



航空航天军工

2015.09.22

评级: **增持**
上次评级: 增持

军工将迎来“金九红十”好行情

——【庖丁解牛】详解看多军工理由

	原丁 (分析师)	张润毅 (分析师)
	010-59312728	021-38676550
	yuanding@gtjas.com	zhangrunyi@gtjas.com
证书编号	S0880513080019	S0880513070002

报告导读:

在军工板块改革发展不断向好的大背景下, 9-10 月份催化剂不断出现, 市场环境支持这些催化剂持续发酵, 军工将迎来金九红十的行情。

投资要点:

- 从改革和发展的两个角度, 军工行业整体加速向上, 军工处于一个 3-5 年的长周期牛市之中。军民融合作为未来产业升级的重要抓手, 不仅是国防工业改革的发展大思路, 更是国家战略。军工资产证券化是军民融合的基本路径, 将进入国家层面全面推进的时代。航天系、电科系、船舶重工系资产证券化进程正在加速, 形式更加多样, 由军工资产证券化引起的牛市逻辑正在加强, 我们维持行业“增持”评级。
- 我们预计 9-10 月份将连续出现三大类重磅催化剂: 1) 国防工业改革加速, 大规模军工资产证券化进程开启; 2) 裁军作为改革先兆, 是加大装备建设的信号; 3) 国防工业改革政策层面预计将出现突破性进展。
- 我们认为市场环境将有利于这些催化剂发挥作用。市场出现大幅度断崖式下跌的概率非常小, 底部区间逐渐形成。负面预期已经消化, 市场的总体仓位不重。军工股整体微观结构改善, 风险偏好一旦上升, 军工将打响反弹第一枪。
- 受益标的: 沿着改革和发展两条大主线, 根据催化剂的直接程度, 受益标的排序: 1) 航天三剑客: 航天动力、航天长峰、航天科技; 2) 电科四大天王: 国睿科技、卫士通、杰赛科技、四创电子; 3) 小肥羊系列: 东华测试 (军工测试龙头, 工业 4.0 新宠)、银河电子 (业绩高增长、最具估值吸引力的军工平台型“民参军”公司)。
- 风险提示: 国防工业改革推进慢于预期、军工企业资产证券化进程受阻。

相关报告

航空航天军工:《为军工改革喝彩》
2015.08.31

航空航天军工:《金九红十, 军工将再领风骚》
2015.08.30

航空航天军工:《强于大盘, 分化必然》
2015.06.28

航空航天军工:《军工将迎来新一轮上涨行情》
2015.05.14

股票研究

行业更新

证券研究报告

目 录

1. 从改革和发展看，军工处于长周期牛市之中	3
1.1. 改革是板块上涨的第一要素，资产证券化是资本市场关心的核心问题.....	3
1.2. 国防工业处于长周期需求扩张阶段，“十三五”期间或出现台阶式增长	5
2. 预计 9-10 月份将连续出现三大类重磅催化剂.....	6
2.1. 国防工业改革加速，大规模军工资产证券化进程开启	6
2.2. 裁军是改革的先兆，是加大装备建设的信号	6
2.3. 我们预计十月份国防工业改革政策层面将出现突破性进展	6
3. 我们认为市场环境有利于催化剂发挥作用	7
4. 什么样的股票有投资机会？	8
5. 风险提示.....	8
表 1: 国防工业资产证券化三阶段及市场反应	3
表 2: 核心推荐股票的估值表.....	8
图 1: 2011、2012 年各大集团资产证券化率较低	3
图 2: 2014 年各大集团资产证券化率增长差异明显	3
图 3: 近年军工板块走势与资产证券化进程密切相关	4
图 4: 按利润计算，大部分军工集团证券化率不足 25%.....	4
图 5: 各大军工集团资产证券化进度不一	4
图 6: 军民深度融合将成为未来产业升级的重要抓手	5
图 7: 国防工业改革的核心在于改变投资主体	5
图 8: 军工由于高 Beta 值，出现加速上涨的概率很大.....	7

2015 年上半年我们推出“电科四大天王”，“航天三剑客”，“小肥羊系列”在市场上引起了比较大的反响。近期，我们于 8 月 27 日召开电话会议，并发布《金九红十，军工将再领风骚》，8 月 31 日发布《为军工改革喝彩》等看多军工股的报告，很多投资者提出疑问：在市场信心还没有恢复，市场表现如此低迷的时候，我们为什么看多军工股？

下面我们沿着三个角度分析我们看多的原因：

第一、行业（个股）的总体发展背景是不是有利？

第二、在可以预见的未来是不是有催化剂？

第三、市场的环境是不是支持这些催化剂起到有效的作用？

1. 从改革和发展看，军工处于长周期牛市之中

1.1. 改革是板块上涨的第一要素，资产证券化是资本市场关心的核心问题

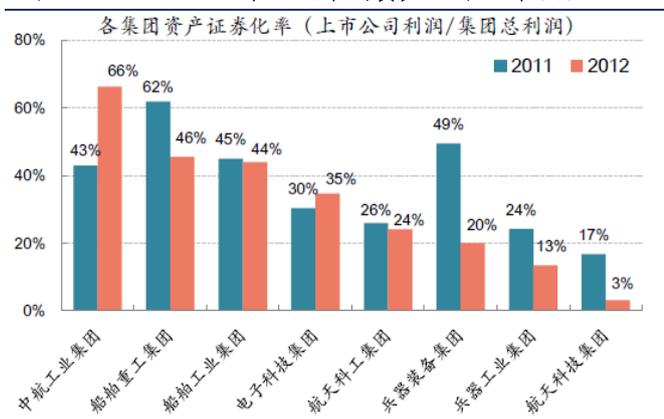
国防工业的资产证券化经历过比较大的起落，结合市场反应分为三个阶段：

表 1: 国防工业资产证券化三阶段及市场反应

阶段	诱发性事件	市场反应
2008 年底至 2011 年末	2008 年底，中航工业开历史先河，启动整个集团的全面资产证券化	创造了一波军工逆周期的大牛市
2011 年下半年至 2011 年末	2011 年下半年，国防科工局未批准航空动力的资产注入	整个国防工业的资产证券化受到了比较大的挫折，军工资产证券化的逻辑被打破，军工板块出现长达半年的大幅下跌。
2012 年初至 2014 年中	2012 年初，国防科工局领导班子进行了调整，航空动力重新启动了资产证券化 2013 年中，中国重工军工核心资产注入	国防工业管理层对于资产证券化秉承乐见其成的态度。到 2014 年下半年 A 股市场牛市启动以前，该阶段军工股呈现翻番行情。

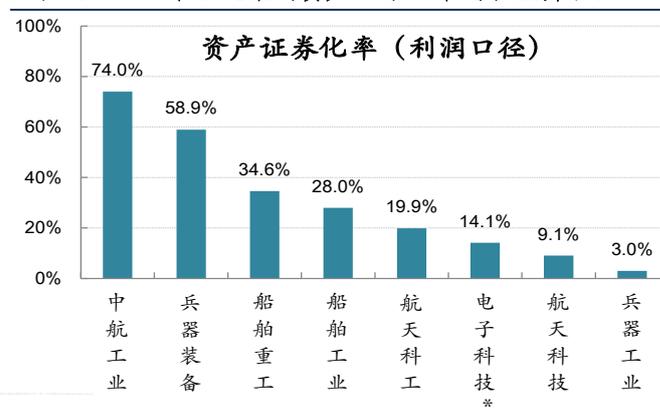
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 1: 2011、2012 年各大集团资产证券化率较低



资料来源：各大集团年报，国泰君安证券研究

图 2: 2014 年各大集团资产证券化率增长差异明显



资料来源：各大集团年报，国泰君安证券研究

图 3：近年军工板块走势与资产证券化进程密切相关



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

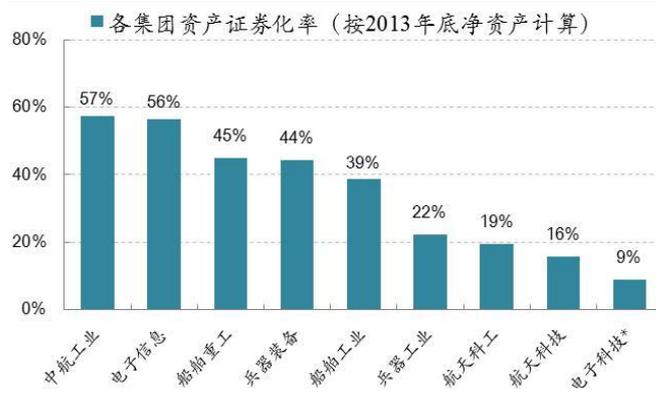
- ◆ 我们认为未来五年国防工业将进入一个国家层面推进的全面资产证券化的阶段。目前我们统计国有军工企业的总资产达到 8 万亿左右，按照平均资产负债率估算，净资产大约在 3 万亿左右。按照军品销售收入占集团收入估算，军品总资产约在 3 万亿左右，净资产 1.5 万亿左右。总体资产证券化率 30% 左右。2014 年航天科技集团的资产证券化率为 9.1%，兵器工业集团的资产证券化率仅为 3.0%，而国外军工企业资产证券化率一般可以达到 70% 以上。
- 参照国有企业改革目标，即 2020 年前基本完成改革的标准，我们预计到 2020 年军工资产证券化率将达到 70% 以上，也就是说有接近 3.2 万亿的总资产将在 5 年左右的时间实现资产证券化。
- 军品的资产证券化率更低，且难以计算，我们估计至少有 1.2 万亿的纯军品资产进行证券化，平均每年有 2400 亿。

图 4：按利润计算，大部分军工集团证券化率不足 25%



资料来源：各大集团年报，国泰君安证券研究

图 5：各大军工集团资产证券化进度不一

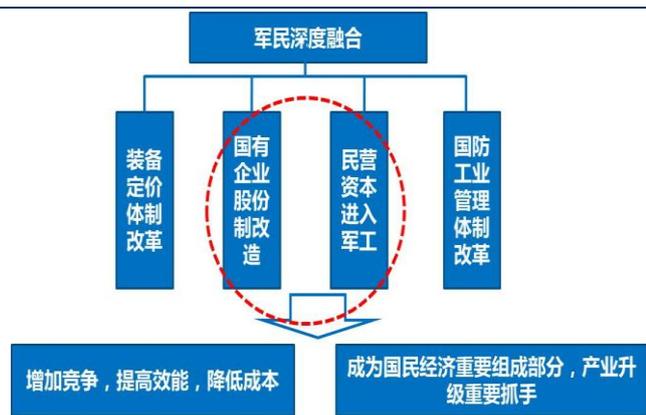


资料来源：各大集团年报，国泰君安证券研究

- 宏观层面，国防工业改革的改革发展的大思路就是上升到国家战略的“军民深度融合”。国防科工局许达哲局长 2015 年 7 月发表在《求

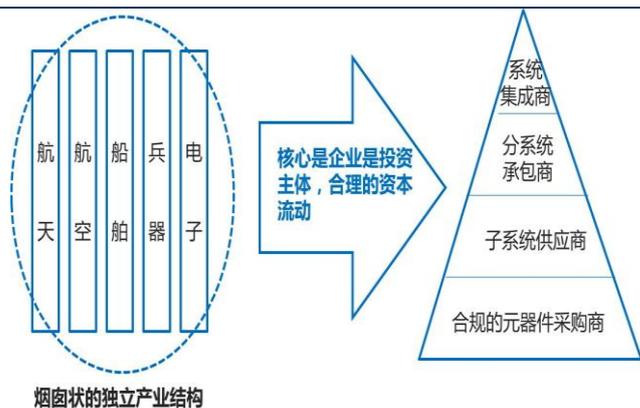
是》杂志上的文章——《走军民融合深度发展之路》，指出了军民融合的基本路径：技术军转民，资本民进军。资产证券化作为融资发展的平台、产业整合的工具、公司治理结构改善的抓手，是资本进入军工的最优途径。资产证券化进入了由国家政府层面全面推进的阶段，特别是最近公布了国有企业改革方案，我们推测军工被划分为竞争性行业的概率很大（武器装备建设四个机制第一机制就是竞争机制），这对国防工业改革进行了有力的背书。

图 6：军民深度融合将成为未来产业升级的重要抓手



资料来源：国泰君安证券研究

图 7：国防工业改革的核心在于改变投资主体



资料来源：国泰君安证券研究

1.2. 国防工业处于长周期需求扩张阶段，“十三五”期间或出现台阶式增长

- ◆ 国防工业属于一个国家科技含量最高的行业，在产业升级方面往往起到带头作用，比如互联网、图形操作界面、CDMA、3D 打印，都是美国国防工业的创新产物。而我国未来十年处于产业升级的大周期，有强烈的意愿通过资产证券化完成公司治理结构改善、融资渠道多样化，军工企业在这轮产业升级当中的转型程度不容小觑。
- ◆ 我国装备建设大约以十五年为一个换代周期，前一个换代时间在 2000 年左右，我军主战装备从二代跨越到三代。“十三五”开始进入第四代装备换代周期，目前曝光的新型飞机、舰艇、运载火箭等（如歼 20、运 20、空警 500、DF21D、DF26、大型驱逐舰、新型运载火箭），预计在“十三五”期间进入批量交付阶段。对于国防工业来说，这是一个“技术上水平，体量上台阶”的阶段。
 - 武器装备采购的财政预算持续增长。十二五期间武器装备的采购费用在 1.5 万亿左右，按照每年 10% 的增长率计算，预计“十三五”期间武器装备采购费用大概会到 2.4 万亿左右。
 - 除了在国家财政范围内进行采购以外，包括国家开发银行等政策性银行对于军民融合的支持力度可能进一步加大。有可能推出包括集团资产证券化在内的新型融资工具解决新增资金的问题。我们预计“十三五”期间财政外军民融合的投入将超过一万亿。

2. 预计 9-10 月份将连续出现三大类重磅催化剂

2.1. 国防工业改革加速，大规模军工资产证券化进程开启

微观层面，航天系、电科系、船舶重工系资产证券化进程正在加速，形式更加多样，由军工资产证券化引起的牛市逻辑正在加强。2015 年 8 月 31 日，国防工业改革实现突破，连续出现多项改革落地举措：

- ◆ 其一、航天科技集团某上市公司公告进行 30 亿的军工资产注入，是航天系第一家按照院的方式整体上市，拉开了长期以来沉寂的航天系资产证券化的序幕。
- ◆ 其二、电科集团系杰赛科技、四创电子同时停牌，杰赛科技公告进行内部资产收购（核心是资产证券化），四创电子公告进行管理层股权激励。这是电科集团首次进行如此大的改革举措，涉及到资产、人员股权激励。加大资本运作力度、加快资产整合速度的意向明确。我们认为未来有关改革的方案将进一步超出市场预期。
- ◆ 其三、风帆股份宣布高达 140 亿军工资产的重大重组方案，打破了资本市场认为的研究所注入遥遥无期、注入的军工资产利润稀少的两个传统认识。该次重组包括两个突破：
 - 一是第一家进行研究所核心军工资产转性改制注入上市公司，起到了国防工业核心的研究所资产证券化的示范作用。
 - 二是树立了将高回报大体量利润注入上市公司的标杆，本次注入的净利润高达 10 亿，我们预计未来三年的年增长速度不低于 30%，同时定增的大部分投资用于军品建设，投资回报率预计不低于 10%。

2.2. 裁军是改革的先兆，是加大装备建设的信号

2015 年 9 月 3 日胜利阅兵当天，习主席宣布裁军 30 万，我们认为裁军是军队改革的先兆，是加强武器装备建设的信号。9 月 4 日，国防部发言人答记者问时表示：“我们武器装备总体水平比较落后、信息化建设任务很重”、“我们将积极稳妥推进国防和军队改革”等。

我们认为：军队改革往往走在其他改革前面，军队改革会吸引市场对军工股的关注度从而形成短期主题，甚至会引起市场对于我国总体改革预期的提升。另一方面，信息化战争需要联合作战的组织，也需要满足联合作战的装备，军队改革无论方案如何，一定会对武器装备采购体系、建设思路产生深远影响，从而对国防工业产生积极的促进作用。

2.3. 我们预计十月份国防工业改革政策层面将出现突破性进展

2015 年是“十二五”的最后一年，2016 年是“十三五”的开局之年，十月中旬将召开十八届五中全会。中央在四中全会上宣布的各项改革方向，经过一年多时间的论证准备，从条件上和需求上都必须在十一月份之前锚定具体的改革措施。对于国防工业来说，按照许达哲局长的文章“推动军工科研院所分类改革和军工企业改组改制，鼓励社会资本参与国防科技工业改革和投资建设”，我们分析在十月份，科研院所的分类改革将可能出现突破性的进展，进入实施阶段。军工企业改组和改制的方案也有可能推出，特别是改革目标是“小核心，大协作”，我们预计这些改革改组

方案将有利于行业的开放和整合。

3. 我们认为市场环境有利于催化剂发挥作用

◆ 第一、市场出现断崖式下跌的概率非常小，底部区间逐渐形成

2015年6月17日之后的2个多月，中国A股市场出现了连续断崖式的下跌，上证指数最低跌到2850点，但我们认为，底部区间正逐渐形成。

◆ 第二、负面预期已经消化，市场的总体仓位不重

市场在9月3日前，特别是8月下旬最后一轮下跌已经基本消化了“阅兵后军工难有行情”的预期，基本消化了这个负面预期。同时根据我们8月以来的路演调研发现，目前市场主流投资机构的仓位都处于较低水平，在流动性宽松的现阶段，市场在不断寻求方向确定的投资机会，而军工板块改革加快，增长确定，非常有可能成为市场追逐的热点。

◆ 第三、军工股整体微观结构改善，或将打响反弹第一枪。

当前，机构投资者手中军工股的仓位都比较低，经过7月底以来的充分换手，军工股的筹码比较分散。另外市场经过6月下旬以来持续两个月的下跌，投资者的风险偏好急速下降，而市场的短期风险偏好是围绕中值波动的，因此一旦风险偏好上升，军工由于高Beta值的原因，出现加速上涨的概率很大。

图 8: 军工由于高 Beta 值，出现加速上涨的概率很大



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

根据以上判断，我们认为市场环境能够支持军工股催化剂起到有效作用。沿着我们的分析框架，我们认为：在军工板块改革发展不断向好的大背景下，九、十月份催化剂不断出现，市场环境支持这些催化剂起到有效作用，军工将迎来金九红十的行情。

4. 什么样的股票有投资机会？

沿着改革发展两条大主线，根据催化剂的直接程度，我们判断受益标的为：

- **航天三剑客：**航天动力、航天长峰、航天科技（已经停牌）
- **电科四大天王：**国睿科技、卫士通、杰赛科技、四创电子（后两支已经停牌）
- **小肥羊系列：**东华测试（军工测试龙头，工业 4.0 新宠）、银河电子（业绩高增长、最具估值吸引力的军工平台型民参军公司）

表 2:核心受益标的估值表

更新日期 2015/09/21	证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS			PE			投资 评级
			2015/09/21	亿元	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
电科系	002544.SZ	杰赛科技	29.65	153	0.25	0.33	0.43	118.6	89.8	69.0	-
	600562.SH	国睿科技	37.51	96	0.25	0.33	0.43	150.0	113.7	87.2	-
	600990.SH	四创电子	62.75	86	0.25	0.33	0.43	251.0	190.2	145.9	-
	002268.SZ	卫士通	50.32	218	0.25	0.33	0.43	201.3	152.5	117.0	-
航天系	600343.SH	航天动力	19.34	123	0.25	0.33	0.43	77.4	58.6	45.0	-
	000901.SZ	航天科技	52.88	171	0.25	0.33	0.43	211.5	160.2	123.0	-
	600855.SH	航天长峰	21.70	72	0.25	0.33	0.43	86.8	65.8	50.5	-
肥羊系列	002297.SZ	博云新材	11.95	48	0.07	0.24	0.55	170.7	49.8	21.7	增持
	300354.SZ	东华测试	25.00	35	0.55	1.17	2.17	45.5	21.4	11.5	增持
	002519.SZ	银河电子	16.96	97	0.55	0.74	1.02	30.8	22.9	16.6	增持
	002520.SZ	日发精机	19.39	63	0.41	0.84	1.57	47.3	23.1	12.4	增持
中航系	600038.SH	中直股份	42.97	253	0.69	0.86	1.04	62.4	50.1	41.2	增持

资料来源：WIND，国泰君安证券研究

注：有投资评级的公司盈利预期来自国泰君安证券预测，无评级的盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1) 国防工业改革推进慢于预期；
- 2) 军工企业资产证券化进程受阻；

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		