥补之前的产出缺口，所以疫情对军品收入占比大的企业影响更小。

其次看海外蔓延阶段，随着国内疫情得到基本控制，海外疫情却开始接力扩散，并对全球产业链造成一定影响。但由于军工行业自主可控属性较强，供应链绝大部分在国内，受到全球供应链冲击较小，因此我们认为海外疫情的扩散对军工行业冲击有限。

综上所述，相比其它行业，本次新冠疫情对军工行业的影响整体可控。

（二）二季度行业投资策略：危中存机，战略性看多军工板块

首先，当前军工板块估值水平 PE (TTM) 约 46 倍，具备 19% 的估值回归空间，部分主机厂估值水平接近近 10 年的最低；其次，军工板块 2019 年业绩依然保持稳健增长，作为军工大小周期共振的关键之年，2020 年行业基本面持续改善可期；再次，行业受疫情影响较小，具备一定的避风港效应。随着四月份公司财报的陆续披露，叠加四月份海外或将出现疫情拐点，利空有望逐步出尽，因此我们认为四月下旬是比较好的加仓窗口，战略看多军工板块，建议逢低加仓。

个股配置上，我们认为前期调整的板块热点依然是首选，包括卫星互联网产业链，推荐中国卫通 (601698.SH)、鸿远电子 (603267.SH)、海格通信 (002465.SZ)、杰赛科技 (002544.SZ) 等白马股；发动机和大飞机产业链推荐航发动力 (600893.SH)、钢研高纳 (300034.SZ)、光威复材 (300699.SZ)、中航沈飞 (600760.SH)；军工信息化和芯片产业链推荐振华科技 (000733.SZ)、菲利华 (300395.SZ)、航天发展 (000547.SH) 等，其次推荐受益于国产装备长期更新换代逻辑的主机厂内蒙一机 (600967.SH) 和中直股份 (600038.SH)。

（三）推荐标的组合表现

根据上述投资逻辑，我们于 2018 年 12 月 28 日（按当日收盘价计算投资成本）构建了包含有 8 支股票的等权重投资组合，并且每周都会根据情况对组合成分股进行调整（也可不调整）。截至 2020 年 3 月 27 日，我们的投资组合累计上涨 110.12%，相对收益为 87.18%，同期中证军工指数上涨 22.94%。

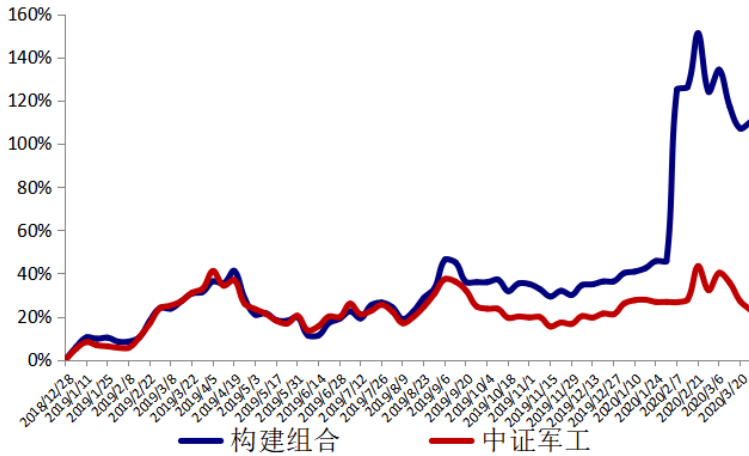
表 11 军工行业推荐组合及推荐理由

组合	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅 (%)	绝对收益率 (%)	相对收益率 (%)
投资组合	000547.SZ	航天发展	电子蓝军龙头，业绩高速增长	0.71	38.45	37.70
	002013.SZ	中航机电	航空机电系统龙头，受益于航空产业景气上行	-7.35	3.46	2.70
	002214.SZ	大立科技	红外军品核心供应商，民品业务爆发在即	-11.55	100.94	100.19
	300699.SZ	光威复材	国内碳纤维领域龙头，在军工领域处于绝对优势地位	-1.73	8.81	8.06

600967.SH	内蒙一机	国内装甲车龙头，受益于国防军队机械化建设目标	-6.08	-11.29	-12.05
600990.SH	四创电子	空管+气象雷达龙头，受益于国企改革推进	-11.08	-12.52	-13.27

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18 推荐组合 19 年年初至今的表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

六、风险提示

军工改革力度不及预期和军工企业订单不及预期的风险。

图 目 录

图 1 中国历年国防预算情况.....	3
图 2 各国国防预算的 GDP 占比情况.....	3
图 3 军队改革目标及成果.....	4
图 4 全军武器装备招标采购次数.....	5
图 5 2017 年至今单季度军工板块经营情况.....	7
图 6 我国十大军工集团的历史沿革.....	10
图 7 我国十大军工集团及其涉及领域.....	11
图 8 1990 年至 2020 年美国军工行业兼并历程.....	12
图 9 激励利润 PE 和利润率 r 与定价成本 C 的关系.....	14
图 10 十二大军工集团资产证券化率数据.....	15
图 11 科研院所改制进度猜想.....	16
图 12 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况.....	20
图 13 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况.....	22
图 14 申万各行业 PE 估值分位数情况.....	22
图 15 基金军工持仓占比与军工指数走势对比.....	23
图 16 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比.....	24
图 17 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比.....	25
图 18 推荐组合 19 年年初至今的表现.....	28

表 目 录

表 1 军工板块利润表.....	6
表 2 军工板块资产负债表.....	8
表 3 军工六大细分板块存货和预收账款情况.....	9
表 4 军工集团六大细分板块收入和利润情况.....	10
表 5 国内外军工主机厂盈利能力对比.....	13
表 6 各军工集团混改思路.....	16
表 7 2019 年中国与美国军工行业上市公司情况对比 (截至: 2020 年 2 月 28 日).....	21
表 8 2019Q4 前二十大军工持股股票持股变化情况 (按 2019Q4 持股市值排序).....	24
表 9 年初至今的股东增持情况.....	错误!未定义书签。
表 10 年初至今的股票回购情况.....	错误!未定义书签。
表 11 军工行业推荐组合及推荐理由.....	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn