

2019 年中期投资策略：长期成长确定优选军工白马，自主可控转化关注细分龙头

推荐 (维持)

2019 年 06 月 12 日

投资要点

- 年初至今中证军工指数涨 13.53%，跑赢上证指数 0.14%，跑赢创业板指数 0.29%，国防军工（中信）涨 13.08%，在中信 29 个行业指数中涨幅排名第 12 位。年初至今军工板块有两类标的走势较强：1）主题性标的；2）业绩超预期标的。机构持仓低配比例进一步扩大：主动型公募基金前十大重仓股军工配置比例从 2018Q4 的低配 0.33% 扩大到 2019Q1 的低配 0.71%。
- 我们认为“十三五”期间我国军费仍将处于 7~8% 附近的稳健增长通道中。与美俄相比，中国军费支出 GDP 占比明显偏低，仍有较大增长潜力。
- 我们看好军工板块 2019 年下半年的相对超额收益和结构性的机会。当前市场对贸易谈判的复杂性、美中战略博弈的长期性、外部环境的重大变化的认知愈发清晰。我国军工行业仍处于补偿式发展的关键时期，具备长期成长确定性。自军队体制编制调整基本完成以来，装备采办需求持续释放，未来两年将持续加速。
- A 股军品收入占比超过一半的公司已超过 40 家。随着市场对军工行业基本面研究的持续深入，军工板块投资将呈现出更强的价值属性。需求确定、成长稳健、估值合理的军工标的将获得市场更多认可。建议下半年重点关注当前估值已回落至合理区间、成长性与估值匹配度较高的标的。
- 科创板的推出有望推动科技创新型企业迎来估值重构。军工行业横跨信息技术、高端装备、新材料、新能源等多个重点方向，是科创板推出重点受益的行业。美国实施对华科技封锁倾向加剧背景下，军工板块自主可控相关企业军技民用、市场转化有望带来的巨大成长空间，建议重点关注军工领域具备自主可控转化能力的龙头企业，把握当前在军工领域已实现国产化替代、拥有稳定的收入并具备持续的研发投入，且有条件在民用领域获得巨大市场空间的标的，如连接器行业的中航光电、碳纤维领域的光威复材、军用集成电路方向的振华科技等。
- 推荐中航光电、航天电器、振华科技、光威复材、中航机电、中航电子等，并重点关注大立科技、航天发展、菲利华、中航沈飞、中直股份、航发动力、中航高科、内蒙一机、航天电子、四创电子、杰赛科技等潜力标的。

相关报告

《科创板巡礼：国科环宇》
2019-05-28

《兴业证券高端装备制造中心——2019 年 5 月科创板投资月报》2019-05-19

《兴业军工观察：军工配置价值提升 芯片自主可控标的迎催化》2019-05-19

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

研究助理：

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

团队成员：

石康、张亚滨、黄艳、李博彦

风险提示：1) 军工板块总体估值横向比较相对偏高，难以抵抗市场系统性风险；2) 主战武器装备列装节奏总体稳定，部分企业存在成长性低于市场预期的风险；3) 以主机厂为代表的部分企业存在型号批产初期因工艺不稳定、成品率低或暂定价偏低利润无法跟随营收同步增长的风险；4) 军工资产证券化节奏与方案存在较大不确定性。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、2019 年中期军工板块复盘	4
1.1、2019 年中期军工板块走势：主题效应突出，业绩超预期标的抢眼	4
1.2、机构军工股持仓：超配比例再创新低，持仓集中度有所下降	5
2、2019 年中期军工行业趋势展望	6
2.1、内外部环境共筑军工行业长期成长确定性	6
2.1.1、外部环境：美中战略博弈长期化	6
2.1.2、内部环境	7
2.2、2019 年中期军工行业基本面：需求继续加速	8
2.2.1、国防开支预算继续保持稳健增长，GDP 占比仍有较大提高潜力	8
2.2.2、“十三五”后两年军工行业需求加速释放	9
2.3、2019 一季报及 2018 年报：业绩加速趋势明确	11
2.3.1、横向行业比较军工业绩增速突出	11
2.3.2、军品占比过半 41 个标的统计：行业景气，一季度再加速	12
2.3.3、细分方向分析：通用配套及电子元器件标的反映行业加速增长	13
3、看好相对收益与结构性机会，优选估值与成长性匹配的白马	14
3.1、看好相对超额收益	14
3.2、看好结构性机会，重视估值与成长性匹配度高的标的	15
4、自主可控转化关注细分龙头	18
4.1、军工行业是孵化科技创新企业的重要土壤	18
4.1.1、大飞机：军用航空基础助力民机产业起飞	19
4.1.2、碳纤维：军工土壤培育民族企业做大做强	20
4.1.3、集成电路：军工需求是自主可控基石	22
4.2、科创板有望推动科技创新型企业迎来估值重构，军工显著受益	23
5、逢低布局风险收益比较高的资产注入驱动标的	26
5.1、军工资产证券化仍是大势所趋	27
5.2、资产注入驱动型标的股价已回落至相对低位	28
5.3、“十三五”后两年军工资产证券化有望加速推进	30
6、重点标的	33
7、结论	38
8、风险提示	39
图表 1、年初以来中证军工指数走势	4
图表 2、年初以来跑赢中证军工指数较多的标的	4
图表 3、主动型公募基金前十大重仓股中军工股占比	5
图表 4、主动公募基金重仓持有的军工股 top10 市值占比	6
图表 5、美国海军舰艇穿越台湾海峡次数统计	7
图表 6、1949 年以来中国大陆、台湾省与美国军费开支对比（百万美元）	7
图表 7、1990 年来我国军费增速及 GDP 占比	8
图表 8、2019 年世界主要国家军费支出及占 GDP 比例	9
图表 9、1949-2018 年中美军费占 GDP 比例	9
图表 10、全军装备采购信息网招标公告与中标公告数量统计	10
图表 11、2018 年国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较	11
图表 12、2018 年国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较	11
图表 13、2019Q1 国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较	12
图表 14、2019Q1 国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较	12

图表 15、41 个标的合计营业收入、归母净利润同比增速.....	- 13 -
图表 16、各细分领域营收、净利润同比增速中位数.....	- 14 -
图表 17、过去 4 年军工板块走势	- 15 -
图表 18、板块市盈率 (TTM) 排名	- 16 -
图表 19、2015 年牛市高点以来板块跌幅排名 (%)	- 16 -
图表 20、41 个军工股市盈率 (TTM) 区间分布	- 16 -
图表 21、标普 500 航天航空与国防板块成分股市盈率与成长性数据.....	- 16 -
图表 22、先进的科学技术普遍诞生或率先应用于军工领域.....	- 18 -
图表 23、国产大飞机研制列装进度及性能指标.....	- 19 -
图表 24、国产大飞机总师简介	- 19 -
图表 25、C919 一级供应商目录.....	- 20 -
图表 26、光威复材营收、净利润及增速 (亿元)	- 20 -
图表 27、中简科技营收、净利润及增速 (亿元)	- 20 -
图表 28、恒神股份营收、净利润及增速 (亿元)	- 21 -
图表 29、吉林碳谷营收、净利润及增速 (亿元)	- 21 -
图表 30、光威复材历年军民品收入构成	- 21 -
图表 31、光威复材发展历程	- 22 -
图表 32、2017 年我国集成电路设计企业销售额 top10.....	- 22 -
图表 33、2017 年我国集成电路制造企业销售额 top10	- 22 -
图表 34、国产逻辑处理芯片主要研制生产机构.....	- 23 -
图表 35、来自军工行业的上交所第一届科技创新咨询委员会委员	- 24 -
图表 36、航天军工领域科创板申报企业概况.....	- 25 -
图表 37、航天军工领域科创板申报企业业务类型及财务指标.....	- 25 -
图表 38、航天军工领域科创板申报企业盈利能力指标.....	- 26 -
图表 39、航天军工领域科创板申报企业成长性指标.....	- 26 -
图表 40、各军工集团以总资产口径统计的资产证券化率.....	- 27 -
图表 41、各军工集团以净资产口径统计的资产证券化率.....	- 27 -
图表 42、军工资产证券化相关政策	- 28 -
图表 43、2015~2016 军工资产注入标的统计 (亿元)	- 29 -
图表 44、资产注入类典型标的过去三年区间涨跌幅.....	- 29 -
图表 45、资产注入类典型标的注入弹性测算.....	- 30 -
图表 46、2017 年以来实施军工资产证券化的案例统计.....	- 30 -
图表 47、部分军工集团资产证券化率目标	- 31 -
图表 48、军工集团一、二把手任职统计	- 31 -
图表 49、历史上的军工科研院所资产注入案例.....	- 32 -
图表 50、重点标的估值表格	- 33 -

1、2019 年中期军工板块复盘

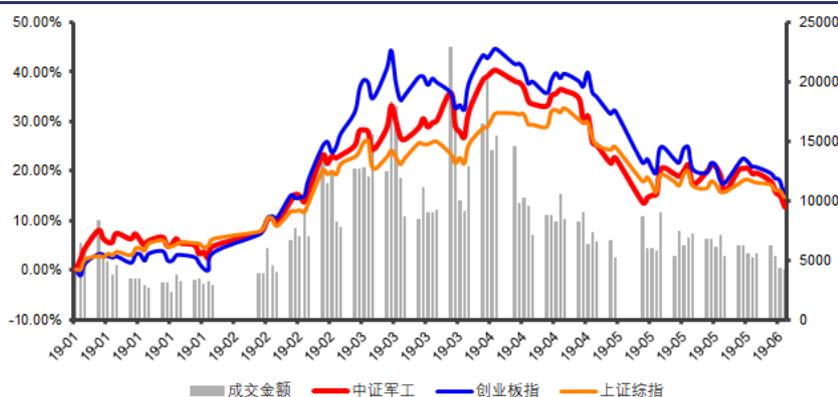
1.1、2019 年中期军工板块走势：主题效应突出，业绩超预期标的抢眼

年初至今（20190606，下同），中证军工指数涨 13.53%，跑赢上证指数 0.14%，跑赢创业板指数 0.29%，国防军工（中信）涨 13.08%，在中信 29 个行业指数中涨幅排名第 12 位。

军工板块总市值 8102 亿（在 A 股中占比 1.43%），市盈率（TTM）54.7，分别排名第 23、第 5。

年初至今军工板块涨幅相对较大的标的主要为两类：主题效应突出的标的，如两船合并主题方向的中国应急、中船科技、中国船舶、中船防务等；具有资产注入预期的航天长峰、航天科技、四创电子、航天晨光、航天机电等；5G 方向的航天通信、天和防务等；业绩增长超预期或前期估值与成长性相比显著低估的标的，如利达光电、中航高科、亚光科技、钢研高纳、大立科技、振华科技、光威复材等。

图表 1、年初以来中证军工指数走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、年初以来跑赢中证军工指数较多的标的

标的	涨幅	标的	涨幅	标的	涨幅	标的	涨幅	标的	涨幅
上海瀚讯	134.73	紫光国微	51.09	四川九洲	35.80	卫士通	26.37	深南电路	21.03
天和防务	108.38	大立科技	46.08	欧比特	33.81	东华测试	24.87	湘电股份	20.35
特发信息	102.30	钢研高纳	45.70	太极股份	32.54	威海广泰	24.23	中航光电	20.22
中国长城	88.19	航天长峰	40.97	航天晨光	32.45	航天动力	24.21	海格通信	20.05
航天通信	70.01	贵航股份	40.61	光威复材	32.34	高德红外	24.01	中航电测	19.48
精准信息	62.57	中光防雷	40.03	华东电脑	31.64	航发科技	23.60	深证成指	18.58
中船科技	61.84	天银机电	39.41	中国船舶	31.34	航天发展	23.41	爱乐达	18.29
亚光科技	61.77	洪都航空	39.33	航天科技	31.00	凤凰光学	23.26	华力创通	18.06
南京熊猫	60.79	博云新材	38.59	航锦科技	30.01	华伍股份	23.09	海特高新	17.87
利达光电	58.71	宝钛股份	38.50	航天机电	28.28	烽火电子	22.46	中国重工	17.65
中国应急	58.18	楚江新材	38.44	四创电子	27.73	久之洋	21.80	耐威科技	17.31
红相股份	56.79	振华科技	38.27	中国卫星	27.56	火炬电子	21.24	菲利华	17.22
中航高科	52.14	银河电子	35.82	中船防务	27.51	盛路通信	21.11	中证军工	13.53

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、机构军工股持仓：超配比例再创新低，持仓集中度有所下降

对 A 股 110 个主要军工标的进行统计，剔除被动指数基金后，公募基金 2019Q1 前十大重仓股中军工股市值占比 1.49%，相比 2018Q4 下降 0.21 个百分点，为近三年来最低值。截止 2019Q1，A 股总市值中 110 个军工股占比 2.2%，相比 2018Q4 上升 0.17 个百分点。相对 A 股总市值中军工股的占比，主动型公募基金前十大重仓股中军工股市值占比继续下降，从 2018Q4 的低配 0.33% 扩大到 2019Q1 的低配 0.71%。截止 2019Q1，A 股流通总市值中 110 个军工股占比 2.68%。相对 A 股流通总市值中军工股占比，主动型公募基金前十大重仓股中军工股市值占比从 2018Q4 的低配 0.84% 继续下降到低配 1.19%。

主动型公募基金重仓持有的军工股中，国有军工股占比一改近两年来持续上升的趋势，从 18Q4 的 90.9% 下降至 19Q1 的 84.9%。反映出公募机构军工持仓仍然偏向军工属性更强的国有军工股，但对民参军的关注有一定提升。

2019Q1 主动公募基金重仓加仓市值最多的个股是：菲利华（3.65 亿元）、航天发展（3.24 亿元）、奥普光电（2.13 亿元）、光威复材（2.10 亿元）、振华科技（1.95 亿元）；2019Q1 主动公募基金重仓持有基金数最多的个股是：中直股份（56 个）、中航光电（45 个）、内蒙一机（29 个）、中航沈飞（28 个）、菲利华（21 个）；2019Q1 主动公募基金重仓持有市值最高的个股是：中航光电（18 亿元）、中直股份（14 亿元）、中航沈飞（9 亿元）、航天电器（7 亿元）、内蒙一机（6 亿元）；2019Q1 主动公募基金重仓持有市值占比最高的个股是：菲利华（9.37%）、航天电器（6.3%）、中航光电（5.59%）、奥普光电（5.53%）、湘电股份（5.51%）。

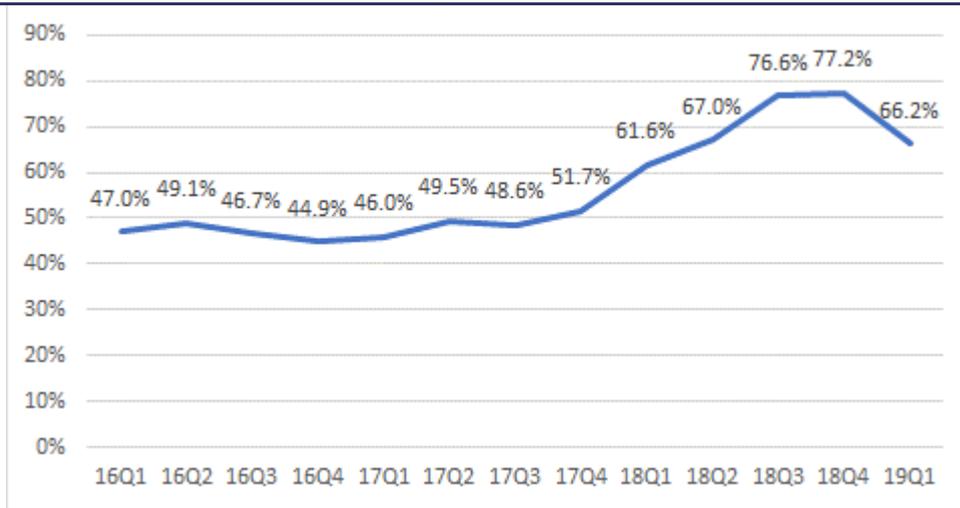
2016-2017 年，主动公募基金重仓持有的军工股持仓总市值 top10 市值占比基本维持在 45%-50% 区间。2017Q4 至 2018Q4，主动公募基金重仓持有的军工股持仓集中度逐步提升，持仓总市值 top10 市值占比从 2017Q4 的 51.7% 上升至 2018Q4 的 77.2%。2019Q1 持仓总市值 top10 市值占比下降至 66.2%，反映出主动公募基金重仓持有的军工股持仓集中度有所下降。

图表 3、主动型公募基金前十大重仓股中军工股占比

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	重仓持股比例	重仓持股增减
全部军工股	5.05%	5.63%	4.90%	4.63%	4.03%	2.68%	2.08%	1.81%	2.05%	1.57%	2.10%	1.70%	1.49%		
军工占A股	2.89%	3.03%	2.87%	2.76%	2.79%	2.38%	2.40%	2.24%	2.29%	2.02%	2.09%	2.03%	2.20%		
军工流通占A股	3.55%	3.63%	3.45%	3.38%	3.47%	2.91%	2.99%	2.68%	2.77%	2.49%	2.60%	2.54%	2.68%		
军工股超配	2.17%	2.60%	2.03%	1.87%	1.24%	0.30%	-0.32%	-0.43%	-0.24%	-0.44%	0.02%	-0.33%	-0.71%		
军工流通股超配	1.50%	2.00%	1.45%	1.25%	0.57%	-0.23%	-0.91%	-0.87%	-0.72%	-0.92%	-0.50%	-0.84%	-1.19%		
国有军工股	2.72%	2.57%	2.06%	2.31%	2.39%	1.76%	1.53%	1.45%	1.70%	1.35%	1.91%	1.55%	1.27%		
国有占A股	2.04%	2.04%	1.97%	1.93%	1.98%	1.69%	1.67%	1.56%	1.60%	1.42%	1.52%	1.56%	1.60%		
国有流通占A股	2.56%	2.50%	2.40%	2.39%	2.48%	2.04%	2.09%	1.88%	1.94%	1.74%	1.88%	1.87%	1.92%		
国有军工超配	0.67%	0.53%	0.09%	0.38%	0.40%	0.07%	-0.13%	-0.12%	0.10%	-0.07%	0.39%	-0.01%	-0.34%		
国有军工流通股超配	0.16%	0.07%	-0.34%	-0.08%	-0.09%	-0.28%	-0.55%	-0.44%	-0.24%	-0.38%	0.04%	-0.32%	-0.66%		
民参军	2.33%	3.06%	2.83%	2.32%	1.65%	0.92%	0.54%	0.36%	0.35%	0.22%	0.19%	0.15%	0.23%		
民参军占A股	0.84%	0.98%	0.90%	0.82%	0.81%	0.69%	0.73%	0.67%	0.69%	0.60%	0.56%	0.55%	0.60%		
民参军流通占A股	0.99%	1.13%	1.05%	0.99%	0.99%	0.87%	0.90%	0.79%	0.83%	0.75%	0.73%	0.71%	0.74%		
民参军超配	1.49%	2.08%	1.94%	1.50%	0.84%	0.22%	-0.19%	-0.31%	-0.34%	-0.38%	-0.38%	-0.40%	-0.37%		
民参军流通股超配	1.34%	1.93%	1.79%	1.33%	0.66%	0.05%	-0.35%	-0.43%	-0.48%	-0.53%	-0.54%	-0.56%	-0.52%		
国有军工股占比	53.8%	45.6%	42.1%	49.9%	59.1%	65.8%	73.8%	80.1%	83.1%	86.0%	91.1%	90.9%	84.9%		

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、主动公募基金重仓持有的军工股 top10 市值占比



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、2019 年中期军工行业趋势展望

2.1、内外部环境共筑军工行业长期成长确定性

2.1.1、外部环境：美中战略博弈长期化

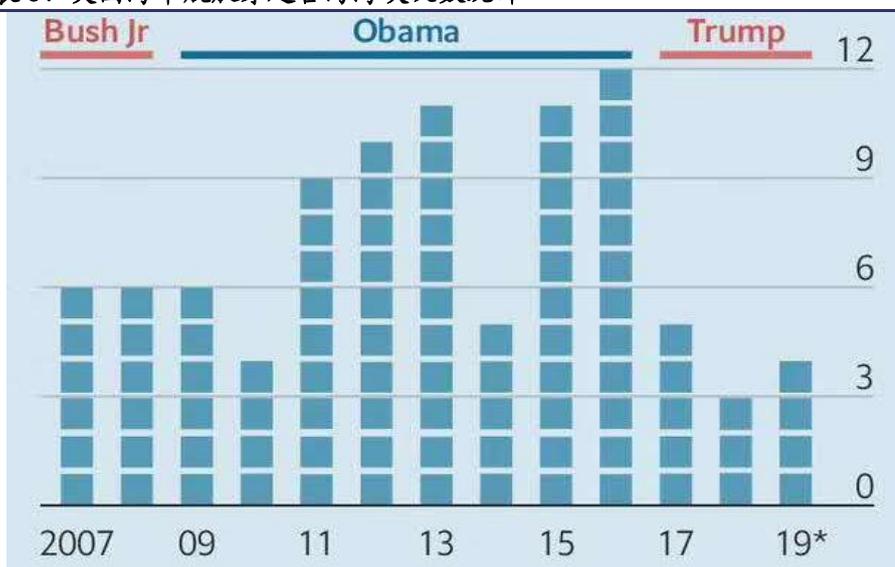
2017 年 12 月 19 日白宫发布川普任内第一份《国家安全战略报告》，首次将中国定位为“战略竞争对手”；2018 年 1 月 19 日五角大楼发布 4 年来首份《国防战略报告》，明确宣示美国军事战略重大转型：从反恐调整为应对大国竞争。2018 年 3 月 16 日，特朗普签署《台湾旅行法案》；同时 2018、2019 年连续大幅增加军费预算（分别同比增长约 13%、3%）。2019 年 5 月 7 日，美众议院 0 票否决通过《台湾保证法》。

在高速发展 40 年后，随着中美经济体量的日益拉近，改革开放以来和平稳定发展的外部环境正受到重大挑战，来自美国方向的战略打压面临成为常态的可能。强国必先强军，十九大报告关于军队建设三期目标及面向统一的军事斗争准备仍将是驱动军工行业持续增长的核心因素。在中美战略博弈加剧的大背景下，军工行业未来 20~30 年的高速增长具有较高的确定性。

另一方面，我们认为下半年台海与南海方向出现军事斗争事件的概率不高。未来很长一段时间，中美在军事与政治上可能都将处于斗而不破的状态。究其实质，市场关注较高的“台湾保证法”与美国国会一年来通过的“台湾旅行法”、“国防授权法”等涉台法案一样，都是表述“国会意见”，对行政部门不具备绝对约束力，短期台海局势未发生实质变化。同时我们认为，美国本届政府对中美关系的主要关注点在科技与经贸，而非地缘政治与军事。尽管过去一年关于美国加强在南海、台海军事存在的报道层出不穷，但根据美国海军的数据，小布什、奥巴马、特朗普三位总统任内美国海军舰艇穿越台湾海峡的频率，以特朗普截止目前的任期内

为最低。

图表 5、美国海军舰艇穿越台湾海峡次数统计



资料来源：US NAVY，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、内部环境

十九大报告中军队建设三期目标及维护祖国统一、深化军事斗争准备仍将是驱动军工行业持续增长的核心因素。

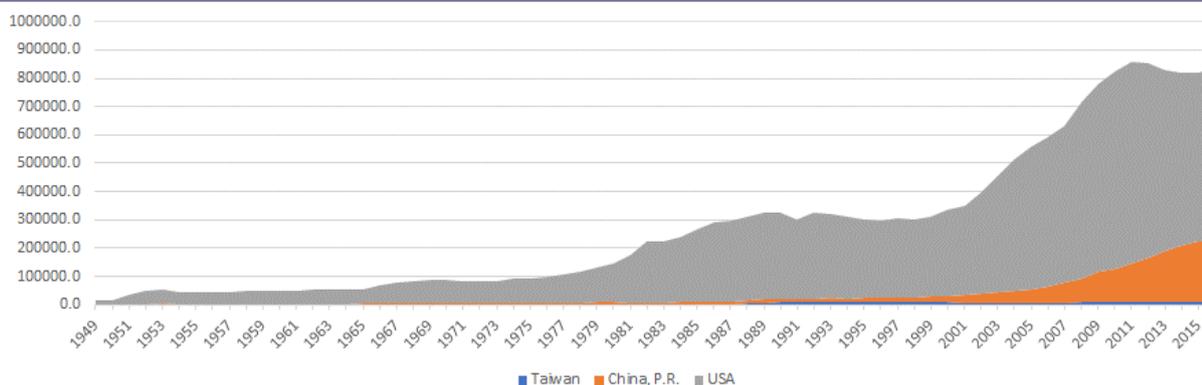
根据十九大报告，国防和军队建设规划可分为近中远三个阶段：1) 近期：提高建设质量和效益，确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；2) 中期：力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化；3) 远期：到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。

解放军报指出，世界一流军队就是要有世界一流的武器装备、组织形态、作战体系、人才队伍、训练水平、军事理论，就是要具备能够与世界强手抗衡、过招、打赢的军事能力。对标世界唯一超级大国美国和世界一流军队美军，我军武器装备无论是技术先进性还是数量规模均还有巨大差距。在如此宏大目标的指导下，我国国防工业体系的建设将更加系统、更加全面、更具有持续性。

自 1949 年以来，我国军费投入累计金额仅为美军的 12.8%。对标世界一流军队，我国军队建设和军工行业高速增长的通道仍然非常漫长。

图表 6、1949 年以来中国大陆、台湾省与美国军费开支对比（百万美元）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

2019年1月2日，习近平在《告台湾同胞书》发表40周年纪念会上的讲话指出，“祖国必须统一，也必然统一。这是70载两岸关系发展历程的历史定论，也是新时代中华民族伟大复兴的必然要求。统一是历史大势，是正道。“台独”是历史逆流，是绝路。台湾问题是中国的内政，事关中国核心利益和中国人民民族感情，不容任何外来干涉。”

时间进入“十三五”收官的最后6个季度，受军队体制编制调整等因素影响，“十三五”装备采购部分计划执行进度相对滞后。习近平在两会期间出席解放军和武警部队代表团全体会议上的讲话指出，“今年是全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标的关键之年，也是落实我军建设发展“十三五”规划、实现国防和军队建设2020年目标任务的攻坚之年，全军要站在实现中国梦强军梦的高度，认清落实“十三五”规划的重要性和紧迫性，坚定决心意志，强化使命担当，锐意开拓进取，全力以赴打好规划落实攻坚战，确保如期完成既定目标任务。”“十三五”规划的坚决落实将进一步强化2019、2020年军工行业需求释放的确定性。

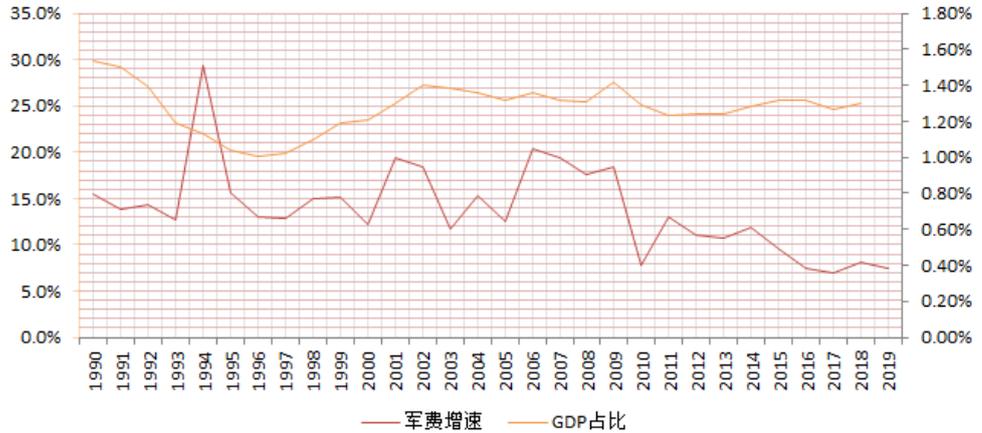
2.2、2019年中期军工行业基本面：需求继续加速

2.2.1、国防开支预算继续保持稳健增长，GDP占比仍有较大提高潜力

1999-2016年，我国国防开支（军费）年均复合增速达13.8%。经过三个五年规划的高速发展，军队武器装备现代化建设已走过从0到1的原始积累阶段。2019年，中国国防预算增长7.5%，达11899亿元。2016~2018年，中国国防预算分别增长7%、7.6%、8.1%。在我国经济进入新常态、GDP稳健增长的背景下，军费GDP占比维持在1.3%左右的稳态范围内。我们认为，“十三五”期间我国军费仍将处于7~8%附近的稳健增长通道中。

图表7、1990年来我国军费增速及GDP占比

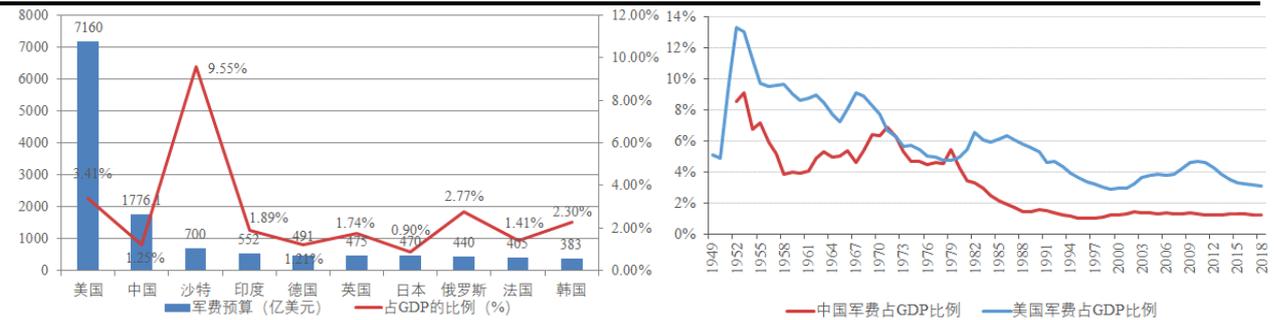
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

与美俄相比，中国军费支出 GDP 占比明显偏低，仍有较大增长潜力。2019 年美国国防预算支出 7160 亿美元，GDP 占比 3.41%；2019 年中国国防预算支出 1776 亿美元，GDP 占比 1.25%；美国军费支出约为中国 4 倍，GDP 占比约为中国 2 倍。

图表 8、2019 年世界主要国家军费支出及占 GDP 比例 图表 9、1949-2018 年中美军费占 GDP 比例



资料来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、“十三五”后两年军工行业需求加速释放

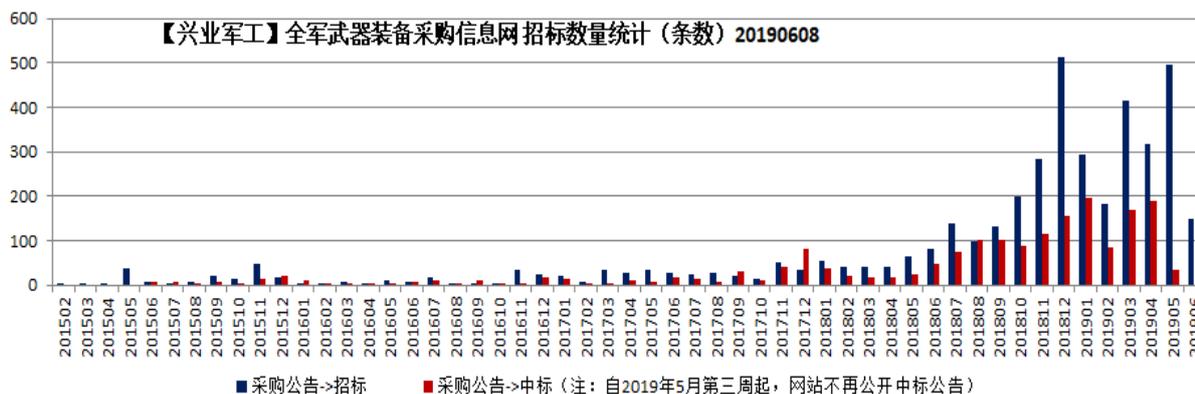
相对于整体军费的稳健增长，军费开支在装备采购领域的结构性变化和不同年度之间的结构性变化对军工行业的影响更加值得关注。

军工行业由国家 and 军队采购主导，具有极强的计划性，五年规划是武器装备采办执行的重要纲领。由于规划分解有延时性，因此，从历史情况看武器装备采办五年规划执行中有前低后高的情况。另一方面，2015 年末启动的军改使得基层部队编制及装备采办机构、人员产生较大变动，导致部分非主战装备采办进度递延；随着 2017 年底前后军队体制编制调整的基本完成，装备采办陆续走向正轨，需求与订单逐步释放。我们在 2017 年 11 月发布的《军工行业 2018 年投资策略：行业反转，聚焦增长》中提出，“2018 年军工行业基本面将发生大幅反转，未来三年军工企业将迎来一轮强劲的业绩成长。”截至目前，这一判断正在加速兑现。

由于涉密等原因，武器装备采购领域的公开数据较少。全军武器装备采购信息网

是全军武器装备采购需求信息的权威发布平台,自2015年1月4日上线运行以来,成为军工企事业单位、优势民营企业产品和技术信息的重要汇集渠道。我们对网站招标公告及中标公告的发布次数进行统计,大体可以反映部分装备采办需求的变化。

图表 10、全军装备采购信息网招标公告与中标公告数量统计



资料来源:全军装备采购信息网,兴业证券经济与金融研究院整理

可以看出,自2017年底前后军队体制编制调整基本完成以来,装备采办需求释放呈加速态势。2018年军队装备采办体系逐步走上正轨,我们判断2019年军工行业有望迎来全面复苏,“十三五”后三年军工行业需求将呈逐年加速态势。

必须要指出的是,军工行业不同类型的企业受军改影响程度有显著不同。要想更加清晰的认识这一点,可以简单把武器装备供应体系分为两大阵营:主战装备和非主战装备。主战装备以主力军机、大中型军舰、中远程导弹、主力战车等大型作战平台与毁伤武器为主,该产品是武器装备体系的主干,重要程度高、单体金额大、种类有限、比较容易提纲挈领;非主战装备以支援、保障类的信息系统与装备(如通信、导航设备)、地面测试与维修装备、非主力作战装备(如教练机、军辅船、轻武器)等为代表,该产品是武器装备体系的枝叶,需求紧迫程度相对偏低、单体金额小堆小、种类繁多、项目分散。在军改推进、编制变化、机构变动、人事调整的过程中,主战装备方向几乎未受影响,非主战装备方向受影响巨大。

基于以上原因,2018年起的“十三五”后三年,军工行业主战装备、非主战装备两大阵营驱动逻辑显著不同。作为武器装备体系的骨干,主战装备方向计划性强,仍将保持稳健增长,其成长性主要由相关型号的定型与批产节奏决定;非主战装备方向受军队体制编制调整后的补偿式采购拉动,需求有望显著加速。而对于军工产业链末端的元器件、原材料、零部件企业,作为主战装备与非主战装备共同的上游,我们判断其需求介于以上两者之间。

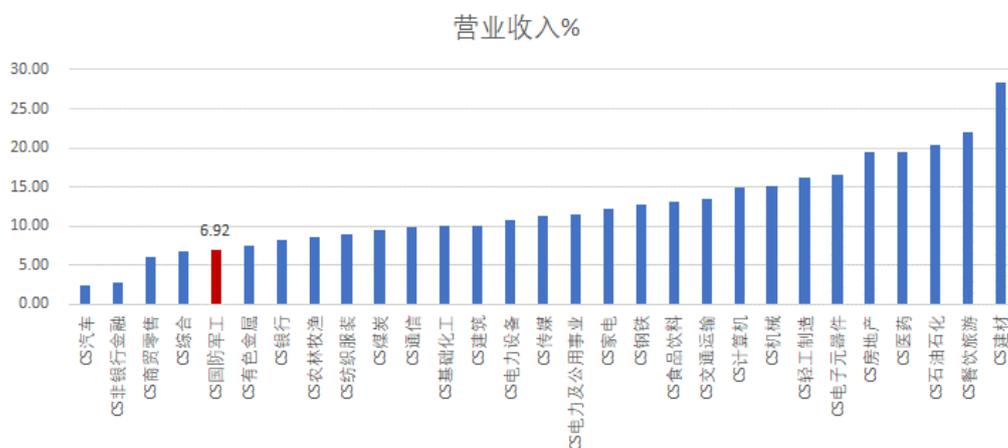
2.3、2019 一季报及 2018 年报：业绩加速趋势明确

2.3.1、横向行业比较军工业绩增速突出

2018 年国防军工（中信）板块共实现营业收入 3485 亿、净利润 140 亿，在 A 股中分别占比 0.77%、0.42%。营收、归母净利润同比增速分别为 6.92%、19.67%，在 29 个行业中分别排名第 24、第 5。

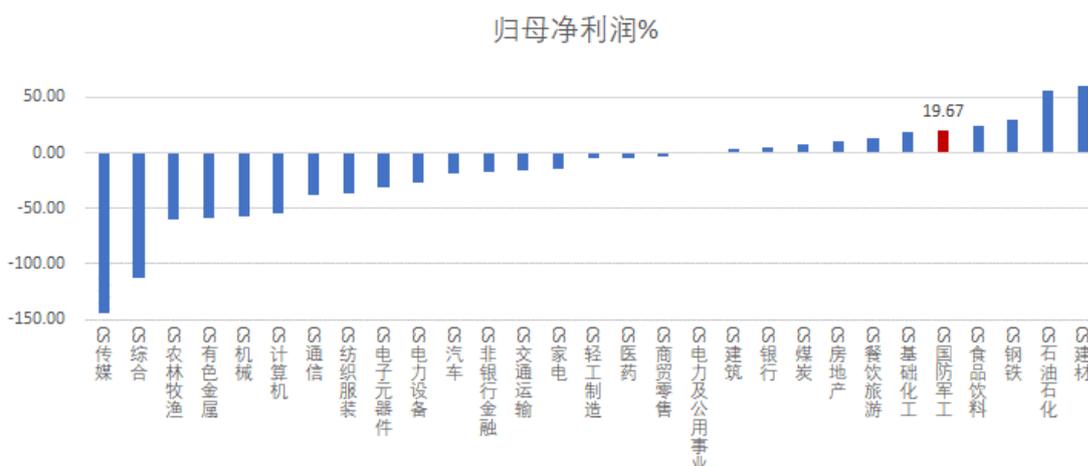
2019Q1 国防军工（中信）板块共实现营业收入 638 亿元，占去年全年的 18.3%；归母净利润 21.23 亿，占去年全年的 15.2%。营收、归母净利润同比增速分别为 13.54%、60.95%，在 29 个行业中分别排名第 11、第 3。

图表 11、2018 年国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、2018 年国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较



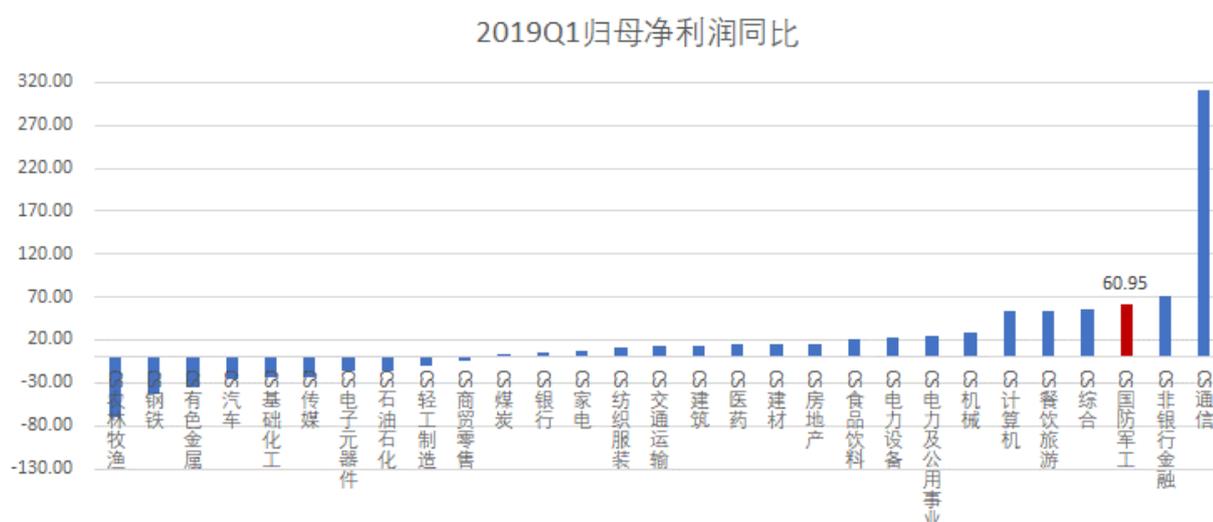
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、2019Q1 国防军工（中信）板块营业收入同比增速行业比较



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、2019Q1 国防军工（中信）板块归母净利润同比增速行业比较



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、军品占比过半 41 个标的统计：行业景气，一季度再加速

当前国防军工（中信）板块 62 个军工标的中有相当一部分军品收入占比较低，如航天科技、航天长峰、航天晨光、st 集成等为资产注入驱动型标的，中国重工、中船防务、中国动力、金信诺、长鹰信质、炼石航空等军品收入占比相对有限。为了更加客观的反应军工行业的整体及细分领域的变化趋势，我们将研究对象聚焦于军品收入占比过半的 41 个标的（详见《军工板块 2018 年报及 2019 年一季报总结》）。

41 个标的 2018 年共实现营业收入 1947 亿，归母净利润 110 亿，分别同比增长 7.78%、12.33%。41 个标的的营收同比增速中位数为 6.77%，归母净利润同比增速

中位数为 12.07%。其中全信股份因计提商誉减值导致归母净利润同比减少 3.8 亿，显著影响了板块 2018 年业绩增速。若剔除该标的，40 个标的合计营收、归母净利润增速将分别为 7.75%、16.35%。

41 个标的 2019Q1 共实现营业收入 368 亿，归母净利润 14.3 亿，分别占 2018 年全年的 18.9%、13.0%。营收、归母净利润分别同比增长 25.97%、58.40%。41 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 13.68%、23.55%。其中，以中航沈飞为代表的中航工业集团下属部分上市公司受集团要求执行季度间均衡生产影响一季度营收及业绩同比增长较大，对军工板块一季度整体表现影响较大，例如：中航沈飞营收从 17.5 亿增长到 50.9 亿，归母净利润从-0.22 亿增长到 1.98 亿。此外中航机电新增并表新乡航空及宜宾三江也产生了部分影响。

可以看出，相比过去三年，2019 一季报及 2018 年报军工板块业绩增长呈加速态势。

图表 15、41 个标的合计营收营业收入、归母净利润同比增速

	合计同比增速	2019	2018	2017	2016
年报	营业收入%	---	7.78	19.34	15.33
	归母净利润%	---	12.33	12.94	35.36
一季报	营业收入%	25.97	18.74	17.31	7.59
	归母净利润%	58.40	21.69	58.98	187.41

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2017 年中航沈飞，2016 年内蒙一机、航天电子重大资产重组影响当年增速。

2.3.3、细分方向分析：通用配套及电子元器件标的反映行业加速增长

我们将 41 个标的根据所在细分领域分为 6 个方向：航空、航天、舰船、地面兵装、通用配套、电子元器件。

2018 年报，航空方向 16 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 3.82%、18.67%（4 个主机厂分别为 5.62%、15.22%）；航天方向 3 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 3.65%、1.96%；舰船方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 11.75%、1.63%；地面兵装方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 4.64%、17.63%；通用配套方向 10 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 14.20%、16.61%；电子元器件方向性 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 17.84%、13.43%。

2019Q1，航空方向 16 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 17.37%、30.34%（4 个主机厂分别为 17.55%、28.81%）；航天方向 3 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 0.68%、1.34%；舰船方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 10.88%、18.3%；地面兵装方向 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为-3.50%、46.69%；通用配套方向 10 个标的营收、归母净

利润同比增速中位数分别为 18.35%、27.23%；电子元器件方向性 4 个标的营收、归母净利润同比增速中位数分别为 37.59%、25.04%。

图表 16、各细分领域营收、净利润同比增速中位数

	合计同比增速	航空	航天	舰船	地面兵装	通用配套	电子元器件
2018	营收%	3.82	3.65	11.75	4.64	14.20	17.84
	归母净利润%	18.67	1.96	1.63	17.63	16.61	13.43
2019Q1	营收%	17.37	0.68	10.88	-3.50	18.35	37.59
	归母净利润%	30.34	1.34	18.3	46.69	27.23	25.04

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

军品收入占比较高的标的能够更好的投影军工行业内生成长。当前进入 A 股的军工资产证券化率总体未超过 30%，41 个标的中航天、舰船方向标的仍然较少，航空方向标的较多。可以看出，代表主战装备方向的航空主机厂营收增速在 5~10% 之间，与 2018 年 8.1% 的国防预算同比增速基本一致，归母净利润增速在 15% 左右。通用配套企业中的大部分作为非主战装备方向的代表，其营收、归母净利润增速均在 15% 左右。4 个电子元器件标的营收、归母净利润增速在 15% 左右，该类企业作为基础产品供应商，较好的反应了全行业的整体成长性。

由于中航沈飞为代表的中航工业集团下属部分上市公司继续大力执行季度间均衡生产，2019 一季报营收及业绩增长较大。军工板块一季度整体营收和归母净利润的高增长受此影响较大。但除此之外的 10 个通用配套标的仍然实现了 18.35% 的营收增长和 27.23% 的归母净利润增长，4 个电子元器件标的仍然实现了 37.59% 的营收增长和 25.04% 的归母净利润增长。作为基础产品供应商的电子元器件企业及通用配套企业的表现反映出 2019 年一季度军工行业尤其是非主战装备企业呈加速增长态势。

3、看好相对收益与结构性机会，优选估值与成长性匹配的白马

3.1、看好相对超额收益

我们看好军工板块 2019 年下半年的相对超额收益，主要逻辑如下：

1) 在高速发展 40 年后，随着中美经济体量的日益拉近，改革开放以来和平稳定发展的外部环境正受到重大挑战，来自美国方向的战略打压面临成为常态的可能。当前市场对贸易谈判的复杂性、美中战略博弈的长期性、外部环境的重大变化的认知愈发清晰。国防和军队建设是大国崛起的基本保障，军工行业的成长不受外部环境的扰动，具备长期成长确定性。

2) 当前我国军工行业仍处于补偿式发展的关键时期，军工行业投入将继续稳健增

长。改革开放 40 年来，我国经济获得了持续快速发展，但自 1978 到 1998 年的 20 年间，军工行业的发展却出现停滞甚至倒退，高新武器装备与国外先进水平的差距持续扩大。1985 年 6 月 4 日，基于国际局势趋缓，国家工作重点转移到经济建设的背景，邓小平在军委扩大会议上指出：“四化总得有先有后。军队装备真正现代化，只有国民经济建立了比较好的基础才有可能。所以，我们要忍耐几年。军队要自觉地服从国家经济建设的大局。”鉴于此，装备研制、采购费用大幅压缩，军品任务推迟、下马，技术装备闲置，人才流失严重。

直到 1999 年，南斯拉夫大使馆被炸成为推动军工行业重新进入快速增长通道的关键事件。截止 2016 年国防开支从 1998 年的 935 亿元增长 10 倍，达到 9543 亿元。改革开放的第二个 20 年，我国军工行业获得了飞速发展和巨大成就，以歼 10、歼 20、运 20 等为代表的先进军机，以 052D、055 大型驱逐舰、国产航母为代表的大型军舰相继研制列装。但是与我国的经济总量、国际空间、全球战略利益相比较，当前军工行业的发展水平与国防和军队建设的目标相比仍有巨大差距。

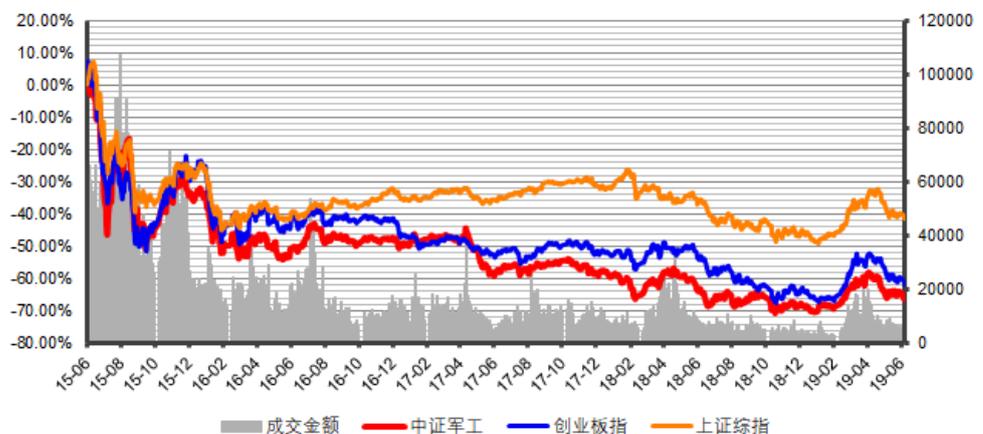
3) 在装备采购五年规划执行前低后高和军队体制编制调整完成后的装备补偿式采购的驱动下，未来两年军工行业业绩向好趋势极为确定。自军队体制编制调整基本完成以来，装备采办需求持续释放，订单持续落地，2018 年军工行业基本面已逐季好转，2019、2020 年将持续加速。

基于以上因素，我们判断后续军工板块的相对收益价值将获得市场的充分认可。

3.2、看好结构性机会，重视估值与成长性匹配度高的标的

过去 4 年以来军工板块走势持续下行，国防军工（中信）板块累计跌幅达 64%，整体估值已得到较大消化。截止目前，国防军工板块市盈率(TTM)54.7 倍，低于农林牧渔、有色金属、计算机、机械，排名第 5。

图表 17、过去 4 年军工板块走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、板块市盈率 (TTM) 排名

行业	农林牧渔	有色金属	计算机	机械	国防军工	通信	电子	电力设备	医药
排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9
市盈率TTM	298	123	96	73.5	54.7	51.7	50.6	36.5	32.2

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

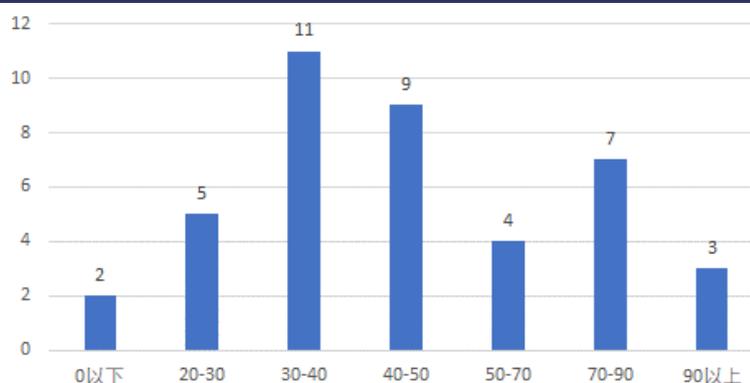
图表 19、2015 年牛市高点以来板块跌幅排名 (%)

行业	传媒	综合	国防军工	机械	计算机	电力设备	纺织服装	轻工制造	商贸零售
排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9
跌幅	71.3	66	64.1	61.4	61.3	57.4	57	52.1	51.3

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

41 个军品营收过半的标的中, 市盈率(TTM)在 20~30 之间的 5 个, 30~40 之间的 11 个。考虑到 2019 年的业绩增长, 超过 15 个标的市盈率已进入 20~35 倍之间。

图表 20、41 个军工股市盈率 (TTM) 区间分布



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

横向比较标普 500 航天航空与国防板块 11 个成分股, 其市盈率(TTM)中位数约 18 倍, 显著低于 A 股军工板块。但其成长性也显著低于 A 股 41 个军品收入过半的标的。11 个成分股过去 10 年营收复合增速中位数仅 1.56%, 归母净利润复合增速中位数 8.9%。A 股 41 个军品收入过半的标的过去 3 年营收复合增速中位数 7.05%, 归母净利润复合增速中位数 8.69%。考虑到过去 2016-2018 年军队改革对军工行业尤其是非主战装备承制企业的影响, A 股军工行业的长期增速显著高于美股。总体来看, 美国军工行业处于成熟期, 其巅峰时代为冷战结束前。我国军工行业仍处于补偿式发展的关键时期。放眼未来 10~20 年, 我国军工行业需求增速将显著高于美国军工行业。

当前我国军费增速在 7~8% 左右, 2015 年以来军队改革持续推进, 军队员额从 230 万压缩到 200 万左右, 装备采购费用在军费当中的比例有望持续提升。我们判断装备采购费用近几年的整体增速有望达到 10% 以上。以核心主战装备和信息化建设为代表的各军兵种重点建设的方向有望实现 15% 以上的行业增速。

图表 21、标普 500 航天航空与国防板块成分股市盈率与成长性数据

证券代码	证券简称	市盈率 (TTM)	10年营业收入复合增速%	10年归母净利润复合增速%
BA.N	BOEING	19.65	5.20	14.62
GD.N	通用动力	15.27	2.14	3.12
HII.N	亨廷顿英戈尔斯工业	11.36	2.82	8.90
HON.N	霍尼韦尔国际	18.59	1.35	9.25
LLL.N	L3 TECHNOLOGIES	19.99	-3.68	0.69
LMT.N	洛克希德马丁	17.95	2.32	4.60
NOC.N	NORTHROP GRUMMAN	16.62	-0.71	16.38
RTN.N	RAYTHEON	17.02	1.56	5.69
TDG.N	TRANSDIGM GROUP	30.40	18.24	21.81
TXT.N	TEXTRON	9.43	-0.03	9.66
UTX.N	联合技术	21.43	1.08	1.17
中位数		17.95	1.56	8.90

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

当前 A 股军工板块不同标的（即使是 41 家军品收入过半的标的）估值方差仍较大。部分标的受资产注入预期、军品定价改革实施后（主机厂等单一来源采购类为主企业）利润率提升等因素的影响，估值仍显著偏高。展望未来 3~5 年，随着军工资产证券化的持续推进和定价改革的影响逐步显现，我们判断军工板块的整体估值有望逐步回落至与内生成长匹配的水平。

在看好板块相对超额收益的基础上，我们看好板块结构性的机会。A 股军工板块当前军品收入占比超过一半的公司已超过 40 家。随着市场对军工行业基本面研究的持续深入，军工板块投资将呈现出更强的价值属性。需求确定、成长稳健、估值合理的军工标的将获得市场更多认可。建议下半年重点关注当前估值已回落至合理区间、成长性与估值匹配度较高的标的。

由于资产证券化率的原因，军工各细分领域中航天、电科两大方向分别受制于资产属性敏感或院所体制束缚等原因证券化率不足、有效标的较少；舰船领域受制于民船行业持续低迷、严重拖累业绩释放，内生增长动力不足；兵器领域部分主战装备需求强劲，但防务资产的资产证券化率仍处于较低水平；总体来看，航空领域是当前军工板块上市公司最为丰富、军品及衍生业务相对纯粹、能够较好投影行业成长的方向；此外，部分军品收入占比较高的分系统尤其是零部件配套上市公司也能够较好的分享军工行业成长红利。

建议重点关注：航空领域的主机厂中航沈飞、中直股份、航发动力，系统配套企业中航机电、中航电子，零部件、原材料企业光威复材、中航高科；航天领域的系统配套企业航天发展、航天电子；兵器领域的主机厂内蒙一机；面向全行业的系统配套企业大立科技、雷科防务、高德红外等，以及元器件、原材料企业中航光电、航天电器、振华科技、菲利华等。

4、自主可控转化关注细分龙头

科创板推出在即，有望推动科技创新型企业迎来估值重构。按照监管部门政策导向，科创板主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。军工行业横跨信息技术、高端装备、新材料、新能源等多个重点方向，是科创板推出重点受益的行业。

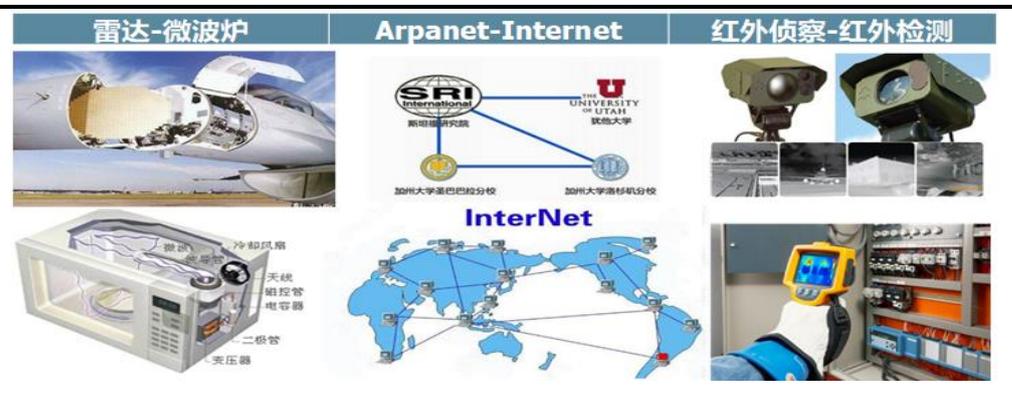
科创板推出的背景下，我们建议重点关注军工板块自主可控相关企业军技民用、市场转化带来的巨大成长空间。当前中美战略博弈从贸易向科技延伸，美国对华实施科技封锁倾向加剧。继对中兴实施制裁之后，美国商务部5月15日发表声明称，正将华为及其70个关联企业列入美方“实体清单”，禁止华为在未经美国政府批准的情况下从美国企业获得元器件和相关技术。此外，大疆、海康威视等也被美国政府列入“考虑加入限制获得美国技术名单”。

在此背景下，我国民用高技术领域的自主可控需求陡然提升。军工行业是各工业领域中自主可控需求刚性最强、对外依赖最小的方向，是孵化高新技术企业的重要土壤：海康威视大股东中电海康集团前身为中国电科52所，中兴通信起源于航天科技集团西安微电子所。我们建议重点关注军工领域具备自主可控转化能力的龙头企业，把握当前在军工领域已实现国产化替代、拥有稳定的收入并具备持续的研发投入，且有条件在民用领域获得巨大市场空间的标的，如连接器行业的中航光电、碳纤维领域的光威复材、军用集成电路方向的振华科技等。

4.1、军工行业是孵化科技创新企业的重要土壤

先进的武器装备是军队赢得战争的基础，军工产品以性能先进性为核心目标，对经济成本有较高容忍度，并对自主可控具有天然的刚性需求。在我国实施新旧动能转换、缩小尖端科技差距、实现产业结构转型升级的过程中，先期完成国产化替代、实现自主可控的军工技术方向面临巨大发展机遇。

图表 22、先进的科学技术普遍诞生或率先应用于军工领域



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我国以大飞机等重大高端装备、碳纤维等基础材料、国产芯片等自主可控软硬件为代表的产业方向均得益于军工先导需求的牵引及军工技术基础的推动。

4.1.1、大飞机：军用航空基础助力民机产业起飞

中国国产商用大飞机 C919 在 2017 年 5 月 5 日已实现首飞，中国商飞总师、副总经理吴光辉 2018 年两会期间曾表示，预计 C919 到 2021 年可交付首家用户中国东方航空公司。实际上，商用大飞机 C919 的发展从技术基础到人才储备都离不开军用航空领域的支持。

C919 为单通道中短程双发窄体民用运输机，最大起飞重量 70 多吨，与我国战术级军用运输机运 8/运 9 系列相当。早在 2013 年，我国战略军用运输机、最大起飞重量 220 吨级的运 20 已实现首飞，2016 年前后即已交付部队服役。

作为我国大飞机“三剑客”中面向民用市场的 C919 和 AG600 水陆两栖飞机，其总设计师均长期工作于军用航空企事业单位。实际上，我国军工系统为民用航空工业输送了大量的优秀人才。

图表 23、国产大飞机研制列装进度及性能指标

型号	首飞时间	服役时间	最大起飞重量/吨	航程/公里
运8	1974.12.25	1980	61	3440
运9	不详	2014前	77	7800
运20	2013.01.26	2016.06.15	220	7800
C919	2017.05.05	预计2021	72.5	5555
AG600	2018.10.20	——	53.5	4500

资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24、国产大飞机总师简介

型号	总师	简介
运20	唐长红	1959年生，历任航空工业603所设计员、专业组长、研究室主任、副院长、总师，先后参加歼轰7、运7等型号研制，2011年当选中国工程院院士。
AG600	黄领才	1966年生，历任哈飞集团飞机设计研究所任设计员、室主任、副所长、所长，哈飞集团副总工程师、六〇五所副所长、中航通飞研究院副院长、副总师。
C919	吴光辉	1960年生，历任航空工业603所设计员、主任、民机总体室主任、副总设计师、副所长、所长、ARJ21型号总师，2017年当选中国工程院院士。

资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

在全球航空产业链中，我国企业尚处于边缘地位，基本无法介入航电、机电等机载核心系统及设备的研制与生产环节。C919 的成功商用将极大的带动我国航空工业产业链的成长。根据中国商飞官网，C919 共有 39 家一级供应商，其中中国企业已达 23 家。商用大飞机是军工行业支撑新兴产业拓展、推动国民经济转型升级的典型代表。

图表 25、C919 一级供应商目录

· 上海航空测控技术研究所	· 陕西航空电气	· 中航西安航空计算技术研究所
· 航空工业南京机电	· 标翼	· CFM国际
· 唐纳森	· 菲舍尔	· 福克
· 通用电气	· 霍尼韦尔	· 利勃海尔
· 美捷特	· 穆格	· 松下电器
· 派克	· 柯林斯	· 赛峰
· 泰雷兹	· 加普惠	· 卓达宇航
· 上海航空电器	· 中电科航空电子	· 中航西安飞行自动控制研究所
· 中航南京金城	· 昂际航电	· 四川九洲
· 西安鸿翔飞控	· 中航光电	· 菲舍尔
· 中航济南特种结构研究所	· 中航沈飞	· 中航成飞
· 中航飞机股份有限公司	· 中航哈飞	· 江西昌河
· 江西洪都	· 浙江西子	· 航天海鹰
· 航天特种材料及工艺技术研究所		

资料来源：中国商飞官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.2、碳纤维：军工土壤培育民族企业做大做强

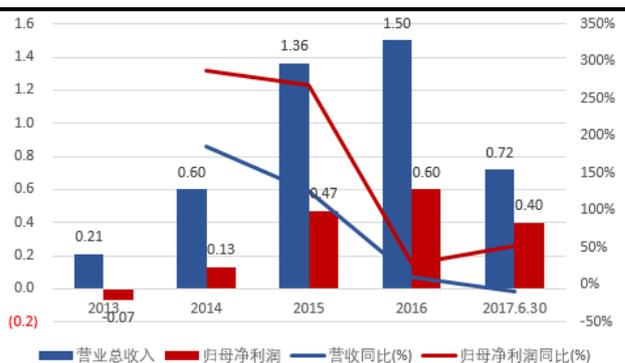
碳纤维是典型的只有依靠军工土壤才有望实现民族企业做大做强的产业。缺少了军工产品自主可控刚性需求的拉动，单纯依靠企业自身力量在民用市场与具备几十年技术、产品与市场积累的东丽、赫氏等全球巨头竞争，几乎没有成功的可能。

图表 26、光威复材营收、净利润及增速（亿元）



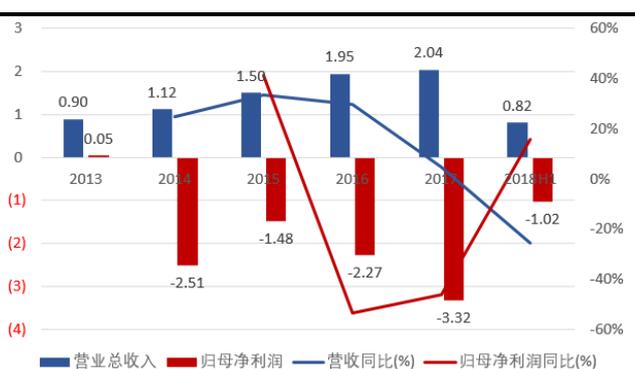
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27、中简科技营收、净利润及增速（亿元）



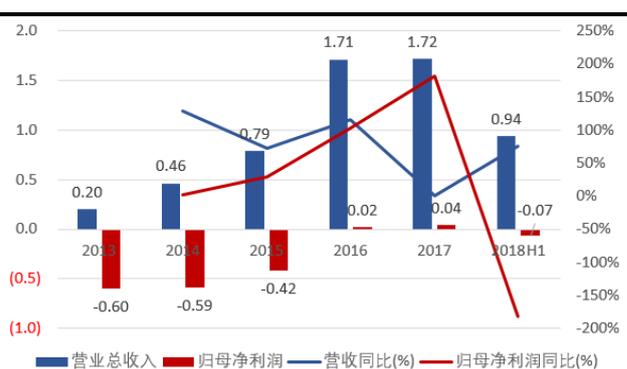
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、恒神股份营收、净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

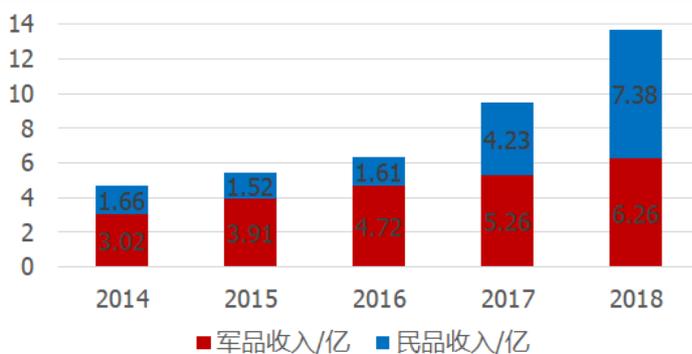
图表 29、吉林碳谷营收、净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我国有 20 家以上企业从事碳纤维的研制生产，但当前实现持续盈利的仅光威复材、中简科技等少数几家。光威复材、中简科技两家企业为国内军用航空碳纤维主要供应商，其中光威复材是国内军用航空碳纤维最大的供应商，也是国内碳纤维行业当之无愧的龙头企业。公司稳定增长的军品收入与利润为持续研发投入、迭代优化工艺提供了基础保障，2018 年公司民品营收首年超过军品收入。尽管当前以风机碳梁结构件为主的民品毛利水平尚不高，但随着公司技术能力的持续提升和成本的不断优化，我们判断公司完全有条件成长为全球的碳纤维行业巨头。

图表 30、光威复材历年军民品收入构成



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、光威复材发展历程

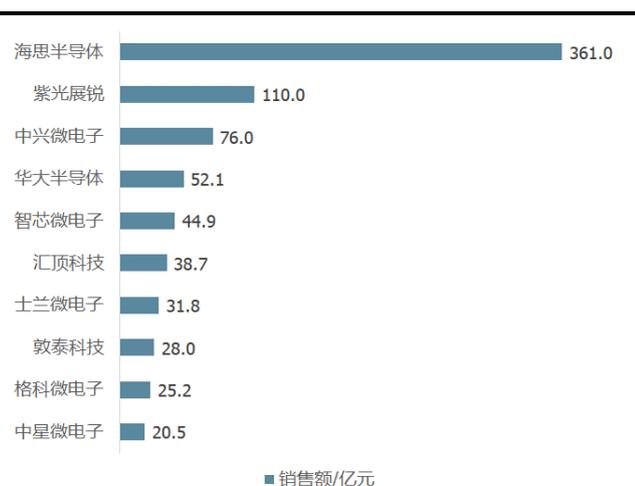


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.3、集成电路：军工需求是自主可控基石

2016年中国进口石油总金额为1165亿美元，同期进口集成电路达2271亿美元，中国集成电路需求量始终占全球的1/3。但是2017年，中国集成电路自给率不到15%，对外依赖相当严重。国务院发布的《中国制造2025》提出，到2020年，我国集成电路自给率要提高到40%，2025年要提高到70%。

图表 32、2017 年我国集成电路设计企业销售额 top10



资料来源：赛迪顾问，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33、2017 年我国集成电路制造企业销售额 top10



资料来源：赛迪顾问，兴业证券经济与金融研究院整理

由于研发投入和资本开支巨大、生产成本随产量上升急剧下降，使得集成电路行

业存在极强的赢家通吃效应。对于部分细分领域的专用集成电路，我国部分企业尚可以实现弯道超车、后来居上，如电力芯片领域的智芯微电子，指纹识别领域的汇顶科技，触控芯片领域的敦泰科技，CMOS 传感器芯片领域的格科微等。但对于通用芯片产品，由于龙头企业的规模优势过于突出，使得国内企业单纯依靠民用市场实现赶超已几无可能。

图表 34、国产逻辑处理芯片主要研制生产机构

CPU	DSP	GPU	FPGA
<ul style="list-style-type: none"> 龙芯：中科院 申威：总参56所 飞腾：国防科大 	<ul style="list-style-type: none"> 航天九院771所 国微电子 魂芯：中电38所 华睿：中电14所 	<ul style="list-style-type: none"> 景嘉微 	<ul style="list-style-type: none"> 国微电子 华微电子 航天九院771所

资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

以通用逻辑处理芯片为例，可以看出，当前我国具有一定研制生产能力的企业其技术基础几乎均来自具有自主可控刚性要求的军工需求的拉动。例如 CPU 领域的申威处理器与飞腾处理器，分别源于总参 56 所及国防科大；DSP 领域的主流产品来自航天科技、中国电科下属研究机构；GPU 领域的龙头企业景嘉微技术基础源于军机显控系统的需求拉动；FPGA 领域的龙头企业均由军工需求牵引。

经过过去二十年的努力追赶，当前我国军工领域已聚集了一批具有一定技术基础、能够保障军工基础需求的集成电路研制实体。但由于民用市场未被禁运，国际巨头巨大的成本壁垒阻绝了这类企业的军转民发展。美国商务部和安全局近期将华为等企业列入“对美国国家安全构成风险”实体名单，禁止美国企业与部分中国企业开展商务活动，这一趋势有望为具备替代基础的国内企业实现军技民用、产业进阶，最终在民用市场做大做强带来历史性的发展机遇。

4.2、科创板有望推动科技创新型企业迎来估值重构，军工显著受益

推出科创板是国家推动产业结构转型升级、实现科技创新立国、占据全球产业分工附加值高点的战略举措。相比传统产业，由新兴产业科技创新企业普遍具有科技属性强、孵化周期相对较长、一旦取得技术与市场的突破后有望迎来爆发式增长的特点。

随着大量短期盈利有限但具备长期潜在盈利空间的科技创新型企业通过科创板登陆资本市场，A 股存量科技创新型企业有望迎来估值重构，过去两年单纯以业绩确定性为特征的一元价值观有望得以修正。随着市场审美的变化，核心技术能力突出、具备市场突破预期、潜在盈利空间较大的科技创新型企业即使短期盈利能力有限也有望获得市场的认可并获得可观估值。

证监会于 2019 年 1 月 30 日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，强调上交所新设科创板，坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求（习近平在《全国科技创新大会》上的重要讲话，2016.05.30），主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。

世界上最先进的科学技术都诞生或率先应用于军工领域，并具备向国民经济领域的技术辐射效应。军工行业是孵化和应用新技术的重要土壤，是新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源等新兴技术的重要应用方向，也是科创板推出重点受益的行业。2019 年 3 月 23 日中上协召开国防军工上市公司座谈会上，证监会、沪深交易所、国资委、工信部、国防科工局等部门强调将“充分考虑军工企业的特殊性与重要性，贯彻落实军民融合发展国家战略，不断加大对战略新兴产业、国防军工企业的政策支持力度。”

截止 2019 年 6 月 10 日，共有 120 家企业向上海证券交易所申报科创板股票发行上市，其中航天军工有 10 家，分别是睿创微纳、世纪空间、福光股份、中科星图、新光光电、铂力特、航天宏图、国科环宇、西部超导和连山科技。

根据《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则》等相关规定，决定聘任 48 人为上海证券交易所第一届科技创新咨询委员会委员，其中 5 人来自各军工集团。

图表 35、来自军工行业的上交所第一届科技创新咨询委员会委员

姓名	工作单位	职务
方滨兴	中国电子信息产业集团有限公司	首席科学家
朱知寿	中国航发北京航空材料研究院	研究员
李仲平	航天材料及工艺研究所	所长
赵元富	中国航天科技集团有限公司	第九研究院科技委副主任
魏化震	中国兵器工业集团	第五三研究所总工程师、中国兵器首席科学家

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 表 36、航天军工领域科创板申报企业概况

新股	注册地	保荐机构	当前总股本/万股	拟发行/万股(不超过)	拟融资金额/亿元	进展	受理日期	更新日期
睿创微纳	烟台	中信证券	38,500	6,000	4.5	已问询	2019-3-22	2019-3-29
世纪空间	北京	中信建投	18,195	6,065	7.986	已问询	2019-3-27	2019-4-11
福光股份	福州	兴业证券	15,358	3,880	6.51	已受理	2019-3-28	2019-3-28
中科星图	北京	中信建投	16,500	5,500	7	已问询	2019-3-29	2019-4-11
新光光电	哈尔滨	中信建投	7,500	2,500	8.756	已问询	2019-3-29	2019-4-11
铂力特	西安	中信建投	6,000	2,000	7	已问询	2019-4-4	2019-4-16
航天宏图	北京	国信证券	12,448	4,150	5.667	已受理	2019-4-12	2019-4-12
国科环宇	北京	中泰证券	3,000	1,000	3.321	已受理	2019-4-12	2019-4-12
西部超导	西安	中信建投	39,707.20	4,420	8	已受理	2019-4-15	2019-4-15
连山科技	北京	光大证券	6,666	2,222	4.6	已受理	2019-5-7	2019-5-7

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

当前科创板申报企业中航天军工领域的 10 家企业按主营业务大致分布在卫星应用、信息化、光学应用、装备制造等 4 个方向。按照军民融合国家战略，军工行业格局将以“小核心、大协作、专业化、开放式”的模式推进改革。因此目前按产业链环节来看，10 家企业均处于产业链中上游，以开发军工二、三级配套产品及科研生产专用设备为主。

10 家企业均为中小型企业，2018 年营业收入中位数为 3.7 亿元，其中营收体量最大的西部超导为 10.9 亿元，最小的连山科技为 1.4 亿元；归母净利润中位数为 0.71 亿元，其中归母净利润体量最大的西部超导为 1.3 亿元，体量最小的国科环宇为 0.13 亿元。

按照所有制来看，10 家企业中除中科星图、国科环宇为中科院控股、铂力特为西北工业大学控股、西部超导为西部有色院（实际控制人为陕西省财政厅）控股外，其它均为民营资本控股的民参军企业。

图 表 37、航天军工领域科创板申报企业业务类型及财务指标

细分行业	企业	主营业务	发行前每股收益/元	发行前每股净资产(元)	总营收/亿元	归母净利润/亿元	研发费用率
卫星应用	世纪空间	面向中国及全球客户提供自主遥感卫星运控及地球空间信息大数据	0.38	6.31	6.04	0.7	10.26%
	中科星图	面向国防、政府、企业等用户提供数字地球产品和技术开发服务	0.53	1.16	3.57	0.87	12.25%
	航天宏图	遥感和北斗导航卫星应用服务商，依托平台为政府、军队、企业提供系统设计开发和数据分析应用服务	0.5	3.8	4.16	0.62	12.09%
	国科环宇	作为航天关键电子系统解决方案提供商，主要提供空间单子系统、军工电子系统、特种工业电子系统产品与服务以及信息安全与加固终端	0.45	3.03	1.87	0.13	5.19%
信息化	连山科技	军用信息安全产品与高安全定制化软件产品及配套服务提供商，主营业务为研发、销售信息安全产品与高安全定制化软件产品及配套服务，提供军用软件测评服务和信息安全系统集成服务。	0.89	2.8	1.42	0.56	21.51%
光学应用	睿创微纳	军民非制冷红外成像 MEMS 芯片/探测器/机芯/红外热像仪及光电系统	0.37	2.61	3.84	1.25	16.94%
	新光光电	提供光学目标与场景仿真、光学制导、光电专用测试和激光对抗等方向的高精尖组件、装置、系统和解决方案，主要应用于以导弹为代表的精确制导武器	0.97	3.97	2.08	0.73	11.28%
装备制造	福光股份	军用特种光学镜头及光电系统、民用光学镜头、光学元组件	0.8	5.03	5.52	0.91	8.21%
	铂力特	专注于工业级金属增材制造（3D 打印），为客户提供金属增材制造与再制造技术全套解决方案，业务涵盖金属 3D 打印设备、定制化产品服务、原材料、工艺设计开发及相关技术服务（含金属 3D 打印定制化工程软件的开发等），构建了较为完整的金属 3D 打印产业链	0.95	6.59	2.91	0.58	8.79%
	西部超导	主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售	0.34	4.85	10.88	1.35	8.32%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理，注：财务数据对应 2018 年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 38、航天军工领域科创板申报企业盈利能力指标

新股	毛利率			净利率			三年平均	三年平均
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	毛利率	净利率
睿创微纳	67.31%	66.61%	60.07%	16.14%	41.32%	32.59%	64.66%	30.02%
世纪空间	58.80%	54.32%	53.14%	5.54%	10.02%	11.93%	55.42%	9.16%
福光股份	33.45%	33.79%	34.27%	15.35%	15.73%	16.56%	33.83%	15.88%
中科星图	53.07%	46.70%	55.59%	17.63%	17.25%	24.39%	51.79%	19.76%
新光光电	72.25%	65.29%	48.59%	42.15%	22.08%	34.85%	62.05%	33.03%
铂力特	42.94%	41.04%	43.68%	17.28%	16.31%	19.90%	42.55%	17.83%
航天宏图	63.76%	60.26%	62.10%	15.96%	15.28%	14.82%	62.04%	15.36%
国科环宇	21.52%	32.01%	38.79%	-27.90%	2.50%	6.50%	30.77%	-6.30%
西部超导	41.32%	38.63%	36.77%	16.31%	14.77%	12.30%	38.91%	14.46%
连山科技	70.92%	60.83%	69.48%	24.96%	27.83%	39.43%	67.08%	30.74%
中位数							53.61%	16.86%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

10 家企业呈现了较高的盈利能力, 过去三年平均毛利率中位数达 53.6%, 平均净利润率中位数达 16.9%。10 家企业过去三年普遍呈现了较好的成长性, 营业收入复合增速中位数为 46.4%, 归母净利润的复合增速中位数为 39.7%。10 家企业下游需求均涵盖军民两大方向, 除了军工行业需求的稳定增长和军品市场渗透率的逐步提升外, 民用市场需求的拉动也将是企业业绩持续增长的核心要素。

图 39、航天军工领域科创板申报企业成长性指标

新股	营业总收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			营收复合	利润复合
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	增速	增速
睿创微纳	60.25	155.72	384.1	9.69	64.35	125.17	152.49%	259.34%
世纪空间	286.28	462.64	603.84	15.52	43.52	69.51	45.23%	111.62%
福光股份	469.07	580.22	552	71.99	91.26	91.39	8.48%	12.67%
中科星图	84.34	226.35	356.58	14.87	39.04	86.9	105.61%	141.74%
新光光电	158.57	182.05	208.41	66.84	40.2	72.68	14.64%	4.27%
铂力特	166.34	219.95	291.48	31.33	34.26	57.18	32.37%	35.11%
航天宏图	190.93	288.01	415.66	31.59	45.38	61.68	47.55%	39.74%
国科环宇	63.11	126.28	187.06	-17.61	4	13.44	72.17%	-
西部超导	977.76	967.33	1,088.39	158.81	141.98	134.95	5.51%	-7.82%
连山科技	58.07	113.32	141.72	14.93	31.82	55.88	56.22%	93.49%
中位数	162.46	223.15	370.34	23.43	41.86	71.10	46.39%	39.74%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

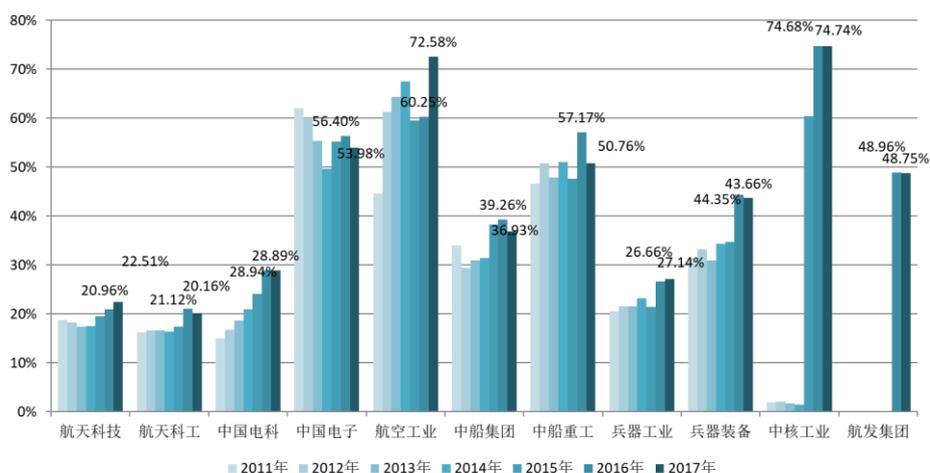
5、逢低布局风险收益比较高的资产注入驱动标的

展望“十三五”后两年, 通过重组实施军工资产证券化的案例有望更加频繁, 资产注入驱动的标的有望迎来更多催化。资产证券化是各军工集团推进体制机制改革、建立现代企业制度非常有效的手段, 也是国防科工局积极倡导的改革方向。时间进入“十三五”最后 6 个季度, 包括资产证券化在内的国防工业体系改革工作同样面临收官, 相关工作有望加快推进。

5.1、军工资产证券化仍是大势所趋

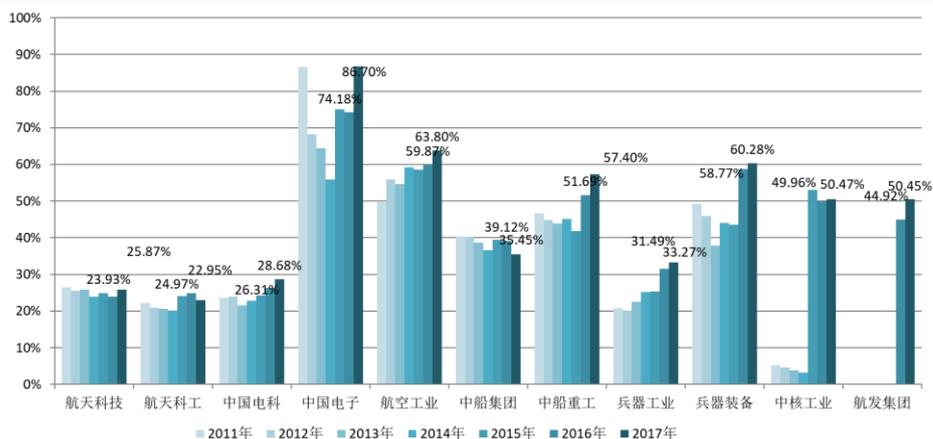
当前我国军工资产证券化率尚处于较低水平。各军工集团率先实现上市的大多是“军转民”资产，涉军资产的证券化率整体显著低于30%。根据原国防科工局总工程师龙红山在2017年12月7日国防科工局新闻发布会上的讲话，目前我国军工集团公司的军民品的比重大约是3比7。根据证监会副主席阎庆民在2019年3月23日中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会上的讲话，目前我国军工集团整体资产证券化率不足30%，一些核心军品仍未实现资产证券化。

图40、各军工集团以总资产口径统计的资产证券化率



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、各军工集团以净资产口径统计的资产证券化率



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、军工资产证券化相关政策

时间	重要事件	发布单位	内容
2019-3-23	国防军工上市公司座谈会	中国上市公司协会	证监会间庆民副主席指出，当前我国军工行业资产证券化率有待进一步提高。通过资产证券化实现产业整合，是世界主要军工企业的普遍做法。根据美国防务新闻网，2015 年全球最大的 100 家军工企业中 80% 为上市公司，资产证券化率大都在 70%-80%。美国波音、洛克希德马丁、雷神、通用动力等行业巨头，都是借助资本市场长期稳居世界军工企业排行榜前列。目前我国军工产业集团整体资产证券化率平均不足 30%，一些核心军品仍未实现资产证券化。军工企业利用资本市场发展的潜力和空间巨大。
2019-3-23	国防军工上市公司座谈会	中国上市公司协会	国防科工局发展计划司副司长徐春荣指出，近年来国防科工局通过顶层设计、营造公平有序市场环境、引导社会资本进入军工行业，推动军工资产证券化，军工企业股份制改造和生产经营类院所改制，促进军民深度融合。
2019-3-23	国防军工上市公司座谈会	中国上市公司协会	国资委产权局副局长长谢小兵表示，国资委积极引导军工集团将优质军工资产注入上市公司，更加突出军工基因，以混改促进融合，更加融入“民”的机制，激发内生动力和活力，充分发挥上市公司平台作用，更好践行和落实军民融合发展战略。
2018-10-15	中央军民融合发展委员会第四次会议	军民融合发展委员会	要抓好《关于加强军民融合发展法治建设的意见》贯彻实施，完善法律制度，推进军民融合领域立法。
2018-5-7	国防科工局会议	国防科工局	国防科工局等八部门联合印发《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》，兵器集团自动化研究所成为本次军工科研院所分类改革获得批复的第一家转制单位。
2018-3-2	中央军民融合发展委员会第三次会议	军民融合发展委员会	要坚定实施军民融合发展战略，形成军民融合深度发展格局。
2017-12-14	国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见	国防科工局	除战略武器等特殊领域外，在确保安全保密的前提下，支持符合要求的各类投资主体参与军工企业股份制改造。按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，积极稳妥推动军工企业混合所有制改革，鼓励符合条件的军工企业上市或将军工资产注入上市公司。
2017-11-25	“军民融合与金融创新”	国防科工局	总工程师龙红山指出，推动军工企业混合所有制改革，目前已经启动了 7 家单位的混改试点，同时积极推动军工企业股份制改造和上市重组，允许社会资本进入除涉及国家战略安全和核心机密以外的领域。
2017-9-22	中央军民融合发展委员会第二次会议	军民融合发展委员会	会议指出国防科技工业是军民融合发展的重点领域，启动实施首批 41 家军工科研院所改革。
2017-8-1	2017 年国防科工局军民融合专项行动计划	国防科工局	深入推进军工企业混合所有制改革，组织 3 家首批试点单位实施混合所有制改革，配合发展改革委遴选第二批试点单位并组织实施；继续推进军工企业股份制改造，加快军工资产证券化进程。
2017-7-1	军工科研院所转制工作推进会《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》	国防科工局	宣布正式启动首批 41 家军工科研院所转制工作，标志着军工科研院所改革进入最为关键的实施阶段。
2017-6-20	中央军民融合发展委员会第一次会议	军民融合发展委员会	要加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局，逐步构建军民一体化的国家战略体系和能力。
2017-2-10	国防科工局会议	国防科工局	明确首批转制院所名单，加快制定和出台军工科研院所转制实施意见。
2016-12-16	中央经济工作会议		混合所有制改革是国企改革的重要突破口，强调要在军工领域迈出实质性步伐。
2016-7-21	《关于国防经济与国民经济融合发展的意见》	国务院中央军委	注重运用市场手段优化军地资源配置，积极引导经济社会领域的多元投资、多方技术、多种力量更好服务国防建设；深化国防科技工业体制改革，推进社会化大协作，推进军工企业专业化重组；扩大引入社会资本，积极稳妥推进混合所有制改革试点；
2016-3-7	2016 年国防科工局军民融合专项行动计划	国防科工局	推进军品科研生产能力结构调整，推动扩大军工外部协作，推动军工企业改制重组和上市。
2015-2-10	国防科技工业“十三五”规划领导小组会议	国防科工局	国防科工局局长许达哲表示，要做好改革的顶层设计，按照中央总体部署，对国防科技工业改革进行整体设计和系统谋划，积极稳妥推进军工科研院所和军工企业改革。

资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、资产注入驱动型标的股价已回落至相对低位

军工资产注入在 2007-2016 年间曾经是 A 股军工板块的核心投资主线。我们在《兴业军工方法论之三：军工板块投资框架：从 1.0 到 2.0》中曾指出，我国的军工行业（即国防科技工业）有近 70 年的历史，但 A 股军工板块的历史却很短，算起来不足十年。可以说过去十年 A 股军工板块的演进史就是我国军工资产的证券化史。报告指出，以 2016 年为分水岭，军工板块可以分为 1.0 时代和 2.0 时代。1.0 时代军工板块的核心驱动因素为资产注入，但是随着军品资产注入给上市公司业绩增厚、壁垒提升带来的赚钱效应广为认知，军工资产注入预期不断升温，具有资产注入可能的上市平台市值不断攀升，预期差消失，军工资产注入投资主线泡沫化严重，价值效应大幅缩水乃至消失。

2015~2016 两年间共有 22 家军工集团下属上市平台启动资本运作事项，其中涉及集团军工资产的共 8 家。可以看出，这 8 家标的停牌前市值与 4 年前的 2012 年不可同日而语；同时募集资金占比普遍偏高。导致复牌当日备考 PE 普遍在 50 倍以上，有的甚至高达 200 多倍。从股价的表现来看，复牌后也是涨跌参差不齐，部分标的实施注入后已丧失赚钱效应。

图表 43、2015~2016 军工资产注入标的统计 (亿元)

序号	上市公司	所属集团	停牌日期	复牌时间	停牌前市值	2012.01.01 市值	购买资产 作价/亿	募集资金 占比	复牌当日 备考PE	复牌当日 涨跌	复牌1周 涨跌	复牌1月 涨跌
1	中电广通	中船重工	2016.6.20	2016.11.30	89	19	11.7	0% (借壳)	175	8.20%	1.30%	7.30%
2	中航黑豹	中航工业	2016.8.29	2016.12.13	34	28	73.1	23%	32	5.03%	17.45%	232.45%
3	中国动力	中船重工	2015.5.28	2015.10.22	228	37	135.0	100%	70	-9.60%	-4.37%	-5.29%
4	航天电子	航天科技	2015.5.15	2015.9.16	255	67	30.1	96%	76	-9.99%	-31.46%	-31.95%
5	四创电子	电子科技	2015.9.1	2016.3.25	86	17	11.2	23%	51	10.00%	17.34%	22.47%
6	长城电脑	电子信息	2015.6.18	2016.3.10	285	66	31.4	234%	214	-9.98%	-36.78%	-35.33%
7	江南红箭	兵器工业	2015.6.15	2015.12.28	192	14	24.1	85%	59	-8.35%	-9.64%	-14.59%
8	北方创业	兵器工业	2015.4.13	2015.11.16	141	29	70.6	28%	72	9.99%	31.13%	18.81%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

然而,随着 2015 年 6 月初上一轮牛市见顶,市场风险偏好逐步下降并逐步回归理性,多数军工资产注入驱动的标的由于缺少足够的业绩支撑,股价持续回落。与此前股价高点相比,过去三年跌幅普遍达 70%以上。随着股价回落至合理区间,考虑资产注入后的业绩增厚,部分标的的备考 PE 已在 20 倍以下,重新具备了一定的价值属性。

图表 44、资产注入类典型标的过去三年区间涨跌幅

证券代码	证券简称	所属集团	区间涨跌幅 %150603 -190101	区间涨跌幅 %190101 -190526
600990.SH	四创电子	中国电科	-74.5	34.4
600562.SH	国睿科技	中国电科	-56.7	17.3
002544.SZ	杰赛科技	中国电科	-79.5	12.9
600071.SH	凤凰光学	中国电科	-75.3	22.1
600775.SH	南京熊猫	中国电子	-69.4	77.2
600372.SH	中航电子	中航工业	-72.4	12.6
002163.SZ	中航三鑫	中航工业	-75.0	4.6
600523.SH	贵航股份	中航工业	-56.2	25.8
002190.SZ	*ST集成	中航工业	-78.6	13.9
600151.SH	航天机电	航天科技	-74.0	33.8
600343.SH	航天动力	航天科技	-80.0	25.9
600855.SH	航天长峰	航天科工	-81.1	42.6
000901.SZ	航天科技	航天科工	-82.1	37.3
600501.SH	航天晨光	航天科工	-80.0	33.4
600184.SH	光电股份	兵器工业	-74.9	11.9
600435.SH	北方导航	兵器工业	-74.8	21.6

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、资产注入类典型标的注入弹性测算

证券代码	证券简称	备考资产	营业收入/亿元	归母净利润/亿元	体外利润	利润增厚弹性	备考PE	总市值/亿元
600990.SH	四创电子	中电博微	52.5	2.6	10.8	4.2	17.6	73.4
600562.SH	国睿科技	中电国睿	10.4	0.4	13.8	36.5	21.2	94.0
002544.SZ	杰赛科技	中电网通	62.7	0.1	16.1	116.8	19.2	69.8
002163.SZ	中航三鑫	成飞集团	47.8	0.3	9.5	29.2	18.8	42.2
002190.SZ	*ST集成	成飞集团	21.5	-2.0	9.5	—	27.9	66.0
600523.SH	贵航股份	成飞集团	28.0	1.2	9.5	8.1	17.8	47.8
600151.SH	航天机电	航天八院	67.0	0.4	38.0	98.5	16.8	76.0
600343.SH	航天动力	航天六院	18.9	0.2	13.9	60.4	19.1	61.1
000901.SZ	航天科技	航天三院	58.0	1.6	33.4	21.2	16.5	74.6
600501.SH	航天晨光	航天四院	26.3	-1.6	19.1	-11.6	18.4	34.1
600855.SH	航天长峰	航天二院	21.1	0.8	39.1	51.5	15.9	45.3

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：财务数据对应 2018 年，备考 PE 为假设以 15 倍 PE 作价实施资产注入，市值对应 190526

5.3、“十三五”后两年军工资产证券化有望加速推进

军工资产证券化一直是国防科工局、国资委、证监会等主管政府机关鼓励和倡导的改革方向。2017 年国防科工局军民融合专项行动计划提出：继续推进军工企业股份制改造，加快军工资产证券化进程。军工资产证券化有利于推动军工企业提升公司治理能力、实现跨越式发展。通过资产证券化军工企业可以实现混合所有制经营，从而推动企业规范发展，提升治理能力；通过股权和债权等多渠道融资和外延并购，军工企业实现资源整合和跨越式发展。军工资产证券化有利于军工企业盘活多年积累的海量技术成果、推动国民经济转型升级，实现军技民用和做大做强。

图表 46、2017 年以来实施军工资产证券化的案例统计

序号	上市公司	所属集团	停牌日期	复牌日期	停牌前市值/亿元	购买资产作价/亿元	发行股份支付对价/亿元	募集资金作价/亿元	募集资金占比/%
1	康拓红外	航天科技	2017-11-15	2018-5-29	44	9.7	8.25	8.25	100.00%
2	中国海防	中船重工	2018-4-16	2018-10-17	126	66.65	59.4	32.01	53.89%
3	中航科工	航空工业	2018-10-12	未停牌	274	—	—	—	—
4	国睿科技	电子科技	2018-11-4	未停牌	82	68.56	68.11	6	8.81%
5	洪都航空	航空工业	2018-11-15	未停牌	72	—	—	—	—
6	中船科技	船舶工业	2019-3-5	2019-3-20	87	—	—	—	—
7	航天长峰	航天科工	2019-3-25	2019-4-9	61	9.6	9.6	0	0
8	中船防务	船舶工业	2019-3-28	2019-4-8	229	—	—	—	—
9	ST 船舶	船舶工业	2019-3-28	2019-4-8	280	—	—	—	—

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年仅有 1 家上市公司实施了军工资产注入；2018 年，有 4 家上市公司实施军工资产注入；2019 年年初至今，已有 4 家上市公司实施军工资产注入。军工证券化呈加速趋势。

展望“十三五”后两年，我们认为军工资产注入的实施将更加频繁。部分军工集

团对“十三五”末期的资产证券化率提出了量化目标(如航天科技集团提出从15%提升到45%，航空工业集团提出从66%提升到70%)。2018年年初至今，11个军工集团22位一、二把手中15位到岗履新。随着“十三五”进入后半程以及各军工集团高层人事调整的就位，军工集团的资产证券化进程有望显著提速。

图表 47、部分军工集团资产证券化率目标

集团名称	资产证券化率目标	事件
中船重工	到“十三五”末集团资产化率提升至70%	据《中国证券报》2017年10月报道，中船重工集团公司董事、副总会计师张英岱表示：中船重工集团将坚持以资产证券化推进军工企业体制机制改革，到“十三五”末集团资产证券化率由目前的46%提升至70%
中船集团	到“十三五”末集团资产化率提升至60-70%	据《中国证券报》2016年10月报道，中船集团将进一步推动资产证券化，集团资产证券化率在“十三五”期间将从目前的30%左右，提升至70%左右。
航空工业	2020年资产证券化率达到70%	2018年5月，在上市公司交流会上，集团公司总会计师李耀表示，集团将加速向军民融合产业体系转变，计划到2020年集团公司资产证券化率达到70%。
核工业集团	资产证券化率将向80%看齐	2018年11月，在中核集团举行的改革开放40周年新闻发布会上，中核集团董事长、党组书记余剑锋介绍，目前中核集团资产证券化率为60%，而未来将像80%看齐。
中国电科	2017年要达到35%	集团公司在2017年工作会议上提出“资产证券化率达到35%”的年度工作目标。
航天科技	到“十三五”末集团资产化率提升至45%	2016年，公司副总经理张建恒在接受上证报记者专访时表示，航天科技到“十三五”末的资产证券化率目标是45%，2015年底仅为15%左右。
兵器工业	到“十三五”末集团资产证券化率要达到50%	中兵红箭2017.3.7投资者关系记录

资料来源：各集团官网，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48、军工集团一、二把手任职统计

集团	职务	姓名	任职日期	曾任职务	任职日期
中国电科	董事长	熊群力	2015年2月	36所所长	-1999
	总经理	吴曼青	2018年8月	38所所长	2001-2012
电子信息	董事长	芮晓武	2011年5月	航天科技集团副总经理	2005-2011
	总经理	张冬辰	2018年2月	中国电科45所所长	1998-2004
航空工业	董事长	谭瑞松	2018年5月	哈尔滨航空工业董事长	2004
	总经理	罗荣怀	2018年6月	成飞董事长	2003-2007
中国航发	董事长	曹建国	2016年3月	航天三院院长	2005-2013
	总经理	李方勇	2016年3月	沈飞总经理	1999-2007
船舶工业	董事长	雷凡培	2018年3月	航天科技集团董事长	2014-2018
	总经理	杨金成	2018年6月	719所所长	2002-2015
中船重工	董事长	胡问鸣	2015年3月	船舶工业集团董事长	2012-2015
	总经理	吴永杰	2018年8月	船舶工业集团总师、副总经理	2012-2018
航天科技	董事长	吴燕生	2018年5月	航天一院院长	2002-2007
	总经理	袁洁	2018年6月	航天八院院长	2002-2008
航天科工	董事长	高红卫	2013年4月	航天三院院长	2001-2004
	总经理	刘石泉	2019年2月	航天科工副总经理	2013-2018
兵器工业	董事长	焦开河	2019年1月	中华全国总工会副主席	2013-2018
	总经理	刘大山	2019年2月	中国节能环保集团有限公司董事长	2016-2018
兵器装备	董事长	徐平	2017年7月	一汽集团董事长	2015-2017
	总经理	龚艳德	2018年2月	湖南云箭集团董事长	2002-2016
核工业	董事长	余剑锋	2018年7月	国电投资集团副总经理	2011-2017
	总经理	顾军	2018年7月	核建集团总经理	2015-2018

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

按照净资产口径统计各军工集团的资产证券化率，中国电子、航空工业、兵器装备最高，大约在60%；中船重工、中核工业、航发集团大约50%；中船集团、兵器工业大约30%-40%；航天科技、航天科工和中国电科最低，均不足30%。

中国电科集团是我国军工电子装备的国家和信息产业的主力军，电子信息产业是当前发展最快的产业方向。其军品业务受到我军信息化建设的大力拉动，是当前军事装备建设的重中之重；而其对应的民用市场规模则百倍于军品市场，据统

计，2015年我国规模以上电子信息产业总收入已达15.5万亿。从产业发展的内在需求来看，相比其它军工集团，中国电科集团资产证券化诉求更加迫切。

中国电科集团在资产经营与资本运作“十三五”规划中提出加快资产证券化和核心板块要实现整体上市。2018年9月3日，中国电科十所旗下天奥电子实现IPO。2018年11月4日，国睿科技发布公告，拟以11.78元/股发行股份及支付现金购买国睿防务100%股权、国睿信维95%股权、国睿安泰信59%股份，合计作价68.56亿元，并募集配套资金不超过6亿元。根据重组预案，国睿防务为十四所以国际化经营为导向的雷达产品相关资产剥离形成，是本次重组资产的主体。可以看出，中国电科集团在核心军品资产证券化方面已迈出实质性步伐，后续中国电科集团其它上市平台的资本运作同样值得关注。

值得注意的是，十四所本次资产注入是在研究所未实施整体改制的情况下，将部分核心资产从研究所剥离并注入上市公司。实际上，在此之前，A股历史上已有5个在未实施整体改制的情况下注入军工科研院所资产的案例，分别是：

- 1) 航天电子1999/2001/2007年分批次装入航天一院704所全部经营性资产（军用为主）和772所部分资产（现均归属航天九院）；
- 2) 中国卫星2008年装入航天五院503所（军用为主）全部经营性资产；
- 3) 国睿科技2013年装入14所微波电路事业部（军用为主）和信息系统事业部（主营军民两用空管、气象雷达）；
- 4) 杰赛科技2015年注入中国电科通信事业部下属研究所民用通信类资产；
- 5) 中国动力2015年注入中船重工5家动力研究所下属的军民品舰船动力经营性资产。

可以看出，在《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》及《军工科研院所转企配套政策》出台前，部分科研院所基于产业发展的迫切需求已做过科研院所资产注入上市公司的尝试。其中704所、503所经营性资产还实现了整体上市。

图表 49、历史上的军工科研院所资产注入案例

上市公司	涉及的资产	资产属性	实施时间	资本运作方式	资产体量/亿
航天电子	704所航天测控资产	704所部分资产	1999	买壳并置换资产	与210厂合计1.04
	704所测控系统集成类资产	704所集成类资产	2001	置换资产	与210厂合计1.59
	772所经营性资产（集成电路）	772所部分资产	2007	资产注入并融资	0.32
中国卫星	503所卫星应用资产	503所主体	2008	配股并收购资产	2.46
国睿科技	14所微波电路事业部、信息系统事业部	14所两个事业部	2013	买壳并置换资产	3.01
杰赛科技	远东通信、中网华通、华通天畅、中科导航、东盟导航	50所、34所、54所下属民品企业	2015	资产注入并融资	19.07
中国动力	广瀚动力、上海推进、齐耀重工、长海电推、海王核能	703、704、711、712、709所部分经营性资产剥离成立的企业	2015	资产注入并融资	60.89

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

本次重组国睿防务资产注入上市公司的方式与以上 5 个案例的操作方式大体相同，即在保留院所架构不变的情况下，将目标资产剥离、成立独立企业或模拟企业报表，注入上市公司。该案例后续有望成为军工科研院所资产证券化的主流方式。其它背后有体量可观的军工科研院所资产的上市平台如四创电子、杰赛科技、中航电子等有望获得市场更多关注。

6、重点标的

综合考虑公司的核心竞争能力、长期成长确定性与当前估值，重点推荐以下标的。

图表 50、重点标的估值表格

代码	公司	市值/亿元	当前股价	EPS			PE			PS		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002179.SZ	中航光电	334.14	32.50	1.14	1.44	1.77	29	23	18	3.7	3.0	2.6
002025.SZ	航天电器	104.59	24.38	1.01	1.26	1.47	24	19	17	3.1	2.6	2.3
000733.SZ	振华科技	80.82	15.70	0.61	0.75	0.91	26	21	17	1.5	1.5	1.5
300699.SZ	光威复材	181.32	34.98	0.84	1.05	1.33	42	33	26	10.1	8.2	6.7
002013.SZ	中航机电	241.78	6.70	0.26	0.30	0.35	26	22	19	1.9	1.7	1.4
600372.SH	中航电子	253.71	14.42	0.30	0.33	0.38	48	44	38	3.1	2.9	2.6

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院，对应 6 月 11 日收盘价

1) 中航光电

公司是国内规模最大的军工及高端制造电连接器及组件产品供应商，国有军工系统开拓进取精神和市场化经营能力的杰出代表。军工产业链末端的行业地位和三线建设企业的成长背景倒逼公司建立起市场化的体制机制，磨砺出前瞻的战略布局能力和强大的产品开发与市场开拓能力；顺畅的晋升通道和与业绩挂钩的薪酬体系充分调动员工的主观能动性，保障公司始终保持强大的发展张力；针对性的外延并购投资和持续的研发投入，逐渐补齐公司业务短板，使公司成为国内唯一同时具备光、电、流体连接器及集成化技术的连接器厂商，竞争优势日渐突出；线缆组件及集成类产品逐渐应用于飞机、舰船和轨道交通等领域，提升配套价值量，增强客户粘性，助力公司建立更宽的护城河，获得更大的市场份额。

国内连接器行业千亿以上市场规模以及 10% 以上行业增速为公司发展提供了充足空间。公司是华为公司 2018 年 65 家金牌供应商之一，主要配套产品为线缆与连接器物料，同时上榜的相关企业有 7 家，5 家国外企业（美国企业 2 家）。此次美国商务部将华为公司列入“实体清单”，可能促使美国企业限制对华为公司的供货，迫使华为公司将部分配套产品采购转向国内，为公司加速产业进阶提供历史发展机遇。

全球连接器营收规模前三的泰科、安费诺、莫仕均为美国企业。2018 年，泰科、安费诺、莫仕在中国大陆地区的营业收入预计超过 500 亿元，对应市占率 35% 以上，同期中航光电国内营业收入 72 亿元，市占率约 5%，相比泰科、安费诺等企业 30% 以上的毛利率，中航光电民品业务毛利率仍处于较低水平，我们判断一是

因为国内民用高端连接器仍被国外巨头占据，二是因为过去几年公司通过快速扩大中低端产品营收体量的策略以满足重点客户的规模要求，为未来产业进阶奠定了基础。

公司是全球第二大防务连接器供应商，军用需求种类多样、应用场景复杂、技术要求苛刻，公司技术储备丰富，科研实力雄厚。根据公告，公司全面参与了 5G 通讯用连接器研发，与国际一流企业处于同一水平线；高速高插拔寿命印制板连接器、板间无线光传输技术等多项产品技术打破国外垄断，形成自主知识产权；2018 全年申请发明专利三百余项；抗核电磁脉冲连接技术、海水直冷冷板技术等一批技术成果比肩国际同行，代表了我国最高水平。公司在民用市场开拓多年，当前民品收入占比接近一半，产业进阶逻辑清晰，基础雄厚。随着高端工业连接器的逐步突破，公司民品业务盈利水平有望实现跨越式突破。国内连接器市场中高端产品的国产化进程将为中航光电等国内企业带来巨大的市场空间。

预计公司 2019-2021 年的净利润 11.73、14.76、18.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.14/1.44/1.77 元，不考虑可转债转股，对应 6 月 6 日收盘价的 PE 为 27/22/18 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：风险提示：收入确认进度低于预期；民品市场竞争加剧、毛利下滑；新业务开拓进展不及预期；国产化进程不及预期。

2) 航天电器

公司 70%以上销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域，基本覆盖全部军工领域。作为山沟里走出来的三线建设企业，通过锐意进取的开拓精神、过硬的技术开发能力和较强的市场经营能力，公司上市以来取得了优秀的经营业绩，12 年来实现了 15 倍的营收增长。

作为军品为主的全行业配套企业，公司是军改影响因素消除后补偿式采购的确定性受益标的，相比于近年来的稳健增长，未来两年公司业绩将呈现更大弹性。

公司是军工领域智能制造代表型企业。2013 年以来，通过实施智能制造，公司设备总体利用率提升 17%以上，产品整体合格率由 78%提升至 96%以上。通过持续实施智能化制造，公司产品生产效率和智能制造水平将得到大幅提升，综合竞争力有望继续强化。

大股东航天科工十院旗下尚有大量优质资产。2016 年航天十院营业收入 120.5 亿元，净利润 8 亿元，旗下从事军品配套业务的梅岭电源、航天控制、林泉电机等多家企业质地优秀。公司 2017 年上半年暂时终止收购十院及外部资产，但资产证券化的步伐并未停止，时机成熟时资产收购有望重启。

公司 2019 年一季报实现营收 6.72 亿元，创历年一季度营收最高水平，同比增长 39.45%；归母净利润 7773 万元，同比增长 20.01%；扣非后归母净利润 7670 万元，

同比增长 28.57%。受益于下游行业需求，公司自上市以来一直保持稳健增长态势。公司是能够分享军工行业长期成长红利的典型标的。“十三五”后两年装备采购需求持续加速为公司军品增长奠定坚实基础。

我们预计公司 2019-2021 年的净利润 4.32、5.41、6.29 亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.26/1.47 元，对应 6 月 6 日收盘价的 PE 为 23/18/16 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧、毛利率下滑；军品订单增长低于预期；民品业务拓展低于预期。

3) 振华科技

公司继承了军工电子基地—083 基地旗下优势资产，是我国军工电子装备基础元器件的主力供应商（军品市占率：钽电容 75% 以上，其中，部分航天领域 98% 以上；二极管 40%；电阻 85% 以上）。展望未来十年，随着我军信息化建设的加速推进，以及公司募投项目建成投产，公司高新电子板块有望长期保持 10% 以上的快速增长。

继 2018 年中报手机代工业务收入规模大幅下降后，公司专用整机及核心零部件等盈利能力不强的资产未来有望继续压缩乃至剥离，进一步聚焦高新电子板块的发展，并显著提升公司整体资产质量和净资产收益率。2019 年 5 月 6 日，上海与德对公司持股 60% 的子公司振华通信增资并取得其控制权。完成后振华科技对振华通信持股 49%，不再合并报表。

2017/2018 年振华通信占公司营业收入比例分别达 60%、44%。不再并表后，振华科技高新电子营收占比将大幅提升至 80% 左右。公司优势发展战略更加明确，集聚资源聚焦核心主业发展，将进一步增强公司核心竞争力，提高公司在国家国防自主可控和信息安全领域的保障能力，提升公司在国产化替代关键领域的话语权。

公司逐步收缩并最终退出通信整机业务，营收规模虽然减少，但财务状况大大改善，未来经营风险得到释放，公司可持续发展能力进一步增强。振华通信虽然营收占比在 30% 以上，但当前盈利能力较弱，2018 年净利润率仅 0.01%。振华通信不再并表后，公司净资产收益率等经营指标将大幅提升。

公司作为控股股东中国振华旗下唯一上市平台，体外集成电路资产稀缺性强：成都华微科技是国内 FPGA 芯片龙头企业之一；振华风光在高压大电流功率驱动和 RDC（轴角转换器）领域处于国内领先水平，产品广泛用于国防各领域。继 2014/2016 年注入后，后续集团旗下尤其是集团控股的成都华微科技、振华风光等优质集成电路资产持续整合可期。

2018 年 12 月，公司拟以 11.92 元/份的行权价格向 417 人（包括 10 名董事和高管、

407 名其他核心员工) 授予合计 938 万份的股票期权, 占公司总股本的 2%, 按照公司股票期权激励业绩考核目标, 公司 2019、2020 和 2021 年将至少实现净利润 2.7 亿元、3.12 亿元、3.64 亿元。

我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.61/0.75/0.91 元/股, 对应 6 月 6 日收盘价的 PE 为 25/20/16 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 需求增长不及预期或毛利率下滑。

4) 光威复材:

公司是国内碳纤维及复合材料领域的领军企业, 伴随技术进步和市场拓展, 未来有望崛起为全球碳纤维行业巨头, 公司具备从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局, 并具备碳纤维及碳纤维复合材料生产设备制造及生产线建设能力, 是目前国内碳纤维行业生产品种最全、生产技术最先进、产业链最完整的龙头企业之一。

公司 T300 级产品已稳定向军方供货十余年。我国军机列装需求旺盛, 且碳纤维复材在军机上的应用存在较大提升空间, 军用航空领域的旺盛需求是公司业绩快速增长的基础。我国军用碳纤维应用将逐步由低端向高端切换, 中模高端碳纤维 T800 级是未来承力结构件应用的主流产品。公司 2018 年完成了 T800 级碳纤维数字化车间评审和航空型号应用验证, 并已在部分型号上小批量供货, 产品性能指标与国外同类产品相当, 处于国内领先地位。

我国碳纤维产业“有产能, 无产量”现象严重。相较于美国和日本两三家企业占据全球碳纤维近半产能, 我国碳纤维 85% 的产能由 7 家企业瓜分。随着落后产能的逐步淘汰, 我国碳纤维产业集中度有望快速提升。公司作为国内碳纤维领域的龙头企业, 有望在行业“洗牌”中充分受益。

公司已成为世界上最大的风电系统供应商维斯塔斯最主要碳梁供应商之一, 近两年碳梁业务迅速上量, 2017 年同比大增 697.86%, 2018 年上半年同比增长 146%。公司积极参与了 C919 的试航认证, 目前已经成为国产大飞机的合格供应商之一, 未来有望正式进入供货体系。同时, 随着碳纤维在压力容器等新兴领域的不断应用, 公司业绩有望再获突破。

公司 2019 年一季度实现营业收入 4.35 亿元, 同比增长 60.35%; 归母净利润 1.58 亿元, 同比增长 82.88%, 实际完成情况接近业绩预告上限。一季度营收大幅增长, 碳纤维板块由于主要客户跨年过渡期订单确定性和需求增长, 收入同比增长 58.02%; 能源新材料板块风电碳梁业务订单稳定并实现及时交付, 收入同比增长 73.81%。此外, 报告期内, 公司收到 2018 年业务形成的部分增值税退税款 1092.67 万元, 也对收入增长起到正向推动作用。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.33/5.43/6.88 亿元, EPS 为 0.84/1.05/1.33 元, 对应 6 月 6 日收盘价的 PE 为 40/32/25 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 新品研发进度缓慢; 民品市场开拓不及预期。

5) 中航机电:

中航机电大股东中航机电系统有限公司(现改为机载系统有限公司)在航空机电设备领域处于绝对的垄断地位。公司作为其旗下航空机电资产唯一上市平台, 业务涵盖航空机电系统的所有十二项子系统。随着我国空军以及海航、陆航的大力发展, 航空机电装备的旺盛需求将推动公司业绩保持稳健高速增长。

民用航空领域, 随着具有自主知识产权的国产飞机推向市场, “国产化”逐步向各个机电系统渗透, 加之国际转包业务的扩展, 我国机电产业有望不断扩大在国际民用航空机电市场的市占比和影响力。

汽车零部件市场稳步增长, 公司坚持技术创新与产业链延伸, 同时通过国际合作积极拓展国外市场。公司在其他制造业领域坚持瘦身健体, 进一步提升整体盈利能力, 有利长远发展。

大股东旗下优质航空机电资产陆续注入上市公司。目前上市公司托管的 16 家中的 8 家航空机电企业(2015 年总营收和归母净利润分别为 86.59 亿元和 3.45 亿元)以及南京中心(2015 年营收和归母净利润分别为 21.71 亿元和 1.83 亿元)尚未注入上市公司。

公司是航空工业集团机电系统业务上市平台, 技术壁垒高、处于行业垄断地位, 未来两年业绩有望显著受益于军机列装加速。上市公司体外尚有南京机电液压中心、航空救生设备公司等利润体量可观的企事业单位资产有待实施注入。

公司 2019 年一季度实现营业收入 24.63 亿元, 同比增长 2.29%; 归母净利润 5840.58 万元, 同比增长 23.55%; 扣除非经常性损益后的归母净利润 5078.2 万元, 同比增长 30.53%。

我们预计公司 2019-2021 年净利润 9.47/10.86/12.60 亿元, 对应 EPS 0.26/0.3/0.35 元, 对应 6 月 6 日收盘价的 PE 为 29/25/21 倍, 继续给予公司“审慎增持”评级。

风险提示: 资产证券化进程低于预期; 国产民机市场拓展不及预期; 军品订单增长不及预期。

6) 中航电子:

公司是集团航电系统板块优质上市平台, 主营航空电子系统产品, 涵盖航空、非航空防务和非航空民品三大领域, 2018 年公司航空板块营收占比达 79%,

2013-2018 年，公司毛利率基本保持在 30% 以上。

我国军机相比于美、俄在数量和结构上均不占优，公司的航电业务受益于军机数量缺口的补齐、存量机型的升级换代和航电系统的升级。根据我们的测算，未来 20 年中国军机航电系统年均市场空间约为 350 亿元，公司作为军机航电市场的重要参与者之一，未来将充分受益。

综合三大商用飞机制造商的数据，未来我国民机航电产业年均市场空间 660 亿元。公司通过直接或合资公司的方式参与到国产大飞机 C919 的研制中，随着我国具有自主知识产权的国产大型客机 C919 推向市场，公司民机业务面临巨大的发展机遇。

公司立足“343”发展战略，未来航空军品、非航空民品和非航空防务占营业收入的比例分别为 30%，40% 和 30%。公司能够凭借航空电子的技术积累和优势向非航空防务市场和汽车电子等民品市场拓展，潜力巨大。

航电系统公司（现机载系统公司）拥有丰厚的航电系统资产，下属 5 大航电研究所行业地位高、技术实力强、资产丰厚。对比历年财务数据，航电系统公司的营收利润规模和资产规模，平均比中航电子高出 2 倍以上。目前来看，股权托管可能是资产注入的前奏，公司未来发展前景巨大。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.22/5.88/6.73 亿元，EPS 为 0.30/0.33/0.38 元，对应 6 月 6 日收盘价 PE 为 47/43/37 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：军用航空订单波动；国产民机市场拓展不及预期；资本运作进度不及预期。

7、结论

我们看好军工板块 2019 年下半年的相对超额收益和结构性的机会。当前市场对贸易谈判的复杂性、美中战略博弈的长期性、外部环境的重大变化的认知愈发清晰。当前我国军工行业仍处于补偿式发展的关键时期，具备长期成长确定性。自军队体制编制调整基本完成以来，装备采办需求持续释放，未来两年将持续加速。

A 股军工板块当前军品收入占比超过一半的公司已超过 40 家。随着市场对军工行业基本面研究的持续深入，军工板块投资将呈现出更强的价值属性。需求确定、成长稳健、估值合理的军工标的将获得市场更多认可。建议下半年重点关注当前估值已回落至合理区间、成长性与估值匹配度较高的标的。

科创板的推出有望推动科技创新型企业迎来估值重构。军工行业横跨信息技术、高端装备、新材料、新能源等多个重点方向，是科创板推出重点受益的行业。美

国实施对华科技封锁倾向加剧背景下，军工板块自主可控相关企业军技民用、市场转化有望带来的巨大成长空间，建议重点关注军工领域具备自主可控转化能力的龙头企业，把握当前在军工领域已实现国产化替代、拥有稳定的收入并具备持续的研发投入，且有条件在民用领域获得巨大市场空间的标的，如连接器行业的中航光电、碳纤维领域的光威复材、军用集成电路方向的振华科技等。

推荐中航光电、航天电器、振华科技、光威复材、中航机电、中航电子等，并重点关注大立科技、航天发展、菲利华、中航沈飞、中直股份、航发动力、中航高科、内蒙一机、航天电子、四创电子、杰赛科技等潜力标的。

8、风险提示

- 1) 军工板块总体估值横向比较相对偏高，难以抵抗市场系统性风险；
- 2) 主战武器装备列装节奏总体稳定，部分企业存在成长性低于市场预期的风险；
- 3) 以主机厂为代表的部分企业存在型号批产初期因工艺不稳定、成品率低或暂定价偏低利润无法跟随营收同步增长的风险；
- 4) 军工资产证券化节奏与方案存在较大不确定性。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn