

军工行业 2018 中报总结

2018 年 09 月 03 日

全产业链景气得到验证，当前时点坚定看好 板块行情

增持（首次）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 产业链整体高度景气，各环节业绩均显著增长

将军工上市公司大致分为主机厂类、系统级配套商、上游元器件/材料配套商三个类别，并选出每个类别中主流公司，分别对 2018 中报情况进行分析得出 2 点结论，第一，整个军工产业链呈现出高度景气，产业链不同环节的厂商 2018H1 均实现了业绩增长；第二，元器件、材料等上游领域的需求弹性更大，具有灵活机制的民营企业上半年增速更快。

■ 存货、应收等进一步验证产业景气，现金流传导仍需时日

我们依然是从主机厂、系统及配套商、元器件/材料配套商三个角度对企业现金流的分析进行分析。一方面，企业的存货和上游采购同时增加，显示行业高景气度，另一方面，配套厂商的经营性净现金流普遍低于净利润，说明现金流从主机厂向上游传导尚需时日。

■ 当前观点：坚定看好军工板块行情

当前时点我们坚定看好军工板块行情，原因如下：

1、军工上市公司中报亮眼，报告中的主机厂利润平均增速 66%，产业链景气得到进一步验证；

2、股价和估值处于底部，8 月以来板块跌幅较大，目前主流军工标 2018 年 PE 中位数小于 35 倍，部分标的小于 30 倍；

3、预计 2018 三四季度军工行业改革持续推进，驱动板块行情。

我们认为，当前应把握三条投资主线：

第一，我们持续推荐主机厂中上市资产完整度最高的【中航沈飞】、【内蒙一机】；

第二，推荐产业链上游业绩弹性大、估值低的标的【火炬电子】；

第三，建议关注受益于科研院所改制的标的【中航机电】、【四创电子】、【国睿科技】。

■ 风险提示：装备列装进度不及预期；军工领域改革不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《东吴军工双周报：板块又到历史低位，持续战略看好军工板块 2018 年整体行情》2018-08-28
- 2、《计算机应用行业：继续推荐云计算和自主可控》2018-08-19
- 3、《国防军工行业双周报：板块又到历史低位，持续战略看好军工板块 2018 年整体行情》2018-08-12

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
603678	火炬电子	96.69	21.36	0.52	0.85	1.18	53.09	25.13	18.10	买入
600967	内蒙一机	231.65	13.71	0.31	0.45	0.56	38.78	30.47	24.48	买入
600760	中航沈飞	525.63	37.62	0.51	0.61	0.79	73.76	61.67	47.62	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 产业链整体高度景气，各环节业绩均显著增长	4
2. 存货、应收等进一步验证产业景气，现金流传导仍需时日	5
3. 当前观点：坚定看好军工板块行情	9
4. 风险提示	9

图表目录

表 1: 重点公司估值	1
表 2: 主机厂类上市公司 2018H1 收入利润情况	4
表 3: 系统级配套商 2018H1 收入利润情况	4
表 4: 上游元器件/材料配套商 2018H1 收入利润情况	5
表 5: 主机厂类上市公司 2018H1 经营性净现金流与净利润情况	6
表 6: 中航沈飞 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元)	6
表 7: 内蒙一机 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元).....	7
表 8: 3 家主机厂类上市公司 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元).....	7
表 9: 系统级配套商和上游元器件/材料供应商 2018H1 经营性净现金流与净利润	8
表 10: 系统级配套商和上游元器件/材料供应商 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元)	8

1. 产业链整体高度景气，各环节业绩均显著增长

我们将军工上市公司大致分为主机厂类、系统级配套商、上游元器件/材料配套商三个类别，并选出每个类别中主流的、具有代表性的公司，分别对 2018 中报情况进行分析。

主机厂方面，我们选取了三家飞机主机厂（中航飞机、中航沈飞、中直股份），以及陆战装备主机厂内蒙一机、航空发动机主机厂航发动力。从收入来看，2018H1 主机厂的收入均有不同程度的增长，其中中航沈飞大幅增长是因为今年推进均衡生产，从利润来看，增速都比收入更快（中航沈飞除外），主要与期间费用、补助、折旧、减值等因素相关。

表 2：主机厂类上市公司 2018H1 收入利润情况

证券代码	证券简称	2018H1 营业收入 总收入 (亿元)	2018H1 营业收入 同比增长(%)	2018H1 归母净利润 (亿元)	2018H1 归母净利润 同比增长(%)	业绩变动原因
000768.SZ	中航飞机	132.72	23.47	1.62	77.33	
600760.SH	中航沈飞	62.57	519.27	1.00	扭亏为盈	推进均衡生产，收入利润大幅提升
600038.SH	中直股份	53.59	0.94	1.78	15.98	
600967.SH	内蒙一机	50.82	10.91	2.89	47.28	
600893.SH	航发动力	83.12	5.83	3.60	125.92	期间费用减少导致利润大幅增加

注：收入利润增速为调整后

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

系统级配套商方面，我们选取了中航工业集团下属的中航电子、中航电测、中航机电，以及航天科技集团下属的航天电子，几家公司收入、利润都实现了增长，平均增速分别为 12%、13%。

表 3：系统级配套商 2018H1 收入利润情况

证券代码	证券简称	2018H1 营业收入 总收入(亿元)	2018H1 营业收入 同比增长(%)	2018H1 归母净利润 (亿元)	2018H1 归母净利润 同比增长(%)
600879.SH	航天电子	60.71	8.73	2.24	7.13
002013.SZ	中航机电	54.50	11.68	2.89	13.53
600372.SH	中航电子	29.73	8.97	1.48	1.77
300114.SZ	中航电测	7.01	19.64	0.91	28.23

注：收入利润增速为调整后

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上游元器件/材料配套商方面，我们选取了从事军工电子元器件业务的中航光电、航天电器、振华科技、火炬电子、宏达电子，以及从事军用碳纤维业务的光威复材，其中火炬电子、宏达电子、光威复材为民营企业，其余公司为国有企业。航天电器和振华科技收入增速为负值，根据中报披露，航天电器产品订单稳步增长，但是受产能储备等因素影响，公司营业收入未能实现同步增长；振华科技主动压降盈利能力较低的通信终端业务，并且加强业务管控，压缩部分低附加值、非主业业务，因此收入同比下降，而利润依然实现增长。整体上看，产业链上游的元器件/材料供应商 2018H1 业绩也实现增长，并且民营企业的增速高于国有企业，我们认为原因在于民企机制灵活，在行业回暖、订单增长时反应速度更快。

表 4：上游元器件/材料配套商 2018H1 收入利润情况

证券代码	证券简称	2018H1 营业收入(亿元)	2018H1 营业收入同比增速(%)	2018H1 归母净利润(亿元)	2018H1 归母净利润同比增速(%)
002179.SZ	中航光电	35.85	18.20	4.65	5.37
002025.SZ	航天电器	11.69	-8.15	1.57	5.43
000733.SZ	振华科技	30.22	-31.52	1.64	14.35
603678.SH	火炬电子	9.41	12.30	1.76	51.17
300699.SZ	光威复材	6.51	32.59	2.14	40.37
300726.SZ	宏达电子	3.09	28.86	1.29	35.45

注：收入利润增速为调整后

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，从上述分析可得出 2 点结论，第一，整个军工产业链呈现出高度景气，产业链不同环节的厂商 2018H1 均实现了业绩增长；第二，元器件、材料等上游领域的需求弹性更大，具有灵活机制的民营企业上半年增速更快。

2. 存货、应收等进一步验证产业景气，现金流传导仍需时日

对现金流的分析主要是将经营性净现金流与净利润对比，我们依然是从主机厂、系统及配套商、元器件/材料配套商三个角度进行分析。

主机厂方面，我们选取的 5 家公司中，内蒙一机、中直股份的经营性净现金流为正并且大于归母净利润，其余 3 家公司经营性净现金流为负值。我们在之前发布的报告《主流军工企业报表分析，从现金流和关联交易看产业链地位和成长性》中提出，内蒙一机和中航沈飞由于下游直接面对军队客户，关联交易占比小，因此 2017 年底军队客户打款速度加快也最直接反映在这两家公司的报表上，2018H1 我们依然将这两家公司作为重点分析的对象。

表 5: 主机厂类上市公司 2018H1 经营性净现金流与净利润情况

证券代码	证券简称	2018H1 归母净利润 (亿元)	2018H1 经营性净现 金流 (亿元)
600967.SH	内蒙一机	2.89	20.30
600038.SH	中直股份	1.78	6.07
000768.SZ	中航飞机	1.62	-15.58
600760.SH	中航沈飞	1.00	-25.21
600893.SH	航发动力	3.60	-25.57

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中航沈飞的现金流量表补充资料显示, 现金流为负的主要原因是: 1、2018H1 末存货比 2017 年末增加 13.07 亿元; 2、经营性应付项目减少 21.1 亿元, 这里的经营性应付项目包括与经营活动相关的应付账款、应付票据、其他应付款以及预收账款等, 其中预收款项 2018H1 末为 67.62 亿元, 比 2017 期末 110.69 亿元显著下降。

表 6: 中航沈飞 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导 (亿元)

净利润	1.02
加: 资产减值准备	0.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1.94
无形资产摊销	0.24
长期待摊费用摊销	0.01
财务费用	0.08
投资损失	0.26
递延所得税资产减少	-0.16
存货的减少	-13.07
经营性应收项目的减少	5.01
经营性应付项目的增加	-21.10
经营活动产生的现金流量净额	-25.21

数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

内蒙一机经营性应收的减少和应付增加是现金流大于净利润的主要原因。应付中主要是预收款项和应付账款大幅增加, 预收款项 52.53 亿元, 比上年度末增加 59%, 主要是收到军方预付货款大幅增加。根据中报披露, 2018 年上半年公司军品订货再创新高, 应付账款 29 亿元, 比上年度末增加 38%, 主要是材料采购增加未到付款期。同时, 公司存货 21.83 亿元, 比上年度末增加 32.7%。

我们认为, 公司的材料采购、存货、军品预收款同时大幅增加, 表明公司下游需求非常旺盛, 订单饱满, 并且公司正积极推进产品的生产交付, 因此我们预计公司全年将保持业绩快速增长。

表 7：内蒙一机 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元)

净利润	2.91
加：资产减值准备	0.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1.00
无形资产摊销	0.41
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.02
财务费用	0.04
投资损失	-0.14
递延所得税资产减少	-0.02
存货的减少	-5.38
经营性应收项目的减少	10.37
经营性应付项目的增加	10.89
经营活动产生的现金流量净额	20.30

数据来源：公司 2018 年半年报，东吴证券研究所

另外 3 家主机厂类上市公司中，中直股份现金流情况最好，主要是因为应收减少和应付增加，中航飞机和航发动力由于存货和应收明显增加，导致经营性净现金流为负。整体上看，3 家公司的存货和上游采购同时增加，显示行业高景气度，然而由于不直接面对军方客户，客户打款的资金传导需要一定过程。

表 8：3 家主机厂类上市公司 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元)

	中直股份	中航飞机	航发动力
净利润	1.73	1.08	3.72
加：资产减值准备	0.01	-0.37	0.27
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1.27	2.38	6.15
无形资产摊销	0.11	0.15	0.70
长期待摊费用摊销		0.00	0.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-0.03	0.00
固定资产报废损失		0.23	0.00
财务费用	0.13	0.24	2.24
投资损失	-0.01	-0.04	-0.29
递延所得税资产减少	-0.09	0.12	-0.04
递延所得税负债增加	-0.05	-0.06	-0.01
存货的减少	-7.94	-35.13	-21.06
经营性应收项目的减少	6.22	-26.39	-24.63
经营性应付项目的增加	4.60	41.78	7.33
其他	0.08	0.46	
间接法-经营活动产生的现金流量净额	6.07	-15.58	-25.57

数据来源：公司 2018 年半年报，东吴证券研究所

从系统级配套商和上游元器件/材料供应商看，2018H1 经营性净现金流普遍小于净利润，并且大多数公司的经营性净现金流为负值。从现金流量表补充资料来看，现金流为负的主要原因在于应收和存货的增加。我们认为，第一，军工行业的供应商大多以销定产，不会出现产品积压滞销的情况，因此存货增加意味着订单增加，说明下游需求的景气已传导至上游供应商；第二，应收增加说明公司交付了产品未收到货款，军工行业的上游厂商回款慢是长期现象，目前来看 2017 年底军队客户打款速度加快尚未传导至上游厂商，我们认为，随着行业的持续景气，上游厂商现金流也将出现好转。

表 9：系统级配套商和上游元器件/材料供应商 2018H1 经营性净现金流与净利润

		2018H1 归母净利润 (亿元)	2018H1 经营性净现金流 (亿元)
600879.SH	航天电子	2.24	-9.31
002013.SZ	中航机电	2.89	-6.28
600372.SH	中航电子	1.48	-2.94
300114.SZ	中航电测	0.91	-0.35
002179.SZ	中航光电	4.65	-1.23
002025.SZ	航天电器	1.57	-1.64
000733.SZ	振华科技	1.64	-0.58
603678.SH	火炬电子	1.76	0.46
300699.SZ	光威复材	2.14	0.81
300726.SZ	宏达电子	1.29	-0.20

数据来源：公司 2018 年半年报，东吴证券研究所

表 10：系统级配套商和上游元器件/材料供应商 2018H1 从净利润向经营性净现金流推导(亿元)

	航天电子	中航电子	中航机电	中航电测	中航光电	航天电器	振华科技	宏达电子	火炬电子	光威复材
净利润	2.41	1.49	3.34	1.04	4.90	1.63	1.65	1.30	1.76	2.14
存货的减少	-0.01	-0.72	-0.57	0.73	-4.65	-0.92	2.53	-0.48	-0.64	0.20
经营性应收项目的减少	-16.47	-7.47	-13.32	-1.86	-8.35	-5.27	-6.33	-2.39	-1.06	-1.72
经营性应付项目的增加	1.95	3.48	0.61	-0.55	5.39	2.28	-0.46	1.16	0.09	-0.54
其他项目	2.80	0.29	3.66	0.29	1.47	0.65	2.02	0.21	0.32	0.72
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-9.31	-2.94	-6.28	-0.35	-1.23	-1.64	-0.58	-0.20	0.46	0.81

注：其他项目包括折旧、摊销等除了应收应付和存货以外的所有项目

数据来源：公司 2018 年半年报，东吴证券研究所

我们认为，上述分析可印证第一章的观点，即军工产业链整体景气下游需求旺盛，同时，资金从主机厂向上游配套商传导还需时日。

3. 当前观点：坚定看好军工板块行情

当前时点我们坚定看好军工板块行情，原因如下：

1、军工上市公司中报亮眼，报告中的主机厂利润平均增速 66%，产业链景气得到进一步验证；

2、股价和估值处于底部，8 月以来板块跌幅较大，目前主流军工标 2018 年 PE 中位数小于 35 倍，部分标的小于 30 倍；

3、预计 2018 三四季度军工行业改革持续推进，驱动板块行情。

我们认为，当前应把握三条投资主线：

第一，我们持续推荐主机厂中上市资产完整度最高的【中航沈飞】、【内蒙一机】；

第二，推荐产业链上游业绩弹性大、估值低的标的【火炬电子】

第三，建议关注受益于科研院所改制的标的【中航机电】、【四创电子】、【国睿科技】。

4. 风险提示

武器装备研制生产进度不及预期。大型武器装备系统复杂，研制周期长，技术突破与试验结果具有不确定性，若研发和批产的进度不及预期，将对整个产业链的业绩放量产生影响；

军工行业改革推进不及预期。军工行业改革包括科研院所改制、混合所有制改革、军民融合、军品定价机制改革等，相关政策的出台、执行进度具有不确定性，改革推进的不及预期将影响整个军工产业链运行效率的提升。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

