

18年三季报综述：资产负债表端逐季好转，再次验证行业基本面改善

■三季报再次验证行业基本面改善，行业中长期逻辑没有改变。利润表受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业继续保持稳健增长。2018年三季报在营收端及利润端均创下同比新高，合计实现营收(3475.24亿，同比增长15.28%)、归母净利润(135.74亿，同比增长16.38%)，其中归母净增速剔除天海防务13.36亿元大额资产减值损失的扰动后，实现27.61%的增长。截至2018年三季报，军工行业在A股29个行业中，收入端增速排在第16位、归母净利润增速排在第13位，处于中部位置。三季报毛利率下降至17.15%，净利率上升至3.91%，主要因为军工上市公司“降本增效”效果显著，“三费”费率均出现不同程度下降，但需警惕军工企业因PPI指数上涨、利润空间压缩的风险。

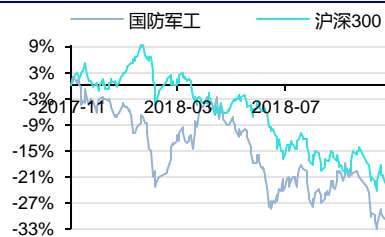
三季报资产负债表科目呈现出持续改善、逐季好转的态势。我们在此前报告反复强调重点关注预收账款(体现在手订单情况)、存货(尤其原材料能反映中长期的增长)、应付账款(反映为满足订单生产的采购情况)等科目的变化。其中：①预收账款同比增长38.37%，高于中报的33.56%，兵器、信息化、船舶、航空增长较快；②应付票据及应付账款同比增长16.19%，较中报10.02%提升较多，其中信息化与航空分别增长分别为21.47%、13.67%，船舶领域增长提升较快；③存货因船舶拖累仅同比增长0.15%，较中报-1.76%有所提升，其中兵器、航天较中报增速分别提升至19.72%、11.31%，信息化下降至12.85%。三季报资产负债表的变化再次验证订单数据好转、行业基本面改善，我们预计18年军工行业增长或在18%左右，并逐季好转，19-20年行业增长相对确定，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

军改影响逐步消除，行业现金流改善。16年来行业经营性现金流逐年好转，16Q3经营性现金流-345.21亿，18Q3大幅增加至-172.31亿；其中兵器和船舶板块大幅改善。我们认为，主要因军改影响逐步消除所致，且随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。国企现金流情况为近四年最好，民企现金流情况也同比大幅好转。我们认为，民营企业因其业务多为配套，对主机厂、军方等下游议价能力较弱，同时在军工集团强调控制两金(应收账款和存货)要求下，主机厂倾向于挤压上游，上游应收账款回款节奏因此会受到一定影响；但整体国企民企现金流情况都已得到大幅改善。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.23	-0.66	15.19
绝对收益	-10.55	-1.41	-2.40

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

张超

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080003
zhangchao@essence.com.cn

邹承原

报告联系人

zoucy1@essence.com.cn

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

余平

报告联系人

yuping@essence.com.cn

相关报告

2018Q3 公募基金持仓分析: 持股比例略有回升, 高度集中于航空产业链和主机厂 2018-10-29

2018年军工中报深度综述: 订单数据稳步增长, 航空装备拔得头筹 2018-09-02

2018H 公募基金持仓分析: 四年低位, 高度集中于主机厂和航空产业链 2018-09-01

发轫之力——重申 18 年基本面变化和阶段性行情 2018-06-20

■公募基金军工持股比例略有回升，高度集中于航空产业链和主机厂

统计18Q3公募基金重仓持股情况，军工行业持股比例为3.06%，环比提高0.51个百分点；主动基金持股比例为1.71%，环比提高0.39个百分点；依然处于四年来低位；超配0.89%。军工行业持股集中度继续提升，持仓前十占比78.12%，持仓前二十占比95.07%，持股集中度四年来最高，高度集中于航空产业链和主机厂；持仓前十为中航光电、中航沈飞、中航飞机、中航机电、航发动力、内蒙一机、中直股份、航天电器、中国重工、航天电子。国有企业持仓比例为93.75%，接近历史最高值，民参军公司持仓比例为6.25%，接近历史最低值。

■维持阶段性行情的判断，长期来看军工确定处于底部区间

维持阶段性行情的判断。目前中证军工成份板块对应18年动态PE为43倍，处于历史估值中枢中下部位置，中航光电、航天电器、中直股份、内蒙一机等典型标的的动态PE分别为34、30、45、34倍。最后两个月市场一般会偏向保守，加上军工前几个月已经有所反弹，强势股仍有超额收益，仍判断最后两个月没有绝对收益的判断。但跌多了可以为明年做布局。

行业长期逻辑并没有改变，长期来看确定处于底部区间。军工行业的主逻辑仍将维持基本面改善和军工体制改革推进，好转幅度和估值现状决定18年军工将呈现阶段性行情；军工体制改革将推动行业效率提升，关注军民融合、军品定价机制改革、股权激励等进展。我们在年度策略报告《发轫之始》中明确提出，由于军费增速呈现向上的拐点、军改负面影响削弱、军队付款节奏出现拐点、行业订单出现好转等因素，18年将是基本面变化的一年，关注资产负债表的变化；但考虑到估值因素，全年将呈现明显的阶段性行情。我们仍维持年初以来的预测，预计军工板块18年利润表呈现逐季好转态势，全行业全年收入可比口径的增幅在17%~18%左右，且19-20年行业增长仍相对确定。

依旧建议首选航空装备产业链。18年以来除3只次新股外，收益为正的个股有航天电器、中航机电、内蒙一机、中航电子、中航光电、中航沈飞等8只，符合我们年度策略提出的投资主线，即重点方向是航空装备产业链以及订单变化、业绩改善明显的公司。目前仍重点关注中航光电、航天电器、中航机电、航天发展等业绩稳步增长的零部件公司以及内蒙一机、中直股份、中航沈飞等主机厂。

■风险因素：

美国等出口管制进一步发酵；估值相对其他板块高企；武器装备建设、军队体制改革、军工体制改革等进展低于预期；周边局势走向与市场预期有较大差异。

单击此处输入文字。

内容目录

一、利润表：2018 年三季报军工行业整体业绩同比提升，收入及利润端增速均保持在 15%以上	6
1.1. 航空：均衡生产业绩加速，提质增效费用降低	8
1.2. 航天：航天强国建设提速，业绩同比改善	9
1.3. 兵器：稳定发展、长期投入，子板块业绩增速贴近行业增速	11
1.4. 船舶：三大船企市场化债转股见效，财务费用大幅减少助力板块净利增长	12
1.5. 信息化：继续维持较高收入增速和毛利率水平	13
二、资产负债表：逐季好转，持续改善	14
2.1. 航空：预收账款增加，部分公司存货处于历史高位	15
2.2. 航天：存货应付增加较多，预收全年订单较好	15
2.3. 兵器：应收应付增速下降明显，付款节奏加快	17
2.4. 船舶：预收/存货/应付三大科目均揭示新造船市场订单回暖与交付好转	18
2.5. 信息化：预收账款继续提升，存货增速降低，或因交付节奏加快	18
三、现金流量表：随着军改推进整体向好，船舶兵器改善明显	19
四、基金持仓分析：公募基金军工持股比例略有回升，高度集中于主机厂和航空产业链	21
4.1. 公募基金军工持股比例略有回升，高度集中于航空产业链和主机厂	21
4.2. 分级基金是军工持股重要力量，富国军工分级已下折	23
4.2.1. 分级基金是公募基金军工持股重要力量	23
4.2.2. 富国军工分级下折，历史统计下折后军工板块或有超额收益	24
4.3. 基金持仓高度集中于主机厂和航空产业链	26
4.4. 公募基金排名及变化	28
五、重点公司三季报点评汇总	29
5.1. 中航光电：归母净增长 10.75%，公司预计 18 年净利润区间为 0-15%	29
5.2. 航天电器：三季报印证逐季转好加速，资产负债表预示全年业绩可期	30
5.3. 内蒙一机：现金流持续改善，但因在产品存货增加致使三季报业绩确认放缓	31
5.4. 中航沈飞：均衡生产持续推进，超额完成阶段性任务，全年业绩可期	33
5.5. 中航机电：前三季度归母净利润增长 28.95%，单季度归母净利润增长 58.96%	34
5.6. 中直股份：2018 年三季报归母净利润同比增长 12.84%	35

图表目录

图 1：军工行业近五年三季报营收及增速（百万元）	6
图 2：军工行业近五年三季报归母净利及增速（百万元）	6
图 3：各行业 2018 前三季度营收同比增速	6
图 4：各行业 2018 前三季度归母净利同比增速（排除极值扰动）	6
图 5：2018Q3 营收环比增速	7
图 6：2018Q3 归母净利环比增速	7
图 7：军工毛利润总额及增速（百万元）	8
图 8：毛利率水平略有下降、净利率水平稳步提升	8
图 9：管理费用及其增速同比上涨（百万元）	8
图 10：管理费用率、销售费用率及财务费用率下降	8
图 11：航空板块营收（百万元）	9
图 12：航空板块归母净利润（百万元）	9
图 13：航空板块毛利率和净利率	9

图 14: 航空板块三费 (百万元)	9
图 15: 航天板块历年营收及同比增速 (百万元, %)	10
图 16: 航天板块历年归母净及同比增速 (百万元, %)	10
图 17: 航天板块历年前 3Q 毛利率及净利率.....	10
图 18: 航天板块历年前 3Q 期间费用率.....	10
图 19: 2018 年三季报兵器板块营收及营收增速.....	11
图 20: 2018 年三季报兵器板块归母净利及其增速.....	11
图 21: 2018 三季报兵器板块三费率同比变化.....	11
图 22: 2018 三季报兵器板块毛利率与净利率同比变化.....	11
图 23: 船舶板块历年营收情况.....	12
图 24: 我国新造船订单与新造船价格指数情况.....	12
图 25: 船舶板块历年毛利率与净利率情况.....	12
图 26: 船钢板价格情况.....	12
图 27: 船舶板块历年归母净利润情况.....	13
图 28: 船舶板块历年三费率情况.....	13
图 29: 信息化板块收入.....	13
图 30: 信息化板块归母净利润.....	13
图 31: 信息化板块毛利率和净利率.....	13
图 32: 信息化板块期间费用率.....	13
图 33: 航天板块预收账款情况.....	16
图 34: 航天板块历年存货情况.....	16
图 35: 航天板块历年应收账款情况.....	16
图 36: 航天板块历年应付账款情况.....	17
图 37: 2018 三季度兵器板块应收账款.....	17
图 38: 2018 三季度兵器板块应付票据及应付账款.....	17
图 39: 2018 三季度兵器板块预收账款.....	18
图 40: 2018 三季度兵器板块存货.....	18
图 41: 军工行业经营性现金流 (百万元)	19
图 42: 军工国企经营性现金流 (百万元)	19
图 43: 民参军经营性现金流 (百万元)	19
图 44: 兵器板块经营性现金流 (百万元)	20
图 45: 船舶板块经营性现金流 (百万元)	20
图 46: 军工行业公募基金重仓持股统计.....	21
图 47: 军工行业基金持仓超低配情况.....	21
图 48: 2018Q3 军工行业基金持股集中度 (亿)	23
图 49: 2018Q3 基金军工持仓结构 (亿)	23
图 50: 各行业分级基金规模 (亿)	24
图 51: 军工分级基金规模和公募基金军工持仓占比 (亿)	24
图 52: 军工分级下折后个股表现.....	25
表 1: 军工各子行业占比及同比变化 (百万元)	7
表 2: 航空工业集团均衡生产情况.....	8
表 3: 航天板块营收及净利同比环比均改善 (百万元, %)	10
表 4: 航天板块典型公司前三季度毛利率 (%)	11
表 5: 18 年三季报预收账款 (含合同负债) 情况 (单位: 百万元)	14

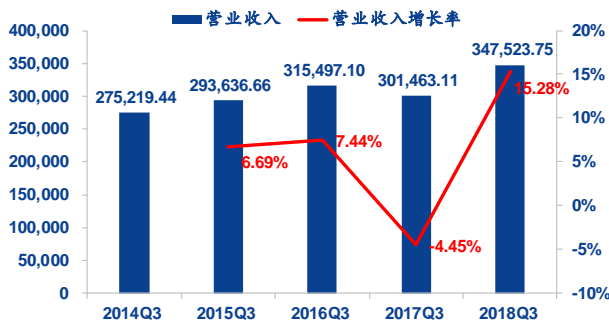
表 6: 18 年三季报存货情况 (单位: 百万元)	14
表 7: 18 年三季报应付票据及应付账款情况 (单位: 百万元)	15
表 8: 典型航天板块标的应收账款周转天数.....	17
表 9: 军工行业经营性现金流 (百万元)	19
表 10: 2018Q3 军工行业被动基金和主题基金统计.....	22
表 11: 2018Q3 持仓高度集中.....	22
表 12: 6 支军工分级基金	24
表 13: 下折后中证军工指数表现 (所有下折)	25
表 14: 下折后中证军工指数表现 (2017 年后)	25
表 15: 下折后“白马股”表现.....	25
表 16: 2018Q3 公募基金军工持仓市值排名.....	26
表 17: 2018Q3 公募基金加/减仓排名.....	27
表 18: 2018Q3 持股占流通市值比前十.....	27
表 19: 2018Q3 持有基金数量前十.....	28
表 20: 基金公司排名.....	28

一、利润表：2018 年三季报军工行业整体业绩同比提升，收入及利润端增速均保持在 15% 以上

我们在 2018 年度策略报告《发轫之始——论 2018 年基本面变化与阶段性机会》指出：18 年国防预算和军品订单可能迎来增速回升。①从国防预算方面，预计 18 年国防预算增速将迎拐点；②从军队体制改革方面，18 年军改影响逐步减弱，或将迎来订单补偿性增长；③从军品交付 5 年周期规律方面，2018~2020 年进入补偿期。

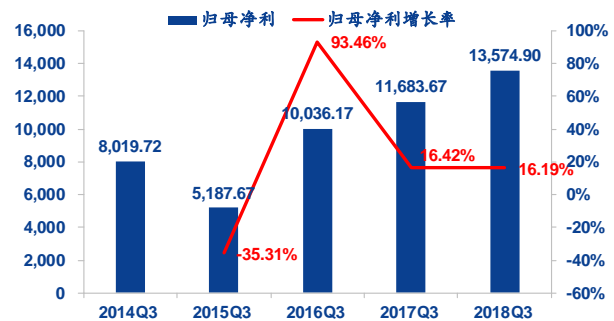
受军品订单及回款改善、军工企业均衡生产等因素影响，军工行业整体业绩稳健增长，2018 年三季报在营收端及利润端均创下新高。军工板块 121 家企业合计实现营收（3475.24 亿，同比增长 15.28%）、归母净利润（135.74 亿，同比增长 16.19%）。截至 2018 三季报，归母净利润同比增速与半年报相比有所下降，主要是受到天海防务大额计提 13.36 亿元资产减值损失所致。若排除该项极值扰动（暂不考虑税务影响），军工板块实现归母净利润（149.1 亿，同比增长 27.61%），与中报增速基本一致。

图 1：军工行业近五年三季报营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

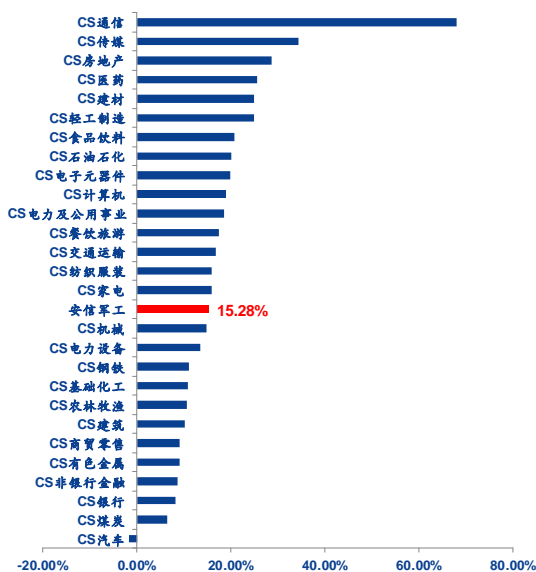
图 2：军工行业近五年三季报归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

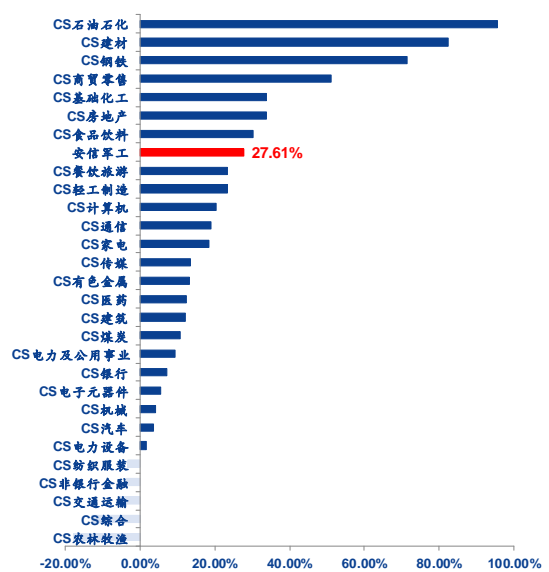
截至 2018 年三季报，军工行业在 A 股 29 个行业中，收入端增速排在第 16 位、归母净利润增速排在第 13 位，处于中部位置（若排除天海防务扰动，归母净利润增速排在第 8 位）。归母净利润同比增速与营收同比增速较高，或表明主业增长带动交付数量提升，进而推动整体业绩稳健发展。

图 3：各行业 2018 前三季度营收同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：各行业 2018 前三季度归母净利润同比增速（排除极值扰动）

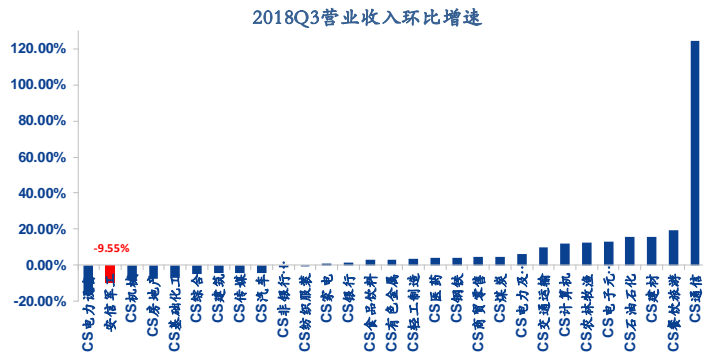


资料来源：Wind，安信证券研究中心

同时，我们发现军工板块三季度单季度在营收端及利润端，同比表现较弱且均为负增长，在 29 个行业中排名靠后，与 2018 年二季度的情况形成鲜明反差（二季度营收端环比排名第 4、

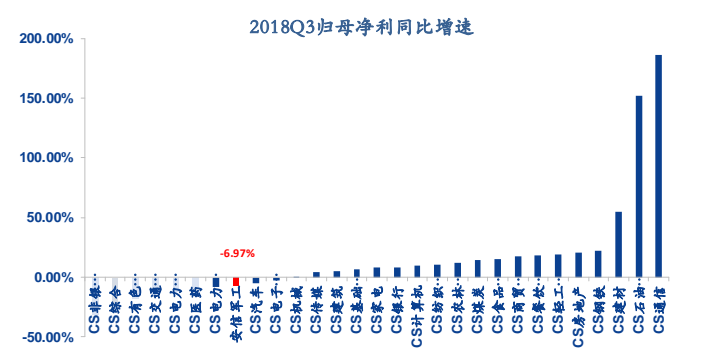
利润端环比排名第2)。我们分析认为：本年度多家军工集团及军工企业推进均衡生产，而此前年度的生产及交付主要集中在三、四季度，本年未交付在手订单总量的较少以及往年三季度单季度业绩基数较大，是本次单季度业绩环比排名靠后的主要原因。

图 5：2018Q3 营收环比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2018Q3 归母净利润环比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

截至 2018 年三季度，受多家整机厂推进均衡生产的影响，航空装备收入及利润端占比均大幅提升。兵器、航天及信息化板块在收入及利润端占比较稳定，其中信息化板块利润占比明显高于收入占比，体现其高弹性的特点；兵器板块整体在利润端的占比略微高于营收端占比、航天板块在利润端占比低于收入端占比且军品较少。船舶板块在收入端及利润端占比均出现较大幅度下降，其中利润端降幅更为明显，我们认为主要是受到 2016 年左右民船周期底部的订单逐步交付确认的影响。（各主要子行业的收入利润增速情况详见下文）

表 1：军工各子行业占比及同比变化（百万元）

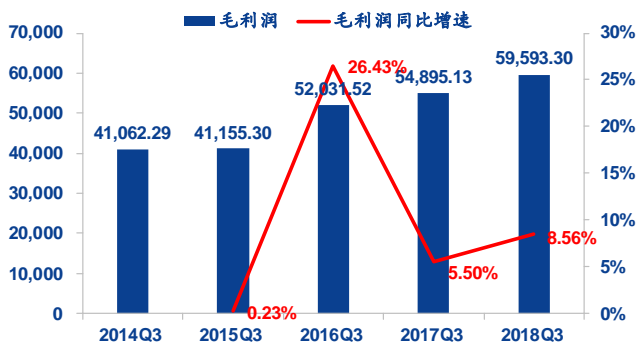
子行业	数量	2017 营收	占比	2018 营收	占比	2017 归母净利润	占比	2018 归母净利润	占比
兵器	17	31,031.90	10.29%	33,988.23	9.78%	1,223.14	10.47%	1,527.52	11.25%
船舶	12	76,807.07	25.48%	79,149.78	22.78%	2,067.10	17.69%	1,297.07	9.55%
航空	27	94,534.59	31.36%	119,658.65	34.43%	3,405.84	29.15%	4,792.66	35.31%
航天	15	36,907.49	12.24%	42,960.35	12.36%	1,201.11	10.28%	1,407.29	10.37%
其他	16	16,853.08	5.59%	21,068.84	6.06%	1,128.70	9.66%	1,394.25	10.27%
信息化	34	45,328.98	15.04%	50,697.91	14.59%	2,657.79	22.75%	3,156.13	23.25%
总计	121	301,463.11	100.00%	347,523.75	100.00%	11,683.67	100.00%	13,574.90	100.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

军工板块毛利润总额加速增长，但毛利率略有下降

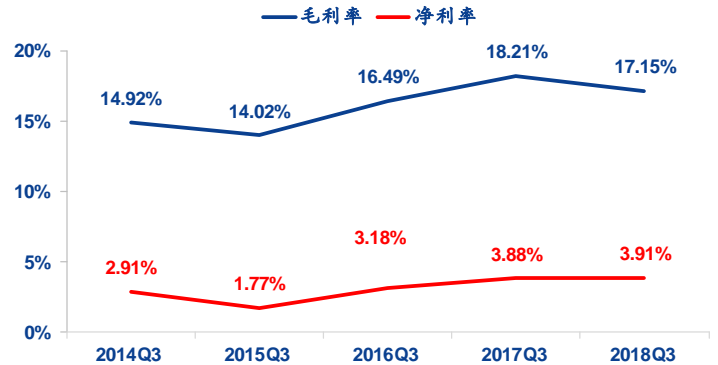
军工板块毛利率略有下降，警惕 PPI 指数上升风险。截至 2018 年三季报，板块整体实现毛利润（595.93 亿，同比增长 8.70%）。毛利润整体上涨，但毛利率下降至 17.15%。我们认为，随着中美贸易战的加剧，需要警惕军工企业因 PPI 指数上涨、利润空间压缩的风险。

图 7：军工毛利润总额及增速（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

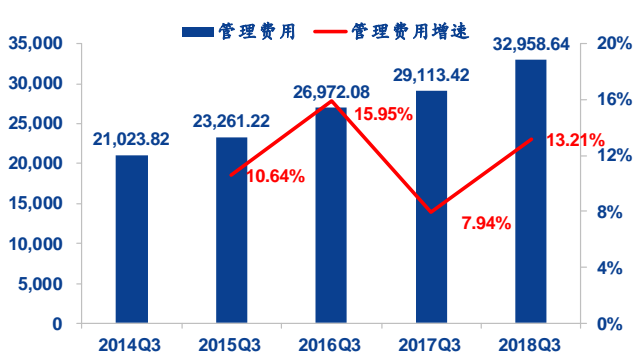
图 8：毛利率水平略有下降、净利率水平稳步提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

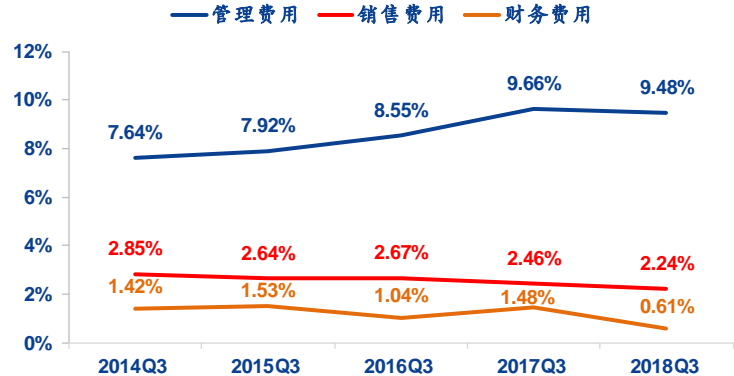
会计准则修订导致管理费统计口径发生变化（为保证数据可比，将研发费用与管理费用加总进行同期比较），即便如此管理费用率仍然呈现下降趋势。《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》明确新准则要求，将研发费用并列《利润表》四项费用，因此本期我们将两个科目合计同比。整体上，三费率延续了 2018 年中报的同比下降趋势，我们认为：军工企业“提质增效”效果初显。

图 9：管理费用及其增速（百万元，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：管理费用率、销售费用率及财务费用率均有下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1. 航空：均衡生产业绩加速，提质增效费用降低

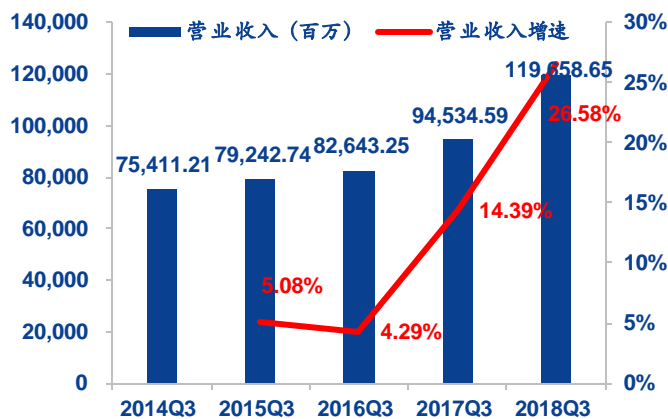
航空工业推进均衡生产，上半年业绩增长明显加速。18Q3 航空板块营收（1196.59 亿，+26.58%），增长主要来自于中航沈飞和宝胜股份，中航沈飞营收（115.93 亿元，同比增长 301.42%）。我们认为，在航空工业集团大力推进均衡生产的带动下，航空板块业绩提速。18Q3 归母净利润（47.93 亿，+40.72%），主要来自于中航沈飞和航发动力业绩的增长。

表 2：航空工业集团均衡生产情况

	主要内容
沈飞	沈飞强化均衡生产管控推进企业协调发展，以航空工业的经营业绩目标考核计划为依据，注重顶层计划与分层计划的衔接；突出计划关键环节管控，采取生产计划“7+3”管理模式。
西飞	聚焦“1225”飞机交付目标，推进运营管理体系落地运行，大力推进生产单元精益化改革，扎实推进装备质量综合提升工程，以实现飞机交付为目标，优化问题处理机制，实现了批产飞机的准时生产、均衡交付。
贵飞	积极推进全年批产系列山鹰飞机、各型号无人机生产交付等任务中，狠抓均衡生产、精益管理，通过“贵飞工业联合体”强力推进航空工业 FTC—2000G 军贸飞机研制，上半年实现营业收入同比增长 205%
洪都	18 年按照“1225”初级均衡生产和“2233”高级均衡生产目标要求，实现了多架份高教机、初教六转场交付
庆安	主要生产航空机载设备等，通过抓计划排产，在年度计划铺排时，通过识别用户需求，在满足主机交付的前提下，平衡生产单位产能，保证各项任务紧前安排，从铺排结果来看，除 1 季度略少外，其他三个季度基本持平，基本均衡。

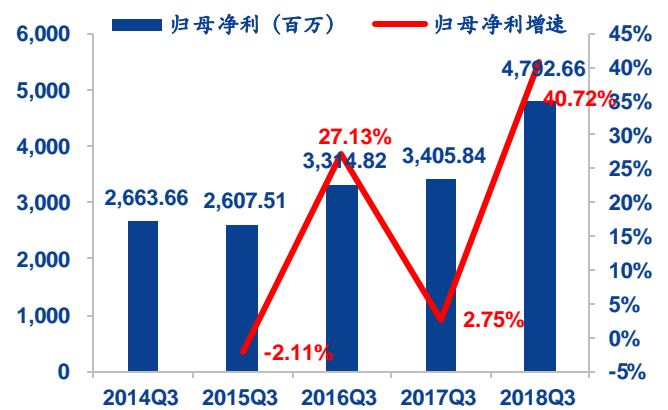
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图 11: 航空板块营收 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

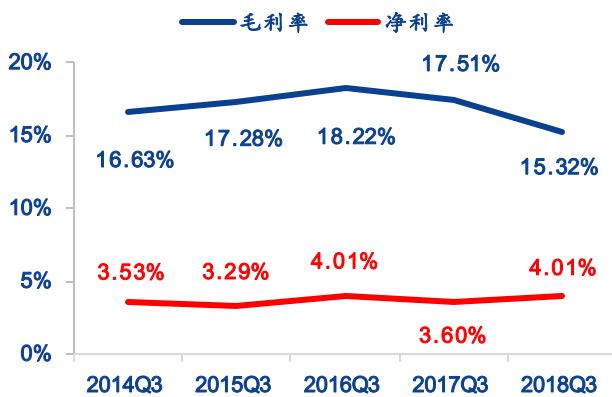
图 12: 航空板块归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

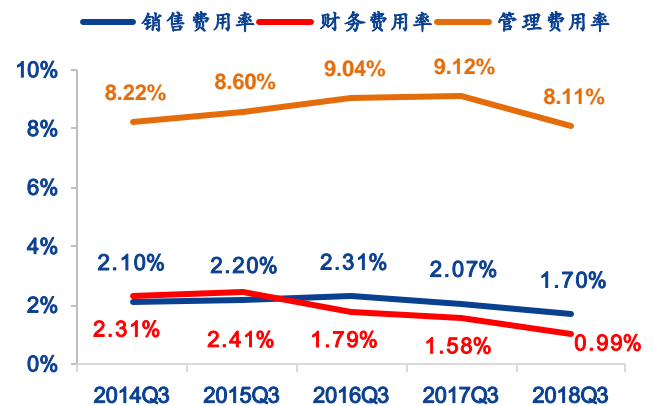
提质增效成果显著, 期间费用大幅降低。航空板块毛利率 15.32%, 下降 2.19 个百分点, 但由于三费控制良好, 期间费用大幅缩减, 净利润率反而由 3.60% 提高至 4.01%; 管理费用率 8.11%, 降低 1.01 个百分点; 财务费用率 0.99%, 降低 0.59 个百分点; 销售费用率 1.70%, 降低 0.37 个百分点。近年来, 航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”, 大力控成本、降费用、压支出, 取得了较为明显的效果。

图 13: 航空板块毛利率和净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 航空板块三费率 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2. 航天: 航天强国建设提速, 业绩同比改善

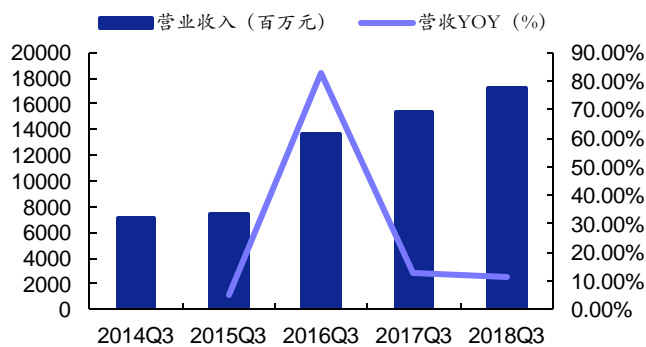
航天板块营收及净利同比均有增长。航天板块前三季度营业收入同比增长 14.32%, 归母净利润同比增长 16.22%; 三季度单季营业收入同比增长 17.08%, 归母净利润同比增长 2.89%。航天板块大部分公司不涉及军品, 我们选取军品业务占比高的航天发展、航天电器、中国卫星、航天电子等四家上市公司采用整体法统计: 前三季度营业收入同比增长 11.35%, 归母净利润同比增长 14.15%; 三季度单季营业收入同比增长 14.24%, 归母净利润同比增长 14.15%。营收增速相比二季度已经回升。2018 年预计全年完成 36 次航天发射任务, 同比有 125% 增长, 结合 8 月 30 日, 航天科技集团第七次工作会内容将运载火箭发射次数从 110 次调增到 130 次以上, 航天器出厂数量从 150 颗调增到 170 颗, 航天强国建设提速, 航天领域有加速趋势。另外, 军改后武器装备列装加速及实战化训练时间延长、难度加大、强度加强背景下航天防务领域的需求也在持续增长。

表 3: 航天板块营收及净利同比环比均改善 (百万元, %)

证券简称	营业总收入						归母净利润					
	17 前三季度	18 前三季度	18Q2	18Q3	同比	环比	17 前三季度	18 前三季度	18Q2	18Q3	同比	环比
航天发展	1,436.19	1,592.25	481.98	592.33	10.87%	22.89%	178.41	236.83	88.00	69.04	32.75%	-21.55%
航天电器	1,801.15	1,960.99	687.11	792.25	8.87%	15.30%	227.25	266.33	92.24	109.31	17.19%	18.50%
中国卫星	3,998.39	4,534.41	1,937.10	1,323.39	13.41%	-31.68%	255.73	268.93	120.17	88.69	5.16%	-26.20%
航天电子	8,183.32	9,081.92	3,394.90	3,011.01	10.98%	-11.31%	315.05	342.53	123.93	118.75	8.72%	-4.17%
小计	15,419.05	17,169.58	6,501.09	5,718.97	11.35%	-12.03%	976.45	1,114.62	424.34	385.80	14.15%	-9.08%
航天科技	4,079.55	4,190.26	1,491.14	1,321.34	2.71%	-11.39%	85.05	56.60	54.10	12.96	-33.45%	-76.04%
航天晨光	1,725.53	1,761.11	686.31	642.85	2.06%	-6.33%	-1.38	-65.62	-9.98	-57.31	4652.30%	474.24%
航天通信	6,084.76	8,952.39	2,741.77	3,437.39	47.13%	25.37%	-56.33	124.00	96.78	40.19	-320.13%	-58.47%
航天长峰	693.43	901.20	370.35	369.85	29.96%	-0.14%	0.35	9.97	17.63	15.53	2737.11%	-11.95%
乐凯新材	180.66	185.43	49.95	65.48	2.64%	31.10%	68.44	70.12	15.33	24.25	2.45%	58.20%
康拓红外	145.66	161.68	56.46	63.73	11.00%	12.88%	41.67	43.20	9.29	20.92	3.67%	125.02%
乐凯胶片	1,423.09	1,419.09	479.27	469.48	-0.28%	-2.04%	69.53	26.30	8.13	0.46	-62.17%	-94.32%
航天机电	4,337.87	5,003.18	1,898.46	1,662.00	15.34%	-12.46%	-243.99	-242.08	-40.09	-67.41	-0.79%	68.16%
航天动力	1,050.20	887.97	349.06	217.30	-15.45%	-37.75%	10.60	9.95	7.85	-1.34	-6.16%	-117.11%
航天工程	725.64	824.58	544.46	141.70	13.64%	-73.97%	171.63	177.23	95.10	37.22	3.26%	-60.86%
合计	51,284.49	58,626.05	21,669.41	19,829.07	14.32%	-8.49%	2,098.47	2,438.90	1,102.83	797.04	16.22%	-27.73%

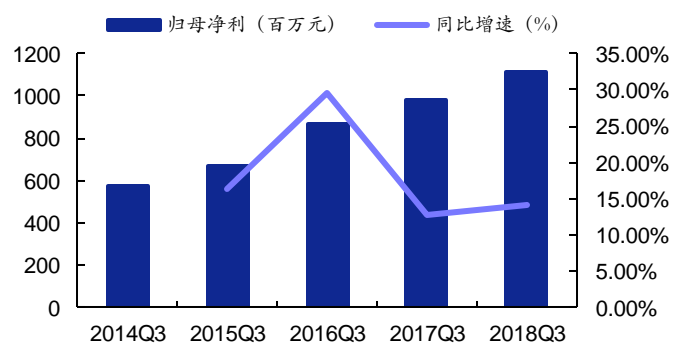
资料来源: 安信证券研究中心, 剔除南洋科技 (17 年反向收购, 报表仅为无人机业务)

图 15: 航天板块历年营收及同比增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

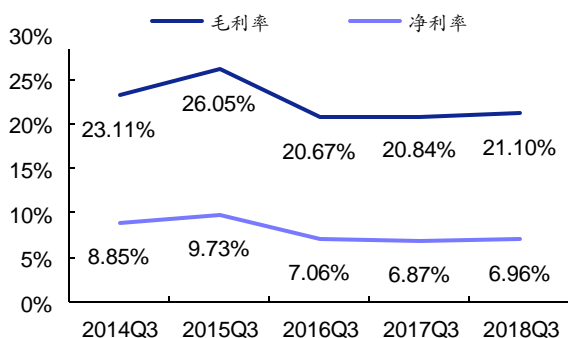
图 16: 航天板块历年归母净及同比增速 (百万元, %)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

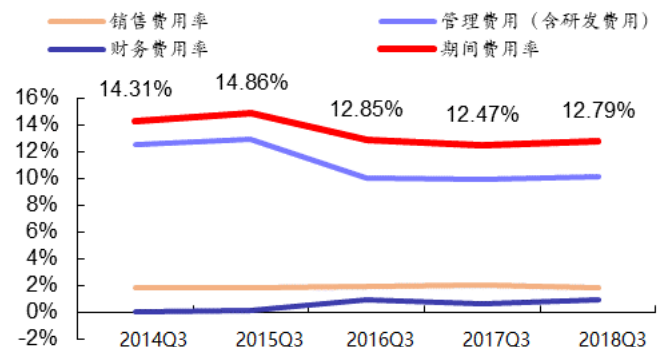
航天板块前三季度毛利率 21.10%，较去年同期提高了 0.26 个百分点，平稳回升，主要因为高毛利军品业务向好。其中，部分公司比如航天电器、航天发展等产品结构变化，军品占比提升，毛利率水平明显提升。前三季度净利率 6.96%，较去年同期提高了 0.09 个百分点，净利率提高略小于毛利率，但仍有改善。其中，板块前三季度期间费用率 12.79%，较去年略有上升 0.32 个百分点，主要受研发费用加大等影响。

图 17: 航天板块历年前 3Q 毛利率及净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 航天板块历年前 3Q 期间费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 4: 航天板块典型公司前三季度毛利率 (%)

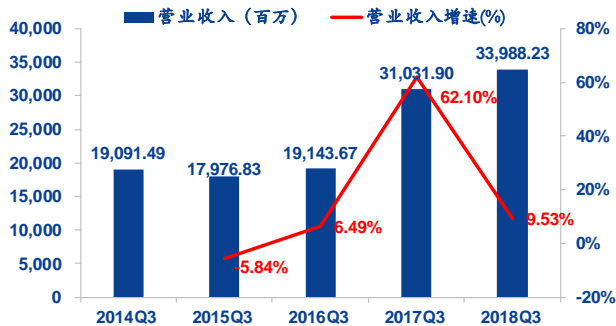
证券代码	证券简称	2014 三季	2015 三季	2016 三季	2017 三季	2018 三季
000547.SZ	航天发展	32.79%	54.12%	40.85%	40.85%	43.45%
002025.SZ	航天电器	37.64%	39.02%	37.72%	38.66%	39.19%
600118.SH	中国卫星	13.55%	14.89%	15.84%	14.03%	14.35%
600879.SH	航天电子	25.69%	25.51%	15.94%	16.74%	16.65%

资料来源: 安信证券研究中心

1.3. 兵器: 稳定发展、长期投入, 子板块业绩增速贴近行业增速

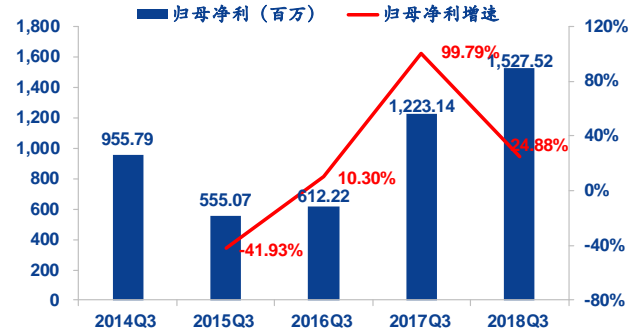
兵器装备板块业绩稳健发展, 增速贴近行业整体增速。截至 2018 年三季报, 兵器板块 17 家上市公司合计实现营业收入 (339.88 亿, 同比增长 9.53%)、实现归母净利润 (15.28 亿, 同比增长 24.88%)。我们认为, 整体兵器装备板块的增速与军工行业整体增速以及周期变化的特征相吻合, 侧面反映出我国地面装备稳定发展、长期投入的特点。

图 19: 2018 年三季报兵器板块营收及营收增速



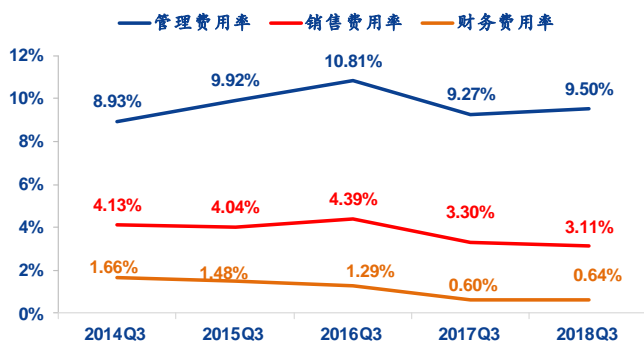
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 2018 年三季报兵器板块归母净利润及其增速



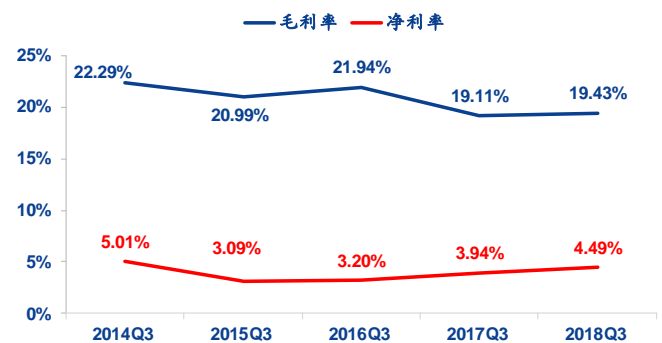
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 2018 三季报兵器板块三费率同比变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 2018 三季报兵器板块毛利率与净利率同比变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从板块构成上, 兵器板块上市公司中内蒙一机、凌云股份以及泰豪科技的营收端占比最高, 分别占子板块的营收总额的 21%、27% 以及 10%, 合计占比 58%; 三家单位利润端分别占兵器子板块的 23%、14% 以及 11%, 合计占比 48%。其中, 内蒙一机主要负责生产销售履带式坦克及 8×8 轮式装甲车辆, 营收大幅增长源于十三五后期列装加速, 陆军迎来换装高峰; 凌云股份主要生产汽车零部件和市政工程塑料管道系统, 是兵器集团下军民融合核心标的; 泰豪科技主要从事军工装备、智慧能源产业, 营收增长主要源于军方订单增长和降本增效推进。

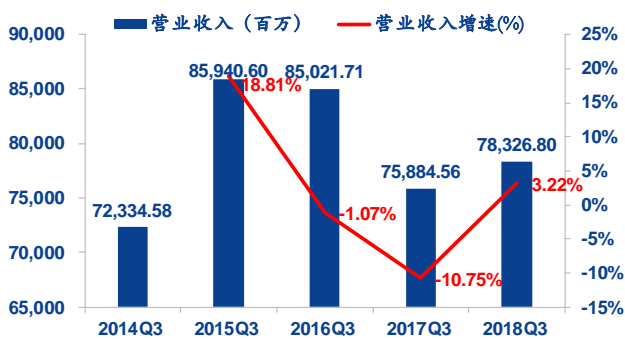
从经营上看: 第一, 内蒙一机本年预收账款、货币资金及经营性现金流都出现较大幅度改善, 但是或因上游零部件供应商配套不及时导致三季度整车的收入确认节奏放缓, 截至报告期收入端同比出现略降、利润端上涨不足 10%; 第二, 凌云股份在我国车辆管路、金属零部件以及市政塑料管道业务等多个细分领域处于领先低位, 因此三季报实现营收 (91.17 亿, 同比

增长 6.63%)，收入规模稳健增长。但是，因加大对 WAG 的长期投资，导致本期归母净利润 (2.20 亿，同比减少 24.21%)；第三，泰豪科技本期实现营业收入 (33.09 亿，同比增长 43.75%)、归母净利润 (1.61 亿，同比增长 33.63%)，增速高于兵器板块平均水平，根据三季报主要财务数据变动原因解释，主要因为：主营业务规模扩大。

1.4. 船舶：三大船企市场化债转股见效，财务费用大幅减少助力板块净利增长

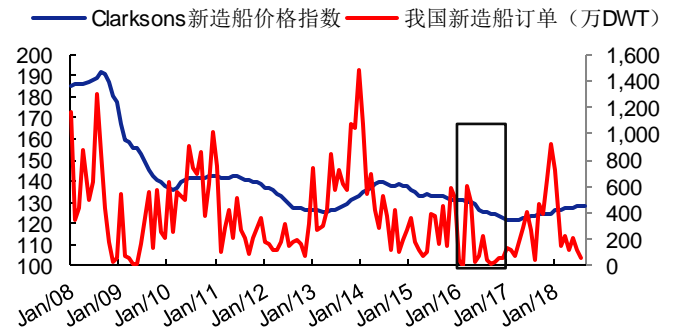
船舶板块营收同比增长 3.22%，主要由中国重工贡献。我们以 11 家船舶公司为统计数据源 (剔除天海防务)，2018 年 1-9 月，中国重工营收占 11 家船舶公司的 38.14%，同比增长 15.36%，贡献了主要的收入增长。正如我们此前判断，随着国际造船市场自 2016 年底逐步回暖，2017 年船舶企业迎来船舶订单量的上升与船舶价格的上涨，我们预计船舶企业的营收自 2018Q3 将得到逐季好转。

图 23：船舶板块历年营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

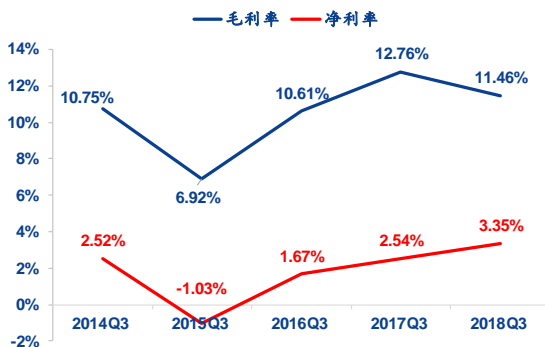
图 24：我国新造船订单与新造船价格指数情况



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

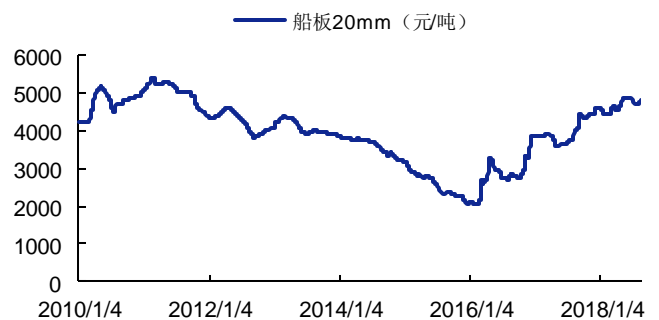
船舶板块毛利率同比减少 1.30 个百分点，主要原因是船板价格有所上涨。据 Wind 数据，截止当前国内 20mm 船板报价 4780 元/吨，今年以来上涨 4.82%，比 2016 年同期上涨 63.14%。此外，Clarksons 新造船价格指数 2018 年 10 月报 130.04，同比上涨 4.53%，比 2016 年同期上涨 4.83%。船板价上涨幅度大于新造船价格上涨幅度，未来船舶企业造船业务毛利率水平或仍将承压。但是，船板价格目前处于 2012 年以来的高位，一旦未来下降亦将有利于公司盈利能力的提升。

图 25：船舶板块历年毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

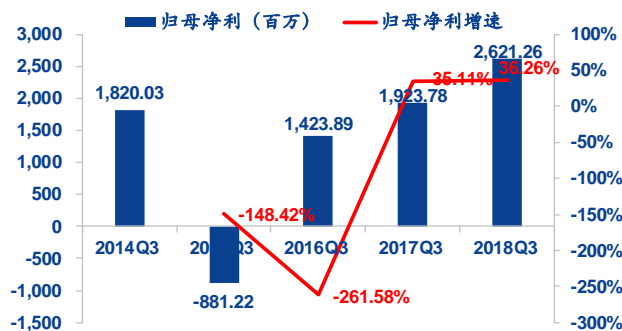
图 26：船钢板价格情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

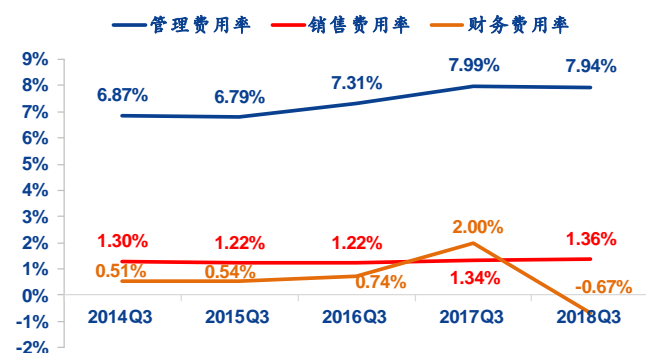
船舶板块公司归母净利润同比增长 36.26%，主要由中国重工与 *ST 船舶贡献。2018 年 1-9 月，船舶板块实现归母净利润 (26.21 亿元，+36.26%)，其中中国重工实现归母净利润 (14.15 亿元，+28.03%)、*ST 船舶实现归母净利润 (3.10 亿元，扭亏为盈)。我们认为净利润增长的主要原因是中国重工、*ST 船舶、中船防务先后实施市场化债转股，最终使得财务费用等费用科目大幅减少；体现在三费率上，管理费用和销售费用率变化不大，财务费用率下降明显。此外，船舶建造合同多以出口型为主，主要以美元结算；人民币贬值导致造船企业形成汇兑收益或减少汇兑损失。

图 27: 船舶板块历年归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 28: 船舶板块历年三费率率情况

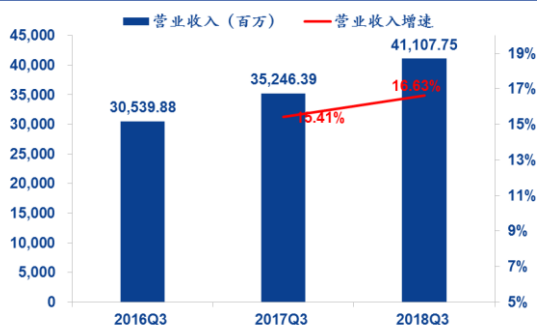


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.5. 信息化: 继续维持较高收入增速和毛利率水平

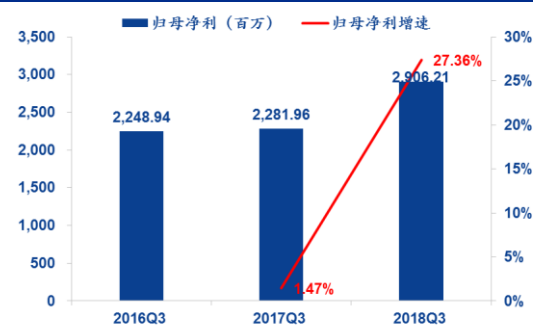
信息化板块存在业绩弹性, 维持较高收入增速。信息化行业 32 家标的 (不含中国长城、杰赛科技) 18 年前三季度实现收入增长 16.63%, 其中振华科技由于其民品移动通信终端业务收入大幅下滑而影响较大, 如不考虑振华科技, 则实现收入增长 26.69%, 仍维持较高增速, 但较半年报增速有所下滑, 或由于军品交付节奏因均衡生产的变化导致 18 年上半年同比增速较高; 前三季度归母净增长 27.36%。维持此前的判断, 预计随着军改负面影响的削弱, 以民参军为主的信息化企业存在较大的业绩弹性, 增速将逐步体现出来。

图 29: 信息化板块收入



资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 杰赛科技追溯调整至 17 年

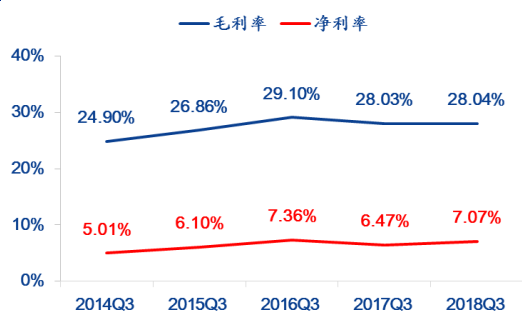
图 30: 信息化板块归母净利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 杰赛科技追溯调整至 17 年

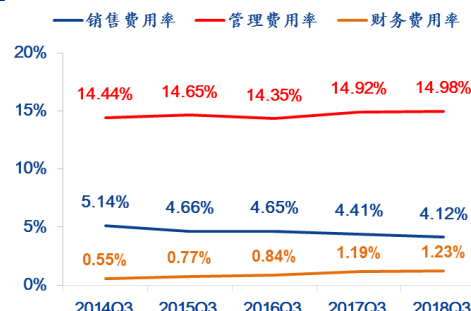
信息化板块毛利率基本维持, 仍高于其他板块。信息化板块的整体毛利率在 28% 左右, 部分企业毛利率甚至能达到 80%, 主要由于信息化方向分散, 相关企业往往在某一方面有独特的技术优势, 且信息化产品往往为多品种小批量, 毛利率水平具备高企的基础。随着军方竞争性采购以及军品定价机制改革的推进, 信息化企业的毛利率或将承压。信息化企业往往轻资产, 人才与研发是重中之重, 为确保其技术优势, 管理费用率高于其他其他子行业, 主要受研发费用、职工薪酬等的影响。而销售费用率延续半年报态势, 稳步下滑。

图 31: 信息化板块毛利率和净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 信息化板块期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

二、资产负债表：逐季好转，持续改善

我们多次强调，由于军费增速呈现向上的拐点、军改负面影响削弱、军队付款节奏出现拐点、行业订单出现好转等因素，18年将是基本面变化的一年，呈现逐季好转态势，应重点关注军工板块资产负债表科目预收账款（体现在手订单情况）、存货（尤其原材料能反映中长期的增长）、应付账款（反映为满足订单生产的采购情况）等科目的变化。我们预计18年军工行业增长或在18%左右，并逐季好转，19-20年行业增长相对确定，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

季报资产负债表科目表现再次验证订单数据好转、行业基本面改善，数据呈现逐季好转态势。相较于半年报预收账款（含合同负债）、存货、应付票据及应付账款的同比增速分别为33.56%、-1.76%、10.02%，季报同比增速分别为38.37%、0.15%、16.19%，其中存货主要受船舶领域拖累。由于船舶作为重资产行业，占比较大，且民船具有周期性，若不考虑船舶，则半年报预收、存货、应付的同比增速分别为51.50%、9.74%、14.62%，季报同比增速分别为53.76%、10.85%、13.32%。

1) 预收账款主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会提前支付30%的预付款，预收账款则体现在手订单的情况。对军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。我们认为考虑到军改负面影响削弱、军品交付五年周期前松后紧等因素，订单或逐季好转，预收账款会越来越越好。预收账款同比增长38.37%，其中兵器、信息化、航空、船舶分别增长390.22%、34.30%、28.12%、27.07%。

表 5：18 年三季报预收账款（含合同负债）情况（单位：百万元）

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季报同比
军工	37666.47	38903.36	38992.96	50308.55	33.56%	53831.47	38.37%
航空	7946.79	7769.64	10346.29	9974.25	25.51%	9954.37	28.12%
船舶	21716.49	22430.90	16657.30	26144.50	20.39%	28502.96	27.07%
兵器	934.36	1307.09	4246.31	6459.48	591.33%	6407.62	390.22%
航天	3770.92	3688.56	4023.22	3798.60	0.73%	3986.36	8.07%
信息化	2855.40	3288.00	3233.96	3396.05	18.93%	4415.78	34.30%
其他	442.52	419.16	485.87	535.67	21.05%	564.38	34.65%
国企	34884.67	35742.96	35810.70	47130.49	35.10%	50261.74	40.62%
民企	2781.80	3160.40	3182.26	3178.07	14.24%	3569.72	12.95%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。注：不含中航沈飞、杰赛科技。

2) 存货构成主要包括原材料、在产品、库存商品、发出商品等，反映了企业对已有或意向订单所做的投产情况，其中在产品多为1-2个季度内交付，原材料对未来更长一段时间的交付，对考察中长期增长更有意义，三季报为公布存货构成。三季报存货增速为0.15%，较中报增速有所提升，主要受船舶拖累，其中兵器、航天增速较中报有所提升，而信息化有所下降，且民企显著高于国企。

表 6：18 年三季报存货情况（单位：百万元）

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季报同比
军工	206604.47	215796.64	188265.53	202974.63	-1.76%	216130.63	0.15%
航空	69175.91	73329.75	65333.00	74343.39	7.47%	79286.41	8.12%
船舶	84929.46	86286.23	72575.61	69450.50	-18.23%	72570.12	-15.90%
兵器	10500.08	11492.34	9661.14	11842.83	12.79%	13758.34	19.72%
航天	17042.66	17629.01	15452.91	18314.92	7.47%	19621.97	11.31%
信息化	19296.26	20998.33	19283.95	22778.55	18.05%	24211.55	15.30%
其他	6457.44	6879.88	6983.11	7558.73	17.05%	8121.24	18.04%
国企	186467.42	193836.76	166576.41	178319.62	-4.37%	191272.80	-1.32%
民企	20137.05	21959.88	21689.12	24655.01	22.44%	24857.83	13.20%

资料来源：Wind，安信证券研究中心。注：不含中航沈飞、杰赛科技。

3) 应付票据和应付账款主要为军工企业为满足订单生产向其上游厂家购买原材料和零部件而发生的应付款项, 亦能体现订单的增长情况。三季度应收票据和应付账款同比增长 16.19%, 较中报继续提升, 其中船舶、信息化与船舶分别同比增长 22.31%、21.47%、13.67%。

表 7: 18 年三季度应付票据及应付账款情况 (单位: 百万元)

	2017H1	2017Q3	2017	2018H1	中报同比	2018Q3	三季度同比
军工	195,656.91	198,760.90	201,135.83	215,269.12	10.02%	230,942.28	16.19%
航空	66,024.52	72,435.58	68,420.53	77,009.09	16.64%	82,334.92	13.67%
船舶	68,619.58	63,378.17	64,593.94	69,660.45	1.52%	77,520.76	22.31%
兵器	16,797.41	16,496.16	19,334.66	16,694.55	-0.61%	17,310.47	4.94%
航天	21,631.16	21,688.51	22,511.66	23,876.35	10.38%	23,634.85	8.97%
信息化	18,913.89	21,203.67	22,637.84	23,953.50	26.65%	25,755.43	21.47%
其他	3,670.35	3,558.82	3,637.19	4,075.17	11.03%	4,385.85	23.24%
国企	179,566.53	180,690.89	179,760.90	193,063.44	7.52%	206,786.44	14.44%
民企	16,090.38	18,070.01	21,374.92	22,205.68	38.01%	24,155.84	33.68%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心。注: 不含中航沈飞、杰赛科技。

产业链上下游的公司资产负债表科目表现有所不同。对中直股份、内蒙一机等主机厂下游客户为军方, 部队通常先向主机厂支付预付款, 再由主机厂向上游供应商结算, 主机厂资产负债表首先体现在预收账款; 而对中航光电、航天电器、新研股份等零部件企业则存货等科目体现更为明显, 原材料等明细变化表明了相关企业为满足订单生产的投入备产情况。此外, 军工集团愈加强控制两金 (应收和存货), 主机厂等作为总装单位针对上游配套厂商具备议价能力, 倾向于挤压上游, 上游存货及应收账款回款节奏因此会受到一定影响。

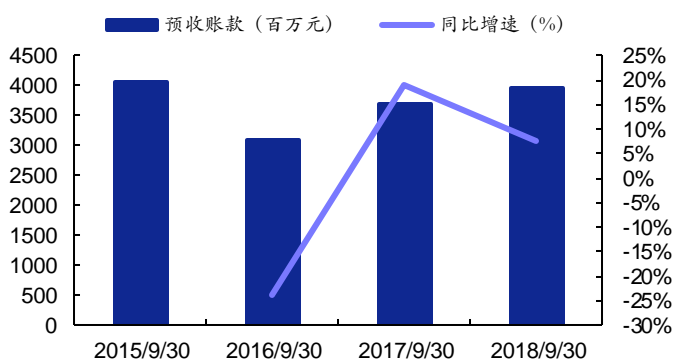
2.1. 航空: 预收账款增加, 部分公司存货处于历史高位

- 1) 18Q3 航空板块预收账款 (99.54 亿, +28.12%), 我们认为, 预收账款的增加, 可能来自订单量提升后军方支付部分款项, 未来预收账款将逐步结转至营业收入, 为航空主机厂保持高景气提供了有力支撑。
- 2) 18Q3 航空板块存货 (746.38 亿, +7.62%); 我们认为, 航空板块存货增幅较小, 受益于军机加速交付部队, 带来存货的快速消化。中航光电、中航机电、中航飞机等公司存货处于历史高位, 我们认为这是由于订单充足, 备货积极, 同时部分产品未及时交付。
- 3) 18Q3 航空板块应付账款及应付账款 (823.35 亿, +13.67%), 保持平稳增长, 主要来自因订单增加带来的提前备货。

2.2. 航天: 存货应付增加较多, 预收全年订单较好

- 1) 航天板块预收账款同比增加 7.64%, 典型标的统计同比减少 18.92%, 主要是受中国卫星变更预收账款方式, 卫星应用类子公司按项目进度结转收入, 预收款项同比减少 38.70%, 以及比重高的航天电子预收账款同比减少 6.53%。

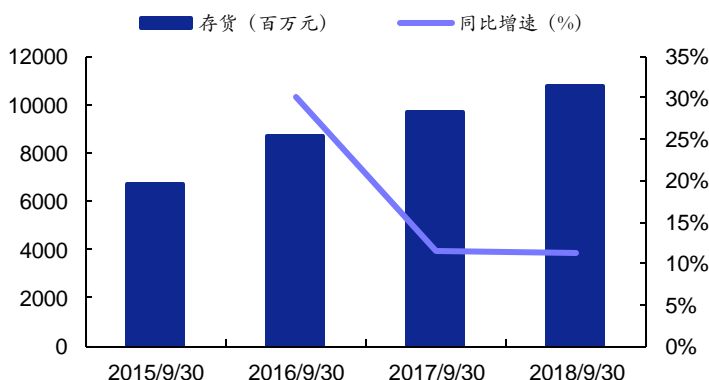
图 33: 航天板块预收账款情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

- 2) 航天板块存货同比增加 11.25%，较期初增加 20.26%，我们认为一方面或因订单充足，为保证保障下半年产品订单顺利交付，相应大幅提高了物料等储备，另一方面航天板块多为零部件供应商，受军工央企或总体单位“控两金”措施影响，存货水平也有所提高。比如航天发展三季报存货较去年同期增加 25.51%，较期初增加 52.23%，主要因为是在产品的增加；航天电器三季度存货较去年同期增加 25.62%，较期初增加 35.20%，主要原因即是公司为保障下半年产品订单及时交付增加了生产物料等储备，反映出逐季转好态势，且相比去年同期上升幅度更大。

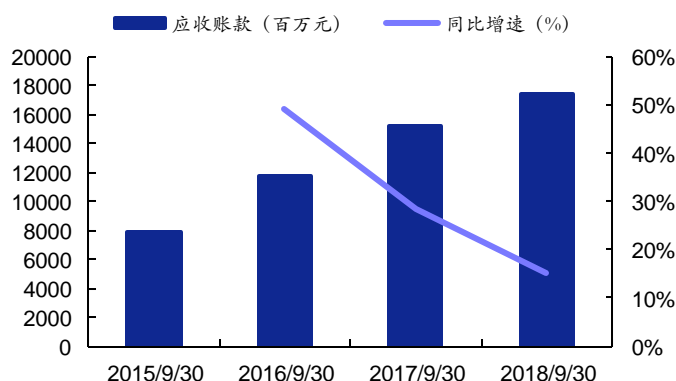
图 34: 航天板块历年存货情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

- 3) 航天板块应收账款同比增长 15.08%，略高于营业收入同比增长 11.35%，我们认为：一方面营收增加相应应收账款增加。另一方面，或因主机厂或总体单位付款周期变长导致。

图 35: 航天板块历年应收账款情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

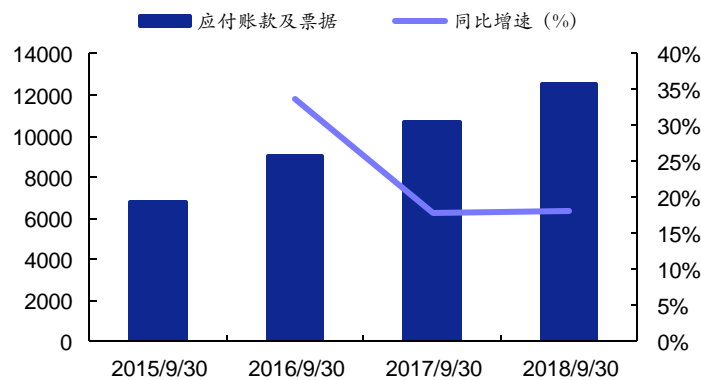
表 8: 典型航天板块标的应收账款周转天数

证券代码	证券简称	2016/9/30	2017/9/30	2018/9/30
000547.SZ	航天发展	150	210	219
002025.SZ	航天电器	173	198	242
600118.SH	中国卫星	293	239	221
600879.SH	航天电子	133	205	220

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4) 航天板块应付账款及票据同比增加 18.02%，主要是因为占比较高的中国卫星、航天电子、航天电器分别增长 15.80%、15.65%、25.50%，三家公司均为航天领域核心标的，反映出航天板块公司增加了物料的采购和或有部分控两金向上游供应商传递的影响。

图 36: 航天板块历年应付账款情况

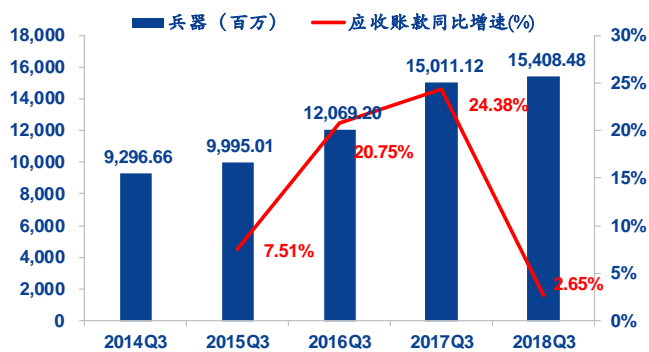


资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.3. 兵器：应收应付增速下降明显，付款节奏加快

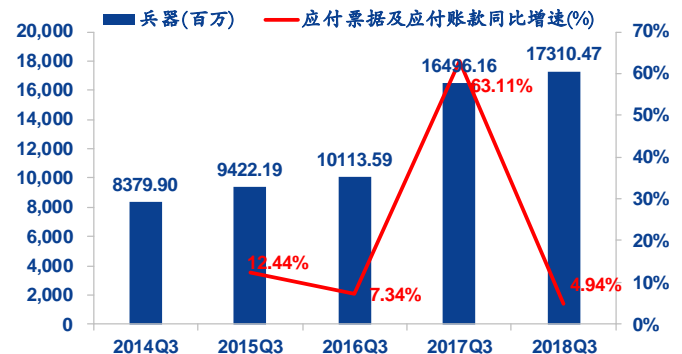
1) 截至 2018 年三季度报，兵器板块应收账款（154.08 亿，同比增长 2.65%）、应付票据及应付账款（173.10 亿，同比增长 4.94%），结合兵器板块截至三季度报实现营收（339.88 亿，同比增长 9.53%），我们认为：应收应付的增速低于收入及主营业务成本增速，表明应收及应付周转率或将有所提升，上下游付款节奏加快。

图 37: 2018 三季度兵器板块应收账款



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

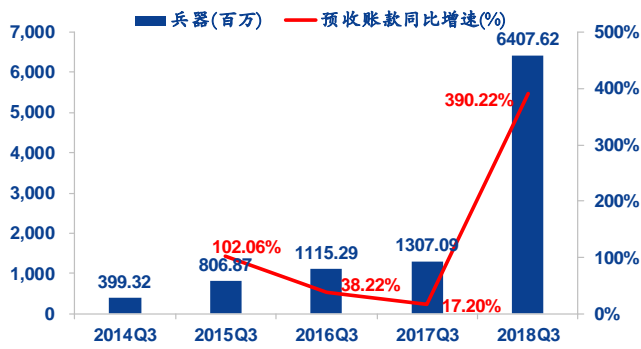
图 38: 2018 三季度兵器板块应付票据及应付账款



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

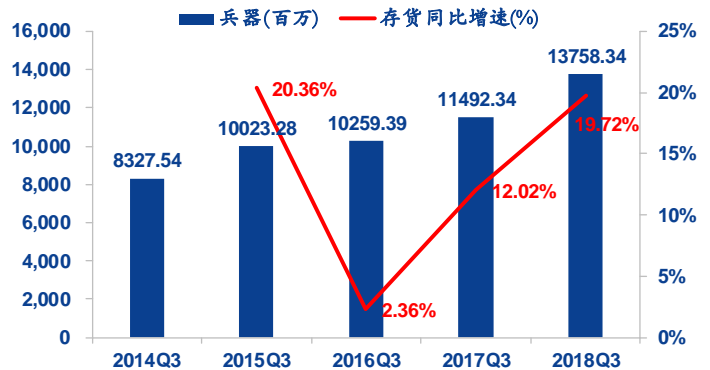
2) 截至 2018 年三季度报，兵器板块预收账款（64.08 亿，同比增长 390.22%），远超历史平均水平、存货（137.58 亿元，同比增长 19.72%）。我们认为：兵器板块预付款比例及预付款政策或已经发生较大变化。同时，存货增速高于营收增速，需警惕存货积压货风险。

图 39：2018 三季度兵器板块预收账款



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 40：2018 三季度兵器板块存货



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.4. 船舶：预收/存货/应付三大科目均揭示新造船市场订单回暖与交付好转

- 1) 船舶板块预收账款同比增长 27.07%，反映民船订单在全球造船逐步回暖趋势下逐步好转。2018 年三季报，*ST 船舶、中国动力预收款同比增速分别为：17.86%、24.81%，我们认为主要原因是民船订单受益全球造船业逐步回暖趋势有所增加。对于军船，以瑞特股份（军品占比 70%）为代表，截止到 2018 年 9 月底其预收款同比减少 38.82%，我们认为原因是海军军改尚在调整，对海军装备订单招投标形成一定程度的负面影响所致。
- 2) 船舶板块存货同比下降 15.90%，反映全球造船海工市场逐步回暖，船东接船意愿更强，交付情况有所好转。以*ST 船舶和中船防务为例，其在 2018 年 9 月底的存货分别同比减少 50.7%和 65.0%。我们认为，船舶企业的存货同比下滑是由于民船行业处在逐步回暖趋势中，船东接船意愿更强，致使船舶产品交付情况好转。另一方面，船厂开工造船一般滞后于签订订单时间约 1~2 年，当前及去年同期造船分别反映的是 2016 年、2015 年签订的订单，而 2016 年是全球造船海工市场的最低点，也是新签造船订单的最低点；致使当期船舶企业造船任务量同比上年有所减少，相应地存货有所下滑。
- 3) 船舶板块应付账款和应付票据项同比增长 11.28%，反映船舶企业手持订单增长带来的备货增加。其中*ST 船舶、中国动力、中国重工的应付账款和应付票据项分别同比增长 7.45%、65.43%、9.69%。我们认为，船舶板块应付账款和应付票据项的同比增长主要原因是因为在手订单增长带来的备货增加，根据中国船舶工业协会数据，截止 2018 年 9 月底，我国造船企业手持订单量 8654 万 DWT，同比增长 6.5%。

2.5. 信息化：预收账款继续提升，存货增速降低，或因交付节奏加快

- 1) 信息化板块的预收账款同比增长 34.40%，较半年报增速提升较多，环比增长 30.03%，其中海格通信、七一二、振华科技、耐威科技、亚光科技等同比增长较快。信息化涵盖雷达、通信、电子、导航等领域，并贯穿航空、舰船等武器装备建设的全过程，整体增速高于军工行业的增长。但因产品和下游客户有所不同，相关公司存在明显的差异化，以海格通信和七一二为例，同为通信电台生产厂商，但 18 年前三季度预收账款分别同比增长 157%和 55%，分别环比增长 47.4%和-0.6%，海格通信下游为主要为海军和陆军，七一二下游主要是空军，背后反映的订单增长逻辑有所不同。
- 2) 信息化板块存货同比增长 15.30%，较半年报的增速 18.05%有所降低，且收入增速快速与存货增速，或因信息化产品交付节奏加快有关。过去两年信息化标的受军改影响较大，今年以来随着军改影响逐步削弱，信息化相关标的的订单增长较快。
- 3) 信息化板块应付票据及应付账款同比增长 21.47%，其应收账款和应付票据同比增速高于其他细分方向，符合行业增长趋势。（注：此部分信息化板块不含杰赛科技）

考虑到国防信息化建设是大势所趋，叠加更新换代（一代飞机、三代航电）及国产化替代需求，我们预计国防信息化相关标的的需求或将逐步提升，或带动资产负债负债表相关科目表现逐步转好。

三、现金流量表：随着军改推进整体向好，船舶兵器改善明显

军改影响逐步消除，行业现金流改善。16年来行业经营性现金流逐年好转，16Q3经营性现金流-345.21亿，18Q3大幅增加至-172.31亿。我们认为，主要因军改影响逐步消除所致；随着军改继续深化和落地，预计行业现金流情况将继续改善。

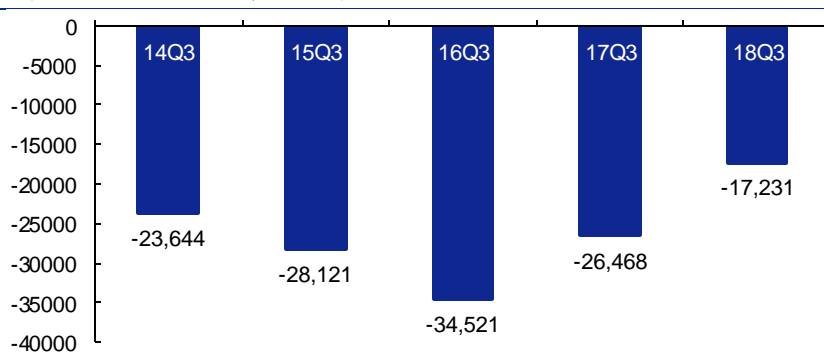
国企现金流情况为近四年最好，民企现金流情况也同比大幅好转。我们认为，民营企业因其业务多为配套，对主机厂、军方等下游议价能力较弱，同时在军工集团强调控制两金（应收账款和存货）要求下，主机厂倾向于挤压上游，上游应收账款回款节奏因此会受到一定影响；但整体国企民企现金流情况都已得到大幅改善。

表 9：军工行业经营性现金流（百万元）

	14Q3	15Q3	16Q3	2017Q3	2018Q3
合计	-23,644	-28,121	-34,521	-26,468	-17,231
国企	-22,523	-26,025	-32,782	-21,489	-14,712
民参军	-1,122	-2,095	-1,739	-4,978	-2,519
航空	-12,067	-6,882	-13,326	-7,647	-9,401
航天	-2,823	-3,165	-4,241	-4,822	-4,658
兵器	-1,229	-2,207	-2,014	-1,276	771
船舶	-4,611	-12,851	-13,615	-5,733	716
信息化	-3168	-2583	-1512	-6573	-5337

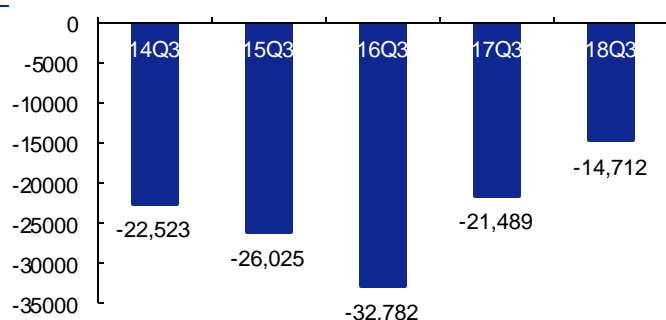
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：军工行业经营性现金流（百万元）



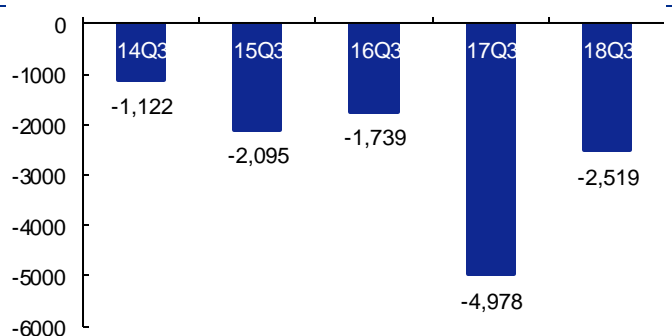
资料来源：Wind，安信证券研究中心，剔除沈飞及次新股

图 42：军工国企经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，剔除沈飞及次新股

图 43：民参军经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心，剔除沈飞及次新股

航空板块现金流同比略有恶化。航空板块经营性现金流 17Q3 和 18Q3 分别为-76.47 亿和 -94.01 亿，其中中航飞机和中航机电较为显著。我们认为，中航飞机因为“部分新增销售产品尚未到收款期”，应收账款为历史最高值；中航机电 18Q3 应收账款及应收票据 94.17 亿为史上最高，前三季度公司经营性现金流量净额-13.61 亿，去年同期-2.68 亿，流出大幅增加了 10.93 亿，而 18Q3 的-7.34 亿也是公司历史上经营性现金流量净额最低的一个季度。

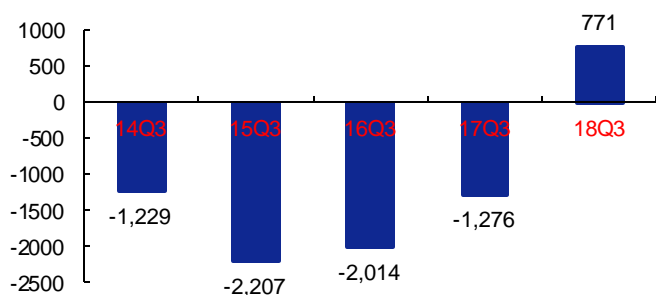
航天板块前三季度现金流持续改善。统计典型公司前三季度经营性净现金流-28.80 亿，同比减少 6.39%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 11.10 亿，同比增加 7.67%。一方面营收增长带来销售商品、提供劳务收到的现金增加，但增速仍赶不上营收增速，或是因为总体单位控制付款节奏。根据军工回款存在明显的季节性规律，三季度已进入逐渐回款节奏，四季度回款预计更好，现金流持续改善。

兵器板块经营性现金实现净流入，资金状况大幅改善。截至 2018 年三季报，兵器板块首次实现经营性现金净流入。同时，本年累计实现销售收入 339.37 亿元，但收到“销售商品、提供劳务收到的现金 343.81 亿元”，为历年来首次实现子行业板块整体的“现金收支>销售收入>现金支出”的情况。我们认为：第一，客户预付款的政策及节奏或已发生较大变化；第二，结合军工五年周期“前松后紧”的行业特征，进一步验证订单放量逻辑。

船舶板块整体经营性现金流同比有所好转。12 家船舶企业经营性现金流同比增加 40.31 亿，主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 36.35 亿元。从个股来看，中国重工的经营性现金流转好最为明显，同比增长 48.94 亿元，其销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 32.17 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 23.11 亿元，主要原因是船舶等产品收款同比好于上年，同时生产物料采购同比有所减少。

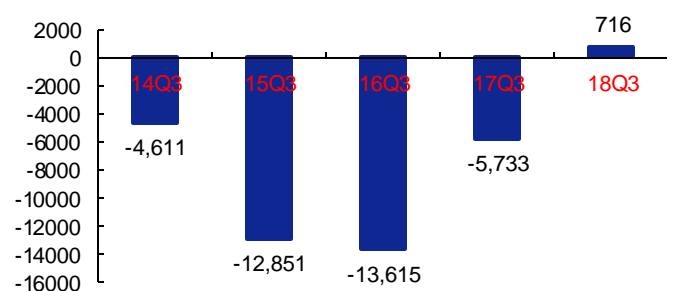
信息化板块现金流较去年同期有所好转。信息化板块 18 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 20.2%，若不考虑振华科技，则同比增长 27.2%，增长主要来自于合众思壮、四创电子、华讯方舟、七一二等，今年部分信息化企业回款较好有关，回款改善再次验证了军改负面影响的削弱。

图 44：兵器板块经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 45：船舶板块经营性现金流（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

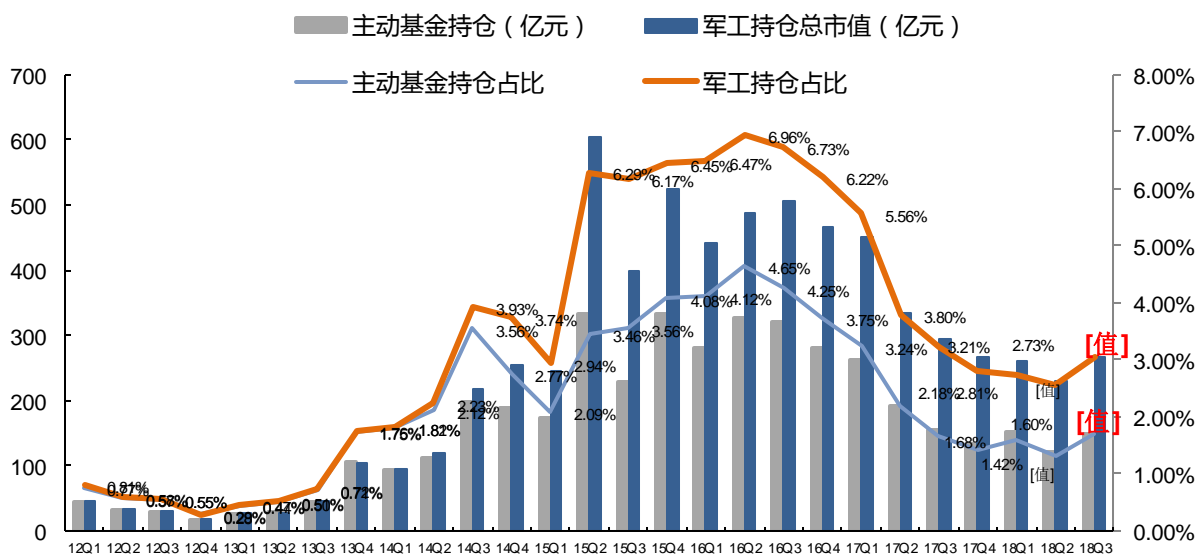
四、基金持仓分析：公募基金军工持股比例略有回升，高度集中于主机厂和航空产业链

对 2018Q3 公募基金重仓持股进行统计，军工行业持股比例为 3.06%，环比提高 0.51 个百分点；主动基金持股比例为 1.71%，环比提高 0.39 个百分点；依然处于四年来低位。军工行业持股集中度继续提升，持仓前十占比 78.12%，持仓前二十占比 95.07%，持股集中度四年来最高，高度集中于航空产业链和主机厂；国有企业持仓比例为 93.75%，接近历史最高值，民参军公司持仓比例为 6.25%，接近历史最低值。

4.1. 公募基金军工持股比例略有回升，高度集中于航空产业链和主机厂

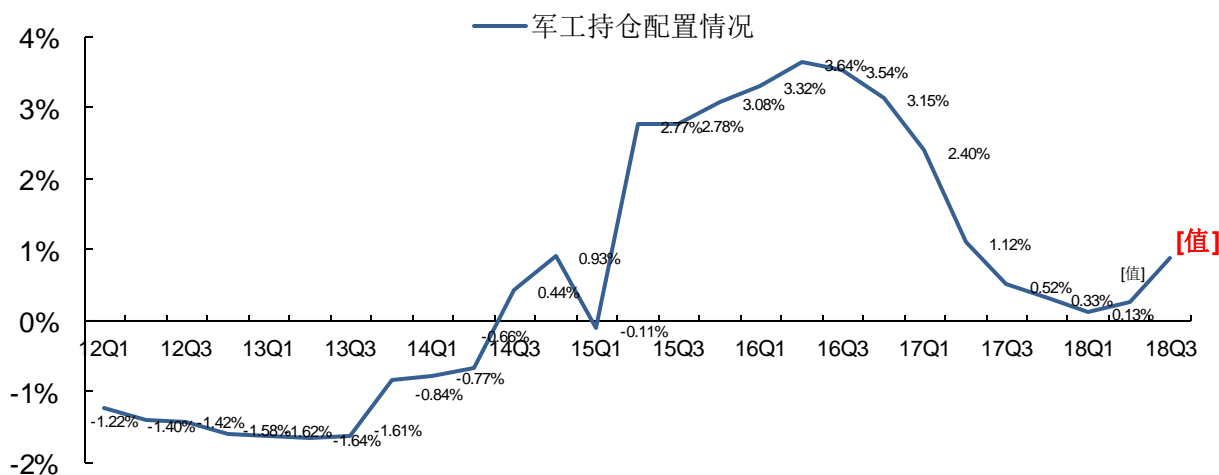
对 2018Q3 公募基金重仓持股进行统计，军工行业持股比例为 3.06%，环比提高 0.51 个百分点；主动基金持股比例为 1.71%，环比提高 0.39 个百分点；依然处于四年来低位；军工行业公募基金超配 0.89%。

图 46：军工行业公募基金重仓持股统计



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 47：军工行业基金持仓超配情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 10: 2018Q3 军工行业被动基金和主题基金统计

基金类型	代码	名称	基金规模 (亿元)	股票投资市值(亿元)	
军工 ETF 基金	512660.OF	国泰中证军工 ETF	7.51	7.46	
	512680.OF	广发中证军工 ETF	2.72	2.67	
	003017.OF	广发中证军工 ETF 联接	1.46	0.02	
	512810.OF	华宝中证军工 ETF	0.58	0.57	
	512560.OF	易方达中证军工 ETF	0.25	0.24	
		合计	12.51	10.96	
军工分级基金	161024.OF	富国中证军工	94.96	88.24	
	160630.OF	鹏华中证国防	73.15	69.12	
	164402.OF	前海开源中航军工	14.40	13.56	
	163115.OF	申万菱信中证军工	12.24	11.07	
	502003.OF	易方达军工	3.84	3.61	
	161628.OF	融通中证军工	0.82	0.77	
			合计	199.40	186.37
军工行业主题基金	001475.OF	易方达国防军工	39.25	34.03	
	000654.OF	华商新锐产业	21.33	9.52	
	000800.OF	华商未来主题	9.15	8.19	
	630005.OF	华商动态阿尔法	9.08	5.07	
	630011.OF	华商主题精选	6.71	5.52	
	001838.OF	国投瑞银国家安全	12.38	11.69	
	000596.OF	前海开源中证军工 A	7.62	7.03	
	004224.OF	南方军工改革	3.86	3.54	
	002983.OF	长信国防军工	2.93	2.64	
	002251.OF	华夏军工安全	4.43	3.76	
	501019.OF	国泰国证航天军工	1.85	1.75	
	002199.OF	前海开源中证军工 C	0.00	0.00	
	000535.OF	长盛航天海工装备	1.03	0.51	
	004698.OF	博时军工主题	0.85	0.71	
	004139.OF	中邮军民融合	0.69	0.42	
	160643.OF	鹏华中证空天一体军工	0.86	0.82	
			合计	122.05	95.20

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

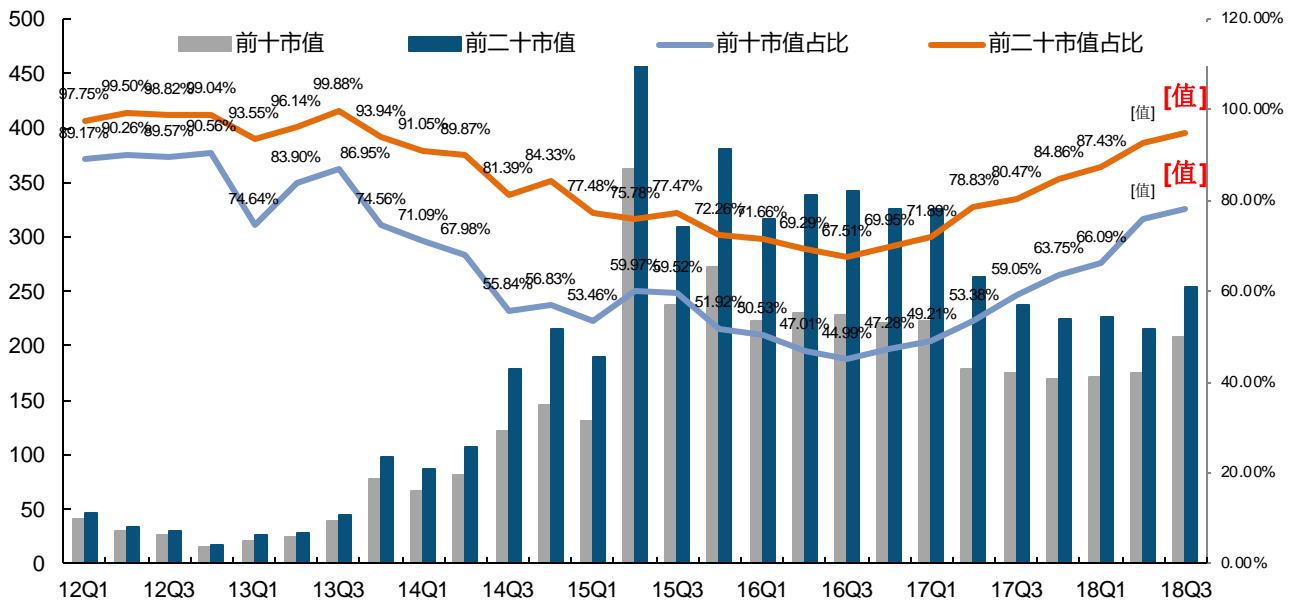
军工行业持股集中度继续提升, 持仓前十占比 **78.12%**, 持仓前二十占比 **95.07%**, 持股集中度四年来最高, 高度集中于航空产业链和主机厂; 持仓前十为中航光电、中航沈飞、中航飞机、中航机电、航发动力、内蒙一机、中直股份、航天电器、中国重工、航天电子。国有企业持仓比例为 **93.75%**, 接近历史最高值, 民参军公司持仓比例为 **6.25%**, 接近历史最低值。

表 11: 2018Q3 持仓高度集中

2018Q3 持仓前十							
代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比(%)	股价变动(%)
002179.SZ	中航光电	119	8838.40	979.61	38.89	11.30	12.82
600760.SH	中航沈飞	91	7704.86	523.93	29.36	22.34	5.72
000768.SZ	中航飞机	65	14987.26	795.28	23.80	5.41	1.53
002013.SZ	中航机电	54	25840.70	1765.89	21.71	8.22	10.96
600893.SH	航发动力	40	8911.44	-179.96	21.44	4.58	7.80
600967.SH	内蒙一机	58	13147.41	2417.37	18.20	13.69	8.63
600038.SH	中直股份	62	3879.95	451.52	15.47	6.58	-0.33
002025.SZ	航天电器	36	5367.75	1390.21	14.70	12.52	18.53
601989.SH	中国重工	18	30790.78	-400.89	13.09	1.68	5.20
600879.SH	航天电子	27	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-3.13

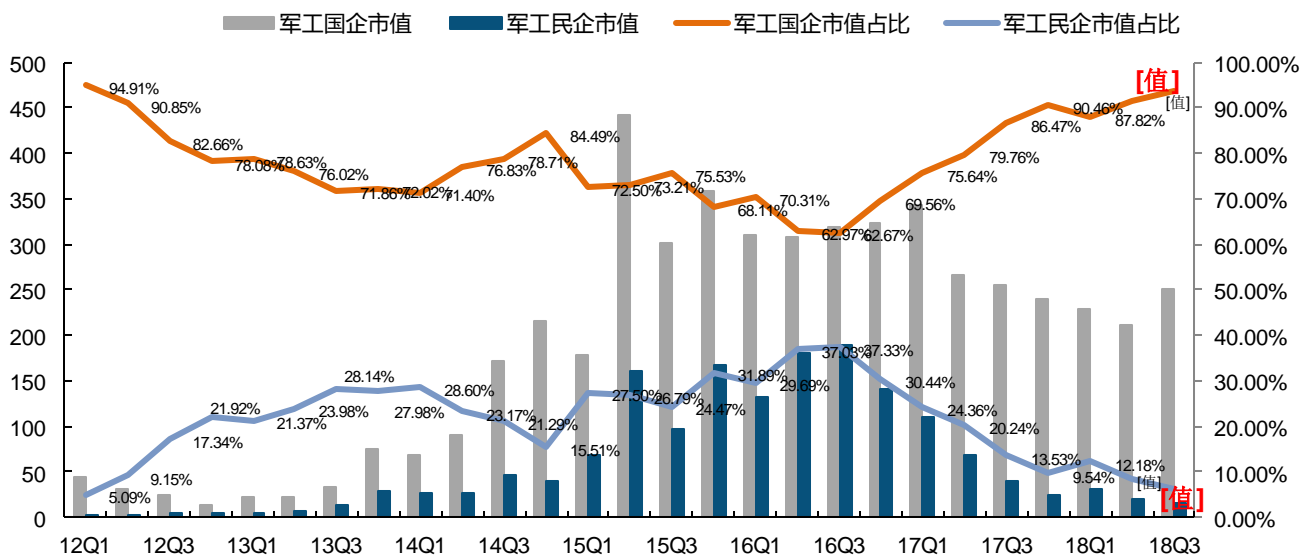
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 2018Q3 军工行业基金持股集中度 (亿)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 49: 2018Q3 基金军工持仓结构 (亿)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2. 分级基金是军工持股重要力量，富国军工分级已下折

4.2.1. 分级基金是公募基金军工持股重要力量

当前共有分级基金 134 支，除去综合类分级基金（如华安沪深 300 等），行业类分级基金共有 65 支，合计规模 619.12 亿。其中，军工分级基金 6 支，数量占比 9.23%；军工分级基金规模 199.40 亿，规模占比 32.21%，各行业中规模最大。

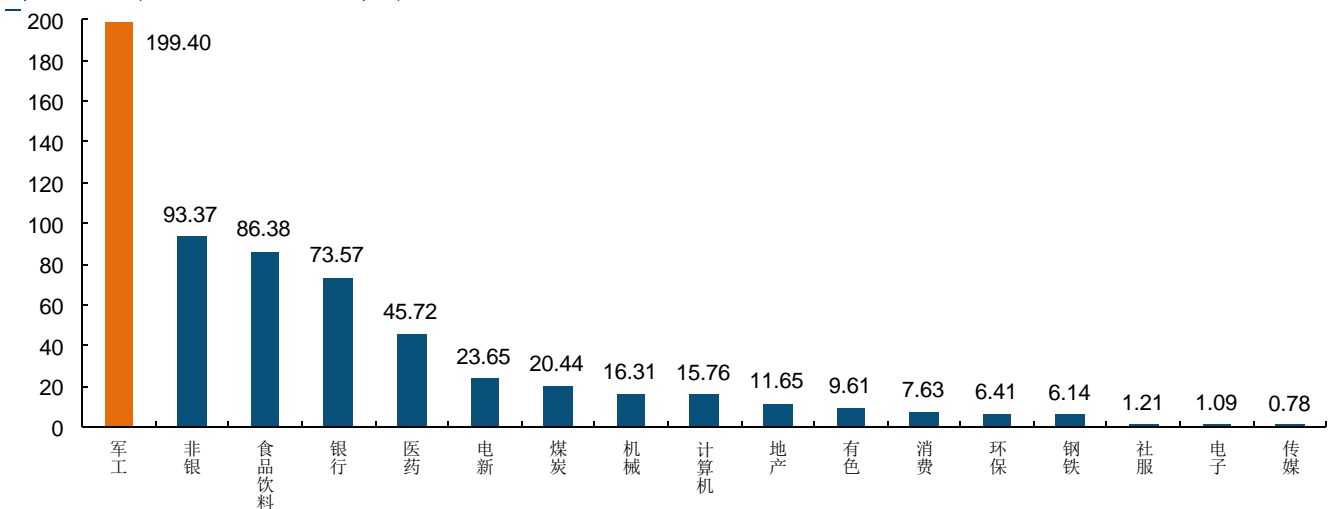
军工板块 6 支分级基金，集中成立于 2014 年与 2015 年，分别是富国中证军工、鹏华中证国防、前海开源中航军工、申万菱信中证军工、易方达军工、融通中证军工。自从成立后就成为公募基金配置军工行业的主要力量，截至 2018H（只有中报和年报披露公募基金全部持仓，故此处数据为中报数据）军工分级基金规模为 202.46 亿，占公募基金军工持仓的比例为 35.44%。

表 12: 6 支军工分级基金

代码	名称	母基金	上市日期	利率规则	参考指数	A: B	触发下折价格/元	基金规模 (截至 2018Q3) / 亿
150182.SZ	军工 B	富国中证军工	2014 年 4 月 23 日	+3%	中证军工	5: 5	0.25	94.96
150206.SZ	国防 B	鹏华中证国防	2014 年 12 月 5 日	+3%	中证国防	5: 5	0.25	73.15
150222.SZ	中航军 B	前海开源中航军工	2015 年 4 月 20 日	+5%	军工指数	5: 5	0.25	14.40
150187.SZ	军工 B 级	申万菱信中证军工	2014 年 8 月 11 日	+3%	中证军工	5: 5	0.25	12.24
502005.SH	军工 B	易方达军工	2015 年 7 月 15 日	+3%	中证军工	5: 5	0.25	3.84
150336.SZ	军工股 B	融通中证军工	2015 年 7 月 13 日	+4%	中证军工	5: 5	0.25	0.82
合计								199.40

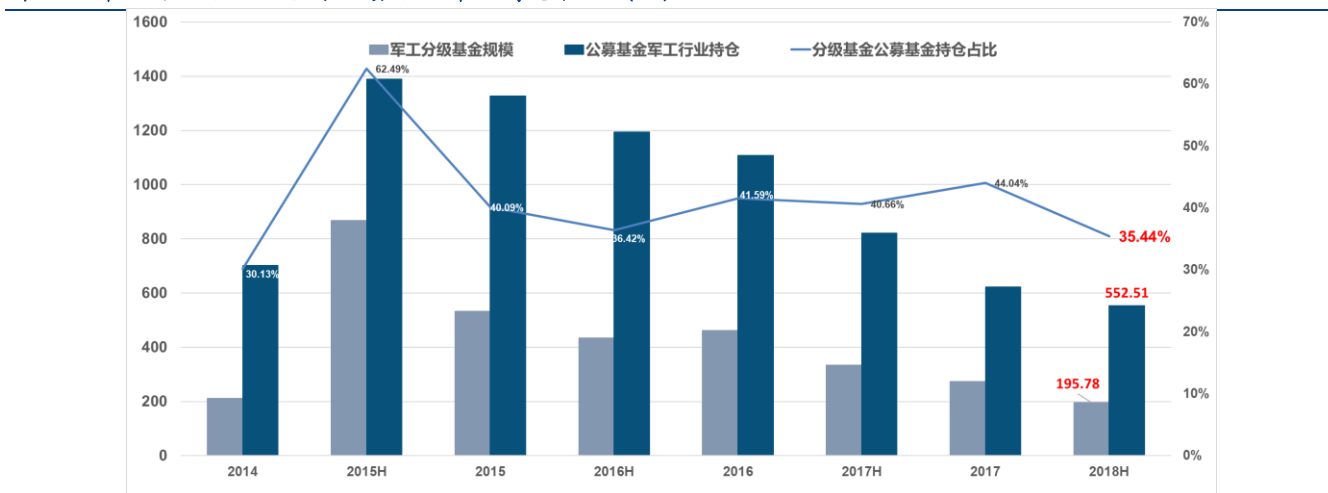
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 50: 各行业分级基金规模 (亿)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 51: 军工分级基金规模和公募基金军工持仓占比 (亿)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2.2. 富国军工分级下折, 历史统计下折后军工板块或有超额收益

10 月 12 日, 富国军工分级下折, 下折日期虽已过三季度, 但本文仍做讨论分析。

截至 2018 年 10 月 12 日, 军工板块分级基金共经历 9 次下折。其中 2016 年 1 月 29 日两支基金同一日下折, 2018 年 2 月 6 日和 2 月 7 日两支基金分别下折。下折后 5 个交易日, 中证军工指数平均涨幅 4.39%, 相对大盘平均涨幅 3.54%; 下折后 20 个交易日, 中证军工指数平均涨幅 11.45%, 相对大盘平均涨幅 8.00%; 具有明显的超额收益。

去除 2015 年股灾和 2016 年初熔断期间的下折，统计 2017 年来三次下折。下折后 5 个交易日，中证军工指数平均涨幅-0.08%，相对大盘平均涨幅 1.39%；下折后 20 个交易日，中证军工指数平均涨幅 3.25%，相对大盘平均涨幅 2.25%；依然具有一定的超额收益。

表 13：下折后中证军工指数表现（所有下折）

下折基准日	中证军工指数涨跌幅		中证军工指数相对大盘涨跌幅	
	下折后 5 个交易日	下折后 20 个交易日	下折后 5 个交易日	下折后 20 个交易日
2015 年 7 月 9 日	12.09%	28.45%	9.49%	29.74%
2015 年 9 月 15 日	12.13%	31.12%	6.13%	17.14%
2016 年 1 月 29 日	2.38%	-0.65%	1.44%	-5.63%
2017 年 5 月 8 日	-2.97%	-4.58%	-3.35%	-6.58%
2017 年 12 月 6 日	2.39%	0.37%	2.12%	-2.41%
2018 年 2 月 6 日	0.33%	13.96%	5.41%	15.75%
均值	4.39%	11.45%	3.54%	8.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 14：下折后中证军工指数表现（2017 年后）

下折基准日	中证军工指数涨跌幅		中证军工指数相对大盘涨跌幅	
	下折后 5 个交易日	下折后 20 个交易日	下折后 5 个交易日	下折后 20 个交易日
2017 年 5 月 8 日	-2.97%	-4.58%	-3.35%	-6.58%
2017 年 12 月 6 日	2.39%	0.37%	2.12%	-2.41%
2018 年 2 月 6 日	0.33%	13.96%	5.41%	15.75%
均值	-0.08%	3.25%	1.39%	2.25%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

对 2017 年以来三次下折后个股表现进行统计：

- ① 下折后“白马股”并非反弹的“急先锋”，但内蒙一机和中航沈飞弹性较大。
- ② “白马股”表现较为稳健，且可取得超越中证军工指数的表现。

图 52：军工分级下折后个股表现

2017 年 5 月 8 日后 5 个交易日涨幅前十		2017 年 12 月 6 日后 5 个交易日涨幅		2018 年 2 月 6 日后 5 个交易日涨幅		2017 年 5 月 8 日后 20 个交易日涨幅前十		2017 年 12 月 6 日后 20 个交易日涨幅		2018 年 2 月 6 日后 20 个交易日涨幅	
鹏起科技	14.78%	中兵红箭	16.65%	海兰信	23.12%	中航沈飞	14.54%	康达新材	27.30%	航发控制	48.48%
中船科技	10.91%	海特高新	14.63%	星网宇达	17.35%	鹏起科技	13.77%	中兵红箭	22.48%	海兰信	47.76%
中航沈飞	7.18%	广哈通信	11.69%	内蒙一机	17.20%	欧比特	13.66%	中航沈飞	20.03%	精准信息	40.34%
瑞特股份	6.86%	耐威科技	9.75%	火炬电子	14.85%	凤凰光学	12.41%	广哈通信	19.95%	光威复材	40.16%
四创电子	6.70%	西仪股份	9.47%	高德红外	12.74%	炼石有色	11.36%	湖南天雁	18.17%	高德红外	34.87%
耐威科技	6.27%	康达新材	8.99%	楚江新材	10.76%	中国海防	7.86%	航天电器	18.04%	金信诺	34.03%
中直股份	5.48%	旋极信息	8.99%	旋极信息	9.59%	乐凯胶片	7.33%	海格通信	15.37%	内蒙一机	31.96%
乐凯新材	5.13%	海兰信	8.91%	中国海防	8.82%	红相股份	6.27%	炼石有色	15.09%	航发科技	31.58%
内蒙一机	4.73%	红相股份	7.28%	晨曦航空	8.23%	四创电子	6.01%	红相股份	15.02%	新余国科	30.53%
新研股份	4.35%	楚江新材	6.95%	南洋科技	7.84%	中航光电	5.73%	西仪股份	13.50%	火炬电子	30.27%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 15：下折后“白马股”表现

代码	公司	2017 年 5 月 8 日后 5 个交易日涨跌幅	2017 年 5 月 8 日后 20 个交易日涨跌幅	2017 年 12 月 6 日后 5 个交易日涨跌幅	2017 年 12 月 6 日后 20 个交易日涨跌幅	2018 年 2 月 6 日后 5 个交易日涨跌幅	2018 年 2 月 6 日后 20 个交易日涨跌幅
600967.SH	内蒙一机	4.73%	-0.71%	0.17%	3.41%	17.20%	31.96%

600760.SH	中航沈飞	7.18%	14.54%	5.92%	20.03%	1.85%	27.14%
000768.SZ	中航飞机	-8.65%	-5.75%	3.11%	1.12%	-4.47%	12.98%
600038.SH	中直股份	5.48%	1.14%	3.26%	6.30%	0.60%	18.07%
002013.SZ	中航机电	2.51%	2.51%	0.90%	-1.71%	0.56%	21.87%
600990.SH	四创电子	6.70%	6.01%	1.20%	-4.50%	-1.09%	19.58%
600562.SH	国睿科技	3.00%	2.06%	3.21%	-1.02%	5.29%	29.40%
002179.SZ	中航光电	2.71%	5.73%	3.57%	10.14%	1.24%	14.30%
002025.SZ	航天电器	0.00%	0.00%	4.57%	18.04%	3.73%	21.00%
均值		2.63%	2.84%	2.88%	5.76%	2.77%	21.81%
期间中证军工指数涨跌幅		-2.97%	-4.58%	2.39%	0.37%	0.33%	13.96%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.3. 基金持仓高度集中于主机厂和航空产业链

2018Q3 持仓前十个股分别为中航光电、中航沈飞、中航飞机、中航机电、航发动力、内蒙一机、中直股份、航天电器、中国重工、航天电子，全部为国企，集中于主机厂和航空产业链；相比 2018Q2，名单未有变化，次序略有调整。

2018Q3 持仓前十民参军公司分别为旋极信息、应流股份、合众思壮、新研股份、海兰信、宏大爆破、火炬电子、航新科技、楚江新材、景嘉微；相比 2018Q2，应流股份、宏大爆破、楚江新材、景嘉微入列，海特高新、北斗星通、欧比特、振芯科技出列。

表 16: 2018Q3 公募基金军工持仓市值排名

2018Q3 持仓前十								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002179.SZ	中航光电	119	8838.40	979.61	38.89	11.30	12.82
2	600760.SH	中航沈飞	91	7704.86	523.93	29.36	22.34	5.72
3	000768.SZ	中航飞机	65	14987.26	795.28	23.80	5.41	1.53
4	002013.SZ	中航机电	54	25840.70	1765.89	21.71	8.22	10.96
5	600893.SH	航发动力	40	8911.44	-179.96	21.44	4.58	7.80
6	600967.SH	内蒙一机	58	13147.41	2417.37	18.20	13.69	8.63
7	600038.SH	中直股份	62	3879.95	451.52	15.47	6.58	-0.33
8	002025.SZ	航天电器	36	5367.75	1390.21	14.70	12.52	18.53
9	601989.SH	中国重工	18	30790.78	-400.89	13.09	1.68	5.20
10	600879.SH	航天电子	27	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-3.13

2018Q3 持仓前十军工国企								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002179.SZ	中航光电	119	8838.40	979.61	38.89	11.30	12.82
2	600760.SH	中航沈飞	91	7704.86	523.93	29.36	22.34	5.72
3	000768.SZ	中航飞机	65	14987.26	795.28	23.80	5.41	1.53
4	002013.SZ	中航机电	54	25840.70	1765.89	21.71	8.22	10.96
5	600893.SH	航发动力	40	8911.44	-179.96	21.44	4.58	7.80
6	600967.SH	内蒙一机	58	13147.41	2417.37	18.20	13.69	8.63
7	600038.SH	中直股份	62	3879.95	451.52	15.47	6.58	-0.33
8	002025.SZ	航天电器	36	5367.75	1390.21	14.70	12.52	18.53
9	601989.SH	中国重工	18	30790.78	-400.89	13.09	1.68	5.20
10	600879.SH	航天电子	27	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-3.13

2018Q3 持仓前十民参军公司								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	300324.SZ	旋极信息	20	6277.35	-5.98	4.85	6.26	0.00

2	603308.SH	应流股份	5	1553.64	133.35	1.64	3.88	-18.32
3	002383.SZ	合众思壮	5	916.65	-238.53	1.33	1.92	-12.08
4	300159.SZ	新研股份	2	1599.02	290.00	1.22	1.65	7.91
5	300065.SZ	海兰信	9	934.27	51.72	1.17	3.45	-11.29
6	002683.SZ	宏大爆破	3	1050.33	76.68	1.04	1.76	10.76
7	603678.SH	火炬电子	7	465.84	98.31	0.90	1.03	-22.59
8	300424.SZ	航新科技	9	475.36	42.69	0.90	3.01	-2.94
9	002171.SZ	楚江新材	2	1691.87	-301.49	0.88	1.65	-19.91
10	300474.SZ	景嘉微	3	121.18	46.71	0.51	1.78	-9.36

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018Q3 加仓前十分别为中航光电、航天电器、中航机电、内蒙一机、中航沈飞、中航电子、航发动力、中国长城、海格通信、中国动力。

2018Q3 减仓前十分别为中直股份、中国重工、中国卫星、航天电子、火炬电子、合众思壮、康达新材、国睿科技、楚江新材、景嘉微。

表 17: 2018Q3 公募基金加/减仓排名

2018Q3 加仓前十									
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	加仓市值 (亿)	股价变动 (%)	
1	002179.SZ	中航光电	8838.40	979.61	38.89	11.30	15.99	12.82	
2	002025.SZ	航天电器	5367.75	1390.21	14.70	12.52	8.02	18.53	
3	002013.SZ	中航机电	25840.70	1765.89	21.71	8.22	6.49	10.96	
4	600967.SH	内蒙一机	13147.41	2417.37	18.20	13.69	6.05	8.63	
5	600760.SH	中航沈飞	7704.86	523.93	29.36	22.34	4.22	5.72	
6	600372.SH	中航电子	5089.83	454.54	7.36	2.89	4.19	10.72	
7	600893.SH	航发动力	8911.44	-179.96	21.44	4.58	2.50	7.80	
8	000066.SZ	中国长城	6375.21	965.16	4.19	2.56	1.74	-7.59	
9	002465.SZ	海格通信	9332.27	83.12	8.21	4.51	1.70	9.59	
10	600482.SH	中国动力	3274.44	-24.05	7.59	3.60	1.57	32.78	

2018Q3 减仓前十									
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	减仓市值 (亿)	股价变动 (%)	
1	600038.SH	中直股份	3879.95	451.52	15.47	6.58	-4.89	-0.33	
2	601989.SH	中国重工	30790.78	-400.89	13.09	1.68	-4.08	5.20	
3	600118.SH	中国卫星	22.44	10.20	416.26	0.02	-3.51	-2.88	
4	600879.SH	航天电子	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-2.10	-3.13	
5	603678.SH	火炬电子	465.84	98.31	0.90	1.03	-1.31	-22.59	
6	002383.SZ	合众思壮	916.65	-238.53	1.33	1.92	-0.60	-12.08	
7	002669.SZ	康达新材	217.58	82.01	0.27	0.95	-0.52	-41.85	
8	600562.SH	国睿科技	2114.92	221.81	3.27	3.52	-0.51	-9.80	
9	002171.SZ	楚江新材	1691.87	-301.49	0.88	1.65	-0.39	-19.91	
10	300474.SZ	景嘉微	121.18	46.71	0.51	1.78	-0.35	-9.36	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018Q3 基金持股占流通市值比前十分别为中航沈飞、内蒙一机、航天电器、中航光电、中航机电、四创电子、航天电子、中直股份、旋极信息、中航飞机。

表 18: 2018Q3 持股占流通市值比前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)	
1	600760.SH	中航沈飞	91	7704.86	523.93	29.36	22.34	5.72	
2	600967.SH	内蒙一机	58	13147.41	2417.37	18.20	13.69	8.63	
3	002025.SZ	航天电器	36	5367.75	1390.21	14.70	12.52	18.53	
4	002179.SZ	中航光电	119	8838.40	979.61	38.89	11.30	12.82	

5	002013.SZ	中航机电	54	25840.70	1765.89	21.71	8.22	10.96
6	600990.SH	四创电子	11	1059.16	243.55	4.55	7.75	-12.81
7	600879.SH	航天电子	27	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-3.13
8	600038.SH	中直股份	62	3879.95	451.52	15.47	6.58	-0.33
9	300324.SZ	旋极信息	20	6277.35	-5.98	4.85	6.26	0.00
10	000768.SZ	中航飞机	65	14987.26	795.28	23.80	5.41	1.53

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2018Q3 持有基金数量前十: 中航光电、中航沈飞、中航飞机、中直股份、内蒙一机、中航机电、航发动力、航天电器、海格通信、航天电子。

表 19: 2018Q3 持有基金数量前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002179.SZ	中航光电	119	8838.40	979.61	38.89	11.30	12.82
2	600760.SH	中航沈飞	91	7704.86	523.93	29.36	22.34	5.72
3	000768.SZ	中航飞机	65	14987.26	795.28	23.80	5.41	1.53
4	600038.SH	中直股份	62	3879.95	451.52	15.47	6.58	-0.33
5	600967.SH	内蒙一机	58	13147.41	2417.37	18.20	13.69	8.63
6	002013.SZ	中航机电	54	25840.70	1765.89	21.71	8.22	10.96
7	600893.SH	航发动力	40	8911.44	-179.96	21.44	4.58	7.80
8	002025.SZ	航天电器	36	5367.75	1390.21	14.70	12.52	18.53
9	002465.SZ	海格通信	34	9332.27	83.12	8.21	4.51	9.59
10	600879.SH	航天电子	27	17504.36	1216.78	11.92	7.25	-3.13

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.4. 公募基金排名及变化

持有军工股的公募基金, 按持仓市值排名前十分别为富国基金、鹏华基金、易方达、万家基金、国投瑞银、前海开源、华商基金、博时基金、交银施罗德、申万菱信。

表 20: 基金公司排名

公司名称	2018Q3 军工持股总市值	2018Q3 军工持股排名	2018Q2 军工持股总市值	2018Q2 军工持股排名	排名变化	2018Q3 股票总市值	2018Q3 军工股持仓总市值/股票总市值	2018Q3 基金资产净值	2018Q3 军工股持仓总市值/资产净值
富国基金	53.27	1	55.03	1	0	814.31	6.54%	2109.76	2.53%
鹏华基金	49.23	2	46.67	2	0	366.12	13.45%	3474.07	1.42%
易方达	39.54	3	25.04	3	0	1328.95	2.98%	7304.23	0.54%
万家基金	11.25	4	11.23	6	+2	137.84	8.16%	769.17	1.46%
国投瑞银	11.10	5	14.86	4	-1	100.05	11.10%	580.75	1.91%
前海开源	10.54	6	12.40	5	-1	122.44	8.61%	472.42	2.23%
华商基金	7.82	7	8.60	7	0	140.22	5.58%	204.16	3.83%
博时基金	6.77	8	7.18	9	+1	382.82	1.77%	5226.52	0.13%
交银施罗德	5.76	9	1.44	25	+16	315.73	1.82%	1568.45	0.37%
申万菱信	5.59	10	4.70	10	0	144.82	3.86%	291.53	1.92%
中邮基金	5.27	11	4.46	11	0	106.98	4.92%	354.55	1.49%
华夏基金	5.09	12	2.17	19	+7	1342.64	0.38%	4332.70	0.12%
国泰基金	4.91	13	3.54	13	0	507.67	0.97%	1801.22	0.27%
嘉实基金	4.76	14	4.26	12	-2	1076.95	0.44%	4218.28	0.11%
农银汇理	4.09	15	1.00	31	+16	119.49	3.42%	2335.23	0.18%
中欧基金	2.87	16	2.88	14	-2	453.57	0.63%	1783.47	0.16%
长信基金	2.57	17	2.76	16	-1	123.20	2.08%	426.56	0.60%
南方基金	2.43	18	7.26	8	-10	768.73	0.32%	5384.74	0.05%
华安基金	2.28	19	0.78	33	+14	622.63	0.37%	2772.23	0.08%
宝盈基金	2.11	20	0.61	36	+16	118.67	1.78%	318.65	0.66%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

五、重点公司三季报点评汇总

5.1. 中航光电：归母净增长 10.75%，公司预计 18 年净利润区间为 0-15%

■事件：公司 18 年 1-9 月份实现收入（57.75 亿元，+28.34%），实现归母净（6.97 亿元；+10.75%），预计 2018 年实现净利润 8.25-9.49 亿元，同比增长 0-15%。

■收入增速继续提升，毛利率有所下滑，资产负债表延续好转态势

收入增速继续提升。前三季度公司实现收入（57.75 亿元，+28.34%），归母净（6.97 亿元，+10.75%），其中 Q3 实现收入（21.90 亿元，+49.31%），归母净（2.32 亿元，+23.42%），单季度收入、归母净增速较 Q2 继续提升，单季度收入创历史新高且增速创 16 年 Q1 以来的新高，预计除通信、新能源汽车业务外，军品收入增速或随着军改负面影响削弱整体较二季度亦有提升。

Q3 毛利率下滑较多，或与结构变化及军品毛利率变化有关。公司前三季度毛利率 32.06%，较去年同期下降 4.51 个百分点，其中 Q3 毛利率为 29.35%，较 Q2 和去年同期分别下滑 3.40、6.80 个百分点。结合中报我们认为，毛利率较去年同期大幅下滑，或主要因为：产品结构上毛利率相对较低的民品业务快速增长，以及军品毛利率或因军品上量、生产端上游原材料上升、招投标导致竞争加剧等因素而有一定下滑。我们预计公司通过军工研究院下沉至事业部，从设计端更加注重成本控制，以及集成化产品的占比提升，毛利率后续或能基本维持。公司前三季度净利率 12.80%，较去年同期下降 1.96 个百分点，其中 Q3 净利率为 11.37%，较去年同期下滑 1.31 个百分点，公司净利率下降幅度相对较小，主要由于因汇兑损益导致财务费用较去年同期大幅下降。

存货、应付等大幅增长反映了公司充足的订单情况，保障今年业绩增长。公司期末存货 17.98 亿元，处于高位，同比增长 48.22%，其中母公司存货 12.99 亿元，同比增长 73.01%；期末公司应付票据及应付账款 35.93 亿元，同比增长 60.62%，其中母公司应付票据及应付账款 29.25 亿元，同比增长 76.31%。公司资产负债表尤其是母公司延续好转态势，反映了其为保证产品交付增加备货生产，将支持公司未来的进一步快速增长。

应收账款达到历史峰值，四季度回款或有所改善。期末公司应收账款 45.22 亿元，同比增长 38.70%，其中母公司应收账款 34.15 亿元，同比增长 44.78%，主要由于公司销售规模扩大，部分市场领域客户回款周期较长且不均衡，导致期间应收款项规模较高，我们预计或因国有军工企业愈加强调两金控制因此上游客户延长了确认周期以及集成化产品收入确认相对较慢有关，四季度或集中回款。

■公司可转债发行在即，为公司进一步发展增添动力

公司上市后最主要的问题是产能问题，07 年以来公司每隔 3 年就会进行一批新产品产业化项目，并形成公司新一轮的重要业绩增长点。公司拟发行可转债募集资金 13 亿元，8 月 28 日已拿到证监会批文，6 个月内有效，资金主要用于新技术产业基地（预计 19 年建成投产）、光电技术产业基地二期项目等，将解决公司进一步业务扩张及新产品产业化的产能问题，将满足新一轮增长需求。

■投资建议：

中航光电是军工板块中持续增长，较为稳健、估值合理的稀缺标的。公司预计，18 年公司全年净利润增长区间为 0-15%；我们预计，随着四季度订单确认，军品贡献提升等因素，实际增速或处于区间中上部，且公司未来 2 年增长较为确定。我们认为，随着军改影响削弱、新能源汽车回归理性增长、5G 建设蓄势待发及产能释放，公司将重回快速增长通道，考虑到公司未来确定性增长是大概率事件，应享有一定估值溢价。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 9.36、11.68、14.86 亿元，EPS 分别为 1.18、1.48、1.88 元，对应当前股价的 PE 分

别为 32、27、22 倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：军品业务继续受军改影响；新能源汽车和 5G 等民品业务拓展不及预期；管理层更迭可能带来的潜在变化

5.2. 航天电器：三季度印证逐季转好加速，资产负债表预示全年业绩可期

■事件：

10 月 25 日，公司公布三季度，前三季度实现营业收入（19.61 亿元，同比增加 8.87%），归母净利润（2.66 亿元，同比增加 17.19%）。

■三季度业绩印证逐季转好加速态势，资产负债表预示全年业绩可期

公司营收同比增速由负转正，改善明显，或主要因为：公司订单饱满，产能提升效果显著。公司利润增速大于营收增速，或主要因为：公司精益生产、供应链优化整合，拉动毛利率（39.19%）同比提升 0.53 个百分点；另外公司进行了成本控制，管理费用率同比改善 0.47 个百分点。2018Q3 公司实现营收（7.92 亿元，同比+49.86%，环比+15.28%），归母净利润（1.09 亿元，同比+39.57%，环比+18.48%），公司三季度延续逐季转好态势，并有加速趋势，叠加四季度是公司订单交付旺季，全年业绩可期。

公司存货、预付账款快速增长，主要因为公司为保障产品订单及时交付增加了生产物料等储备。其中，2018Q3 期末存货（4.44 亿，较期初增加 1.15 亿，同比上升 35.20%），细分科目原材料、在产品、库存商品分别同比上升 36.92%、24.26%、16.90%；预付账款（0.78 亿，较期初增加 0.21 亿，同比上升 30.00%）。

我们认为，公司订单饱满、产能提升带来了利润表的逐渐兑现，资产负债表端三季度更是延续半年报的逐季转好加速态势，预计全年呈现更快增速。公司应收账款较期初大幅增加（22.88 亿，上升 85.54%），主要是公司营收增加带来的同步增加及按照历年规律或在四季度集中回款，公司军品占比高坏账风险较小。

公司预计 2018 年度归母净利润 3.27 亿~3.89 亿元，同比增长 5%~25%，我们认为，公司狠抓市场开拓、产能提升和供应链整合优化已见效，未确认订单也有望在四季度相继确认，持续的高研发投入保证高新品转化率，订单、产能、营收后续有望实现同步增长，大概率或达预告增速右侧。

■军品占比高，在航天领域优势突出，核心受益我国航天任务加速，武器装备列装加速及实战化训练弹耗增多等多重行业利好。

今年我国航天发射次数预计达 36 次，预计同比 125% 增长。8 月 31 日，航天科技集团七次会公布未来三年火箭发射次数从 110 次调增到 130 次以上，航天器出厂数量从 150 颗调增到 170 颗。伴随航天任务上调及商业航天快速发展，航天领域发展有加速趋势，公司有望核心受益这一进程。另外，军改后武器装备列装加速及实战化训练时间延长、难度加大、强度加强背景下弹载需求持续增长，公司是弹载领域老牌连接器厂，有望受益这一进程。

■智能制造提升运营效率，样板工程有望大面积推广。

公司“精密电子元器件智能制造试点示范”项目成功入围工信部《2018 年智能制造试点示范项目》，预计今年 11 月建成。项目建成后，预计企业生产效率可提高 20%，运营成本降低 20%，产品研制周期缩短 30%，产品不良品率降低 20%，能源利用率提高 10%，将实现生产的提质增效，产能有望持续提升。公司连接器智能制造样板间是航天科工集团样板工程，随着产线全线打通，生产效率不仅大幅提升，还有望对外大面积推广。

■投资建议:

航天电器军品占比高，在航天领域优势突出，核心产品均核心受益航天任务加速、军改后武器装备列装提速以及实战化训练加强下弹载消耗增多等多重行业利好。公司推进智能制造，供应链整合等举措，成本控制、生产效率提高效果显著，ROE 有望持续走高。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 3.74、4.79、6.0 亿元，EPS 分别为 0.87、1.12、1.40 元，对应当前股价的 PE 分别为 29.2、22.2、18.2 倍，给予“买入-A”评级。

■风险提示：武器装备列装进度不及预期、航天发射任务失利或延后影响公司产品业务

5.3. 内蒙一机：现金流持续改善，但因在产品存货增加致使三季度业绩确认放缓

事件：公司发布 2018 年三季度报，截至 2018 年 9 月 30 日：实现营收（71.61 亿，同比减少 1.84%）、实现归母净利（3.49 亿，同比增长 9.06%）；2018 年第三季度单季度实现营收（20.79 亿，同比减少 23.37%）、归母净利（0.60 亿，同比减少 51.61%），主要因为：主做坦克及装甲车辆业务的母公司营收单季度（同比减少 4.75 亿，占合并口径营收减少额的 74.92%）、归母净利单季度（同比减少 0.66 亿，占合并口径归母净利减少额的 103.31%）。

■平均货币资金持有量增长带动资产规模提升，但或因上游供应商供给进度拖累，在产品存货形成积压且截至三季度末尚未实现主业营收规模的扩大。

第一，货币资金增长带动流动资产规模增长。货币资金增长：自 2016 年年报至 2017 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均货币资金账面金额为 51.47 亿元；自 2017 年年报至 2018 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均货币资金（78.24 亿元，平均增长 26.77 亿元、增幅为 52.01%）。存货增长：自 2016 年年报至 2017 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均存货账面金额为 10.68 亿元；自 2017 年年报至 2018 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均存货（22.67 亿元，平均增长 11.99 亿元、增幅为 112.32%）。

第二，资产规模增长尚未转化成收入及利润的增长。受到上述两项资产，即货币资金与存货增长的影响，内蒙一机流动资产平均规模大幅增长。自 2016 年年报至 2017 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均流动资产账面金额为 95.09 亿元；自 2017 年年报至 2018 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）平均流动资产（138.33 亿元，平均增长 43.24 亿元、增幅为 45.48%）。营业收入：2017 年前三季度内蒙一机分别实现营收 15.30 亿元、45.82 亿元、72.95 亿；2018 年前三季度，内蒙一机分别实现营收 15.35 亿元、50.82 亿元及 71.61 亿元。对比发现，截至目前两年营收规模如出一辙，未见明显改变（我们对比了母公司口径两年数据，也得出相同结论）。

我们认为，流动资产或经营性资产的增长往往会带动公司经营业绩的增长。截至三季度末，公司业绩未见明显增长，主要原因在于存货。根据三季度报存货科目变动的原因解释“本报告期在产品未完工交付数量增加”进一步分析：存货增长大体分为两类，一类是存货随着企业整体规模的增长而同步增长，存货周转率变动不大；另一类是因为市场需求不足或产能不足而导致存货被动积压，特点是存货周转率明显下降。截至三季度报，内蒙一机存货均值大幅提升，而主营业务成本变动不大，因此存货周转率下降较快，适用于第二种情形。

再进一步分析，自 2016 年年报至 2017 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）预收账款平均账面金额为 7.88 亿元；自 2017 年年报至 2018 年三季度报，内蒙一机（合并报表口径）预收账款平均账面金额（47.40 亿元，平均增长 39.53 亿元、增幅为 501.94%），我们认为大幅增长的背后，有“预付款节奏及比例变化”的原因、有“五年周期前松后紧”的逻辑，但是主要还是下游客户对公司产品需求较高，因此可以排除“市场需求不足”的情形。我们在

《内蒙一机年报及季报点评：库存在产品及预收款项大幅增加，陆军装甲进入换装高峰》中详细指出了“或因上游零部件厂商产能拖累造成跨年交付”的判断，该判断目前仍然适用。

■平均货币资金持有量的提高带动利息收入的持续增长，但投资收益恐难持续。同时，考虑到跨年存款等因素的影响，对利息收入的期望不宜过高。

1、因客户需求、付款意愿及付款政策等方面的积极变化，货币资金总量有望保持高位。第一，自 2017 年年报至 2018 年三季报，内蒙一机（合并报表口径）预收账款平均账面金额（47.40 亿元，平均增长 39.53 亿元、增幅为 501.94%），表明预收款的节奏和比例或已提升，同时客户需求较强烈；第二，自 2017 年年报至 2018 年三季报，内蒙一机（合并报表口径）应收票据及应收账款平均账面金额（15.68 亿元，平均降低 3.72 亿元、降幅为 19.19%），表明客户回款意愿较强；第三，截至 2018 年 9 月 30 日，公司实现销售收入 71.61 亿、“销售商品、提供劳务收到的现金” 88.30 亿、“购买商品、接受劳务支付的现金” 61.66 亿，即“收到的现金>销售额>支出的现金”，相比于 2017 年 9 月 30 日，公司实现销售收入 72.95 亿、“销售商品、提供劳务收到的现金” 63.72 亿、“购买商品、接受劳务支付的现金” 53.64 亿，即“销售额>收到的现金>支出的现金”，表明：付款政策或已产生积极变化。

2、货币资金总量较高带动利息收入增长，但单季度增速有所下降。考虑到跨年存款等因素的影响，对利息收入的期望不宜过高。截至 2018 年 9 月 30 日，内蒙一机实现利息收入（1.46 亿，同比增长 0.64 亿，增幅 78.05%），三季度单季度实现利息收入（0.59 亿元，同比增长 37.20%），增速虽然有所下降，但仍然维持在较高水平。

3、投资受益随着投资到期，恐难持续。截至 2018 年半年报，公司实现投资收入 0.14 亿元；截至 2018 年三季报，公司实现投资受益 0.18 亿（2017 年无投资受益收入）增速下降，三季报原因解释“上期投资理财本报告期到期取得受益”。我们分析公司公告推断：本期未见新纳入“投资收益”科目项下的理财或结构性存款，投资收益科目增速恐难持续。

■民品业务计提资产减值损失是三季度利润增速环比下降的原因之一，但未来或将冲回提供业绩弹性。

截至 2018 年半年报，资产减值损失（合并口径）（0.20 亿，同比减少 0.18 亿，同比下降 47.37%）；截至 2018 年三季报，资产减值损失（合并口径）（0.45 亿，同比增加 0.1 亿，同比增长 2.27%）；截至 2018 年三季报，资产减值损失（母公司口径）-0.02 亿，表明：或为民品铁路车辆业务计提资产减值损失。

由于三季报不披露财务报表附注，我们通过 2018 半年报财附注关注到，计提的资产减值损失对应资产负债表科目主要为“应收款坏账准备”、我们通过 2017 年年报财报附注关注到，计提的资产减值损失对应资产负债表科目主要为“存货跌价准备”。我们认为：随着合同签署、履约等条件的具备，“应收账款坏账准备”与“存货跌价准备”可冲回并未公司提供业绩弹性。

■投资建议：

我们认为，内蒙一机作为 A 股军工板块唯一的坦克装甲车辆总装标的，将直接受益于“十九大”报告中提出的军队机械化提升与信息化建设目标。同时，民品铁路车辆业务随着铁总《2018-2020 年货运增量行动方案》公布的增速或将进入 3 年利好时期。整体上，我们预计公司未来 2~3 年内可以保持 20%左右的增长。2018~2020 年的净利润分别为 6.30/7.44/8.90 亿，EPS 分别为 0.37/0.44/0.53 元，对应当前股价的 PE 为 32.2/27.3/22.8 倍。综合考虑到：①陆军装备十三五期间的换装需求较高且时间节点明确；②兵器集团资产证券化率亟待提升；③军贸市场提供积极弹性等因素，我们维持“买入-A”评级，6 个月目标价 15.38 元。

■风险因素：装备列装速度低于预期、业绩释放不及预期、部分零部件备件进度影响整体交

付、新型号进展不及预期、主营产品自产率较低导致利润率水平不高、国企改革进展缓慢。

5.4. 中航沈飞：均衡生产持续推进，超额完成阶段性任务，全年业绩可期

■事件：公司发布 2018 年三季报，截至 2018 年 9 月 30 日：实现营收（115.93 亿元，同比增长 301.42%）、实现归母净利（3.13 亿，扭亏为盈），主要因为：公司推进均衡生产，本期销售同比增加。

根据年报经营计划：2018 年计划实现营业收入 196 亿、实现净利润 7.18 亿。截至 9 月 30 日，营收计划的完成率为 59.15%、净利润计划的完成率为 43.73%。营收端超额完成“1225”均衡生产节点任务且三季度单季完成任务总量的 27.22%、加速明显，全年业绩可期。

■【利润表】毛利率及“三费”费率均有下降，表明：虽生产成本有所上升，但整体降本增效效果显著。

第一，毛利率相比 2017 年底下降 2.26 个百分点。截至 2018 年 9 月 30 日，毛利率（7.75%，相比 2017 年年底下降 2.25 个百分点），我们分析认为随着“央企降本增效”，“压缩管理层级”等因素的影响，部分原归因于“管理费-职工薪酬”的成本或在短期调整至“直接生产成本”，致使营业成本科目上升。同时，我们意识到人员岗位与会计科目的调整，并不能完全解释毛利率下降的原因，因此需要警惕生产端直接材料成本或 PPI 指数上升的风险；

第二，销售费用率、管理费用率分别下降 0.87 及 15.98 个百分点、财务费用率转为正值。2018 年 9 月 2 日，我们在《2018 年军工中报深度综述：订单数据稳步增长，航空装备拔得头筹》中详细分析指出：截至 2018 年半年报，军工板块整体三费率均有不同程度下降，致使整体业绩稳健增长。截至三季度末，中航沈飞三费率明显下降，成本控制效果显著。

■【资产负债表】资产负债率高于其他主机厂，有利于利息收入正向增长，但需警惕融资成本上升的风险。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司资产负债率 70.51% 并长期保持在 70% 左右，高于其他主机厂（中直股份 65%、中航飞机 60%、内蒙一机 55%），主要因为：中航沈飞“应付票据及应付账款”余额（94.84 亿，相比年初增长 35.01 亿，增幅 58.51%）。截至三季度末，中航沈飞实现利息收入（0.89 亿，同比增长 108.62%）。我们分析认为：公司高企的资产负债率有利于利息收入的正向增长，但同时，需要警惕融资成本加剧的风险。

■【现金流量表】经营性现金流结构趋于合理，均衡生产促使中航沈飞提升对收付款节奏的把握。但同时，军队对中航沈飞订单的预付款比例未见明显提升，需警惕平均货币资金总量下降对利润端的影响。

截至 2018 年 9 月 30 日，中航沈飞实现营业收入 115.92 亿、“销售商品、提供劳务收到对的现金”68.16 亿、“购买商品、接受劳务支付的现金”59.00 亿，即“销售额大于现金收入大于现金支出”；截至 2017 年 9 月 30 日，中航沈飞实现营业收入 28.88 亿、“销售商品、提供劳务收到对的现金”81.53 亿、“购买商品、接受劳务支付的现金”92.02 亿，即“现金支出大于现金收入大于销售额”，我们由此判断：随着均衡生产的推进，中航沈飞经营性现金流的结构趋于合理、加强了对收付款节奏的掌控，由用“预收款”下订单变为了以“销售回款”下订单。同时，我们进一步判断，本年的订贷节奏相比去年所有改变，截至 9 月 30 日尚未取得 2019 年新订单所对应的预收款项。

截至 2018 年 9 月 30 日，中航沈飞预收款项（68.47 亿，相比年初减少 42.22 亿，下降 38.15%），对应销售收入的确认情况，我们判断中航沈飞综合预收款（军队预付款）比例为 36.42%（ $44.22/115.92=36.42\%$ ）左右，未见明显提升。同时，按上述分析，即“销售额大于现金

收入大于现金支出”，建议警惕平均货币资金总量下降对利润端的影响。

■**投资建议：**目前我国军工制造业正处于大的发展机遇期，现代战争模式的转变、我军战略转型的需要及周边局势的变化使海、空军对于先进战斗机的需求加大、加速。沈飞在产主力机型歼-11/15/16 技术已趋成熟，我们预计能够形成稳中有增的产出。我们预计公司 2018~2020 年营收分别为 211.91、242.00、279.51 亿元，净利润分别为 7.87、9.27、10.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.66、0.78 元。综合考虑到中航沈飞订单需求确定性较大、公司积极推进均衡生产使得阶段性业绩兑现的确定性较高、募投项目逐步投产使得产能有望继续扩大。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价格 45.00 元；

■**风险因素：**装备短板补齐不会一蹴而就、业绩释放不及预期、均衡生产受挫、新机型进展不及预期、市场波动风险。

5.5. 中航机电：前三季度归母净利润增长 28.95%，单季度归母净利润增长 58.96%

■**事件：**2018 前三季度公司营收 (79.47 亿, +8.91%)，归母净利润 (5.03 亿, +28.95%)；Q3 单季度营收 (23.72 亿, -1.88%)，归母净利润 (2.14 亿, +58.96%)；2018 年业绩指引，归母净利润同比增长 5%~35%。

■**营收和利润总额完成度较高，全年业绩很可能超出既定目标**

公司 2018 年营收目标 (110 亿, +19.15%)，利润总额目标 (10 亿, +24.69%)，**前三季度营收完成全年目标的 72.25%，利润总额完成全年目标的 67.72%**；而前三季度营收在全年营收中的占比，2015 年、2016 年、2017 年分别为 61.18%、58.62%、64.81%，前三季度利润总额在全年利润总额中的占比，2015 年、2016 年、2017 年分别为 37.17%、41.33%、45.51% (未并表数据)；2018 年前三季度营收和利润总额完成占全年目标的比例，已大幅超出同期数据。我们认为，**公司全年业绩很可能超出既定目标**；同时，公司 2018 年预计关联交易 (65.15 亿, +77.78%)，也反映出公司自身对全年增长的乐观预期。

■**期间费用不升反降，聚焦主业、降本增效成果显著**

①前三季度归母净利润增速 28.95%，远高于营收增速 8.91%，毛利率 23.94% 同比基本持平，净利率 7.01% 提升 1.57 个百分点；我们认为，公司在前三季度营收利润皆增长的情况下，期间费用反而缩减 2.26%，主要受益于大力推行降本增效、提高整体效益和管理水平。公司于 2018 年 8 月 31 日完成 21 亿可转债发行工作，并于 9 月 14 日上市交易，用于置换前期收购新乡航空和宜宾三江机械的自筹资金、项目建设及补充流动资金，预计今后财务费用将进一步得到控制。

②2018Q3 单季度营收同比减少 1.88%，归母净利润同比增加 58.96%，利润增速同样远高于营收增速；Q3 单季度的毛利率 27.96%，同比提升 2.87 个百分点，净利率 9.43%，提升 3.72 个百分点；我们认为，Q3 单季度利润增速高于营收增速，主要因公司聚焦航空主业，毛利率较高的军品占比提高所致。

■**应收大幅增加、经营性现金流不佳，预计年底可得到改善**

2018Q3 公司应收账款及应收票据 94.17 亿，相比期初增加 30.72%，为史上最高，我们认为主要受军改影响回款不及时所致，但形成坏账的可能性较小；受此影响，前三季度公司经营性现金流量净额-13.61 亿，去年同期-2.68 亿，流出大幅增加了 10.93 亿，而截至中报，公司经营性现金流量净额同比增加了 2.02 亿流出，说明三季度回款情况较差，而 2018Q3 的-7.34 亿也是公司历史上经营性现金流量净额最低的一个季度。我们认为，随着军改逐步深化以及阶段性成果的取得，公司回款情况将得到明显改善，同时军品回款主要集中在四季度，预计年底公司现金流情况即可得到好转。

■机电系统专业整合平台，有望直接受益于军工体制改革

①2018年9月，公司原控股股东中航机电系统有限公司与中航航空电子系统有限责任公司，整合组建的机载系统公司正式成立，本次整合不会导致公司实际控制人发生变化，实际控制人仍为航空工业集团。机电和航电在业务上结合紧密，集团内部行政上互相割裂，而此次将航电和机电板块整合，有利于压缩集团内部层级、提升管理效率；同时也将发挥机电航电业务的协同作用，促进技术进步，乃至提高我国机载系统的国际竞争力；此次整合将促使突破航空机载企业体制机制困境，更好地承担今后推出的国家机载重大专项。

②公司于2014年公告拟收购集团下属5家企业，风雷公司和枫阳液压已收购完成，随着央企改革、混合所有制改革及科研院所改制的不断推进，我们预计集团及公司的资本运作仍将继续，根据公司2017年3月30日投资者关系活动记录表，公司下属托管的合肥江航目前正在实施混改，待混改完成后按实际情况有望纳入上市公司体系。2018年公司调整托管范围，新增纳入金城南京机电液压工程研究中心，金城南京机电液压工程研究中心是我国航空机载机电系统的研发中心和生产基地，2016年净利润1.96亿，资产优质且体量规模较大。

■投资建议：预计公司2018-2020年归母净利润分别为8.58、9.65、10.72亿，对应EPS分别为0.24、0.27、0.30元，对应PE分别为35、31、28倍，维持买入-A的投资评级，6个月目标价为9.00元。

■风险提示：军用航空机电订单不达预期；民用航空机电订单不达预期；院所改制及资产注入进度不及预期。

5.6. 中直股份：2018年三季度报归母净利润同比增长12.84%

■事件：公司发布2018年三季度报。2018年三季度公司实现营收81.86亿元，同比增长4.93%；归母净利润3.06亿元，同比增长12.84%。

■航空产品交付持续增加，经营业绩符合预期。

①利润表：2018年1-9月，公司主营业务收入同比增长4.93%，符合我们在2018年中报报告对下半年营收增速提高的判断；实现毛利率12.44%，同比增加0.73个百分点。我们认为，随着10吨级通用型直升机等新产品的定型列装，未来公司航空装备产品毛利率仍存进一步提升空间。研发支出方面，2018Q3单季度研发支出0.47亿元较上年同期大幅增长，而2018H1研发支出为0.48亿元。我们认为，公司投入研发或支撑10吨级通用型直升机等新产品量产。

②资产负债表：截止2018年9月底，公司合同负债39.05亿元，合同负债与上年同期预收账款相比大增92.84%，合同资产体现在手订单情况，叠加我国军用直升机的巨大需求，我们维持2018年是公司业绩拐点的判断。预计负债（3.77亿元，+60.4%），主要原因是航空产品交付增加计提质量保证金所致。存货139.64亿元，同比增长3.7%，应付票据和应付账款93.07亿元，同比减少5.4%，存货与应付款项变化不大。

③现金流量表：截止2018年9月底，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.78亿元，同比增加1.48亿元，主要原因是购买商品、接受劳务支付的现金同比减少4.58亿元。

■军用直升机巨大需求与10吨级通用直升机定型列装是公司两大投资逻辑。

①陆航部队扩编+075直升机航母，催生我国军用直升机未来3年至少500架需求缺口。

陆军：陆航部队是我军建设“立体防攻”的重要兵种。我军陆航部队在2015年底启动的军改中得到大幅扩编，目前我军13个陆航旅+2个空突旅已全部改革完成。据央视新闻和美国詹姆斯敦基金会推测数据等，未来我国陆军将配置发展15个陆航旅（13个集团军+西藏/新疆2大军区）和5个空突旅（5大战区），单个陆航旅、空突旅所需直升机数量分别为100

架、72架，则未来我国陆军一共需要约1860架军用直升机。未来3年，仅考虑新增的3个陆航旅每个旅配置70架直升机（考虑组建过程中，不达满编状态），现有的13个陆航旅和2个空突旅每个旅更新换代20架直升机计算，到2020年我国仅陆军直升机需求缺口至少500架。

海军：我国海军正在建造直升机航母—075型两栖攻击舰，预计首舰于2020年交付，对标美国黄蜂级两栖攻击舰075单舰或达到42架直升机的需求量。根据Wikipedia数据，我们预计未来3年我国将交付055大驱等16艘大型水面舰艇，并由此带来的舰艇配属直升机需求量约76架，叠加海军陆战队直升机需求量，则总体预计我国海军直升机需求增量约100架。

总体上，扣除我国每年从俄罗斯进口的30~50架直升机，我们预计，未来3年我国军用直升机需求缺口至少达到500架。作为中国航空工业集团直升机板块唯一的上市平台，中直股份将充分受益我国军用直升机的发展。

②新型10吨级通用型直升机有望于2019年上半年定型，未来将是重要业绩增长点。10吨级通用直升机有望比照“黑鹰”拥有强大拓展能力。我们预计，10吨级通用直升机有望2019年上半年定型，将成为我军直升机的主力机型，并成为公司未来主要业绩增长点。

■投资建议：陆航部队及海军陆战队扩编，叠加075直升机航母列装，将显著提升我国军用直升机需求；此外，我国新一代10吨级通用直升机或于明年上半年定型。我们认为2018年将为公司业绩拐点，上调2018-2020年净利润分别至5.22亿、6.27亿、7.50亿元，EPS分别为0.88、1.06、1.27元，对应当前股价的PE分别为43X、36X、30X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：关键零部件短缺影响交付进度和采购规模；10吨级通用型直升机定型或不达市场预期；陆航旅建设速度不达预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲、张超声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034