



Research and
Development Center

军工行业盈利改善明显，基本面拐点到来逐步印证

军工行业 2018 年中报梳理

2018 年 09 月 05 日

范海波 行业分析师

李勇鹏 行业分析师

军工行业盈利改善明显，基本面拐点到来逐步印证

军工行业 2018 年中报梳理

2018 年 09 月 05 日

本期内容提要：

- ◆ **2018H1 军工行业营收、归母净利润双双高增长，归母净利增速较去年同期进一步提高。**2018 年上半年军工行业实现营业总收入 2288.2 亿元，同比增速 11%，营收增速为 3 年同期最高水平；实现归母净利 110.42 亿元，增速 29.75%。上半年军工行业营收及归母净利润双增长，且归母净利润增速大幅高于收入增速。信达军工行业 2018 年中报扣非后归母净利润规模达 82.83 亿元，同比增速 23.5%，略低于归母净利润增速。
- ◆ **2018H1 年除船舶外子行业营业总收入均实现正增长，其中航空、航天、核工业营业总收入增速较上年同期有显著提高。**从盈利情况来看改善幅度较收入更为明显，地面兵装、航空、航天、军工电子及信息化行业 2018H1 归母净利润增速水平均延续 2018Q1 增长趋势，且较去年同期增速提升明显，地面兵装、航空、航天、军工电子及信息化行业 2018H1 归母净利润增速分别为 51.64%、56.96%、42.21%、34.41%，较去年同期增速分别提高 32.23pct、45.78pct、72.01pct、15.05pct。
- ◆ **2018H1 央企军工集团盈利增速达 35.1%，大幅超越民营资本及地方国企。**营业收入方面央企军工集团改善十分明显，从去年同期负增长转为正增长，增速达 8.02%；民营资本军工企业收入增速较去年同期有所下滑，但仍保持较高增长，增速达 25.49%。央企军工集团归母净利润增速则大幅超越去年同期，2018H1 央企军工集团归母净利润增速达 35.10%（去年同期仅 1.50%），同时也高于民营资本军工企业 30.35%的增速。地方国企及其他央企收入及净利润增长进一步下滑。
- ◆ 中报已经开始逐步验证我们前期一再强调的基本面拐点出现，以信达军工跟踪的 122 家军工企业中报披露盈利情况来看，整个军工行业 2018H1 延续了 2018Q1 盈利改善趋势，继续保持较高增长。军工行业归母净利同比增速达 29.75%，较去年大幅提升；从板块来看，央企军工集团改善明显，2018H1 央企军工集团归母净利润同比增速达 35.1%；在子行业中，航空及地面兵装同比增速分别为 56.96%、51.64%。尤其需要注意的是，主机厂盈利改善趋势显著高于行业平均水平。
- ◆ 目前市场情况来看，市场目前担忧的是是否会出现“杀盈利”的情况，军工行业具有明显的逆周期确定性，在估值底已经形成的情况下，盈利下行风险很小，中报基本面也同样反映盈利持续改善趋势，在机构低配、估值处于历史相对估值低位、盈利保持大幅度改善趋势情况下，军

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

行业研究——专题研究

军工行业



上次评级：看好，2018.08.21

军工行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

李勇鹏 军工行业分析师

执业编号：S1500517110001

联系电话：+86 10 83326846

邮箱：liyongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

工行业有望脱离与创业板的联动效应，形成独立行情。我们认为军工基本面大周期是向上的，这主要是基于装备研制列装周期成熟带来的采购量提升、国防开支上行做出的判断，在国内经济温和下行背景下，市场目前对各行业后续盈利预期不乐观，担忧在经济下行背景下企业盈利出现下滑，但相对来说军工企业整体收入和盈利水平受军品采购周期影响更大，与宏观经济运行相比具有较明显的逆周期特性，因此我们认为后续军工企业在宏观经济整体承压背景下，盈利将具有较高的韧性及景气度，在机构低配、估值处于历史相对估值低位、盈利保持大幅度改善趋势情况下，军工行业有望脱离与创业板的联动效应，形成独立行情。

- ◆ **风险因素：**装备列装进度低于预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

目录

行业整体情况	1
军工行业整体营收及归母净利延续改善趋势继续保持较高增长	1
ROE 触底回升态势延续，盈利质量持续改善	2
军工子行业盈利表现	4
央企军工、民营军工及地方国企军工企业盈利表现	6
行业核心观点	8
风险因素	9

图目录

图 1: 信达军工行业 18 年中报营业总收入及同比增速	1
图 2: 信达军工行业 2018 年中报归母净利润及增速	1
图 3: 信达军工行业 18 年中报扣非后归母净利润及同比增速	2
图 4: 信达军工行业单季度收入及归母净利润增速情况	2
图 5: 军工行业 ROE 企稳回升	3
图 6: 信达军工行业 18 年中报毛利率 18.06%	3
图 7: 信达军工行业 2018 年中报净利率达近 5 年来新高	3
图 8: 信达军工行业 2018 年中报资产负债率进一步降低	4
图 9: 信达军工行业 2018 年中报资产周转率基本保持平稳	4
图 10: 军工子行业 2018H1 年营业总收入增速	4
图 11: 军工子行业 2018H1 年归母净利润增速	4
图 12: 军工各子行业 2018H1 年营业总收入占比	5
图 13: 军工子行业 2018H1 归母净利润占比	5
图 14: 军工各子行业近 3 年中报净资产收益率变化	5
图 15: 军工子行业近年资产负债率变化	5
图 16: 军工各子行业近 3 年中报净利率	6
图 17: 军工子行业近年周转率	6
图 18: 2018H1 央企军工集团收入改善明显	7
图 19: 不同股东性质 2018H1 年归母净利润增速情况	7
图 20: 2018H1 不同股东性质 ROE 变化情况	7
图 21: 不同股东性质 2018H1 年净利率	7
图 22: 2018H1 不同股东性质资产负债率	8
图 23: 不同股东性质资产周转率	8
图 24: 各央企军工集团收入增速	8
图 25: 各央企军工集团归母净利润增速	8

行业整体情况

军工行业整体营收及归母净利延续改善趋势，继续保持较高增长

军工板块已悉数披露 2018 年中报，以信达军工跟踪 122 只军工股为可比口径（下文如无说明，“军工板块”均指此可比口径），梳理军工行业业绩变化情况，报告中所涉及收入及利润增速均为经调整后数据。

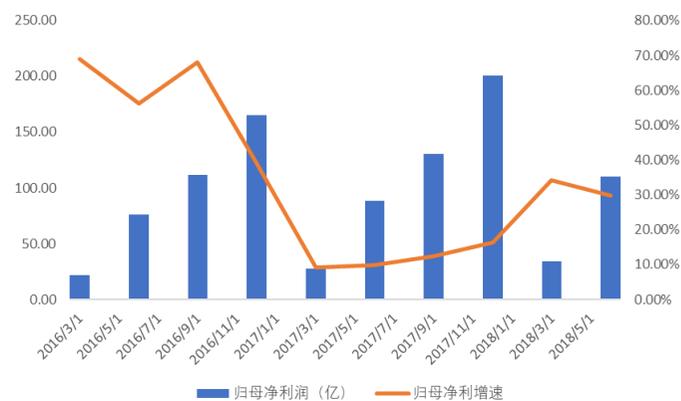
2018 年上半年军工行业实现营业总收入 2288.2 亿元，同比增速 11%，营收增速为 3 年同期最高水平；实现归母净利 110.42 亿元，增速 29.75%。上半年军工行业营收及归母净利润双增长，且归母净利润增速大幅高于收入增速。信达军工行业 2018 年中报扣非后归母净利润规模达 82.83 亿元，同比增速 23.5%，略低于归母净利润增速。

图 1：信达军工行业 18 年中报营业总收入及同比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：信达军工行业 2018 年中报归母净利润及增速

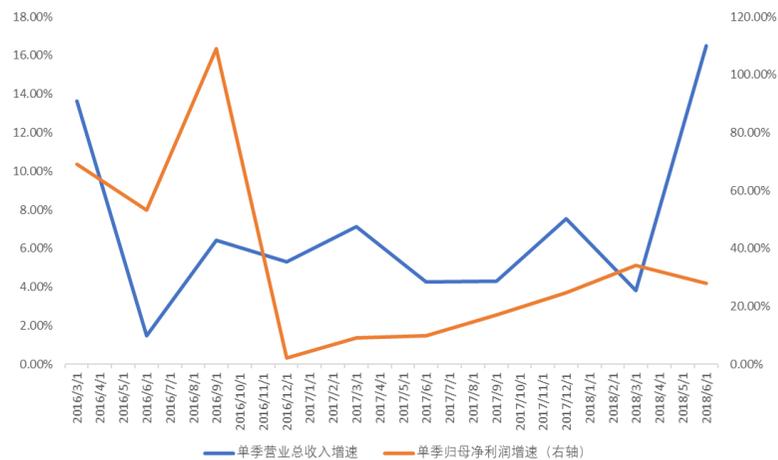


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：信达军工行业 18 年中报扣非后归母净利润及同比增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

军工行业单季度收入及归母净利润情况持续向好，受行业基本面持续向好及中航工业均衡交付的持续推进，2018Q2 收入增速达 16.51%，创近 3 年来最高增速；同时归母净利润延续了 17 年来持续增长的趋势，归母净利润增速达 27.87%。

图 4：信达军工行业单季度收入及归母净利润增速情况


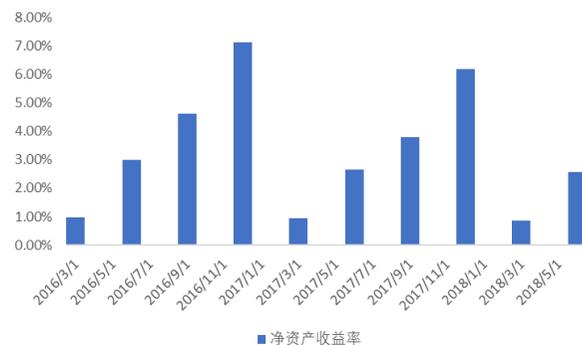
资料来源：万得，信达证券研发中心

ROE 触底回升态势延续，盈利质量持续改善

2018H1 军工行业整体 ROE 在较上年同期小幅下降，达 2.57%（上年同期 2.64%），但仍保持在上升通道。在净利率明显提

升、资产周转率基本持平的情况下，ROE 小幅下降主要原因为资产负债率下降较为明显。

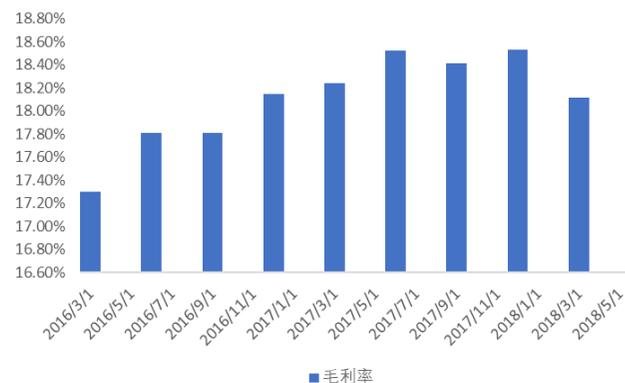
图 5：军工行业 ROE 企稳回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

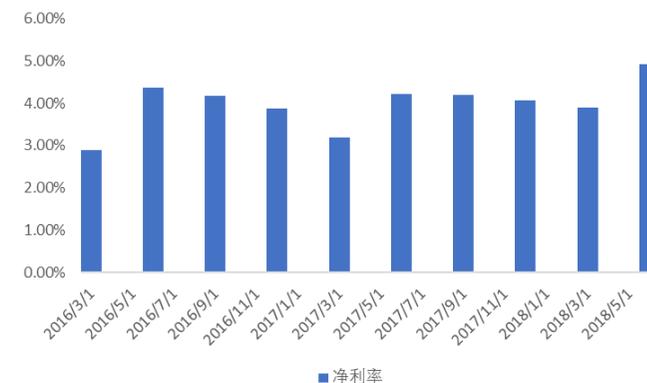
军工行业毛利率水平仍处于 2015 年以来上升改善通道，同时净利率提升幅度明显，中报净利率达 4.92% (去年同期 4.22%)，这一净利率水平也是 2012 年以来军工行业净利率最高水平。

图 6：信达军工行业 18 年中报毛利率 18.06%



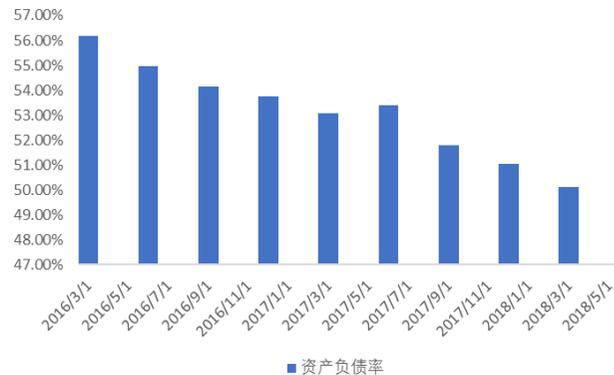
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：信达军工行业 2018 年中报净利率达近 5 年来新高

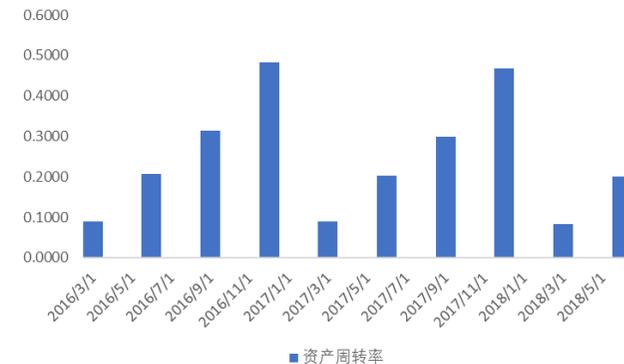


资料来源：万得，信达证券研发中心

军工行业整体资产负债率进一步降低，行业自 2015 年开始去杠杆，资产负债率持续降低，2018H1 资产负债率达 50.82%，已经实现 12 个季度资产负债率下降。中报资产周转率基本与去年同期持平，为 0.2014 (去年同期 0.2025)。总的说来资产周转率自 2015 年以来已经触底，基本维持在这一水平，未来随着基本面好转，预计周转率将出现明显提升。

图 8：信达军工行业 2018 年中报资产负债率进一步降低


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：信达军工行业 2018 年中报资产周转率基本保持平稳


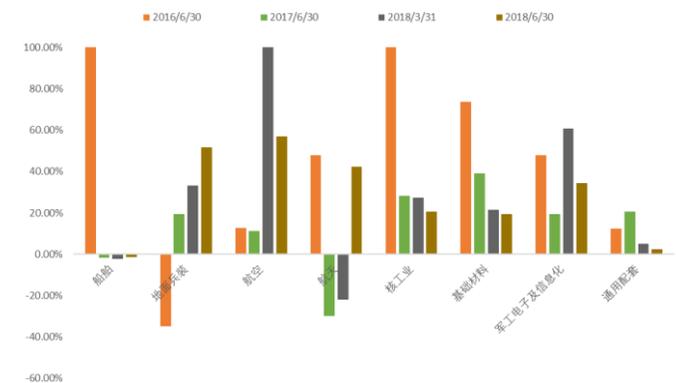
资料来源：万得，信达证券研发中心

军工子行业盈利表现

军工板块包括航空、航天、船舶、地面兵装、军工电子及信息化、核工业、基础材料、通用配套 8 个子行业，2018H1 年除船舶外子行业营业总收入均实现正增长，其中航空、航天、核工业营业总收入增速较上年同期有显著提高。从盈利情况来看改善幅度较收入更为明显，地面兵装、航空、航天、军工电子及信息化行业 2018H1 归母净利润增速水平均延续 2018Q1 增长趋势，且较去年同期增速提升明显，地面兵装、航空、航天、军工电子及信息化行业 2018H1 归母净利润增速分别为 51.64%、56.96%、42.21%、34.41%，较去年同期增速分别提高 32.23pct、45.78pct、72.01pct、15.05pct。

图 10：军工子行业 2018H1 年营业总收入增速

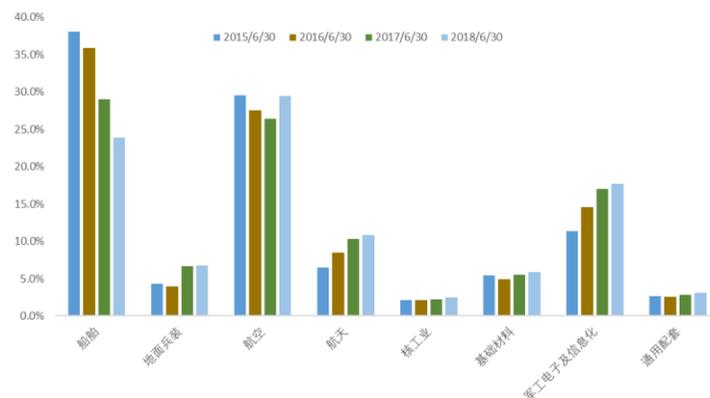

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：军工子行业 2018H1 年归母净利润增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

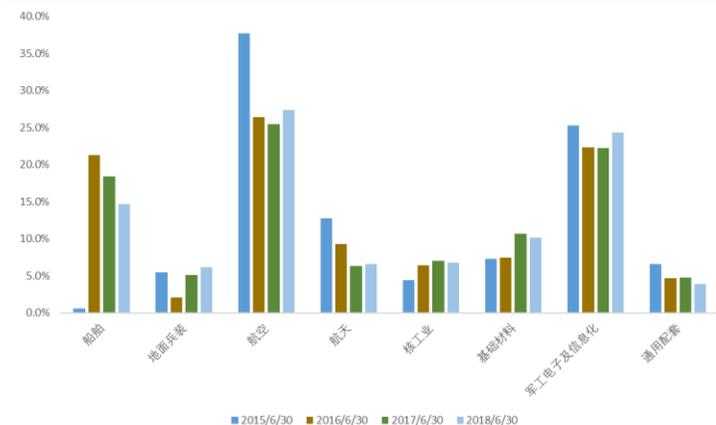
航空、地面兵装、军工电子及信息化子行业在军工行业中盈利占比持续提升。从收入来看，航空、军工电子及信息化、航天占军工板块收入占比较上年同期有明显增长，其中航空占比大幅提升 2.9pct；航空、地面兵装、军工电子及信息化归母净利润占比提升较为明显。航空、军工电子及信息化为目前为军工行业贡献利润最多的两个子行业。

图 12: 军工各子行业 2018H1 年营业总收入占比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 军工子行业 2018H1 归母净利润占比

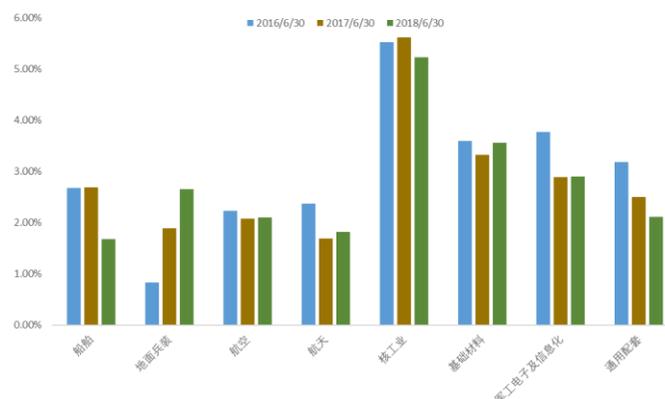


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

子行业中地面兵装、航天 ROE 改善幅度明显，航空、军工电子及信息化小幅提升。地面兵装、军工电子及信息化的 ROE 改善主要受益于资产负债率提升和净利率的大幅改善，相较其他子行业，地面兵装、军工电子及信息化 45%左右的资产负债率水平不高，仍有一定加杠杆空间。

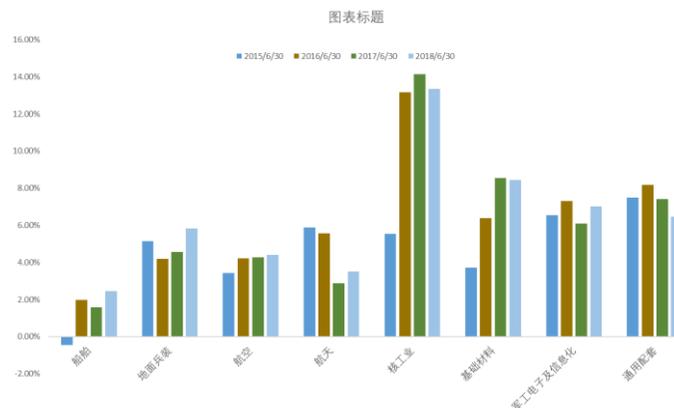
图 14: 军工各子行业近 3 年中报净资产收益率变化

图 15: 军工子行业近年资产负债率变化



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

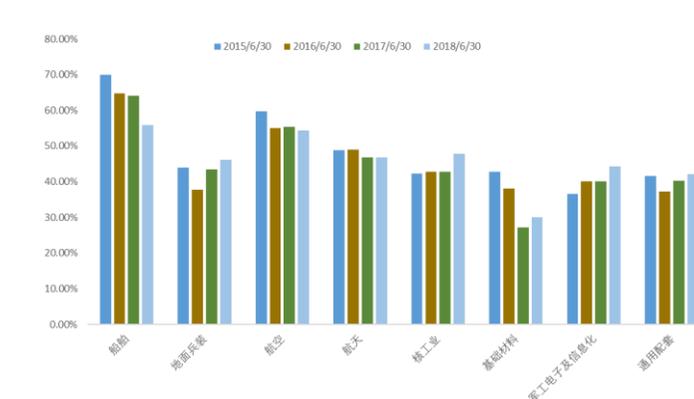
图 16: 军工各子行业近3年中报净利率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

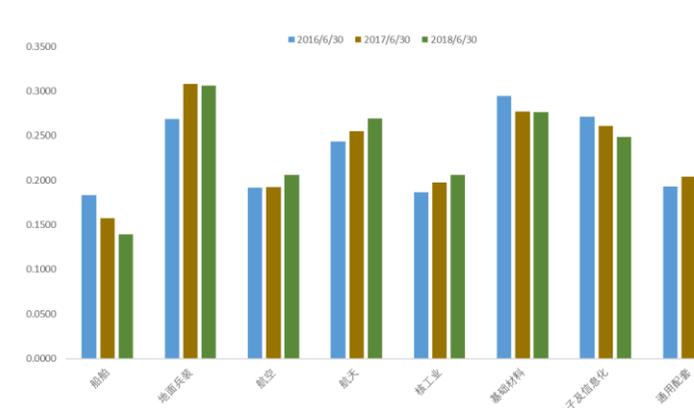
央企军工、民营军工及地方国企军工企业盈利表现

2018H1 央企军工集团盈利增速达 35.1%，大幅超越民营资本及地方国企。营业收入方面央企军工集团改善十分明显，从去年同期负增长转为正增长，增速达 8.02%；民营资本军工企业收入增速较去年同期有所下滑，但仍保持较高增长，增速达 25.49%。央企军工集团归母净利润增速则大幅超越去年同期，2018H1 央企军工集团归母净利润增速达 35.10%（去年同期仅



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

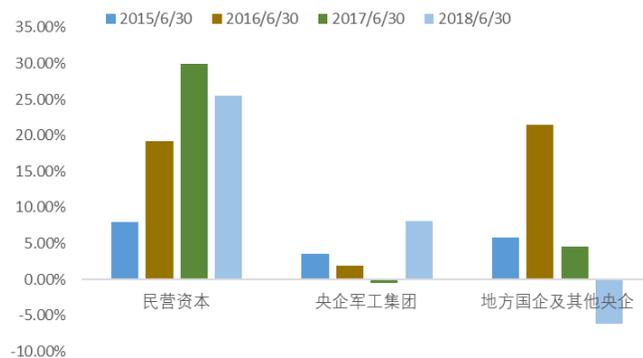
图 17: 军工子行业近年周转率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

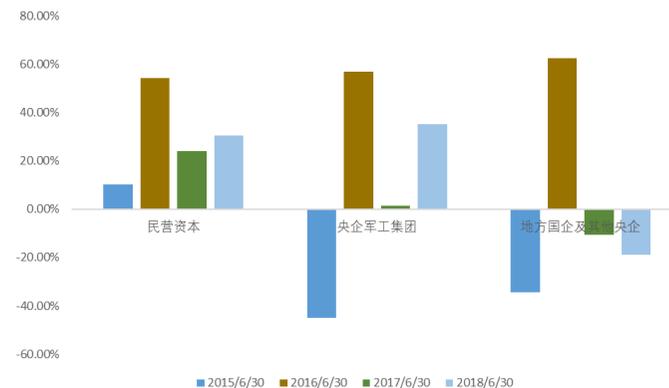
1.50%)，同时也高于民营资本军工企业 30.35%的增速。地方国企及其他央企收入及净利润增长进一步下滑。

图 18：2018H1 央企军工集团收入改善明显



资料来源：万得，信达证券研发中心

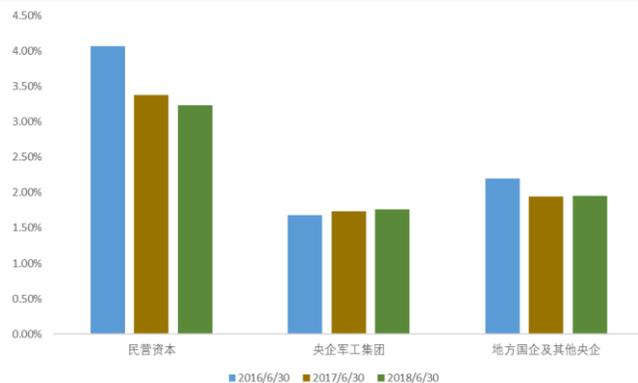
图 19：不同股东性质 2018H1 年归母净利润增速情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

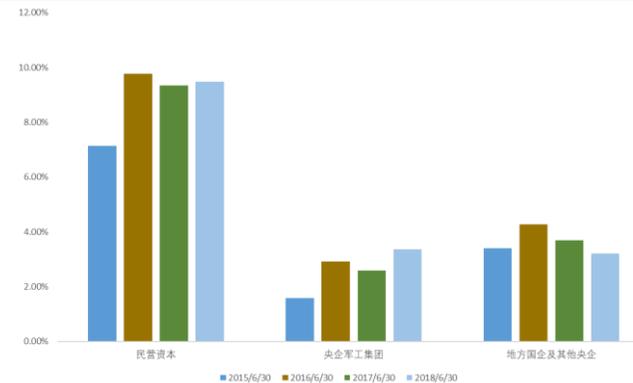
央企军工集团企业 ROE 仍处于小幅改善通道，民营资本军工企业 ROE 微降，地方国企及其他央企保持平稳。央企军工集团在资产负债率持续降低情况下仍实现 ROE 改善，主要受益于净利率大幅提升，2018H1 央企军工集团净利率达 3.35%，较去年同期提高 0.76pct，且净利率仍处于持续改善通道。

图 20：2018H1 不同股东性质 ROE 变化情况

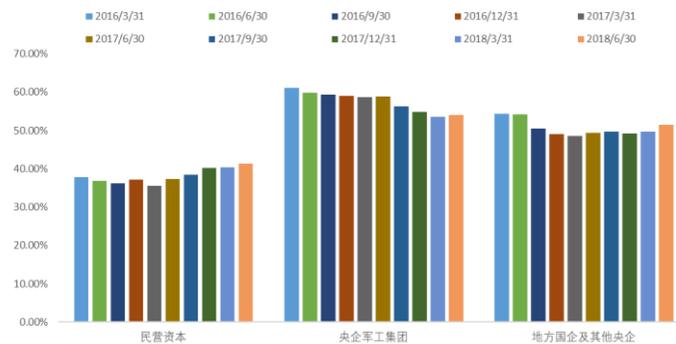


资料来源：万得，信达证券研发中心

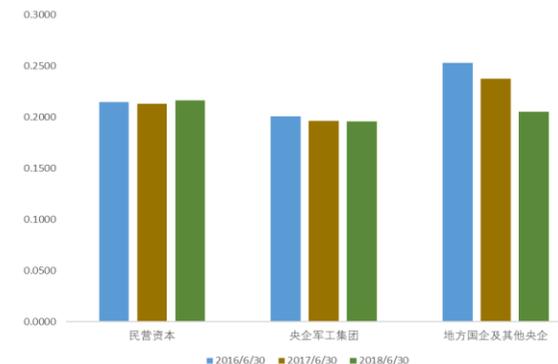
图 21：不同股东性质 2018H1 年净利率



资料来源：万得，信达证券研发中心

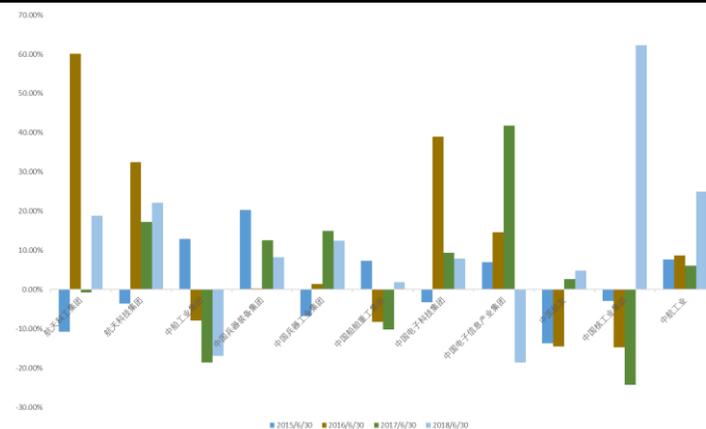
图 22: 2018H1 不同股东性质资产负债率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

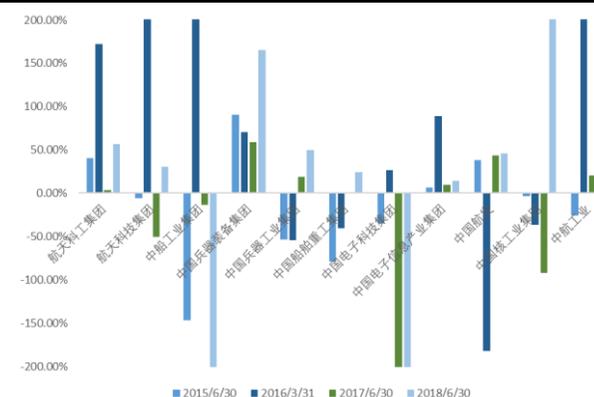
图 23: 不同股东性质资产周转率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在央企军工集团中, 兵器装备集团、兵器工业集团、中航工业、航天科工集团盈利增速较上年同期明显加快。

图 24: 各央企军工集团收入增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 各央企军工集团归母净利润增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

行业核心观点

我们研究表明军工行业市场表现与创业板联动特性在今年以来是进一步加强的, 因此我们建议根据军工和创业板联动效应, 选择具有估值相对具有安全边际的标的, 把握军工行业投资机会。同时我们也认为, 军工行业后续投资逻辑的演绎, 要尤为关注军工行业能否脱离创业板的影响, 形成所谓基于基本面拐点的“军工 2.0”行情。因此对于军工行业基本面运行趋势判断

即成为军工行业后续行情走向重点。

中报已经开始逐步验证我们前期一再强调的基本面拐点出现，以信达军工跟踪的 122 家军工企业中报披露盈利情况来看，整个军工行业 2018H1 延续了 2018Q1 盈利改善趋势，继续保持较高增长。军工行业归母净利润同比增速达 29.75%，较去年大幅提升；从板块来看，央企军工集团改善明显，2018H1 央企军工集团归母净利润同比增速达 35.1%；在子行业中，航空及地面兵装同比增速分别为 56.96%、51.64%。尤其需要关注的是，我们跟踪的 8 家主机厂及核心装备央企盈利情况改善幅度显著高于行业整体水平，达 5141.5%。

目前市场情况来看，市场目前担忧的是是否会出现“杀盈利”的情况，军工行业具有明显的逆周期确定性，在估值底已经形成的情况下，盈利下行风险很小，中报基本面也同样反映盈利持续改善趋势，在机构低配、估值处于历史相对估值低位、盈利保持大幅度改善趋势情况下，军工行业有望脱离与创业板的联动效应，形成独立行情。我们认为军工基本面大周期是向上的，这主要是基于装备研制列装周期成熟带来的采购量提升、国防开支上行做出的判断，在国内经济温和下行背景下，市场目前对各行业后续盈利预期不乐观，担忧在经济下行背景下企业盈利出现下滑，但相较来说军工企业整体收入和盈利水平受军品采购周期影响更大，与宏观经济运行相比具有较明显的逆周期特性，因此我们认为后续军工企业在宏观经济整体承压背景下，盈利将具有较高的韧性及景气度，在机构低配、估值处于历史相对估值低位、盈利保持大幅度改善趋势情况下，军工行业有望脱离与创业板的联动效应，形成独立行情。

主战装备研制成熟及列装，为装备升级换代带来的大规模采购奠定良好基础。我国新一代主战装备纷纷于近几年研制成熟，进入密集定型、列装服役周期，主战装备大规模采购具备了条件。尤其是航空更是多型主战装备都具备了采购条件，同时又有大量需求，航空主战装备放量采购将会是大概率事件。2018 年中央一般公共预算支出安排中，国防支出 11069.51 亿元，增长 8.1%，18 年起军费开支从“主要用于支持深化国防和军队改革”倾向“用于更新武器装备”。

聚焦军机产业链投资机会，重点关注主机厂。基于军工行业整体向好，且航空主战装备未来三到五年将处于采购景气高峰的判断，我们强烈建议聚焦军机产业链投资机会。

风险因素

装备列装进度低于预期；军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期；板块盈利改善情况不及预期。

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士，加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

李勇鹏，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近 7 年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。