

国防军工行业：业绩估值明显改善，反弹关注两大投资主线

2019年06月24日

看好/维持

国防军工 行业报告

投资摘要：

风险偏好改善估值修复，军工股有望成为反弹急先锋。军工板块往往给人一种股价弹性较大的印象，这既源于公司本身业绩（EPS）波动较大，也源于估值（P/E）波动较大。我们认为，站在当前时点来看，影响军工板块价格的两大变量都在出现明显的改善，第一，从业绩（EPS）来看，产业链上游的原材料、电子元器件企业订单和业绩释放会先于中下游企业。根据我们监控的数据，元器件生产企业前5个月订单同比增速已经接近或超过30%，而部分原材料级别上市公司订单自去年下半年以来已经出现爆发性增长，同时部分系统级上市公司军品补偿性订单也出现爆发，我们判断订单和业绩高速增长未来会逐季加快，业绩确定性无忧。第二，从市场估值（P/E）来看，短期影响军工股估值的最重要变量是市场风险偏好，在市场风险偏好处于上升阶段时（反弹初期），应加大军工板块的配置，短期贸易战缓和会缓解市场情绪，提振市场风险偏好。

重组预期高涨，军工股迎来重要驱动变量。本周证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，重组已经成为盘活存量的主战场，且要调整优化并购重组制度，提高重组办法的“适应性”和“包容度”，鼓励公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。近一年来，国睿科技、洪都航空、中国船舶相继发布重组方案，我们认为，随着“十三五”剩下最后两年，各大军工集团的资产证券化接近目标考核的重要时间窗口期，推进速度有望加快，2019年可能会有新突破。创业板军工股重组预期较强的包括康拓红外和钢研高纳，其他具备重组壳资源属性的军工股包括凤凰光学、航天晨光、航天长峰等。

建议重点关注两大投资主线：第一条主线为业绩增长确定性强的绩优标的，包括中航光电（连接器龙头企业，前5个月军品订单增速或超过30%，全年业绩有望超预期）、钢研高纳（2018年业绩超预期，订单饱满利好未来业绩高速增长）、利达光电（军品进入快速列装阶段，补偿性订单可观；P30技术突破打开民品成长空间）和光威复材（占据军品优质赛道，军品订单饱满业绩持续超预期）；第二条主线为重组预期强化背景下的军工资产证券化标的，包括洪都航空、中国船舶、航天长峰、康拓红外等。同时，自主可控安全领域持续推荐**卫士通和中国长城**。网络安全的本质在对抗，对抗的本质在攻防两端的能力较量。**卫士通**及大股东中国网安初具美国FireEye（火眼公司）雏形，在网络攻防、网络监测预警方面已成为“网络最强蓝军”，将是未来我国网络对抗、网络武器和网络战的主力先锋。

本周市场回顾：本周中信军工指数上涨4.27%，同期沪深300指数上涨4.90%，军工板块跑输大盘0.63个百分点，在一级行业中排名第13位。

本周主要报告：本周我们深度分析了**钢研高纳**，公司2018年业绩超预期，主要原因是公司销售规模扩大，工艺技术提升带来了毛利率的提高，以及并购青岛新力通，如2019年并表新力通，公司合同总量预计或翻倍。其中，公司核心业务高温合金制造、铝镁合金、变形合金制造合同或实现较快增长。

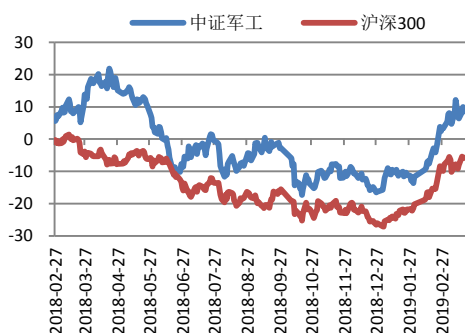
风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

行业基本资料

占比%

股票家数	127	3.52%
重点公司家数	-	-
行业市值	15330.66 亿元	2.62%
流通市值	9237.91 亿元	2.15%
行业平均市盈率	44.44	/
市场平均市盈率	16.74	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480517080001

分析师：王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480518010001

研究助理：张卓琦

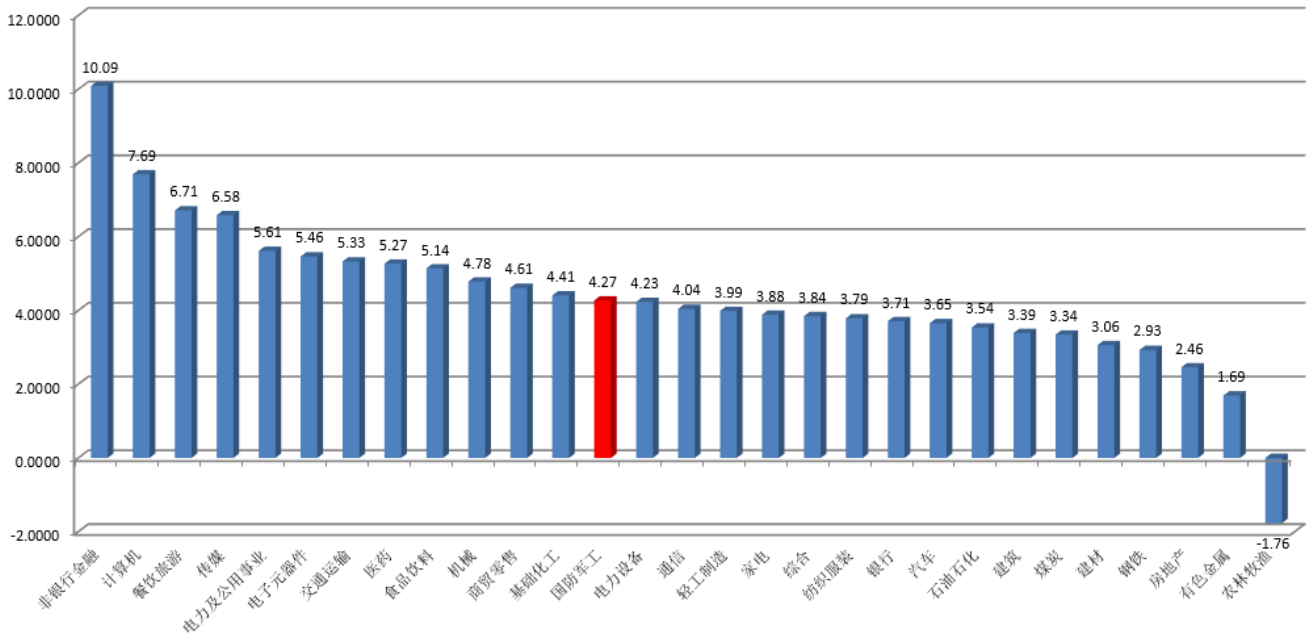
010-66554018 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480117080010

1. 市场回顾

1.1. 板块指数

本周中信军工指数上涨 4.27%，同期沪深 300 指数上涨 4.90%，军工板块跑输大盘 0.63 个百分点，在中信 29 个一级行业中排名第 13 位，军工行业涨幅处于行业上游水平。本周军工板块涨幅中等，周五军工单日涨幅 1.94%。

图 1:本周中信一级行业涨幅排名



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2. 个股表现

本周军工板块涨幅处于行业上游水平，本周中信军工周五单日涨幅达 1.94%。

表 1:东兴军工股票池周涨跌幅排名

周涨幅前十名			周跌幅前十名		
证券代码	证券名称	本周涨幅(%)	证券代码	证券名称	本周跌幅(%)
300777.SZ	中简科技	61.08%	300427.SZ	红相股份	-10.42%
600501.SH	航天晨光	22.88%	000818.SZ	航锦科技	-8.92%
300099.SZ	精准信息	18.37%	300414.SZ	中光防雷	-5.74%
300629.SZ	新劲刚	17.48%	002519.SZ	银河电子	-4.51%
300354.SZ	东华测试	15.73%	002167.SZ	东方锆业	-4.47%
300719.SZ	安达维尔	13.22%	300593.SZ	新雷能	-2.71%
600071.SH	凤凰光学	12.18%	300123.SZ	亚光科技	-1.05%
002423.SZ	中原特钢	12.11%	600416.SH	湘电股份	-0.79%

300465.SZ	高伟达	11.94%	002171.SZ	楚江新材	-0.76%
002683.SZ	宏大爆破	11.27%	002664.SZ	长鹰信质	-0.37%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 本周主要报告和观点

本周我们深度分析了钢研高纳，公司 2018 年业绩超预期，主要原因是公司销售规模扩大，工艺技术提升带来了毛利率的提高，以及并购青岛新力通，如 2019 年并表新力通，公司合同总量预计或翻倍。其中，公司核心业务高温合金制造、铝镁合金、变形合金制造合同或实现较快增长。

2.1. 钢研高纳：高温合金研制龙头，业绩高增长可期

18 年业绩超预期，十三五后两年高增长可期。公司 2018 年业绩超预期，主要原因是公司销售规模扩大，工艺技术提升带来了毛利率的提高，以及并购青岛新力通。展望 2019 年，排除子公司新力通的合同订单，我们预计 2019 年公司合同增速或超过 50%。如并表新力通，公司合同总量预计或翻倍。其中，公司核心业务高温合金制造、铝镁合金、变形合金制造合同或实现较快增长。按照公司合同推算，今年业绩增速或高于股权激励方案中承诺的 20% 增速，其中空军、海军或将成为公司增长的重点。

公司高温合金品类齐全，主营业务产业链布局完善。公司主导产品高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是制造大型电力设备，如工业燃气轮机、氦气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。公司航空领域的产品主要销往沈阳黎明、航空动力、南方动力、贵航集团等国内主要的发动机制造集团，航天领域的产品主要销往中国航天科技集团公司等。

高温合金下游应用领域广阔，军民市场需求可期。高温合金广泛应用于航空航天发动机、船舶燃气轮机、汽车废气增压器涡轮、原子能工业市场等，高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，需求占比约为 55%，其次为电力和机械，需求占比分别为 20%、10%，另外工业领域占比 7%，汽车、石油和其他领域占比分别为 3%、3% 和 2%。

公司比较优势在于变形高温合金和粉末冶金。目前国内从事高温合金研究生产企业主要有两类，一类是特钢企业，目前仅有抚顺特钢、宝钢特钢、长城特钢，三家也是我国军工用钢老牌三大巨头。三家均以变形高温合金为主要产品。另一类是研究院转型企业，包括钢研总院（钢研高纳）、北京航空材料研究院（621 所）、中科院金属研究所。其中，中科院沈阳金属所主要偏向于基础理论研究，产业化能力有限，621 所在铸造单晶方面，实力较强，而公司在变形高温合金及粉末合金方面有其独到之处，在国外高温合金中 70~85% 比重是变形合金。公司在国内高温合金材料供应领域具有较强优势。

收购新力通打造高温合金生态体系，推进股权激励计划绑定管理层利益。公司的航空航天用产品占 75%，而国外高温合金中航天航空占 30%-40%，通过收购新力通公司极大拓宽了民用市场。新力通国内中标率高，今年国际合同预计超过 1 亿元，同时跟母公司协同效应显现，合并后合作研制裂化管。公司今年 3 月实施股权激励计划，激励对象为包括包括董事、高管、核心骨干人员在内的 138 人，将有利于绑定管理层利益。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.59 亿元、1.92 亿元、2.26 亿元，同比增长 44%、19%、16%，EPS 为 0.36 元、0.43 元、0.50 元，对应 PE 为 39 倍、33 倍、28 倍，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

风险提示：军品合同订单不及预期，原材料价格大幅波动的风险，市场系统性风险。

3. 热点聚焦

伊朗称击落一架美制“全球鹰”无人机。新华社德黑兰6月20日电据伊朗官方媒体伊斯兰共和国通讯社20日消息，伊朗伊斯兰革命卫队当天早些时候在霍尔木兹海峡附近击落一架美制RQ-4“全球鹰”无人机。伊通社报道说，这架无人机属于美军，当时已入侵伊朗南部霍尔木兹海峡沿岸的霍尔木兹省穆巴拉克山区领空，革命卫队随后将无人机击落。伊通社还发布了一张据称无人机被击落的照片，不过画面模糊，能辨认出一架飞行器正燃烧、坠落。RQ-4“全球鹰”无人机是美国诺思罗普-格鲁曼公司研制的一型高空长航时无人侦察机，滞空时间长达30小时，可执行多样化侦察任务。（新华网）

新版FC31战机亮相有两大变化 或为登上航母做准备。巴黎航展FC-31战斗机新模型首次公开。至从二号机首飞以来，FC-31战斗机发展显得比较沉寂，今年巴黎航展上面FC-31最新模型公开，可以清楚看到FC-31战斗机与此前相比又有比较大变化，表明飞机设计仍然在完善和改进之中。（新浪网）

4. 投资策略

军工近期反弹性强，而且长期向好。由于军工长期处在杀估值阶段，已经有很多公司的业绩和估值相匹配，叠加风险偏好的走弱，甚至有偏上游公司的PEG小于1，股市略有回暖，军工反弹就很明显。军工是未来三、五年确定增长的行业，诸多公司通过订单释放、治理改善，已经出现了明显的边际改善甚至业绩反转，很多标的还具有科技股属性，随着军民融合的深入，民用空间拓展带来估值空间的大幅提升。反弹伊始，我们认为应该加大对于军工行业绩优股的配置，首选四大绩优股中航光电，钢研高纳，利达光电和光威复材。

军工从博弈性向长期配置性转变，重组更加理性对待，但今年重组预期高涨，仍是军工板块的驱动因素。本周证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，重组已经成为盘活存量的主战场，并且要调整优化并购重组制度，提高重组办法的“适应性”和“包容度”，鼓励公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。近一年来，国睿科技、洪都航空、中国船舶相继发布资产重组方案，我们认为，随着“十三五”已剩下最后两年，各大军工集团的资产证券化接近目标考核的重要时间窗口期，推进速度有望加快，2019年可能会有新突破。创业板军工股重组预期较强的包括乐凯新材，康拓红外和钢研高纳，其他具备重组壳资源属性的军工股包括航天晨光，西仪股份，贵航股份，长春一东，航天长峰等。

反弹首选中航光电，钢研高纳，利达光电和光威复材。中航光电是连接器龙头企业，前5个月军品订单增速或超过30%，全年业绩有望超预期；通讯连接器方面将充分受益于国产替代。钢研高纳2018年业绩超预期，订单饱满利好未来业绩高增长；高温合金龙头产业链布局完善。利达光电的军品进入快速列装阶段，补偿性订单可观；P30技术突破打开民品成长空间，剑指5G手机镀膜龙头。光威复材占据军品优质赛道，军品订单饱满业绩持续超预期；碳梁业务继续扩产未来仍有望保持高增长；市场对中信投资减持事件过度反应。

风险提示：业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

5. 行业新闻

5.1. 国际安全局势

中科曙光等五家公司被列入实体清单。美国当地时间6月21日，美国商务部宣布将5家中国科技公司列入“实体名单”，分别是中科曙光、天津海光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术和无锡江南计算技术研究所。（财经网）

加媒：两艘加拿大军舰通过台湾海峡，加国防部称是正常操作。据台湾防务部门的消息称，6月17日上午，加拿大海军护卫舰“里贾纳”号（HMCS Regina, FFH-334）和补给船“阿斯泰里克斯”号（MV Asterix）自南向北进入台湾海峡航行，并于18日离开台湾海峡进入东海。这是继上个月23日两艘美国军舰之后，再次有外国军舰穿越台湾海峡。台媒称，“里贾纳”号护卫舰是在17日上午10点45分左右驶入台湾海峡的，在穿越台湾海峡期间，“里贾纳”号还一度打开船舶自动识别系统（AIS）。（凤凰网）

台军斥资800亿发展反辐射无人机 瞄准大陆雷达。环球时报综合报道，台湾《联合报》19日报道称，台军方近日以“剑翔计划”的名义，编列五年800亿元新台币的预算（约合25.53亿美元），发展反辐射无人机系统，目标瞄准大陆舰载雷达和陆基雷达站。（环球网）

5.2. 军工科技及产业动态

欧洲一款第六代战斗机预计2026年首飞。正在法国举行的第53届巴黎—布尔歇国际航空航天展览会（巴黎航展）上，欧洲两家飞机制造商携其联合研制的第六代战斗机全尺寸模型亮相，并表示这款战斗机将在2026年首飞，2040年正式服役。这款战斗机主要由法国达索飞机制造公司和欧洲飞机制造商空中客车公司负责研制，并获得法国、德国和西班牙三国政府支持。（新华网）

俄防长透露俄军将装备新武器 用上激光能量技术。环球网军事报道，俄罗斯卫星通讯社6月18日报道，俄罗斯国防部长绍伊古当天表示，制订新的作战理论应该是未来近期的主要任务。绍伊古表示，俄军现代武器的份额为64%，俄武装力量未来近期会得到全新武器，采用激光能量和超音速技术。他指出，“从未来短期来看，陆军和海军将获得一种全新的、无可比拟的武器，基于超音速和激光能量技术。第一批样品已经投入战斗实验执勤。”（环球网）

5.3. 军民融合专题

巴黎航展空客获100架飞机订单 波音“压力山大”。作为航空航天业规模最大的年度盛会，巴黎航展一直是空中客车与波音公司销售团队在商用飞机市场的擂台。但在17日开幕的本届巴黎航展上，波音在与空客的较量中显得有些力不从心。美国CNBC网站援引米伦伯格的话称，波音的首要任务是尽一切努力使737 MAX安全复飞，“但重建客户和乘客的信心将会是一项长期的工作”。17日，波音副总裁兰迪·廷塞斯也向印尼狮航和埃塞航的波音737 MAX坠机事故中的航空公司和遇难者家属道歉。相比之下，空客17日取得“开门红”：推出了新机型A321XLR并收获了100架飞机的订单。（新华网）

涡扇19突破科研难题？FC-31或将量产一设计独特超前。前段时间，在某省公布的“青年五四奖章”表彰名单中，某航发涡轮院涡扇发动机研制团队获得集体重奖，并公布一张疑似涡扇-19发动机打着马赛克的照片。从本次涡扇发动机获奖团队的简短报道介绍中得知，我国的涡扇-19发动机研制时间虽然并不长，但是在研制过程顺利突破了各种阻碍和科研难题，涡扇-19发动机虽然是我国第四代中推力涡扇发动机，但是涡扇-19发动机给予所配载飞机的最大推力可达10吨，推重比也将超过10，性能十分强劲突出给力，今后完全可以突破以往歼-20、歼-31所遇到发动机大推力不足的瓶颈障碍，使得我国第五代歼-20、歼-31能顺利投入量产，中国无“机”（大推力发动机）将成为历史。（新浪网）

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	钢研高纳：高温合金研制龙头，业绩高增长可期	2019-06-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，主要研究军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。